

ファイナンスの新潮流と銀行の営業戦略 ～プライベート・エクイティにどう取り組むか～

第三経営経済研究部研究官 山崎 知洋

- 1 はじめに
- 2 プライベート・エクイティとは何か
 - 1) ベンチャー・キャピタル
 - 2) バイアウト
 - 3) 破綻証券
- 3 資金調達企業から見たPE（プライベート・エクイティ）投資
- 4 投資家から見たPE投資
- 5 PE投資をめぐる好ましい変化
 - 1) 市場参加者の拡大
 - 2) 投資価値の実現機会の拡大
 - 3) ツールの拡大
 - 4) 投資期間の短縮
 - 5) 経済・金融面からの後押し
- 6 PE投資の隆盛は何をもたらすのか
 - 1) 資金調達手段の多様化
 - 2) 銀行機能の地盤沈下
- 7 銀行とリスクキャピタル・ファイナンス
 - 1) 銀行とベンチャー・キャピタル
 - 2) 望ましい枠組み
- 8 残された課題
- 9 おわりに

【要約】

1. プライベート・エクイティ投資（以下PE投資）と呼ばれる投資手法が注目を集めている。その主なものには、ベンチャーキャピタル、バイアウト、破綻証券などがあるが、いずれもこれまでの我が国のファイナンスの主流であった銀行融資などの間接金融にはないメリットを有し、新たなファイナンス手法としての重要性が高まっている。

2. また、最近になってインターネットの普及、新規株式公開市場（IPO市場）の創設、株式交換によるM&Aの解禁や投資信託の普及など、様々な変化が生じているが、これらはいずれもPE投資の普及促進に資するものである。
3. PE投資の普及により、これまで金融市場から直接資金を調達することが困難であった未公開企業が、銀行融資に代わる資金調達手段を持つことになる。この結果、間接金融における付加価値は低下するとともに、銀行の持つ機能を金融市場が代行する動きが広がり、銀行は直接金融と間接金融の垣根を越えた厳しい競争にさらされることになる。
4. 銀行は、系列のベンチャーキャピタル子会社を通じて既にプライベート・エクイティ・ファイナンスに参入しているが、これまでは必ずしも積極的にリスク・キャピタルを供給してきたわけではないと思われる。今後は、銀行のグループ力を生かし、外部企業との提携などを通じて、ベンチャー・キャピタル子会社を強化し、企業へのファイナンス手段を多様化することが必要になってくるのではないだろうか。

1 はじめに

2年連続のマイナス成長という未曾有の不況を経験した我が国経済であるが、各種の政策効果の下支えにより、緩やかながら改善傾向にある。しかし、政府自身が指摘しているように、未だ厳しい状況を脱してはいない。

民間部門に目を転じれば、企業部門はバブル期に膨れ上がったバランスシートの健全化に今なお苦しめられ、同時に金融機関も不良債権処理を進め、経営健全化を急務としている。

これらのいわゆるリストラクチャリングは、負の遺産の処理として最優先させる必要があるが、ともすると「人員削減＝リストラ」とする向きが少なくない。よりダイナミックなリストラクチャリングを進め、一刻も早く、前向きな経済活動に踏み出すことが強く求められている。

しかしながら、リストラクチャリングだけでは日本経済の力強い回復への十分条件たり得ない。高い技術水準、独創的なビジネス・モデルなどを備えた中小企業群が、新たなフロンティアを切り開き、経済を活性化させるような産業構造を築くことが特に重要な課題である。

米国では、1960～70年代に事業の多角化を進めた企業はいたずらに肥大化し、80年代の株価低迷期には、株式の時価総額がその資産価値を下回る企業が続出した。この結果、資産や事業の売却、統合を通じて株主価値を高めるという行動が定着することになった。また、90年代前半における景気回復の過程にあっては、ベンチャー企業群の果たした役割が大きかったといわれている。

同様の動きが、日本においても既に一部で始まっており、今後更に拡大していくものと思われる。しかし、それを支えるファイナンス手法は、米国のそれと比較して未だ十分な発達を見てはいない。企業の合併、買収やベンチャー企業などへのファイナンスは、欧米において既に80年代から発達しており、なかでも未公開の株式を通じたプライベート・エクイティ投資（以下PE投資）と呼ばれる手法が、大きな位置を占めている。

