

日本におけるベンチャー企業育成について

資本市場の機能活用の視点から

富田 賢

総合政策学部3年

1995年 秋 岡部研究会レポート

*本論文はインターネットにおいても全文アクセス可能である。

概要

ここ数年、日本において、ベンチャー企業への関心が高まっており、その育成が叫ばれている。これは、日本経済がバブル経済崩壊後の長期の調整過程を経てもなお先行きの明確な展望を描けない状況にあり、またアジア新興国の目ざましい経済発展によるメガ・コンペティションの時代において産業の空洞化にさらされているからである。このような状況を打開していくためには、研究開発型の若くて新しいベンチャー企業の育成が必要である。しかし、日本におけるベンチャー企業の創業率は、米国に比べて低い。その原因としては、わが国の社会風土とともに、有担保を原則とする間接金融中心の日本型金融システムが指摘できる。ベンチャー企業は、その性格からいって信用力や担保力に乏しいため、これまで比較的良く機能してきた日本型システムでは、こうした企業が必要とするリスク・マネーの供給に適合できない面が少なくない。この間、米国でのベンチャー企業の資金調達状況をみると、金融機関からの借入れが少ない一方、資本市場からの調達のウエイトが高く、ベンチャー企業の創業・成長に際して、資本市場の機能が有効に活用されている。こうしたことから考えると、日本においても、ベンチャー企業の創業を促進するには、資本市場の機能を拡大、充実させ、それを通じて産業の活性化を図っていくことが求められる。そのためには、(1) 政府が株式市場の上場基準などの規制を一層緩和するほか、(2) 一般投資家に自己責任原則を貫徹させる、(3) 証券会社が設定している独自の株式引き受け基準を緩めてベンチャー企業を発掘させる、(4) ベンチャー・キャピタル(ベンチャー・ビジネスに対する資金供給および企業経営に関する総合コンサルティングを行う金融会社)の積極的な活動を促す、(5) 比較的リスク・テイクしやすいポートフォリオを組成できる機関投資家の活動をより積極化させる、(6) 社会風土をベンチャー企業を生みやすい風土へと転換する、などの一連の意識改革ないし行動改革が必要である。(なお本稿の問題意識と基本的な論点は末尾の資料1を参照。)

キーワード：ベンチャー企業、資本市場、日本型金融システム、米国、市場原理、ベンチャーキャピタル

目次

1	はじめに	4
1.1	問題意識の出発点	4
1.2	本稿の目的	4
1.3	ベンチャー企業とは?	5
2	なぜベンチャー企業育成が必要か?—産業構造転換の必要性	5
2.1	第三次ベンチャービジネス・ブーム	5
2.2	長引く平成不況—新産業創出への期待	6
2.3	メガ・コンペティションの時代—産業空洞化懸念	7
3	育ちにくい日本のベンチャー企業	8
3.1	日本の低い創業率と未発達店頭市場	8
3.2	日本におけるベンチャー企業創業上の問題点	9
4	高度経済成長を支えた日本型金融システムの限界	10
4.1	その特徴とキャッチアップ・モデルとしての評価	10
4.2	リスク・マネーを供給できない日本型金融システム	11
5	米国ベンチャー企業の資金調達	12
5.1	日本銀行の調査結果	12
5.2	米国システムの日本への導入—資本市場の機能活用	13
6	ベンチャー企業育成のための環境整備（資本市場関連）	13
6.1	政策当局—より一層の規制緩和を	14
6.2	投資家—自己責任原則の貫徹を	15
6.3	証券会社—ベンチャー企業の発掘を	16
6.4	ベンチャーキャピタル—早い段階からの資金供給を	18

6.5	機関投資家-ベンチャー企業への積極的な投資を	18
6.6	社会風土-価値観の転換を	19
7	これからの金融システム-市場メカニズムの尊重	21
8	おわりに	22

1 はじめに

1.1 問題意識の出発点

今学期、筆者は、岡部研究会において、日本銀行総裁の松下氏が「資本市場の役割と課題」と題して行った講演（平成7年6月14日、資本市場研究会にて）の内容について報告者として、報告した。この講演において松下氏は、「日本経済は構造調整圧力に直面しているが、市場経済の持つ力を引き出し、金融・資本市場の機能を活用することにより、問題の解決を促すことができる。経済発展の原動力は、民間企業による活発なイノベーションの力であり、新たな経済フロンティアを切り拓く、若くて新しい企業を、金融面からサポートしていくことが大切である。資本市場活用の具体例として、ベンチャー企業の育成があり、米国では、ベンチャー企業の育成に資本市場が大きな役割を果たし、景気の回復に寄与した。」と述べた¹。

本稿では、ベンチャー企業育成のために資本市場の機能を活用するという松下講演の内容を問題意識の出発点としたい。

1.2 本稿の目的

ここ数年、わが国でも、ベンチャー企業への関心が高まっているが、なぜベンチャー企業の育成が必要なのか、そして、米国と比べて、資金調達面でどこに問題があるのか、さらには、今後、わが国において、数多くのベンチャー企業が誕生・成長していくためには、どのような金融システムが求められているのかということについて、日頃収集した情報²をまとめ、その内容を再構築した上で、政策提言をすることを目的とする。すなわち、松田修一早稲田大学システム科学研究所教授³の示す起業家にとって必要とされるもの（資料3参照）のうちの「資金」の部分にスポットを当てて、ベン

¹「日本銀行月報」1995年7月号掲載。内容の要約は、資料2参照。

²主に日本経済新聞及び朝日新聞の記事である。それらの記事から多くのアイデアを得たが、具体的にはっきりとしない場合には、その旨の記述を省略させていただいた。

³日本におけるベンチャー企業問題の第一人者。

チャー企業問題に取り組んでみることにする。

1.3 ベンチャー企業とは？

そもそもベンチャー企業とは何を指すのであろうか。一般に言われる既存の中小企業とは違うのであろうか。朝日現代用語辞典「知恵蔵」では、「既存の企業がまだやっていない未開発分野に手をつけることで成立していこうとする開拓型新興小規模企業。未開発分野の種類によって、研究開発型とすきま型に分かれる」と説明されている。本稿で用いる「ベンチャー企業」も、同義のものであり、言い換えれば、次世代を担うと目される新たな経済分野を事業活動の中心に据える企業と言える。松下講演の中で用いられた「新たな経済フロンティアを切り拓く、若くて新しい企業」とも同じ概念としてとらえており、その意味で、町工場や個人商店などの従来からある一般的な中小企業とは区別される。

2 なぜベンチャー企業育成が必要か？—産業構造転換の必要性

2.1 第三次ベンチャービジネス・ブーム

1994年頃から、急激に新事業の創設に対する関心が高まってきた。通産省の外郭団体であるベンチャー・エンタープライズ・センター（VEC）が開く起業家セミナーへの参加希望者数を見てもしりあがりに増加しており、新聞紙上もベンチャー企業関連の記事が賑わせている。この動きは、70年代と80年代前半にみられたブームと対比して、第3次ベンチャー・ビジネス・ブームと言われている。今回は「起業」に対する期待が幅広い層で強まっているところに特徴がみられ、官民あげての創業支援の努力がはらわれている。

では、なぜ今、ベンチャー企業の育成をしなければならないのだろうか。その主な

る理由は次の2つであろう。

2.2 長引く平成不況—新産業創出への期待

まず、バブル経済崩壊後の長引く平成不況の中で、戦後半世紀続いた成長のシナリオが終えんを迎えてきたことが明白となり、長期の調整過程を経てもなお先行きの明確な展望を描けない状況にあるためである。

オイルショック後の不況などが「外因」性のものであったのに対し、93年にはマイナス成長にまでGDPが落ち込んだ平成不況の要因が「内因」性のもものと指摘され、特に既成の企業の成長力の低下がバブル崩壊以降著しく、現状の経済構造のままでは日本経済の成長が望めなくなってきた。高度経済成長を担ってきた既存の大企業及びそれを頂点としたピラミッド型の産業構造が行き詰まっているわけである。したがって、長期的な視点から今後の日本経済の発展を考えた場合、経済の新しいフロンティアを切り拓くベンチャー企業の成長を促し、産業構造の高度化を図る必要がある。

経済は構造変化があつて発展するものであり、経済の仕組みが硬直して変化できないところでは、発展はない。かつて、繊維や鉄鋼などの生産が落ち込み、産業構造の転換期を迎えるたびに、悲観論が流れたが、実際には、家電・自動車などの産業が成長して、経済成長を牽引してくれた。しかし、現在の日本経済には、そのような受け皿となるような産業がはっきりと育ってきていない。

従来であれば、欧米の中に成長産業を見つけて、いち早く、安価にその技術を導入し、改良・応用を加えて、国内産業に成長させることで解決できたが、欧米にキャッチアップしてしまった今日の日本は、従来の成功パターンが通用しなくなってしまった。わが国は、新技術、新成長分野を、自ら開拓しなければならない状況に置かれており、企業家精神に富むベンチャー企業の創出が望まれる由縁はここにある。

シュンペーターが述べたように、経済発展の原動力は、「創造的破壊」を行う起業家精神であることを考えてみても、創造的革新によって経済のフロンティアを切り拓くような起業家を育て、民間の意欲的な創業活動を最大限に引き出して、次の時代を担

うような新しい産業を育成し、経済を活性化していくことが求められているのである。

2.3 メガ・コンペティションの時代—産業空洞化懸念

いま一つの理由は、アジア新興国の激しい追い上げにより、国際的な環境がメガ・コンペティション（大競争）の時代に入ったことである。つまり、海外との水平分業が急速に進み、「産業空洞化」が懸念されるようになった。工業化を原動力として発展した経済が成熟段階に達し、しかも賃金水準が上昇した中では、生産性の低い産業の存続は難しくなる。円高の進行にも合わせて、生産の一部の海外シフトが加速されている。このことは、わが国経済に対して、円高対応という課題を越えて、より資本集約的な付加価値の高い財・サービスの生産体制への移行を迫るもの、と言えよう。

一般に、大企業の海外移転に伴う空洞化が目を引くが、実はベンチャー企業が海外に逃げる空洞化の方が、経済にとっては、深い意味を持っていると考えられる。ベンチャー企業は新しい産業の開拓者であり、将来の経済を担うべき存在であるからである。ベンチャー企業にとって、海外市場と国内市場の垣根がほとんど存在しなくなってきており⁴、ベンチャー企業を育成するためのインフラストラクチャーの整備を怠ったならば、ベンチャー企業の空洞化まで引き起こす恐れがある。ここで将来の日本経済の発展を担うベンチャー企業の芽を潰してしまったなら、日本経済の持続的な経済成長が非常に困難なものとなる。活力あるベンチャー企業群が、空洞化を克服するための重要な役割を担うことが期待される。

