

L A - 5 8  
駐在員事務所報告  
国際・協力部

## ベンチャーファンドに対する公的支援のあり方について

～米国 SBIC プログラムの功績、課題および展望～

日本政策投資銀行  
ロサンゼルス駐在員事務所  
2005年12月

## 本報告書で使用した略語

ERISA : Employee Retirement Income Security Act of 1974 (従業員退職所得保障法)

L : Leverage (レバレッジ、本報告書では「民間投資資金に対する SBA 資金」という意味で用いている)

LR : Leverage Ratio (レバレッジ比率、本報告書では「民間投資資金に対する SBA 資金の比率」という意味で用いている)

ME : Management Expense (ファンドマネジャーが受け取るマネジメントフィ)

PC : Private Capital (民間投資資金)

PD プログラム : Participating Debenture (参加社債) プログラム

PPA : Prioritized Payment (優先利息/配当、本報告書では「SBIC から SBA に対する優先的な支払いを行うべき利息/配当」という意味で用いている)

PS プログラム : Participating Security (参加証券) プログラム

SBA : Small Business Administration (米国中小企業庁)

SBIA : Small Business Investment Act of 1958 (中小企業投資法)

SBIC : Small Business Investment Company (中小企業投資会社)

SBAPP : SBA Profit Participation (SBA が SBIC より受け取る利益配分)

## 目次

はじめに	2
第1章 SBIC プログラムの歴史と功績	3
第2章 SBIC プログラムの概要～PS プログラムを中心に	7
A．政策要件	7
B．SBA 資金の限度額	8
C．配分方法	9
D．SBA が受け取るレバレッジフィー	11
E．GP である SBIC が受け取るマネジメントフィーおよび成功報酬	11
F．利益相反	12
第3章 SBIC プログラムに関する仕組み上の評価	14
1．SBA としての評価 - レバレッジを活用した民間資金誘導効果	14
2．SBIC からの評価 - 政策要件と使い易さ～SBIC ファンドの規模との関係	14
3．民間投資家からの評価 - 透明性と分かり易さ	15
第4章 PS プログラムに関する最近の動きと今後の展望	15
1．PS プログラムの予算措置停止の動き	15
2．PS プログラムをめぐる業界団体および議会の動向	18
3．新たに提案された PD プログラムの概要	19
第5章 日本へのインプリケーション	20
補論 1 PS プログラムが民間投資家に対して与えるインセンティブの検証	23
補論 2 PD プログラムの仕組みと資金の流れ	26

参考文献および Website

## はじめに

Intel、Apple、Microsoft など今や大企業に成長しグローバルに活躍している企業の生い立ちを見るまでもなく、米国においてベンチャー企業群が、そのダイナミックな経済成長の重要な源泉の一つとなっていることについては誰も異論はないだろう。そして、それらの新たな企業群の成長を、ファイナンス面を中心に支えてきたのがベンチャーキャピタル（VC）である。現在のような VC が米国で出現した 60 年ほど前、その VC 業界の黎明期において資金の量、質両面において大きな役割を果たし、米国における新産業・新企業の創造に大きく貢献したのが SBA（米国中小企業庁）の SBIC プログラムである。

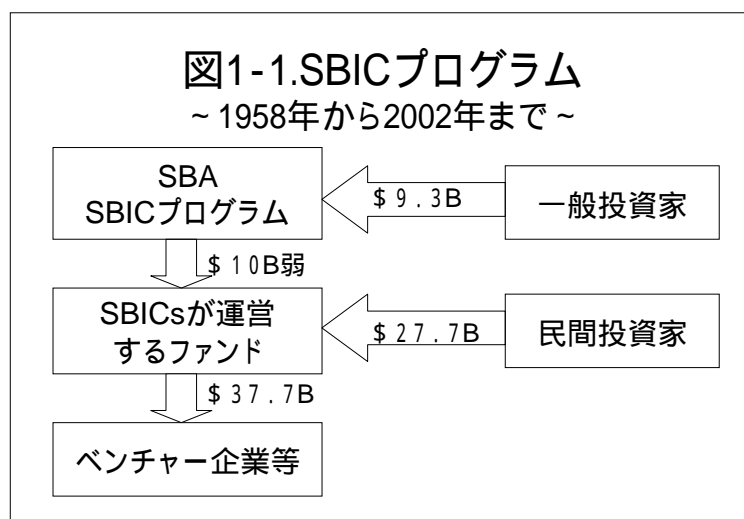
SBIC プログラムはその後 1970 年代の終盤頃から、年金基金など民間の投資資金が VC 業界に流入する中で、その役割を質的な面にシフトして民間との協調・補完関係を構築しており、現在では主に、(1)シード・スタートアップステージのベンチャー投資、および、(2)VC が不足している地域におけるベンチャー投資、にターゲットを当てて運用されている。その間、1994 年に新たに Participating Security（PS）プログラムの運用を開始して、民間投資資金をこれらのニッチ分野での投資活動に誘導したが、この PS プログラムは、その後 IT バブルの崩壊など投資環境が悪化したこと（経済環境要因）、民間投資資金を誘導するために与えたインセンティブにより SBA への配分が劣後になったこと（プログラムの仕組み上の要因）により現在 20 億ドルを越えるとも言われる大幅な行政コストを抱えてプログラムの見直しを迫られ、その運用は一時停止状態となっている。しかし、このプログラムについては業界・政界から強い支持が集まり、現在その仕組みを改善した新たなプログラムの提案がなされているところである。

翻って日本におけるベンチャーを取り巻く環境に目を向けると、投資資金の規模は米国の僅か 1/10 から 1/20 程度であり、またそれがゆえにベンチャー育成に関するインフラ（法律、運用、人材）整備の面でも米国に大幅な遅れをとっており、全体として米国に遅れること数十年と言っても過言でないような状態である。そのような状況の日本にあって、この米国 SBIC プログラムの果たしてきた役割や功績を振り返り、かつ、現状 PS プログラムが抱える課題やそれを踏まえて提案されている新たなプログラムを分析することにより、ベンチャー投資を通じた新産業・新企業創造に関する公的支援のあり方に関して学ぶところは大きいものと思われる。

なお、今回の調査はテーマの選定、インタビュー先の選定、共同インタビューの実施など、新産業創造部と共同でおこなっている。

## 第1章 SBIC プログラムの歴史と功績

米国において現在のようなベンチャーキャピタル（VC）が最初に登場したのは 1946 年の American Research and Development（ARD）であると言われて<sup>1</sup>おり、VC の歴史は米国においても 60 年ほどである。SBIC（Small Business Investment Company、中小企業投資会社）プログラムは、その米国 VC 業界の黎明期にあつて、VC 業界を資金面から支援することを目的として、SBA（Small Business Administration、米国中小企業庁）<sup>2</sup>によって 1958 年に運用が開始されており、創設から 2002 年までの間にこのプログラムを活用して総額 377 億ドル（現在の為替レートでの単純換算で 4 兆 3 千億円）の巨額の資金がベンチャー企業等に供給されている。



資料：SBA「SBIC Program Special Report」Exhibit 1をもとに作成

SBIC プログラムの概要に関しては第 2 章で詳しく紹介するが、基本的な構造は以下の通り

<sup>1</sup> 小野正人著『ベンチャー起業と投資の実際知識』（東洋経済新報社）第 6 章による。

<sup>2</sup> 中小企業全般の振興を目的としている SBA は本稿で取り上げる SBIC プログラム以外にも多様なプログラムを有している。SBIC プログラムは、投資プログラムを所管する Small Business Investment Division（SBI Division）の管轄にあり、この SBI Division は SBIC プログラム以外にも、New Markets Venture Capital（NMVC）プログラムを管轄している。この NMVC プログラムは低所得地域の経済発展を目的に 2001 年に設定されたプログラムで、債券への保証やテクニカルアシスタンスに対する補助金を提供している。本稿では、過去の実績もあり、また米国において成長産業全般を対象としたベンチャーファンドの支援プログラムである SBIC プログラムに焦点を当てることとする。なお、最近の SBA 全般のプログラムに関しては、日本政策投資銀行「地域レポート Vol.12」『米国のコミュニティ開発金融機関と支援の仕組み - 欧米地域金融調査（米国編）』第 2 章 2 - 2 - (1)連邦による中小企業等支援融資・保証制度、を参照されたい。

である。まず SBA がその基準<sup>3</sup>に適合する VC を SBIC として認可し、その SBIC に対して SBA が資金を供給し、VC である SBIC がベンチャー企業等に対して投融資を行なう。SBA はこのようにして資金を提供した複数の SBIC に対する債権をプールして、さらに SBA による保証を付した上で、証券化して一般投資家に販売する（図 1 - 1）。このスキームにより、(1)SBA によるアレンジおよび保証機能により一般投資家の資金をベンチャー等への投融資資金として誘導し、さらに、(2)その SBA 資金を梃子にして民間投資家の資金を誘導し（レバレッジを効かせ）、効率的に当該市場への資金循環を促進している。

SBIC プログラムは、1960 年代および 70 年代には VC 業界に対して相当な割合の資金を提供<sup>4</sup>しており、まだ年金基金などの大手機関投資家が VC 市場にとってのメジャーな資金提供者でなかった時代に、民間投資家のリスクマネーに対して量的補完をおこなうなど大きな役割を果たしている。そして、SBIC から資金を獲得した数多くのベンチャー企業等の中からその後大きく成長し、米国経済の活性化に多大な貢献をしている企業が生まれている。それらの成功事例には、American Online（AOL）、Apple Computer、Callaway Golf Company、Compaq Computer、Federal Express、Intel Corporation、PeopleSoft Incorporated、など現在では大企業となっている企業も数多く含まれており、SBIC プログラムの米国経済に対する貢献度合いが理解できよう。

