

金融改革とベンチャーキャピタル再構築の 一考察

岩 下 伸 介

1. 序

米国の景気拡大はメイデーと呼ばれる金融改革の施行の後、金融再編成を繰り返し、変身した新しいタイプの金融機関が次々と設立され、現在の長期の好景気を金融面から支援した。ベンチャービジネス(以下VB)を発展させたのは、従来の商業銀行を中心とする間接金融システムから直接金融システムの証券市場を利用したベンチャーキャピタル(以下VC)を中心とした新しい金融システムである。米国に比較していまだに活力のない日本のVBは、本格的なVCを中心とした金融システムが整備されていないところに課題がある。戦後50年以上経て、今なお日本は戦後経済復興のための官民癒着の経済政策をとっている。しかし、金融機関とくに銀行の間接融資システムによる銀行の護送船団方式による産業支配がバブル崩壊と共に崩れ出している。世界経済はグローバルな市場の中でその産業構造を転換しており、金融市場においてももはや間接金融システムの機能や役割は限定的なものになってきている。一方、直接金融システムの機能は多種多様な役割を果たし、このシステムをいかに利用するかがVCの重要課題とされている。英米で施行されたビッグバンは金融市場が間接金融から直接金融システムへの移行を示唆している。直接金融システムの機能を有効利用している米国の景気は頂点にあり、間接金融システムからなかなか抜け切れない日本経済は不況のどん底にある。

VBの新産業の構築をテコに日本はビッグバンを契機に経済を浮揚させようとしている。ビッグバンの目的の一つに金融行政を市場原理を基盤とした構造改革を施行し東京金融市場の活性化を図る目標がある¹⁾。ビッグバンのプログラムの中に中小企業の資金調達手段の多様化、資金調達力の強化等が盛り込まれている。資本市場の育成・強化では店頭登録市場の機能強化や未上場・未登録株の流通促進など中小企業の直接金融の利用などVBを活性化させる対策等である。ビッグバンの市場原理を基盤とした金融環境

の変化の中で、VBにとってVCの役割がいっそう重要となる。ビッグバン2001年施行以降の産業と金融のグローバルな市場のなかでVBの資金調達もグローバル市場の中で多様化せざるを得ない。金融改革は間接金融システムが縮小することにより直接金融システムへの移行が顕著となる。基本的にVCはキャピタルゲインにより利益を得るのが経営上の目的であるが、これまでの様に金利収入がメインの間接金融でVBの支援をしていたのでは十分な対応は出来ない。米英の金融改革の背景とVCの活動を概観した上で、日本の現状を比較展望し、日本のVCの課題を整理し、VCの再構築に関して考察を加えたい。

2. 米英における金融改革の概観とVC活動

米国における金融改革は1975年5月1日いわゆるメイデーと呼ばれる金融制度改革で株式売買手数料完全自由化を皮切りに始まった。英国の場合は1986年の株式売買手数料の自由化、ロンドン証券取引所の外部への開放等によるいわゆるビッグバンの実施で金融改革はスタートした。この両国の金融改革を概観し日本の金融改革とVCの動向を展望する。

2-1 米国の金融改革の背景とVC活動

(1) 米国の金融改革の背景

1960年代のニューヨーク株式市場において投資家として年金基金や投資信託等の機関投資家の出現があった。これらの機関投資家の株式の大口売買で支払う売買手数料は固定手数料体系のもとでは彼らに大きな負担であった。機関投資家のなかには手数料の高いニューヨーク証券取引所をさげ、手数料の安い店頭市場や機関投資家同士の直接取引等が増加した結果、ニューヨーク証券取引所での売買低下、市場での価格形成の不備等の問題が発生し証券手数料の自由化が実現した。手数料の見直しは71年から段階的に始まっていた。74年の為替管理が撤廃された後、75年5月にメイデーと呼ばれる金融改革で株式売買手数料の完全自由化が達成された。この一連の動きは株式市場の売買高を70%占める大口顧客の機関投資家からの要請であり、それはまさに市場の声を反映させたものであった。

その後、銀行預金金利自由化、銀行窓口投資信託販売、銀行の保険業務参入、銀行の州際業務規制緩和、銀行の年金販売等の改革が施行された。また、この改革と並行して銀行の証券業務参入、持ち株会社による金融業務範囲の拡大、銀行と証券とのファイアー・ウォールの解消等の規制緩和が順次実施された。

メイデー以後の売買手数料の自由化は証券会社の収益に大きな影響を及ぼした。機関投資家相手の証券会社はこの自由化による収入減をカバーしなくてはならなかった。手

数料依存の体質から脱却、新たな業務としてディーリング業務、M&A、引き受け、機関投資家向けの資産運用・管理・アドバイス業務等による収益強化を遂行した。一方、個人相手の証券会社は投資相談の強化、資産運用、投資サービスの多角化等の経営方針の変更をした。この結果、経営方針がハッキリした会社生き残る事になった。一方個人相手の証券会社の手数料を既存の業者はそれほど下げなかったが、安い手数料を武器にしたディスカウント・ブローカーや私設場外取引システム、今日のインターネット・ブローカー等の出現をみた。メイデー以前から、米国の証券市場は参入も自由、新商品導入の自由、新サービスも自由というように自由度はかなり高かった。しかし、売買手数料の固定化は活発な新商品や金融手法の創意工夫をする機会を奪っていた。米国の金融改革は、官主導というよりも市場の要請に基づいて改革を長い年月をかけて継続的に進めてきたおかげで革新的新商品、金融手法を開発創造する基盤が整備されていた。

米国の金融制度改革においての特徴は、市場ルールは金融機関性悪論に基づいて制定されている。市場の自由化とは全てが自由いう事ではなく、その中で最低限のルールが常に存在するという事である。一連の規制緩和のなかで、自由になる規制と並行して、その弊害、安全対策、投資家保護、投資環境整備、銀行破綻の場合の預金者保護、ディスクロージャーや時価会計制度、外部監査制度、自己資本比率規制、不正行為罰則強化、金融機関の透明性や健全性等の市場ルールを徹底させている事である。これらの改革を概観すると、株式売買の手数料の自由化からの始まりであるが、この自由化は銀行の手数料決済業務に大きな影響を与えてた。本来、直接金融システムは創意工夫により色々の新サービスや新商品を生み出せる土壌がある。しかし、規制が収益を保証していた銀行業務は規制緩和の進行と共に収益が縮小する傾向にある。その収益減を止めるためには新商品開発、サービス強化等への転換をし、今までの規制によって生み出され、守られた収益からの脱却が必要であった。今まで規制に守られていた銀行は金融自由化の過程のなかでその活動が停滞し銀行の収益が縮小してきた。種々の金融規制緩和は銀行業務の規制を緩和する事が中心として施行され、銀行に規制で守られた業務を転換する機会を今日まで与え続けて来たのである。金融改革は間接金融システムの基軸である銀行の業務の規制緩和を行い証券市場を中心とした直接金融システムへの転換を促して来たのである。

