

# ドイツベンチャー企業の発展動向と資金調達問題

The development of German venture business and its procurement of funds

井 藤 正 信  
Masanobu ITOH

## 要 旨

本稿は、ドイツにおけるベンチャー企業の近年の動向についてそれを取り巻く社会・経済的背景を検討しつつ、従来型の中小企業との相違に焦点を当て分析したものである。通常、ドイツのベンチャー企業は資本規模としては中小企業の範疇に入るものの、企業形態や資金調達に関しては他の中小企業とは明らかに異なっている点に特徴がある。従来型の中小企業は金融機関からの借り入れに依存する傾向が強く、資本市場からの資金調達はほとんど皆無であった。その理由は企業形態としては有限会社が圧倒的に多く、株式会社形態を採用する中小企業は極めて少なかったからである。それに対して、ベンチャー企業はその企業特性からして資金需要が旺盛で、株式会社形態を採用する企業が多かったことから、資本市場の整備が1990年代に入って具体的に検討されるようになった。その結果、ベンチャー企業向けの新市場ノイア・マルクトが1997年に誕生し、懸案であった資本市場からの資金調達が可能になったのである。ところが世界的なITバブルの崩壊や上場企業の相次ぐ不正な会計処理といった事情から信頼を失ったノイア・マルクトはその設立からわずか6年ほどで閉鎖を余儀なくされたのである。本稿は、ノイア・マルクトが閉鎖に至った過程を追いつつ、ドイツにおけるベンチャー企業が抱える資金調達上の問題点もあわせて検討した。

## 目 次

1. はじめに
2. ドイツベンチャー企業成長の背景
  - ① 政治・経済的背景
  - ② ベンチャー企業育成への大学の取り組み
3. ドイツベンチャー企業の特質
  - ① ベンチャー企業と従来型中小企業との相違
  - ② ベンチャー企業の業種的特徴
  - ③ ベンチャー企業の成功事例
4. ドイツベンチャー企業の資金調達－間接金融から直接金融への模索－
5. おわりに

## 1. はじめに

ドイツ経済は、過去数年間実質成長率がGDPの成長率でみた場合、プラス1%前後(2003年：-0.1%，2004年：1.6%，2005年：1%…政府見通し)で推移しており予断を許さない状況にあったが、2006年にはいと

世界経済の回復、なかでも他のヨーロッパ諸国の景気回復とも相まって景気は上向き基調に変化している。ただ、失業率は2005年10月現在で11% (失業者総数約456万人)<sup>1)</sup>に達していることに加え、国家の財政赤字は景気回復によって減少傾向(2006年現在、対GDP比2%弱の赤字)が続いているものの、依然として残っ

ており、機動的な経済対策が打ち出せない点では以前と状況にそれほど大きな変化はない<sup>2)</sup>

このようなドイツ経済の状況を念頭においてドイツ企業の経営状態を規模別にみると、大企業はおおむね景気回復の後押しを受けて順調に業績を伸ばしているのに対して、わが国と同様に多くの中小企業 (Mittelstand)<sup>3)</sup> は、資金調達の難しさもあって業績的には芳しくないところが多い。ところが、こうした中小企業のなかで健闘している企業がドイツにも一部存在する。それがベンチャー企業である。そこで、本稿ではドイツのベンチャー企業に焦点を当て、同企業成長の社会・経済的背景を探るとともに成長に不可欠な資金調達の現状について、既存中小企業のそれとを比較しながら考察することにした。なかでも、ベンチャーキャピタルの活動や新興市場として世界中の関心を集めた「ノイエマルクト (Neuer Markt)」の設立からその閉鎖への過程を追いながら、ドイツベンチャー企業の資本市場における資金調達について特に注目したい。

1) なお、失業者数については2005年に第二次大戦後最悪の500万人を突破し、特に若年者雇用が深刻な問題だと指摘もある(朝日新聞、2005年4月6日付朝刊を参照のこと)。ただ、2006年以降、国内景気の回復とともに、失業率には改善傾向がみられる。ちなみに最近の失業者総数は2007年3月末現在、旧西ドイツ約270万人、旧東ドイツ約141万人の総計約411万人といったように引き続き改善傾向がみられる(*Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 30, März 2007.)。

2) ドイツは、他のヨーロッパ諸国に比べて経済成長率の低さなどがここ数年目立っていることや社会福祉制度の行き詰まりなどから2003年には「アジェンダ2010」と銘打った構造改革プログラムを打ち出した。2006年に入るとドイツ経済は1月から3月期の実績で実質GDP成長率が前年比プラス1.4%になるなど景気回復局面に入ったと指摘されている。また、9月にはワールドカップ効果などもあり、国内消費が持ち直してきたことも事実である。ただ、こうした景気回復が構造改革プログラムが功を奏したとみるのは早計であろう。財政赤字の対GDP比については日本経済新聞、2007年5月20日付朝刊を参照されたい。

3) ドイツ中小企業研究所の定義によれば、中小企業とは労働者数500人未満もしくは売上高1億ドイツマルク以下の企業である。ただし、卸売業、小売業そしてサービス業においては従業員数がそれぞれ200人未満、100人未満、50人未満が中小企業とされる。