表 1 - 1 . SBIC プログラム資金を獲得したベンチャー企業成功事例

企業名（会社設立年）	SBIC 名（SBIC からの投資年）
AOL*（1985）	Citicorp Venture Capital 他 2 社（1985～86）
Apple Computer（1977）	Continental Illinois Venture（1977）
Callaway Golf Company（1982）	MVenture Corp**他 1 社（1985～87）
Compaq Computer（1982）	Mercantile Dallas Corporation（1983）
Federal Express（1973）	8 社（1973）
Intel（1968）	Wells Fargo Investment Company（1969）
PeopleSoft（1987）	Norwest Equity Partners（1991）

資料：SBA Success Story (<http://www.sba.gov/INV/successstories.html>)

\*Quantum Computer Service として設立

\*\*現在は Banc One Capital Partners

<sup>3</sup> 民間投資資金を最低\$10M 集めること（Debenture プログラムでは最低\$5M）など。

<sup>4</sup> 70 年代までは一般の VC による投融資額とほぼ同額の投融資が SBIC によりなされている。（小野正人『ベンチャー起業と投資の実際知識』第 6 章）

さらに表1 - 1からもわかる通り、これらの企業はその設立後ごく初期の段階で SBIC から資金を調達しており、これらの企業の成長、成功にとって SBIC および SBIC プログラムの資金が極めて重要な役割を果たしたものと推測される。

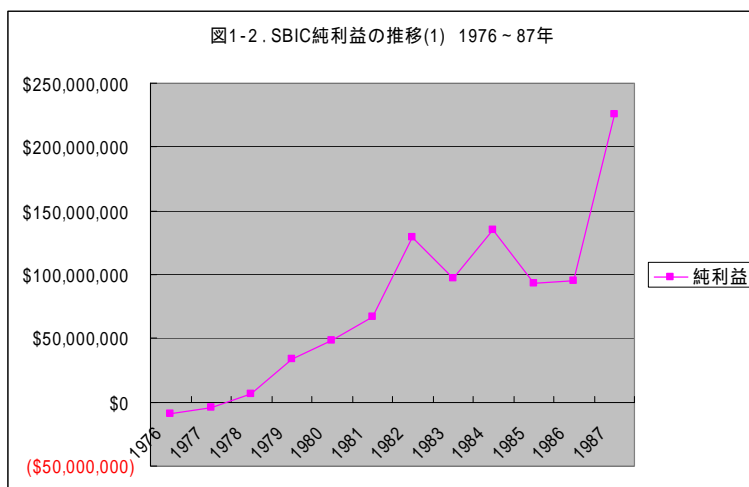
他方で、SBIC プログラムはリスクキャピタルを提供する以上、SBIC や SBA として常に安定的な成績を挙げ続けてきたわけではなく、その時々の一時的な経済情勢やベンチャー市場の盛衰などの要因によって、SBIC のパフォーマンスは大きな影響を受けてきている。制度創設の1958年から60年代半ばにかけてはベンチャーブームにのって順調なスタートを切ることができたが、69年末からの株式市場の急落により70年代には多くのSBICが危機に陥った。その後、78年のキャピタルゲイン課税の軽減、79年ERISA（従業員退職所得保障法）改正<sup>5</sup>に伴う年金資金のVC市場への流入促進効果もあってベンチャー市場が回復した。この第2のベンチャーブームの時期は、一方でSBICの成績としては成功を収めた時期（図1 - 2）でもあったが、他方で、機関投資家の資金の流入によりVC市場におけるSBIC資金の割合が大きく低下<sup>6</sup>し、SBICプログラムにとっての第一の転機になった時期でもあった。SBICプログラムはその頃から、民間投資資金が集まりにくい分野への資金を供給する（質的補完をおこなう）ため、(1)シード・スタートアップステージをターゲットとするSBIC、(2)他にVCが不足している地域におけるSBIC、への資金提供にシフトしていった。

---

<sup>5</sup> ERISA は、忠実義務、Prudent Man Rule、分散投資義務、などに基づいて年金資産の運用における受託者責任を規定した法律。Prudent Man Rule とは、1830年にマサチューセッツ州最高裁判所にて Samuel Putnam 判事らによって示された、プロの受託者がその投資活動に際して留意すべき基本的原則で、「Prudence（慎重さ）、Discretion（思慮分別 + 自由裁量）、Intelligence（聡明さ）、Safety（安全性）、Income（収益性）」。

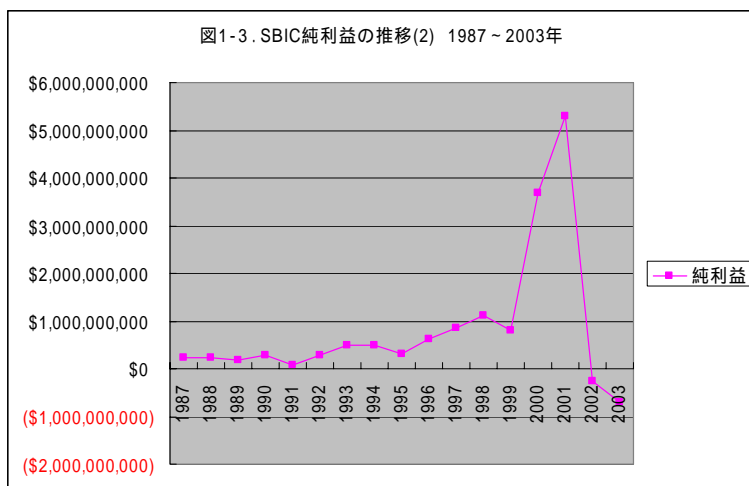
従来米国においても、機関投資家によるベンチャーファンドなどのリスクの高い投資は制限されていたが、1979年のERISA改正により運用制限が緩和され、ベンチャーファンドなどへの投資が促進された（VCへの出資者に占める年金資金の比率は78年には15%だったものが88年には46%にまで上昇している）。因みに、日本ではERISAに相当する法律はないが、年金資産の運用に関して株式・債券等への投資比率の上限を定めた「5・3・3・2」規制などがあったが、「5・3・3・2」規制は90年から徐々に緩和され、97年12月には完全撤廃されており、ベンチャーファンドなどリスクの高い投資への法的・制度的な規制はなくなっている。

<sup>6</sup> ベンチャー投融資資金に占めるSBIC資金の割合は70年代には50%程度だったのが80年代半ばには15%程度に低下している。（小野正人『ベンチャー起業と投資の実際知識』第6章）



資料：SBA 統計 Table 25

その後 87 年 11 月のブラックマンデー以降の株価低迷により、SBIC のパフォーマンスは再び一時落ち込んだが、91 年以降は比較的好調期間の長い第 3 のベンチャーブームを迎えた。しかし、その後 2000 年の IT バブル崩壊により再び厳しい状況に陥り（図 1 - 3） 現在では多少 IPO 市場が戻ってきてはいるものの、SBIC 全体の成績としては厳しい状況に変わりない。その結果、現在 SBIC プログラムは制度存廃の危機を迎えている。この制度存廃の議論に関しては第 4 章を参照されたい。



資料：SBA 統計 Table 25



その間 SBIC プログラムとしては 1994 年の法改正により第 2 の転機を迎えている。この法改正により、従来の Debenture (金融債) プログラムに加えて、新たに Participating Security プログラム (PS プログラム) が設定された。従来の Debenture プログラムは、SBIC の発行する金融債を SBA が購入し、複数の SBIC の金融債をプールし、SBA の保証を付した上で投資家に販売するものである。1994 年の改正に際して、このプログラム変更の焦点となったのは、SBA から SBIC に対する資金供給が投資ではなく、要返済債務である金融債の形態をとっていた点である。そのため、SBIC からベンチャー企業等への資金供給に関しても、スケジュール通りの資金返済の確実性を考慮する結果、SBIC が対象とするベンチャー企業等がレイターステージ企業に偏り、またベンチャー企業等への資金供給の方法に関しても投資ではなく融資に偏る傾向があった。この点を改善するため、1994 年に創設された PS プログラムでは、SBIC から SBA への返済義務を従来の Debenture プログラムよりも柔軟に設定することにより、SBIC からは融資ではなく投資資金を、またシードステージやスタートアップステージなど早い成長段階のベンチャー企業等に対して資金供給し易い仕組みとした(PS プログラムの概要については第 2 章を参照されたい)。Debenture プログラムはその後も存続したが、1995 年以降は PS プログラムに重点をシフトし、SBA は PS プログラムを通じて毎年 Debenture プログラムの倍以上の資金提供をおこなっている。その結果、1994 年度から 2004 年度までにコミットした SBIC プログラムの、2004 年度末における SBA にとっての残高は、Debenture プログラムの \$2.84B に対して、PS プログラムは \$11.25B となっている<sup>7</sup>。

## 第2章 SBIC プログラムの概要～PS プログラムを中心に

本章では PS プログラムについて、政策プログラムおよびファンド運営の二つの観点から、その運用に関するルール<sup>8</sup>について確認する。

### A . 政策要件 (SBIA Sec.303.(d)(1)、13 CFR Ch.I § 107.710、§ 107.720)

米国におけるベンチャーファイナンスの課題の一つとして、シード<sup>9</sup>ファイナンスの不足が挙

<sup>7</sup> SBA 作成文献, 2004.b, P.11

<sup>8</sup> SBIC プログラムの運用については SBIA ( Small Business Investment Act of 1958 ) および連邦規則集 ( 13 CFR Ch. I Part 107 – Small Business Investment Companies ) により詳細に規定されている。ここで各項目に記載されている括弧内の数字は該当する SBIA ないし連邦規則集の条項である。

