

第44回

経済 学生の部 3等

(論題) 日本の直接金融市場の発達には何が必要か

飯島 潤

大竹 哲平

保坂 伸一郎

東京経済大学経済学部3年

要約

バブル崩壊後長引く不況を経て、間接金融を軸とした日本の金融市場は転換期を迎えており、直接金融市場の発達が必要となっている。それは不況による不良債権の増加などにより、間接金融からの資金調達が困難と考えられるからである。したがって、市場の整備という礎を築かなくてはならないが、既に日本をリードしているような企業が上場している東証など既市場には今以上の発達をそれほど望める訳ではない。

そこで、新しいビジネスを生み出し、日本経済の未来を担うベンチャー企業を中心とする新興市場の発達が必要である。したがって、日本の直接金融市場の発達とは新興市場の発達であるといえよう。

新興市場の発達のためには、特に資金供給の場となる証券市場の整備が急務である。また、ベンチャー企業にはリスクマネーの供給が必要であり、この重要な役割はベンチャー

キャピタル（以下 V C と略記）が果たしていくべきであると考えられる。しかし、日本の V C には分散投資、ハンズオフなどの問題があると思われる。したがって、米国 V C において主流であるハンズオンを用いて、経営に積極的に参加する必要がある。

米国では独立系 V C が大きなシェアを占めているのに対して、日本では銀行系 V C が大きなシェアを占めているという特徴がある。しかし、ベンチャー企業 1 社あたりの投資割合は低く、積極的な投資を行っているとはいえない。したがって、特に日本の V C の大きなシェアを占める銀行系 V C の活躍が望まれる。このことは決して従来の間接金融依存の脱却によって直接金融への移行を望むのではなく、間接金融と直接金融の調和を図ることによる直接金融の成長を押し進めていく必要があるためである。これは間接金融との融合を図る上で銀行との提携を行っている銀行系 V C を中心に、ハンズオンなど積極的な行動

を示すべきであると考えられるからである。

(7 7 1 字)

日本の直接金融市場の 発達には何が必要か

目次

1. はじめに
2. 新興市場の重要性とベンチャー企業
3. 日本のV Cの現状と役割
4. 銀行系V Cの役割
5. まとめ

はじめに

日本はバブル崩壊から不況が続き、しかも未だ脱却できていない。その中で経済成長も高い水準を維持できず、近年は安定成長とも低成長とも言われる時代に突入した。したがって、急速な経済成長はなかなか見込めないと見えよう。しかし、いつの時代にも産業の活性化は望まれており、その時代にあった円滑な資金供給が求められているのである。それ故に時代と共に経済システムも変わるべきであるが、今なお間接金融主体の金融構造は越智（2002）にあるように大きな変化はないと言える。特に担保主義に基づくバブル期の過剰な貸し出しは不良債権となり、日本経済を苦しめているのである。また、「貸し渋り」や「貸し剥がし」などの問題が顕在化している事からもわかる通り、日本の間接金融には軋轢が生まれているようである。間接金融は有効なシステムであるが、これからの日本の金融構造は企業が直接市場から資金調達

できる仕組みを整備する必要がある。したがって、新規産業創出の意味も込めて、直接金融の更なる発達が早々に期待されている。

具体的な既存企業の資金調達に目を転じてみると、池尾（2001）にあるように「潜在成長率が二％程度という時代には、内部留保の範囲内での設備投資で十分」である。したがって、急激な成長が見込まれない既存の企業には金融市場から資金調達をする必要性が少ないと考えられる。これでは従来の直接金融市場には発達の余地が小さいように思える。

しかし、経済全体の成長力が低下しても、個別に企業が急成長する場合は十分に考えられる。その代表と言えるのが松田（1998）により「リスクを恐れず新しい領域に挑戦する若い企業」と定義されているベンチャー企業である。全く新しい分野に挑戦する多くのベンチャー企業には設備資金、開発資金、営業資金など様々な資金調達の必要性がある。そのためベンチャー企業への資金供給ルートの

確保が急務となっている。

その上で、担保もなく前例のない挑戦をする多くのベンチャー企業にとっての資金調達は、間接金融市場よりも直接金融市場からの方がより適していると考えられる。それは、ベンチャー企業への融資は概してリスクが大きいことに起因する。清成（2001）にあるように、銀行は預金者保護の立場から、リスクキャピタルをローンという形でベンチャー企業に供給するには必ずしも適切ではない。したがって、ベンチャー企業にはリスクマネーの供給こそ必要なのである。

以上のことから日本の直接金融が発達するためには何が考えられるか。いささか大胆にまとめれば「日本の直接金融の発達に必要なのは新興市場の発展であり、より具体的には銀行系ベンチャーキャピタルがより積極的にベンチャー企業の育成を図っていくことを通じて、新興市場を活性化させる必要がある」というものである。

