

韓国のベンチャーキャピタル

金 珍 奎

要 旨

通貨危機以降、ベンチャー企業の育成を積極的に進めている韓国では、KOSDAQ市場の急拡大とともに、ベンチャーキャピタルが注目を浴びている。本稿ではこの韓国のベンチャーキャピタルを取り上げ、その資金調達や資金運用、そして資金回収を明らかにする。また、ベンチャーキャピタルの問題点についても検討する。

韓国のベンチャーキャピタル会社は、民間ベンチャーキャピタルの創業投資会社と公的ベンチャーキャピタルとしての性格が強い新技術事業金融社に分けられており、その投資行動にもいくつか相違点がみられる。たとえば、創業投資会社は株式による資金運用が多い反面、新技術事業金融社の本体投資は貸出金による資金運用が未だに多い。また、韓国では政府が大きな役割を果たしている。その一例が投資組合への出資比率であるが、政府の割合が10%~32%にものぼる。さらに、韓国のベンチャーキャピタルの問題点を検討すると、会社形態をとっている日本のベンチャーキャピタルと共通するところが多い。年金基金の資金流入が少ない点や、ベンチャーキャピタル会社の職員であるベンチャーキャピタリストの問題、また積極的な経営参加を行っていない点がそれである。しかし、ベンチャー企業やベンチャーキャピタルに対する政策的支援の面では、韓国に学ぶべき点があると思われる。

目 次

- | | |
|-------------------------|-----------------------------|
| I. はじめに | 2. 新技術事業金融社の資金調達 |
| II. 韓国のベンチャーキャピタルの現状 | IV. 韓国のベンチャーキャピタルの資金運用と資金回収 |
| 1. ベンチャーキャピタル会社 | 1. 創業投資会社の資金運用 |
| 2. ベンチャーキャピタルの規模 | 2. 新技術事業金融社の資金運用 |
| III. 韓国のベンチャーキャピタルの資金調達 | 3. ベンチャーキャピタルの資金回収 |
| 1. 創業投資会社の資金調達 | |

V. 韓国のベンチャーキャピタルの課題

1. 資金調達上の問題点
2. 資金運用上の問題点

3. 資金回収上の問題点

- VI. むすびにかえて
参考文献

I. はじめに

1997年通貨危機以降、韓国経済は見事なV字回復を見せた。そして、その原動力の一つとしてあげられるのがベンチャー企業の存在である。つまり、新しいベンチャー企業を育成することによって、深刻な失業問題を解決するとともに、IT企業を中心とした産業への構造転換を図ったのである。こうした流れの中で、ベンチャー企業の資金供給役として大きな役割を果たしたのが、韓国のベンチャーキャピタル（以下では、「VC」と称する）である。

そこで、本稿では、この韓国のVCを取り上げ、その現状を把握するとともに、投資行動における問題点を明らかにする。

本稿で韓国のVCを取り上げる理由は次の二点にある。まず、第一は、韓国のVCに光を当てることにある。今まで、VCに関する研究はほとんど欧米諸国を対象にしたものが中心となっており¹⁾、韓国のVCについてはほとんど紹介されていない。これは、従来韓国VCの規模が極めて小さかったこともその背景にある。しかし、1990年代以降においては、その規模を拡大し、GDP対比で見ると日本を大きく上回る水準になっている。したがって、アジアのVCとして、韓国のケースを取り上げる必要があると考えたわけである。

第二は、日本のVCへ示唆するところが多いと思われることである。韓国のVCは日本のVCと同様、会社形態をとっている。そのた

め、韓国のVCについて様々な分析を行うことは、日本のVCの課題や今後のあり方を考える上でも意義がある。

以下、まずII節では、韓国のVCの現状を把握するために、その組織形態や規模について説明する。ここであらかじめ述べておきたいのは、韓国のVC会社が創業投資会社と新技術事業金融社の二種類に分けられていることである。III節では、韓国のVCの資金調達を明らかにする。創業投資会社と新技術事業金融社、それぞれの資金調達状況と投資組合の状況について述べる。IV節では、資金運用と資金回収について述べる。資金運用の形態や資金運用先の業種などについて説明するとともに、株式公開（IPO）がVCの資金回収手段としてどのように活用されているのかを説明する。そしてV節では、VCの問題点について検討する。資金調達、資金運用、資金回収、それぞれの投資行動における問題点を指摘する。最後に、VI節では、本稿の内容をまとめるとともに、今後の課題について述べることで、むすびにかえる。

II. 韓国のベンチャーキャピタルの現状

本節では、韓国のVC会社とVCの規模について述べる。韓国のVCは、日本のVCと同じく会社形態をとっており、主にベンチャー企業を支援する投資活動を行っている。会社形態といっても、中小企業創業支援法によって設立された創業投資会社と、与信専門金融業法によっ

て設立された新技術事業金融社に分けられている。これら韓国の VC 会社は、本体投資以外に、それぞれ投資組合を結成し、運用している。

図表 1 創業投資会社の設立状況

(単位 社)

	1986 ～97年	1998年	1999年	2000年	2001年	2002年
新規登録	69	13	26	65	4	3
登録取消	9	1	11	5	6	20
登録会社	60	72	87	147	145	128

(出所) 韓国ベンチャーキャピタル協会から入手した資料により金が作成。

1. ベンチャーキャピタル会社

(1) 創業投資会社

韓国の VC の代表的存在が創業投資会社である。1986年中小企業創業支援法が成立し、釜山創業投資会社の設立を皮切りに、次々と創業投資会社が設立された²⁾。同年は、中小企業の株式取引の活性化のために、韓国証券業協会が株式店頭市場³⁾をスタートさせた年でもあった。つまり、この時期に至ってようやくベンチャー企業をはじめとする中小企業が直接金融を利用できる体制になったのである。1986年以前にも、後で説明する新技術事業金融社が VC 会社として活動していたが、公的 VC としての性格が強かった。そのため、この時期に創業投資会社が民間の VC 会社として登場したのも大きな意味があった。

創業投資会社は、設立当初様々な規制を受けた。設立年数が3年以内の若い企業へのみ投資が可能で、しかも株式や債券による投資しか認められなかった。また、投資対象も技術集約的企業に限定する制限があった。しかし、その後、これらの規制は徐々に緩和された。現在は、設立後7年以内の企業へ投資することになっており、投資方法も株式や債券以外に、プロジェクト投資⁴⁾が認められている。

また、登録制となっている創業投資会社は1990年代以降、資本金規制の強化(1991年)や株式市場の低迷を経験しながらも、順調に増えつづけた。図表1に、創業投資会社の設立状況を示しているが、2002年末現在をみると、128社となっている。

