ドイツのヴェンチャー・キャピタル市場の構造

飯　野　由美子

要　旨

現在進行しているIT革命は生産性を大幅に上げ，国際競争力を決する重要な要因となっている。その中でドイツはIT化に遅れているという。その理由の1つとして，ヴェンチャーファイナンスが未発達なので技術力ある若い中小企業にリスクキャピタル供給がなされないという点が指摘されている。ところが，ごく最近になって，ヨーロッパで急速にインターネットが普及，企業間ネットワーク，e-commerce等が拡大している。これらを支えるインターネット関連企業は非常に多くヴェンチャー・ビジネスを含むから，ヨーロッパでのIT化の背後には，ヴェンチャー・ビジネスを資金面で支持する何らかの仕組みがこの間生まれたと考えられる。

本稿では，1）従来ドイツでヴェンチャー・キャピタルが未発達であった現実を数字から跡付け，2）その制約要因として，①投資形式と投資先企業への影響力，親銀行との関係，投資対象を具体的に見ることによって，銀行系ヴェンチャー・キャピタルが銀行系であるが故に投資行動の保守性が出てくることを導き，②ヴェンチャー・キャピタルの投資回収の選択肢（いわゆる“exit”）が非常に限定されていたことを明らかにする。3）そしてその制約要因が主としてヴェンチャー・ビジネス向け取引所セグメントである「ノイア・マルクト」の創設によって取り除かれ，ヴェンチャー・キャピタル市場に大きな転換期が訪れたことを述べる。

目　次

問題設定

IT 革命が進展している。1980年代に進展したコンピュータライゼーションの上に，インターネット技術を利用した情報通信革命が始まり，それが生産性を大幅に上げ，既存産業の市場を重層的に拡大した。IT 化が産業革命に匹敵するものであるという議論もあり，その正否はおくとしても，IT 化が現在国際競争力を決するキーポイントになっていることは確かである。

その中で，ヨーロッパは，そしてその中核に位置するドイツは IT 革命に遅れているという[1]。また，ドイツで IT 革命が進展しない理由として，ヴェンチャーファイナンスが未発達なので技術力ある若い中小企業にリスクキャピタル供給がなされないという点が指摘されている[2]。

ところが，ごく最近になって EU による“e-Europe”の標語のもと，ヨーロッパで急速にインターネットが普及，企業間ネットワーク，e-commerce 等が拡大しているという[3]。これらを支えるインターネット関連企業は非常に多くヴェンチャー・ビジネスを含むから，ヨーロッパでの IT 化の背後には，ヴェンチャー・ビジネスを資金面で支持する何らかの仕組みがこの間生まれたとの想像をめぐらすことが出来る。

そこで本稿では，

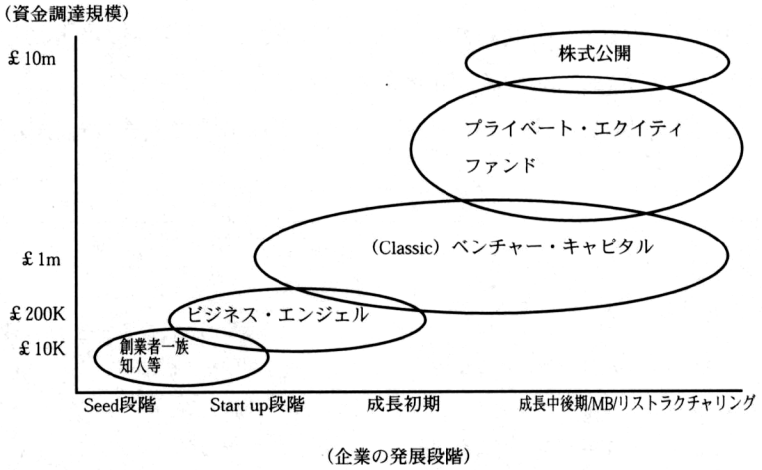
1）従来ドイツでヴェンチャー・キャピタルが未発達であった現実を数字から跡付け，

2）その制約要因として，①銀行系ヴェンチャー・キャピタルが銀行系であるが故の投資行動の保守性，②ヴェンチャー・キャピタルの投資回収の選択肢（いわゆる“exit”）が非常に限定されていたことを明らかにする。

3）そしてその制約要因が主としてヴェンチャー・ビジネス向け取引所セグメントである「ノイア・マルクト」の創設によって取り除かれ，ヴェンチャー・キャピタル市場に大きな転換期が訪れたことを述べる[4]。

なお，「ヴェンチャー・キャピタル」の意味

図1　ヴェンチャー・キャピタルの範囲



〔出所〕廣島鉄也［1999］，3頁。

は，広義には革新的事業に対して①リスクキャピタル，②経営上のノウハウを供与するもので図1に示されているSeed段階，Start up段階，成長初期，成長中後期等に供給する資金全体をさし，狭義には上場に近い位置にあるprivate equity fundを含めない初期段階に対する投資資金だけをさす[5]。ヴェンチャー・キャピタルを初期段階に対するリスクキャピタルと考えると，ドイツでは狭義のヴェンチャー・キャピタル会社は10社程度しかない[6]。ここでは「ヴェンチャー・キャピタル」を広義で使うこととする。

I．ドイツのヴェンチャー・キャピタル市場規模

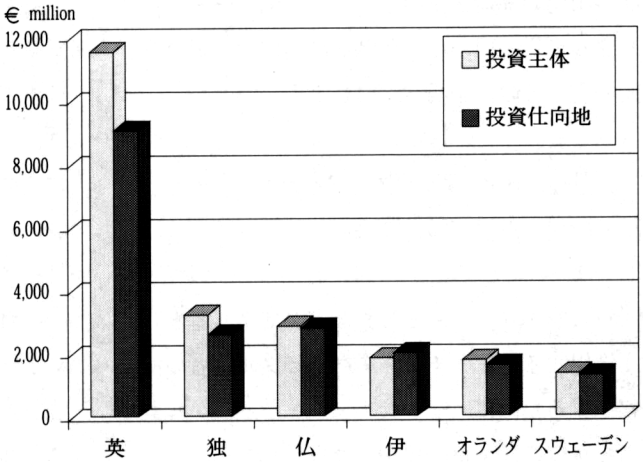
ドイツの自己資本比率は国際比較して低い。それは，フロー面におけるリスクキャピタル調達の低位の結果であり，破綻時バッファーとしての自己資本の機能が低いことを意味する。このことはすでに1970年代から問題とされてきた。しかし，自己資本比率[7]が低いという問題が企業部門全体に同じ比重であてはまるわけではない。従来，大企業等では，フローの資金調達面では，一般的には借入などで資金調達可能であり，リスクをともなう事業の展開でも自己金融の途が存在した。またストック面では，自己資本以外の厚いバッファー（含み益など）が存在するため，自己資本比率の低さ自体は問題にならないという議論もある[8]。自己資本調達の困難が現実に重大な結果を招くのは，事業の成否が定かでない中小企業の新技術開発のケースや全く新規の創業資金など，とりわけヴェンチャー・ビジネスのケースである。ここにドイツのIT化が遅れた背景があるといわれる。

そこで国際比較によって，ドイツのヴェンチャー・キャピタル市場規模が小さいことをまず確認してみよう。

ドイツにおけるヴェンチャー・キャピタルの歴史は浅い。アメリカで最初のヴェンチャー・キャピタルが創設されたのは1946年であるのに対し，ドイツでは1960年代である。また，ドイツのヴェンチャー・キャピタルが革新的企業に投資し始めたのは，主として1980年代前半アメリカのヴェンチャー・キャピタル・モデル成功にならってのことであるという[9]。

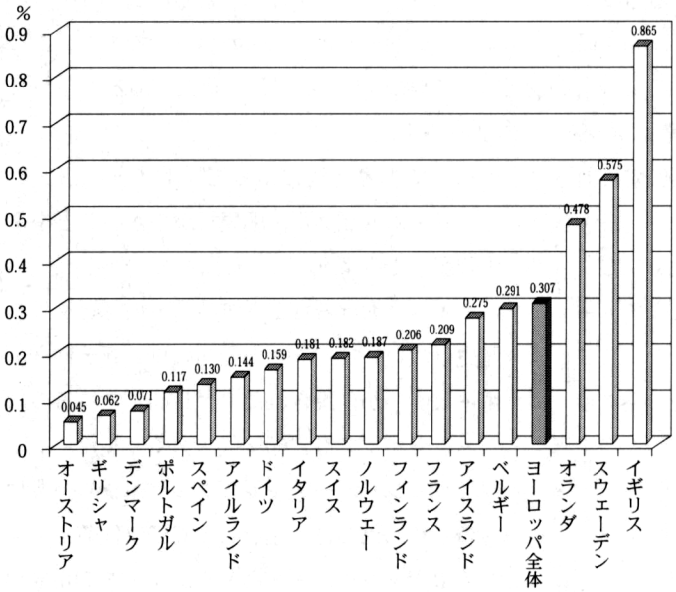
図2，図3から，後発ドイツのヴェンチャー・キャピタル市場が，絶対的規模ではヴェンチャー・キャピタル先進国であるアメリカは言うに及ばず[10]，ヨーロッパ内ではイギリスに比べて格段に小さいこと，そして対GDP比では

図2　ヴェンチャー・キャピタル市場規模の国際比較（絶対額）（欧州のみ）（1999年）



〔出所〕European Private Equity & Venture Capital Association［2000］a, p.16.