従来の日本市場はベンチャー企業にとって上場基準が厳しかったと言える。そこに1999年には東証マザーズ、2000年5月にはナスダック・ジャパン（2002年ヘラクレスに名称変更）などのベンチャー企業向け新興市場が生まれ、ベンチャー企業が直接金融市場から資金を得ることが容易になると同時に、その選択幅も増えた。これにより、ベンチャー企業に対する効率的なリスクマネーの供給は、新興市場への上場によってなされることが期待されている。

しかしマザーズやヘラクレスといった新興市場は現在、うまく活用されているのだろうか。それは米店頭市場ナスダックを運営するナスダックストックマーケット社のナスダック・ジャパン撤退に象徴されるように、必ずしも魅力的な市場とはいえないだろう。これは図表1で示す通り、ナスダック・ジャパンの計画数値と実績値との乖離を持って、現実的には計画ほどの魅力がなかったと説明でき

る。このことはベンチャー企業が上場できる仕組みとして十分でないことを示唆している。

では、新興市場を拡大させるためにはどうすればよいのであろうか。それは優良なベンチャー企業が今まで以上に上場することが必要であり、それによって市場に対する信用を蓄積することである。そのためには、ベンチャー企業への資金供給に対する専門ノウハウを持ったVCが尽力することが重要である。VCは主にベンチャー企業の株式上場（以後IPOと略記する）や吸収・合併（M&A）をもってその利益を得ているため、優良なベンチャー企業を市場へ排出する重要なポイントとなる。そのことは、新興市場の更なる発展へとつながってゆくのである。

そこで、日本でのVCの現状を見てみると、独立系よりも銀行系のVCが多いという特徴がある（第3節を参照のこと）。米国などでは系列会社としてのVCは少数であり、

ベンチャー投資にハイリターンが見込めることから、独立系、特にパートナーシップの形態を用いている場合が多い（第4説を参照のこと）。このことから銀行系VCが多いのは日本特有の特徴であり、日本市場においては独立系VCよりも銀行系VCの活躍を望むのは自然なことであろう。そして間接金融の雄として長らく日本経済に君臨している銀行と関係が深いこともメリットと考えられる。なぜなら、銀行にとってVCは新規融資先情報の提供機能として働く一方、VCにとって銀行は投資先の審査ノウハウや広範囲の情報交換相手として非常に有用なためである。したがって、銀行系VCは非銀行系VCに比べての活躍しやすく、且つその役割を発展しやすい土壌にあると思われるのである。この点が銀行系VCに着目する大きな理由である。

本稿の議論の構成は以下の通りである。まず第2節では、ベンチャー企業の発達には新興市場の発達が重要であり、VCがその中で

鍵となることを論じる。続いて第3節では、日本VCの現状とその特徴をまとめる。そして第4節では、第3節での議論を踏まえた上で銀行系VCがより積極的にベンチャー企業育成をする必要性を論じる。最後に第5節で本稿のまとめを述べて結びとする。

2. 新興市場の重要性とベンチャー企業

従来 of 日本市場はベンチャー企業にとってIPOすることが難しかったといえる¹。前節で述べたように上場基準の高さに問題があったと考えられる。そこで1999年には東証マザーズ、2000年5月にはナスダック・ジャパンなどのベンチャー企業向け新興市場が生まれたのである。ベンチャー企業は信頼力などが高くなり、直接金融市場から資金を得ることが容易になった。これにより、ベンチャー企業に対する効率的なリスクマネーの供給

は、新興市場への上場によってなされることが期待されている。

また、前節でも述べたように急激な成長が見込まれない既存の企業には金融市場から資金調達をする必要性が少ないと考えられる。したがって、急激な成長が見込まれるベンチャー企業を対象とする新興市場が重要だと思われる。

では、新興市場は本当にベンチャー企業にとって重要な市場なのだろうか。いくつかの例を挙げて考察してみる。

まずは市場面である。既存市場の中でも中心的な東証は上場基準が比較的高く、ましてやベンチャー企業にはきわめて高い水準と言える。この解決策としてベンチャー企業向け新興市場が創設されたと言える。この新興市場には特に低いハードルの上場基準があり、例えば図表2にあるように東証2部とマザーズの上場基準を比べると、株主数や設立年数など全ての基準で低いことがわかる。また、

平成13年度の商法改正で、市場規模の大きい米ナスダックと、法律面ではさほど変わりがなくなっている。

次に投資家面である。投資側にとってディスクロージャーが強化されていることなど、以前よりリスクを見極めやすくなっていることも重要な点である。東証と比較をすれば、マザーズやヘラクレスはより厳しい四半期業績開示を求められていて、より透明性が強化されている。これにより投資が増えれば、ベンチャー企業の資金が増え、現状以上の技術開発や経営に力を入れることができるであろう。このように新興市場はベンチャー企業にとって重要な役割を担うのである。

米国を見てみると、今では国際的企業であるマイクロソフト、インテル、シスコシステムズなどは、元はベンチャー企業であった。そしてナスダックに上場し成長していったのである。日本のベンチャー企業もマザーズやヘラクレスに上場し、ゆくゆくは飛躍的な成