<sup>9</sup> シードステージとは、PricewaterhouseCoopers によれば「ベンチャー企業にとって、事業コンセプトや製品の開発段階といった初期の段階」と定義されており、SBA では設立後 18 ヶ月以内の企業と定義されている (SBA 作成文献, 2002、P.15)。

げられる。シードファイナンスはそのリスクの高さから、一般のベンチャーファンドから投融資資金が十分に提供されていないとされている<sup>10</sup>。さらに、シード・スタートアップステージにおいて後々の投資戦略を踏まえた資金調達を行うことに失敗すると、その後 VC 資金を梃子にして、アーリー～エクспанション～レイターに至るベンチャーの成長軌道に乗ることは難しい。この SBIC プログラムは、米国においても資金ギャップが存在するこのシード・スタートアップステージにおいて、良質な資金提供を行なうことを大きな目的としている。

この目的に関連して SBA では SBIC プログラムの政策要件として、ファンドからの投融資額の 20%以上を小企業 (Smaller Enterprise<sup>11</sup>) 向けに投融資することを義務付けている (SBIA Sec.303.(d)(1)(A))。また、SBA 資金を \$90M 以上獲得した場合には、\$90M を超える分については 100%小企業向けに投融資することとされている (SBIA Sec.303.(d)(1)(B))。この小企業に関する基準自体ではある程度成長した企業もカバーされているが、SBA がシード・スタートアップステージの企業への取り組み姿勢を明確にしていることから、結果として米国全体のシードファイナンスのうち約 2/3 と大半が SBIC により提供<sup>12</sup>されており、その分野における SBIC の役割の大きさが理解できよう。

また上記の 20%要件以外にも、従業員または有形固定資産の 49%が海外にある企業には原則として投資できない (13 CFR Ch.I § 107.720(g)) などの制約要件がある。これらの政策要件は政策目的を達成するための明確な基準として機能しているが、他方で特に大規模ファンドにとってはファンド運営上大きな制約要因となるため、結果として大規模ファンドでは SBIC プログラムの活用を敬遠する結果になっている (この議論に関しては第 3 章を参照されたい)。

## **B . SBA 資金の限度額 ( SBIA Sec.303.(b)(2) )**

---

<sup>10</sup> ベンチャーファイナンス全体に占めるシードファイナンスの割合は 1994 年の 18%から 2004 年の 2%に大きく低下している。(SBA 作成文献, 2002、P.15、および全米ベンチャーキャピタル協会による 2005 年 1 月 24 日発表資料)

<sup>11</sup> 連邦規則集 (13 CFR Ch.I § 121.201) により、SBA の全てのプログラムが適用される Smaller Enterprise の企業規模に関する一般的な基準が業種ごとに決められている。基本的には製造業は連結従業員数、サービス業は連結売上高により規定されている。例えば、コンピュータ製造業であれば連結従業員 1,000 人以下、コンピュータシステムデザインサービス業であれば連結売上高 \$21M 以下となっており、この基準だけをみる限り、ある程度成長した企業まで対象とし得る。シードファイナンスへの資金誘導という観点からはむしろ、連邦規則集 (13 CFR Ch.I § 107.710(a)(2)) により SBIC プログラムの投資対象に加えられた、「連結純資産 \$6M 以下かつ過去 2 年間の連結純利益 \$2M 以下の企業」がシードステージ企業のイメージに近い。

<sup>12</sup> 1994 年から 2002 年の間に米国で提供されたシードファイナンス総額 \$14.4B のうち SBIC からは \$9.3B のファイナンスが提供されている。(SBA 作成文献, 2002、P.15)

PS プログラムにおいて、民間投資資金にレバレッジをかける SBA 資金は、\$90M を限度額（1993 年時点）として以下の計算式でもとめられる。ただし、実際の限度額はインフレ調整のため、この計算式でもとめられた金額を CPI（消費者物価指数）で調整した金額であり、2003 年では\$113.4M となっている。

SBA 資金の限度額の計算式

(1) 民間投資資金（PC）が\$15M 以下の場合

SBA（SBA 資金）= PC × 3 = \$45 が限度

この場合、PC : SBA = 1 : 3 の割合となる

(2) 民間投資資金が\$15M 超\$30M 以下の場合

SBA = \$45M（PC\$15M までの分に対応）+ \$30M（PC\$15M ~ \$30M × 2 倍）が限度

この場合、PC : SBA = 1 : 3 から 1 : 2 . 5 の間の割合となる

(3) 民間投資資金が\$30M 超の場合

SBA = \$75M（PC\$30M までの分に対応）+ \$15M（PC\$30M 超 × 1 倍）が限度

この場合、PC : SBA = 1 : 2 . 5 以下の割合となる

資料：SBIA Sec.303.(b)(2)(A)

以上の計算式からわかる通り、小規模な SBIC ほどレバレッジが大きくなっている（最大で民間投資資金の 3 倍まで SBA 資金を調達できる）。逆に、民間投資資金が\$45M を超えるとそれ以降はそれに見合ったレバレッジ（SBA からの資金）が増えず、小規模な SBIC ほど優遇される仕組みになっている。

### C . 配分方法（SBIA Sec.303.(g)(8) ~ (12)）

SBIC プログラム、特に PS プログラムの配分方法は複雑な仕組みになっている。通常、ファンドの有限責任組合員間の配分はその出資割合に応じてなされる<sup>13</sup>が、PS プログラムでは敢えて複雑な配分方法を設定して民間投資家を優遇することにより、民間投資資金を誘導することに成功している。

まず、配分の順序として大きくは、(1)SBA に対する Prioritized Payment（PPA）と呼ばれる優先配当/優先利息、(2)SBA および民間投資家に対する Maximum Tax Liability、(3)その他の配分、に分かれる。PPA は SBA が PS を引き受けていることに対する配当や利息に相当す

<sup>13</sup> 日本の投資事業有限責任組合でも、無限責任組合員と有限責任組合員との間での配分については出資割合に拘わりなく組合契約により定められるが、有限責任組合員同士の間での配分は出資割合に応じてなされることが殆どである。

るもので、予め決められたスケジュールに従って最初に配分を受けるものとされている。但し、SBIC が配分するための原資が不足している場合には繰り延べが認められている。この配分の柔軟性により SBIC からベンチャー企業への提供資金を、(1)融資から投資へ、また、(2)レイターステージ投資からシード・スタートアップステージへの投資へと誘導したことについては既に第 1 章で触れた。次に配分を受ける Tax Liability は、ファンドが利益を出した場合に、そのファンドの投資家が負担すべき所得税（一般所得およびキャピタルゲイン所得に関する税金）分についての配分であり、投資家にとっては税金で持っていかれる分を受け取るだけであり、ネットの受け取りはなし、ということになる。最後の、しかし最も重要な配分がその他の配分であり、以下のルールが適用されている。

(A) SBA と民間投資家との間の配分方法

SBA と民間投資家との間の配分方法は、SBA 資金と民間投資資金の比率（LR、レバレッジ比率）により以下の通り定められている（表 2 - 1）。

表 2-1 . SBA と民間投資家の配分方法

その時点の LR*	SBA の受け取る配分
200% < LR	資金割合に応じた比率 = $L^*/(L+PC^*)$
100% < LR 200%	50%
LR 100%	(C) の SBAPP のみ

\*LR = SBA 資金 (L) / 民間投資資金 (PC)

以上の配分方法により SBA 資金が民間投資資金の 2 倍を超える場合には、資金割合に応じた配分を受けることになり、民間投資家に対する有利な配分は行なわれず、インセンティブはないが、SBA 資金が民間投資資金の 2 倍以下の場合には民間投資家は優先的に配分を受けることになる。例えば民間投資資金 = 1 に対して SBA 資金 = 1.5 の例では、資金割合に応じて配分を受ける場合には民間投資家は  $40\% = 1/(1+1.5)$  しか配分を受けられないところ、上記の配分方法により 50% の配分、つまり本来よりも 25% 多く配分を受け取ることになる。この民間投資家に対する優遇措置の議論については第 3 章を参照されたい。

(B) SBA が配分を受けた際の充当方法（13 CFR Ch.I § 107.1560(g)）

上記 (A) により一旦 SBA が配分を受けた後の SBA としての充当方法は以下の順序によることとされている。

- (1) 以下の (C) SBA に対する規定利益配分 (SBAPP)

- (2) その他の利益配分（SBIC の利益剰余金の範囲内）
- (3) Participating Security の償還（複数ある場合には発行された順序通り）
- (4) 優先債券の償還
- (5) その他の負債の償還

(C) SBA に対する規定利益配分（SBIA Sec.303.(g)(11)）

SBA に対する規定利益配分（SBA Profit Participation、SBAPP）は、以下の表 2 - 2 により計算された額にインフレ率勘案のため、10 年物 T ボンドレートで調整したものが最終的な配分額となる。この表からわかるとおり SBAPP は、(A) SBA と民間投資家との間の配分方法、と同様 LR（レバレッジ比率）により計算方法が異なる。

表 2-2 . SBA に対する規定利益配分の計算方法

LR	SBAPP
LR 100%	LR × 9%
100% < LR	9% + (LR - 100%) × 3%

**D . SBA が受け取るレバレッジフィー**（SBIA Sec.303.(i)）

これまで見てきたとおり、SBA は民間投資資金に対してインセンティブを提供してレバレッジの役割を果たし、SBIC に対してその資金調達を支援している。SBA は、このレバレッジサービスに対するフィーとして、SBA 資金の 3%に相当する額を徴収することとされている。このレバレッジフィーは、SBIC プログラムにより SBIC がファンドを組成するのを支援した、という意味ではアレンジメントフィーと見做してもよいものである。なお、レバレッジフィーを徴収するタイミングとしては、SBA がコミットメントを出す際に 1%、残りの 2%は実際に SBIC が SBA から資金を受領する際に支払う。但し、事前にコミットメントを出さない場合には、SBA 資金の受領時に合わせて 3%を支払う。