図3　ヴェンチャー・キャピタル市場規模の国際比較
（対GDP比）（欧州のみ）（1999年）



〔出所〕EUROPEAN PRIVATE EQUITY & VENTURE CAPITAL ASSOCIATION［2000］a, p.24.

むしろヨーロッパの下位の方にあることがわかる。2000年代においてIT化が国際競争力を決する要因であるのなら，ヴェンチャー・キャピタルの劣位はドイツ経済の隘路となるのである。

そこで以下，ドイツのヴェンチャー・キャピタル市場の構造を概観し，ヴェンチャー・キャピタル市場のいかなる問題が市場拡大に限界を画しているのかを明らかにしよう。

Ⅱ．ドイツのヴェンチャー・キャピタル業者

ヴェンチャー・キャピタル市場で供給者として登場するヴェンチャー・キャピタル業者の性格を見るために，ヴェンチャー・キャピタル業者の角度を変えた分類を2つ提示してみよう。

第1の分類（図4）は，ドイツ・ヴェンチャー・キャピタル協会が行ったドイツ・ヴェンチャー・キャピタル各会社の性格分類に基づき，各タイプの市場シェアを示したものである[11]。

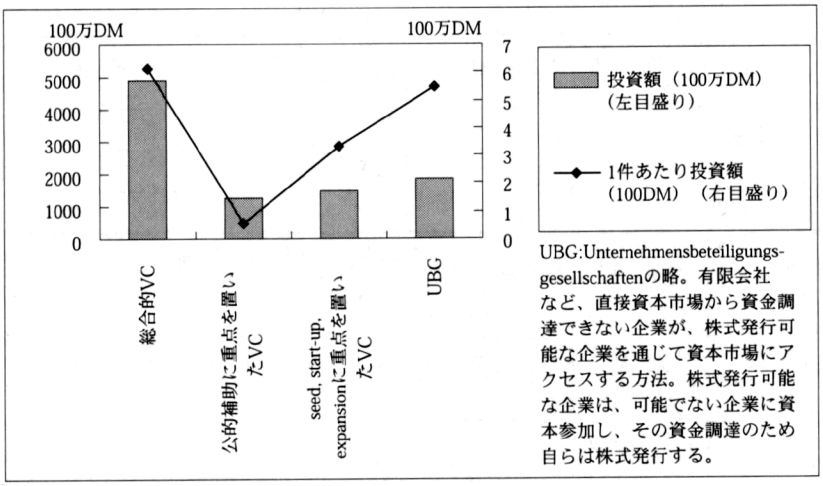
ここから，ドイツのヴェンチャー・キャピタル業者の中でも「総合的ヴェンチャー・キャピタル」が投資額シェアで圧倒的，1件あたり投資額でも最大のグループであることがわかる。このほか，「seed, start-up, expansion に重点をおいたヴェンチャー・キャピタル」は狭義のヴェンチャー・キャピタルであり，「公的補助に重点をおいたVC」，「UBG」の2グループはやや特殊な性格をもつ。

この「総合的ヴェンチャー・キャピタル」がドイツ・ヴェンチャー・キャピタルの中心であるなら，これが市場の性格を規定していると考えられるから，「総合的ヴェンチャー・キャピタル」の性格を明らかにせねばならない。

第2の分類（表1）は，フラウンホーファ・システム技術・イノベーション研究所［以下フラウンホーファ研究所と表記］による分類[12]に，前出のドイツ・ヴェンチャー・キャピタル協会の分類を重ね合わせたものである。フラウンホーファ研究所による各業者タイプの特徴付けをあわせて見ていこう。

これら2つの分類を比較すると，図4の総合VCは，表1では民営銀行・保険，貯蓄銀行・LBグループのVC子会社に対応している。このグループに属するヴェンチャー・キャピタルの投資行動の特徴としては，1）ヴェンチャー

図4　ドイツ・ヴェンチャー・キャピタル会社の分類1（シェア）



注：VCはヴェンチャー・キャピタルの略

〔出所〕BUNDESVERBAND DEUTSCHER KAPITALBETEILIGUNGSGESELLSCHAFTEN E.V. - BVK - [1999] a, S.87. Unternehmensbeteiligungsgesellschaften については，後藤紀一，VOTH, MATTHIAS [1993], p.315.

・キャピタル会社間の投資戦略の違いがほとんど無い，2）ある分野に特化して専門性を高めることが少ない，という点が上げられるが，3）リファイナンス面では親銀行・保険というバックがあるため有利である。

「公的補助利用に重点をおいたヴェンチャー・キャピタル」は，「連邦政府・他の公的保険・金融機関」に対応すると考えられる。この「公的補助利用に重点をおいたヴェンチャー・キャピタル」は件数では56.8%のシェアだが，1件あたり額はヴェンチャー補助のスキームに対応して小さく，結果として投資額シェアは低くなっている。

「seed, start-up, expansion に重点を置いた VC」は，「狭義の VC（初期のみ）」「狭義の VC（初期に限らず）」に対応するヴェンチャー・キャピタルであり，それらには，独立系のヴェンチャー・キャピタルと企業系のヴェンチャー・キャピタルが含まれると考えられる。独立系のヴェンチャー・キャピタルは，専門性を持ち，特徴ある投資活動を行う。そして銀行・保険系の総合ヴェンチャー・キャピタルとは（銀行本体とも）競合関係に立つものである。企業系 VC 設立は最近増えつつある。目的は金融上の利益ではなく，将来に向けた技術・製品・商品面での提携パートナーを得るという企業戦略的な部分にある点で，他のヴェンチャー・キャピタルと異なる。

UBG（Unternehmensbeteiligungsgesellschaften）は，法的根拠が他と異なるので別分類されているが，系列関係では銀行保険系・独立系に含まれうる。この UBG は，資本市場での発行能力のないヴェンチャー・ビジネスの持ち分を取得し，その資金を自らの増資でまかなう。つまり，実態的にはヴェンチャー・ビジネスに代行して株式発行を行うものであり[13]，取得したヴェンチャー・ビジネスの持ち分売却によって差益を得る。

表1　ドイツ・ヴェンチャー・キャピタル会社の分類2

下の各点について の各VCの性格 ＼ VCのタイプ	系列		公的部門	準系列・独立系	
	民営銀行・保険設立のVC	貯蓄銀行設立のVC	中小企業VC[1]	狭義のVC（初期に限らず）	狭義のVC（初期のみ）
図4の分類[2]	UBG		公的補助利用に重点をおいたVC	UBG	
	総合的VC			seed，start-upに重点をおいたVC	
創業者・投資家	銀行・保険会社	貯蓄銀行・LB[3]	連邦政府・他の公的保険・金融機関	金融機関・産業・シェアマネージャー[4]	シェアマネージャー・産業・金融機関
株式取得の目的	利益志向型（継続的な資本の回転）	経済支援に基づく利益志向型（継続的な資本の回転）	経済的支援	利益志向型（株価の上昇）	利益志向型（株価の上昇）
投資の主要な対象	成長可能性のある企業	成長可能性のある企業	中小企業	成長可能性のある（イノベーティブな）企業	seed および start-up の技術志向企業
若い技術志向企業にとっての意義	なし	限定的	限定的	限定的	非常に重要
支援サービス	ほとんどない	ほとんどない	まったくない	充分な支援	充分な支援
持ち分保有の形態	・サイレント・パートナーシップ ・資本参加[5]	・サイレント・パートナーシップ ・資本参加	サイレント・パートナーシップ	資本参加	・資本参加 ・サイレント・パートナーシップ
企業設立の時期	60年代から80年代に最も集中	60年代から80年代に最も集中	70年代および80年代に設立 旧東独地域では92年以降設立	80年代初〜央にかけて	80年代末
地域指向	国内，対象地域を限定せず	貯蓄銀行・LBの営業地域範囲内	ドイツの各州	国内，一部海外	・地域限定 ・国内 ・海外（少）

注1）原訳では，MBG（中小企業資本参加会社 Mittelständische Beteiligungsgesellschaften）となっている。
2）出所文献にはなく，筆者が加筆。
3）原訳では「連邦銀行」となっているが，連銀がVCを設立した事実はないし，系統金融である貯蓄銀行グループの上位機関である Landesbank Girozentrale（州立銀行中央振替銀行）（以下LBと略記）の誤訳と見なすのが順当であろう。
4）「シェアマネージャー」は，Unternehmensbeteiligungsgesellschaften であると思われる。
5）原訳では単に「直接」となっているが，サイレント・パートナーシップにおいても，ヴェンチャー・キャピタルが直接行うものであり，子会社が間接的に行うものではない。であれば，「直接」の意味は，サイレント・パートナーシップではなく，持ち分を保有するという意味であろう。
〔出所〕LERNER，J./PHIRRMANN，O./WUPPERFELD，U.，伊藤維年ほか訳［1997］，50頁。

