

博士学位請求論文審査

題目：ベンチャー企業の資金調達構造に関する日・韓比較

氏名：金炫成 (KIM, Hyun sung)

論文審査の結果の要旨

本論文は、日本と韓国のベンチャー企業の発展とその経営行動について国際比較を試みたものである。とりわけ、両国のベンチャー企業の資金調達構造に焦点をあて、企業の業種や政府からの支援の有無、企業歴の違いに注目しながら、両国の間でベンチャー企業の資金調達構造にどのような特徴があるのか、この点を明らかにすることを目的とする。

ベンチャー企業に対する学問的・政策的関心は、1990年代後半から日本と韓国の双方で盛んになり、それぞれの国で多数の研究書・論文や調査報告が刊行されるようになった。しかし、相互の比較を正面にすえた研究書はこれまでなく、また、もっぱら韓国語で書かれた韓国研究者による研究の成果や調査報告の内容が、日本に紹介されることもなかった。このような状況のもとで、本論文は日本と韓国で刊行された多数の文献・データを収集・整理し、とりわけ韓国のベンチャー企業の経営実態について実証的に解明した（日本語 116 点、韓国語 60 点。各種の年報や月報を含む）。この点でベンチャー企業の研究に大きく貢献したと評価できる。

そこでこの審査報告では、最初に本論文の特徴と利点を述べ、次いで本論文の構成と内容の紹介を行い、最後に問題点や残された課題について指摘しておきたい。

本論文の特徴と利点は、次の 4 点に整理することができる。

第一は、本論文が、経済のサービス化・情報化への対応という共通課題に直面する日本と韓国の二つの国を取り上げ、経済の活性化の担い手であるベンチャー企業に焦点をあてて、目的意識的に国際比較を試みた点である。このため、著者は両国におけるベンチャー企業の定義、政府の政策の推移、ベンチャー企業の発展と経営内容、ベンチャー企業に資金を提供するベンチャーキャピタルの活動について丁寧に検討し、実証面で顕著な成果をあげた。この分野に関心をもち、韓国語の文献が利用できない日本人研究者にとって、本論文は大きく貢献したと評価しうる。

第二は、本論文がベンチャー企業に資金を提供するベンチャーキャピタルの実態を、日本と韓国を比較しながら明らかにした点である。具体的には投資組合やベンチャー企業を対象とする資本市場（日本の JASDAQ 市場、サマーズ、韓国の KOSDAQ 市場）がこれに該当する。とりわけ、従来体系的に紹介されることがなかった韓国の投資組合や新興資本市場の設立経緯、資金規模、資金の貸し手の特徴などについて、本論文は基本的で有用な情報を提供している。

第三は、本論文が日本の JASDAQ 市場と韓国の KOSDAQ 市場にそれぞれ上場されたベ

ンチャー企業の経営実態を、個々の企業の事業報告書の収集と整理を通じて、企業の属性別（従業員規模、業種、企業歴、政府の優遇措置の有無など）に明らかにした点である。韓国の場合には、ベンチャー企業が2001年度140社、2005年度296社、一般部の企業が2001年度264社、2005年度366社を対象とし、日本の場合には2003年から2006年の4年間にかけて63社から89社を対象としている。時間と労力のかかるこうした集計作業をいわず、ベンチャー企業の経営実態を事業報告書の積み上げの中から明らかにした点は高く評価しうるだろう。

第四は、本論文がベンチャー企業の資金調達構造を明らかにするために、当該企業をEarly Stage期とLater Stage期に、もしくは開業・勃興期と上場後の事業拡大期というように、「企業の成長段階」に分けて検討を試みた点である。従来のベンチャー企業の研究は、もっぱら開業期の資金調達に焦点をあて、直接金融の役割やベンチャーキャピタルの貢献度合いを検討するものであった。これに対して、金炫成氏は「企業の成長段階」という新しい視角を導入することによって、通説とは異なる事実を提示する。具体的には、日本でも韓国でもベンチャー企業は、企業が成長段階に入ると、政府の政策意図とは裏腹に、直接金融から間接金融へと回帰するという興味深い事実を提示した。この間接金融への回帰がなぜ生じるのかを、過去の企業金融の経路、資本市場の特性、政府の制度的な支援に求め、アメリカとは異なるベンチャー企業の資金調達の特徴を浮き彫りにした点が、本論文の最大の特徴である。