(2) 金融改革と VC 活動

75年のメイデー以前から長い年月をかけ小さい改革は施行されていたが、75年の5月に始まったメイデーと呼ばれる金融改革からは市場の声や要請に答えるという形で継続的に断行されてきた。そこから多種多様の金融手法、金融商品が生まれてきた。常に民間主導で市場ルールが創造され、市場に合わない規制は撤廃されてきた。民間主導がVBを誕生させVCの設立へとつながっていった。

第2次大戦前後の米国経済は公共事業と軍事産業が中心であった。フォーチュン500社にリストされる大企業が社会的、経済的な影響力を持った大企業経済であった²⁾。企業の生産規模が広がるほど生産コストは低減すると考える「規模の経済」論が主流であり、中小企業やVBに対する世間の認識は大企業の補完的な存在程度であった。VBは80年代まで中小企業との位置づけであり、VBやVCが目立った活動はなかった。VCの活動はすべてVBの活動と並行比例しておりVBとVCは車の両輪である。80年代以前は米国は銀行貸出を中心とした間接金融の時代であった。この時代にVCらしきファイナンスカンパニーが出現したのはボストン地区のARD(46年設立, Americann Resaerch and Development)である。第一次VBブームといわれる60年代当時のハイテクブームにより民間VCとSBIC (Small Business Invesstment Company)を中心とした投融資が発展した³⁾。

VCの投融資が活発になったのはメーデー後の78年から81年の期間に以下の様な数々の規制緩和が施行されてからである。

- ①キャピタルゲイン課税率の引き下げ (78年)
- ②ERISA(従業員退職所得保障法)の規制改正によりVCへのファンドの出資が可能になった (79年)
- ③株式公開基準の緩和 (78~81年)

SEC(証券取引委員会)による登録事務手続き, 報告義務の簡素化

NASDAQ(店頭市場)における銘柄適格基準の引き下げ

この時期ハイテクのメッカであるシリコンバレー地域の企業向け投資が増加した。78年

図表1 アメリカNASDAQ市場の成長過程 (1982~92年)

	登録会社数 (社)	新規登録会社数 (件)	売買高 (百万株)	1日平均 (百万株)	売買代金 (百万ドル)	IPO (十億ドル)	1銘柄あたりMM (社)
1982	3,264	110	8,432	33.3	84,189	1.15	7.6
83	3,901	637	15,909	62.9	188,285	11.21	7.4
84	4,097	304	15,159	59.9	153,454	2.77	8.2
85	4,136	294	20,699	82.1	233,454	4.00	8.4
86	4,417	570	28,737	113.6	378,216	9.65	8.0
87	4,706	402	37,890	149.8	499,855	6.11	7.5
88	4,451	159	31,070	122.8	347,089	2.13	9.4
89	4,293	148	33,530	133.1	431,381	2.16	10.0
90	4,132	134	33,380	131.9	452,430	2.39	9.4
91	4,094	320	41,311	163.3	693,852	7.84	10.1
92	4,113	432	48,455	190.8	890,785	11.21	11.5

(原出所) NASDAQ, *Fact Book*, 各年度版より作成。

(出所) 忽邦憲治著『中小企業金融とベンチャー・ファイナンス』東洋経済新報社, 1997年 p.94

の民間 VC が100社だったのが87年には650社に増加した。VC の戦略は新しい VB から多額の利益還元を期待する投資家を集め、VC のファンドを豊かにして VC の業績向上を達成するため、VB に対し財務管理、販売管理、経営管理等会社運営のコンサルタント以上に関わり投資収益を上げる。VB 投資をするまでの事前調査は徹底的に行い分析して投資利回りが高いと判断すれば VB にコミットする VB 投資専門会社なのである。メーデーの金融改革を契機として規制緩和された証券市場を利用して VC は証券投資以上の利回りを追求する。VC の投資リスクは投融資資金の回収の可能性のリスクである。投資先の破綻や株式公開の可能性がないのも回収リスクなのである。VC の投資資金回収は、直接金融システムを利用した IPO (Initial Public Offerings=株式公開：株式発行市場が活況の時の値上がり益) と Acquisition (株式買収：株式市場低迷時に仕入れる) の組合せが主流である。金融改革後、VC の投資戦略として開発された投資手法で現在でも一般的である⁴⁾。

2-2 英国の金融改革の背景と VC 活動

(1) 英国の金融改革

英国における金融改革は三度の改革を経て為し遂げられた。1971年の競争と信用調節、81年の新金融調節方式、86年のビッグバンである。86年のビッグバンにおける金融資本市場の自由化政策が英国における金融改革の最終段階と考えられている。金融・資本市場自由化政策の経緯と背景を見てみると：

- ①79年の外国為替管理の撤廃の施行により資本移動を自由にし、海外からの金融資本を導入し英国の金融・資本市場の再編を進める計画であった。しかし、投資家の海外株式保有率が上昇、海外への資本流出が進んだ。85年英国証券市場の株式売買高が東京市場の1/5へ地盤沈下。
- ②金融・資本市場の国際化は米国を中心とした外資金融機関の進出を促し、彼らのグローバルな経営戦略で活況を呈した。地元の英国証券会社は前近代的な体質で閉鎖的で保守的な体制のため金融資本市場においてその地位が低下してしまった。
- ③コンピュータや通信技術の発展は世界市場を一体化した。投資家及び証券業者はその情報通信技術を利用しロンドン市場だけでなく各国の金融市場にアクセスが可能になり、証券取引がロンドンから、ニューヨーク市場などの海外市場へとシフトしたため、市場の空洞化現象を起し、ロンドン市場の存在基盤を揺るがす結果となった。

一般的にビッグバンというとロンドンの金融センターであるシティーの証券市場改革の事を指すが、広義に解釈すると金融改革であり、金融市場の再編成とそれに伴う法改正をも意味している。このビッグバンを要約すると、ロンドン証券市場の抜本的な改革、国内と海外の金融資本を流入させ証券市場を活性化させる、投資家保護のための金融サービス法の施行、手数料の自由化、情報や取引の国際化・機械化の強化等である。