以上から，ヴェンチャー・キャピタル業界全体の特徴として，

1）銀行系のヴェンチャー・キャピタルが圧倒的に多いこと

2）銀行系ヴェンチャー・キャピタルは，シード，スタートアップ期などへの投資が少ないという色彩を持つことから，創業期ヴェンチャー・ビジネス育成の性格が薄いこと

3）本来のヴェンチャー・キャピタルの概念に近い独立系ヴェンチャー・キャピタルのシェアはごく小さいこと

の3点が浮かび上がる。これは，あらゆる金融

ビジネスにおいてユニバーサルバンクのプレゼンスが高いドイツの特徴に対応している。

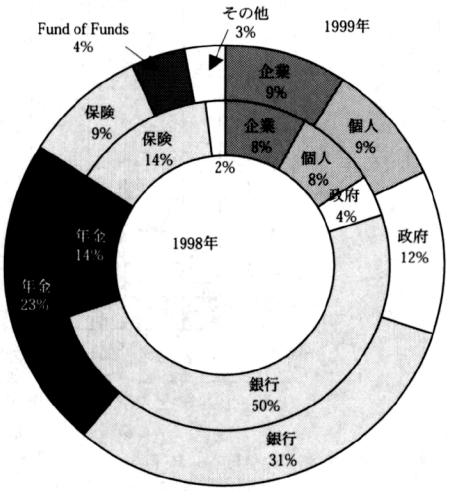
Ⅲ. ドイツのヴェンチャー・キャピタルの資金源泉

Ⅱで行ったヴェンチャー・キャピタル業者分類を進めて，さらにヴェンチャー・キャピタルの資金調達面から系列関係の構成を見よう。

図5によれば[14]，1998年には銀行がヴェンチャー・キャピタルの資金源泉の50%を供給しており，圧倒的比率を占めている。この図式は，従来の伝統的パターンであった。「銀行」は①民営銀行と②貯蓄銀行・LBグループ，③政策金融機関を含むが，①～③間の内訳はヴェンチャー・キャピタル協会の数字からは明らかでない。ただ95年の単独のデータでは，銀行のシェア59%のうち34%が民営銀行となっているから[15]，①民営銀行が銀行全体の58%，残りの42%が②貯蓄銀行・LBグループおよび③政策金融機関[16]になる。この民営銀行が約6割程度という比率は他の年次についてもおよその目安となろう。

アメリカ，イギリスのヴェンチャー・キャピタル資金源泉との大きな違いは，米英で大きな比重を占める年金基金の比率がドイツでは従来小さかったことである。1998年では年金基金の比率は14%にすぎない。1999年に統計上外国資金を捕捉することになったため，外国の年金基金からのドイツ・ヴェンチャー・キャピタル会社への投資が算入された結果，99年の年金基金の比率は23%と倍増した。この大幅な伸びは，主としてこの統計技術上の要因によるが，次のようなドイツ国内の制度改正による影響が将来拡がると考えられる。

図5　ドイツ・ヴェンチャー・キャピタルの資金源泉

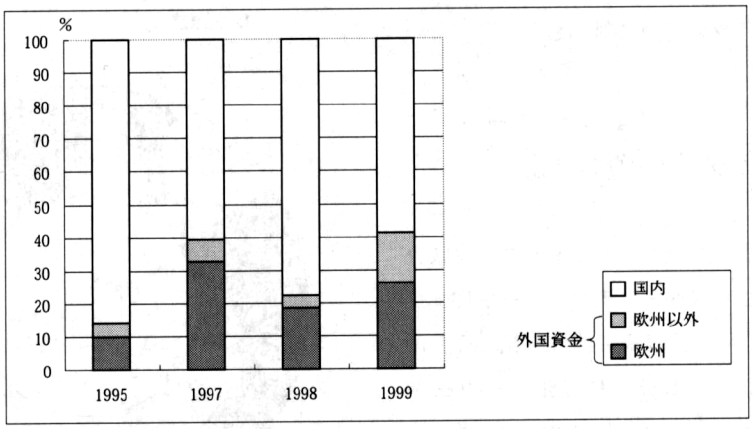


〔出所〕European Private Equity & Venture Capital Association [2000] a, p.87.

すなわちドイツの年金制度では，圧倒的に公的年金が重要であったが，公的年金の土台が揺らいでいることから，企業年金，個人年金を第2，第3の柱として政策的に強化する方向に向かっている。そしてその流れの中で企業年金改革が始まっており，その中心概念は，「確定拠出型年金」へ軸足を移すことである。企業年金拡充としてすでに1998年，第3次資本市場改革法で，株式等への運用に重点を置く「年金投信」が導入され，急速に拡大した[17]。もっとも年金投信の1999年末残高はまだ31億DM，投信残高全体の0.2%弱しか占めていない[18]。しかし，現在のペースの拡大を前提とすれば，今後，ドイツ企業年金・個人年金が，英米のように機関投資家としてドイツのヴェンチャー・キャピタルの大きな資金源泉に成長する可能性があると考えられる。

ヴェンチャー・キャピタル源泉のうち外国資金については，外資系ヴェンチャー・キャピタルを算入したのは1999年からであり，図5の資

図6　ヴェンチャー・キャピタル資金源泉（外国資金比率）



〔出所〕1999年は EUROPEAN PRIVATE EQUITY & VENTURE CAPITAL ASSOCIATION [2000] a, p.87.　1997年は FORSCHUNGSINSTITUT FÜR WIRTSCHAFTSPOLITIK AN DER UNIVERSITÄT MAINZ [1999], S.61.　1995年は LEOPOLD, G./FROMMANN, H. [1998],, S.85.

金源泉のうち1998年までは外資系ヴェンチャー・キャピタルによる投資が漏れていた[19]。また1999年以降でも国内ヴェンチャー・キャピタルを通じた外資のドイツヴェンチャー・ビジネスへの投資は捕捉できない。そこで，別のソースから外国資金に関する数字をとると，欧州内・欧州外に分けた外国資金比率は図6のようになっているから，90年代後半になると，欧州通貨統合開始以前すでにドイツ・ヴェンチャー・キャピタル市場での外国資金の意味は相当に大きかったことになる。1999年のユーロ導入，それによる為替リスク消滅，機関投資家資金運用原則の規制緩和等によって，欧州を中心とする外国資金の拡大傾向が今後続くことが予想できる。

Ⅳ．ドイツのヴェンチャー・キャピタルの投資行動

1．投資形式と投資先企業への影響力

Ⅱ，Ⅲで述べたように，ドイツ・ヴェンチャー・キャピタルは銀行系が圧倒的に多い。このことから，ほとんどのヴェンチャー・キャピタルの投資ポリシーは銀行の方針を反映した保守的なものになっているといわれる[20]。

以下では，ドイツ・ヴェンチャー・キャピタルの投資行動を，投資形式の特徴，投資先企業への影響力，投資対象が段階別や産業別に見てどういう構成になっているかの点にわたって確認していく。

ヴェンチャー・キャピタルが企業に投資する場合どのような形で資金を投入するのかを大きく分類すると，1）「サイレント・パートナーシップ」（Stille Beteiligungen[21]），2）自己資本類似の貸付（たとえば劣後ローンやゲヌスシャイン[22]取得など），3）通常の資本参加の3つがある。図7に見るように中でも最大の比率を占めているのがサイレント・パートナーシップである。以下，サイレント・パートナーシップでは契約上もヴェンチャー・ビジネス育成の要素が小さく，現実にも保守的運営の色彩が濃い点を述べよう。

（1） サイレント・パートナーシップ

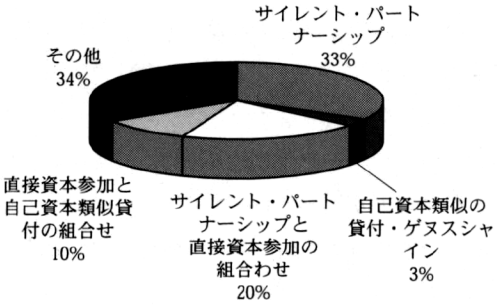
ドイツ・ヴェンチャー・キャピタルの投資形式の中では，図7のようにサイレント・パートナーシップ[23]が多く，その際の資金受入側企業形態としては有限会社（GmbH），株式会社（AG），株式合資会社（KG）[24]などがある。サイレント・パートナーシップでは，出資者は債権者に対する責任はなく，利益分与の権利はあるが業務執行権はないため名称どおりサイレント（still）である[25]。したがって法的権利としては狭義ヴェンチャー・キャピタルの要件である経営支援という要素はほとんど持たないことになる。そして現実にも，経営支援はほとんど行わない[26]。

資金受入企業サイドのサイレント・パートナーシップを選好要因は次のことである。サイレント・パートナーシップは，既存企業の資本参加から生じる権利関係を一切留保したままで資本参加を受け入れるときの常套手段あって[27]，投資を受ける企業側が経営介入・情報報告義務を嫌う場合に，資金提供者を通常のパートナー（Gesellschafter）にはせず，サイレント・パートナーとする形を選ぶことが多い。

さらにサイレント・パートナーとしての関係は解約告知（Kündigung）によってキャンセルすることが出来る[28]など，ヴェンチャー・キャピタルと投資先企業の関係はアメリカで通常行われているようには密接でない。

ヴェンチャー・キャピタル側のサイレント・パートナーシップ選好要因としては次のことに基づく安全志向がある。つまりサイレント・パートナーシップの場合，ヴェンチャー・キャピタルの利益源泉はキャピタルゲインではなく利益配当であり，利益分与のされ方も，しばしば利子類似になる点が本質的に違う。

図7　ヴェンチャー・キャピタルの各投資形式比率



〔出所〕Forschungsinstitut für Wirtschaftspolitik An der Universithlät Mainz [1999], S.69.