長の可能性が考えられ、ひいては日本を牽引する新たな産業を育成することが期待されるのである。

では、日本のベンチャー企業は新興市場を活用できているのか。現状として、未上場の中小企業・ベンチャー企業は相当数存在すると予想されるが、IPOする企業は年間で数10社ほどに留まっている。したがって、現在の状況では、大いに活用できているとは言い難いだろう。その理由は少なくとも2つ考えられる。

まず1つ目は、そもそもIPO以前のベンチャー企業に積極的に出資してくれる投資家が少ないためである。ベンチャー企業は新ビジネスを実現するため、大企業に先を越されぬよう早期的な技術開発が必要である。そのためにも機動的な資金が必要なのである。しかし、投資家も銀行もリスクが高く、収益力・担保力のない企業には投資や融資がなかなかできない。このことから、初期段階に

必要な資金がなければ、いくら新ビジネスの構想を持っていても、事業を始める事ができない企業が多いと考えられる。

2つ目は、的確な経営環境の把握と綿密なビジネスモデルの構築ができていないことが考えられる。未上場ベンチャーの中には経済のあり方を根底から変え得る新ビジネスを持つ企業もあるかもしれない。しかし、それを実行するには企業としての形態を維持し、また市場に受け入れてもらえるようなビジネスモデルを構築しなければならない。特に経営ノウハウは一朝一夕で身につくものではない。多くのベンチャー企業はこれらの点が不足しているため困難である。

次に、米国と日本の違いを見てみようⁱⁱ。まず資金供給面である。特に米国は、ベンチャー企業に投資をする個人投資家層（エンジェル）が多いことに比べて、日本ではエンジェルが少数しか存在していないと言われている。現状では日本の経済不振、または国土面

積や人口から考えても、米国ほどにエンジェルが増えることは考えにくい。もう一つの違いはベンチャー支援が圧倒的に弱いことである。専門人材コンサルタント会社、ベンチャー専門の会計士、弁護士の数の違いが考えられる。これでは商法を改正しただけでは不十分であり、新興市場に上場できるベンチャー企業の増加は見込めないのである。

そのために、ベンチャー企業のIPOやM&Aを事業とするVCの存在が重要になると思われる。VCとは、ベンチャー企業に出資（融資することもある）することでハイリスク・ハイリターンを狙うリスクキャピタルである。資金が少ないベンチャー企業に対して資金供給をし、IPOやM&Aまでベンチャー企業を導く。その後、株価が上がったときに株を売ることによってキャピタルゲインを狙う手法である。

米国に近づいた商法改正、日本では存在の薄いエンジェルなどから、日本でベンチャ

一企業を成長させるためにV Cの役割がより重要になると思われる。そこで、次章では、日本のV Cの現状について概観してゆく。

3. 日本のV Cの現状と役割

リスクキャピタルであるV Cは当然投資が失敗に終わる可能性も高い。そこで、V Cには大別して2種類のリスク軽減措置がある。1つ目は「ハズオン」と呼ばれるものであり、ベンチャー年鑑（2002）によると日本のV Cは「投資先ベンチャー企業への株式公開支援策」としている。具体的には「経営手法の指導」「財務内容の改善指導」「提携・M & A仲介」「人材紹介・派遣」などが主な支援策である。これは積極的な経営参加にしたがって、投資先ベンチャー企業の経営を盤石にし、信用リスクを減らそうという立場からの手法である。そしてもう1つは、ハズオフをしつつ分散投資をするバランス型が考え

られる。積極的な経営参加はせず、IPO直前の信用リスクが減った時点で投資をする手法である。一つ一つを小額の投資で、多く分配することによって投資金額全体のリスクを減そうとするものである。

日本の場合どのようなリスク軽減措置が主に取られているのかを概観すると、図表3のV E C (2001) の調査にあるように、徐々にハンズオンが増える一方でバランス型V Cファンドが大多数を占めていたことが多かったことがわかる。しかも実際はまだ小規模であり、より初期段階の投資に移行する必要があると考えられる。また、ハンズオフは信用リスクが少ないため本来のハイリスク・ハイリターン型投資とは言い難く、ベンチャー市場の先進国である米国ではハンズオンによる投資先ベンチャー企業のIPO、その後の育成が日常茶飯事となっているⁱⁱⁱ。このことから、V Cの直接金融の今後を考えた場合、米国モデルに倣ってハンズオンに重点を置くべ

きであると思われる。

もっとも、日本でハンズオフが主流であるのは、多くの経営者が他社に経営権を握られたくない側面があるからだとも言われている。しかし、経営を見てもらいたい優秀なキャピタリストが少ないのもまた事実であろう。松田（1998）はキャピタリストに必要な能力として技術評価、経営・財務コンサルティング、事業支援、人脈など様々な能力を挙げている。VCは積極的なハンズオンによる経営実績を作り、ベンチャー企業の信用を得ると同時にキャピタリストの育成をしなければならない。