以上の4点の特徴と貢献から、金炫成氏は十分に高い研究能力を示しており、博士号（経済学）を授与するのにふさわしいという結論に達した。

以下、本論文の構成と要旨を紹介する。本論文は序章の「はじめに」と終章の「おわりに」を含めて、全体で8つの章から成っている。

序章では、本論文の研究の背景と目的を明らかにする。韓国では重化学工業を中心とした産業構造からIT関連産業を軸とする経済構造への高度化が要請され、その担い手として企業家精神に富んだ中小規模のベンチャー型企業の育成が政策課題となった。そして、ベンチャー企業の育成は、直接金融を促す資本市場の整備という認識につながる。ただし、ベンチャー企業と彼らに対する資金の貸し手であるベンチャーキャピタルの双方について、日本と韓国の比較を試みた研究はないため、この点を研究目的にすえることを明示する。

第1章では、ベンチャー企業に対する学術面と政策面での定義、そして、ベンチャー企業の資金調達に関する先行研究をサーヴェイする。先行研究については、日本、韓国、欧米の文献を幅広く渉猟し、とくに韓国での研究について紙幅を割いている。そして、日本でも韓国でも、ベンチャー企業育成政策が中小企業を対象とする点で共通しているが、韓国の場合には、「新規性・成長性」より「技術の革新性・研究開発」の方を重視している事実を明らかにする。そして、これらのサーヴェイを踏まえた上で、既存の研究がベンチャー企業の「Early Stage期」にもっぱら焦点をあてており、株式上場を果たした後の「Later

Stage 期」を対象としていないこと、上場を果たした後、直接金融が支配的であるかどうかは検証されていないと主張する。そして、この限界を克服するために、「企業の成長段階」という視点を新たに導入し、ベンチャー企業の資金調達の特徴を企業歴に即して分析することの必要性と意義を強調する。

第 2 章では、日本と韓国の中小企業政策の展開とそこから生まれてきたベンチャー企業の育成政策の特徴をトレースする。中小企業政策については、日本の場合には、国際競争力の強化という観点から、組織化・合理化・近代化が大きな政策課題となった。これに対して、韓国の場合には、当初の保護的政策から積極的な育成政策に方針を転換したものの、政策の基本は大企業（チェボルを含む）の輸出振興、あるいは重化学工業化を支える周辺企業・下請け企業の育成という補完的なものであったと主張する。

しかし、1990 年代に入って、両国の中小企業政策は大きく転換する。日本では 1995 年「中小企業創造活動促進法」、1998 年「新事業創出促進法」（2005 年に両者を一本化）、1999 年「新中小企業基本法」の制定と、矢継ぎ早にベンチャー企業育成のための法整備がなされ、韓国でも 1997 年「ベンチャー企業の育成に関する特別措置法」が制定されたあと、2001 年からはイノビーズ認定制度を発足させた。両国の政策を比較した場合、韓国では政府の「認定制度」が重要な役割を果たしてきたこと（後述）、日本のように地方経済振興という観点がないこと、平成不況への対策が重視された日本と比べて、韓国のベンチャー企業育成は国際競争力の強化という政策意図をより前面に出していることを指摘する。

第 3 章では、日本と韓国の双方について、中小企業の全体に占める地位の変遷と、中小企業の企業金融や資金調達構造の特徴の変化を、政府機関・団体や金融機関の調査報告書を活用して明らかにする。両国に共通する特徴としては、中小企業の地位が傾向的に高まり、経済成長期に銀行借入依存の企業金融が定着し、その構造は現在に至るまで続いていること、他方、相違点としては、韓国の中小企業は企業数・従業員数からみた地位に比べて、付加価値生産額などでの地位が低く、低生産性であることを指摘する。また、間接金融が支配的であるという共通性のなかで、日本では企業間信用の役割が大きいのに対し、韓国では銀行借入のうち短期借入の比重が高く、不安定であることも指摘している。

以上、第 2 章と第 3 章はベンチャー企業を特定する分析ではなく、中小企業全体をカバーする分析であった。ベンチャー企業に焦点をあてるのは、第 4 章から第 6 章までの企業分析の部分である。

第 4 章では、韓国のベンチャー企業の資金調達構造について本格的に分析を加える。第一の分析対象は 1986 年の法律で設立された 2 つのベンチャーキャピタル（新技術金融社と創業投資会社）の分析である。両者の法律根拠、投資対象、原資について紹介がなされ、時期を追って政府出資組合への依存が高まっていったこと、投資対象としては情報通信（45%）と Entertainment（コンテンツ産業、22%）の比重が極めて高いことを明らかにする。ただし、1994 年に KOSDAQ 市場が開設されたことで、これらのベンチャーキャピタルの役割は低下し、ベンチャー企業の資金の貸し手の中心は KOSDAQ 市場に移行する。