**E . GP である SBIC が受け取るマネジメントフィー**（SBIA Sec.303.(g)(7)）**および成功報酬**

SBIC つまり、ファンドの GP が受け取るマネジメントフィー（ME : Management Expense）は以下の通り規定されている。

ME=ファンド資金総額 × 2.5%を超えない額

なお、ファンド資金総額 = 民間投資資金 + SBA 資金

また、民間投資資金 = 払い込み投資額 + 未払い約諾額

但し、小規模なファンドには優遇処置があり、ファンド資金総額が\$20M 未満の小規模な SBIC に対しては、上記 2.5%分に加えて絶対額として\$125,000 の加算が認められている。その結果ファンド資金総額が\$20M のファンドの場合には、マネジメントフィーの比率は 2.5%ではなく 3.125%となる。なお、このマネジメントフィーには、パートナーのサラリー、オフィス関係費用、旅費、経理関係費用、投資先の審査・モニタリング費用が含まれ、外部のコンサルタント、弁護士、会計士などの費用は対象外となっている。

なお、成功報酬に関しては、SBIA にも連邦規則集にも規定されていないが、SBA が 2004 年に公表している報告書( SBA 作成文献, 2004.b )では利益に対して 20%( 20% Carried Interest on profits ) という表現がなされている。

#### **F . 利益相反 ( 13 CFR Ch.I § 107.730 )**

ハンズオン型ファンドなど、投融資先のモニタリングを含めて投融資先に対して密接な関与を行うファンドに関しては、ファンド GP やファンド GP メンバーと投融資先との間に密接な関係ができるため、利益相反に関する事項が生じる可能性が高い。そこで、民間資金を適切な仕組みのファンドに誘導するためにも、SBIC ファンド運用に際しての利益相反に関する基準が、連邦規則集に以下の通り詳細かつ具体的に記載されている。その基準は、( A ) SBIC 自体に対する規制、( B ) SBIC のメンバー ( Associate<sup>14</sup> ) に対する規制、( C ) SBIC メンバーが関与しているベンチャー企業等に対する投融資の規制、( D ) SBIC のメンバーを投融資先企業の経営に参画させる際の規制、に分かれている。

##### ( A ) SBIC に対する規制

基本的に、SBIC およびその株主またはパートナー、さらに SBA に対して損害を与えるような自己取引を規制( SBIA の趣旨に沿う行為として事前に書面にて SBA の承認を受けた場合を除いて禁止 ) するものであり、以下の事例が列挙されている

- (1) SBIC が自らのメンバーに対して資金提供すること
- (2) もし SBIC のメンバーが他の SBIC から資金提供を受けている場合には、資金提供を行っているその SBIC のメンバーに対して資金提供すること
- (3) SBIC が投融資を行なったベンチャー企業等から融資を受けること
- (4) SBIC のメンバーがベンチャー企業等に対して有する債権の肩代わり資金を提供

---

<sup>14</sup> SBIC のオフィサー、ディレクター、従業員、さらにインベスメントアドバイザーなど、SBIC の投融資活動に影響力を有する者

すること

- (5) SBIC のメンバーが所有する資産を購入するためにベンチャー企業等に投融資を行なうこと、

( B ) SBIC のメンバーに対する規制

- (1) SBIC が融資を行なったベンチャー企業等から融資を受けること
- (2) 以下の例外<sup>15</sup>を除いて、SBIC のメンバーがベンチャー企業等に対して提供した支援サービスに対するいかなる対価であってもそれを受け取ること
  - i) 事前に SBA と契約を交わし、実際に投融資先ベンチャー企業等に対して提供したサービスに対して、世間一般の水準のサービス料金を受け取ること
  - ii) 投融資先ベンチャー企業の役員に就任して、他の役員と同等の報酬を、現金、ワラント、その他の方法で受け取ること
  - iii) それ以外のサービス提供に関しては文書による SBA の事前承認を得ること
  - iv) 投融資先ベンチャー企業等に対して株式公募などの準備に関するサービス等を提供した際に、一般的な水準のサービス料 ( Transaction Fee ) を受け取ること

( C ) SBIC メンバーが関与しているベンチャー企業等に対する投融資の規制

- (1) SBIC が議決権を有するベンチャー企業等に対して SBIC が投融資を行なう場合には事前に書面にて SBA の承認を受けること
- (2) SBIC と SBIC のメンバーが同一のベンチャー企業等に対して投融資を行なう場合には、投融資条件に関して SBA に対して適切な説明ができること

( D ) SBIC のメンバーを投融資先企業の経営に参画させる際の規制

投融資先のモニタリングを行なうために SBIC はそのメンバーを投融資先企業の経営に参画させることができる。但し、以下の事項については事前に書面にて SBA の承認を受けること

- (1) 投融資先企業の株式を 5%以上保有すること
- (2) 投融資を行なう前に 30 日以上経営に参画すること
- (3) 役職に対する報酬 ( Director's Fee )、実費、およびそのメンバーが所有する投融資先企業の株式に対する配当を除きいかなる収入であってもそれを受け取ること

---

<sup>15</sup> 連邦規則集 13 CFR Ch.I § 107.900

### 第3章 SBIC プログラムに関する仕組み上の評価

第2章に紹介した通り、SBIC、特にPSプログラムは複雑な仕組みにより成り立っているが、その仕組みに関して、インタビューやSBA資料をもとに、異なる立場からの評価を以下にまとめる。なおここではあくまで仕組みに対する評価に焦点を当て、PSプログラムの投資回収実績やそれに対する評価に関しては、第4章に譲ることとする。

#### 1. SBA としての評価 - レバレッジを活用した民間資金誘導効果

第2章C.配分方法のところの説明したとおり、SBICのPSプログラムは非常に複雑な配分方法を取ることにより民間投資家にインセンティブを与え、その結果として民間投資資金をSBICへ、さらにはベンチャー投資へ誘導している。そこで、PSプログラムを活用することにより、実際にどの程度のインセンティブが与えられることになるのかについて試算をおこなった(試算については「補論1」を参照されたい)。ここでは民間投資家に対するインセンティブを、公平な配分がされた場合の配分割合に比べて、PSプログラムを活用したSBICへの民間投資家の配分割合がどれだけ大きくなっているか、という倍率で測っている。

試算の結果、インセンティブはレバレッジ比率(SBA資金/民間投資資金)=100%で最大の1.82倍となっており、民間投資家にとっては大きなインセンティブになっていることがわかる。また、レバレッジ比率=200%でも1.50倍のインセンティブというピークがあり、実際にSBICが投資資金を集める際には、このレバレッジ比率=100%、および200%に近い構成比率にすることが民間投資家にとって最も魅力的である。つまり、SBAとしてはレバレッジ比率=100%前後から200%のレンジ(ファンド全体の規模に対するSBA資金の比率で言えば、1/2前後から2/3のレンジ)に誘導しようとしたものと推測される。そして、実際のSBICの例やSBA統計資料をみると、そのレンジに近いレバレッジ比率のSBICが多いことが裏付けられており、このインセンティブが有効に機能したものと推測される。

#### 2. SBIC からの評価 - 政策要件と使い易さ~SBIC ファンドの規模との関係

SBICプログラムは、米国においても極めて不足しているシードファイナンスの提供に関して非常に重要な役割を果たしているが、他方で一定規模以上のファンドには使い難いという評



価<sup>16</sup>がある。シードファイナンスに関しては、ファンドのポートフォリオ管理の観点からも、また企業の資金ニーズの観点からも、1件当たりの投融資額を一定規模以下に抑えることが多い。その結果、この政策要件の存在により、ファンドからの投融資件数はファンド規模に比例して増加することになり、それに伴い投融資先のモニタリングなどファンド運営の工数も増加する。他方、大規模ファンドでは1件当たりの投融資額をある程度以上確保することを想定してメンバーや体制を整えており、この政策要件を満たすだけの工数の捻出が難しい。その結果、大規模ファンドではSBICプログラムを活用することが少なく、また、SBICのファンドの平均規模は小さく<sup>17</sup>なっている。

### 3. 民間投資家からの評価 - 透明性と分かり易さ

PSプログラムは効率的・効果的に民間資金をベンチャー投資に誘導する仕組みとして考案されたものであり、その結果として複雑な仕組みを導入し、それなりの効果をあげていることはこれまで説明してきた通りである。複雑とはいえその仕組みについては既に引用している通り全て公表されており透明性は確保されている。しかし、実際に全ての民間投資家がこの複雑な仕組み、特に配分方法について事前に理解しているわけではなく、実際の配分が実現される時に専門の会計士からの報告により、配分額ゼロという事実を聞いて驚いたという例も耳にした。各種の制約の中で効率的・効果的なインセンティブを確保した結果ではあるが、単純に仕組みを公表しているという透明性だけでなく、仕組みの分かり易さ（業界慣行への配慮）も含めた透明性が求められている。

## 第4章 PSプログラムに関する最近の動きと今後の展望

### 1. PSプログラムの予算措置停止の動き

第1章で見たとおり、2000年のITバブル崩壊以降VC市場全体が厳しい状況に置かれてい  
る中でSBICも同様に厳しい状況に陥っており、折から現ブッシュ政権が財政再建策を検討す

---

<sup>16</sup> Prism Capital 社長 Mr. Robert Finkel による 2003 年 3 月 20 日の下院中小企業委員会における証言（[http://www.nasbic.com/resources/legislative\\_rep/3.20.03\\_finkel\\_testimony.cfm](http://www.nasbic.com/resources/legislative_rep/3.20.03_finkel_testimony.cfm)） VC 等ヒアリングによる。