これらのことから，サイレント・パートナーシップでの投資の性格はむしろ貸付に近くなっているものが多い[29]のである。

（2） 自己資本類似の貸付

自己資本と貸付の中間形態の資金提供方法として，劣後ローン，ゲヌスシャインをあげることができる。ゲヌスシャイン（Genußschein）とは，会社に一定限度以上の利益が上がった場合に利益配当ないし利子を得られる一種の利益配当社債である[30]。劣後ローン，ゲヌスシャインなどの自己資本類似の貸付は，当然ながら，リスク負担分が通常の貸付より大きくなっているとはいえ，利子と利益分与の権利でしかない。その意味で，投資したヴェンチャー・キャピタル会社の投資先企業への影響力は小さいものとなる。

（3） 資本参加

資本参加契約には，①既存企業を完全に買取り，既存所有者は消滅するもの，②既存企業の自己資本を資本参加によって積み増すもの，③IV.1（2）で述べた自己資本と貸付の中間形態や転換社債引受によるものがある。

問題は，②のタイプの資本参加が行われると

き，ヴェンチャー・キャピタルが参加先企業のガバナンスにどの程度影響を与えるかである。資本参加会社の投資先企業での影響力を決める契約項目には次のようなものがある。

1)　資本参加元会社の同意無しには決定できない事項のリストがある。

2)　会社は資本参加元会社に対する報告義務がある。

3)　資本参加元会社が参加先の会社の監査役会，取締役会などに役員派遣する権利がある[31]。

個々の資本参加では，これらの事項がどのように運用されるかによってヴェンチャー・キャピタルが投資先企業へ与える影響力が変わってくるが，現実に資本参加契約のタイプがどういう分布になっているかは不明である。

（4）　投資先企業への影響力

以上(1)〜(3)で述べてきたことを，「投資先企業のガバナンスにヴェンチャー・キャピタルがどの程度影響を与えるのか」の観点で短くまとめてみよう。

資本参加受け入れ先のドイツの中小企業は，外部からの影響を極力排除することが，ヴェンチャー・キャピタル側・企業側の双方にとって理性的であると考えている。最もヴェンチャー・キャピタルからの影響が強いと思われる資本参加についても，ヴェンチャー・キャピタル会社が投資先企業に対しどの程度の影響力を持つかは，資本参加による外部からの影響力を排除するような契約を選好する企業側とヴェンチャー・キャピタルの力関係や持ち分比率に応じ，どのような資本参加契約になっているかによって異なることとなる。

しかし，実際には企業は，開示や外部からの影響力を伴う資本参加より，借入ないしそれに近い形態を選好するため，図7に示したように「サイレント・パートナーシップ」および「自己資本類似の貸付」の形式がとられることが多く，またサイレント・パートナーシップと資本参加の組合わせ，資本参加と自己資本類似貸付の組合せのようなパターンで運営されるケースも多いのである。

企業側が「ヴェンチャー・キャピタル会社は資金供給機能のみあればいい，経営は経営者のみが行うとの分業関係が理性的」と考える原因には，ヴェンチャー・キャピタル側で企業とくにヴェンチャー・ビジネスの業務内容や経営に関する深い知識と経験を持ったプロフェッショナルの層が薄いことがあると考えられる。

以上のように，ドイツ・ヴェンチャー・キャピタルの投資先企業への影響力は小さいことがわかった。そのことは，ヴェンチャー・キャピタル側の投資行動が保守的であることと対応しているのである。

もっとも，1998年1年間の数字のみではあるが，フローの投資形態の各割合（額ベース）を別統計[32]から見ると，資本参加は59%に及んでおり，伝統的投資形態に変化が生じていることを示唆している。

2.　親銀行との関係

そこで次に，銀行系・保険系ヴェンチャー・キャピタル会社の上記のような行動を規定する要因として，親銀行・保険の意志がどのような機構によって，またどの程度，ヴェンチャー・キャピタルの行動を左右するのかを見なければならない。そこで，まずヴェンチャー・キャピタル会社の組織上，親銀行が大きな決定権を持つこと，実務上も密接な関係があることを確認

し，その上で親銀行の持っているヴェンチャー・キャピタルの運営方針はどのようなものなのかを示すこととする。

（1） ヴェンチャー・キャピタル会社の組織

ヴェンチャー・キャピタルの内部組織を詳細に見ると，最高意志決定者の層と，その下で日常業務に近い意志決定を常時行う監督・顧問機関（Kontroll- und Beratungsorgane）とに分かれている。

(i) 最高意志決定機関

最高意志決定機関（Operatives Führungsorgan）の決定権限・決定事項は，

1) M&A，資本参加持ち分のメンテナンスと売却
2) 資金調達
3) 人事，財務
4) 会社の経営戦略の展開　である。

最高意志決定者は有限会社や GmbH & Co. KG[33] では役員（Geschäftsführung），株式会社では取締役である。人数は，会社規模・業務量に応じて，1人の場合も6人程度で取締役会をかたちづくる場合もある。役員・取締役のほとんどは銀行あるいは産業界出身者である。

(ii) 監督・顧問機関

監督・顧問機関の決定権限は，

1) 資本参加・譲渡に関する役員による提案事項の決定（役員専管事項でない限り）
2) 資金調達計画（増資，借入）に関する役員による提案事項の決定
3) 役員の策定した経営戦略提案事項の決定
4) 年次報告書の審査と場合によっては承認（とくに役員による会計監査人専任提案の審査）
5) 役員ないし取締役会メンバーの任免，取締役会メンバーとの具体的な契約事項，全権委任

すなわち，役員・取締役会の大枠決定を受けてヴェンチャー・ビジネスへの投資を具体的に決定するのはこの監督・顧問機関レベルとなる。現実には，個々の任務は監督・顧問機関の下に設置された各下部委員会（Zwischengremium）に委任されることが多く，例えば投資決定は「投資委員会」が担当する。一定金額以内に関する決定は下部委員会，それ以上の金額に関する決定は本委員会ないし役員・取締役会レベルだけで行うことが多い[34]。とすると，ヴェンチャー・キャピタルへの投資方針決定は，日常的には監督・顧問機関ないし投資委員会のメンバー，大型案件については役員レベルということになる。

そこで，監督・顧問機関（Kontroll- und Beratungsorgane）／監査役会・投資委員会のメンバー構成を見ると，まずメンバーはパートナー（Gesellschafter）ないしヴェンチャー・キャピタル会社への投資元であることを原則としている。ドイツではこれらはほとんど銀行であるから，監査役会・投資委員会メンバーも圧倒的に「“バンカー”となることとなる」[35]。

以上のことから，ヴェンチャー・キャピタルの投資方針はおおかた親銀行の意志が反映されて決まっているという結論を出すことができる。

（2） 実務関係

ヴェンチャー・キャピタルの投資先企業が最初に接触してくる経路は，Deutsche Bank 系のヴェンチャー・キャピタルである DBG 社（Deutsche Beteiligungsgesellschaft mbH）

の長年にわたる経験によると，引き合いの半分がパートナーである銀行の支店，（とくにドイチェ・バンク系が多い）であるという[36]。

このように，現実の実務関係においても，ヴェンチャー・キャピタル子会社は，いわば親銀行の別働隊として親銀行の組織の枠内で動く面が強いのである。

（3） 親銀行のスタンス

以上のように，銀行はヴェンチャー・キャピタルの意志決定に最大の役割を果たしていることがわかったが，そこで問題となるのは，銀行のスタンスである。

第1に，銀行はヴェンチャー・キャピタルのリスクテイクにはなじまず，「リスク回避的」姿勢が色濃く見られることがあげられる。この点については次のように具体的に説明されている。「“バンカー”がしばしばヴェンチャー・キャピタルの利回り計算にかかわるという点に問題がある。経常利益から年12〜15%の（キャピタルゲインを含めれば25%の）利回りを上げる企業は，彼ら［バンカー］の目には余りにも利回りの高すぎる［ハイリスク・ハイリターン］企業と映り，よい顧客の定義からははずれてしまう。融資と比べて余りにも高すぎる資本参加のリスクは，必ずしもバンカーの理解が得られるとは限らない。非常に優れた会社であっても，現実に赤字（Kapitalverlusten）が出る可能性があると思うや，彼ら［バンカー］は全く資本参加しようとしない」（［　］内は筆者）[37]。また，経済省報告書（1997年）の指摘によると，「［ドイツ・ヴェンチャー・キャピタル］市場でのリスクプロフィールは小さい。それは資金源泉の2/3が銀行・保険であることと対応している。現実に損失は投下資金の年3%程度とかなり小さい」[38]という。これら2つの証言から，銀行・保険系のヴェンチャー・キャピタルがハイリスク・ハイリターンの本来のヴェンチャー・キャピタルの投資スタンスではなく，ローリスク・ローリターンの銀行融資型の投資スタンスをとっている現実が浮かび上がるのである。

第2に銀行とヴェンチャー・キャピタルの利益相反からくる要素があげられる。銀行の個々の支店長は，充分な担保を有する場合のみではあるが顧客にたいする融資を増やすことによって支店の成績を上げようとするため，銀行融資になじむ案件については，ヴェンチャー・キャピタル子会社に顧客をまわすことはしない，という利益相反の問題が出てくる。このことは，銀行の消極的姿勢によってヴェンチャー・キャピタル市場が拡大しないという結果に結びつくのである。