これが第二の分析対象である。本章では KOSDAQ 市場の基本指標、上場企業の業種別分布、株式所有主の特徴などを整理したあと、1994 年 (310 社) から 2003 年 (879 社) までは上場企業数も急速に増加したが、その後停滞していること、業種的には製造業が 9 割以上、しかもその半分が IT 関連であること、政府によるベンチャー認定企業の比重が大きいこと、有価証券市場と比較して一定の資金供給を行ってきたことなど、KOSDAQ 市場が果たしてきた意義と限界を明らかにする。

次いで第 4 章第 3 節以降では、ベンチャー企業の資金調達構造の特質を、開業期 (Early Stage 期) と上場後の事業拡大期 (Later Stage 期) に分け、前者については各種の調査報告書の結果をもとに、後者については KOSDAQ 市場の上場企業の事業報告書のデータ (2001 年、03 年、05 年を基準年とする) をもとに、それぞれ検討していく。これによると、開業期については、ベンチャー企業と非ベンチャー型中小企業を比較すると、前者の方が銀行借入の比重が低いものの、3 割以上を依存しており、さらに政策資金への依存が高い事実を見出した。一方、Later Stage 期については、上場企業の属性 (企業歴、従業員規模、電子・IT 関連など業種) を明らかにした上で、「ベンチャー部」と「一般部」に区分して資金調達の構造を比較し、「ベンチャー部」の間接金融の比重が後者より若干低いものの、それでも間接金融への依存が 50%を超えていること、企業歴が長くなるにつれて間接金融への依存が傾向的に高まること、という興味深い事実を発見した。この「間接金融への回帰」の現象について、金炫成氏は、①景気の変動に左右されやすい資本市場の不安定性、②企業歴が長くなれば銀行借入の方が手続き上簡便であること、③ベンチャー企業に対する情報が一般投資家ではなく銀行などの金融機関に偏在すること、④銀行側が成長セクターである IT 関連企業への融資を戦略的に選好しはじめたこと、を指摘する。

第 5 章では、第 4 章の韓国と対比させるかたちで、日本のベンチャーキャピタルの特性と JASDAQ 市場に上場された企業の属性と資金調達の特徴を分析する。ベンチャーキャピタルについては、政府系の中小企業投資育成会社 (東京、大阪、名古屋) や銀行・証券系の系列会社の重要性が、またベンチャー企業向けの投資組合の出資では、ベンチャーキャピタル本体よりも金融機関の比重の方が大きい事実を確認する。また、JASDAQ 市場への上場企業の分析では、株式所有の 9 割以上が個人投資家であること、資金供給者としての同市場の役割は近年低下している点を指摘する。そして、成長段階別にみた資金調達の特徴として (データは 2001 年、03 年、05 年)、企業歴が 10 年以下の上場企業では直接金融の比率が高く、逆に企業歴が長くなるほど間接金融への依存が高まっていくという、韓国と同様の「間接金融への回帰」の実態を明らかにする。

第 6 章では、第 4 章と第 5 章の分析を踏まえて、日本と韓国のベンチャー企業の特徴の比較、とりわけ間接金融の役割の再評価を試みようとした章であり、本論文の中核をなす部分でもある。本章では次の 5 つの点を日韓比較の結果として導出する。①企業歴でみると、両国とも企業歴が長くなるほど間接金融の比重が高まるが、韓国の場合、増資や社債に比べて銀行借入の比重がより高いこと、②業種別にみると、日本は電子・情報通信産業

では直接金融の比率が高く、韓国はIT関連が他と比べてとりわけ高いとはいえない。ただし、IT関連を「製造業」と「非製造業」に分けると、後者がコンテンツ産業とともに直接金融の比率が高いこと、③政府の役割でみると、韓国ではベンチャー企業確認制度が直接金融において重要な役割を果たしていること、④研究開発比率でみると、日韓両国ともその比率が高まると直接金融の比率が高くなるが、韓国では日本以上に政府が必要な資金を提供していること、⑤企業業績でみると、韓国では成長率が高い企業であるほど直接金融の比率が高くなっていること、以上の5点である。

その上で、韓国のベンチャー企業における「間接金融への回帰」を支える要因として、銀行金利の近年の低下とともに、企業評価のための情報が金融機関に偏在していること、そして何より政府が、韓国技術信用保証基金などを使って制度的に支援している事実を指摘する。したがって、企業歴が長くなるにつれて間接金融への依存が高まるのは、中小企業や技術開発志向型企業の企業金融に内在する「情報の非対称性」という一般的な問題だけでなく、ベンチャーキャピタルへの出資、ベンチャー企業の認定制度、技術開発力の審査の面で韓国政府が果たしている重要な役割が関係している、という結論を導き出す。