<sup>17</sup> SBA 統計より、PSプログラムの平均的な規模を1998年から2003年までのピンテージ毎に計算すると、\$31Mから\$43Mとなっている（SBA統計Table 39）。また、1件当たりの投融資額（1997年から2003年までの投融資実績）はSBICでは\$1~2Mと、SBIC以外のファンドの平均投融資額\$6~15Mに比べて圧倒的に小さい（SBA統計Table 10）。

る中で、SBIC プログラム、特に PS プログラムの 20 億ドルを超えるとも言われる巨額の行政コスト<sup>18</sup>が問題になり、PS プログラムは 2004 年度でプログラムを停止することとされ、2005 年度（2004 年 10 月～2005 年 9 月）には新たな SBIC の認定は行なっておらず（その結果新たな資金のコミットメントは行なっていない）また 2005 年 10 月から始まる 2006 年度予算に関しては予算措置がなされず、PS プログラムは現在存廃の危機にさらされている。因みに赤字に陥っていない Debenture プログラムについては 2006 年度予算においても予算措置を継続されている。

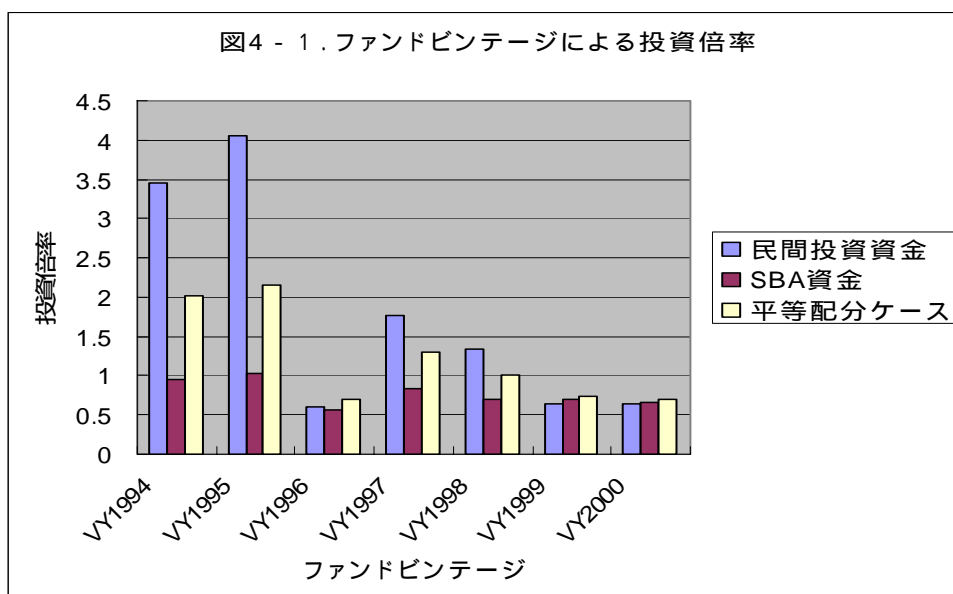
PS プログラムの赤字の実態については、SBA が 2004 年に公表している報告書（SBA 作成文献, 2004.b）で詳しい分析がなされている。以下の図 4 - 1 はその報告書の中で、1994 年に運用を開始した SBIC ファンド（1994 ピンテージのファンド）から 2000 年に運用を開始した SBIC ファンド（2000 年ピンテージのファンド）に関して、SBA がそのパフォーマンスを分析したものである<sup>19</sup>。まず、第 2 章でみた配分方法により計算された、民間投資資金の投資倍率（投資した資金に対して最終的にどれだけのリターンが期待<sup>20</sup>できるかを示した倍率）と SBA 資金の投資倍率がそれぞれ「民間投資資金」および「SBA 資金」のグラフで示されている。さらに、「平等配分ケース」は、仮に民間投資家と SBA とが出資金額比率と同一の比率で配分を受けた場合（「プロラタ」）の投資倍率を示している。

---

<sup>18</sup> 2004 年 9 月末時点における PS プログラムの行政コスト（Total Lifetime Subsidy Re-estimates、プログラムが存続する全期間を通して予測される政府補助/補填総額）は、一時的な会計上の調整項目 \$0.5B を含めて \$2.7B であり、プログラムのパフォーマンスは計画を下回っているとされている（SBA 作成文献, 2004.b）

<sup>19</sup> SBA では、設立 5 年未満のファンドについては、そのパフォーマンスを評価するには時期尚早として、分析対象から除外している。一般的にファンドの評価額は、当初数年間は価値がマイナスになり、その後急激に価値が増加することから、「Jカーブ」を描くとされている。

<sup>20</sup> 既に配分を受けた額に、現状の投資評価により今後配分が期待される額を加えて計算される。



資料：SBA 作成文献, 2004.b、 Exhibit 6.1

投資倍率は Total Value to Paid-In Capital = (配分合計額 + 残存評価額)/出資金総額

この分析からわかることは、投資時期が 2000 年の IT バブル崩壊の直前であった 1998 年ビンテージから 2000 年ビンテージのファンドは軒並みパフォーマンスが悪く、「平等配分ケース」であっても投資倍率はせいぜい大きくて 1 倍、つまりファンド全体として投資資金の回収すらできない状況であり、IT バブルの崩壊の影響の大きさを示している。但し、それ以前のビンテージのファンドに関しては、「平等配分ケース」であれば投資倍率は 2 倍を上回ることもあり、全てのファンドが失敗しているわけではない。SBA が PS プログラムから受けた配分額 \$280M のうち \$278M は 1994 年から 1998 年ビンテージのファンドからである。

次に「民間投資資金」と「SBA 資金」のグラフを比較して見ると、特に 1994 年や 1995 年のビンテージなどの成功したビンテージについて大きな乖離があり、配分方法の影響の大きさが伺える。民間投資家への配分が優先された結果、民間投資家にとっては投資倍率が 4 倍近くなり成功したといえる 1994 年のビンテージのファンドであっても、SBA にとっては投資倍率が 1 倍にも達していない。その結果、SBA にとって投資倍率が 1 倍を上回ったのは 1995 年のみ (1.03 倍) という厳しい状況になっている。また、成功した年のビンテージでこれだけ投資倍率に乖離が出るのは、同じビンテージでも成功したファンドと失敗したファンドのパフォーマンスの差が大きいためであると、SBA では分析している。因みに、上記配分額 \$280M のうち、57%は僅か 4 つの SBIC からのものであり、また 75%は 8 つの SBIC によりカバーされて

おり<sup>21</sup>、いかに少数の成功した SBIC が SBA への資金回収に貢献しているかが理解できる。

以上の分析により、PS プログラムのパフォーマンスが計画を下回った原因として SBA では、(1)2000 年 IT バブルの崩壊による株価低迷、(2)配分方法などプログラムの条件、(3)SBIC 毎の成功・失敗のバラツキが大きかったこと、を指摘している。

## 2 . PS プログラムをめぐる業界団体および議会の動向

以上の議論を踏まえ、下院の中小企業委員会 (Committee on Small Business) では第 109 議会 (2005 ~ 2006 年) に取り組むべき課題リスト (Oversight Plan) の最初に SBA 業務の洗い直しを掲げ、その中でも特に SBIC の PS プログラムに関して十分な検討を行なうこととしている<sup>22</sup>。その際検討を行う目的は、PS プログラムの課題を洗い出してプログラムを蘇生させるためであると明確に述べている。具体的なアクションとしては、2005 年 2 月 10 日に開催された下院中小企業委員会において、VC 業界を代表して Prism Capital 社 (在 Chicago) のパートナーに対するヒアリングが行なわれた。さらに同じ 2 月 17 日には上院の中小企業委員会 (Committee on Small Business & Entrepreneurship) において、やはり VC 業界を代表して North Atlantic Capital 社 (在 Portland) の Coit 社長に対するヒアリングが行なわれている。これら上下両院におけるヒアリングに際しての両者の証言では、民間の VC 投資だけでは以下のような不均衡および市場の不完全性が存在し、それらの分野において PS プログラムは重要な役割を果たしているとして、PS プログラムの存続を訴えている。

- i) 投資対象ベンチャーの成長ステージの間での不均衡 (シード・スタートアップステージのベンチャーには投資資金が不足)
- ii) 投資対象地域の間での不均衡 (民間 VC の投資はカリフォルニア州およびマサチューセッツ州に集中)
- iii) 投資対象業種の間での不均衡 (製造業に対しては投資資金が不足)

なお、i) ステージの間での不均衡、に関しては 2004 年 12 月に競争力評議会 (Council on Competitiveness) によって提出された報告書「Innovate America」でも重要な課題としてあげられており、今回の議会証言においても「Equity Gap の存在」としてその課題の重要性が強

---

<sup>21</sup> 1994 年から 2002 年ビンテージの PS ファンドは 170 (SBIC) あり、そのうち 49 (SBIC) が配分をおこなっている。(SBA 作成文献, 2004.b)

<sup>22</sup> Oversight Plan for the Committee on Small Business.

