























2011).

- (3) 日本政策金融公庫の創業融資について、「新規開業・スタートアップ支援資金」を参照いただきたい。なお、日本政策金融公庫では、「資本性ローン」と呼ばれる「挑戦支援資本強化特別貸付」がある。これは、利益をあげられない期において低い金利が適用される借入金であり、劣後債に近い性質をもつ。

[https://www.jfc.go.jp/n/finance/search/01\\_sinkikaigyoku\\_m.html](https://www.jfc.go.jp/n/finance/search/01_sinkikaigyoku_m.html)  
[2025年6月19日アクセス]

- (4) 日本および米国と欧州の資金循環について、日本銀行の資金循環統計を参照いただきたい。

<https://www.boj.or.jp/statistics/sj/index.htm> [2025年6月19日アクセス]

- (5) プライベートエクイティは、しばしばVC投資を除いたバイアウト投資をあらわす用語として用いられることがある。ただし、本稿でのプライベートエクイティは、広義の意味で用いており、未上場株式会社についての投資全般をさす。なお、日本のプライベートエクイティに関する課題は、田所 (2024) を参照いただきたい。

- (6) INCJ の親会社は、産業革新投資機構株式会社であり、その株主は政府（財務大臣）と民間企業である。なお、東京中小企業投資育成株式会社、独立行政法人中小企業基盤整備機構（中小機構）なども政府系 VC あるいは政府系ファンドとして認識されることが多いが、それぞれ事業継承や LP (limited partner) 投資に重点をおいており、INCJ と投資目的や投資方法が異なる。

- (7) INCJ 投資先企業の一覧は以下のホームページで確認できる。  
<https://www.incj.co.jp/performance/list/index.html> [2024年10月1日アクセス]

- (8) いくつかの案件で複数ラウンドによる段階的投資がみられているが、本稿の投資額は、案件ごとの総額で測定している。

- (9) Giot and Schwienbacher (2007) は、VC 投資先企業の IPO、株式売却、解散までの投資回収期間について、競合リスク帰帰モデルで推定している。

- (10) INCJ の業種分類のすべて、INCJ 初回投資年のすべてをダミー変数として用いて推定した場合、一部の業種や初回投資年で観察数が存在しない、また、極端に少ないために推定結果を得られなかった。そのため、表 4 では、いくつかの業種や初回投資年を統合して推定している。

- (11) 初期収益率の議論について、たとえば、Ritter and Welch (2002) を参照いただきたい。

## 【参考文献】

Acs, Z. J., Stam, E., Audretsch, D. B. & O'Connor, A. (2017). The lineages of the entrepreneurial ecosystem approach. *Small Business Economics*, 49, 1–10.

Allen, F. & Gale, D. (2000). *Comparing Financial Systems*. MIT Press.

Baum, J. A. & Silverman, B. S. (2004). Picking winners or building them? Alliance, intellectual, and human capital as selection criteria in venture financing and performance of biotechnology startups. *Journal of Business Venturing*, 19(3), 411–436.

Bertoni, F., Colombo, M. G. & Grilli, L. (2011). Venture capital financing and the growth of high-tech start-ups: Disentangling treatment from selection effects. *Research Policy*, 40(7), 1028–1043.

Bertoni, F., Colombo, M. G. & Quas, A. (2015). The patterns of venture capital investment in Europe. *Small Business Economics*, 45, 543–560.

Brander, J. A., Amit, R. & Antweiler, W. (2002). Venture-capital syndication: Improved venture selection vs. the value-added hypothesis. *Journal of Economics and Management Strategy*, 11(3), 423–452.

Brander, J. A., Du, Q. & Hellmann, T. (2015). The effects of government-sponsored venture capital: International evidence. *Review of Finance*, 19(2), 571–618.

Colombo, M. G., Cumming, D. J. & Vismara, S. (2016). Governmental venture capital for innovative young firms. *Journal of Technology Transfer*, 41, 10–24.

Croce, A., Martí, J. & Murtinu, S. (2013). The impact of venture capital on the productivity growth of European entrepreneurial firms: ‘Screening’ or ‘value added’ effect? *Journal of Business Venturing*, 28(4), 489–510.

Cumming, D. J. (2007). Government policy towards entrepreneurial finance: Innovation investment funds. *Journal of Business Venturing*, 22(2), 193–235.

Cumming, D. J. & MacIntosh, J. G. (2006). Crowding out private equity: Canadian evidence. *Journal of Business Venturing*, 21(5), 569–609.

Fama, E. F. & French, K. R. (1993). Common risk factors in the returns on stocks and bonds. *Journal of Financial Economics*, 33(1), 3–56.

Giot, P. & Schwienbacher, A. (2007). IPOs, trade sales and liquidations: Modelling venture capital exits using survival analysis. *Journal of Banking and Finance*, 31(3), 679–702.

Gompers, P. A., Gornall, W., Kaplan, S. N. & Strebulaev, I. A. (2020). How do venture capitalists make decisions? *Journal of Financial Economics*, 133(1), 169–190.

Gompers, P. A. & Lerner, J. (2000). *The Venture Capital Cycle*. MIT Press.

- Guerini, M. & Quas, A. (2016). Governmental venture capital in Europe: Screening and certification. *Journal of Business Venturing*, 31(2), 175–195.
- Honjo, Y. & Nakamura, H. (2020). The link between entrepreneurship and informal investment: An international comparison. *Japan and the World Economy*, 54, 101012.
- Lerner, J. (1994). The syndication of venture capital investments. *Financial Management*, 23(3), 16–27.
- Lerner, J. (1999). The government as venture capitalist: The long-run impact of the SBIR Program. *Journal of Business*, 72(3), 285–318.
- Li, E., Liao, L., Wang, Z. & Xiang, H. (2020). Venture capital certification and customer response: Evidence from P2P lending platforms. *Journal of Corporate Finance*, 60, 101533.
- Luukkonen, T., Deschryvere, M. & Bertoni, F. (2013). The value added by government venture capital funds compared with independent venture capital funds. *Technovation*, 33(4–5), 154–162.
- Meggison, W. L. & Weiss, K. A. (1991). Venture capitalist certification in initial public offerings. *Journal of Finance*, 46(3), 879–903.
- Ritter, J. R. & Welch, I. (2002). A review of IPO activity, pricing, and allocations. *Journal of Finance*, 57(4), 1795–1828.
- Rosenbusch, N., Brinckmann, J. & Müller, V. (2013). Does acquiring venture capital pay off for the funded firms? A meta-analysis on the relationship between venture capital investment and funded firm financial performance. *Journal of Business Venturing*, 28(3), 335–353.
- Stam, E. (2015). Entrepreneurial ecosystems and regional policy: A sympathetic critique. *European Planning Studies*, 23(9), 1759–1769.
- Suchard, J. A., Humphery-Jenner, M. & Cao, X. (2021). Government ownership and venture capital in China. *Journal of Banking and Finance*, 129, 106164.
- Weinstein, D. E. & Yafeh, Y. (1998). On the costs of a bank-centered financial system: Evidence from the changing main bank relations in Japan. *Journal of Finance*, 53(2), 635–672.
- 田所創 (2024) 『未上場株式市場と成長企業ファイナンス』, 日本生産性本部・生産性労働情報センター.
- 服部健一 (2020) 「ベンチャーエコシステムの現状と新産業創造への意味合い」 『研究技術計画』, 35(2), 177–206.