この様な改革の結果、次の様な成果をみる事が出来る。英国の GDP に占める金融業務分野の割合は85年の13.6%から90年の17.2%へ増加。手数料の自由化によりどこの金融市場でも通用する国際的な手数料体系が構築された。コンピューターや通信技術の発達で情報は瞬時に平等に行き渡り、トレーディングやデリバティブ等のハイテクの取引を可能にし、金融商品のイノベーションが活発に行われた結果、市場に対する信頼度が上がった。ロンドン市場はユーロ市場として世界の金融センターとなり投資銀行の拠点となった。

英国の金融制度改革の大きな特徴は、金融市場の改革が主であり自国の金融機関を守る姿勢はない。その結果、金融市場のグローバル化への転換はユーロ市場の中心としての位置づけは達成したが、大部分の金融機関は外資系となった。企業が他国籍であってもその従業員は英国人である。雇用面からいえば新たな雇用を創造した功績は大きい。市場のグローバル化を大前提にし自国の業者を保護するより国益が大きいと決断した結果である。

(2) 金融再編成と VC 活動

86年ビッグバン以降の多くの規制が緩和され間接金融システムから直接金融システムへの転換は英国の VC 活動にも影響を与えるはずであった。しかし、英国の VC の特徴として VB のスタートアップ段階に投資する VC が少なく、成長段階後期になれば対応するという VC が多いのである。英国の VC の投資手法は米国と若干異なっている。バイアウト (Buy-out, 買収) と呼ばれる手法により投資する傾向が強い。MBO (Management Buy-out), MBI (Management Buy-in), LBO (Leveraged Buy-out) と呼ばれる企業の経営権譲渡に出資をするのである。サッチャー政権の規制緩和自由化により公益事業、公社の民営化が80年代半ばから実行されその手段にバイアウトが利用されたことから一

図表 2 米英 VC の投資ステージ別比較
(金額構成比, %)

	米国	英国
シード	6.0	1.1
スタートアップ	17.2	
アーリーステージ	15.0	
エクспанション	41.8	25.1
買収	8.8	70.3
その他	11.2	3.6

(出所) 小野正人著『ベンチャー起業と投資の実際』東洋経済新報社, 1997年, P.126

一般的になった。

BVCA(British Venture Capital Association)によれば、英国内への投資が会社数で88%、投資額で87%を占めている。成長初期段階への投資は会社数で16.9%、投資額で6.5%を占めるにすぎず、成長後期段階への投資が圧倒的比率を占めている。とりわけ、MBO/MBIの比率は高く、件数で25.6%、金額ベースでは64.6%に達している⁵⁾。最近のVCの投資額は増大しているが、成長初期段階のVBへの投資額で10%にも達しない。VCの投資対象企業はサービス産業、消費者関連企業が多くバイアウトが盛んな産業分野が多く日本や米国の様にハイテク産業への投資は少ない。

中小・中堅企業の資金調達の間としての証券市場(USM, 第3市場)から正式市場への移行が容易となり上場企業の減少をみて廃止。95年にスタートしたUSMに代わるAIMが設立されたが低流動性の問題や、実質基準は米国のNASDAQに及ばず低迷している。ビッグバンが施行されてから12年経過しているが、メインの金融市場はグローバル化へと転換し、シティーとしてユーロ市場の中心に成長した。しかし、VCの主戦場である金融市場は活況を呈していない。いまだにバイアウトの手法がVCの投資戦略の主流ということは、MC(Marchant Capital)⁶⁾の粋を出ない。VCの活動すべき市場はビッグバンによってもその市場がまだ未整備である。

2-3 米国メイデーと英国ビッグバンの相違

両国とも株式売買の手数料自由化を一つの契機として始められた金融改革である。しかし、改革の背景が若干相違する。米国では手数料の自由化が施行される以前から新規参入も業務規定も原則自由といふかなり自由な市場環境が存在していた。手数料自由化が商品開発や投資家に対するサービス、情報の提供をもたらした市場の活性化のインセンティブとして大きく貢献している。市場の混乱もなくこの自由化を契機に米国型の金融技術開発の競争が行われてきた。英国の場合、ビッグバンまで金融業界は規制と一部の既得権者で運営されていた保守的、閉鎖的な金融市場であった。彼ら金融業者は規制を盾に利益を享受してきた。規制で競争がなく利益がでる金融市場はまさに間接金融のシステムの特徴をそなえている。英国はビッグバンによって間接金融システムから直接金融システムへとドラスティックに施行したため規制の中で生きてきた金融業者にとって直ぐに順応するのは無理であった。きわめて保守的で閉鎖的な国内市場をいっきにグローバル市場へ転換したために多数の外資系の金融機関が市場に参入し混乱を生じ、すぐには業務に対応出来ない面があった。この場合、業務の多様化はすぐには進まず、大口機関投資家を取り込むための手数料引き下げ競争に走り、企業の体力競争に陥り結局は地場の証券業者は外資系の金融機関に吸収されてしまった。米国の場合は金融改革の一つとして株式手数料の自由化を契機にスタートさせ新金融商品の開発、金融手法の発展を実現させた。今日の証券市場を基盤としたVB/VCの発展を達成し、産業構造、金融市

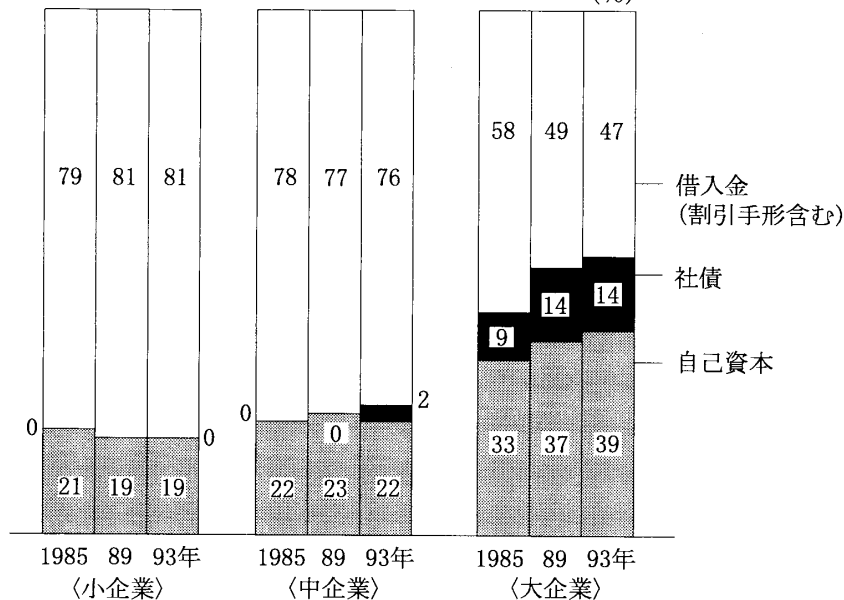
場の変革を為し遂げその経済は最高潮である。英国の場合はリスクを積極的に取る投資には未だ抵抗がある。金融改革を断行しても伝統的な投資様式の転換には時間がかかる。