とくに、1999年～2000年には91社もの創業投資会社が新しく設立されている。しかも、創業投資会社には一つの特徴がみられる。それは、創業投資会社の大株主を個人や一般企業が占めているケースが多いことである。2001年12月末現在、創業投資会社の大株主の状況を見ると、個人が大株主になっている創業投資会社が39%、また事業会社系が39%を占めている。一方、金融機関系が大株主である創業投資会社は11%にすぎない⁵⁾。この点は VC 会社数でも、投資残高でも、銀行・証券系が多い日本のベンチャーキャピタルとは対照的である⁶⁾。それでは、なぜこのように創業投資会社が増加したのか。これは、VC 会社を含む VC 業界全体を取り巻く環境が大きく改善されたことにほかならない。

まず、IT ブームによって成功したベンチャー企業が次々と登場したことがあげられる。周知のように、三星電子が世界トップの企業に成長したこともあり、韓国では経済危機以降、IT 分野に積極的な支援を行った結果、IT 関連企業が大きく成長した。その一例が1997年に設立されたオンラインゲームメーカーである NC ソフトである。日本にも進出しているこの企業は設立以降、爆発的に売り上げを伸ばし、株式公開後も株価が大きく上昇した。このような成功企業の存在が VC 業界全体の活気を象徴していたのである。

つぎに、1996年7月にスタートしたKOSDAQ (Korea Securities Dealers Automated Quotation) 市場の急成長によってベンチャー企業の株式公開が容易になったことがあげられる。韓国では、1997年に制定された「ベンチャー企業育成に関する法律」によってベンチャー企業を4つの種類に分類している。①VC投資型、②研究開発集約型、③特許新技術型、④ベンチャー企業評価機関優秀評価型のベンチャー企業がそれぞれである。しかも、これらのベンチャー企業に対しては、KOSDAQ市場の上場基準が非常に低い。たとえば、①VC投資型のベンチャー企業とは、VCの株式引受総額が資本金の10%以上である企業をさすが、これらのベンチャー企業は創業投資会社から一定以上の投資を受けること自体が株式公開を容易にする要因になったのである⁷⁾。このことはVC会社にとっても、資金回収の面で大きなメリットになる。ちなみに、創業投資会社自体は、全体の10%程度が株式を公開している。

そのほか、VCに対しては期限付きのものもあるが、様々な税制上の優遇措置がとられている。VC会社に対しては、投資株式の配当に対する法人税の非課税や証券取引税の非課税以外に、投資組合への出資によって取得した株式のキャピタルゲインに対する法人税の非課税措置も実施されている。また、VC会社への出資者に対しても、取得株式のキャピタルゲインに対する所得税の非課税や配当所得の分離課税などの優遇措置をとっている。さらに、投資組合の出資者にもキャピタルゲインの非課税や出資額の30%を所得控除できるようにするなどの支援を行っている。

一方、投資組合制度は1987年に導入され、新技術事業金融社の韓国開発投資株式会社（現在

のキューキャピタルパートナーズ）が韓国第一創業投資組合を結成したのが始まりである⁸⁾。アメリカのLPS (Limited Partnership)⁹⁾にならった民法上の組合となっており、創業投資会社や新技術事業金融社がGP (General partner) となる。韓国ベンチャーキャピタル協会によると、2002年末現在、創業投資会社の投資組合数は410組合となっている。

(2) 新技術事業金融社

韓国では1997年に制定された与信専門金融業法によって、四つの事業形態の与信金融会社が営業を行っている。ここでいう与信金融会社とは、①新技術事業金融社7社、②クレジットカード会社9社、③リース金融会社18社、④割賦金融会社22社を合わせたものである（2002年末現在）。さらに、①新技術事業金融社とは、ベンチャー企業の発掘や投資を行い、高い投資収益を追求することを「専業」とする会社をさす。このため、韓国では新技術事業金融社を単に「専業社」と呼んでいる。だが、この専業社以外の与信金融会社、つまり、②クレジットカード会社、③リース金融会社、④割賦金融会社も、カード事業やリース金融といった本業を持ちながら、「兼業」という形でベンチャー企業に投資を行っている。すなわち、金融機関の分類上、クレジットカード会社でありながら、あるいはリース金融会社でありながら、VCとしても活動しているのである。そのため、これらは「兼業社」と呼ばれている¹⁰⁾。

整理すると、専業社7社と兼業社のVC投資部門が本稿で言う韓国のVCに当たる。したがって、以下では、新技術事業金融社といった場合、専業社という断りがない限り、兼業社のVC投資部門も含むものとする。

ところで、專業社については、もう少し触れておく必要がある。なぜならば、韓国最初のVCがこの專業社であったからである。

政府研究機関である韓国科学技術研究所(KIST)の研究結果を商業化する目的で、1974年に設立された韓国技術振興株式会社が最初のVC会社であるが、現在は企保キャピタルという社名で專業社となっている。このほか、1981年には政府と産業界が技術開発を促す目的で、韓国技術開発株式会社を設立し、また1982年には、ノンバンクである投資金融会社¹¹⁾と国際金融公社(IFC)が共同出資し、韓国開発投資を、そして、1984年には韓国産業銀行が韓国技術金融というVC会社を次々と設立する。この4社は、創業投資会社が登場する1986年まで、韓国唯一のVC会社として活躍することになる¹²⁾。現在、韓国技術開発は、KTB Networkとして、また韓国開発投資はTGベンチャーという企業名を経て、キューキャピタルパートナーズという專業社となっている。

そのほか、韓国技術金融は1999年に産業リースというリース金融会社と合併し、産銀キャピタルという社名になるが、金融機関の分類上は信用カード会社になっており、專業社には属していない¹³⁾。

そして、新しい專業社として、1999年に未来アセットキャピタルと三星ベンチャー投資が、また、2000年にアイテックインベストメント、2002年に企銀キャピタルが設立されている。ちなみに、韓国の与信金融協会が2004年9月末に公表している專業社7社の大株主を見ると、事業法人が4社、銀行が1社、個人が1社、政府系機関が1社となっている。とくに、KTB Networkとキューキャピタルパートナーズは株式を上場している。