IPOを果たしたベンチャー企業は市場に出ることによって不特定多数にその企業の存在と株式をアピールできる。そのため、本来はIPOの達成後は、企業自体で資金調達はやや安易なはずである。しかし、日本の活発ではない新興市場では、例え素晴らしいビジネスを展開したとしても思うような資金を調達でき

ない可能性の方が高いと考えられる。

この問題を解決するためにハンズオンを十分に用いることがより重要になると考えられる。それは新興市場をより活発にするにはやはり上場企業一つ一つの質の向上が必要になるからである。また今までにはない斬新なビジネス等を行うために、起業家全てに経営のノウハウを要求するのは多くのベンチャー企業にとっては大きな負担である。そこでVCがハンズオンによってベンチャー企業に良い人材を紹介すること、経営基盤を強化することを通して、斬新なビジネスを埋もれさせてしまう危険から救うことが重要である。これにより、VCはハンズオンによって優良なベンチャー企業を排出し新興市場の活性化を図ることができるのである。

ここで日本のVCの投資別比率について図表4を通じて見みることにする。投資方法の種類としては、1つ目に自己資金により直接投資する本体投資、2つ目に投資事業組合、

3 つ目にベンチャー企業に対する融資がある。この投資方法の割合は年々変化しているが、1994 年以降は本体投資、投資事業組合の割合が大きくなっていることがわかる。このことから、V C の投融資方法は間接金融から直接金融へ方向転換していると考えられる。つまり、近年の V C の傾向としては、融資から投資へと、ベンチャー企業へ出資する本来の V C の役割を果そうとしていると思われる^{iv}。これは前述のハンズオンとあわせて、今後の日本の V C に必要な役割であると考えられる。

最後に日本の V C の区分が偏っている傾向があることに注目してみる。V C を「独立系」「事業系」「金融系」に分けると、日本には銀行や証券会社の子会社として金融系 V C が多く存在している。図表 5 にあるように、日本での各企業割合は特に銀行系 V C が多く全体の 42% を占めている。次に証券会社系列が多く 15% である。それに比べて米

国の銀行系 V C は全体の 3 % である。その上
米 国 で 主 流 と な っ て い る の は 独 立 系 V C で あ
り、割 合 も 7 6 % と 2 位 以 下 を 大 き く 引 き 離
し て い る。こ れ は エ ン ジ ェ ル と 呼 ば れ る 資 金
余 裕 の あ る 個 人 投 資 家 が 少 な い た め 日 本 に は
独 立 系 V C は 少 な い こ と を 反 映 し て い る と 考
え ら れ る。

以 上 の 議 論 か ら、両 国 の 間 で は 市 場 を 支 え
る 資 金 の バ ッ ク ボ ー ン が 違 う こ と が わ か る。
次 節 で は こ れ ま で の 議 論 を 踏 ま え て、な ぜ 日
本 の 直 接 金 融 の 発 達 に は 銀 行 系 V C の 役 割 が
よ り 重 要 に な る の か を 考 察 す る。

4. 銀行系 V C の役割

前 節 の 図 表 5 よ り、日 本 で は 銀 行 系 V C が
シ ェ ア を 占 め て い る こ と が わ か っ た。で は な
ぜ 銀 行 系 V C の 比 率 は 高 い の だ ろ う か。そ れ
は 米 国 と 比 較 し て エ ン ジ ェ ル 投 資 家 が 少 な い
た め に 独 立 系 ベ ン チ ャ ー キ ャ ピ タ ル が 運 営 し

にくい風土であることがまず挙げられる。また事業系は、単純な投資ではなく本業に関わりのある事業の投資に注力していると推測できる。これらと比較すると銀行系 V C は、よい企業を市場に出し、投資機会を増やすことで親会社のビジネスチャンスを広げることができた。もちろん、投資対象企業とは密接になり、取引を優位に進めることができたでだろう。これにより、銀行系 V C のシェアが大きいと考えられる。しかしこれからは、銀行という母体への依存の度合いを下げ、V C としての役割の比率を増やしていくことが直接金融の発展につながると考えられる。

これまでも述べてきたように、V C にはハズオンにより企業を優良にし、多く市場に排出する役割があると言える¹。そのために最も効率が良いのはやはり大きなシェアを占める銀行系 V C がリスクマネーの供給を積極的にするのが一番の近道ではないかと考えられる。大きなシェアを占める銀行系 V C が他

の V C を引 っ 張 っ て い く こ と が 望 ま し い の で
あ る 。

し か し 現 状 を 踏 ま え て 、 よ り 現 実 的 な 議 論
を す る 場 合 、 銀 行 系 V C は 親 会 社 で あ る 銀 行
と 密 接 に 情 報 交 換 を す る こ と に よ っ て 、 投 資
先 企 業 の 情 報 を 他 と 比 べ て よ り 多 く 得 て い る
事 実 を 考 慮 す る べ き で あ る と 思 わ れ る 。