ところで、従来、ドイツ中小企業の財務状況や資金調達に関する研究は日本のドイツ企業研究においてはもちろんのこと、ドイツにおいてもさほど多くはみられなかった。その確たる理由は明確ではないが、おそらくそれは中小企業の企業形態それ自体に起因するところが大きいと推測される。周知のように、ドイツの大多数の中小企業は、株式会社形態ではなく有限会社形態ないしは合名・合資会社形態を採っており、しかも資本所有が家族所有に限定されているケースが多くみられる。つまり、ドイツの中小企業は資本の所有関係において閉鎖的な企業形態の性格を色濃く持つため、財務状況の外部への開示義務がないことや資金調達手段も間接金融に限られていることなどにより、外部からの財務分析が難しく研究対象として取り上げにくかったものとみられる。また、このようなドイツ中小企業の特徴からすると、資本市場からの資金調達は実質的に閉ざされているがゆえに、多大な資本を要する大規模な設備投資を実行できず、その発展可能性は極めて限られているといえよう。これに対して、多くのベンチャー企業は資本規模においては中小企業の範疇に含まれながら既存の中小企業とは明らかに違う特徴を有しており、特に資金調達においては資本市場からの調達がみられる点などは注目に値する。

## 2. ドイツベンチャー企業成長の背景

### ① 政治・経済的背景

ドイツにおいてベンチャー企業が続々と誕生し成長を遂げた背景には、アメリカの新自由主義の流れにのった、いわゆる規制緩和<sup>4)</sup>が政府主導の下で積極的に推進され、実際にもそれが功を奏したことが指摘できる。付言すると、政府の様々な創業支援策が党派の利害を超えて強力に推し進められたのである。こうした動きは、旧西ドイツではすでにキリスト教民主同盟のコール政権時代(1982~1998)から始まって

いたとみることができる。

コール政権下では、1960年代から70年代にかけての中小企業数の減少や先端技術産業立地への取り組みの遅れに対する危惧もあって、政権発足当初から「創業支援への取り組みが強化され、商工会議所など関係機関も中小企業の創業助成に積極的に取り組むようになった」<sup>5)</sup>とされている。実際、政府による規制緩和策と創業支援策が功を奏し、80年代になると創業が活発化するようになった。その結果、旧西ドイツでは、70年代には創業数と廃業数を比較するとほぼ拮抗している状態であったが、80年代に入ってから創業数が廃業数を大きく上回るに至り<sup>6)</sup>、90年代も引き続きこの傾向が続いている。

さて、この間のドイツのベンチャー企業設立の業種別傾向をみると、主として①生命工学を基盤においたバイオベンチャー型企業と②ITを活用したハイテクベンチャー型企業とに大別される。そして、両者共にインキュベータ（孵卵器）やベンチャーキャピタルを活用するなどアメリカの手法を見習ったものが多いのが特徴である。このインキュベータは、アメリカにおいて1970年代に誕生しベンチャー企業立ち上げの有力な手段として活用されるようになったのであるが、ドイツでは政府が83年に「技術指向企業の創業振興策」を掲げ、ニューテクノロジーを基盤とする企業の創業支援に乗り出し

たことがインキュベータ設立のきっかけになった<sup>7)</sup>。同年、最初のインキュベータがベルリン工科大学に設立され、91年にはその数が100以上に増加した。その後も順調に数を伸ばし、現在ドイツはヨーロッパ諸国のなかで最も多い数百のインキュベータがあるとされている。

当時の政府の創業支援策は、立法措置にも端的に示されている。その代表的な法律が1986年に成立した「企業出資会社法（Gesetz über Unternehmensbeteiligungsgesellschaften）」である。同法の成立は企業の資金調達面で極めて大きな意味を持っており、これまで金融機関からの借り入れに依存してきた中小企業、とりわけベンチャー企業に新たな資金調達の道を切り開くものであった。すなわち、同法においては企業を資金面から支えるいわゆる『企業出資会社』が「国内の未上場企業に投資することを事業目的とする株式会社」<sup>8)</sup>であることから明らかなように、この会社それ自体がベンチャーキャピタルの役割を有していたのである。しかも従来のベンチャーキャピタルを通じた出資は、それ自身に営業税と資産税が課せられたため、出資者への配当はその分だけ減額される仕組みになっていた。この出資への障害を取り除いたのが「企業出資会社法」で、売上税（日本における消費税）も課せられないため、個人投資家のベンチャー企業への投資を促進する効果を持っていた<sup>9)</sup>。

ただし、ドイツにおけるベンチャーキャピタルは、すでに同法成立以前から存在し、1970年代から80年代初頭にかけて危険資本提供会社（Venture Capital-Gesellschaften）として相次

4) 規制緩和を象徴する法改正が1956年に制定された閉店時間法の改正問題である。同法は、小売業の労働者を長時間労働から保護することを主な目的として制定されたのだが、規制緩和の動きから同法の改正が各方面から強く主張されてきた。そこで、ドイツ連邦議会は2006年7月同法の改正を各州に委ねることを決定したのである。同法改正の一連の動きをみると、主要政党間で規制緩和に関して大きな相違がないことがみとれる。