3. 日本の金融再編成

3-1 戦後の経済金融政策

戦後の経済政策は官主導の行政指導で経済再建計画が実行された。高度成長経済の実現のために法律や規則による産業育成、指導、保護の官主導経済復興政策を実行した。このシナリオでの産業振興策は日本経済を復興させた。戦後50年過ぎてもこの官主導による経済運営の枠組みから脱却出来ず、日本経済そのものが護送船団方式により経済運営が管理されている。日本に存在する金融機関の種類は多い。これらの金融機関同士の競争を制限して規律を遵守させ、金融機関の存在を保障する。これが「護送船団方式による金融行政」と「金融機関の横並び意識」である。企業が慢性的な資金不足で間接金融システムにしか資金調達の道がない高度経済成長時期においては一応評価された。しかし、金融機関は大蔵省を頂点とする護送船団方式で長期に渡り管理され、金融機関に集められた資金は産業発展のため大企業に融資する枠組みが構築されていた。長い間、日本の金融構造は、間接金融が主体で、企業は銀行借入で事業を発展させ金利以上の収

図表3 企業規模別に見た資本構成の変化 (%)



注) 大企業は資本金10億円以上、中小企業は資本金1億円以上10億円未満、小企業は資本金1億円未満の企業
 (原出所) 大蔵省「法人企業統計」による
 (出所) 泰信行・上条正夫 編著『ベンチャーファイナンスの多様化』日本経済新聞社、1996年、P.164

益を達成すれば企業運営が出来る借金経営が企業成長に重要な役割を果たすと考えていた。大蔵省の護送船団方式で運営管理された金融機関は国内市場で揺るぎない地位を築きその影響力は強大になった。その手法は金融機関と産業界の関係に適用され、特にメインバンク体制による護送船団方式で企業活動を支配してきた。企業の財務管理、人材管理、経営方針にまで干渉する金融機関の護送船団方式企業管理はその典型であろう。金融機関の企業に対する優位性は大企業だけでなく中小企業にも顕著に見られる。経済全体が規制で管理されていた高度成長期の時は銀行による企業管理はうまく機能して銀行も企業も発展した。長い金融機関優位による間接金融システムでの産業支配が続いた後、日本経済がグローバルな市場経済へ移行するなかで金融機関だけが市場経済に逆行するような規制市場に安住はできない。市場経済では直接金融システムを中心とした金融システムが中心的役割を果たすからである。

3-2 金融システムの現状と日本版ビッグバン

日本の金融業界における業務分野規制は新規参入を認めず、業界内の秩序を厳守するための護送船団方式の金融行政は金融のシステムの安定のためには大きな貢献した。この金融行政のもとで経営効率の良いところは悪いところの歩調に合わせ、新金融商品でも同時に発売、新金融システムも同時営業と常に横並びであった。市場経済のなかで日本の金融機関がコスト競争力、金融商品開発力、金融システム技術革新力、自己資本力等の面で欧米の金融機関に大きく遅れることになる。日本の金融機関の横並び経営の弊害が現在の金融機関の構造改革をスムーズに遂行出来ない要因となっている。

日本経済が大きくなり国際化し低成長期になると、今までの規制が企業活動を圧迫し始めた。原則自由という市場を求めて企業活動は海外市場へと進出し、海外の金融市場で独自の財務管理を実行した。護送船団方式による規制で生み出される収益依存体質から脱却出来ない金融機関は企業に対する影響力を次第に失う事となった。企業は市場経済の中で独立をし始め金融機関離れを起こした。銀行は規制とカネという武器で間接金融市場のなかで企業支配を今まで容易にしてきたが、市場経済のなかでは企業は自由に資金調達するようになった。大蔵省の庇護のもと国内の金融業務ルールを作りあげたが、国際的な認識との差は歴然としており、「日本の常識は世界の非常識」と言われる様な事件が米国で発生した（大和銀行の巨額損失事件等数件）。

企業は規制を嫌い、銀行は規制を頼るこのギャップが今日の銀行の経営状態をよく表現している。金融規制の時代に銀行による企業支配は銀行の独断専行を許した事が、低成長の時に必要もない融資を企業に強要しバブル経済を生み出した。間接金融システムは金融機関にとって非常に都合がよく確実に利益を生み出すシステムなのである。バブル期に融資競争に走った結果今日の不良債権を抱え、金融機関主導の間接金融システムが市場経済のもとでは機能しない事を認識させられたのである。

現在の日本の金融システムは不良債権問題、構造不況、経営倫理問題等で出口が見えず崩壊寸前である。96年に橋本内閣が日本の経済の再生と金融再編成と金融機関の国際化、活性化を目的として日本版ビッグバン政策を打ち出した。この時点では不良債権問題は現在の様に大きくなく水面下に隠されていた。国際金融市場はこの金融機関の不良債権が完全に整理されなければ金融システムの安定はありえないとのメッセージを発信し続けた結果97年大手金融機関破綻等により不良債権問題が再びクローズアップした。

金融機関の自己査定による不良債権の額は77兆（97年9月末）これは従来発表された不良債権の3.5倍である。景気の低迷、地下の下落が続けば、不良債権が増えその処理資金が増加する。日本版ビッグバンまで金融機関は緊急に不良債権を処理、財務体質を強化し、世界の金融機関との競争で生き残る経営戦略をたてなければならない。証券市場の低迷によりこの処理の原資である保有有価証券の目減りで16.5兆（95年末）から1.3兆（97年末）へ含み益が減少、金融機関は不良債権の証券化や担保不動産の売却により直接処理をしなくてはならなくなった。不良債権処理により金融機関の利益格差がでて、統合、淘汰が進展する。金融業の現状を概観すると企業部門の資金余剰、金融業界の競争拡大、新規参入問題、市場型商品取引の増加等、早急に解決しなければならない課題が多い。これらの環境もとで対GDP比97%にもなる銀行の貸出残を減少させ、抵採算の過剰貸出から専門分野に経営資源を集中し、多様なサービスを提供出来る高収益の経営体質を構築しなければならない。