銀 行 系 V C は ベ ン チ ャ ー 企 業 に 対 し て の 投
資 割 合 は 決 し て 高 く な く 、 む し ろ 低 い と 言 っ
て も 過 言 で は な い 。 こ れ を 裏 付 け る デ ー タ と
し て 、 新 興 市 場 (マ ザ ー ズ 、 ナ ス ダ ッ ク ・ ジ
ヤ パ ン (現 ヘ ラ ク レ ス)) 上 場 企 業 の I P O
直 前 の V C 投 資 比 率 を 見 て み る と 以 下 の 通 り
で あ る 。 な お 、 デ ー タ は 『 株 式 上 場 白 書 』
(デ ィ ス ク ロ ー ジャ ー 実 務 研 究 会 編) を 基 に
作 成 し た 。 銀 行 系 V C は 1 銘 柄 当 り に 平 均
1.07 % の 投 資 を 行 っ て い る の に 対 し て 、 銀 行
系 以 外 の V C は 1 銘 柄 当 り に 平 均 1.74 % の 投
資 を 行 っ て い る 。 つ ま り 、 銀 行 系 は 数 こ そ 多
い が 全 体 的 に み て 積 極 性 に 欠 け る 結 果 と な っ

ている^{vi}。また、図表 6 に示してあるように、銀行系 V C と非銀行系 V C の 1 企業当りの投資割合上位 5 社をみてみると、銀行系 V C より非銀行系 V C の方がより大きな投資を行っている^{vii}。投資比率が圧倒的に大きいのはイー・トレード（株）に投資しているソフトバンク・ファイナンスの 53.80 % である。その後には、スカイマークエアラインズ（株）に投資しているエイチアイファイナンスの 18.60 % と続く。翻って、銀行系 V C はというと 13 位に日本エス・エイチ・エル（株）に投資している興銀インベストメント（3iBJ）No. 2 ファンドの 10.62 % がようやく登場する。その後になると、30 位に（株）エス・イーラボに投資しているあさひ銀事業投資の 6.67 % まで出てこないのである。つまり、非銀行系 V C は全体的に見て投資比率が大きく積極的であるのに対して、銀行系 V C は消極的な投資に甘んじている結果となっているのである。このことから、銀行系は積極的な投資を展

開していく必要があると思われるⁱⁱⁱ。

その他に銀行系 V C には、銀行との情報交換などの係わり合いから投資対象となる企業を発掘することや、より綿密に審査の基準を設けることができるといったメリットもある。また、ベンチャー企業は銀行からの融資を受けることによって、より多くの活動資金を得る必要もある。しかし、条件面でベンチャー企業は初期段階では融資を容易に受けることはできない。将来の成長過程で銀行からの融資を受ける条件が整うまでは、なかなか融資を得るのは難しいのである。前述のように、銀行側からしても将来の取引先を発掘するためには情報が必要である。銀行との提携を結んでいる銀行系 V C に特に注目するのは初期段階に限らず成長後を含めて総合的な視野で注目しているからである。

今後の日本の直接金融市場の発達には、間接金融を衰退させるのではなく、かつての間接金融を上手に利用しながら直接金融の発達

を望むことが日本経済には必要なのではないだろうか。直接金融の先進国米国のシステムをそのまま採り入れるのではなく、日本の特徴である部分を生かしていくべきではないだろうか。

以上の議論をまとめると、ベンチャー企業は初期段階においては出資によって研究・開発を行い、ビジネスが軌道に乗ってからは融資によってビジネスの拡大を期待できる。つまり、銀行系VCと銀行の連携によってベンチャー企業の成長に貢献できるのである。そのために現時点にするべきことは、銀行系VCのハンズオンと共にベンチャーキャピタリストの育成をし、また1企業あたりの投資額を増やすことでベンチャー企業の育成をしていくことが必要である。今後、直接金融の発達、新興市場の発展を考えると、日本で多くのシェアを占める銀行系VCの役割が必要であると考えられる。銀行系VCがその役割を拡大することで、VCビジネス自体を活発化

させ、他の V C を引っ張っていくことが重要
であると考えられる。

5. まとめ

本稿の結論をまとめると、日本の直接金融
市場の発達 は新興市場の発達 であると言え
る、より具体的には銀行系 V C がより積極的
にベンチャー企業の育成を 図っていくことを
通じて、新興市場を活性化させる必要がある
というものである。

日本にとって必要なのは新ビジネスを創出
するベンチャー企業の発達 である。その資金
供給の場となる市場の整備が急務である。ま
た、ベンチャー企業にはリスクマネーの供給
が必要であり、この重要な役割は V C が果し
ていくべきであると考えられる。しかし、日
本 V C には分散投資、ハンズオフなどの問題
がある。したがって、米国 V C において主流
であるハンズオンを用いて、経営に直接参加