5) 中小企業庁編『平成10年版中小企業白書』1999年、ただし、ここでは<http://www.meti.go.jp/hakusho/chusyo/H10/03-02-04.html>を参照されたい。

6) 清成忠男「VCなど米国方式の導入で多くのベンチャー企業が誕生」、『ベンチャークラブ』vol.87、東洋経済新報社、2001年、83頁。

7) 真野博司「ドイツのインキュベータ」、日本立地センター『産業立地』40巻3号、2001年、17頁を参照されたい。

8) 小宮靖毅「ドイツ企業出資会社法の示唆するもの—ベンチャーキャピタル・集団投資スキーム・資産政策—」中央大学法学会『法学新報』第106巻第7・8号、2000年、236頁。

9) この点についてはジェットロ「ドイツにおける研究開発型ベンチャー企業育成」（『JETRO技術情報』433号、2002年4月）、35頁を参照されたい。

いで設立されるようになったが、「銀行資金の迂回路」と指摘されるなど、アメリカのベンチャーキャピタルと比較すると多くの問題点も抱えていた<sup>10)</sup> 加えて、この頃はまだベンチャー企業向けの資本市場が整備されておらず、ベンチャーキャピタルがリスク資本供給の担い手となる環境が整っているとは言い難かったのも事実である。

創業支援への政府の梃子入れは、コール政権に代わって登場した社会民主党シュレーダー政権(1999~2005)にも引き継がれた。政権交代期の1999年にドイツ政府は、六つの科学技術政策を柱として掲げたが、そのうちの 하나가革新的中小企業の育成であった<sup>11)</sup> そこには、当然ながらEUのなかで技術先進大国としてイギリスやフランスの上位に位置しようという政府の思惑がみえており、その点では政権交代による政策的ぶれは生じなかった。さらに、この当時のヨーロッパにおけるベンチャー企業への投資額でみた場合、ドイツの投資額はイギリスやフランスのそれを大きく下回っており、政府に対する産業界からの圧力が強まっていたこともその背景にあった<sup>12)</sup>

このようにドイツでは政府の積極的な創業支援とベンチャーキャピタルの活用などアメリカ方式の導入とによって多くのベンチャー企業が誕生したのである。加えて資本調達面では同国のベンチャー企業は従来型の中小企業とは異なる新たな資本調達の方法を取り入れることで、飛躍的に成長する機会を手に入れたのである。

とはいえ、ベンチャー企業すべてが当初から成功を約束されていたわけではなく、創業支援についても現在に至るまで様々な紆余曲折があったことも事実である。それは、1996年時

点で約1,000種類のベンチャー育成政策が存在したにもかかわらず、そのうちの多くはベンチャー企業支援に頓挫したことにも示されている。そこで、政府はアメリカで成功しているベンチャー企業を調査した結果、ハンズオン型のベンチャーキャピタルが組み入れに成功していることをつきとめ、そうしたベンチャーキャピタルが出資するベンチャー企業に投資を行うことで、成果を上げたのである。前田によれば、具体的には2001年にはハンズオン型民間ベンチャーキャピタル<sup>13)</sup>が200社以上になり、それによりベンチャー企業数も大幅に増加したのである<sup>14)</sup>

以上、要点を整理すると、ドイツの大半のベンチャー企業は政府の規制緩和を伴った強力な支援の下で誕生しかつその歩みを開始したといっても過言ではなく、その成長を支えたのはアメリカの経験を参考に各地に誕生したインキュベータとベンチャーキャピタルの積極的活用とによってであった。しかし、ドイツのベンチャー企業が真に自立した企業として成長を遂げるには主に自前の資金調達能力の育成と技術開発力の強化といった点が課題として残されていた。前者については後述するとして、ここでは後者についてベンチャー企業と大学との係わりをみてみたい。

## ② ベンチャー企業育成への大学の取り組み

ドイツのベンチャー企業の創業で際立った特徴は政府の創業支援とともに大学が創業に積極的に関与していることであろう。もちろん、大学発ベンチャー企業それ自体はアメリカや日本においても今や珍しくないが、ドイツの大学発の創業やその支援活動は、政府と一体となって実施される点や地域のネットワークに組み込

10) 小宮靖毅「前掲論文」, 235頁。

11) 経済産業省編『2002年版通商白書』2003年, ただし、ここでは<http://www.meti.go.jp/hakusho/tsusyo/soron/H14/04-01-01-01.html>を参照された。

12) "Same trend, different continent," *Electronic Business*, 28(8), Cahners Pub. Co., August 2002, p. 23.