なお、新技術事業金融社の投資組合は2002年末現在、72組合となっている。

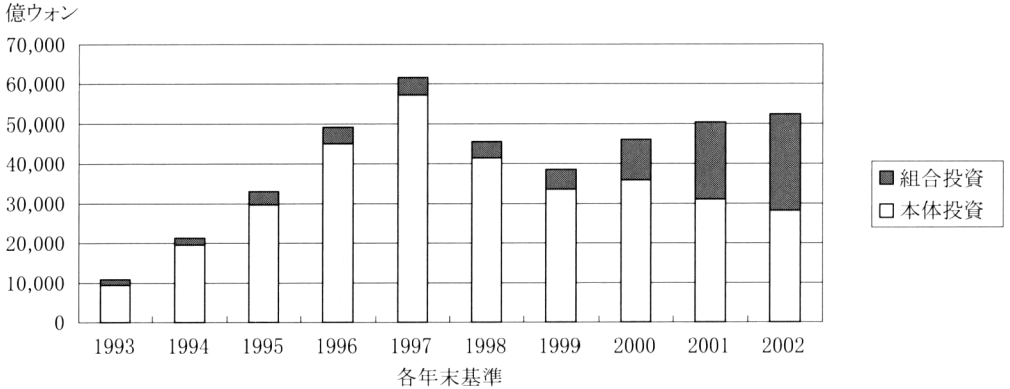
2. ベンチャーキャピタルの規模

図表2では、1993年から2002年までの韓国のVCの規模を示している。つまり、創業投資会社と新技術事業金融社、それぞれの本体投資と組合投資の投資残高の合計である。この図をみると、2002年末のVCの規模は5兆2,000億ウォンとなっている。この水準は、VEC(Venture Enterprise Center)が調査した2002年9月現在の日本のVCの規模、1兆円(10ウォン=1円で換算)には届かないものの、GDP対比では日本を大きく上回っている¹⁴⁾。ちなみに、アメリカは、2000年以降VCの投資額が急減し、2002年末をみると、210億ドル前後になっている¹⁵⁾。

さらに、図表2から規模の推移を見ると、1997年まではVCの規模が順調に拡大したが、1998年と99年は経済危機の影響で規模が縮小していることがわかる。しかしながら、2000年以降、ITバブルの崩壊にもかかわらず、その規模を回復させている。これは、VC会社の中でも、創業投資会社の投資残高が大きく伸びたことに起因する。図表3から、創業投資会社の投資残高が2000年以降、大きく伸びていることがわかる。

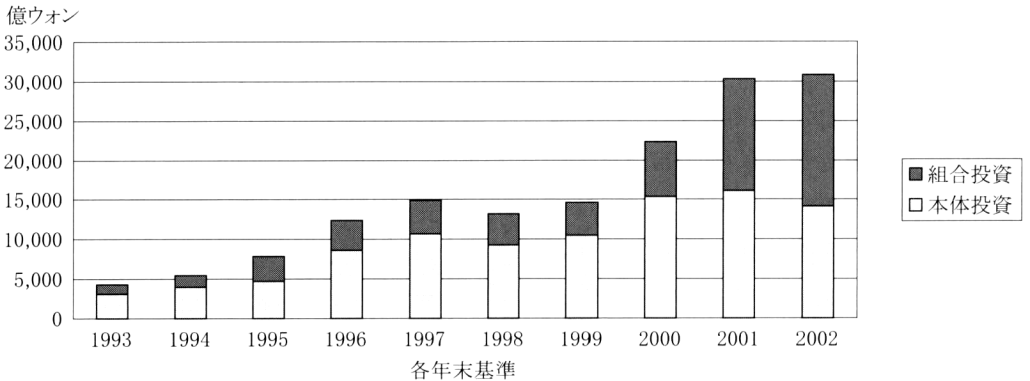
その一方、新技術事業金融社の投資残高は1997年をピークに急減している。このことから、今や創業投資会社が韓国VCの軸になっていることがうかがえる。さらに、図表2をみると、組合投資の割合が徐々に高くなっていることがわかる。これも創業投資会社の組合投資が本体投資を上回っていることによるものである(図表3参照)。

図表2 韓国ベンチャーキャピタルの規模



〔出所〕与信金融協会 [2004], 170-173頁より作成。

図表3 創業投資会社の投資残高



〔出所〕与信金融協会 [2004], 173頁より作成。

Ⅲ. 韓国のベンチャーキャピタルの資金調達

前節では、二つのVC会社とVCの規模について説明した。この節では、創業投資会社と新技術事業金融社、それぞれの会社本体と投資組合の資金調達状況、そしてその特徴を明らかにする。

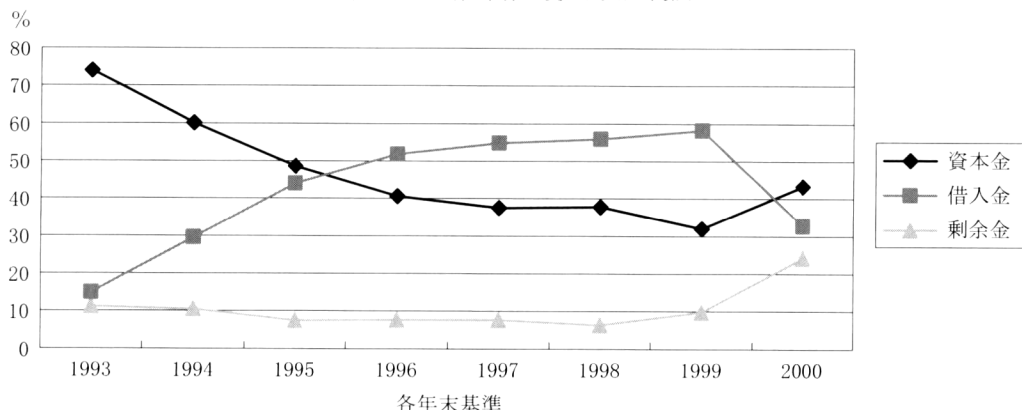
1. 創業投資会社の資金調達

創業投資会社の資金調達は会社本体と投資組合に分けられる。まず、会社本体の資金調達を

みる。会社本体の資金とは、自己資本である資本金と剰余金、そして他人資本である借入金で構成される。ここでいう借入金は、金融機関からの借り入れ以外に、債券発行、政府の各種基金からの融資、外国借款を含むものである。図表4に示している会社本体の資金調達の内訳をみると、借入金の割合が高いことがわかる。2000年末には、資本金の割合が借入金を上回っているものの、それ以前には、50%以上を借入金に依存している。

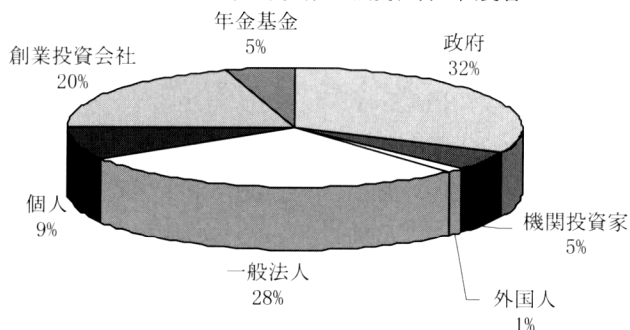
また、2000年末に剰余金の割合が増えているが、これはITバブルによって創業投資会社が高い収益を上げたためである。そして、