このように、わが国経済が直面する構造調整圧力を円滑に克服し、ふたたび健全な持続的成長を実現していくためには、民間部門の活発なイノベーションによる産業の高度化が不可避であり、若くて新しい企業群を育成していくことが必要である。この問題をどう解決していけるかが、今後のわが国経済の発展にとって、非常に重要な意

⁴日本のベンチャー企業の中で、海外市場での株式公開や上場をめざす動きが見られる。（日経新聞編『ゼミナール 現代企業入門』より。）

味を持っていると言えよう。

3 育ちにくい日本のベンチャー企業

3.1 日本の低い創業率と未発達店頭市場

では、わが国のベンチャー企業はどのような状況にあるのだろうか。

ベンチャー企業が多く排出される米国とわが国の創業率⁵を比較してみると、起業ブームが起きているとはいえ、楽観できない状況にあることがわかる。

富士総合研究所によれば⁶、日本の年平均創業数は16万件であるのに対し、米国は100万件を超える。創業率で見ると、約3倍の格差になると推定され（資料4参照）、わが国は現状大きく見劣っている。

また、ベンチャー企業の主たる資金調達場である店頭市場（米国はNasdaq市場⁷）の規模を日米比較してみると、資料6、7、8のようになり、日本の店頭市場規模が米国に比べて、非常に小さいことがわかる。特に会社の値段と言える時価総額（株価×株式数）で比較した場合、いかに米国では、ベンチャー企業の収益力と成長性が高く評価されているか如実に表れている。（資料6参照）

⁵日本のベンチャー企業の創業活動は、一般に、総務庁の事業所統計をもとにした「開業率」で語られることが多い。（資料5参照）しかし、これには、既存企業の事業所の移転による開設数や支所などの開設数もカウントされるため、この開業率をもって、創業数とはいえない。また、米国も、創業数を把握しにくく、米国中小企業庁が信頼できる資料とみていた「Business Starts」（Dun and Bradstreet社）も、88年以降公表されていない。そこで、富士総合研究所では、日米に存在する資料を調整しながら、両国の創業数を推計したとのことである。そして、「創業率」は、創業は「人がリスクをとって事業を始める」ことであることから、創業の絶対数は人口の多寡に比例すると考え、創業数を人口（15-64期の生産人口）で除したものとした。

⁶「富士タイムズ」（1995年8月号）より。

⁷米国の株式流通市場は概ね、（1）既存の大企業銘柄を中心とする証券取引所、（2）ベンチャー企業を中心とするNasdaq店頭市場、（3）在来型中堅・中小企業を中心とするピンクシート市場やローカル市場、といった色分けが進んでいる。市場の取引高をみても、ニューヨーク証券取引所では既存の大企業銘柄が上位を占めるのに対し、Nasdaq店頭市場では、コンピュータソフトやバイオテクノロジーなどのベンチャー企業銘柄が上位を占めている。

3.2 日本におけるベンチャー企業創業上の問題点

このようにわが国においてベンチャー企業が育ちにくい原因はどこにあるのであろうか。わが国における創業上の問題点を調べてみる。

平成6年度版「中小企業白書」の「創業に当たっての個別企業レベルの問題点」を見てみると（資料9参照）、（1）質の高い人材の獲得困難、（2）自己資金不足、（3）担保力・信用力不足、（4）投資資金回収の長期化見込み、（5）採算の見込みが立ちにくい、などとなっている。これらによって、ベンチャー企業は、自己資本に乏しい上に、資金を調達する際には、担保力・信用力の不足や投資資金回収が長期化や採算の先行き不透明さに、悩んでいることがわかる。

また、中小企業庁が平成6年12月に行った「創業意欲に関する実態調査」の「創業上問題となる制度・社会的風潮」を見てみると（資料10参照）、（1）金融機関の審査基準が物的担保に頼りすぎている（55.7%）、（2）公的・民間とも創業支援の機関や団体が不足している（27.8%）、（3）技術の高度化や人件費の高額化にともなう創業資金高額化（23.6%）、（4）画一教育制度で若者が個性や創造力を発揮しにくい（23.2%）、（5）若者の安定志向が強く、創業意欲が減退している（19.0%）、（6）公的な創業支援施策が不足している（16.9%）、（7）リスク分散を重視する日本の社会的風土（15.6%）、（8）上場する基準が厳しく、直接市場で資金調達ができない（10.1%）、（9）キャピタルゲイン課税制度の不備（7.6%）などが問題点としてあがっている。教育や風土に関わるものもあがっているものの、資金調達に関わるものとして、金融機関の物的担保に頼った審査や、創業資金の高額化、そして、本稿が問題としている直接市場から資金調達することの困難さが10.1%の回答を得ている。

2つの資料から、自己資本や信用力に乏しいベンチャー企業が、物的担保を重視する金融システムのもとで、資金調達に苦勞していることが推測され、日本におけるベンチャー企業の成長阻害要因となっていると考えられる。

4 高度経済成長を支えた日本型金融システムの限界

では、ベンチャー企業の成長を阻害していると目される日本型金融システムとはどのようなものなのか、トレースしてみたい。

4.1 その特徴とキャッチアップ・モデルとしての評価

井手（1992）によれば、経済体制は、資料12のように大きく3つに分けられ、同じ資本主義の中でも、日本型資本主義とアメリカ型資本主義には違いが見られる⁸。特に、金融システムについて、比較してみると、資料13、14、15のようになる。これによると、日本型金融システムは間接金融中心であり、負債は相対取引をもとにした金融機関からの借り入れが中心であることが示されている。そして、金融機関は有担保を原則としている。一方、アメリカ型金融システムは直接金融中心であり、負債も市場取引をもとにした有価証券中心であると示されている。これらの双方の特徴は、両国を対比した場合の典型的な理解の仕方として通常よく指摘されるものである。さらに、井手は、この日本型金融システムは、資金を人為的に効率的に配分することに成功し、高度経済成長を可能にしたと、キャッチアップ・モデルとして評価している。日本の高度成長における産業政策の果たした役割については、諸説⁹があるところではあるが、伝統的な日本の金融システムは、戦後復興及びその後の高度経済成長にある一定の役割を果たしたと考えられ、事実、日本では、資本コストが諸外国に比べて低く抑えられ、国際競争力が維持されたことがわかっている。（資料16参照）この間、銀行を中心とする間接金融が順便に機能してきたが故に、わが国においては、直接金融の発達の間接金融に比べて遅れてきたわけである。

⁸詳しくは、井手（1992）及び井手（1994）を参照。

⁹カルダー（1994）参照。

4.2 リスク・マネーを供給できない日本型金融システム

ベンチャー企業は、一般に、(1) 事業活動そのものがハイリスク・ハイリターン型である、(2) 事業拡大のための資金ニーズが強い一方でキャッシュフローが安定的でない、(3) 不動産など借入れのための担保に乏しい一方、企業の有する独自のアイデアや技術は外部からの客観的な評価が容易ではない、などの特徴を有している¹⁰。このような性格上、ベンチャー企業の分野では、先の『中小企業白書』のアンケート結果(資料9参照)にも表れていた通り、金融機関からの借入れのみに依存することには困難がある。

しかしながら、日本の金融システムは、有担保を原則とした銀行借入れが中心である。銀行は、土地などを担保にとって貸し付けるため、担保を持たない創業段階のベンチャー企業は、借入れが非常に難しい¹¹。さらには、銀行が貸し付ける資金は元本保証の預金のため、リスクの多い融資にはもともと不向きである。銀行業は、本来、決済機能やリスクの少ない短期資金を供給することが役割であり、比較的長期に寝る設備や開発の資金を供給する役割を担いにくい¹²。

このようにみえてくると、高度経済成長を達成するために、限られた資金を効率的に配分するために、比較的有効にワークしてきた伝統的な日本の金融システムでは、ベンチャー企業へのリスク・マネー供給に適合できない面があり、日本経済が直面している問題を解決するために十分ワークすることは期待しにくい。ここに、資金調達を銀行借入れのみに依存する間接金融中心の日本型金融システムの限界がある。

¹⁰詳しくは、日銀月報1995年8月号「米国ベンチャー企業の資金調達について」参照。

¹¹最近、ソフトなどの著作権や特許権など知的所有権を担保にした融資が試みられている。「知的所有権担保融資」(資料17参照)

¹²社債市場などの資本市場が未発達だった日本では、長期資金も、長期信用銀行などの金融機関からの借入れによって代替されていた。

5 米国ベンチャー企業の資金調達

米国では、ベンチャー企業の資金調達が、資本市場の機能を有効に活用することで達成されており、90年代前半における景気回復の過程ではベンチャー企業群の果たした役割が大きいと言われている¹³。以下では、参考例として、米国の状況をトレースする。

5.1 日本銀行の調査結果

米国ベンチャー企業の資金調達に関しては、「日本銀行月報」1995年8月号に掲載された「米国ベンチャー企業の資金調達について」において、体系的にまとめられており、非常に参考となる。したがって、ここでは、日銀の調査結果を引用して、その内容をまとめてみる。(資料18-25参照)

米国ベンチャー企業の資金調達は、株式発行への依存度が極めて高いのが特徴である。米国の中堅・中小企業は、もともとわが国に比べ資本金のウエイトが高い一方、金融機関からの借入れが少ない。(資料18参照) その中でもベンチャー企業は株式発行への依存度が9割に達しており、成長資金は専ら株式市場を通じたリスクキャピタルの導入により賄われている。さらに各成長段階別の資金調達をみると、スタートアップ期における資金は、主としてベンチャーファンド¹⁴の株式引き受けにより調達されている。また、「エンジェル」と呼ばれる個人投資家からの出資も一定のウエイトを占めている。第2段階の資金は、主として、ベンチャーファンドからの追加資金により賄われている。その後の資金は主として株式の公募を通じて賄われる。このように、株式公開の前後を問わず、ベンチャー企業の資金調達は過半を株式¹⁵の発行に依存してお

¹³ 松下日銀総裁講演より。

¹⁴ ベンチャーファンドとは、ベンチャーキャピタルの募集に応じて機関投資家や個人が出資し、組成すつ投資事業組合を言う。

¹⁵ 「株式」の基本的な機能は、(1)株主としての投資家に対し事業リスクを小口に分割し、(2)市場参加者のもつ様々な情報や期待を集める形で企業の事業活動に評価を与えつつ、(3)新たなリスクキャピタルを企業に供給することである。株式会社制度は、このような「株式」のもつ機能を利用して、企業の事業拡大をサポートするよう工夫された制度であり、資本主義経済の要をなすものと言える。(詳しくは、日銀「株式市場の機能について」)