日本版ビッグバンの目的は市場競争原理を導入し効率化した金融システムの改革を推進し、21世紀の経済発展を達成する事である。護送船団方式のもとでの日本の金融機関は80年代以降の世界的な金融改革から遅れをとり市場の効率化、自由化、新商品開発、サービス開発等で国際金融市場で劣勢となった。日本の金融市場は改革の遅れの影響で空洞化を起こしつつある。2001年4月迄に一挙に金融改革を断行し日本の金融機関は国際金融市場システムのなかで欧米の金融機関と対等に競争できる体質に転換しなくてはならない。しかし、すでに欧米の金融機関との格差はあらゆる面で拡大しており、不良債権処理問題を抱え欧米の金融機関にキャッチアップするのは厳しい状態である。世界の金融機関は大きな金融機関の合併、国を越えた合併等金融界のさらなる再編成が始まっている。日本は急速な対応を遂行する必要がある。

日本にも変化の第一歩の動きが見られる、間接金融システムから直接金融システムへの移行である。企業の長期資金調達に普通社債の発行により97年度は約8兆8千億の史上最高を記録した。98年も企業の資金調達に社債発行で行い発行が急増している。背景には、金融機関の貸し渋りや、自己資本比率、不良債権等の問題で金融機関の融資圧縮にある。本来、普通社債による資金調達は設備投資費用に充てられるが、借り入れの返済や金利低減による社債の借り換え、手元流動性の確保が目的で、間接金融システムへの決別を意味している。勿論、すべての企業が社債を発行できるわけではなく、格付け

がシングルA以上の企業に現時点では限定されている。将来、社債発行が増加し、流通市場が整備され、投資家層の拡大等色々解決しなくてはならない課題があるが、トリプルB格以下の企業でも発行出来る市場となるであろう。この動きは、金融システム不安、貸し渋りからの企業の自己防衛策ではあるが、ビッグバンとは直接金融の時代への移行なのである。日本版ブリッジバンクを中心とする金融再生トータルプランが提案され金融システム安定化が一步前進した。経済不況回復のためには、新規事業創出のための規制撤廃、VB事業への投資等ビッグバンのプログラムにあるが、2001年ではなく今すぐに動き出す必要がある。

3-3 VCの現状と課題

日本の金融改革は現在進行中である。再編成が達成されるのはビッグバン後であろう。日本の金融改革は欧米を中心とした80年代以降のグローバルな改革の流れから取り残された。日本の金融市場、金融機関は国際競争で常に劣勢であり、世界の金融手法が日本の金融市場では機能しない閉塞状態である。ビッグバンによって金融市場は一変し、金融機関の経営、業務は方向転換をするだろう。間接金融システムから直接金融システムへの転換である。この転換によって金融機関の市場での収益力、商品開発力、コスト管理等の経営力が問われる。これからのVCはビッグバンによる市場改革に見合った独自の金融手法を創造しリスク管理をし新たな金融市場に参入することが必要である。

94年頃から始まった第三次VBブームは新産業を創出しようとする事よりも先に、多種多様の産官学の支援の手法に焦点が合わさせられた。言い換えれば支援策のブームによってVBブームが創出された。通産省は産業空洞化の対策にはVB育成が必要との観点から積極的に支援策を提言した。これに追従したのが大蔵省、文部省、郵政省等である。支援の柱はベンチャー支援財団、ストックオプションの導入、店頭市場の特則銘柄⁷⁾の新設、政府系金融機関の融資枠拡大等であった。しかし、ブームに乗った自治体は横並び意識で独自のノウハウもなく適正人材不足で失敗した。一方では、この支援プログラムに銀行とVCが大きな役割を果たした。生保、損保、地銀系等のVC87社が新設され投資額は前年比5.7%増加した。この状況が変化したのは97年の景気低迷によるVBの業績悪化、金融システム不安、貸し渋りにより金融機関は一気に融資を回収、VCも追従したためVBブームも終焉した。米国では90年代前半に貸し渋りが起きたがVCがVBに投資をしてVBの資金調達を助けた。日本のVCの投資動向は機関投資家や銀行と同じであるという事がこの一連のVCの融資回収で明らかとなっが、VC自体の倒産も増加した。米国においても90年代前半に大きなVCの倒産をみたが、投資額は少ないがVBの経営に参画し多面的な支援をしたVCが生き残った例もある。日本で支援を受けて拡大路線を走ったVBは融資返済と新たな資金調達源の開拓という二つの問題を抱えてしまった。VBの資金調達の場合店頭市場が市況低迷で資金調達の道が閉

ざされ公開企業が半減という状態である。第3次ブーム（94年～97年）はバブル崩壊後の景気停滞のカンフル剤として産官学による大がかりな支援体制を構築し資金だけでなく情報、人材教育等の支援体制も作りあげたが、この支援は第一次（70年代前半）、第二次（80年代前半）とは違って、VB/VCが精力的に活動できるインフラが整備されず、机上の論理だけの支援策が一人歩きした結果、金融システム不安と共に終焉した。また、政府系金融機関の97年度のVB融資額も前年度比23%減少した。日本のVCの投資戦略はIPO（株式公開）での投資回収であり、公開スケジュールに沿った中堅VBへの投資が中心であった。97年、株式公開した420社にVCが投資をしたが、前年比18%減少し、投資企業倒産は増加した。この結果、投資損失額は前年の3倍になり、VCの損失は収益圧迫、投資意欲の低下につながた。要因としては銀行、証券系のVCの人材に課題がある。出向者の在任期間が短く、投資経験が少ないため投資先の経営状態の分析、VBの財務管理、経営指導が出来る人材がない事である。これからのVCにはVBに経営参画し、投資先の収益増加をはかる経営能力を備えた米国ではベンチャーキャピタリストと呼ばれる人材が必要である。

3-3-1 VC形成過程の問題点

- (1) 60年代：米国のSBCIをモデルとして中小企業投資育成会社を設立したが、米国の様にVBの資金支援ではなく発展期の中小企業に資金供給をしてVBには眼を向けなかった。
- (2) 72年～74年：重厚長大産業から軽薄短小への産業構造が変貌するときにVBの排出があり、それに伴ってVCが設立されたが、VCの認知度が低くあまり利用されなかった。
- (3) 82年～86年：コンピューターを中心にハイテク技術の利用による生産技術革新の時代にVBのブームが訪れたが、円高不況によるVBの倒産がVC投資方針を中小企業融資へと転換してしまった。
- (4) 94年～97年：産官学によるVB/VCの支援策が新産業の発展を目標に景気回復のカンフル剤として施行されたが、銀行、保険、証券系のVCが多いため親会社の投資方針が金融システム不安によりVBからの融資回収という方向に変化し、VBの倒産が増加した。