図表4 会社本体の資金調達の内訳



〔出所〕 韓国開発研究院 [2001], 47頁より作成。

図表5 創業投資会社の投資組合の出資者



〔出所〕 李仁燦 [2003], 200頁より作成。

2000年末に資本金の比率が高くなったのは、2000年に創業投資会社の新設が相次いだため、それらの資本金が加算されたことがその背景にある。

一方、図表5は、2001年に創業投資会社によって結成された投資組合の出資者の内訳である。政府の出資割合が32%にもものぼっているのが目立つ特徴である。ここでいう政府とは、中小企業庁、情報通信省、文化観光省などの出資をさす。2001年以前にも政府は10%強の出資を行っている。だが、2001年にはITバブルの崩壊で民間の資金がなかなかVC業界に流入してこなかったため、投資規模を増やし、このような高い比率になったのである。

また、図表5からは、GPである創業投資会社の割合が20%を占めていることがわかる。もともと、投資組合へのGPの出資は5%以上となっている。これに対して、個人は9%を占めており、年金基金は5%にすぎない。これは、年金基金の出資の割合が高いアメリカや、金融機関の割合が高い日本とはかなり異なる特徴である。なお、外国人の割合は、1%となっており、極めて低い状況となっている。

2. 新技術事業金融社の資金調達

すでに述べたように、新技術事業金融社は専業社と兼業社が存在する。そのため、会社本体によるVCの投資財源といっても、それを特定

図表6 新技術事業金融社の資金調達

(単位: 億ウォン, 年末基準)

	負債 (A)	資本 (B)	$(A / (A + B)) \times 100$
	借入金+社債+その他	資本金+剰余金	
2000年	18,811	5,314	78%
2001年	13,699	5,366	72%
2002年	11,971	4,976	71%

[出所] <http://www.ktb.co.kr/>, <http://www.ktac.co.kr/>, <http://www.ibkcapital.co.kr/> (2004年10月15日) より作成。

することは不可能である。したがって、ここでは、韓国最大の専門社である KTB Network とそれ以外の専門2社（企保キャピタルと企銀キャピタル）、合計3社の貸借対照表（2000年から2002年まで）から、資金調達の内容を見ることにする。

図表6は、これら3社の資金調達の内訳を合計したものである。この表からわかることは、まず、創業投資会社の資金調達と同じく、借入金を含めた負債の比率が高いことである。2000年から2002年までの3年間の実績をみると、資金調達の70%以上を負債が占めている。

また、これらの3社は社債による資金調達を行っている。ただし、韓国の社債は3年前後の満期のものがほとんどであるため、社債といっても長期の資金調達を行っているわけではない。しかも、各社のホームページのデータをみると、借入金も短期のものが半分以上を占めていることがわかる。これらのことから、専門社は、比較的中短期の借金をもって資金を調達しているといえる。

一方、専門社の投資組合の出資者については、KTB Network の投資組合のケースをみることにするが、2002年末現在、GPである KTB Network が40.3%、政府機関が25.4%、金融機関が17.3%、個人が9.8%、一般企業が7.3%という出資者構成となっている¹⁶⁾。

ちなみに、企保キャピタルと企銀キャピタルの投資組合の出資者もGPと政府機関の割合が高いことには変わりがない¹⁷⁾。

IV. 韓国のベンチャーキャピタルの資金運用と資金回収

本節では、前節に引きつづき、VC会社の資金運用について述べる。資金運用の形態や投資先企業の設立年数、投資先の業種などについて説明する。その後、韓国のVCはどのように資金を回収しているのかを明らかにする。

1. 創業投資会社の資金運用

創業投資会社の資金運用も、本体投資と組合投資に分けられるが、2000年までとそれ以降の投資方法には異なる点がある。図表7からわかるように、2000年までは株式や社債、そして約定投資とその他の投資方法で資金を運用してきた。ここでの社債とは、転換社債 (CB) と新株引受権付社債 (BW) の引受をさしており、その他は主に資金貸付をさす。また、約定投資とは、創業投資会社と投資を受ける企業が契約によって投資条件を決めるもので、投資先企業は売上高や利益の一定比率を投資資金の使用料として支払い、一定期間経過後には約定投資を株式に転換できるようになっている。一方、投

図表7 創業投資会社の資金運用

(単位 億ウォン, 年末基準)

	本体投資					組合投資					合計 (A+B)
	投資株式	投資社債	約定投資	その他	合計(A)	投資株式	投資社債	約定投資	その他	合計(B)	
1993年	1,238	474	419	959	3,090	886	178	60	112	1,236	4,326
1994年	1,404	509	1,000	1,051	3,964	797	176	404	114	1,491	5,455
1995年	1,575	563	1,388	1,187	4,713	887	495	1,585	183	3,150	7,863
1996年	2,726	656	3,024	2,160	8,566	1,100	743	1,706	264	3,813	12,379
1997年	4,006	727	3,329	2,645	10,707	1,557	744	1,659	222	4,182	14,889
1998年	3,413	906	2,330	2,649	9,298	1,692	848	1,144	195	3,879	13,177
1999年	8,059	1,241	527	700	10,527	3,223	774	61	7	4,065	14,592
2000年	12,913	1,039	109	1,339	15,400	6,083	640	211	0	6,934	22,334
	株式	社債	プロジェクト投資			株式	社債	プロジェクト投資			
2001年	14,528	1,460	98		16,086	11,871	1,405	966		14,242	30,328
2002年	12,911	1,044	203		14,158	12,819	2,531	1,390		16,740	30,898

(出所) 与信金融協会 [2004], 173頁より作成。

資を受けた企業が事業に失敗した場合は、投資元本の一部のみを償還すればよいものとなっている。言わば、ストックオプション付の融資のようなものである。1998年までは、この約定投資が本体投資や組合投資の4割前後を占めていたことが図表7からわかる。

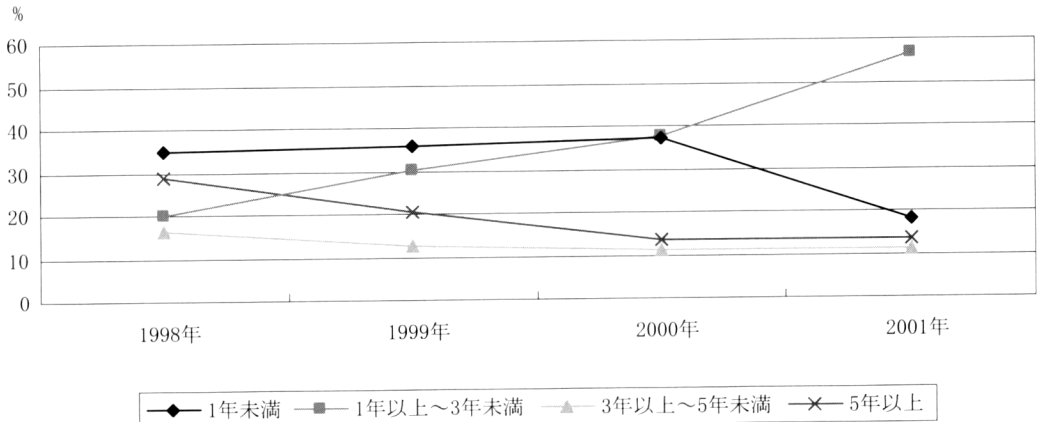
しかし、1999年以降、本体投資、組合投資ともに、株式による投資方法が主流となっている。これは、2000年4月に中小企業創業支援法が改正され、約定投資と資金貸付がVCの投資方法から除外されたためであるが、その代わりに登場したのがプロジェクト投資である。プロジェクト投資とは、映画やアニメーション、ゲームソフトなどの分野に投資し、その利益を分配する投資方法をさす。近年、韓国では映画ブームの影響もあり、プロジェクト投資は組合投資の4%程度(2002年基準)を占めるようになってきている。