り、金融機関からの借り入れは、販路確保期に少額行われるに留まっている。

このように、米国では、株式投資を通じて投資家が事業リスクを分担しあうことにより、企業にリスクキャピタルが供給され、資金調達面から企業の成長が支えられる、という資本市場のメカニズムが機能している。米国ベンチャー企業の資金調達は、そうした資本市場の機能を有効に活用することで、はじめて実現しているものと言える。

5.2 米国システムの日本への導入—資本市場の機能活用

以上のように、米国では、株式市場をはじめとする資本市場がベンチャー企業の成長を資金面から支えていることがわかった。また、先述のように、間接金融中心の有担保を原則とする日本型金融システムでは、ベンチャー企業に十分な資金を供給が円滑に行われず、金融機関からの借り入れのみに依存することには限界があることが指摘できる。したがって、日本においてベンチャー企業の創業を促進するに際しては、資本市場の機能が活用されている米国のシステムを取り入れることが必要である。市場メカニズムを生かし、資本市場の機能を活用すれば、企業創出が活発化するということをベンチャー企業先進国の米国は教えてくれている。わが国においても、米国のシステムを見習い、事業内容や特性に応じて、柔軟にかつ積極的にリスクを担い得る投資家の資金を、ベンチャー企業の資金調達に活用することにより、産業の活性化を図っていけると考えられる。今後、わが国経済が産業構造の高度化を図っていくためには、資本主義経済の本質に立ち戻って、若くて新しい企業への市場メカニズムに沿ったリスク・マネーの供給が円滑に行われ、起業が促進される制度づくりが必要である。

6 ベンチャー企業育成のための環境整備（資本市場関連）

それでは、米国を見習って、ベンチャー企業育成のためのシステムを構築するために、現状の日本型システムにはどこに問題があり、それをどのように改革すべきか〔日銀月報〕、1993年1月号参照。）ベンチャー企業への株式投資も、まさしく投資家の事業リスク分担を通じて企業にリスクキャピタルを供給するものである。

を、政府、一般投資家、証券会社などそれぞれの立場に分けて、提言していきたい。

ただし、NASDAQ市場（日本の店頭市場に相当）との上場基準の細かな違いなど技術的・専門的な事柄については、本稿の範囲を超えるものであるので、ここでは扱わない。（資料2.3参照）わが国資本市場の改革のための基本的な方向性を指し示すこととしたい。

6.1 政策当局—より一層の規制緩和を

ベンチャー企業が資本市場から資金を調達する際、障害となっているのが、厳しい株式公開における審査基準である。つまり、証券取引所に上場・公開する段階で、政策当局が投資家保護という名目によって、高い基準を満たした企業しか、認めないのである¹⁶。このような投資家保護のあり方が、資本市場の活性化を制約する要因として働き、ベンチャー企業の資本市場からの資金調達を困難にしている。

事実、店頭公開に時間を要する時間を日米比較してみても、米国のNASDAQ市場が平均5年であるのに対し、日本の店頭市場は平均2.9年もかかっている¹⁷。（資料2.4参照）株式市場が若くて新しい企業に対して株式公開への門戸が広く開放されていないため、生きのよい若い企業が公開できず、創業時に最も必要なリスクマネーを手にすることができない状況が生じているのである。

さらにこのことが、投資家がキャピタル・ゲインを得ることを難しくし、投資家の投資意欲を失わせている。株式公開によって、キャピタル・ゲインが早期に得られるとなれば、有望なベンチャー企業に第三者が思い切った投資をしやすくなり、それが成長を加速するという好循環が期待できるようになる。また、株式公開が容易になれば、後に述べるベンチャーキャピタルの経営に有利に働き、投資スタンスの転換を促

¹⁶米国は、基準が低いため多くの企業が誕生して、その中で競争が行われ、整理淘汰が繰り返される「多産多死」であり、日本は事前に選りすぐるために、生まれた企業は数は少ないが消滅しないという「少産少死」である。

¹⁷例としては、米国 Nasdaq 市場では、インテルが設立から公開までに3年、マイクロソフトが5年、アップルが3年、アムジェンが4年となっている。一方、わが国店頭市場では、プロミスが3.1年、アスキーが1.2年となっている。

することができる。

このように考えてくると、公開社数の制限など店頭市場の公開基準の緩和が是非とも必要である¹⁸。基本的には、どこが有望な企業かを事前に調整して選ぶのではなく、市場の判断に任せるべきなのである。資本市場を活性化させ、その機能を十分活用していくに際しては、発行体に対して広く門戸を開放していることが大切であり、市場へのアクセスを妨げる制約なり規制を極力取り払う努力がなされるべきである。若いベンチャー企業を受け入れるほど十分弾力的かどうかという点からチェックし、市場メカニズムのダイナミズムを積極的に活用するという発想での見直しが必要である。

投資家保護のあり方については、従来のように、リスク負担を軽減することではなく、やはり、原点に立ち返って、リスクの所在やその大きさを投資家自身が合理的に判断できるような基盤を整備すること、そして不正な取引や不適切な販売を排除する仕組みをさらに整えること、が基本になるのではないと思われる。

最近では、進展する自由化の流れとあいまって、第2店頭市場の設置（1995年7月）¹⁹や社債市場の適債基準の撤廃（1996年1月）など（資料29参照）、各市場における規制緩和が進んでおり（資料28参照）、改善の方向がみられる。今後とも、より一層の規制緩和を推進し、ベンチャー企業および投資家の双方にとって、より多様性のある魅力ある市場にし、資本市場を活性化していかなければならない。

6.2 投資家-自己責任原則の貫徹を

市場参加者の自由な競争を通じて、市場メカニズムが効率的に働くためには、投資家の自己責任原則の貫徹²⁰が求められる。たとえ、ベンチャー企業に投資して失敗したとしても、投資家の判断によって行った行為の責任は、すべて投資家自身にあり、投資に失敗した責任を、役所の監督責任になすりつけるようなことは、筋違

¹⁸三和総合研究所の計算によると、株式公開基準を米国並みに緩和すれば店頭市場に株式を公開できるベンチャー企業数は一挙に約3倍に増えると推定されている。（日経新聞社編「ゼミナール現代企業入門」より）

¹⁹研究開発費が売上3%を超える研究開発型のベンチャー企業は、赤字でも上場できることになった。

²⁰米国ベンチャー企業による活発な株式公開も、投資家の自己責任原則の下で実現されているものである。

いである。行政に責任転嫁されるとなれば、官僚はより規制を強めようとするであろう。そのような状態では、自由な市場は形成されず、リスクの大きいベンチャー企業にはいつまでたっても資金は回らない。投資家自らの判断の誤りから被る損失は、投資家本人がその責任において受け入れることが原則とされなければならない。今後、投資家はより一層目を磨く必要があるだろう。

その前提としては、投資家の前に、すべての情報がアベイラブルな状態になっているよう、公正なディスクロージャーが行われなければならない。規制当局は、ディスクロージャーや不正取引などについては、監視を強化していかなければならない。ディスクロージャーの徹底を通じて投資家に公正な判断材料を提供することと、不正な取引や不適切な販売を排除することが、ひいては、望ましい投資家保護になるのである。ディスクロージャーは自己責任原則の徹底のための前提条件であり、投資家保護を図りつつ市場メカニズムを維持していくための基本とも言えよう²¹。

このような意識改革ないし制度改革が行なわれると同時に、米国において存在するような、ベンチャー企業の初期の段階における資金供給を担う「エンジェル」と呼ばれる個人投資家の出現が、わが国においても望まれる²²。個人投資家の資産選好は本来多様であるはずであり、存在すると考えられるハイリスク・ハイリターン選好の投資家の提供するリスク・キャピタルを、将来有望なベンチャー企業と結び付けることによって、資本市場の役割が果たされ、強いては、ベンチャー企業の育成が達成されるのである。

6.3 証券会社-ベンチャー企業の発掘を

先に述べた上場基準を厳しくしている理由の一つに、引き受け証券会社が独自に決めている審査基準がある。産業界には、証券業界がこれまで公開のハードルを意識

²¹ ディスクロージャーに伴うメリットは、単に投資家にとどまらず、企業自身にも及んでくるものであり、情報開示の結果の市場の評価をひとつの指針として自らの経営を見直す契機となり得る。同時に、市場の評価は自らの資金調達コストにも跳ね返るものであり、仮に企業の情報開示の度合いが低く、投資家が懸念を抱く場合には、投資家の投資スタンスは慎重なものとなり、企業としては、結果的により高い資金コストを負担することになる。

²² 日本において、最近、ベンチャー OB が新しいベンチャー企業を支援しようという動きが見られる。(資料3.0参照) また、エンジェルも現れ始めた。(資料3.1参照)

的に高めてきたとの批判も多い。リスクな企業は上場させられないと引き受け証券会社が自己規制を強めれば、審査が厳しくなってしまうのである。これが、規制当局に替わるもう一つの基準となってしまうている。

株式公開の実現可能性は、初期段階におけるベンチャー企業の資金調達成否の鍵を握るものであり、そのサポートをするのが証券会社の役割である。証券会社が、どれだけ、若くて新しい将来有望なベンチャー企業を発掘し、その成長をサポートしていけるかが、日本のベンチャー企業の将来を左右することになる。

その際、現在収益力悪化に悩んでいる中堅・中小証券会社が、生き残り策の一つとして、ベンチャー企業の株式公開・マーケットメイク業務²³での積極的な活動を行うことが望まれる。大手証券会社が、主として採算面の理由から、ベンチャー企業の株式公開業務に対しては総じて消極的であるため、中堅・中小証券会社が相対的に小回りの効くメリットを活かしていける分野であると見込まれる。ベンチャー企業育成の観点からも、また中堅・中小証券会社の収益力強化の点においても、双方が協力することが望ましい。

ただし、証券会社がリスクなベンチャー企業の将来性・技術力を適正に評価できるのかといった危惧もあり、証券会社の証券アナリスト²⁴の能力を向上させることが必要で、その深い専門知識や高い審査能力を背景に、資本市場における取引を円滑にこなせる役割を果たすことが期待される²⁵。

²³マーケットメイクを行うマーケットメイカーとは、株式の売買価格（オファービッド）を継続的に提示し、あらかじめ定められた売買単位までの取引であれば顧客の注文に応じる義務を有する証券会社を指す。

²⁴証券アナリストとは、証券投資に関する各種情報を分析し、将来のリターン・リスクの予測と投資価値の評価を行い、投資助言やポートフォリオ管理に応用する専門職業人をいう。米国では、AIMR(Association for Investment Management and Research)が古くから証券アナリスト(CFA, Chartered Financial Analyst)の資格付与のための教育・試験プログラムを実施しており、権威ある資格として定着している。日本でも、日本証券アナリスト協会(1962年設立)が同様の教育・試験プログラム(2段階のレベルで構成、2次試験に合格した実務経験者を検定会員として認定)を実施しており、証券アナリストのステータス確立を図っている。