第3に，ヴェンチャー・キャピタル会社がヴェンチャー・ビジネスに資本参加しているパートナーという立場にあれば，ヴェンチャー・ビジネスが危機に陥りそうな場合いち早くそれを知ることが出来る。しかしそれを利用して，損失を恐れるあまり危機の際に必要となる自己資本を提供する代わりに貸付で逃げた場合，債務者保護を目的とした有限会社法第32a条に抵触する。この場合，法規定によるとこのヴェンチャー・キャピタル会社への資本参加比率の高い銀行も連座することとなる。そこで，ヴェンチャー・キャピタル会社やその親銀行は，ヴェンチャー・ビジネスへの投資に際してそもそも資本参加の形式を採らず，サイレント・パートナーシップの形式をとりたがる[39]。

以上，銀行系ヴェンチャー・キャピタル会社と親銀行との関係を見てきた結果，次のことが

言える。銀行は，いわば，ヴェンチャー・キャピタルを作った母体行であり，投資行動を含む意志決定を行う中心的位置にあり，日常業務においては最重要の営業窓口である[40]という点で，圧倒的にヴェンチャー・キャピタルの統治におけるウェイトが高いのである。

そして，銀行の融資原理（確定利付きの預金を原資に融資を行うことが業務の主軸）が，元来全く異なる原理が業務主軸であるべきヴェンチャー・キャピタル会社の投資行動に色濃く反映されている点も明らかになった。まさしくこのことが，全体的に充分な資金を有しながらドイツのヴェンチャー・ビジネスの資金調達需要とのミスマッチゆえにヴェンチャー・ビジネスの資金面の困難を惹き起こし，ドイツの IT 革命を阻んでいた主要な理由なのである。なお，この理由はヴェンチャー・キャピタル側の面から説明した理由であり，もう片方の理由はヴェンチャー・ビジネス側にあるが，ここではこの点に踏み込んで考察しない。

3. 投資対象

以上，ドイツのヴェンチャー・キャピタル会社の保守的投資行動が，その組織や投資の方式と強く結びついていることを見た。その際，組織や投資の方法自体も，ヴェンチャー資金の出し手・受け手双方の思惑や実態から来ていることも示唆した。このような体質を持ったドイツ・ヴェンチャー・キャピタル市場が，伝統的にどのような投資構成パターンであったかを，ステージ別投資構成，産業分野別投資構成のグラフによって確認し，そして90年代最後になって大きな構造変化が起きようとしていることを明らかにしよう。

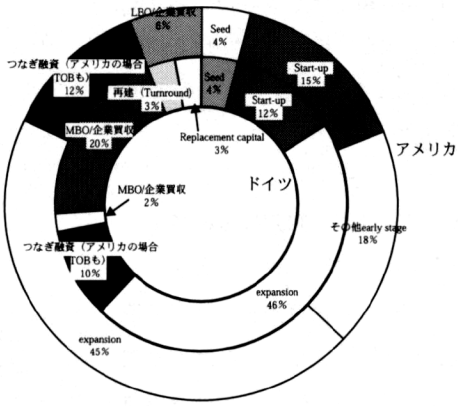
（1） ステージ別投資構成

1998年ドイツ・ヴェンチャー・キャピタルの投資対象をステージ別に示し，アメリカのステージ別構成（1995年の数字であるが）と比較したのが，図 8 である。

この図から，ドイツ・ヴェンチャー・キャピタル投資先は，“Expansion”（拡張期）に対するものが圧倒的に大きく，その反面リスクの大きい“Start-up”期，“Seed”期が合わせて16%にしかなっていないことがわかる。アメリカの場合，Start-up，Seed はドイツとさほど変わらないが，「その他 early stage」が大きいため，初期段階の投資が計37%にも上っている。このように，ドイツ・ヴェンチャー・キャピタルによる初期段階投資は対米比較でははるかに及ばなかった。

しかし，1990年代に入ってからの変化を見ると，1991年に比べ，Start-up 期への投資比率は約 3 倍，Seed 期への投資比率は 3 倍近くへと急速にシェアを増加させている[41]。さらに，

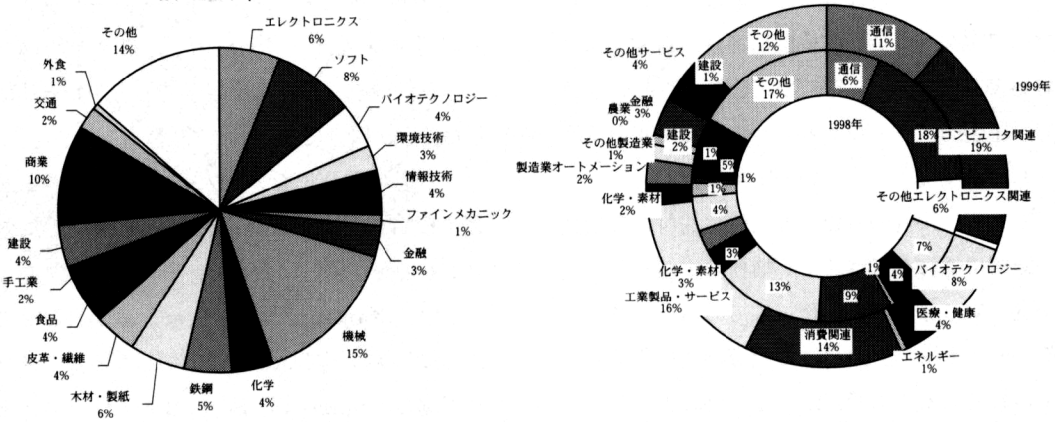
図 8　ドイツ VC の段階別投資対象
（段階別，対米比較）



〔出所〕Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften E.V. -BVK-［1999］a, S.77 および Lerner, J./Phirrmann, O./Wupperfeld, U., 伊藤維年ほか訳［2000］, 31 頁。

図9　ドイツヴェンチャー・キャピタルの投資先（産業分野別・比率）

a．1997年　　b．1998，99年

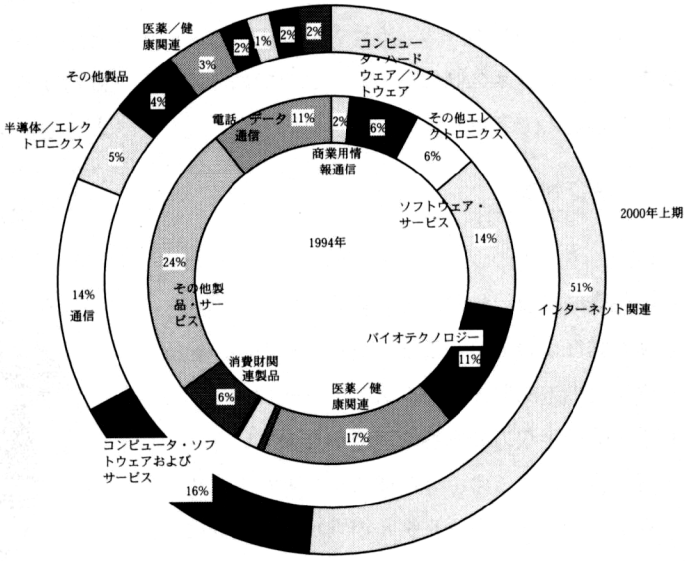


注）1997年の数字は産業別ポートフォリオなのでストックだが，1997年のフローの数字は各項目の比率ではストックの各比率とあまり変わらない。1998，99年の数字は，フローのグロス。

〔出所〕a: Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften E.V. -BVK-［1998］，1998a，Berlin，S. 79，b: European Private Equity & Venture Capital Association［2000］b，p. 88.

1999年の数字[42]と比較すると，Seed 期が6.1%，Start-up 期が25.4%と大きな飛躍を見せている。合わせると early stage は31.5%にも上り，95年のアメリカの数字に迫っている。「ヴェンチャー・キャピタル・ブーム」といわれる90年代も最後の2年ほどの間に大きな構造変化が起こりつつあることを示しているのである。

図10　アメリカ・ヴェンチャー・キャピタルの投資先（産業分野別・比率）



〔出所〕Lerner，J./Phirrmann，O./ Wupperfeld，U.，伊藤維年ほか訳［2000］，940頁，および National Venture Capital Association［2000］.