つぎに、創業投資会社の新規投資先の設立年数を図表8に件数ベースで示している。設立年

数1年未満の割合は2001年に減少したものの、アーリーステージに該当する1年以上～5年未満の割合は徐々に増加し、2001年には56.8%となっている。一方、5年以上の割合は減少傾向にある。日本のVCについては、VECの調査があるが、2000年以降件数ベースでみた場合、設立後5年未満のベンチャー企業への投資が50%以上を維持している¹⁸⁾。また、アメリカのVCは、2001年、2002年ともに、拡張段階(Expansion)の投資(件数ベース)が60%前後となっている¹⁹⁾。

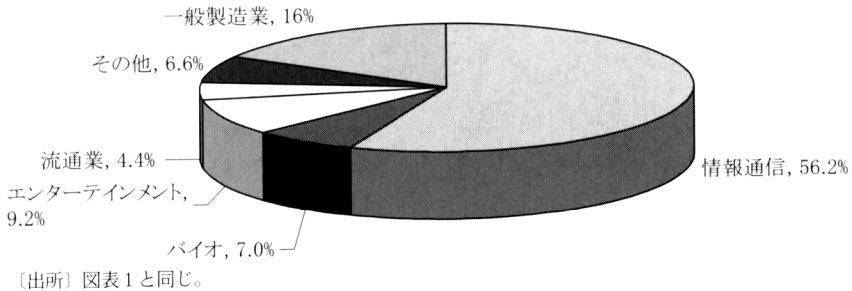
さらに、新規投資先の業種であるが、図表9に示している。図表9は2002年の新規投資先の業種を件数ベースで示しているが、情報通信業の割合が圧倒的に高く、56.2%を占めており、つぎに一般製造業が16%となっている。エンターテインメントが件数ベースで9.2%になっているのが目を引く。ちなみに、日本の場合、2003年9月時点の調査をみると、IT関係への投資が件数ベースで36.5%、製品・サービスが

図表8 投資先企業の設立年数



〔出所〕 李仁燦 [2003], 245頁の表6-6より作成。

図表9 投資先の業種



〔出所〕 図表1と同じ。

21.5%となっている²⁰⁾。アメリカのVCは、ソフトウェアに20%、バイオと医療装備を合わせたものに22%を投資している（2002年基準、投資金額ベース²¹⁾。

2. 新技術事業金融社の資金運用

図表10に新技術事業金融社の本体投資と組合投資の資金運用を示している。株式や社債以外に、条件付融資と貸出金がある内訳である。条件付融資とは、投資先企業の事業が成功した場合には、融資に対する利益配分を受けるが、失敗した場合には融資の一部を債務免除する金融方式をさす。

創業投資会社のかつての投資方法であった約定投資に該当するもので、新技術事業金融社に

は現在も認められている。また、図表10からわかるように、新技術事業金融社の資金運用は本体投資が組合投資を大きく上回っている。しかも、本体投資に占める貸出金の割合は非常に高い。1997年の場合は90%弱を占め、2002年に至っても、本体投資の50%強が貸出金となっている。一方、組合投資は株式による投資が圧倒的に多い。

そして、新技術事業金融社の投資先企業の業種は、韓国与信金融協会のホームページの資料から、図表11のように集計できる。この図は2002年末の投資残高を基準にし、本体投資と組合投資の合計額で作成したものである。通信・放送・音響機器が37.9%と一番高い割合を占めている。その反面、製造業として分類できない

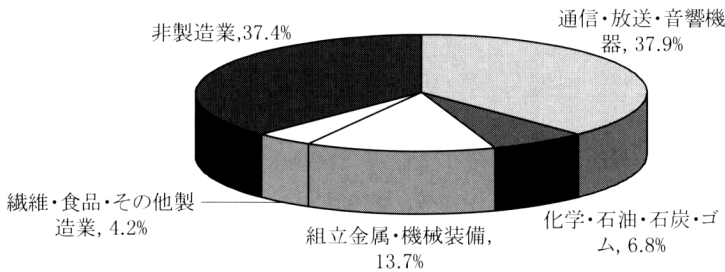
図表10 新技術事業金融社の資金運用

(単位 億ウォン, 年末基準)

	本体投資					組合投資					合計 (A+B)
	投資株式	投資社債	条件付融資	貸出金	合計(A)	投資株式	投資社債	条件付融資	貸出金	合計(B)	
1993年	755	272	68	5,214	6,309	179	79	0	0	258	6,567
1994年	829	447	167	14,240	15,683	203	66	0	0	269	15,952
1995年	1,057	462	174	23,276	24,969	199	41	0	0	240	25,209
1996年	1,731	701	263	33,921	36,616	172	27	0	0	199	36,815
1997年	3,665	1,584	284	40,992	46,525	189	11	0	0	200	46,725
1998年	3,253	1,046	191	27,788	32,278	173	13	15	21	222	32,500
1999年	4,297	919	273	17,527	23,016	835	95	8	0	938	23,954
2000年	7,428	538	209	12,271	20,446	3,236	140	8	0	3,384	23,830
2001年	7,083	407	206	7,239	14,935	4,841	211	63	0	5,115	20,050
2002年	6,181	430	162	7,245	14,018	6,596	779	174	0	7,549	21,567

〔出所〕与信金融協会〔2004〕, 170頁より作成。

図表11 新技術事業金融社の投資先の業種



〔出所〕 <http://www.crefia.or.kr> (2004年9月10日参照) より作成。

業種に37.4%も投資を行っており、創業投資会社とは異なる状況となっている。

3. ベンチャーキャピタルの資金回収

VCの資金回収の代表的な方法は株式公開とM&Aである。しかし、韓国の場合、VCの出口はほとんど株式公開に依存している。一方、M&Aの割合は極めて小さい。2001年主要VC会社を対象にしたソフトバンクリサーチの報告書によると²²⁾、M&Aの割合は5%にすぎなかったことが判明している。また、2004年8月19日付の『電子新聞』(韓国語版)の記事によ