²⁵米国では、企業が、引き受け証券会社の選定に当たり、「証券アナリストの質」を重視する傾向がある。わが国においても、今後、資本市場が整備された後、そのような状況になると考えられる。

6.4 ベンチャーキャピタル—早い段階からの資金供給を

日本では現在、120社を超えるベンチャーキャピタル²⁶が存在し、また金額的にも、米国のベンチャーキャピタルと肩を並べるまでになっている。(資料26参照)しかし、そのほとんどは銀行・証券・生保の子会社である²⁷ため、職員は母行からの出向であり、融資は金融機関の持つ保守性から脱却していない。また、日本のベンチャー・キャピタルが資金を供給するのは、すでに評価が定まった企業、つまり、企業の成長段階から言えば、店頭公開をした発展段階からが多い。(資料27参照)これでは、リスク・マネーの供給源としての役割を果たしていない。わが国においても、ベンチャーキャピタルによる早い段階からの資金供給が積極的に行なわれることが、ベンチャー企業育成の観点から必要である。そのためには、ローリスク・ローリターンからハイリスク・ハイリターンへ物差しを転換させ、またその専門性を高める努力によって、本来期待される役割を果たすことが望まれる。

6.5 機関投資家—ベンチャー企業への積極的な投資を

前出の日銀の調査結果によれば、米国では、ベンチャー企業への資金供給者として、年金、生保などの機関投資家の役割が大きい。(資料25参照)すなわち、機関投資家は、専門的な知識が要求される企業草創の段階にあってはベンチャーファンドへ

²⁶ベンチャービジネスに対し、その株式の取得・保有等を通じた資金供給および企業経営に関する総合コンサルティングを行う金融会社のことをいう。そしてベンチャーキャピタルは、当該企業が成長して株式公開企業となった時点で株式を売却のうえキャピタルゲインを取得する。もちろん、投資先のベンチャービジネスが成長するとは限らず、投資資金が固定化し、最悪の場合には投資元本を回収できないこともありうる。ベンチャーキャピタルはこうしたリスクを負担したうえで、株式公開時のキャピタルゲインの獲得を目的としている。

²⁷わが国においてベンチャーキャピタルと呼ばれるものとして現在、中小企業公庫が一部出資している中小企業投資育成会社とともに、民間のベンチャーキャピタルがあるが、そのほとんどは銀行、証券会社、保険会社等が出資・設立した金融会社であり、独立系は少ない。銀行等の金融機関がベンチャーキャピタル市場へ参入しているのは、将来の有力顧客としてのベンチャービジネスとの間取引関係を構築・維持するところに主たる目的がある。一方、証券会社は株式公開時の主幹事獲得を狙いとしている。米国のベンチャーキャピタルは、技術、財務、経営管理等それぞれの分野で高い専門性を有する複数の個人(パートナー)により設立される例が多く、出資系列をみても独立系の割合が高い。

の投資を通じて、そして、その後の軌道に乗り始めた段階にあつては直接の株式引き受けを通じて、さらに、株式公開後にあつては株式取得を通じて、巨額の資金をベンチャー企業に投入している。

機関投資家は本来、長期的な資産運用の観点から、巨額のファンドを活用して様々な投資対象を選定し、リスクを分散しつつ高いリターンを求め得るという優位性を有している。言い換えれば、機関投資家の場合、ポートフォリオ多様化やリスク分散の一環として、ハイリスク・ハイリターン型の株式投資を組み込み得る余地が大きい。

わが国の場合、巨大な機関投資家として、生命保険会社が存在している。それらは、世界に比して大規模なものが多く、ベンチャー企業への資金供給源として、十分期待できるものである。したがって、代表的な機関投資家である生命保険会社が、その豊富な資金と、リスクをテークしやすいポートフォリオを武器に、ベンチャー企業に投資することを望みたい。そうすれば、旺盛なベンチャー企業の資金需要を満たすことが可能であると考えられる。巨大な生命保険会社を多く有しているという優位性を生かすことにより、わが国のベンチャー企業の創業・成長が促されるであろう。

6.6 社会風土—価値観の転換を

本稿では、資本市場関連の改革を行なうことにより、ベンチャー企業の育成を図ることが主旨であるが、ベンチャー企業の育成は、その性格から言って、多方面からのアプローチが必要とされる。前出の中小企業庁の「創業意欲に関する実態調査」の結果にもあるように、わが国の社会風土もまた、ベンチャー企業の創業を妨げる要因となっている。(資料10参照)容易には変革が困難な問題ではあるが、社会風土を、ベンチャー企業を生みだしやすいものへと転換していくことが求められる。

そもそも日本に起業家が少ないのは、国民の職業に対する安定志向とこれに伴う転職の少なさが要因と指摘される。日本では長らく終身雇用を前提とした年功序列賃金体系が多くの企業で採用されてきた。しかも、退職時には退職金という高額の一時金が用意されている。このように賃金体系が安定している限り、一旦就業すると、独立

して創業するインセンティブが当然低くなる。近年、企業内起業家を育てる風潮が大手の製造業などを中心に進んでいるが、まだまだその成果は出ていない。

また、若者の価値観が、大企業への就職希望が強く、中小企業を一段低くみる風潮があり、自分で会社を作ろうという意欲が薄い²⁸。大企業は一般に成長性が低下する傾向にあるが、待遇面や社会的な信用度などから依然として人気が高く、就職戦線からは「スモール・イズ・ビューティフル」はほとんど聞こえて来ない。そこには、画一的な教育システムが問題の根底にあると指摘されることが多く、多様な価値観を認め、個性を尊重するものへとわが国教育のあり方を改革しなければ、本当の起業の時代は来ないとする見方もある²⁹。ベンチャー創業における教育の役割を認識し、教育改革を行うことにより、究極的には「中小企業がかっこいい」という考え方が受け入れられる社会的な風土へと変えることにより、ニューフロンティアを開く創業を盛んにすることができるのではないかと。ベンチャー企業が育つ制度改革と同時に、「創造的破壊」を果敢に推進する起業家となる人材の養成が求められる。解決策としては、たとえば、大学が事業計画作成や、経理、法律などを教えるセミナーを随時開催し、ベンチャービジネスの育成に力をいれ、インキュベーターとなっていくことなどが考えられる。

そして、起業にはリスクがつきものであるにもかかわらず、リスク分散を重視する日本社会では、リスクを積極的に取り、そこから収益をあげるという発想がまだ十分醸成されていない。ハイリスク・ハイリターンを許容する社会風土へ転換させるには、制度面からの政策対応が必要であり、挑戦をした者が、成功すれば、大きな利得を得られるというアタッカーズ・アドバンテージ、すなわち創業者利得が十分得られる環境へとシステム全体を改善していく必要がある³⁰。

²⁸米国のスタンフォード大学の学生の進路について、日本通信工業の江頭太郎社長はこんな話をしている。「一番優秀な学生は中退して自分でビジネスを始める。二番目に優秀な学生は卒業してからビジネスを興す。平凡な学生は大企業に入る」と。日経新聞社編「現代企業入門」より。

²⁹大江健及び本荘修二は、「起業にみる日米お国柄」【日経ビジネス】(1989年10月16日号)において、「日本の起業家は親の職業に大きく影響を受けているが、(中略)アメリカでは、家庭環境の影響が小さく、特にシリコンバレーのようなところでは教育が起業家となる上で強力な役割を果たしている。」と分析している。

³⁰日本においても、1995年11月から、「ストック・オプション制度」(企業が役員や幹部社員に、一定数の自社株を一定の価格で買うことができる権利を与える制度)が限られた企業についてはあるが認められ、創業者利

現状を打開するには、起業にとって不利なわが国の社会風土を変革することが不可避であり、古き装いを破壊し、創造的な社会の仕組みを作って、ベンチャー企業が生まれやすい風土へ変えていく必要がある³¹。

7. これからの金融システム—市場メカニズムの尊重

これからの新しい金融システムの構築を考えていく上で、重要なことは、市場経済の持つ力をできるだけ引き出していく、ということであろう。そのためには、政策当局が、投資家保護の目的から、マーケットに制限を加える場合にも、それが金融市場の効率的な機能を阻害していないかどうか、そして、究極的に投資家の保護につながっているかどうかという観点からチェックすることが必要であり、市場メカニズムを妨げるような競争制限的な諸規制を撤廃し、市場規律を大切にされた政策への転換が必要とされる。市場によって評価されず資金の入らない企業は自然に消え、人気の集まる企業は資金を集めて急成長軌道にのることになり、それを通じて経済全体が活性化していくわけである。

経済の持続的成長の源泉は結局のところ市場メカニズムを通じて発揮される民間企業による活発なイノベーションの力であることを鑑み、今後とも資本市場機能の一層の活用を努め、日本経済の発展を支える力を強化していくことが期待される。

益を得るチャンスを与えることにより、ベンチャー創業意欲を高める方策がとられている。もともと日本では商法で、自社株取得の規制や、新株発行の有効期間を6カ月と定めた規定があり、導入できなかった。ところが、通産省が新規事業法にこの有効期間を10年まで延ばす特例規定などをつくり、同法で認定されている企業に限り、解禁されることになった。(資料3.2参照)

³¹孫正義(ソフトバンク社長)は次のように述べている。「企業を起こすのを妨げる障害はいろいろある。しかしどれも越えられないというほどのものではない。これはとても越えられないと思うような人は初めからベンチャービジネスをやるべきではない。しかし日本の将来を考えると、ハイリスク・ハイリターンをの制度を整備して本当の資本主義国家になる必要があるだろう。」(日経新聞社編『ゼミナール現代企業入門』より)

8 おわりに

以上、日本経済の活性化のために、どのようにしたらベンチャー企業を育成していけるのかということ、その資金調達の観点から、日米の金融システムの比較をもとに検討し、いくつかの改革提言を行った。

本稿において、筆者が、日頃問題意識を持ってきたことを、体系的に一つのペーパーとしてまとめることができ、また自分の考えも少しは表現できたのではないかと思う。

ただし、本稿を書くもとになったデータがすべて、間接的に得られた情報と資料に基づいているということには留意が必要である。実地調査や詳細な制度設計は今後の課題としておきたい。