13) ベンチャーキャピタル自身がベンチャー企業に人材派遣などに積極的に係わる投資手法。

14) 前田昇「講演—ドイツから学ぶベンチャー企業創出社会の道」経団連『月刊Keidanren』2002年1月号, 26-27頁。

まれた形で実施されている点で注目に値する。

まず、ドイツにおける大学からの起業に不可欠な存在として『EXIST プログラム』が挙げられる。このプログラムは連邦政府からの援助を背景に成り立っており、1997年12月にコンペ方式で開始された<sup>15)</sup> 選考のルールないし条件は極めて簡単で、その条件の一つが「少なくとも地域の三つの異なったパートナーと協力関係を築くこと」、もう一つが「そのうちの一つは大学であること」である<sup>16)</sup> こうした簡単な条件設定により、最終的には200以上の大学がコンペに参加し、カールスルーエなど五つの地域がドイツ教育研究省（BMBF Bundesministerium für Bildung und Forschung）から『EXIST プログラム』に指定された。その実績をみると、2002年12月までに644のベンチャー企業が誕生し、倒産や解散に追い込まれた企業はわずか72にすぎなかった<sup>17)</sup> この結果からも明らかのように、『EXIST プログラム』は順調に創業支援に貢献しているとみることができる。

ところで、『EXIST プログラム』には四つの目標、すなわち、1. 大学が係わって起業活動の永続的な文化を築くこと、2. 大学の研究業績を経済的価値に転換していくこと、3. 大学にアイデアと起業家をプールする仕組みをつくること、さらには4. 新規企業を立ち上げて雇用の場を確保することが掲げられており、大学自身の変革も求められたのである。地域の大学を核とする地域のネットワークが創業やその支援を現実的なものにし、そのために「起業論や

起業活動を専門とする教授がそれぞれ張り付<sup>18)</sup> く点にも大学の関与の度合いが大きいことがみてとれる。その他の『EXIST プログラム』の特徴としてはコンペの入選結果（ドレスデンやカールスルーエなど五つの地域が入選）にもみられるように、特定の地域を産業集積として活性化しようというクラスター戦略を内包していたことが指摘できる。これはコール及びシュレーダー両政権の下で打ち出された「持続的イノベーションによる将来の雇用創出」という基本方針に則った「レギオ政策（Regio Politik）」にまさしく合致したものである。ちなみに「レギオ政策」とは少数の特定地域に研究機関、大学、ベンチャーキャピタル、ベンチャー企業などを集め、地域のニーズにあった技術開発をして雇用を創出する政策である<sup>19)</sup>

### 3. ドイツベンチャー企業の特徴

ドイツのベンチャー企業の特徴を明らかにするためには、まず既存の中小企業と比較しながら考察することが最も近道であろう<sup>20)</sup>

#### ① ベンチャー企業と従来型中小企業との相違

ドイツの中小企業を一言で形容するならば、伝統的な手工業（ハント・クラフト）に依存した保守的かつ世襲を前提とした企業とみることができる。しかもその多くは株式会社形態を採っておらず、もっぱら資金調達が金融機関からの借りに依存しているため、おのずから成長力にも限界がある。

それに対して、ベンチャー企業は、バイオテクノロジーやIT技術に代表されるごとく先進

15) 『EXIST』プログラムに関する政府（連邦教育研究省と連邦経済技術省）による取り組みについては Bundesministerium für Bildung und Forschung, und Bundesministerium für Wirtschaft und Technologie, *Knowledge Creates Markets—Action Scheme of the German Government*, March 2001 を参照されたい。(http://www.bmbf.de/pub/wsm\_englisch.pdf)

16) コーネリア・シュトルツ「ドイツにおける創業の現状と中小企業金融」『国民生活金融公庫 調査季報』第59号、2001年11月、41頁。

17) このあたりの事情については近藤正幸（横浜国立大学 環境情報研究院教授）の海外報告を参照されたい。(http://www.ynu.ac.jp/exchange/report/rep\_6.html)

18) コーネリア・シュトルツ「前掲論文」、42頁。

19) 前田昇「前掲講演」、27頁。

20) ベンチャー企業を中小企業の範疇でみる見方もある。中小企業を資本規模や税制といった観点からみると、ベンチャー企業もその中に含まれないわけではないが、本稿では既存の中小企業とベンチャー企業をそうした観点からはみていないことは本文中で示してある。

的な技術力を駆使して企業を成長させるケースが圧倒的に多い。というのも、既存中小企業の政治的な力を考慮すると、その存立を脅かすような分野への創業支援を政府としても後押ししにくいという事情もあって、上記のような分野で多くのベンチャー企業が誕生した面もあるからである<sup>21)</sup>。こうしたベンチャー企業はその業態からして資金需要も従来の中小企業に比べて旺盛であると考えられ、大量の資金調達が必要となる。そのため、株式会社形態を採って直接金融の道を探るケースが多くみられる。