ると、「M&Aの実績はいくつかのVC会社に限られており、その件数も極めて少ない状況である」と報じられている。これは、資金回収の手段としてM&Aが多く用いられるアメリカや、M&Aを含む売却の割合が高い日本とは異なる特徴である。したがって、ここでは、VCの投資先企業の株式公開を中心にみていくことにする。

図表12は、KOSDAQ市場の登録企業数を示している。この表によると、1999年から2002年までのKOSDAQ市場の登録企業は724社であった。その中で188社がVCの投資先企業で

図表12 ベンチャーキャピタル投資先企業の株式公開

	1999年	2000年	2001年	2002年	合計
登録企業数(A)	164	250	177	133	724
ベンチャー企業(B)	61	117	130	87	395
VC投資先企業(C)	21	53	70	44	188
C/A	12.8%	21.2%	39.6%	33.1%	26.0%
C/B	34.4%	45.3%	53.8%	50.6%	47.6%

(注) VC投資先企業とは、「ベンチャー企業育成に関する法律」による①VC投資型のベンチャー企業のみをさすものではない。

〔出所〕李仁燦 [2003], 346頁より修正作成。

図表13 株式公開を果たした企業

	1999年	2000年	2001年	2002年	合計
VCが投資した総件数(A)	2,072	3,158	2,643	2,557	10,430
IPOを果たした企業数(B)	21	53	70	44	188
B/A	1.0%	1.7%	2.6%	1.7%	1.8%

(注) 図表12. <http://www.crefia.or.kr>, 韓国ベンチャーキャピタル協会から入手した資料に基づく。

〔出所〕金が作成。

図表14 ベンチャーキャピタル投資先企業の株式公開時の持分状況

	1999年	2000年	2001年	2002年	合計
10%未満の企業数	6	22	27	22	77
20%未満の企業数	9	26	37	15	87
30%未満の企業数	2	4	5	6	17
30%以上の企業数	4	1	1	1	7
合計	21	53	70	44	188

〔出所〕李仁燦 [2003], 347頁。

ある。これは、KOSDAQ市場の全登録企業の26%を占める水準である。

また、登録したベンチャー企業の47.6%がVCの投資先企業であったこともわかる。ここでいうベンチャー企業とは、ベンチャー企業育成に関する法律によって決められている四つの形態の企業をさすが、すでに述べている。

そして、図表13はVCが投資した総件数と株式公開を果たした企業数を比較したものである。総件数そのものがVCの投資した企業数をさすわけではないが、段階的投資の割合が少なく、一回目の投資にほとんどの資金を投じる韓

国VCの現状を考えると、いかに株式公開を果たす企業が少ないかがわかる。つまり、KOSDAQ市場の登録基準が低いといっても、わずかなベンチャー企業しか株式を公開することができないというのは諸外国と同様である。

さらに、KOSDAQ市場に登録を果たしたVCの投資先企業に対する持分状況をみると(図表14参照)、10%未満の企業数が41.5%(77社)である。これに20%未満の企業数を足すと、164社となり、大半が20%未満であることがわかる。また、1999年1月から2002年9月まで株式を公開したVCの投資先企業の平均設

立経過年数は、3～7年が50%を占めており、次第に設立経過年数が短くなっている²³⁾。

V. 韓国のベンチャーキャピタルの課題

これまで、韓国のVCの資金調達や資金運用、そして資金回収についてみてきた。この節では、このような韓国のベンチャーキャピタルの投資行動における問題点を検討していくことにする。

1. 資金調達上の問題点

韓国のVCは会社形態をとっており、その資金調達は会社本体とそれぞれの投資組合をもって行っている。ここでは、資金調達の現状から二つの問題点を指摘する。

まず、第一は、借入金を含む負債の比率が高いことである。図表4からわかるように、創業投資会社は1990年代半ば以降、資金調達の50%前後を借入金に依存している。また、新技術事業金融社の中で専業社の負債による資金調達は70%を上回る水準となっている（図表6参照）。専業社の場合は公的VCとしての性格が強く、投資よりは融資を中心に資金を運用してきたことがその背景にある。つまり、長年にわたって政府の政策金融仲介役として、「情報化促進基金」や「科学技術振興基金」といった各種の基金を受け入れ、それを中小企業へ融資する一般の金融社会的役割を果たしてきたのである²⁴⁾。しかし、新技術事業金融社をVCとして規定している以上、会社本体の資金調達が負債に大きく依存していることは好ましいことではない。

第二は、投資組合の出資者構成に関する問題

である。何より、韓国の投資組合は政府の出資比率が高い。図表5でわかるように、2001年に結成された創業投資会社の投資組合は32%が政府による出資となっている。仮にVCの規模が縮小するおそれがあるとしても、政府による出資が根本的な解決策になるとは思えない²⁵⁾。なぜならば、民間主導のVCが育つ余地を消すことになるからである。また、年金基金の出資が少ないのも指摘せざるを得ない。従来、アメリカでも、従業員退職所得保障法（Employee Retirement Income Security Act of 1974, ERISA）によって年金基金がVCやその他のハイリスク資産に多額の投資をすることは禁じられていた事実がある。だが、1979年に年金基金の投資方針を定めた「ブルーデントマン・ルール」が改正されたため、今や年金基金もVCに投資できるようになっている²⁶⁾。しかし、韓国の場合、国民年金以外の年金基金は財政状態が悪く、ほとんどの年金基金が未公開企業へ直接あるいは間接的に投資できるような規定すら持っていない状況である。しかも、韓国では企業年金が存在しない。このため、年金基金はハイリスク・ハイリターン投資組合に出資する体力がなく、教員共済や軍人共済などが一部の出資を行っているだけである。ただし、2001年7月、国民年金法が改正され、国民年金が投資組合に投資できる道が開かれたため、今後においては国民年金の出資が期待される²⁷⁾。

2. 資金運用上の問題点

資金運用においては、投資形態やモラルハザードの問題、そして投資時期と経営参加の問題が指摘できる。

まず、第一は、投資形態に関わる問題である。創業投資会社と新技術事業金融社の資金運

用には大きな違いが存在する。創業投資会社は一部のプロジェクト投資を除けば、大半をエクイティ・ファイナンスによって資金を運用している。それに対して、新技術事業金融社の本体投資は、貸出金の割合が非常に高い。1990年代と比較すると、2000年以降その割合は減少する傾向にあるが、依然として5割強(2002年)となっている(図表10参照)。このように、VCである新技術事業金融社が貸出金によって資金を供給することになると、融資による利子の発生でベンチャー企業の経営を圧迫するおそれがある。