する必要がある。

特に、日本のV Cの大きなシェアを占める銀行系V Cの活躍が望まれる。その理由は、従来の間接金融依存の脱却によって直接金融主体への移行を望むのではなく、間接金融と直接金融の調和を図ることによる直接金融の成長を押し進めていく必要があるためである。これは間接金融との融合を図る上で銀行との提携を行っている銀行系V Cを中心に、ハンズオンなど積極的な行動を示すべきであると考えられるからである。

注

i 直接金融、間接金融ともに資金を調達するには信頼性が必要である。間接金融では、担保を付けて借入れをすることが中心であるが、担保を持てるような大企業でないと借入れは難しい。これに対して直接金融では、株式発行などで資金を集めることができ、担保などは不必要である。この方法ならばベンチャー企業も容易に資金を集めることができる。しかし、この方法でまとまった資金を調達するには、多くの投資家に対して募集することも必要であろう。直接金融自体は公開企業でなくても可能であるが、著名な企業でない限り実際には難しいのが現実である。株式公開することで多くの投資家が目を付け、増資を引き受けてくれるのである。

ii 2002年7月10日のIECP読書会での会談によると、米国ナスダックは日本よりも先に業務を開始しているため、現時点の結果を単

純に比較するのは無理があると述べている。

iii ゴンパース・ラーナー（2002）を参照のこと。

iv 氏家（2001）を参照のこと。

v VCが果たす他の役割の1つにIPO時の初期収益率保証効果がある。Megginson and Weiss

（1991）では、米国ではVCがベンチャー企業に対して初値に対する保証効果を与えていることが実証されている。一方日本では、小西・安田（2001）によると「VCが株式の新規公開を行う企業に対して保証効果を与えているとは言えない（中略）銀行が新規公開を行う企業の株式を保有していることが保証効果となっている可能性がある」とある。このことは日本の銀行は5%以内の株式保有が認められていることからベンチャー企業に対する保証効果を持つ可能性を示唆している。しかし、将来的には特に銀行系VCが自らのハンズオン投資により保証機能を持つ必要があ

ると思われる。

vi もちろん、互いに投資比率は低いという面は否定できないが、それでも銀行系 V C の投資比率の方が低いことに変わりはない。

vii I P O 直前企業への V C 1 社当りの出資割合を使用（同企業でも投資先が異なれば複数順位に参入している）している。

viii 非銀行系 V C の投資比率も 2 位以下では十数%と決して高くないのは否定できない。しかし、銀行系 V C も少なくとも非銀行系 V C の投資比率水準までは上げることができることを示唆している。

[参考文献]

1. 池尾和人 (2001)、日経 I R ホームページ :
<http://ir.nikkei.co.jp/index.asp>
2. 氏家純一 (2002) 『日本の資本市場』東洋経済新報社
3. NIF ベンチャーズ、ホームページ :
<http://www.nif.or.jp/>
4. 太田昭和監査法人公開業務部編 (2000) 『ナスダック・ジャパン & 東証マザーズ & 新店頭市場の公開ガイド』中央経済社
5. 越智誠 (2002) 『経済点描』、日銀ホームページ : <http://www.boj.or.jp/>
6. 監査法人トーマツトータルサービス部編 『よくわかる株式公開』(2001) 日本実業出版社
7. 清成忠男 (2001)、日経 I R ホームページ :
<http://ir.nikkei.co.jp/index.asp>
8. 国際大学グローバル・コミュニケーションセンター :
<http://www.glocom.ac.jp/top/index.j.html>

9. 小西大・安田行宏 (2001) 『新規公開における保証効果の検証』一橋大学 Working Paper Series No.61
10. ゴンパーズ P.・ラーナー J. (2002) 『ベンチャーキャピタル・サイクル』(吉田和男鑑訳)
11. Megginson, W. L., and K. Weiss (1991), Venture capitalist certification in initial public offerings, Journal of Finance 46, 879-903
12. 財団法人ベンチャーエンタープライズセンター (2001) V E C ホームページ : <http://www.venture-web.or.jp/vec/>
13. 鈴木健嗣 (2002) 『ベンチャー企業投資におけるベンチャーキャピタル契約の役割』一橋大学大学院商学研究科修士論文
14. ディスクロージャー実務研究会 (2001) 『株式上場白書<新興市場編>』亜細亜証券印刷株式会社
15. ディスクロージャー実務研究会 (2002)

『株式上場白書<新興市場編>』亜細亜証券
印刷株式会社

16. ナスダック・ジャパン撤退までの全事実
『金融ビジネス』(2002.11) P13

17. 『ベンチャー年鑑』(2002) 日本経済新聞
社

18. 松田修一(1998)、『ベンチャー企業』日本
経済新聞社、p 17

** 資料編 **** ** *

図表1：ナスダック・ジャパンの計画数値

と実績値の乖離

図表1：ナスダック・ジャパンの計画数値
と実績値の乖離

暦年	2000	2001	2002	2003	2004	2005
社数計画	50	850	1,150	1,450	1,750	2,050
(同実績)	40	82	104			
(同乖離)	▲ 10	▲ 768	▲ 1,046			
収入計画	404	2,008	3,720	5,500	6,899	8,571
(同実績)	327	471	581			
(同乖離)	▲ 77	▲ 1,537	▲ 3,139			
固定配分 金	-	600	700	800	900	1,000
(同実績)	107	629	413			
(同乖離)	-	29	▲ 287	(繰越 損)		
当期損失	2,467	2,808	2,507	7,782		