([http://wwwc.house.gov/smbiz/oversightPlan/oversight\\_plan\\_109th.pdf](http://wwwc.house.gov/smbiz/oversightPlan/oversight_plan_109th.pdf))

調されている。

その後 SBA は、業界団体の NASBIC ( National Association of Small Business Investment Companies ) と協働して PS プログラムに変わる新たなプログラムを検討し、4 月に新たなプログラムである Participating Debentures プログラム ( PD プログラム ) の骨格を提案している。さらに、この 7 月に下院中小企業委員会の委員長である Munzullo 議員 ( イリノイ州選出、共和党 ) がこの新たなプログラムをもとに法案 ( SBIC Participating Debenture Act of 2005 ( H.R. 3429 ) ) を提出している。

### 3 . 新たに提案された PD プログラムの概要

ここでは今回の法案により提案された PD プログラムの概要を紹介する ( 詳しくは「補論 2 」を参照されたい ) 。従前の PS プログラムからの変更点は以下の通り、上記の SBA による分析でも課題が明らかになっていた配分方法に関するものが主体となっている。

- i) 図 1 - 1 . SBIC プログラムの基本的な構成を引き続き採用する。そのため一般投資家に対して利払いを行なう必要があり、利払い部分 ( PS プログラムの PPA ) については優先的に SBA が配分を受ける ( 変更なし )
- ii) 上記の利払い部分を回収した後は、民間投資家と SBA の資金比率に従い ( プロラタ ) 配分を受け、元本回収に関しては民間投資家と SBA との間で公平性を確保する ( 変更点 )
- iii) さらに元本部分を回収した後は、民間投資家への配分を優遇することにより一定のインセンティブを与える ( 変更点 )
- iv) iii) で民間投資家に与えるインセンティブの度合いは、民間投資家にとって投資倍率が 2 倍 ( 回収額が出資額の 2 倍 ) になるまで、2 倍を越えてから、の 2 段階に分け、前者の優遇度合いを高めに設定<sup>23</sup>する ( 変更点 )
- v) また、配分を受けるタイミングについても、従来 SBIC が利益計上した段階、としていたものを、SBIC が現金ないし上場株などの投資回収 ( Gross Receipts ) を受け取った段階とする ( 変更点 )

以上のような仕組みにより PD プログラムは、( 1 ) SBIC プログラムが従来から持っている

<sup>23</sup> SBA への配分割合は資金割合によって多少異なるが、投資倍率 2 倍までは約 10%、投資倍率 2 倍以降は約 30% と試算され、利息・元本を回収し終わって以降は民間投資家への配分をかなり高く設定している。詳しい計算式については補論 2 の(7)および(8)を参照されたい。

有効性（民間資金の効率的・効果的誘導）を維持しつつ、（２）SBA としての配分が余りに劣後にならないように工夫されている。因みに、NASBIC の試算によれば、IRR17%以上の成績を上げている SBIC の例では、従来の PS プログラムでは SBA の配分は 7.5%程度であったものが、この PD プログラムでは 27%の配分、つまり従来の 4 倍近い配分が受けられるとしている。

この法案がどのようなかたちで実現するのかわからないのかについては未だ確定したことが言える段階ではないが、少なくとも PS プログラムの意義と課題に関してしっかりと議論した上で、新たな仕組みのプログラムが作られようとしており、そのことの意味は米国のベンチャー業界、VC 業界にとっても決して小さくない。

## 第5章 日本へのインプリケーション

翻って日本におけるベンチャーを取り巻く環境に目を向けると、実質的にベンチャー企業にとっての公開市場が開設されて未だ 5～6 年と短いこと、年金等の大手機関投資家が日本のベンチャー投資等のオルタナティブ投資を本格化させていないこと<sup>24</sup>などから、1,300 兆円といわれる日本の巨額の金融資産に比べて日本の VC 投資に向かう資金はごく僅かであり、その規模を米国の VC 市場に比べるといかに小さいかがわかる。2003 年の米国における VC 投資額が 189.5 億ドル<sup>25</sup>であるのに対して、同時期の日本の VC 投資額は 1,503 億円<sup>26</sup>であり、実に 10 分の 1 以下である。さらに、米国においてベンチャーにとってのもう一つの重要な資金ソースであるエンジェル投資額 181 億ドル<sup>27</sup>があることを考慮すると、その経済規模に比較して、日本のベンチャー企業にとっての投資資金がいかに僅かであるかが理解できよう。この日本の状況を米国の VC 市場に当てはめると 1970 年代以前、つまり日本は米国に遅れること 40 年程度と考えてもよいような状況であり、現状の日本においてこの分野で公的資金が果たす役割は、量的にも質的にも極めて重要だといえよう。そして、日本においてこの分野における公的な関与を考える際に、先行事例である SBIC プログラムの果たしてきた役割と功績、そして今回の PS プログラムに関する一連の議論や動向を分析することにより、以下のような貴重な検討材料

---

<sup>24</sup> 第 1 章の脚注 5 でふれたとおり、日本においても年金資産の運用に関する法的・制度的な規制は 97 年 12 月に撤廃されている。他方、米国においては 79 年の ERISA（従業員退職所得保障法）改正を契機として、ベンチャーファンドなどハイリスクな分野に対する年金資金の流れが加速された。

<sup>25</sup> National Venture Capital Association（NVCA）の統計による。

<sup>26</sup> 財団法人ベンチャーエンタープライズセンター（VEC）の統計による。

<sup>27</sup> The Center for Venture Research（CVR）の統計による。

が得られる。

1. 民間 VC による投資額が日本の 10 倍もある米国においてすら、未だにベンチャー、新産業創造の分野においては公的な関与が重要であるという認識が広くあり、今回の PS プログラムに関する議論も、その仕組みの変更を経ることにより、何らかのかたちでプログラムが存続するものと期待されており、日本におけるベンチャーに対する公的関与の必要性にとっても大きな意味を持っている。
2. PS プログラムは、SBA の保証を付けて利払いを行なうことにより、一般投資家の資金を誘導するという手法を用いて、効果的に政策目的を実現している。しかしその手法が、SBIC にとっては投資に近いプログラムでありながら、他方で SBA にとっては一般投資家に対して定期的な利払いの義務を負う債券である、という金融商品上のギャップを生んでいる。その結果、そのギャップを埋めるために必要な行政コストの認識の仕方の問題に加え、民間投資家等からはその仕組みの複雑さ、使い難さを指摘される原因ともなっている。この議論は、投資分野において公的機関の保証機能を活用する際の難しさ、および重要な検討課題を示唆してくれている。
3. 民間投資家に大きなインセンティブを提供したことなどにより、SBA としての投資回収のパフォーマンスがあがらずプログラムの見直しを迫られた PS プログラムではあるが、新たに提案されている PD プログラムの行方にも留意することにより、公的機関として、そのパフォーマンスを維持しつつ、同時に民間投資家を誘導するためには、どのようなかたちでどの程度のインセンティブを提供すべきか、または提供すべきではないのか、という課題にとって重要な材料が得られるものと期待される。
4. VC 業界の黎明期からベンチャーファンドに関わってきた SBA には、利益相反などベンチャーファンドの運営に関するノウハウが蓄積している。特にシード・スタートアップステージのベンチャーをターゲットにしたベンチャーファンドにおいては利益相反とベンチャー支援が表裏一体の関係であることから、そのようなファンドに関わる際に、SBA のノウハウは日本にとっても貴重な検討材料<sup>28</sup>となる。
5. 政策要件については、その政策要件を設定することにより実現する直接の効果と、逆に政策要件を設定することにより減殺されてしまう効果（例えば、要件設定により SBIC や民間投資家にとって使い難いものになり、結果としてインセンティブが減ることになる）を考慮して、どの程度厳しい政策要件を設定すべきかを検討すべきであ

---

<sup>28</sup> 日本においては、経済産業省が公表している投資事業有限責任組合モデル契約の中に利益相反に関する条項があるが、特にハンズオン支援を必要とするシード・スタートアップステージのベンチャーを投資対象とするようなファンド運営を前提に考えた場合には不十分な条項にとどまっており、最終的には各組合毎の組合契約の条項に任されている状況である。

る（現在の SBIC プログラムに関しては一定規模以上のファンドからは使い難いとの評価がある）。

日本政策投資銀行 ロサンゼルス駐在員事務所 酒巻弘

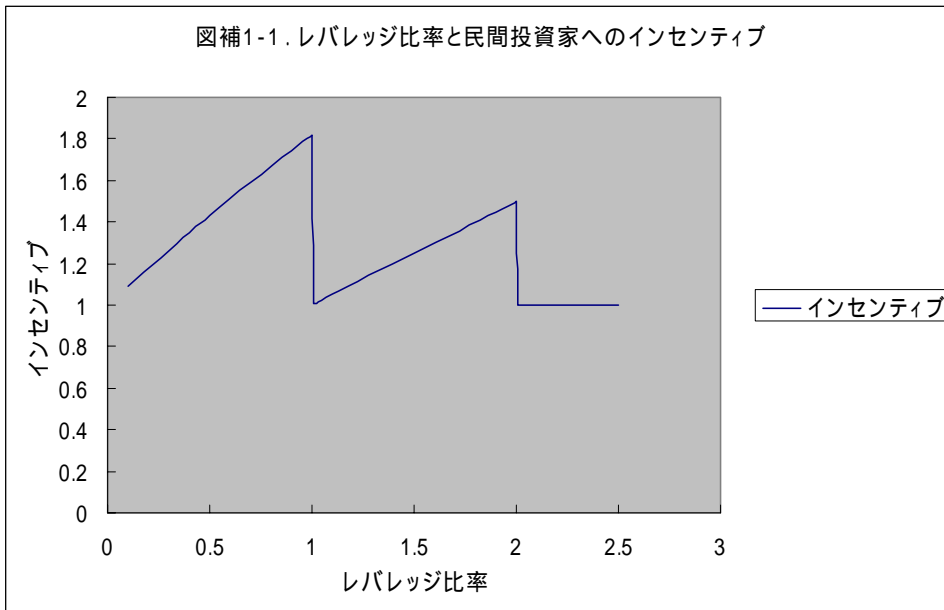


## 補論1 PSプログラムが民間投資家に対して与えるインセンティブの検証

PSプログラムによる配分方法はレバレッジ比率により異なるため、以下では簡略化した前提を置いた（SBAPPに関するインフレ調整なし）場合の、レバレッジ比率（LR）の変化による民間投資家に対するインセンティブの変化を試算する。なお、ここでは、民間投資家へのインセンティブを、公平な配分がされた場合（LR見合いの配分）に受け取る配分割合（B）に比べて、PSプログラムの配分により受け取る配分割合（A）がどれだけ大きいか（ $(A)/(B)$ ）により測っている。