以上

参考文献

- [1] 日本銀行総裁「資本市場の役割と課題」『日本銀行月報』、1995年7月号。
- [2] 日本銀行「米国ベンチャー企業の資金調達について-資本市場の機能活用の視点から」『日本銀行月報』、1995年8月号。
- [3] 日本銀行「株式市場の機能について」『日本銀行月報』、1993年1月号。
- [4] 日本銀行金融研究所「新版・わが国の金融制度」、日本信用調査、1995年。
- [5] 三重野康「日本経済と中央銀行-前日銀総裁講演録」(東洋経済新報社、1995年)
- [6] 井手正介「日本の企業金融システムと国際競争」(東洋経済新報社、1994年)
- [7] 井手正介「ビジネス・ゼミナール 企業財務入門」(日本経済新聞社、1992年)
- [8] 日本経済新聞社編「ゼミナール 現代企業入門」(日本経済新聞社、1995年)
- [9] 鶴光太郎「日本的市場経済システム-強みと弱みの検証」(講談社現代新書、1994年)
- [10] ケント・カルダー「戦略的資本主義-日本型経済システムの本質」(日本経済新聞社、1994年)
- [11] 根津永二他「やさしい日本の金融の話」(有斐閣、1995年)
- [12] さくら総合研究所「活性化するベンチャー企業への資金支援策」『さくら銀行経済情』、1995年9月号。
- [13] 富士総合研究所「ベンチャービジネス発展の課題第1-4回」『富士タイムズ』、1995年7-10月号。
- [14] 辻正次「特集 中小企業の現状と課題」『金融ジャーナル』、1995年11月号。

- [15] 中小企業庁「平成7年度中小企業白書 ポイント解説」『月刊中小企業』、1995年7月号。
- [16] 財団法人ベンチャーエンタプライズセンター『ベンチャーフォーラム』、1995年6・7月号。
- [17] 大江健、本荘修二「起業にみる日米お国柄」『日経ビジネス』、1989年10月16日号。
- [18] 金融辞典（東洋経済新報社、1994年）
- [19] 日本経済新聞
- [20] 朝日新聞

本稿の概要

日本経済が抱える問題－産業構造の転換の必要性

長引く平成不況：
新産業創出への期待

メガ・コンペティションの時代：
産業の空洞化懸念

ベンチャー企業の育成

日本における創業上の問題点

米国ベンチャー企業の資金調達

- 株式発行中心（直接金融）
- エンジェル
- 早い株式公開

資本市場の機能活用

日本型金融システム

- 間接金融中心（銀行借入）
- 有担保制
- キャッチアップ・モデル

リスク・マネーを
供給できない

米国システムの日本への導入

改革への提言－新しいシステムの構築

1. 政府：より一層の規制緩和を（投資家保護の在り方）

2. 投資家：自己責任原則の貫徹を（情報開示）

3. 証券会社：ベンチャー企業の発掘を（証券アナリスト）

4. ベンチャー・キャピタル：早期からの資金供給を

5. 機関投資家：ベンチャー投資のポートフォリオへの組み込み

6. 社会風土：ベンチャーを生み出す風土への転換

■新しい金融システム：市場メカニズムの尊重

資料2 日本銀行総裁講演 「資本市場の役割と課題」(抜粋)
(平成7年6月14日、資本市場研究会において)

- はじめに
 - 経済発展の原動力は、民間企業による活発なイノベーション。
 - その際、金融・資本市場の機能を活用することで、問題を解決。
 - (新たなフロンティアを切り拓く、若い企業を、金融面からサポートしていくこと大切)
- 金融・資本市場のグローバル化、金融の空洞化
- ①資本市場の役割と中央銀行の視点
 - ▷資産市場の存在意義—価格形成を通じて、将来の収益やリスクを多様な審査にかけ、資源を効率的に配分すること
 - (株式市場—企業の収益の成長性とそのリスクを株価に集約、リスクキャピタルを効率的に配分)
- ②資本市場活性化のために
 - <基本的視点>
 - ▷資本市場が満たすべき条件
 - (1)発行体や投資家に広く門戸を開放していること
 - (2)市場メカニズムが貫徹されること(自己責任原則、情報開示)
 - (3)安全で円滑な市場取引を支えるインフラ整備
 - <資本市場活用の具体例>
 - ▷ベンチャー企業育成に果たす資本市場の役割
 - 米国との比較。十分弾力的か? 多様性は?
 - ▷不良債権の証券化
 - 不良資産とは? 米国では?
 - <投資家保護とディスクロージャー>
 - ▷投資家保護のあり方
 - (1)ディスクロージャーの徹底を通じて投資家に公正な判断材料を提供すること
 - (2)不正な取引や不適切な販売を排除すること
 - ▷これまでのわが国の投資家保護とその変化
 - ▷ディスクロージャー—自己責任原則の徹底のための前提条件
 - 「フィッシャー・レポート」
- おわりに 「多様化」

(出所) 『日本銀行月報』、1995年8月号

資料3 起業家のラッキー7
～成長する独立起業家～



(出所) 『ベンチャーフォーラム』、1995年6/7月号

資料 4

創業率の日米比較

	日 本	米 国
年平均創業数 (万件)	16.4	101.0
生産年齢人口 (万人)	8,300	16,000
創業率 (%)	0.2	0.6

(注) 1. 日本の創業数は、80年代前半・後半の平均値。米国は、85～87年の平均値。
2. 生産年齢人口は、日米とも87年の数値。

(資料) Dun and Bradstreet社 "Business Starts" 等により作成。

(出所) 富士総研『富士タイムズ』、1995年8月号

資料 5

日本の開業率と廃業率



(出所) 日経新聞1992年12月5日

資料 6

NASDAQと店頭市場における株式の産業別時価総額

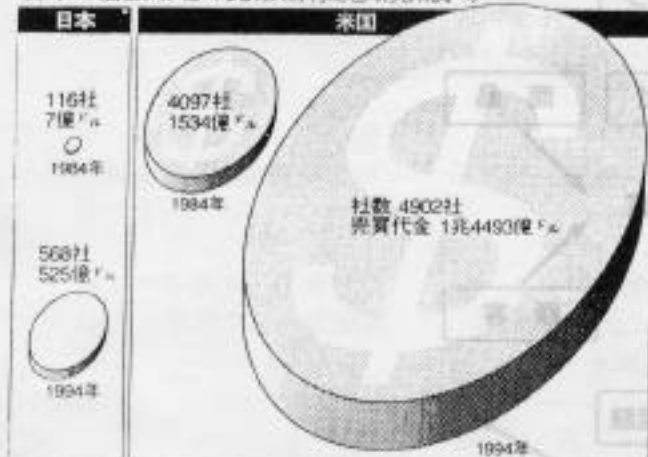


(注) 1995年末、単位は円。NASDAQの時価総額は、1ドル=100円で円換算した。
(出所) 平成7年版「通産白書」

(出所) 日経新聞社編『ゼミナール 現代企業入門』

資料 7

日米の店頭市場の比較(野村総合研究所調べ)



(出所) 日経新聞1996年1月9日

資料 8

日米の店頭株市場 (95年9月末)

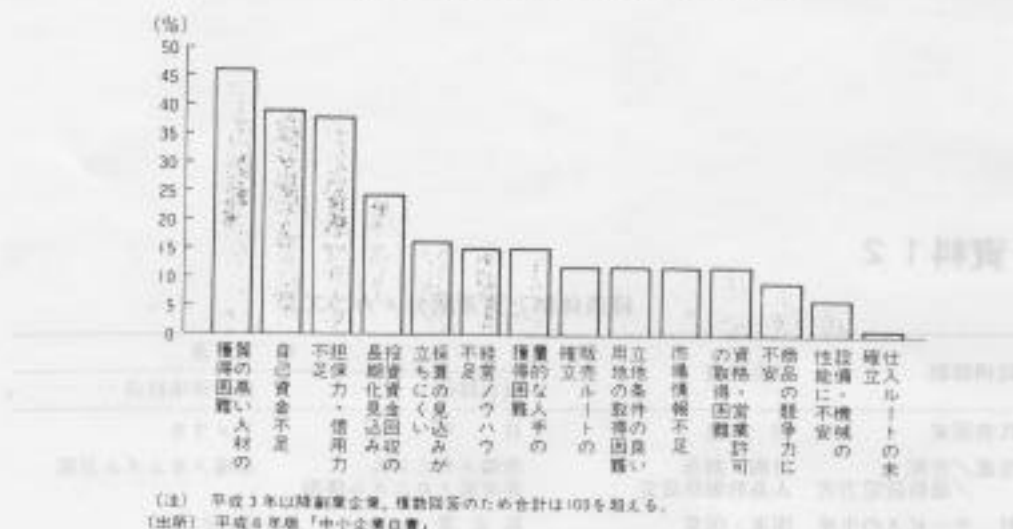
	NASDAQ (米店頭株市場)	日本の店頭市場
登録会社数	4,997社	637社
売買高 (95年1-9月)	720億株	17億
時価総額	1兆1,336億ドル	6,815万株
時価総額上位企業		13兆円
①マイクロソフト (ソフトウェア)	①ソフトバンク (ソフトウェア新・出版)	5,330億円
②インテル (半導体)	②日本アムウェイ (商店製販売)	
③シスコシステムズ (ソフトウェア)	③日本合同ファイナンス (ベンチャーキャピタル)	
④オラクル (ソフトウェア)	④THK (機械製造)	
⑤MCIコミュニケーションス (通信)	⑤第一興商 (カラオケ機器の製造・販売)	

(注) 日本の店頭市場は管理銘柄を含まず

(出所) 日経新聞1995年12月6日

資料 9

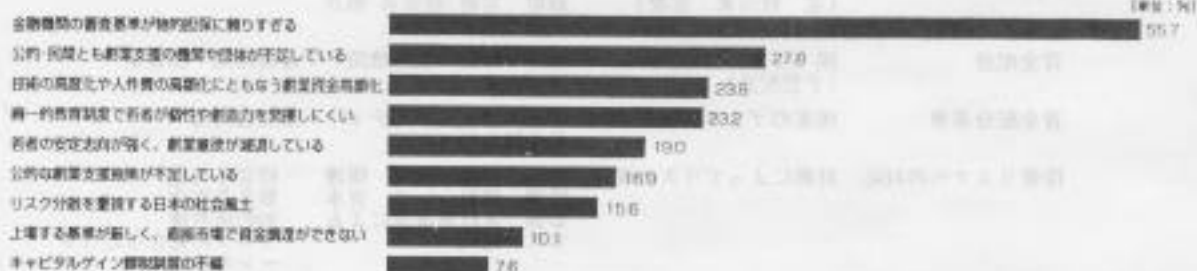
創業に当たっての個別企業レベルの問題点



(出所) 日経新聞社編『ゼミナール 現代企業入門』

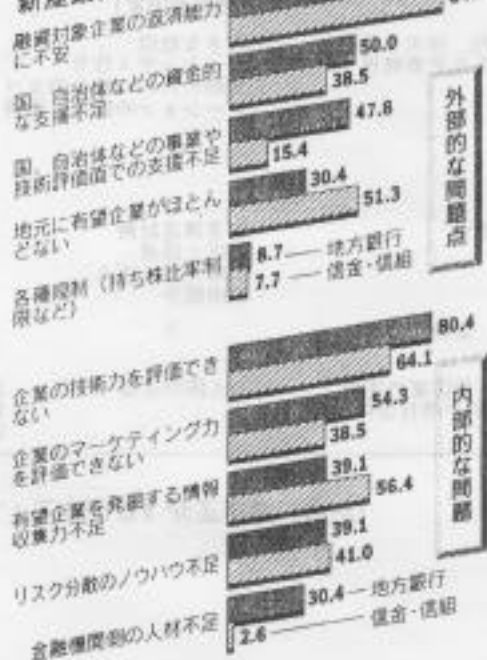
資料 10

創業上問題となる制度・社会的風潮



資料 11

新産業育成に関する問題点 (ともに複数回答)