注) 単位：社、100万円。2002年の収入実績は1月～4月実績を年換算した。2002年の社数実績は9月19日現在。固定配分金は契約上、ナスダック・ジャパン社から大坂証券取引所に支払われるもので、2003年以降が再交渉の対象とされていた。

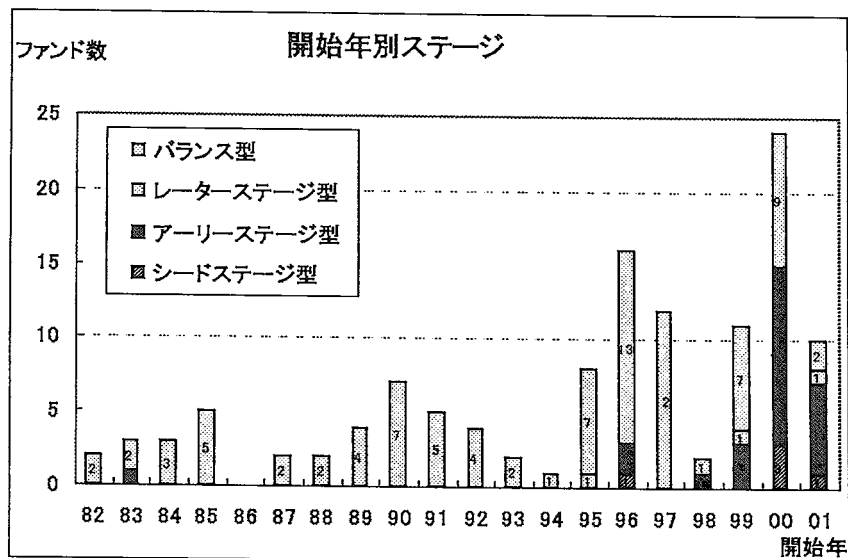
出所：金融ビジネス(2002.11)より抜粋

図表 2 : マザーズおよび東証 2 部上場基準
比較表

項目	マザーズ	東証 2 部
公開株式 数	上場時 1,000 位以上 の 公募を 実施	
上場株式 数		上場時 400 万株以上
少数特定 者持株数		少数特定者（大株 主・役員等）の持株数 が上場株式数の 75% 以下
株主数	上場時に 新たに 300 人以 上	上場株式数に応じて 定める人数以上（最 低 800 人、上限 2,200 人）
時価総額	上場時 5 億円以上	
設立経過 年数	基準なし	3 年以上営業活動継 続

出所：太田監査法人公開業務部編（2000）より抜
粋

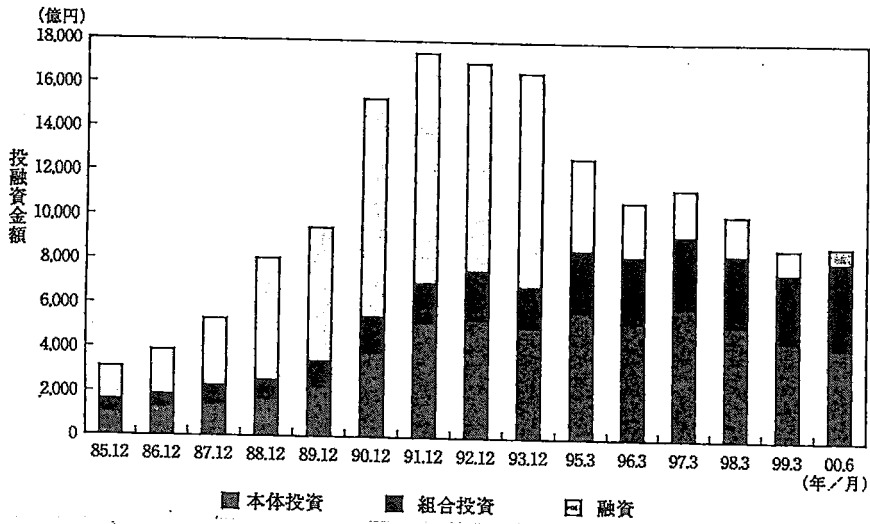
図表 3 : V C ファンドの開始年別ステージ
の推移



注) 2001 年は 1 ~ 9 月の実績値 / サンプルファンド
 1 2 3 ファンド / バランス型のうち 3 ファン
 ド (84, 85, 00 の各 1 ファンド) レター型
 のうち 1 ファンド (9 9) が L B O 特化型