これまで日本では、周知の通り銀行等の間接金融主体であり、融資という形態でのファイナンスが主流となっていた。しかし、今次の不況においては、いわゆる「貸し渋り」が景気の後退に拍車をかけたとされており、今なお貸出金残高の減少が続いている。一方で、日本の銀行は大企業から

中小企業に至るまで顧客基盤が大きく、そのために自身の経営健全化と中小企業向け融資の拡大という一見相容れない目標を掲げざるを得なくなっている。

そこで本稿では、日本にはまだ馴染みの薄いこのPE投資とはどのようなファイナンス手法であるのかを概観するとともに、それがどのような変化をもたらすのか、またそれに銀行はどのように対応するべきかなどを論じることとする。

2 プライベート・エクイティとは何か

プライベート・エクイティとは、日本語では未公開株と呼ばれ、一般に市場では流通していない株式のことである。PE投資とはつまり、未公開株式を通じたファイナンス手法の総称である。1980年代に米国で発達したこの手法は、欧米においては既に一般的となっており、日本においても新しい投資対象として注目されている。

PE投資の主なものには、ベンチャー・キャピタル、パイアウト、破綻証券などが挙げられる（図1参照）。日本では1994年頃からの第三次ベンチャーブームを経て、特に未公開株投資という名称で、97年頃から特に注目されてきている（図2参照）。

以下で、それぞれを概観してみよう。

図1 PE投資の種類

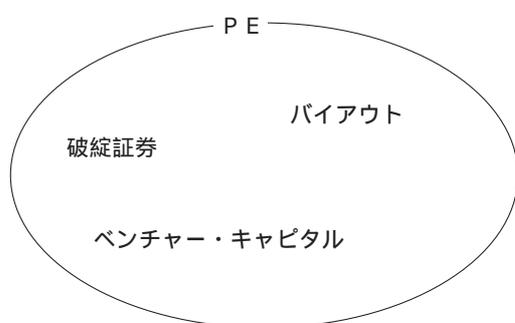
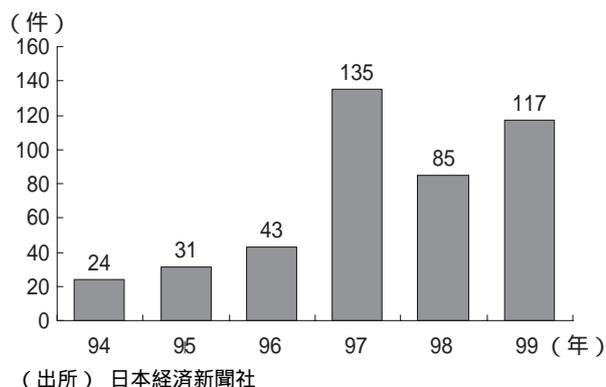


図2 日経四紙における「未公開株」という単語を含む記事の数



2.1 ベンチャー・キャピタル (VC)

PE投資における代表的な投資形態であるVCとは、一言で言うならば、高い成長性が見込まれる発展初期段階の企業に、資本を投下すると共に経営を支援し、その企業の成長段階で投下資本を回収することにより、大きなキャピタルゲインを得ようとする投資のことである。

日本でも既に1994年頃から第三次ベンチャーブームを迎えていると言われ、ベンチャー企業投資を行うVCも数多く設立されている。また、その設立母体も多様であり、銀行系、証券系、保険系、独立系、事業会社系、政府系など様々な背景を持ったVCが活躍している。

これらのVCは、一般的には企業の設立期であるシード期や、立ち上げ期であるスタートアップ期などの、いわゆるアーリーステージにある企業に対して、その卓越した技術・独創的なビジネスモデルなどを評価し、投資を行うことが多い。

しかしこれは、アーリーステージ企業への投資であるがゆえに、極めてリスクの高い投資とならざるを得ない。アーリーステージ企業には、企業のVintageにかかわらず普遍的に存在する、財務、人材やマクロ経済環境などに起因する事業リスクの他に、技術開発リスクや、開発した技術の商業化リスクなども内在する。また、キャッシュフ