3-3-2 VCの課題と対策

(1) 官主導の行政指導による経済政策

日本経済が官主導の産業発展支援で大企業中心の経済であり、中小企業は産業構造の中でも大企業の補完的な役割を果たしていた。金融機関も中小企業は限界的な融資先で

あると認識をしていた。その結果VBは中小企業よりも小さな企業と分類され、金融機関の融資戦略からは重要視されてこなかった。

(2) 投資行動様式

VCはハイリスク・ハイリターンが経営戦略で証券投資より大きい利回りを目標にしている。リスクな経営上の課題を持ち、資金調達が困難なVBに投資をする事はVCがVBのこれらの問題を事前調査し、リスクを徹底的に分析した上での決断である。この投資分析にはベンチャーキャピタリストと呼ばれる専門家が必要である。VC自体が多額な余裕資金を保有し、VBに投資するのではなく、VB投資により多額な投資利益や配当金を期待するVCに出資する投資家を集めてファンドを作りその資金を成長性のあるVBに投資し業績をあげるのがVCの役割である。米国のVCへの出資者はハイリスク・ハイリターンを許容しているのである。これが米国のVB/VCに対する投資マインドで、この投資文化は米国の歴史的なものなのである。日本の護送船団方式の間接金融行政に長年慣れひたしんだ人には無理がある。米国のVCは100案件の内厳選して2～3件に投資をするぐらい慎重である。日本のVCの投資姿勢は米国と次元が違うのである。

(3) 経営母体の相違

72年に日本で最初のVC、京都エンタープライズデベロップメント(KED)が誕生したが、VCの設立がラッシュしたのは80年以降である。上記4つの問題点に共通するのは経営母体が大手中金融機関ということである。VCの数は120社で、金融機関としては小規模で銀行系と証券系で70%を越える。米国と比較すると640社の80%が独立系ある。日本の場合、大手中金融機関の子会社でその組織は不明な部分が多く、経営方針は親会社の影響が強く、その経営状態を知る事は非常に難しい。親会社のための利益追求が第一の目標

図表4 設立の系列別VC数

	80年	81	82	83	84	85	86	87	88	89	90	91	92	93	95	合計
証券系			5	7	1	1		1		1	3	1				20
銀行系				1	3	1	1		1	1	1		1		1	11
地銀独立系					2	1				1	1					5
地銀&VC				1	15	12					2	1			2	33
保険系						1				1	3	3	2			10
年金資系	1		1			1								1		4
独立系&他		1		5	5	3			2		2	3	1	2	2	26
合計	1	1	6	14	26	20	1	1	3	4	12	8	4	3	5	109

(注) 94年は設立なし

(出所) JAFCO資料より作成

とすれば、その投資決定や行動に制約が生ずる。米国の様に VC 活動を産業界や投資家にその情報、運営、事業目的、組織構造を広く公開し、企業、個人投資家、金融機関に VC の活動理念を認識させる様な独立系の VC が多く排出しなければ日本の VC の成長はありえない。

(4) 金融システム

80年以降金融自由化の進展（ユーロ円取引拡大、預金金利の自由化、外国為替取引の規制緩和等）により金融緩和時代に入り、金融機関同士の競争で銀行の融資スタンスが変化し中小企業にも融資先を広げた。現在でも中小企業の銀行借入れは80%の依存度である。この事実は日本において VB の資金調達が間接金融主流である事を実証している。不況になれば VB 投資を押さえ中堅企業融資を増やさなければ経営が安定しないと言う側面もある。金融機関は過去の会計情報をもとに融資に対する継続的情報蓄積で審査基準を作成し、ローリスク安定利息収入という枠組みを設定した。金融機関は融資するときこのルールブックを使用すれば判断基準を容易に、融資サイドに有利なように設定されたりリスク査定がすぐ出来る。何かあっても誰も責任を取らないというきわめて都合のよい硬直した物差しなのである。この古びたシステムを金融機関は長年使い慣れており使い易いので間接金融から脱却出来ず、彼らから柔軟性、発想等の思考の芽を摘んでしまった。柔軟性と発想が必要な証券市場を中心とした直接金融システムが有効に機能してこそ VC の VB に対する投資が可能なのである。63年の政府系投資育成会社の創業、70年の民間 VC の設立等は本格的な VC の発展ではない。80年代の投資事業組合方式の導入を契機に VC 業務の基盤が整備されたが、ビッグバンをひかえて VC の活動場所である店頭市場のより一層の活性化を実現しなければ VC 業務の進展はない。

3-4 VCの再構築

米国では VB が産業構造の変革に大きな役割を果たすためには、VC の存在の重要性が早くから認識されていた。また VC 業界を発展させるためにこれまで多様の規制緩和を矢継ぎ早に打ち出した。79年の従業員退職所得保障法 (ERISA) では VC を含むハイリスク投資を許可するように改正された結果、独立系 VC の資金調達源泉は年金基金で 50%⁹⁾ 近くに達している。80年、ERISA のセイフハーバー規則で基金の運用に関して自由裁量権を持つことが出来た結果、VB の起業が活発となり VC の産業界での基盤が確立した。

米国には VC の業界団体 NVCA (National Venture Capital Association)、NASBIC (National Association of Small Business Investment Companies) が早くから VC 業界をまとめ政府へ業界発展のため多様な規制緩和を要望し上記の様な緩和が実現した。VB の成長発展→雇用、消費の拡大→生産増、設備投資の増加→株式市場の活況という様に現在の米国の景気サイクルがある。これを称して米国における新経済理論の一つと言わ

れている。このサイクルは現在の株式市場の活況と言う現象があつて可能なシナリオである。金融市場が間接金融システムから直接金融システムにすでに移行し整備されているので不況に陥ってもこのシステムが機能しなくなる事ない。もし、機能しなければ、また新しいシステムが出現するのが米国の市場である。何故ならば、市場の要求によって制度が変わり文化だからである。この発想が日本のメンタリティーと相違する。

日本の VC 業界を再構築するにはまず業界団体を設立することが急務である。日本の場合は金融機関の子会社が多く、親会社の思惑でまともらず現在も設立されていない。業界団体が無いと統計資料、業務分析、業界情報等が集積されない。また政府に VC 政策、改革、提言、問題等を提言出来なし、情報が広く一般に伝わらない。

再構築のための提言を要約すると：

- (1) 米国の独立系の VC が全体の80%以上と比較して日本は金融機関の VC が中心であり日本の独立系は7%にすぎない。日本の VC は投資決定で親会社の投資方針に左右される。リスクを取らないため、VBが一番資金を必要とするスタートアップ期の資金支援が出来ない。提言：独立系 VC を増加させる。