（2）　産業分野別投資構成

次に，ドイツ・ヴェンチャー・キャピタルの投資先産業別構成を見よう。図9では，1997年の産業別構成のグラフで従来型投資構造を代表させ，これを第1にアメリカの投資先産業別分類（1994年）と国際比較し，そして第2に1999年のドイツの投資先産業別分類（若干分類が異なる）と比較しながら，伝統的な産業別投資先の特徴，そして近年の大きな変化を示すこととする。

図9aで1997年段階の数字を見ると，いわゆるIT関連，ハイテク関連の比率がまだ相当少ない[43]。仮にエレクトロニクス，ソフトウェア，バイオテクノロジー，環境技術，情報技術をハイテク産業と見なすと，これらの合計は，1997年で全体の1/4程度にしかならず，逆に手工業，木材・製紙，皮革・繊維のようなローテク約16%に機械・鉄鋼・化学のような伝統的産業を合わせた比率が全体の約7割を占めている。

一方，図10にみるアメリカのヴェンチャー・キャピタル産業別投資先（1994，2000年上期，フロー）では，1994年については，1）バイオテクノロジー，商業用情報通信，コンピュータ・ハードウェア／ソフトウェア，産業用オートメーション，その他エレクトロニクス，ソフトウェア・サービス，電話・データ通信，医薬／健康関連，2）エネルギー関連，工業製品／産業用機械，消費財関連製品，その他製品・サービス，と分類されているが，このうち大ざっぱに従来型産業・ローテクと見積もられる2）の比率は23%程度にすぎず，逆に7割近くがハイテク産業とみなしうる。2000年上期については，NASDAQにおけるいわゆるネットバブル崩壊とその後の時期を含むにも関わらずインターネット関連が半分強をしめ，その他IT関連などのハイテク分野がほとんど全てを占めている。

アメリカと比較したドイツ・ヴェンチャー・キャピタルの投資先構成から見た保守性は，1997年1カ年のみではなく1990年からの統計に一貫して見られる傾向である[44]。ところが近年この傾向が急反転している。図9bの数字から1998，99年の数字を見ると，一転，ハイテク産業の比率がぐんと高まっている[45]。仮に通信，コンピュータ関連，その他エレクトロニクス関連，バイオテクノロジー，医療・健康の各項目をハイテク分野と見なすと，それらの比率合計は4割を超えており，それに対して伝統的産業の比率は4割まで落ちている。このように，投資先構成においても，1998，99年にドイツ・ヴェンチャー・キャピタル市場に，ある転機が来たと考えられる。この転機が何によってもたらされたかを知るため，次項ではドイツ・ヴェンチャー・キャピタルのいわゆる“exit”の面についてたどってみよう。

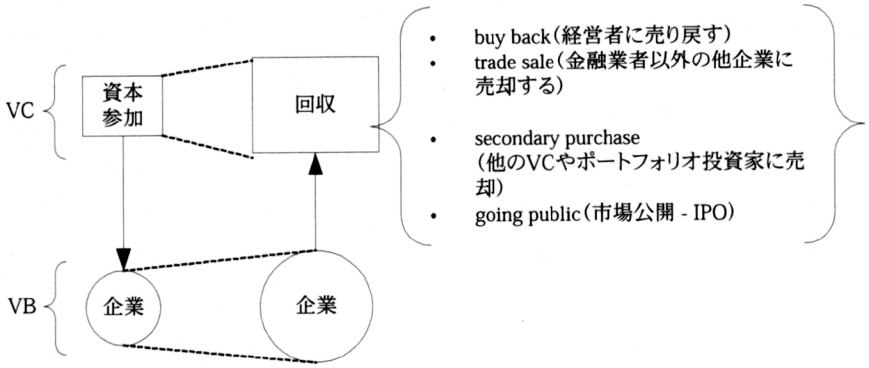
V．ドイツ・ヴェンチャー・キャピタルのexit

一般にヴェンチャー・キャピタルの利益源泉は，図11に示したようにヴェンチャー・ビジネスに対する資本参加持ち分が企業の発展と共に価値を大きくし，それを回収して利益を上げるいわゆる「創業者利得」の取得にある。そしてこの投資回収の方法をヴェンチャー・キャピタルの“exit”と呼ぶ。

ドイツ・ヴェンチャー・キャピタルの1997～99年における各exitの比率を示したのが図12である。

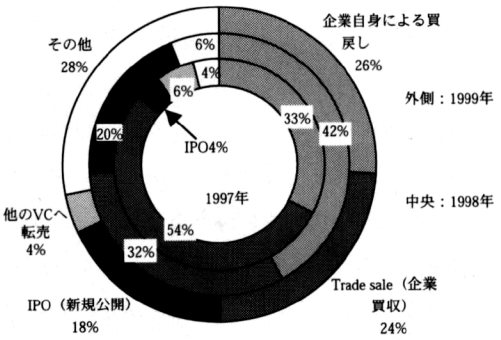
1997年の数字では，“buy back”（投資先のヴェンチャー企業自身がヴェンチャー・キャピタルから投資分を買い戻す）や“trade sale”（他企業に売却する）が合計87%と圧倒的に多く，上場は4%とごく小さいことが特徴的である。この上場の内訳を見ると，2.94%（上場全体の8割近く）が外国で行われている。このような傾向は従来ほぼ動かず定着していた。90年代前半の年平均上場社数は8社に満たず上場の途は限定されていた。そもそもドイツの全取引

図11　ヴェンチャー・キャピタルの exit



注：VC：ヴェンチャー・キャピタル，VB：ヴェンチャー・ビジネスの略

図12　ドイツヴェンチャー・キャピタルの exit 別比率



〔出所〕1997，98年については BUNDESVERBAND DEUTSCHER KAPITALBETEILIGUNGSGESELLSCHAFTEN E.V. -BVK-[1998]S. 76および[1999]a, S. 78, 1999年については EUROPEAN PRIVATE EQUITY & VENTURE CAPITAL ASSOCIATION [2000]a, p. 89, アメリカについては LERNER, J./PHIRRMANN, O./WUPPERFELD, U., 伊藤維年ほか訳〔2000〕，45頁。

所上場国内企業数は1999年末933社であるが，1995年末時点では678社に過ぎなかったのである。

つまり，従来のドイツ・ヴェンチャー・キャピタル市場においては，一定期間が経つとヴェンチャー・キャピタルから受け入れた資金をヴェンチャー・ビジネス所有者自身が買い戻すか他企業へ身売りするというパターンが圧倒的に主流であり，他には非常に限られた exit しか存在しなかった。当のヴェンチャー・ビジネス自身への売戻しが多いという事実を言い換えれば，ヴェンチャー・キャピタルによって投資された資金は，一定期間の後に「返済」するとほとんど同義になるから，「『期限付き自己資本』というパラドックス」[46] になってしまうのである。

では，どうして上場の道が限定されていたかというと，いつにかけて若いイノベイティヴな企業に対応した取引所のセグメントが無かったからである。このような取引所セグメントという exit をもたないということは，以下のことを意味する。

第1に，一定の投資期間後，当のヴェンチャー・ビジネス経営者に対し資本参加分を売却する場合，ヴェンチャー・キャピタルにとって，ヴェンチャー・ビジネスに対する投資とは，貸付（しかも貸倒リスクが大きい貸付）とほとんど同義であり，ヴェンチャー・ビジネスにとっては「期限付き自己資本」であるという意味で貸付と大きく変わることがない資金でしかないことを意味する。

第2に，投資期間終了後，持ち分を他企業に

売却する場合は，分散した潜在的買い手にアクセスし，それぞれ相対交渉せねばならない。それは，取引所のような組織された市場での売買に比べ大きな取引コストがかかり，売却実現のチャンスは限定的である。

第3に，通常ヴェンチャー・キャピタルの大きな利益源泉は，ヴェンチャー・ビジネスへの資本参加分を後に上場して「創業者利得」をとることである。ところがドイツで従来ヴェンチャー・ビジネス向け取引所セグメントが無かったということは，創業者利得を得るチャンスが限定的で，さらにヴォラティリティは極めて高いこととなる。

しかし，このような状況は1998年をもって転換した。「IPO（新規公開）」の比率は1998年，99年，急に20%前後まで跳ね上がっている。その理由は，1997年3月にノイア・マルクト（Neuer Markt）が創設され，これがヴェンチャー株ブームに乗って急拡大したことにある。1998年のヴェンチャー・キャピタル exit での IPO 全体を100としたノイア・マルクトの比率は約76%に上り，残りの24%を外国上場が占める[47]。ちなみに，ドイツの全取引所での新規上場数にしめるノイア・マルクトのシェアは，98年には100%，99年には68%に達している[48]。このノイア・マルクト創設を通じて，ドイツ・ヴェンチャー・キャピタルのネックだった「exit 問題」に抜本的な解決がもたらされたのである。

む す び

本稿では，ドイツのヴェンチャー・キャピタル業者の多くが銀行系であり，そこから投資行動の保守性が出てくること，ヴェンチャー・キャピタルの投資回収の選択肢（exit）が非常に限定されているため，資本参加という形で投資を行いにくいことを確認した[49]。

この結果，創業期ヴェンチャー・ビジネスの唯一の外部資金源泉はヴェンチャー・キャピタルしかないことが多いにも関わらず，ヴェンチャー・キャピタル側では，比較的安定して投資収益が得られる発展期の融資に重点を置いているというミスマッチが起こっている。ヴェンチャー・キャピタル供給側では，exit が限定されているため大きなリスクがとれず，そのため，投資方法も利益分与権や利子受取のみで企業ガバナンスへの影響力が小さい形態（サイレント・パートナーシップや自己資本類似の貸付）を選ばざるを得なかった。またそこでは投資対象も，一定のエスタブリッシュされた段階・事業に限定されてくることとなる。このようなヴェンチャー・キャピタルの投資方針では，新産業の発生期における大きなリスクを含んだ資金需要を満たす枠組みとしては，不充分であろう。

この exit 問題の根元は，主としてヴェンチャー・ビジネス向け取引所セグメントが従来存在しなかったことにあった。ところが1997年3月の「ノイア・マルクト」創設によってこの制約が取り除かれたために，1998，99年を境にヴェンチャー・キャピタル市場が一挙に拡大し，大きな転換期が訪れたことを確認した。