資料12

経済体制と資源配分メカニズム

経済体制	資本主義		
	社会主義	混合経済	自由市場経済
代表国家	旧ソ連	日本	アメリカ
生産/分配 /価格設定方式	計画・割当 人為的価格設定	市場メカニズム 非市場メカニズム併用	市場メカニズム万能
財・サービスの生産 主体	国家・国営 企業	私企業 国営・公益企業併存	私企業
生産者間の競争	無競争	制限された自由競争 (競争条件・競争相手)	自由競争
事業動機	国家目標達成 公益	国家目標達成 公益、利潤動機 (複合的)	利潤動機
投資決定	国家 (党・政治家・官僚)	官民協調 政府・官僚・経営者・組合 金融機関・投資家	企業経営者
資金配分	国家 (予想配分)	政府・日銀・金融機関 投資家	金融機関・投資家
資金配分基準	国家のプライオリティ	国家のプライオリティ 投資魅力度	投資魅力度
投資リスクへの対応	計画によってリスク排除	計画、保証、援助、保護 協調、情報シェア、資本 参加、人材派遣等による リスク軽減	経営多角化 製品差別化 知的所有権 リスクに合ったリスク ヘッジの提供 分散投資によるリスク 軽減
投資対金融決定 金融・資本市場	投資>金融 存在せず	投資>金融 相対市場中心	投資と金融は同時決定 公開市場中心
国家の役割	・プライオリティの決定 ・目標達成のための予算 配分 ・予算の実施	・プライオリティの決定 ・コンセンサス作り ・政策金融の提供 ・金融機関、資本市場の直 接間接のコントロール (開発型国家)	・自由市場メカニズムが 有効に働くための枠組 作りとルール違反の監 視、取り締まり (規制型国家)
必要なインフラ	・強力、強大な国家 ・膨大な官僚機構	・大きな政府 ・コンセンサス作り ・規制のための複合的なリ レーションの構築、維持	・小さな政府 ・市場の番人 ・検禁法(弁護士) SEC ディスクロージャー ルール (公社会計士) 証券アナリスト
環境変化への対応	計画変更	・産業構造計画 ・説得と誘導 ・市場メカニズム ・自由競争	・市場メカニズム ・自由競争
大きな変化への対応	政変、暴動	?	・選挙 ・住民投票
システムの究極目標	共産主義国家の実現 (経済的平等社会の構築)	経済大同の実現(?)	消費者、投資家の利益を 最大化するような社会の 実現

(出所) 井手正介『ビジネス・ゼミナール 企業財務入門』

資料 1 3

日本の伝統的な金融システムの特徴

特 色	具 体 例
(1) 国内完結システム	外資法、外為法 行政指導による国内金融市場の海外からの遮断
(2) 高貯蓄政策	貯蓄奨励政策 銀行預金、郵貯偏重政策 消費者金融、住宅金融抑制
(3) 政策金融、政策的資金配分	福祉小国 産業金融偏重 国債不発行、均等財政主義 家計セクター軽視 産業政策と整合性のある政策的資金配分 「大企業製造業中心」
(4) 民間金融機関と郵貯の共存	民間金融機関と郵貯の共存 民間＝民間、郵貯＝公共投資（財政投融資） 公的金融機関による政策融資
(5) 民間金融機関偏重 (い・お亦る同位金融偏重)	限られた貯蓄手段 公社債流通市場抑制 日銀信用を通じるオーバーローン、オーバーボローイング 許容
(6) 厳しい金融機関規制	特定少数の金融機関を透過する貯蓄吸収・資金供給体制 日銀による大手金融を透過する金融市場のコントロール 日銀貸出を適する影響力行使 窓口指導による貸出額の直接規制 各種金融機関の業務分業にわたる厳しい規制 (分野＝垣根、競争＝横並び、商品＝少数均質)
(7) 金利規制	低金利政策 (がんじがらめの)金利規制、発行条約規制
(8) 有担保主義	製造業大企業優先の資金配分
(9) 企業と金融機関の密接な関係の奨励	企業グループ・銀行系列の発達 メインバンク制度の確立 株式政策保有、安定性主制度、相互保有制度の確立 総合的なリレーションシップに基づく資金供給システムの確立

(出所) 井手正介『日本の企業金融システムと国際競争』

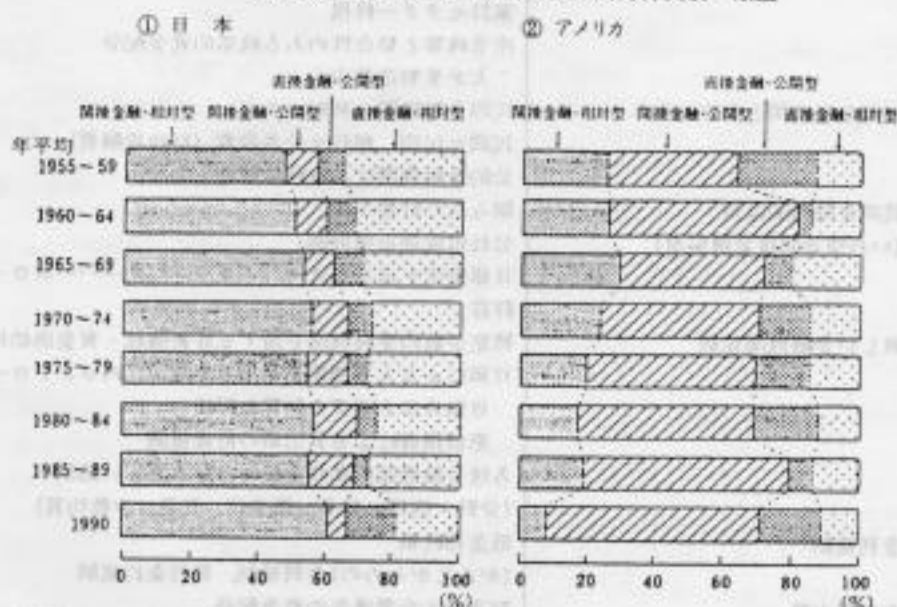
資料 1 4

日 本	ア メ リ カ
間接金融（金融機関貸出）中心	直接金融（オープン市場）中心
相対取引中心	市場型取引中心
負債は金融機関借入中心	負債も有価証券中心
金利は人為的、政策的に設定され、固定的	金利は市場で自由に変動
金融機関は少数	金融機関は多数
政府、日銀が市場に直接、間接介入	政府、連銀は主として市場メカニズムを通して介入

（出所）井手正介『ビジネス・ゼミナール 企業財務入門』

資料 1 5

広義の金融市場を通じる非金融部門発行負債の類型



（備考）1. 日本銀行「資金循環測定」、資金循環測定記帳表、横山昌一「金融自由化の経済学」（1985）、Board of Governors of the Federal Reserve System「Flow of Funds Accounts」等により作成。フローベースの計数。
2. 各類型の分類は以下の通り。

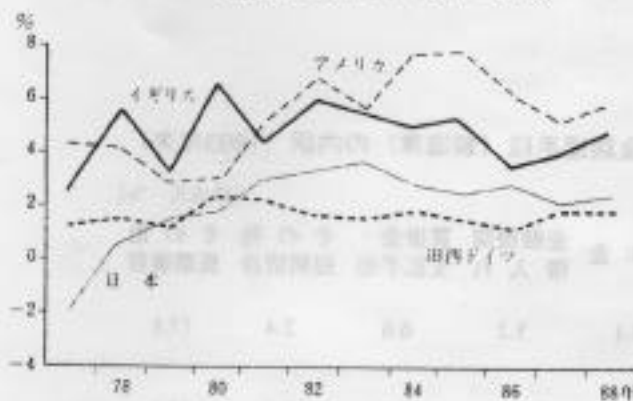
	日 本	ア メ リ カ
間接金融・相対型	金融部門の非金融部門向け貸出金	金融部門の非金融部門向け貸出金、金融部門保有の私事債
間接金融・公開型	金融部門保有の有価証券（金融債、投資信託受益証券を除く）	金融部門保有の有価証券（金融債、投資信託受益証券を除く）、モーゲージ、オープン・マーケット・ペーパー（金融部門発行CPを除く）
直接金融・公開型	非金融部門及び海外部門保有の有価証券（金融債、投資信託受益証券を除く）	非金融部門及び海外部門保有の有価証券（金融債、投資信託受益証券、私事債、貯蓄国債を除く）、モーゲージ、オープン・マーケット・ペーパー（金融部門発行CPを除く）
直接金融・相対型	企業間信用、海外部門の直接投資、貿易信用、その他対外債権債務	企業間信用、非金融部門の消費信用、個人部門保有の貯蓄国債、連邦政府貸付、海外部門の直接投資・貿易信用、証券金融

ただし、非金融部門とは非金融法人企業及び個人、政府。
3. 1974年までのデータは、横山昌一「金融自由化の経済学」より引用。
（出所）平成5年「経済白書」。

（出所）井手正介『日本の企業金融システムと国際競争』

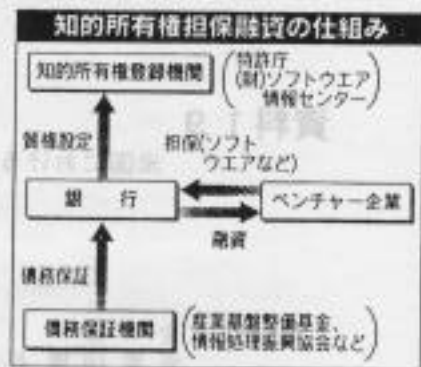
資料 1 6

先進 4 国 の 資 本 コ ス ト の 推 計
(税引後実質加重平均資本コスト)



(出所) 井手正介『ビジネス・ゼミナール 企業財務入門』

資料 1 7



(出所) 日経新聞1995年10月13日

資料 1 8

米国ベンチャー企業の特徴 (大企業との比較)