図表5 米国の VC のタイプ別社数

	独立民間系	金融機関系	事業会社系	合計
1990年	514	68	82	664
91	497	63	80	640
92	515	33	69	617
93	498	62	77	637
94	461	57	73	591

(資料) Natinal Venture Capital Association (NVCA) "1994 Annual Reveiw"

(出所) 泰信行・上条正夫『ベンチャーファイナンスの多様化』日本経済新聞社、1996年、P.158

- (2) 米国では年金資金が VC の50%以上の投資資金として出資される。日本の場合は VC の資金調達源泉として年金ファンドからの出資は法律で規制されている。日本の VC の資金源は親会社か金融機関である。提言：規制緩和し年金ファンドからの出資を認める。

- (3) 投資事業組合は米国の LP(Limited Partnership=リミテッド・パートナーシップ)⁹⁾を模倣したものを導入したが、米国の様に事業組織形態の主流になれない。責任、報酬規定、管理運営等に関する問題でファンドの運営の主流にはなりきっていない。提言：米国同様の PL にするには日本の税法の基準を改正する。

- (4) 株式店頭市場の機能拡大が必要。米国では NASDAQ (店頭市場) の盛況は株式公開を目標にしている VB に対して VC をはじめ一般の投資家が未公開ステージの時価

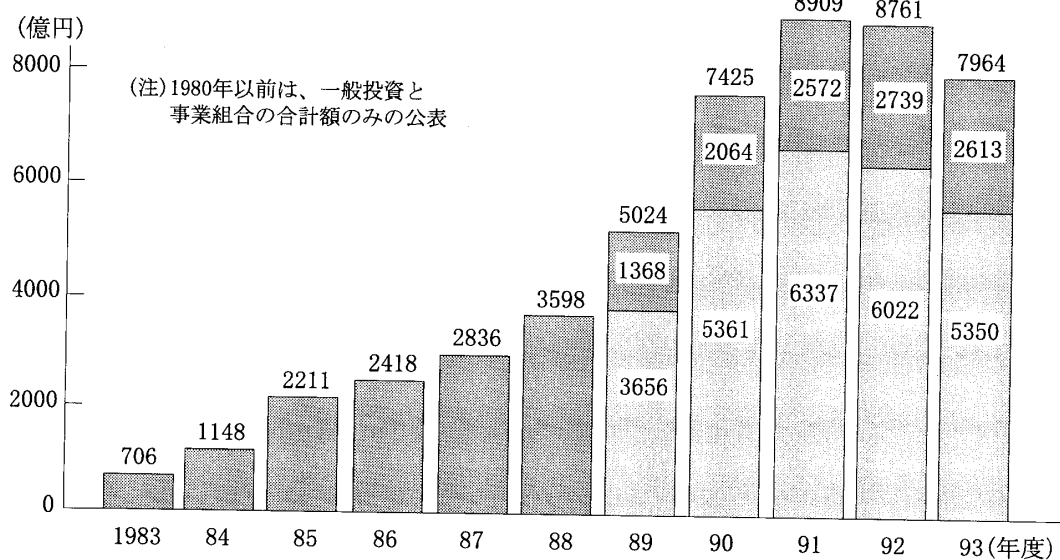
図表6 米国 VC の資金調達

		78	90	91	92	93	94	95	96年
調達額・億ドル	年金基金	—	9.8	5.3	10.7	15.0	17.3	16.6	29.7
	財団・基金	—	2.4	3.1	4.6	2.7	8.1	9.6	13.2
	保険・銀行	—	1.7	0.6	3.8	2.7	3.6	7.8	4.0
	事業会社	—	1.3	0.6	0.8	2.1	3.4	0.9	11.9
	個人・家族	—	2.0	1.5	2.8	1.9	4.4	7.4	4.6
	海外	—	1.3	1.5	2.8	1.1	0.9	1.3	2.6
	合計	—	18.5	12.7	25.5	25.5	37.6	43.6	66.0
同上構成比・%	年金基金	15	53	42	42	59	46	38	45
	財団・基金	9	13	24	18	11	21	22	20
	保険・銀行	16	9	5	15	11	10	18	6
	事業会社	10	7	5	3	8	9	2	18
	個人・家族	32	11	12	11	7	12	17	7
	海外	18	7	12	11	4	2	3	4

(原出所) Venture Economics, VC Yearbook.

(出所) 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, 1997年, P.153

図表7 日本のベンチャーキャピタル投資



(注) 1980年以前は、一般投資と事業組合の合計額のみ公表

- 事業組合：企業や投資家からベンチャーキャピタルが資金を募って投資する
- 一般投資：銀行からの借入金や親会社からの出資などを財源にベンチャーキャピタルが投資する

(原出所) 『日経ベンチャー』および日経産業新聞(1994年5月23日付)

(出所) 松田修一監修『ベンチャー企業の経営と支援』日本経済新聞社, 1994年, P.135

発行増資に積極的に投資をする。日本の店頭市場は規制緩和はある程度されているが株式不況もあってその緩和が浸透していない。提言：マーケットメーカーのシステムを米国の NASDAQ 様に設定する。

(5) 日本型のエンジェル組織が構築されていない。日本で VB の起業率が悪く、成長が遅い理由は起業時やスタートアップ期に必要なエンジェルからの資金供給が少なかった。エンジェルを育成するには事業の内容、市場性、リスク度等の情報へのアクセスが容易に誰でも出来るシステムが必要。提言：ベンチャーキャピタリストの育成を早急に実現し、彼らからの情報入手システムを構築する。

上記の提言は米国の VC の現状に照らし合わせているが、すべてをそのままを導入するのは今までと同じ様に模倣の枠組みから抜け出せないで日本型にするには民間レベルの創意工夫とアイデアが必要である。

4. 結び

戦後、日本経済は官主導の復興計画の下で日本経済は再生した。行政指導の経済政策は戦後50年を経ても継続されている。その典型が大蔵省の護送船団方式による金融機関の管理政策である。大蔵省の許認可行政、情報独占、裁量行政、為替管理等の保護行政による金融システム管理は戦後、銀行の破綻、金融システム不安、信用不安等をもたらす経済混乱から日本を50年間防衛してきた。大蔵省にとって間接金融は規制する事で管理し易いシステムであり、国の金融システムを管理するのに非常に便利であるこのシステムを利用した。また、日本の金融機関は自立せず大きなリスクはすべて大蔵省の裁量にゆだねる官民癒着の構図の中に安住していた。