図3 ベンチャー企業の成長過程とその特徴

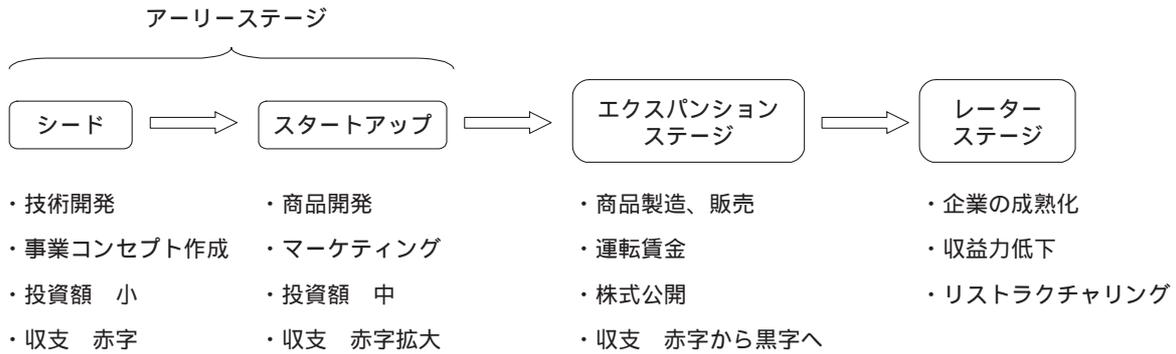
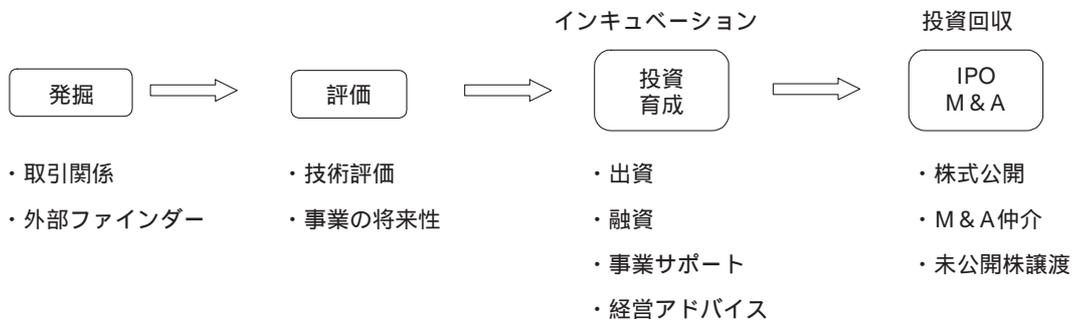


図4 ベンチャー・キャピタルの投資プロセス



ローが不安定であることに加えて、創業後数年間は赤字決算が続くため、黒字化して投資を回収するまでにかなりの長期間を要する。しかも、未公開株への投資であるので、途中で換金することが難しく、流動性が低くならざるを得ない。さらに、企業規模も小さく、担保に乏しいため、投資の保全も困難である。

この様に極めてハイリスクである一方で、投資に成功した場合のリターンも極めて高い。VC投資の価値実現は、上の図4にあるように主に株式公開やM&Aを通じた売却によるが、この過程で投資金額の10倍（1000%）を超える利回りをあげることもしばしばない。なかでも、米国においては、アップル・コンピュータ、デジタル・イクイップメントなどからマイクロソフト、ヤフーといったそれぞれの時代のベンチャー企業群が投資家に莫大な利益をもたらしてきた。これらは“スー

パー・ディール”と呼ばれ、特にパフォーマンスの高い例であるが、総じてVC投資はハイリスク＝ハイリターンである。

2.2 バイアウト（Buyout、BO）

バイアウトとは企業買収による投資手法のことであるが、その手法はバラエティーに富んでいる。前述のVCの手法は、いわば種をまいて水をやり、肥料を与えて育て、果実を収穫するといった農耕的な性格を有する。これに対して、バイアウトの手法は、キャッシュフローや資産価格などを詳細に分析し、利益の狙いを定めた上で買収をかけるという、いわば狩猟的な性格を有する。PE投資におけるバイアウトには、大きく分けると以下の2つのタイプが挙げられる。

(1) 分離・分割型

米国においてよく見られる手法であるが、最近では欧州においても定着している。前述のように、事業の多角化により肥大化した企業が、資産や事業の売却、統合を通じて企業価値を高める行動に伴って発達したものである。当時は、企業を買収し、その資産を切り売りすることで利益をあげる、いわゆる解体屋などと呼ばれる投資家が出現した。しかし、現在では主に企業のリストラクチャリングに用いられることが多い。