このように、両者の違いは産業分野の違いやローテクかハイテクかといった違いの他に企業形態の相違とそれに規定された資金調達の仕方に差異がみられることに注目する必要がある。いうまでもなく企業の資金調達は銀行など金融機関からの借入れ（間接金融）と証券市場を通じた社債発行や新規株式発行などによる資金調達（直接金融）とに大別されるが、後者の資金調達は株式会社に限定されたものである。株式会社以外の企業形態を採るケースが多いドイツの中小企業は、資金調達を金融機関からの借入れにもっぱら頼ることになる。とりわけ、小規模企業ほどその依存率は高く、「従業員5人未満の小企業は貸借対照表総額の50%以上」を銀行からの借入れに頼っており、逆に従業員100人以上の株式会社になると10%以下に低下するとの指摘もある<sup>22)</sup>。いうならば、中小企業は自己資本比率の低さが企業経営を圧迫しており、自己資本比率の高い大企業に対して競争劣位を必然的に強いられる。しかも、自己資本比率の低さから生じる経営の不安定性に

より、銀行からの融資条件、とりわけ貸出利率において大企業との格差が生じるケースも生じている<sup>23)</sup>。

## ② ベンチャー企業の業種的特徴

繰り返すように、ハント・クラフト的な企業はドイツのベンチャー企業にはほとんどみられない。他の先進諸国と同様、ドイツにおいてもIT革命の影響は大きく、それが多くのベンチャー企業誕生の原動力となったことは間違いないであろう。むしろ、ITの発展はベンチャー企業の躍進にとどまらずドイツの産業構造をも変えてしまった点は看過できない。そして、それがまたベンチャー企業の誕生を促すという、ITの発展との相乗効果が生まれたのである<sup>24)</sup>。ドイツ連邦共和国外務省のホームページ<sup>25)</sup>を援用すると、「諸外国と同様、ドイツでもこの数年間で各産業の比重が変わってきている。特に比重が重くなったのはサービス業で、ほとんど工業と肩を並べている。また世界的に見ると、ドイツは情報技術やバイオ技術で諸外国をリードしているし、再生可能エネルギーの利用技術や環境保護技術もある」との指摘がある。さらに情報産業についても、同ホームページでは「通信市場が自由化され、それに伴い加速的に技術が進歩したことで、他の先進諸国に対して、ドイツの競争力は僅か数年の間に飛躍的に高まった。情報産業の中でも特に通信部門は、他の業種に比べ国内総生産に占める割合を大きく伸ばした」と述べられている。

21) 中小企業総合事業団調査・国際部編『平成12年度ベンチャー企業関連情報収集・提供・調査事業 主要国における創業支援の実際～英国, フランス, ドイツ, 韓国～』2001年3月, 63頁。なお、既存の中小企業が多く、ベンチャー企業を立ち上げにくい（政府からの支援が得がたいということ）分野としてサービス業が挙げられている。

22) Ralf Bebenroth・田淵進「中小企業の金融環境－ドイツと日本の比較－」大阪経済大学『大阪経大論集』第55巻第1号, 2004年, 215頁。

23) 「同上論文」, 215頁。ここではシーメンスの利率6%に対して中小企業のある建設会社では利率10%といった利率格差が例としてだされている。

24) ドイツに限らずITの発展によって業種の壁を越えた新たな産業（隙間産業）が日本においても続々と誕生している。例えば、携帯電話で音楽が受信できる仕組みなどは音楽産業との連携なしにはありえない。パソコンや携帯電話などハードそれ自体の発展（記憶媒体の大容量化など）がそこで用いられる中味（コンテンツ）の充実を促すとともに、その中味を開発する新たな産業（コンテンツ産業）が日本でも今後ますます成長が期待されている。

25) <http://www.auswaertiges-amt.de/diplo/de/Startseite.html>

要するに、ITの発展は既存の中小企業の多くが基盤としていた「モノづくり」中心の「職人技術」の活動範囲を狭め、一方では情報を活用するハイテク技術を用いた産業・業種の成長を促したのである<sup>26)</sup>。そうしたシフトから誕生した企業としてベンチャー企業は位置づけられる。その意味からしてもベンチャー企業を従来型の中小企業の範疇で扱うことはできない。

この他にベンチャー企業に多くみられるのがバイオテクノロジーを活用して成功している企業である。その事例を次に検討する。

### ③ ベンチャー企業の成功事例

#### 事例1—バイオテクノロジー型ベンチャー企業 (バイオ型ベンチャー企業と略記)—

バイオテクノロジーを基盤にしたベンチャー企業の創設<sup>27)</sup>には、多くの場合、連邦政府の積極的働きかけが指摘されている。その一つとして1984年から1989年にかけてドイツ教育研究省(BMBF)がベルリン、ハイデルベルク、ケルンそしてミュンヘンに遺伝子センターを設立したことが挙げられる。二つめには、1990年に最初の遺伝子工学に関する法律が可決され、1993年にはその改正法が可決されるに至り、いわばバイオテクノロジー研究の法的小お墨付きが企業に与えられたことである。三つめには、ビオレギオ(「Bioregion: バイオテクノロジー立地拠点」の略称)・コンペが1996年にBMBFによって組織・具体化されたことである。なかでも、BMBFによって組織・具体化