第二は、投資組合に対するモラルハザードの問題である。韓国では、投資審査役と呼ばれるベンチャーキャピタリストが組合投資と本体投資を同時に行っている。つまり、投資審査役は投資組合の出資者とVC会社の株主、双方の利益を追求しなければならない。しかし、投資審査役はVC会社の職員である。そのため、資金運用において投資組合の利益より会社本体の利益を優先させるおそれがある。これが、モラルハザードの問題である。この点を考慮し、韓国の投資組合では、5%以上をGPが出資することになっている。しかし、このような単純な規制だけで、この問題が解決できるとは思えない。なぜならば、もう一つ、投資組合の報酬体系もモラルハザードを生じさせる要因になりうるからである。本来、GPは組合の管理報酬(Management Fee)以外に、成功報酬(Success Fee)を受け取る。しかし、韓国では、目標収益率を越えなければ成功報酬が発生しないことになっている²⁸⁾。つまり、目標収益率以下の投資を行っては成功報酬を取れない。その結果、組合投資をよりリスクの高い企業へ投資する傾向がみられる²⁹⁾。

第三の問題点としては、投資時期の問題があげられる。韓国のVCは段階的投資(staged investment)の比重が低く、一回目の投資に大部分の資金を投じている。その例として、VC17社の総投資額(1998年から2000年まで)から段階的投資の状況を見ると、投資先の企業数ベースでは5%、投資額ベースでは14%にすぎないという結果が出ている³⁰⁾。投資先企業と投資家の代理人であるVCの間には、情報の非対称性が存在しているため、一回目の投資以降においても引き続きモニタリングを行う必要がある。それにもかかわらず、一回目の投資にほとんどの資金を注ぎ込み、追加情報を手に入れる機会を少なくしている。

第四は、経営参加の問題が指摘できる。周知のように、韓国では家族経営による財閥企業が存在していることもあり、VCから資本参加を受けたとしても、企業的意思決定においては外部からの干渉を嫌う傾向が強い。そのため、単なる出資にとどまり、役員を派遣するケースは非常に少ない³¹⁾。しかも、段階的投資の割合が低いと、初回投資以降の経営参加は困難な状況である。本来ならば、資金の提供にとどまらず、経営陣の斡旋や顧客の紹介、そして企業活動に必要な情報提供などがVCに求められるはずである。

3. 資金回収上の問題点

韓国のVCの資金回収における最大の問題はM&Aの割合が極めて低いことである。韓国でM&A市場が形成されていない背景には、次の二点がある。

第一は、株式買収請求権を認めていることがあげられる。株式買収請求権とは、M&Aに反対する株主が所有株式の買収を会社に要求する

権利をさしており、少数株主を保護するためのものである。しかし、買収請求の際に、適正価格よりも高い請求価格を狙い、一時的に当該株式に投機をする投資家があらわれ、M&Aの障害要因となっている。

第二は5%ルールが存在である。大株主と大株主の特殊関係人以外の投資家が5%以上の株式を取得した場合、監督当局への申告義務が生じる。しかも、それ以降1%以上を追加取得するたびにその状況を申告しなければならない。このことが、買収する側の買収コストを上げる結果となり、M&Aを避ける要因となっている³²⁾。

これら二点以外にも、M&Aに対する経営者の認識不足も一要因となっている。だが、いずれにしても、VCの資金回収の手段としてM&Aが活用できない点は改善すべき課題である。結局、VCの資金回収も株式公開に依存するしなく、投資パフォーマンスもKOSDAQ市場の市況に大きく左右されている。

また、もうひとつの資金回収上の問題点としては、韓国版ロック・アップ(Lock-up)である株式売却制限制度があげられる。この制度は1999年「KOSDAQ市場の運営規定」として導入され、当初は大株主と大株主の特殊関係人に適用したが、その後、2000年にVCにも適用することになった。その内容はVCの投資先企業に対し、一律3ヶ月間の売却制限期間をもうけるものであった。また、2002年には、VCの資金回収を促すという名目で、売却制限期間を短縮する措置がとられ、株式の保有期間が2年未満の企業のみ、1ヶ月間の売却制限(2年以上保有株式は制限なし)をすることになった³³⁾。

しかし、この韓国版ロック・アップには根本的な問題がある。本来、ロック・アップとはベ

ンチャーキャピタルが株式を引き受ける投資銀行と同意し(Lock-up agreement)、一定期間、株式を売却しないという約束をすることによって、円滑な株式公開と公正な株価形成を図るものである³⁴⁾。しかも、このロック・アップに関する情報は公開されることによって、情報の非対称性をいくぶん解消する効果もある。すなわち、ロック・アップというのは、あくまでも公開企業の状況に応じて、私的契約によって行われるもので、外部から規制するものではないのである。しかし、韓国ではロック・アップという名のもとで、VCの株式売却を一律に一定期間制限している。これでは、株式売却制限制度が投資家への情報提供や適切な株価形成に役立つ手段として機能しているとはいえない。

VI. むすびにかえて

本稿では、韓国のVCの現状や資金調達、さらに資金運用と資金回収について述べた後、VCの問題点についても検討してきた。ここでは、本稿で明らかになったことをまとめるとともに、今後の課題について述べる。

第一に、韓国のVC会社は創業投資会社と新技術事業金融社の二種類があり、今や創業投資会社がVCの中心的存在となっていることが明らかになった。図表3からわかるように、1997年通貨危機やITバブルの崩壊にもかかわらず、創業投資会社の投資残高は拡大した。これには、政府の積極的な支援がその背景にある。

第二に、VCの資金調達であるが、会社本体では、創業投資会社、新技術事業金融社ともに負債による資金調達が多いことが明らかになった。一方、投資組合においては政府とGPの出資割合が非常に高い反面、年金基金の出資は少

なかった。

第三に、資金運用の面では、創業投資会社がほとんどエクイティ・ファイナンスによる投資を行っているのに対して、新技術事業金融社の本体投資は依然として貸出金による部分が多いことが明らかになった。これは、新技術事業金融社が公的 VC としての性格が強いことを意味する。

第四に、VC の資金回収についてであるが、韓国では M & A 市場が形成されていないため、KOSDAQ 市場への上場に大きく依存していることが明らかになった。

第五に、韓国の VC について様々な問題点を指摘した。そこで検討した問題点は、日本の VC にも共通するところが多い。年金基金の資金流入が少ない点、また VC 会社の職員であるベンチャーキャピタリストの問題、さらに積極的な経営参加を行っていない点などがそれぞれである。ただし、ベンチャー企業への支援を含め、投資組合への積極的な出資や税制面での優遇措置など、VC 業界へのバックアップ体制は韓国を参考にする必要があると思われる。

なお、本稿で検討できなかった VC のパフォーマンスについての研究や、部分的にしか取り上げられなかった日米の VC との比較研究については今後の課題にしたい。

(本稿は、平成15年度の財団法人石井記念証券研究振興財団の研究助成金による研究成果である。記して謝意を表したい)