例えば、会社の非オーナーの現経営陣が、自社株式を取得し、経営上の自由を手に入れるMBO（マネジメント・バイアウト）の手法などはその代表例である。これは、事業多角化の一環として設立した子会社を、リストラクチャリングに伴って売却する場合などに、現経営陣に株式を売却することで経営の一貫性を確保し、ノウハウや技術を外部に漏らすことなく売却できるなどのメリットがある。

他にも、経営不振の企業を買収し、外部から経営陣を送り込んで再建し、売却や株式公開によって利益をあげるMBI（マネジメント・バイイン）などの手法もある。こうした分離・分割型のバイアウト手法は、資産効率を高めることを目標としている日本企業にとっても有効なツールとなると思われる。

(2) 統合・再編型

これは、零細で株価の低い未公開企業をいくつも買収し、これを合併させることで株式公開可能な規模に拡大することによって価値を高めようとする手法であり、ロールアップなどと呼ばれている。売上高を拡大することでスケールメリットが享受できるうえ、重複する間接部門などを合理化でき、更なる高資産効率の実現が可能となる。

これらのバイアウト手法は、企業を買収を通じ

て経営権を取得し、大幅なリストラクチャリングを通じてその投資価値を実現するため、企業の乗っ取りや解体というマイナスイメージが付きまとう。しかし、成長期を過ぎて成熟期に入り、停滞している企業を活性化させ、付加価値を高めるという点では、社会全体にとっても極めて有益な投資手法である。

また、ある程度成熟した企業を買収するという点で、バイアウトはVCに比べて一件あたりの投資額は大きくなる傾向にある。一方、キャッシュフローの予測や財務分析などの高度な企業分析を行うことが求められ、緻密な計算が可能であることから、投資に際してはVCほどのリスクはなく、相対的にリターンも低いものとなる傾向にある。

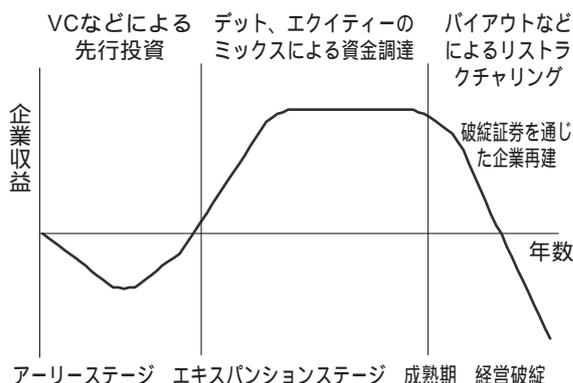
2.3 破綻証券

これは文字どおり、経営破綻を来して上場廃止となった企業などの株式や債券を取得し、経営再建後に売却する手法である。先ごろ、国有化され特別公的管理下におかれていた銀行を取得し、経営再建を目指す米国の投資会社などは、この投資手法の代表的な例といえよう。

これまで日本では、企業倒産における再建型の法的整理には、様々な制約が課せられ、必ずしも破綻企業の再建がスムーズに進められてきたわけではなかった。しかし、2000年4月に和議法に代わって施行された民事再生法では、企業の経営破綻を待たず、早期に再建を申し立てる道が開けたほか、財産の散逸を防ぐための保全処分が強化されており、この点で企業の経営再建を支援する環境が整ってきている。

東京商工リサーチ社によれば、1999年の企業の総倒産件数は、15460件であるが、そのうち599件は資本金が5000万円以上の比較的規模の大きな企業であった。また、負債総額10億円以上の大型倒産も約1137件と多数にのぼっており、今後はビジ

図5 企業の成長ステージに応じたPE投資



ネスとしての企業再建、投資対象としての破綻証券の比重が高まっていくものと思われる。

既に第三次ブームを迎えているVCは、我が国にも定着した感があるものの、パイアウトや破綻証券などについては一部に動きが出始めてはいるものの、その発展はまだ今後委ねられている。これらは、欧米におけるインベストメント・バンキングの発展とともにもたらされた、金融技術の高度化に負うところが大きい。そして、こうした多様性がゆえに、PE投資は企業の成長ステージに応じたファイナンスを可能にする重要なツールとなっているのである。すなわち、金融機関は、企業の設立、初期段階にはVCを通じたリスクマネーの供給、企業の成熟期においてはパイアウトを用いたリストラクチャリング、企業の倒産時には破綻証券の手法による経営再建、といったように企業のライフサイクルすべてにわたってファイナンスというサービスを提供できることになる。