しかし、世界はグローバルな市場経済へと移行、その産業構造の転換をはかっており、金融市場でも間接金融システムの市場支配力はなく直接金融システムの機能がなければ金融市場はグローバルな市場として世界から認知されないのである。米英ですでに施行された金融改革が間接金融から直接金融システムへの移行を示唆している。この日本の金融システムの転換の遅れは、金融機関の破綻、信用不安、金融機関自立性の喪失、情報不開示をもたらす経済不況に陥らせた。ビッグバンという大金融改革の下、金融機関の再構築をしないとはならない。ビッグバンとは産業界の中で一つだけグローバル経済のなかで変革の遅れた金融市場を市場原理を基盤とした自由で、正しい情報取得可能な市場機能を備えた市場を創造する事である。正確な情報を備えた自由な市場は破綻処理、信用不安解消、金融機関のリストラ等の市場の健全化、浄化作用を促す機能を自ら備えている。

米英の金融改革は米国の75年メーデー、英国の86年ビッグバンを契機にスタートし現在に至っている。その長い期間の経験則に下ずいて多様な規制緩和が施行され米国の株

式市場の活況、英国のユーロ市場は世界の金融センターとなっている。両国の金融改革の相違を一言でまとめると米国の改革は市場からの要求であり、民間主導の金融改革である。一方、英国の場合は、英国経済の低迷の打開のためのサッチャー首相による強引とも言える官主導による金融改革である。しかし、改革の根底にあるのは自由市場が権威ある規制者と言う原則がある。

米国の改革による直接金融システムを見てみると市場が横に並行に機能しており、市場のハイアルキー(上下の階級)がなく、NASDAQもニューヨーク株式市場も同列に存在している。このためVB・VCは市場の機能を十分に利用し、それぞれの資金調達で多様な手法が採択出来、運用面ではVCの投資回収で好成績を実現している。一方、英国の場合は日本と同じ様に市場に段階の上下があり市場が有効に機能していない。また、VBに対する企業の位置付けが産業界に浸透していないためVCの投資行動が中堅企業へのバイアウト方式による投資手法に片寄っている。日本は現在金融改革の初期でこれからの金融市場の方向はビッグバン後にハッキリとしてくる。しかし、金融改革の動きを側で見ていくほど余裕はなく、VB・VCの活性化による新産業創造をテコには市場経済の中で景気浮揚をはからなければならない。ビッグバンに対応するために多々の改革が進行しているが、これらの改革や市場整備はやはり官主導で施行されている。過去の反省から官の役割は民間からの必要に迫られたVC・VB産業改革要求が容易に提言でき実行されうる環境を整備する事である。それと資金も出すが口も出す最後は自分で事業運営をするくらい調査し経営参画もすると言うようなベンチャーキャピタリストの育成と排出を急がねばならない。

注

- 1) 富樫直記著「ポスト・ビッグバン銀行勝ち残り戦略」ダイヤモンド社、1998年1月22日発行、P.44
- 2) 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、1997年11月27日発行、P.33
- 3) 社団法人金融財政事情研究会編「ベンチャーキャピタル」社団法人金融事情研究会、1985年12月7日発行、P.36
- SBIC (Small Business Investment Company)=中小企業投資会社
Small Business Act が58年ベンチャー支援ため成立、中小企業庁がSBICによってベンチャー向けの投資を積極的に始めた。
- 4) 秦信行、上条正夫編著「ベンチャーファイナンスの多様化」日本経済新聞社、1996年7月8日発行、P.95
- 5) 忽那憲治著「中小企業金融とベンチャー・ファイナンス」東洋経済新報社、1997年10月30日発行、P.166
- 6) *ibid.*, P.169

英国のベンチャーキャピタル業界の性格が、全体の傾向として、成長初期段階に投資に重点

を置く「(クラシック)ベンチャーキャピタル」から、成長後期段階の投資を中心とする「デイベロップメント・キャピタル」もしくは「マーチャント・キャピタル」という。

- 7) 泰信行, 上条正夫編著「ベンチャーファイナンスの多様化」日本経済新聞社, 1996年7月8日発行, P.189
少し規模の小さな, 成熟度の低いVBに門戸を開放し, 資本市場から資金調達を容易にしようという狙い。95年7月に新設, 店頭市場の「店頭登録特則銘柄(特則銘柄)制度」一般には特則市場と呼ばれている。赤字会社でも上場できる。
- 8) 社団法人ニュービジネス協議会編「起業を成功させる」東洋経済新報社, 1995年12月14日発売, P.149
- 9) LP(Limited Partnership=リミテッド・パートナーシップ)
投資家にとって多くのVBの中から成長可能な投資対象を判定する事は困難なため事業性を判定できる能力を持ったVCに投資先VBを選択させ, LPに出資する。

参考文献

- 1) J.A. Timmons, “New Venture Creation”, Irwin, Inc., 1994
- 2) William D. Bygrave & Jerry A. Timmons, “Venture Capital at the Crossroad”, 1993.
(邦訳=バイグリーブ&ティモンズ著, 日本合同ファイナンス, 訳「ベンチャーキャピタルの実態と戦略」東洋経済新報社, 1995年)
- 3) Richard T. Harrison / Colin M. Mason, “Informal Venture Capital, Evaluating The Impact of Business Introduction Service”, 1996.(邦訳=西沢昭夫 訳「ビジネスエンジェルの時代」, 東洋経済新報社, 1997年)
- 4) Anthen Masey, “The Adventures, A year in the life of Venture Capital House”, BBC Books, 1993
- 5) 安保邦彦著『ベンチャービジネス・キャピタル再生の道』(株)同友館, 1989年
- 6) 牧野昇, T. W. カン著『ベンチャー第三の波』(株)徳間書房, 1996年
- 7) 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, 1997年
- 8) 忽那憲治著『中小企業金融とベンチャー・ファイナンス』東洋経済新報社, 1997年
- 9) 松田修一著『起業論』日本経済新聞社, 1997年
- 10) 今井きよし著『図解日本版ビッグバン』東洋経済新報社, 1997年
- 11) 田中直毅著『ビッグバン後の日本経済』日本経済新聞社, 1997年
- 12) 富樫直記著『ポストビッグバン 銀行勝ち残り戦略』グイアモンド社, 1998年
- 13) 社団法人金融財政事情研究会編『ベンチャーキャピタル』社団法人金融財政事情研究会, 1985年
- 14) 松田修一監修『ベンチャー企業の経営と支援』日本経済新聞社, 1994年
- 15) 社団法人ニュービジネス協議会編『起業を成功させる』東洋経済新報社, 1995年
- 16) 新聞記事『日本経済新聞』適宜関連箇所