されたビオレギオ・コンペはベンチャー企業設立を促進し、その結果、バイオ型ベンチャー企業数は1996年の約150社から2000年初頭には279社に増加した。地域的にはビオレギオ政策の影響もあって企業はミュンヘン、ハイデルベルク、マンハイム、フランクフルトそしてベルリンに集中化する傾向が顕著にみられた。そして、現在ではこれらの地域はそれぞれバイオテク・クラスターとして企業が集中するドイツの代表的な地域に成長を遂げている。

一方、バイオ型ベンチャー企業の設立に際して連邦政府の働きかけだけでなく、州政府の取り組みにも注目しなければならない。例えば、ミュンヘンを中心としたバイエルン州では、州政府の援助でミュンヘン地域(MartinsriedやFreusing-Weihenstephan)を筆頭にレーゲンスブルク(Regensburg)、ヴェルツブルク(Würzburg)、エアランゲン—ニューレムベルク(Erlangen-Nuremberg)にバイオテクセンターが設立され、バイオテクノロジーの研究拠点としてバイオテクノロジー型ベンチャー企業に対して技術的援助を行っている。

#### 事例2—IT型ベンチャー企業—

IT型ベンチャー企業の設立で成功している代表的地域としてはカールスルーエを挙げることができる。同地域は「IT分野のドイツにおける先端地域」<sup>28)</sup>と指摘されているように、先に述べたEXISTプログラム5地域の一つに指定されるなどIT型ベンチャー企業の設立には極めて好都合な状況が備わっていた。EXISTプログラムに指定されたことはとりもなおさず大学がベンチャー企業設立に直接関わっていることを表している。後の事例で示すように、ドイツでは大学教授が企業の経営者を兼務することは容認されており、そのことも大学発ベンチャー企業の設立を容易にしていた。

26) もちろん、すべての産業及び業種でそうした変化が現れていると主張するつもりはない。とりわけ、ドイツは伝統産業を重視し、職人的なモノづくりの伝統が先進国の中ではまだ根強く残っている国である。したがって、こうした変化はまだ「部分的」なものであることを断っておきたい。

27) 2002年4月のジェトロの報告によると、「ドイツではバイオテクノロジーの分野で300社のベンチャー企業が誕生し、1万人の雇用が創出されている」としている。ジェトロ(デュッセルドルフセンター)『製造業の国外移転とドイツの産業—産業の空洞化に関する調査—』2002年4月、28頁。pdf資料<http://www.jetro.de/j/pdf/german%20industry.pdf>を参照されたい。

28) 近藤正幸「第2段階を迎えたドイツの大学発ベンチャー」文部科学省科学技術政策研究所『政策研ニュース』No.180、2003年10月。(http://www.nistep.go.jp/NISTEP\_News/news180/news180.html)

カールスルーエでは2001年に120社程度であったベンチャー企業が2003年には約160社に増加しており、そのうちの3分の1程度は大学教授が関与していると指摘されている<sup>29)</sup>。EXISTプログラムの中心となったカールスルーエ大学はドイツ最古の工業大学で、情報工学部や電気工学部などITに関しては国内でも有数の学部を抱えており、卒業生もIT企業に多く勤めるなど、IT型ベンチャー企業の設立に深くコミットしている<sup>30)</sup>。

カールスルーエ大学のITに関する研究は主としてAIFB (Institut für Angewandte Informatik und Formale Beschreibungsverfahren) と FZI (Forschungszentrum Informatik) という二つの研究機関が担っており、この両者はセマンティック Web<sup>31)</sup> と人工知能関係の研究ではドイツでも有数の研究機関であると国内外で評価されている<sup>32)</sup>。AIFBの実質的責任者であり、かつ同大学応用情報科学の正教授であるルディ・ステューダー (Rudi Studer) は、セマンティック Web 技術及びその関連技術をビジネス化する企業、オントプリーゼ有限会社 (Ontoprise GmbH) の設立者の一人でもある。

以上のように、カールスルーエ大学のITに関する先端的研究はIT型ベンチャー企業設

立にとって技術的な裏付けを提供するとともに、大学自体がベンチャー企業の人材バンク的な機能も有しているとみることができる。

#### 4. ドイツベンチャー企業の資金調達 —間接金融から直接金融への模索—

1990年代後半に始まったドイツの証券市場改革はベンチャー企業にとって極めて大きな意味を持っていた。極論すれば、この改革の成否がドイツベンチャー企業の将来を決定づける岐路であったともいえる。

元来、ドイツの証券市場は、わが国の証券市場に比べると、株式会社の絶対数が少ないことから上場企業数も取引量も極めて少なく、資本市場の整備・充実がドイツ経済にとって長年の課題となっていた。そこで、政府の後押しもあって、1993年にはヨーロッパでの金融の中心的地位をフランクフルトが担うべく、同地の証券取引所が中心になって全国的に展開している8カ所の証券取引所を纏め、ドイツ証券取引所株式会社 (Deutsche Börse AG) が設立されたのである。そして、1996年にはドイツテレコム (Deutsche Telekom) 社の民営化を契機に国民の間に株式ブームが起こり、翌年の97年には新興企業育成を目的としてノイア・マルクト (新市場: Neuer Markt) が設立されるに及び、ドイツの新興企業向け資本市場の発展は約束されたかのようにみえた<sup>33)</sup>。なかでも、株式会社として出発するベンチャー企業の資金調達は、中小企業向けの資本市場の整備・充実があってこそ可能であり、その意味からもドイツ経済界がノイア・マルクトにかける期待は大きかった。