こうして誕生したノイア・マルクトは，欧州統合の一環である通貨統合・金融市場統合によって金融取引のボーダーレス化が進むと，たちまち世界で第2位の IPO 市場セグメントに成長し，ヨーロッパ同セグメントのガリバーとなる。また，ノイア・マルクト創設は，単独で行われたのではなく，ヨーロッパ証券取引所の

ネットワーク化，各国取引所大改革の中で行われているのである。ノイア・マルクトは重要な論点ではあるが，別稿で詳論することとし，ここではその意味として，ヴェンチャー・キャピタル市場拡大に対する主たるインパクトとなった点を指摘するにとどめる。

ここでいう大きな転換は，ヴェンチャー・キャピタル市場においてだけではなく，それを取り巻くドイツ経済全体で進行しつつある。その大転換は，1990年代後半特有な条件によってもたらされたものである。その条件とは，第1に，90年代のグローバル大競争に対応し，ヨーロッパ全体の競争力低下・産業空洞化問題に対する起死回生の策としてさらなる欧州統合が進んだこと，その中でドイツが経済構造改革に着手したことである。第2に，1990年代後半のIT化の進展である。アメリカはインターネット技術の利用とその普及を中核とするIT化によって生産性を飛躍的に高め，経済成長・雇用拡大を達成した。このいわゆる「ニューエコノミー」との落差を早急に埋めるため，ヨーロッパ諸国はIT化のための装置を急速に整えようとしたのである。その一環としてドイツでは古典的課題であった「中小企業の振興」がヴェンチャー・ビジネス育成という新たな任務の文脈のもとに読み直しされたのである。

本稿では論じないが，中小企業振興政策に関して本来触れておかなければならないことは，政策金融機関や各州によるヴェンチャー・ビジネス支援制度の大きな役割である[50]。ドイツでは，KfW（Kreditanstalt für Wiederaufbau）やDtA（Deutsche Ausgleichsbank）などの政策金融機関を経由してERP（欧州復興基金）等財政資金による低利融資や自己資本補助・債務保証などのメニューが複雑・多様に存在する。それは，未発達であったヴェンチャー・キャピタル市場を補完する意味を持った。また，各州が州の政策金融機関を通じた融資・自己資本補助などによって，州独自のヴェンチャー・ビジネス振興政策を行ってきた。これらは1件あたりの資金供与規模は小さいものの件数では非常に多く，その支援方法の中には見るべきものがある。

たとえば，ドイツ平衡銀行（DtA）傘下のtbg（Technologie-Beteiligungs-Gesellschaft －テクノロジー資本参加会社）が行っているマッチング・ファンド（マッチング・キャピタルともいう）などはその例である。これは，バイエルン州が行ったケースに即して言えば，民間のヴェンチャー・キャピタルがバイオ関連創業に出資した資金と同額の政府資金とtbgの資金を，このバイオ関連会社に出資するというものである。このプロジェクトに対し，EUレベル，州レベル，連邦各省の種々可能な補助金を組み合わせていく。このマッチング・ファンドの方式は，補助金が市場のヴェンチャー資金を動かす梃子となる点で有効である。

また，KfWは個人など市場からリファイナンスした「KfW資本参加基金（東）」で旧東独地域の中小企業に資本参加するプログラムを持っている。リファイナンスは市場金利で高い税制上の優遇がついていた[51]。

戦後ドイツにおいては「社会的市場経済」といわれる福祉国家的経済運営が行われてきた。その中では，福祉国家的課題を達成するための財政・金融上の措置として，国家が元本そのものを低利融資する政策から，次第に市場が形をととのえると，市場機構に乗った形で補助金給付や税制上の優遇を付けるなどの政策に移っていった[52]。IT化のためのヴェンチャー・キャ

ピタル機能拡大は，複雑多岐にわたる振興制度と併存しながら，当初から市場機構に乗って進行し始めている。伝統的銀行秩序の中に位置づけられていたヴェンチャー・キャピタル市場のネックは，ヨーロッパ証券取引所革新の中でのノイア・マルクト創設によって突破した。そしてノイア・マルクト創設は，第1にドイツの金融センターとしての位置づけを強め，第2に欧州金融統合の中でドイツ資本市場の汎ヨーロッパ化と同時に「グローバル・スタンダード化」（アメリカナイゼーション）の色彩を強めたのであり，第3にこれらを通じて伝統的銀行秩序の修正・変容を迫っているのである。

注

1) たとえば EUROPÄISCHES ZENTRUM FÜR WIRTSCHAFTSFORSCHUNG UND STRATEGIE BERATUNG－PROBNOS－［2000］，全編，ドイツの IT 競争力等について調査結果と評価が出ているが，まとめとして特に S. 30-31。

2) たいていの文献に指摘があるが，たとえば MACKERWICZ & PARTNER［1997］，S. 26-27，SCHEFCZYK，M.［1998］，S. 54-55。

3) FOX，J.［2000］，pp. 76-82.

4) この転機は，ヴェンチャー・キャピタル市場固有の出来事ではなく，20世紀末最後の数年に IT 化やグローバライゼーションなど世界経済の大きな変化を受けたヨーロッパ経済の構造転換全体と関連するのであるが，本稿ではこれらの関連についてはとくに述べず，別稿に譲りたい。

5) ヴェンチャー・キャピタル会社は，Beteiligungsgesellschaften，Unternehmensbeteiligungsgesellschaften，あるいは Wagniskapitalgesellschaften という総称で呼ばれるが，最近は英語の venture capital を使うことも多い。ヴェンチャー・キャピタル（venture capital）の定義として，ドイツの一般的な経済学事典（DICHTL，E./ISSING，O.Hrsg.［1994］，S. 2185）は以下のように記している：

- 資金を自己資本ないし自己資本類似の形態（転換社債，ワラント債，劣後債，サイレント・パートナーシップ）で供与すること
- ヴェンチャー・キャピタル資金の取手は，若い，発行能力のない，しかし成長志向がありイノベーション（新製品，生産方法，市場）による競争力を有した企業であること
- ヴェンチャー・キャピタル投資期間は限定されていること
- ヴェンチャー・キャピタルの目的は，投資先企業に対する持分（Participation）の価格上昇によるキャピタルゲイン）をとること。実現方法は，企業の所有者に買い取らせる，他の企業に買い取らせる，上場・資本市場での売却。
- ヴェンチャー・キャピタルの仕事には，投資先企業の経営に対する助言も含まれる。

6) BUNDESVERBAND DEUTSCHER BANKEN［1999］，S. 26.

7) ドイツの自己資本の定義で算出した自己資本比率は各国の基準に比べ低めに出るので，それを修正すると差は縮まる（BUNDESVERBAND DEUTSCHER BANKEN，［1996］，S. 6－7）。

8) BUNDESVERBAND DEUTSCHER BANKEN［1996］，S. 7.

9) LERNER，J./PHIRRMANN，O./WUPPERFELD，U.，伊藤維年ほか訳［2000］，34頁。

10) アメリカの市場規模は，1999年投資実績で483億ドルであり，これは同年イギリスの約4.5倍と突出して大きい（NATIONAL VENTURE CAPITAL ASSOCIATION［2000］）。

11) BUNDESVERBAND DEUTSCHER KAPITALBETEILIGUNGSGESELLSCHAFTEN E. V. BVK，［1999］a，S. 87（1998年の数字）。

12) 筆者が広義にヴェンチャー・キャピタルと表示している概念がここでは「事業投資会社」と表記され，狭義のヴェンチャー・キャピタルのみを「ベンチャーキャピタル企業」と表記しているので，混乱を避けるため用語の書き換えを行った。また，誤訳と思われる箇所を修正した。

13) 10年以内にヴェンチャー・ビジネスへの持ち分の7割を売却せねばならない，リスク分散義務，上場会社買収禁止などの制限を課される。

14) これらの数字は，ドイツヴェンチャー・キャピタル協会所属のヴェンチャー・キャピタルについてのみの数字だが，ヴェンチャー・キャピタルのほとんどは協会所属のため，それ以外は無視しうる規模である。

15) BREUER，ROLF-E.［1997］，S. 325.

16) 復興金融金庫（KfW）やドイツ平衡銀行（DtA）の資金については，その源泉が欧州復興計画（ERP）基金など政府資金である場合は「政府」の分類に入るものと思われる。

17) 年金投信導入については，飯野由美子［1997a］，265－290頁参照。

18) BUNDESVERBAND DEUTSCHER INVESTMENT－GESELLSCHAFTEN E.V.－BVI－.，S. 14.

19) EUROPEAN PRIVATE EQUITY & VENTURE CAPITAL ASSOCIATION［2000］a，p. 84.