注

- 1) アメリカの VC については、Lerner, Joshua [2000] や、ウィリアム・D・バイグレイブ、ジェフリー・A・ティモンズ [1995]、O. フィルマン・U. ヴッパーフェルト・J. ラーナー [2000]、P. ゴンパース・J. ラーナー [2002]、また、イスラエルやトルコ、デンマーク、カナダなどの VC については、Dilek Çetindamar (eds.) [2003] などを参照されたい。
- 2) 韓国開発研究院 [2001]、27頁。

- 3) 現在の KOSDAQ 市場をさす。韓国のベンチャー企業と KOSDAQ 市場については、金珍奎 [2002] を参照されたい。
- 4) プロジェクト投資については、本稿のIV節を参照。
- 5) 李仁燦 [2003]、192頁。
- 6) 2001年日本の VC の母体業種別投資残高は、証券系が3,890億円で、全体の約38%を占めている。そのほか、独立・外資系と銀行系の割合が高い。濱田康行 [2002] を参照。
- 7) この点については、金珍奎 [2002]、82-83頁を参照されたい。
- 8) 韓国開発研究院 [2001]、61頁。
- 9) アメリカの企業形態は多様であるが、基本的には個人企業、パートナーシップ、株式会社の三つがある。これらは、SP, GPS, LPS, C Corporation, S Corporation, LLC に分類できる。詳しくは、東伸之・金子晃三 [1996]、131頁を参照されたい。
- 10) さらに、専業社といっても、一部、リース金融業務や割賦金融業務を行っており、複雑な事業形態ととなっている。各与信金融会社の業務については、韓国与信金融協会のホームページ (<http://www.crefia.or.kr/>) を参照されたい。
- 11) 投資金融会社は1996年まで業種転換によって銀行や証券会社、総合金融会社になった。金珍奎 [2000]、34頁参照。
- 12) 中小企業庁 [2000]、120頁。
- 13) 与信金融会社各社の合併状況については、이태운 [2004] を参照されたい。
- 14) ベンチャーエンタープライズセンター、「平成15年度ベンチャーキャピタル等投資動向調査」(<http://www.vec.or.jp/>)、8頁。
- 15) <http://www.nvca.com> (2004年10月15日) を参照。
- 16) <http://www.ktb.co.kr/> (2004年10月15日) を参照。
- 17) <http://www.ktac.co.kr/>、<http://www.ibkcapital.co.kr/> (2004年10月15日) を参照。
- 18) ベンチャーエンタープライズセンター、「平成15年度ベンチャーキャピタル等投資動向調査」(<http://www.vec.or.jp/>)、16頁。
- 19) <http://www.nvca.com> (2004年10月15日) からリリース資料を参照。
- 20) ベンチャーエンタープライズセンター、「平成15年度ベンチャーキャピタル等投資動向調査」(<http://www.vec.or.jp/>)、17頁。
- 21) <http://www.nvca.com> (2004年10月15日) からリリース資料を参照。
- 22) ソフトバンクリサーチ、「韓国斗米国외벤처캐피탈投資動向」(CR&C Briefs) (<http://www.sb-research.co.kr> (2004年10月15日) を参照。
- 23) 2000年には9.3年、2001年には8.4年であった。李仁燦 [2003]、347-348頁参照。
- 24) 許南秀 [1998]、332頁参照。
- 25) 政府部門が過度な投資をすると、ベンチャー企業は技術革新や経営努力に力を注がないおそれがある。成素美 [2001]、229頁参照。
- 26) P. ゴンパース・J. ラーナー [2002]、7頁参照。

- 27) 李仁燦 [2003], 202-203頁参照。
 28) 李仁燦・김성현・尹忠漢 [2003], 236頁参照。
 29) この点を裏付ける研究としては、李仁燦・김성현・尹忠漢 [2003] があるが、この研究では、本体投資と組合投資の投資対象を比較した場合、組合投資のほうがリスクの高い若い企業へ投資する傾向が強いという分析結果を出している。また、この研究では会社本体と組合の単独投資のケースを想定し、1996年から2000年6月まで、VCが投資した2077件を研究対象にしている。李仁燦・김성현・尹忠漢 [2003], 254頁参照。
 30) 李仁燦 [2003], 287頁。
 31) 同上書, 139頁。
 32) <http://www.heraldbiz.com> (2004年12月16日) を参照。
 33) 한철호 [2002], 92頁参照。
 34) Lerner, Joshua, [2000], p. 422.

参考文献

- 濱田康行 [2002], 「ベンチャーキャピタルの現状と課題」『中小公庫マンスリー』Vol. 49 No. 9, 10月。
 東伸之・金子晃三 [1996], 「我が国ベンチャーキャピタルの飛躍に向けて」『財界観測』第61巻第7号, 野村総合研究所, 7月。
 ウィリアム・D・バイグレイブ, ジェフリー・A・ティモンズ [1995], 『ベンチャーキャピタルの実態と戦略』(日本合同ファイナンス(株) (訳)), 東洋経済新報社。
 O. フィルマン・U. ヴッパーフェルト・J. ラーナー [2000], 『ベンチャーキャピタルとベンチャービジネス』(伊藤藤年ほか (訳)), 日本評論社。
 P. ゴンパース・J. ラーナー [2002], 『ベンチャーキャピタル・サイクル』(吉田和男監訳), シュプリンガー・フェアラーク東京。

Dilek Çetindamar(eds.) [2003], *The Growth of Venture Capital : A Cross-Cultural Comparison*, Praeger Publishers.

Lerner, Joshua, [2000], *Venture Capital & Private Equity*, Wiley & Sons Inc.

金珍奎 [2000], 「韓国の投資金融会社と短期金融市場」『大阪市大論集』第98号, 6月。

———— [2002], 「韓国のKOSDAQ市場」『証券経済研究』第39号, 5月。

韓国語参考文献

李仁燦 [2003], 『韓国のベンチャーキャピタル』, 図書出版인성。

中小企業庁 [2000], 『ベンチャー白書』。

与信金融協会 [2004], 『与信金融』第7号, 6月。

韓国開発研究院 [2001], 『ベンチャーキャピタル産業の制度改善方案』。

成素美 [2001], 『韓国のベンチャー』, 比峰出版社。

이태운 [2004], 「与信専門金融業의 發展을 위한 提言」『与信金融』第7号, 与信金融協会, 6月。

許南秀 [1998], 「우리나라 벤チャー캐피탈의 變動推移와 發展方向」『韓國中小企業学会誌』第20巻第2号, 12月。

한철호 [2002], 「벤チャー캐피탈의 投資회収와 登録後売却制限規程」『与信金融』第4号, 与信金融協会, 12月。

李仁燦・김성현・尹忠漢 [2003], 「벤チャー캐피탈 投資財源의 構成과 投資行態」『財務研究』第16巻第1号, 韓國財務学会, 5月。

(大分大学経済学部助教授・南ソウル大学客員教授)