このような新興企業向け市場の誕生は、ベンチャー企業の可能性を見越したドイツ証券業界

29) 近藤正幸「同上報告」。

30) カールスルーエ大学については <http://www.uni-karlsruhe.de/> を参照されたい。

31) セマンティック Web は、いわゆるワールド・ワイド・ウェブ (World Wide Web) の利便性を向上させることを狙いとしている。これまで WWW 上で用いられてきた HTML では情報の内容やその取捨選択は人間に任されており、Web 上の膨大な情報から有用な情報を取り出すことは次第に困難になっている。そこで、セマンティック Web では XML などを用いて信憑性やコンテキストに沿った有用な情報を「メタ情報」として集約し、Web の利便性を増すことをめざしている。具体的効用としては Web での検索機能が飛躍的に向上することなどが期待されている。

32) 財団法人ニューメディア開発協会「調査報告書 セマンティック Web 技術と次世代電子政府での活用方法に関する調査研究」(2004年3月)の付録1にジェトロの研究員がセマンティック Web に関してヒアリングにカールスルーエ大学を訪れた状況が書かれている。

33) ノイア・マルクト誕生2年後の1999年4月には中堅企業向け株式市場として「SMAX」が創設され、ベンチャー企業が成長した際の受け皿の株式市場として期待された。

の英断であったとみることができるし、見方を変えればメガ・コンペティションの時代に新興企業の成長なくしてドイツ経済の発展はありえないという時代の要請であったともいえよう。事実、同市場の誕生をきっかけに起業ブームが起こり、ノイア・マルクトのIPO (Initial Public Offering: 新規公開株式会社もしくは新規株式公開企業) だけをみても1996年に16社、97年に35社、98年に67社、99年には168社と年々倍増した<sup>34)</sup>。しかも99年だけでノイア・マルクト上場企業を含めて1,000社もの企業が新たに設立されたのである<sup>35)</sup>。

ところが、ノイア・マルクトが範とした米国店頭株式市場(ナスダック)が2000年3月に指数最高値5,048.62をつけて以降急落するのと歩調を合わせるかのように、同市場も株価の急激な下落に見舞われた。それを数字で示すと、ノイア・マルクトの株価は全銘柄を表すNEMAX指数でみると、2000年3月の最高値9,666から、株価バブルの崩壊によって01年9月には一時718にまで90%以上下落し、さらに02年9月には400程度にまで下落した。株価下落の影響を被って、IPOの減少と同市場上場企業の倒産が相次いだ<sup>36)</sup>。特にIPOについてみると、2001年8月以降はわずか1件に留まった。この結果、ドイツ取引所は、2002年9月26日にベンチャー企業向け株式市場ノイア・マルクトの閉鎖を含む全面的な市場改革策を発表したのである。結局、ノイア・マルクトは設立5年ほどで閉鎖に追い込まれたのである<sup>37)</sup>。

むろん、ノイア・マルクトが急速にその市場性を失っていったのはITバブルの崩壊のみが

その理由ではない。そこに上場する企業が会計上の不正行為を働いたことも一因にあり、それによってノイア・マルクトへの信頼が急速に薄れていったとも指摘されている。

要はベンチャー企業といえども市場や投資家からの「信用」が得られなければ、資金調達が容易でないことをノイア・マルクトの閉鎖が示したともみてとれる。

ともあれ、ノイア・マルクトの閉鎖によって、ベンチャー企業が資金調達の一つの有力な道を狭められたことは間違いなく、今後同企業が成長を続けるには資金調達に関して新たな方策を模索することが不可欠となった。ただ、ノイア・マルクトの閉鎖によってベンチャー企業すべてが資本市場からの撤退を余儀なくされたのではなく、次のような受け皿となる市場セグメントが用意されたことにも注目する必要がある。

ノイア・マルクトの閉鎖後、ドイツ取引所はその傘下のフランクフルト証券取引所を二つの市場セグメント、プライム・スタンダード(Prime Standard)とジェネラル・スタンダード(General Standard)とに再編した<sup>38)</sup>。こうした市場セグメントの措置は、従来のノイア・マルクトや中堅企業向け株式市場SMAXといったような企業規模や成熟度の違いによる市場分割ではなく、企業ごとの情報開示の差異を考慮した分類であった。プライム・スタンダードは、グローバルな市場を志向しており、その要件も情報の四半期ごとの開示や国際会計基準(IAS)もしくはアメリカGAAP会計基準の適用などかなり厳しいものになっている<sup>39)</sup>。ベンチャー

34) 前田昇「前掲講演」, 26頁。

35) “Die neuen Pioniere”, *Capital: das deutsche Wirtschaftsmagazin.*, 38(11), 1999. 11, p. 86-110.