—— 米ベンチャーキャピタルが資金供給を行っている中小企業495社、および大企業(フォーチュン500社)の比較統計

(1) ベンチャー企業の産業分野
(1989～93年中)

(社数構成比 %)

産業分野	バイオテクノロジー	ソフトウェア	メディア通信	半導体	医療機器	医療サービス	小売り	その他
割合 (%)	28	14	14	12	12	5	6	9

(2) 研究開発投資、設備投資の動向
(1989～93年中)

(単位: %)

研究開発投資 収入に対する設備
年平均伸び率 投資額の割合

企業タイプ	研究開発投資年平均伸び率 (%)	収入に対する設備投資額の割合 (%)
ベンチャー企業	35	23
大企業	9	7

(3) 資産総額に対するエクイティー調達残高の割合
(1989～93年中)

(単位: %)

企業タイプ	割合 (%)
ベンチャー企業	90
大企業	30

(資料) National Venture Capital Association, "Fifth Annual Economic Impact of Venture Capital Study"

(出所) 『日本銀行月報』, 1995年8月号

資料19

米国における企業規模別資金調達手段（製造業）の内訳（1993年末）

		(構成比 %)				
		資本金	金融機関 借入れ	買掛金・ 支払手形	その他 短期債務	その他 長期債務
大企業	資産10億ドル以上	34.4	5.2	6.6	2.4	17.1
大企業	資産5千万ドル以上 10億ドル未満	39.4	17.0	9.0	1.2	13.1
中堅企業	資産2.5千万ドル以上 5千万ドル未満	46.4	19.9	12.2	0.9	8.2
中小企業	資産2.5千万ドル未満	45.8	18.4	13.4	1.5	9.7

(資料) U.S. Department of Commerce, "Quarterly Financial Report for Manufacturing Mining, and Trade Corporations"

(注) 統計上、このほかに売上税等の未払金、繰り延べ法人税等があるため、合計しても100%に一致しない。

(参考) わが国における企業規模別資金調達手段（全産業）の内訳（1994年3月末）

		(構成比 %)				
		資本金	金融機関 借入れ	社債	買掛金・ 支払手形	その他
大企業	資本金10億円以上	27.2	29.2	10.5	12.4	20.7
中堅企業	資本金1億円以上 10億円未満	14.3	41.9	0.9	19.6	23.3
中小企業	資本金5千万円以上 1億円未満	10.6	46.6	0.4	17.1	25.3
中小企業	資本金1千万円以上 5千万円未満	15.9	41.5	0.1	18.4	24.1

(資料) 大蔵省「法人企業統計季報」

(出所) 『日本銀行月報』、1995年8月号

資料20 ベンチャー企業の成長段階別資金調達（各期における新規調達額）

（単位：百万ドル）

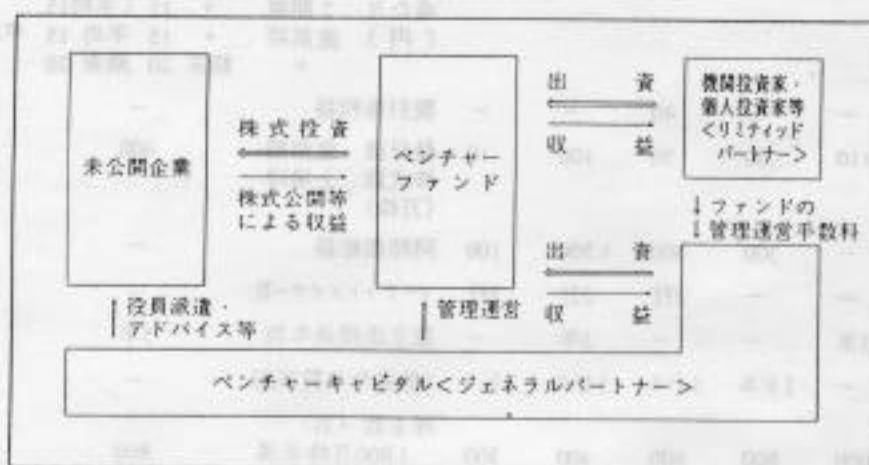
（資金調達者）	商品サービス		株式公開	計		
	草創期 （スタートアップ期）	試作品作成期 （第1段階）			商品開発期 （第2段階）	販売拡大期 （株式公開直前期）
ベンチャー ファンド	2.0	5.0	1.0	8.0		
リース	0.2	1.0	1.0	2.2		
銀行			1.0	1.0		
知人等	0.3			0.3		
機関投資家				10.0		
提携企業			5.0	5.0		
株式市場から の資金供給				25.0		
計	2.5	6.0	8.0	16.0	25.0	57.5

（資料）Robert Kunze, "Nothing Ventured"

（注）ベンチャー企業の事例をもとに、典型的なモデルケースとしてまとめ直したもの。

（出所）『日本銀行月報』、1995年8月号

資料21 米国におけるベンチャーファンドを通じた未公開株式投資の仕組み



（出所）『日本銀行月報』、1995年8月号

資料22

米国ベンチャーファンドへの出資主体
—1993年中に組成されたベンチャーファンド
への出資割合—

出資主体	割合 (%)
年金基金	59
保険会社	11
財団	11
事業法人	8
個人・親族	7
外国投資家	4

（資料）National Venture Capital Association, "1993 Annual Report"

（出所）『日本銀行月報』、1995年8月号

資料 2 3

米国の上場・店頭登録基準概要

米 国	Nasdaq店頭市場					(参考)	東京証券取引所 店頭市場 特 別		
	ニューヨーク証券取引所	アメリカン証券取引所	NMS 第1基準	NMS 第2基準	Small Cap		日本	東京証券取引所	店頭市場
純資産(万ドル)	1,800	400	400	1,200	200	純資産 (億円)	10 (直前期)	2 (直前期)	2 (登録日)
						同1株当たり純資産 (円)	100 (直前期)	-	-
総資産(万ドル)	-	-	-	-	400	総資産	-	-	-
税引前利益 (万ドル)	650	75	75	-	-	税引前 3 期前 2 期前 直前期 (億円)	2 4 3 4 4	4 4	-
						同1株 3 期前 2 期前 直前期 (円)	平均 15 平均 15 平均 15	平均 15 平均 15	平均 10
税引後利益(万ドル)	-	-	40	-	-	税引後利益	-	-	-
浮動株式数(万株)	110	50	50	100	10	発行済 直前期 株式数 上場時 (万株)	400	100	200
同時価総額(万ドル)	-	300	300	1,500	100	同時価総額	-	-	-
マーケットメイカー数	-	-	2社	2社	2社	マーケットメイカー数	-	2社	2社
設立後経過年数	3年	-	-	3年	-	設立後経過年数	5年	-	-
1株当たり買気配	-	3ドル	5ドル	3ドル	3ドル	1株当たり買気配	-	-	-
株主数 (名)						株主数 (名)			
100万株未満	2,000	800	800	400	300	1,000万株未満	800	200	50
100万株以上	2,000	400	400	400	300	2,000万株未満	1,200	200	50
						2,000万株以上	2,000*	400	50
							*1,000万株増加ごとに100名追加 (上限3,000名)		
配 当	-	-	-	-	-	配 当	有	配	有

(資料) "NYSE Fact Book", "Nasdaq Fact Book & Company Directory", 「東証要覧」, 「日本証券業協会定款規則第1」等
 (注) 1995年7月導入。「特別」の適用対象企業は、①利益の額、純資産の額が本国証券の登録基準に適合していないこと、②主たる事業の内容に新規性があり、採集性があると申請会社が認めたものであること、③売上高に対する研究開発に要する費用が20%以上であること、④前段

(出所) 『日本銀行月報』, 1995年8月号

資料 2 4

企業設立から株式公開に至るまでの平均年数

	(参考)	
	米 国 (Nasdaq 店頭市場)	日 本 (店頭市場)
全企業平均	5年	29年
1965年以降に設立された企業平均	n.a.	17年

(資料) 通産省調べ

(出所) 『日本銀行月報』、1995年8月号

資料 2 5

機関投資家の株式市場シェアについて

日米機関投資家の両国株式市場における市場シェアを比較すると、以下の特徴が指摘される(株式発行残高に占める機関投資家の保有シェアに関しては比較対照可能な統計が存在しないため、以下では株式市場における同売買シェアを中心に記述)。

- (1) 証券取引所取引における機関投資家の市場シェアをみると、ニューヨーク証券取引所での機関投資家のシェアは5割を上回る水準に達しているのに対して、東京証券取引所における本邦機関投資家のシェアは2割台にとどまっている。
- (2) 店頭市場取引についても、Nasdaq店頭市場取引における米国機関投資家の市場シェアは上記証券取引所取引におけるシェアとさほど遜色のない水準を示しているのに対して、わが国店頭市場取引における本邦機関投資家のシェアは証券取引所におけるシェアをさらに下回る水準にある。
- (3) 未公開株式市場(ベンチャー企業株式の場合)についてみると、米国においては、前述のとおり未公開株式引き受けの大宗を機関投資家に依存しているのに対して、わが国の場合には、生保を除けば機関投資家による未公開株式投資はほとんど行われていない。

以上のような日米機関投資家の株式市場シェアの相違は、①米国においては機関化現象自体が1990年代以降いち早く進展してきたことに加えて、②わが国の場合、機関投資家の株式投資に際し一定の投資制限が設けられている例が少ないこと(例えば店頭株式や未公開株式への投資制限)、などが影響しているものとみられる。

日米機関投資家の両国株式市場における市場売買シェア(1994年中)

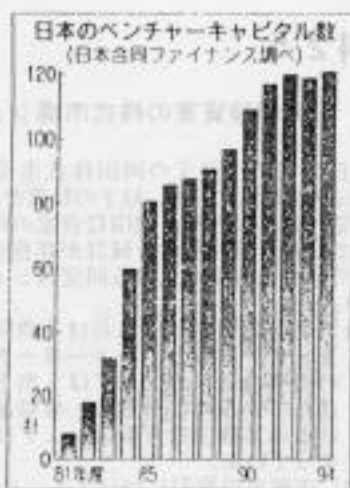
(単位: %)			
米 国	日 本		
ニューヨーク証券取引所	55.3	東京証券取引所(第1部)	23.7
Nasdaq店頭市場	42.8	店頭市場	14.7

(資料) "NYSE Fact Book", "Nasdaq Fact Book & Company Directory", 東京証券取引所「証券統計年報」, 日本証券業協会「証券年報」

(注) 本欄については、Nasdaq Fact Bookに従い、10,000株以上のブロック取引を機関投資家による売買と定義、日本については、金融機関(生・預保、銀行)は証券協定を含む。等)投資信託を機関投資家による売買と定義。