終章では、日本や韓国の場合、ベンチャー企業の育成にあたって、間接金融から直接金融への移行を推進するという従来型の政策だけではなく、Later Stage 期の企業に対して、間接金融を活用できる制度の整備を進めることも重要であると、金炫成氏は主張する。その一例として、両国（韓国の方が積極的）で1990年代末に導入された貸付債権の流動化、つまり「市場型間接金融」の機能に注目し、銀行や政府機関に集中しているベンチャー企業の評価システムを分散化させ、幅広い資金を調達できる仕組みを構築ことが必要だと指摘する。そして、資金の外部調達（直接金融か間接金融か）だけではなく、内部留保を含めた分析の必要性など今後の研究課題を列記して、本論文を締めくくっている。

最後に、本書の問題点と今後の課題について触れておきたい。

第一の問題は、本論文が日本と韓国のベンチャー企業の国際比較を試みながら、国際比較の利点を十分生かし切れていない点である。その最大の理由は、ベンチャー企業育成の背後にある政策意図、政府の政策展開、ベンチャー企業に占める電子・IT関連企業の高さ、企業歴と直接金融・間接金融の関連などいずれをとっても、日本と韓国の間では両国の「違い」（韓国における政府の積極的な役割）よりは「共通性」の方が確認され、各国の固有の特徴を対比的に示すことができなかつた点にある。

もともと、韓国の場合、KOSDAQ市場に上場している企業のうちIT関連非製造企業やコンテンツ企業の比重が高く、これらの企業では他の業種と比べて直接金融の比重が高いという興味深い事実も指摘されている。したがって、今後は成長産業として期待されるIT関連非製造企業やコンテンツ企業を対象を絞って、両国の比較を行う必要もあるのではないかという指摘がなされた。さらに、直接金融が支配的であり、ベンチャー企業が事業拡大を続ける中でも「間接金融への回帰」が生じていないアメリカの事例と比較することで、

韓国（日本）のベンチャー企業の特徴をより明確に示すことの可能性も指摘された。

第二の問題は、本論文が KOSDAQ 市場や JASDAQ 市場の上場企業のデータを集計し、企業の属性別に資金調達の特徴を解明した点では成功しているが、その作業自体が個別のベンチャー企業の資金調達面での経営戦略（直接か間接かを選ぶ戦略）のダイナミズムを、必ずしも示していない点である。確かに金炫成氏は、一定数の個別企業や関係者への聞き取り調査を通じて、なぜ「間接金融への回帰」が生じるのかの傍証を試みている。ただし、聞き取り調査の相手は資金の貸し手である金融機関や政府機関に偏っており、資金を必要とするベンチャー企業の関係者からの情報はそれほど多くない。企業にとって資金調達戦略はもっともセンシティブな分野であり、聞き取り調査が困難であることは審査員全員も十分承知しているが、一步踏み込んで、借り手の側からみたベンチャー企業の経営戦略について、研究をさらに深化させることへの期待が表明された。

第三の問題は、ベンチャー企業の研究を、「中小企業論」の一部として展開するのか、そうではなくて、中小企業論から独立した「ベンチャー企業論」として展開するのか、その点を金炫成氏が必ずしも十分自覚的に区別していない点である。というのも、両者の研究視角の違いは、企業金融のパターンの違いの理論的解釈や、政府の育成奨励政策のインプリケーションに直接的な影響を与え、議論の方向性も規定するからである。本論文では、韓国政府の政策目的が前者にあり、金炫成氏の研究関心も同じ前者にあることから、ときに韓国のベンチャー企業を対象としながら、「中小企業論」に引き寄せて議論を展開する場合があった（第2章、第3章）。したがって、今後の研究を進める場合には、両者の区別をより明確にすることの必要性が指摘された。

以上いくつかの問題点や今後の課題を指摘したが、ただしこれらは本論文の価値を損なうものではなく、むしろ本論文が達成した実証的研究の高みに立ってこそ初めて検討が可能となる新たな課題というべきであろう。

したがって、本審査委員会は全員一致をもって、頭書で述べたように、本論文が博士（経済学）の学位を授与するに値するものと判断した。

末廣 昭 （主査）

伊藤 正直

橘川 武郎

新宅純二郎

丸川 知雄

（*丸川知雄は10月1日より父親育児休暇に入ったため、本論文の評価を、休暇に入る前の9月に書面で審査委員会に提出したことを付記しておく。）2008年12月5日