表補1-1. レバレッジ比率(LR)と民間投資家へのインセンティブ

LR	民間投資家への配分		民間投資家への インセンティブ (A)/(B)
	PSプログラム	LR見合い	
	割合(A)	割合(B)	
0.5	$(100-9 \times 0.5)/100$	$1/(1+1.5)$	1.4325
0.7	$(100-9 \times 0.7)/100$	$1/(1+0.7)$	1.5929
1	$(100-9 \times 1.0)/100$	1/2	1.8200
1.01	1/2	$1/(1+1.01)$	1.0050
1.5	1/2	$1/(1+1.5)$	1.2500
2	1/2	1/3	1.5000
2.01	$1/(1+2.01)$	$1/(1+2.01)$	1.0000
2.5	$1/(1+2.5)$	$1/(1+2.5)$	1.0000



以上の結果からわかることは、レバレッジ比率に関しては、0%から 100%の間では 100%に近いほどインセンティブが働き、100%を超えたところで一旦インセンティブがなくなり、再び 200%に向けてインセンティブが高まり、更に再び 200%を超えると、それ以降は全くインセンティブが働かなくなる仕組みになっている。つまり、レバレッジ比率は 100%および 200%のところで 2 回インセンティブのピークがくるように設計されており、民間投資家はそのあたりのレバレッジ比率で SBIC がファンドを組成してくれることを望ましいと考えるだろう。

次にファンド運営者である SBIC はどのような行動を取るのかを考えてみよう。IT バブルの崩壊以降、ファンド運営面の制約もあって、ファンドの規模は大きければ大きいほどよいというかつてのバブル期のような考え方ではなく、\$400M など一定規模の範囲内に抑えることがよいパフォーマンスにつながるといわれている。但し、第 2 章 B . SBA 資金の限度額、でみたとおり、SBIC プログラムを活用するファンドの規模は \$135M (民間投資資金 \$45M + SBA 資金 \$90M) 程度が一応の限度の目安になっており、上記のような大型ファンドではないことから、SBIC にとっては投融資資金の規模は大きければ大きいほどよい、つまり規定の範囲内なるべくレバレッジ比率は大きい方がよいと考えるケースが多いものと想定される。

しかし、ここでもう一度詳しく上の表および図を見てみると、インセンティブのピークの 2 箇所のうち、レバレッジ比率 100%の場合のインセンティブ (1.82 倍) の方がレバレッジ比率

200%の場合のインセンティブ（1.50倍）よりも高くなっている。このことから、民間投資家にとってのインセンティブが最大になるのはレバレッジ比率が200%ではなく100%の方である。つまり、配分の優先度を上げたい民間投資家にとってはレバレッジ比率100%が最も望ましいが、ファンド規模を大きくしたいSBICにとってはレバレッジ比率200%が最も望ましい、ということになる。

もちろん、最終的にはファンドの規模を考える際には様々な事項を考慮することになる<sup>29</sup>が、ここではPSプログラムが結果としてどのようなレバレッジ比率のファンドを組成するよう誘導しているか、を推論してみる。まず第1のタイプ、ファンドの運営者であるSBICの体制および活動方針に沿った規模のファンド総額が集まりそうなSBICの場合（つまり民間投資家へのインセンティブの高さ＝SBA資金の質を求める場合）にはレバレッジ比率100%弱を目指すことになる。次に、第2のタイプ、民間投資家へのインセンティブもさることながら、一定規模のファンド資金を確保することが優先されるSBICの場合には、レバレッジ比率200%を目指すことになる。このタイプの場合には、一定規模の資金を確保することが、民間投資家にとってリターンを高くする可能性があると考えられる場合である。

それでは実際にはどの程度のレバレッジ比率のファンドが組成されているのだろうか。SBA統計<sup>30</sup>より、1998年から2003年間のSBICのPSプログラムのレバレッジ比率をピンタージ毎に計算すると、72%から80%となり、平均的にはSBICがレバレッジ比率100%弱のところでファンドを組成していることになる。但し実際のSBICでは、レバレッジ比率200%や170%で組成した例もあり、レバレッジ比率が200%弱のところと100%弱のところに集中しているものと推測される。

---

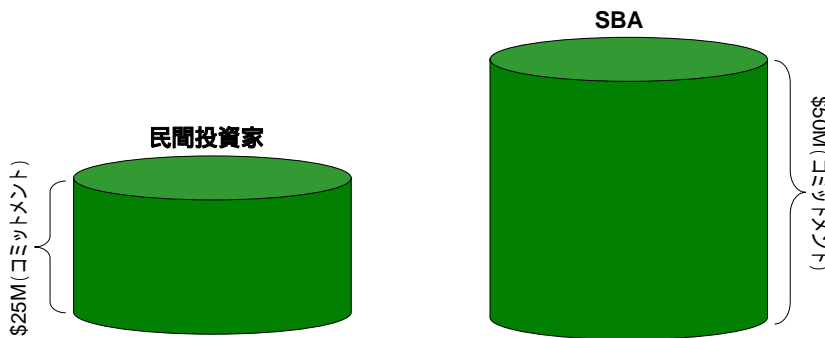
<sup>29</sup> 単純化した前提で考えれば、ファンドを共同運営するパートナーの数は4名程度が最適と言われており、各パートナーが年間2件の投資を行い、ファンドからの組み込み（投資）期間が2年半～3年、投資先一件当たりの合計投資額が\$20Mとすると20～24件の投資に対して\$400M～480Mの投資資金を用意するのが最適ということになる。

<sup>30</sup> SBA統計 Table 39

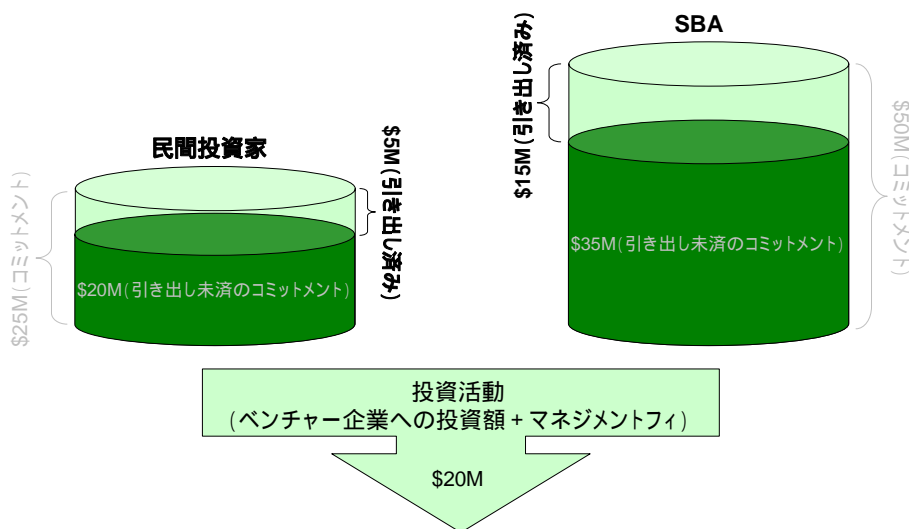
## 補論2 PDプログラムの仕組みと資金の流れ

(以下はNASBIC作成の「Participating Debentures – Pictorial Representation of Proposed Distribution Rules」より作成)

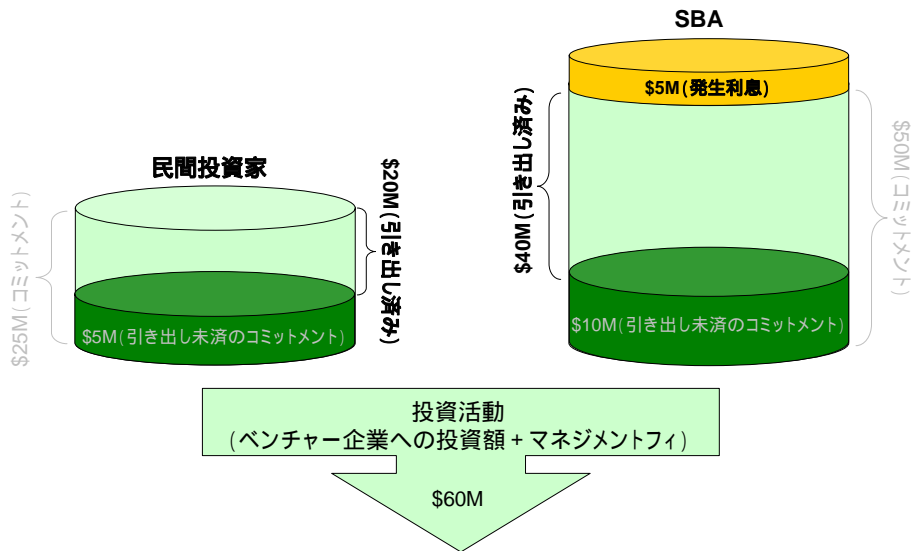
### (1) 民間投資家およびSBAのコミットメント(出資約束金額)