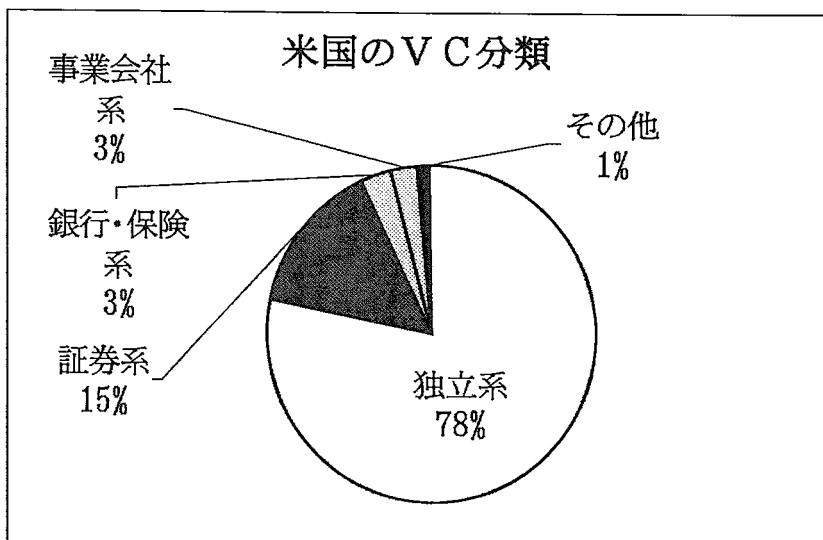
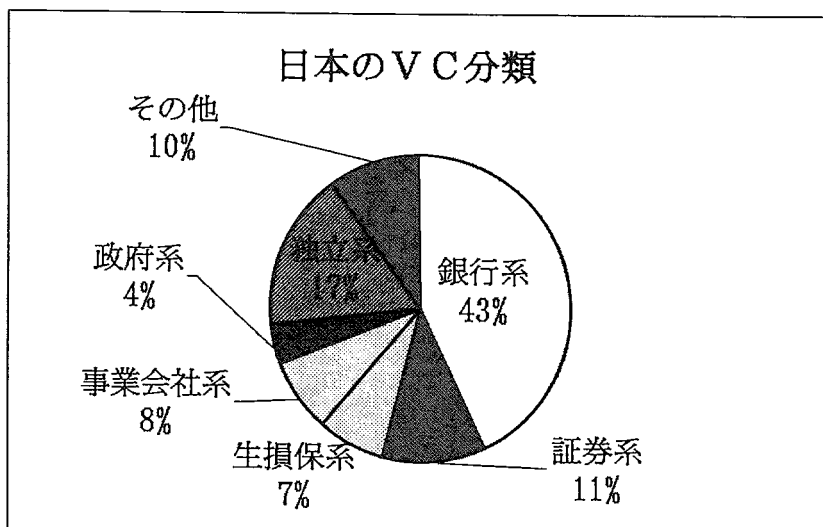
出所 : V E C ホームページより抜粋

図表4：日本のベンチャー・キャピタルの
と融資残高推移



出所：氏家（2001）より抜粋

図表 5 : 日米 V C の分類



出所 : 鈴木 (2002) より抜粋

図表 6 : 銀行系 V C と非銀行系 V C の I P

〇直前の 1 企業当り投資割合上
位 5 位比較

非銀行系 V C 上位 5 位

順位(カ ッコ内 は全体 の順位)	V C 社名	投資 割合 (%)	投資先企 業
1 (1)	ソフトバ ンク・ファ イナンス	53.80	イー・トレ ード (株)
2 (2)	エイチア イ・インベ ストメン ト	18.60	スカイマ ークエア ラインズ (株)
3 (3)	ジャフコ	16.80	(株)セーラ ムテクノ ロジー
4 (4)	エヌエイ ージェイオ ーピーア イ、LLC	14.50	(株)ダヴィ ンチ・アド バイザー ズ
5 (5)	ナンブフ アイナン ス	13.88	(株)プレス テージ・イ ンターナ ル

銀行系 V C の上位 5 位

順位(カ ッコ内 は全体 の順位)	V C 名	投資資 割合 (%)	投資先企 業
1 (13)	興銀イン ベストメ ン ト (3iBJ)No. 2 ファ ン ド	10.62	日 本 エ ス・エイ チ・エル(株)
2 (30)	あさひ銀 事業投資	6.67	(株)エ ス・イー・ ラボ
3 (36)	興銀イン ベストメ ン ト (3iBJ)No. 2 ファ ン ド	5.87	(株)クレ イフイツ シュ
4 (38)	あさひ銀 事業投資	5.48	プレシジ ョン・シス テム・サイ エンス(株)
5 (50)	三和ベン チャー投 資	4.61	オーブン インタース フェース (株)

出所：ディスクロージャー実務研究会編(平成 13

年度版、14年度版)より筆者作成