(出所) 『日本銀行月報』、1995年8月号

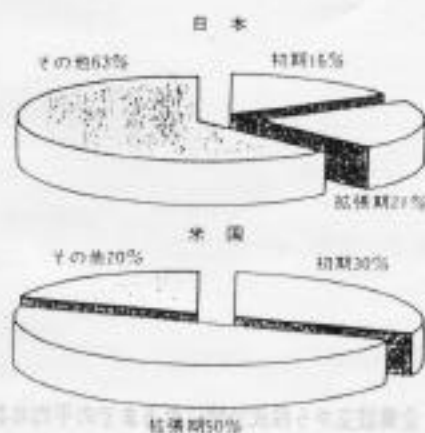
資料 2 6



(出所) 日経新聞1996年1月4日

資料 2 7

日米ベンチャーキャピタルの投資ステージ別投資状況 (92年)



(注) 日本と米国では調査形態が異なるため、厳密な比較はできない。
(出所) 平成3年版「通商白書」

(出所) 日経新聞社編『ゼミナール 現代企業入門』

資料 2 8

証券取引所の上場基準緩和

東証の上場基準の主な緩和内容

	市場第2部の上場基準	ベンチャー企業向け特別上場基準(新設)
上場株式数	東京周辺300万株以上 東京周辺以外200万株以上	200万株以上
上場株主数	上場株式数1000万株未満の場合800人以上など	300人以上
設立後経過年数	3年以上(5年以上) 分社化会社は2年以上	基準なし
利益額	3年前1億円以上(2億円) 2年前1億円以上(3億円) 1年前4億円以上(4億円)	基準なし
売上高	3年または2年前5億円以上 1年前2億円以上	直前事業年度10億円以上

(出所) 朝日新聞1996年1月16日

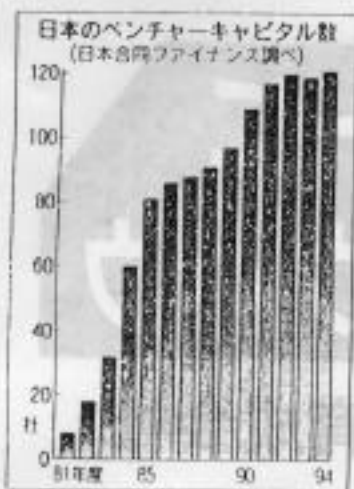
資料 2 9

社債市場の主な流れ (出所)

- 社債市場の主な流れ
- 70年代初めまで 社債はすべて有担保
 - 73年1月 一部条件付きで無担保転換社債の発行認可
三菱商事、丸紅、日立製作所、川崎重工業が発行
 - 79年2月 適債基準、財務制限条項を設定し、優良企業に無担保債導入
 - 3月 米シアーズ・ローバック、国内市場初の無担保普通社債発行
 - 4月 松下電器産業、国内企業初の完全無担保転換社債発行
 - 85年1月 TDK、国内企業初の無担保普通社債発行
 - 90年11月 普通社債の適債基準を緩和し、格付け基準へ一本化
 - 93年9月 証券分野の規制緩和で5年物社債・変動利付債の発行解禁
 - 10月 社債発行制度の整備、受託制度改善など柱の改正商法施行
 - 11月 オリックス、初の5年物普通社債発行
 - 94年3月 高島屋、初の二重通貨建て債発行
 - 4月 三井造船、初の変動利付債発行
 - 95年8月 ソフトバンク、社債管理会社抜きで普通社債発行
 - 96年1月 適債基準撤廃、財務制限条項を原則自由化

(出所) 日経新聞1996年1月16日

資料 2 6



(出所) 日経新聞1996年1月4日

資料 2 7



(注) 日本と米国では調査形態が異なるため、厳密な比較はできない。
(出所) 平成4年版「通商白書」

(出所) 日経新聞社編『ゼミナール 現代企業入門』

資料 2 8

証券取引所の上場基準緩和

東証の上場基準の主な緩和内容

	市場第2部の上場基準	ベンチャー企業の特典基準<新設>
上場株式数	東京周辺400万株以上 東京周辺以外200万株以上	200万株以上
上場株主数	上場株式数100万株未満の場合800人以上など	300人以上
設立後経過年数	3年以上(5年以上) 分社化会社は2年以上	基準なし
利 益 額	3年前1億円以上(2億円) 2年前1億円以上(3億円) 1年前4億円以上(4億円)	基準なし
益 1 株 当たり	3年または2年前15円以上 1年前20円以上	直前事業年度10円以上

()内は緩和前の基準

(出所) 朝日新聞1996年1月16日

資料 2 9

社債市場の主な流れ

- 70年代初めまで 社債はすべて有担保
- 73年1月 一部条件付きで無担保転換社債の発行認可
三菱商事、丸紅、日立製作所、川崎重工業が発行
- 79年2月 適債基準、財務制限事項を設定し、優良企業に無担保債導入
- 3月 米シアーズ・ローバック、国内市場初の無担保普通社債発行
- 4月 松下電器産業、国内企業初の完全無担保転換社債発行
- 85年1月 TDK、国内企業初の無担保普通社債発行
- 90年11月 普通社債の適債基準を緩和し、格付け基準へ一本化
- 93年9月 証券分野の規制緩和で5年物社債・変動利付債の発行解禁
- 10月 社債発行限度の撤廃、受託制度改善など柱の改正商法施行
- 11月 オリックス、初の5年物普通社債発行
- 94年3月 高島屋、初の二重通貨建て債発行
- 4月 三井造船、初の変動利付債発行
- 95年9月 ソフトバンク、社債管理会社抜きで普通社債発行
- 99年1月 適債基準撤廃、財務制限事項を原則自由化

(出所) 日経新聞1996年1月16日

ベンチャーに OBがノウハウ

異業種12社で育成会社

専門生かし支援

セコム、NETスターなど通信系成長産業の大手企業十二社と日本生命保険は、起業家・ベンチャー企業を育成するための母体会社を共同出資で設立することに合意した。情報通信、バイオ・医療など先細分野に的を絞り、資金を最も必要とする設立初期段階の企業に投資、助言する。国内だけでなくアジア企業も対象とし、投資規模は当面百億円。来年二月二日の設立を目前に、戦後急成長した大手企業やベンチャーから熟練した企業が業種を超えて積極的に結集し、本格的なベンチャー支援に乗り出すのは初めてで、これまで政府や金融機関主導だった新興企業育成の新たな様相となる。(解説3面に)

日生と共同、100億円投資

設立発起人は、本庄正則・伊藤助成・日本生命保険社長、藤原会長、中尾則雄・インテック社長、牛尾浩明・ウシオ電機会長、神林重雄・NETスター通信社長、宮内義彦・オリック社長、茂木友三郎・キョコリーマン社長、井原敏・三洋電機会長、飯田亮・セコム会長、小林幸雄・大鶴薬品工業社長、石橋一・大和ハウス工業会長、伊藤起人会長副会長。来年一月下旬に創立総会を開く。投資の総額は100億円。投資事業組合は、日生と共同で設立する。四月一日に発足する。新会社の主な業務は、ベンチャー企業の株式、債券への投資、融資、債務保証と、経営全般のサポートとなる。十一月二十日ごろに

コンサルティング。東京、大阪に拠点を置き、全国の企業を対象とするほか、アジアの新興国・地域の企業も手がける。

資本金の内訳は、日生が二〇％程度、大手企業十二社がそれぞれ五％程度。残りの三〇％は信用銀行や証券会社に融資要請する。投資基金はまず百億円とし、三任ごとにさらに百億円増やす計画。

成長分野を手掛ける企業経営者が新会社設立で合意したのには、嬉しいといわれるベンチャー企業の技術者を自らが生かせることで、単なる投資ではなく育成型の支援会社を作る必要があると判断したため。情報通信ならば、NETスター通信、インテックなど、バイオ・医療などは大鶴薬品工業などがノウハウを提供できる。

日本のベンチャー支援は政府や銀行・証券会社など金融機関が中心で、しかも、投資リスクの小さい成長後期の企業を対象にしていた。今回事業会社が中心となり、しかも設立初期段階の企業を支援するのが狙いで、成長と同様の初の本格的なベンチャー育成組織となる。

(出所) 日経新聞1995年11月10日

エンジェル日本でも台頭

個人投資家

日本で事業経験がある個人投資家（エンジェル）が現れ始めた。創業間もないベンチャー企業（V B）に投資、経営を助言、指導する。十月には起業家との交流の場となる組織も発足する見通し。日本では米国に比べエンジェルが少ないことがV Bが育ちにくい一因だった。店頭公開ラッシュが続く日本でも公開による創業利得でV B投資する動きが広がる可能性がある。

自らのV B育成支援

- 最近の個人投資家をめぐる動き
- ▽前田製糖など東北3社の社長
 - ・東北エンジェルパートナーシップ(組合)を設立
 - ▽メイテック
 - ・関口社長が1月からインターネットで起業家を公募、会社設立時に投資
 - ▽YBI
 - ・横浜社長が今春から1社当たり1000万円程度を投資
 - ▽ユニバーサルホーム
 - ・マルチメディア、バイオ企業に加藤社長が投資
 - ▽スプレッドグループホールディングス
 - ・統括会社に出資する個人を1口50万円で購入
 - ▽大手ベンチャーキャピタル
 - ▽ベンチャーネット
 - ・エンジェルファンドの設立を検討中
 - ・エンジェルを組織化、起業家との出会いの場を創設

(出所) 日経新聞1996年1月17日

新株有利発行

創業支援へ10年有効

通産省 認定ベンチャーに特例

通産省は新創業支援法を改正し、ベンチャー企業(V B)に米国で普及しているストックオプション制(新株の有利発行)の特例を適用する。新株の有利発行は創業支援の切り札として日本での導入を強く要請していた。

特別優遇を享受し、その有効期間は5年」といって商法の規定

によって、企業が事業に、ストックオプションを導入できる。また、特例優遇の期間を1年に延長し、制度を導入しやすくする。今月末から始まる臨時国会に新創業支援法の改正案を提出、年内に成立する。

新株を購入する権利を握るもので、米には有力な成功報酬制度になっている。権利を得た社員は自分が株式を公開し、株価が上昇した時点で権利を行使すれば数十倍の利益を得られる。株主優待と同じ効果を得る創業支援の切り札として日本での導入を強く要請していた。

また、導入企業は社員が権利を行使した場合は増発して新株をいっしょに発行できる体制を整えておく必要がある。日本では行方不明の権利を6カ月以内に発行請求の期限が過ぎる可能性がある。改正により認定ベンチャーは5年間の有効期間内に新株を再発行しても権利行使が可能となる。また、新創業支援法で認定を受ける企業は、認定後1年以上、通産省は5年間は認定企業を低増産させる方針。

(出所) 日経新聞1995年9月26日