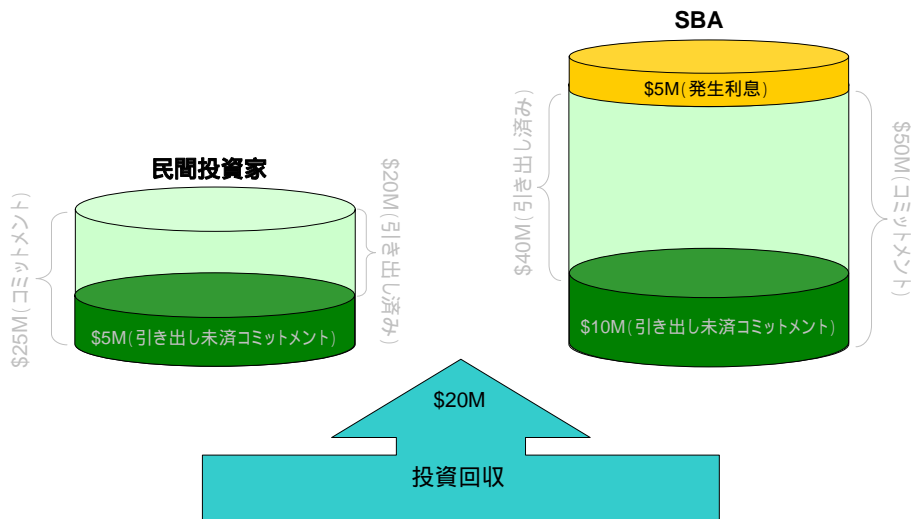
### (2) SBICの投資活動が進捗 ~ 民間投資家およびSBA資金からの引き出し ~



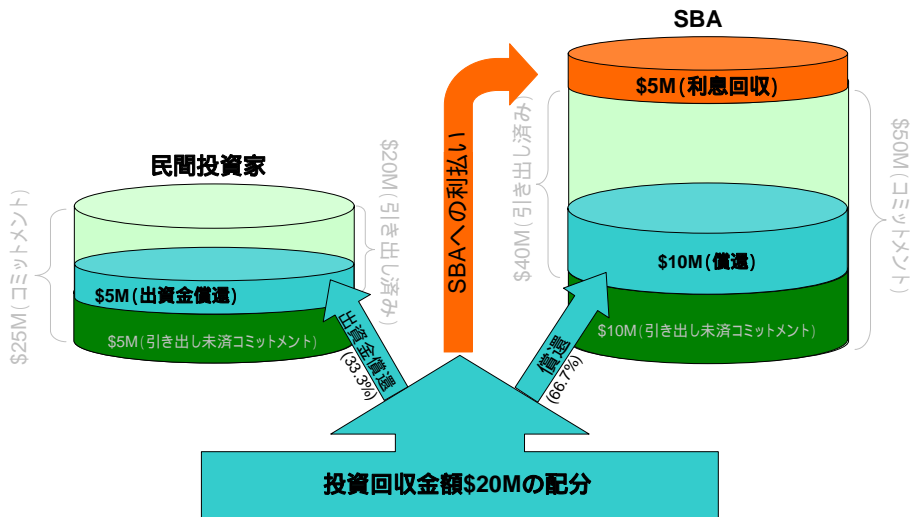
### (3) 投資活動の進捗に加えてSBAに対する利息が発生



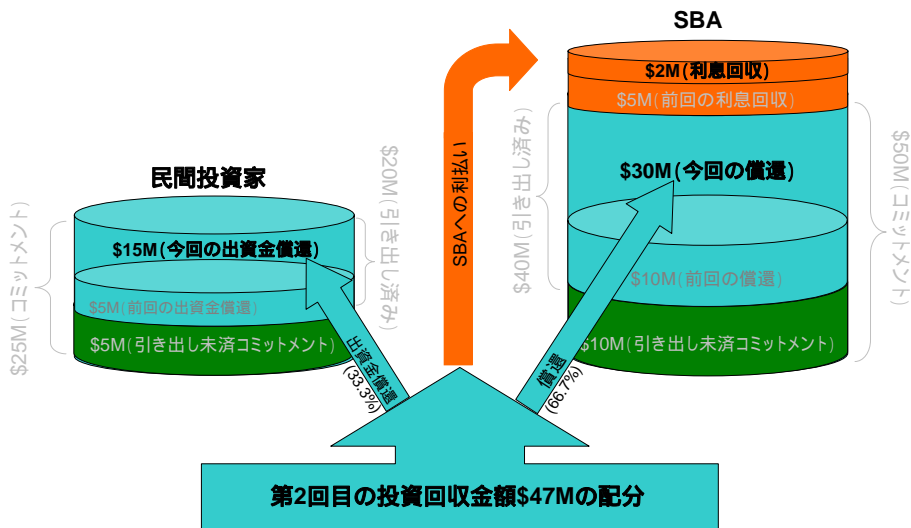
### (4) 投資回収発生



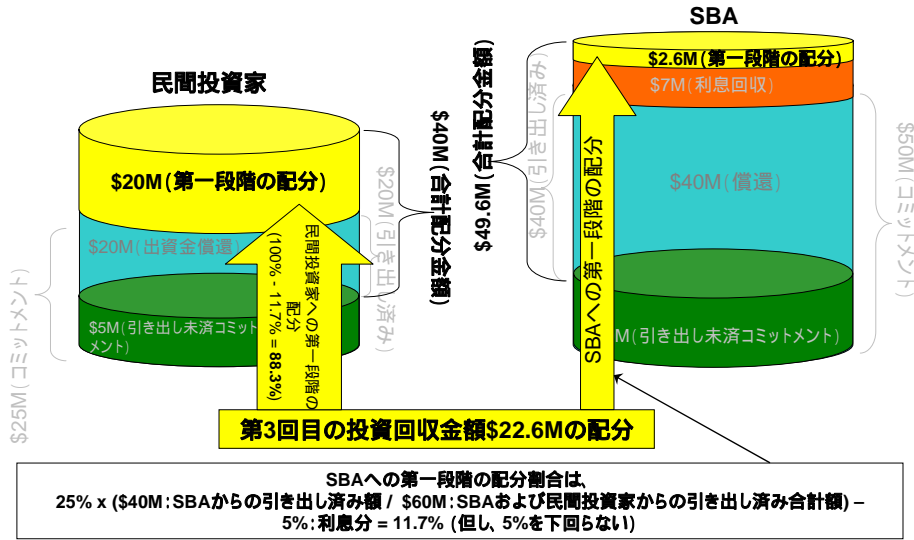
(5) 配分方法: SBAへの利息、 SBAおよび民間投資家からの資金の償還(資金割合によるプロラタ)



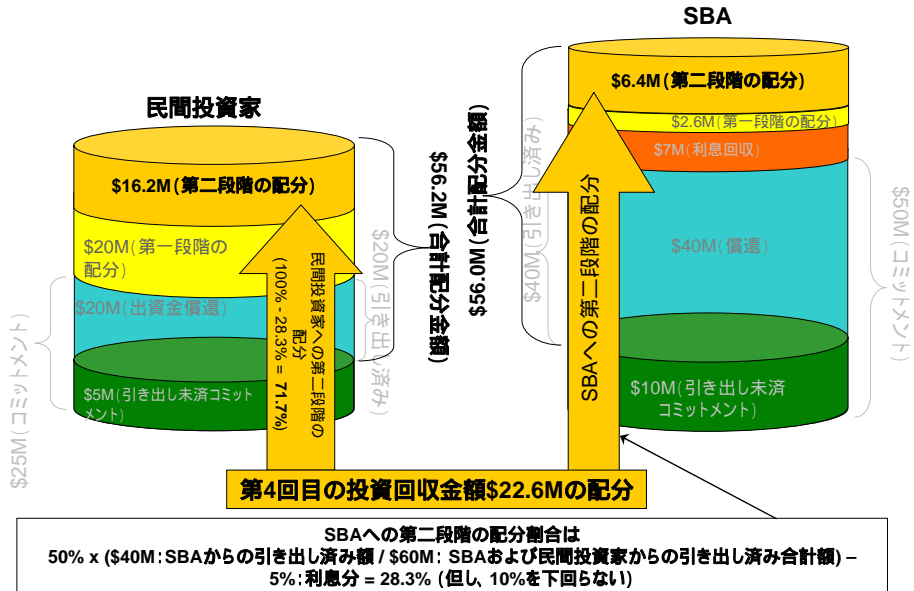
(6) 元本全額の償還が終わるまでは(5)と同様の配分方法を継続



(7) 元本償還後、民間投資家にとって投資倍率が2倍になるまでは「第一段階の配分ルール」：民間投資家へのリターンを優遇



(8) 民間投資家の投資倍率が2倍になって以降は「第二段階の配分ルール」：民間投資家への優遇度合いを緩和



## 参考文献およびウェブサイト

小野正人著（1997）『ベンチャー起業と投資の実際知識』東洋経済新報社

チョン・ムーン・リー他編（2001）『シリコンバレー なぜ変わり続けるのか』日本経済新聞社

### 連邦規則集

“ 13 CFR Part 107 – Small Business Investment Company ”  
(<http://www.sba.gov/library/cfrs/13cfr107.pdf>)

### SBA ( Small Business Administration ) 作成文献

“ Small Business Investment Company Program, Fiscal Year 2002, Special Report ” ( 2002 )  
(<http://www.sba.gov/INV/specialreport.pdf>)

“ The Small business Act as Amended 04-05-04 ” ( 2004.a )  
(<http://www.sba.gov/regulations/sbaact/sbaact.pdf>)

“ Small Business Investment Company Program, Financial Performance Report, For Cohorts 1994-2004, Through September 30, 2004 ” ( 2004.b )  
(<http://www.sba.gov/INV/Performance%20Report-Sep-2004-final-2005.03.22-reformat1.pdf>)

“ Participating Debentures, Pictorial Representation of Proposed Distribution Rules ”  
( 2005 )

その他、SBA 統計、U.S. House of Representative ( 米国下院議会 )、NASBIC ( National Association of Small Business Investment Companies )、OMB ( Office of Management and Budget )、NVCA ( National Venture Capital Association )、The Center for Venture Research、経済産業省、厚生労働省、財団法人ベンチャーエンタープライズセンター、日本貿易振興機構 ( JETRO ) などのウェブサイト等も参照している。