36) 新生銀行pdf資料 ([http://www.shinseibank.com/investors/about/news/news\\_2001/pdf/011225outlook\\_j.pdf](http://www.shinseibank.com/investors/about/news/news_2001/pdf/011225outlook_j.pdf)) を参照されたい。

37) このあたりの事情については林宏美「ノイア・マルクトの廃止を決めたドイツ取引所」(『資本市場クォーターリー』野村資本市場研究所) 2002年秋号を参照されたい。

38) 二つの市場セグメントについてはドイツ取引所のホームページGruppe Deutsche Börse ([http://www.deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/de/kir/gdb\\_navigation/home](http://www.deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/de/kir/gdb_navigation/home))のNeuer Marktの項を参照されたい。

39) その他の要件として、企業の年間日程に関するプレゼンテーションの実施やアナリストによる最低年1回のミーティング、さらには英語での情報開示といったことが求められている。この点に関しては林宏美「前掲論文」に詳しい。

企業のなかでこうした要件を満たせない企業は必然的に資本市場からの撤退を余儀なくされる。もう一方のジェネラル・スタンダードはドメスティック・スタンダードとも呼ばれるように国内市場向けのものでこのセグメントでは企業の成長に限界があるのは明らかである。

企業成長を図ろうとするベンチャー企業はプライム・スタンダードに志向することになるが、「高成長が見込める魅力的なベンチャー企業を呼び寄せることが出来るかは未知数で」、「開示情報の充実ばかりに目が行き、肝心のベンチャー企業育成という視点が欠けている」との指摘もある<sup>40)</sup>

ともあれ、ノイア・マルクト閉鎖後のベンチャー企業向け資本市場の充実が待たれるところである。

## 5. おわりに

ドイツ証券市場の新たな方向性を示すものとして期待されたノイア・マルクトは、アメリカを震源とする世界的なITバブル崩壊などの影響を受けて、はやくも2003年には閉鎖されることとなった。これによって、ドイツの相当数のベンチャー企業は、直接金融による資金調達を再び閉ざされてしまった。

元来、ドイツの株式市場は、アメリカや日本とはその市場規模（公開会社数や資本総額など）において相当の開きがあり、大規模株式会社でさえ資本市場からの資金調達にはあまり積極的ではなかった。しかも、株式会社総数でみても法令上の制約などに起因して有限会社やその他の企業形態と比較しても多くはなかった状況の下では、あえてベンチャー企業が法的規制の厳しい株式会社形態を選択する理由は資本市場からの資金調達以外のなものでもなかった。その点を考慮すると、ノイア・マルクトの閉鎖は、今後のベンチャー企業の成長にとって

は極めて深刻な事件であった。ただ、ベンチャー企業に限らず、ドイツの企業が今後もメガ・コンペティションに勝ち抜くためには金融機関等からの融資<sup>41)</sup>以外に資本市場からの資金調達は不可欠であり、そのための資本市場の再整備が求められていることも事実である。しかし、市場（ハコ）が整備されたからといって、企業の「信用力」（中身）が肝心であり、とりわけ新興企業であるベンチャー企業にはそれが求められている。

ドイツの既存の中小企業が堅実な経営でもって「信用」を築いてきたことはよく知られており、その「信用」でもって金融機関からの借入れを容易にしてきたことも周知のことである。したがって、ドイツのベンチャー企業も社会的にはもちろんのこと、とりわけ産業界で如何に「信用」を築いていくかが今後の資金調達の鍵となろう。

ドイツのベンチャー企業は政府や大学との協力体制のなかで成長してきたものが多いだけにこれらの機関から独立して持続的な成長を遂げるためにも資金調達の多様化、なかでも資本市場からの調達が鍵となるのは間違いないであろう。

したがって、ベンチャー企業がドイツで今後成長していくためには「信用」をどのように確保していくかが課題であり、それが達成できれば自ずから資金調達の道は開かれるとみるのはあまりに楽観的な見方であろうか。

## 【参考文献】

Annette Icks, Friedrich Kaufmann, Andreas Menke (Hrsg.), *Unternehmen Mittelstand: Chancen im globalen Strukturwandel*, München, 1997.

41) 中小企業向けの融資機関としては民間の金融機関の他に、政府系の中小企業向け政策金融機関として復興金融公庫（Kreditanstalt für Wiederaufbau: KfW）がある。KfWによる融資は、民間金融機関等を経由しての間接金融が中心になっている。この点については中小企業金融公庫総合研究所『中小企業動向』28号、2005年5月、3-4頁を参照されたい。

40) 林宏美「同上論文」、4頁。

Friedrich-Karl Feyerabend, Nino Grau, Ulrich Vossebein  
(Hrsg.), *Management im Mittelstand Aktuelle  
Aspekte und Entwicklungen*, Verlag der Ferberschen  
Universitätsbuchhandlung, 1999.

【邦語文献】

山口博教『ドイツ証券市場史－取引所の地域特性  
と統合過程－』北海道大学出版会，2006年。

平澤克彦「ドイツにおける中小企業政策」日本大  
学経済学部経済科学研究所『紀要』第32号，2002  
年3月。