20) 「イノヴェイティヴな中小企業というのは銀行にとっては特別に懐疑的なものとして存在する」（MACKERWICZ & PARTNER［1997］，S. 41.）

21) 「匿名資本参加」と訳されることが多い。

22) Genußschein（利益配当付社債）：株式と借入の中間的性格を持つ上場可能な証券であり，議決権は付与されない。保有者には，一定率の利息を受け取る権利，一定限度以上に会社の利益が上がった場合利益配当を受け取る権利がある。

23）アメリカの limited partmership とは異なるものである。アメリカの limited partnership によるヴェンチャー・ビジネスへの投資では，1970年頃までは，個人富裕層や製造業企業，金融機関が直接資金受入ヴェンチャー・ビジネスに対し投資を行っていた。しかし，1980年頃から機関投資家を limited partner として専門の private equity マネージャーが中心になって投資する limited partnership の形式とともに市場も大きく拡大する（Fenn, G./Liang, N./Prowse, S. [1996], p. 29)。

24）「合資会社（Kommanditgesellschaft)」とは，会社債権者に対して「少なくとも１名の直接無限責任を負う社員（無限責任社員）と１名の出資額を限度に責任を負う社員（有限責任社員)」がいる会社，「株式合資会社（KGaA-Kommanditgesellschaft auf Aktien)」とは，「少なくとも１人の無限責任社員と有限責任を負う株主からなる会社である」(後藤紀一，Voth, M. [1993], 174頁)。

25）後藤紀一，Voth, M. [1993], 292頁。

26）Forschungsinstitut für Wirtschaftspolitik an der Universität Mainz [1999], S. 58.

27）企業がヴェンチャー・キャピタルに意志決定権・情報権を全く与えたくない場合に，サイレント・パートナーシップの方式がとられる。サイレント・パートナーは，Gesellschafter とはならない（Leopold, S. 147.)。

28）Leopold, G./Frommann, H. [1998], S. 148

29）Forschungsinstitut für Wirtschaftspolitik an der Universität Mainz [1999], S. 58.

30）後藤紀一，Voth, M. [1993], 120頁。

31）Leopold, G./Frommann, H. [1998], S. 144-146.

32）Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften E.V. -BVK-, [1999] b, S. 14.

33）有限会社と合資会社を社員とする会社（後藤紀一，Voth, M. [1993], 136頁)。

34）Leopold, G./Frommann, H. [1998], S. 116.

35）Leopold, G./Frommann, H. [1998], S. 117. そのほかに通常，産業界，学界，経営コンサルタントも入っている。

36）Leopold, G./Frommann, H. [1998], S. 98.

37）Leopold, G./Frommann, H. [1998], S. 99.

38）Bundesministerium für Wirtschaft [1997], S. 11.

39）Leopold, G./Frommann, H. [1998], S. 99.

40）Leopold, G./Frommann, H. [1998], S. 98.

41）Frommann, H. [1998], S. 23.

42）項目の構成が異なるため，全項目の時系列比較が出来ない。

43）無論，伝統産業で先端 IT 技術を生かした投資が行われることもあるわけであり，分野名だけで投資の先進性がわかるわけではないが，ひとつの目安として，通常，先端産業，IT 産業に分類されるものへの投資を先進的と見なすこととする。

44）Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften E.V. -BVK-, [1998], S. 79.

45）統計ソースが異なるため産業分類に連続性がない。しかし1998年のデータについては1997年と連続性のある別数字で確認でき，この数字でも同様の結果となっている。

46）Leopold, G./Frommann, H. [1998], S. 181.

47）Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften E.V. -BVK-, [1998] a, S. 78.

48）Deutsche Börse AG [1999], S. 21, 24.

49）この転機は，ヴェンチャー・キャピタル市場固有の出来事ではなく，20世紀末最後の数年に，IT 化やグローバライゼーションなど世界経済の大きな変化を受けたヨーロッパ経済の構造転換と関連するのであるが，本稿ではこれらの関連についてはとくに述べず，別項に譲りたい。

50）飯野由美子 [1997b] 参照。

51）Kreditanstalt für Wiederaufbau [1996], S. 6 および KfW ホームページ。なお1998年で免税措置は廃止された。

52）たとえば，飯野由美子 [1989], 137-138頁では，住宅建築に関して上記の傾向を考察している。

参考文献

Breuer, Rolf-E. [1997], "Venture Capital - besseres Umfeld ist notwendig", *Die Bank*, 6/97, Frankfurt am Main.

Bundesministerium für Wirtschaft [1997], *Wagniskapital Gutachten des Wissenschaftlichen Beirats beim Bundesministerium für Wirtschaft*, Bonn.

Bundesverband Deutscher Banken [1996], *Eigenkapitalausstattung deutscher Unternehmen - Zur Bereitstellung von Risikokapital in Deutschland-* (Daten, Fakten, Argumente), Köln.

Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften E.V. -BVK- [1999] a, *Jahrbuch 1999*, [1998] *Jahrbuch 1998* Berlin.

Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften E.V. -BVK- [1999] b, *Statistik 1998*, Berlin.

BVI Bundesverband Deutscher Investment-Gesellschaften E.V., *Entwicklung der Investmentfonds im Jahre 1999* (http://www.bvi.de/).

DEUTSCHE BÖRSE AG [1999], *Fact Book, 1999,* Frankfurt am Main.

DICHTL, E./ISSING, O.H RSG. [1994], *Vahlens Großes Wirtschaftslexikon,* Verlag Franz Vahlen GmbH, München.

EUROPÄISCHES ZENTRUM FÜR WIRTSCHAFTSFORSCHUNG UND STRATEGIEBERATUNG －PROBNOS－[2000], *Benchmarking zum Entwicklungsstand der Informationsgesellschaft und zur Wettbewerbsfähigkeit der informations- und kommunikationstechnischen Industrie am Standort Deutschland,* Basel.

EUROPEAN PRIVATE EQUITY & VENTURE CAPITAL ASSOCIATION [2000] a, 2000 *Yearbook*, Zaventem.

EUROPEAN PRIVATE EQUITY & VENTURE CAPITAL ASSOCIATION [2000] b, 2000 *Directory －Directory of EVCA Members－*, Zaventem.

FENN, G./LIANG, N./PROWSE, S.[1996], "The Economics of the Private Equity Market", *Federal Reserve Bulletin, 1.1996.*

FORSCHUNGSINSTITUT FÜR WIRTSCHAFTSPOLITIK AN DER UNIVERSITÄT MAINZ [1999], *Der Markt für Wagniskapital in Deutschland: Entwicklungshemmnisse und wirtschaftspolitischer Handlungsbedarf zum Ausgleich von Angebot und Nachfrage,* Mainz.

FOX, J. [2000], "Surprise！ Europe has Web Fever", *Fortune., 19.June, 2000,* pp.77－82.

FROMMAN, H. [1998], "Zehn Jahre BVK: Der Verband gestern und heute", Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften e.V.－BVK－, *Jahrbuch* 1998

HANDELSBLATT, Hrsg.[1998], *Venture Capital-Chancen nutzen. Herausforderungen meistern-*, Düsseldorf.

HARRISON, E.[1990], *The West German Venture Capital Market -An Analysis of its Market Strucure and Economic Performance,* Frankfurt am Main, Bern, New York, Paris.

KREDITANSTALT FÜR WIEDERAUFBAU [1996], *KfW-Beteiligungsfonds (Ost) Eigenkapital für kleine und mittlere Unternehmen-*, Frankfurt am Main.

LEOPOLD, G./FROMMANN, H. [1998], *Eigenkapital für den Mittelstand Venture Capital im In- und Ausland,* München.

LERNER, J./PHIRRMANN, O./WUPPERFELD, U.p 伊藤維年ほか訳 [2000],『ベンチャーキャピタルとベンチャービジネス』, 日本評論社, 2000年3月, 原書は, [1997], *Venture Capital and New Technology Based Firms An US-German Comparison,* Physica-Verlag, Heidelberg (出所注では, 原書の出版年に従って表記, ページ数は邦語訳のものを記す)。

MACKERWICZ & PARTNER[1997], *Venture Capital und Corporate Venture Capital vor dem Hintergrund notwendiger Finanzierungs alternativen für innovative Existenzgründungen und junge Technologieunternehmen,* München.

NATIONAL VENTURE CAPITAL ASSOCIATION [2000], "Venture Community Not Fazed by Public Market Fluctuations Venture Capitalists Maintain Furious Investment Pace in 2nd Quarter" (http://www.nvca.org/newsrelease1700.html).

SCHEFCZYK, M. [1998], *Erfolgsstrategien deutscher Venture Capital-Gesellschaften,* Schäffer-Poeschel Verlag, Stuttgart.

SJ BERWIN & Co.ed. [2000], *Comparative Paper on Issues Relating to Venture Capital and Buy-out Investments,* Zaventem.

U.S.Department Of Commerce [2000], *Digital Economy* 2000.

飯野由美子 [1989],「西ドイツ貯蓄奨励・財形政策の転換と個人貯蓄構造の変化－西ドイツの金融自由化の一側面－」,『証券研究』vol. 88, ㈶日本証券経済研究所。

――― [1997a],「ドイツにおける年金投信の導入―第三次資本市場振興法の成立―」, ㈶日本証券経済研究所ロンドン資本市場研究会編,『機関投資家と証券市場』, ㈶日本証券経済研究所。

――― [1997b],「ドイツの公的金融」,『敬愛大学研究論集』第52号, pp. 115-154。

後藤紀一, Voth, Matthias [1993],『ドイツ金融法辞典』, 信山社。

廣島鉄也 [1999],『英国におけるベンチャー・キャピタル市場の現状について』(日銀ロンドン事務所ディスカッションペーパーシリーズ99　9-4)。

（敬愛大学経済学部助教授・当所兼任研究員）