3 資金調達企業から見たPE投資

しかし、資金提供だけがPE投資の役割ではない。資金だけであれば、企業は銀行等の金融機関から借り入れればすむ。にもかかわらず、何故エクイティーを通じて、企業の所有権の移転を伴う形態でのファイナンスが選択されるのか。そこには当然、資金プラスアルファの価値が存在するた

めである。PE投資を利用するメリットとしては、以下の3点が主に挙げられる。

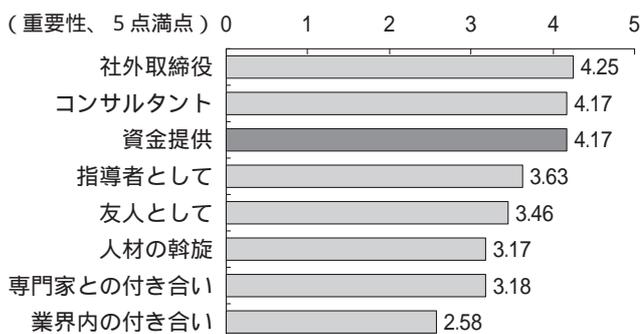
3.1 企業価値を高めるサービスの提供

投資家は、株式の取得により企業の所有権を得る。このため、投資家は自己の保有する株価を高めるインセンティブが働く。この点において、融資による資金提供の際には、投資家たる債権者と調達企業との利害が対立していることは対照的である。債権者の主たる目的は債権の保全であり、第一義的には企業価値の最大化ではない。PE投資においては企業価値を高める点で、調達企業と投資家の利害が一致し、投資家は株主として積極的に経営に関心を払うことになる。

PE投資であれば、どのような形態であっても、それぞれ高度な知識やスキルが要求され、付帯サービスによって「色をつけた」資金を提供しなければ成り立たない。例えば図6はアーリーステージ期の米国のベンチャー企業の経営者へのアンケート調査であるが、これによると起業家はベンチャー・キャピタルに対し実に様々な要望を抱えていることがわかる。同時に資金提供は要望のトップではなく、むしろ経営のサポートといったニーズが強いことがわかる。

VCに限らず、パイアウト、破綻証券などはむしろ資金提供の比重が小さく、サービス提供が重要な位置を占めていることは容易に理解できよう。

図6 起業家がベンチャー・キャピタルに望むこと



総じてPE投資とは、資金提供と経営サービスが結合したリスクキャピタル・ファイナンス手法であるといえる。

3.2 自由度の高い資金が得られること

PE投資を通じて供給される資金は、基本的に長期投資であり、キャピタルゲインによる投資価値実現を志向する。そもそもPE投資の対象が、ベンチャー企業や経営不振企業などであるため、キャッシュフローが不安定となりがちである。そこで、調達企業は基本的に配当を求められることはない。

このため、調達企業にとっては資本コストなどから解放された、極めて自由度の高い資金が得られることになる。ただし、これは企業収益を社外に流出させることなく、将来時点における企業価値を高めるような投資にあてることを前提にするものであり、その意味でその資金の用途は限定されることになる。

3.3 迅速な資金調達が可能

株式を公開し、市場から広く資金調達を行うには、時間とコストが必要となる。各市場の基準を満たすだけの株式数、株主数など、様々な条件をクリアして初めて市場から資金を調達できるが、緊急度の高いプロジェクトに対するファイナンスが必要な場合などには、不適當となるケースもある。こうした場合には私募形式で新株を発行した方が、迅速に調達できるため有利である。その上、未公開株式によるがゆえに、プロジェクトなどに関する機密性を保持することも可能である。

また、経営不振、低格付けなどの理由により資本市場からの調達が困難な企業にも、資金調達の道を開くことができる。現在でも第三者割当増資を行う企業は少なくないが、増資の引受け先は取引や資本上の関係がある企業となるケースが多く、

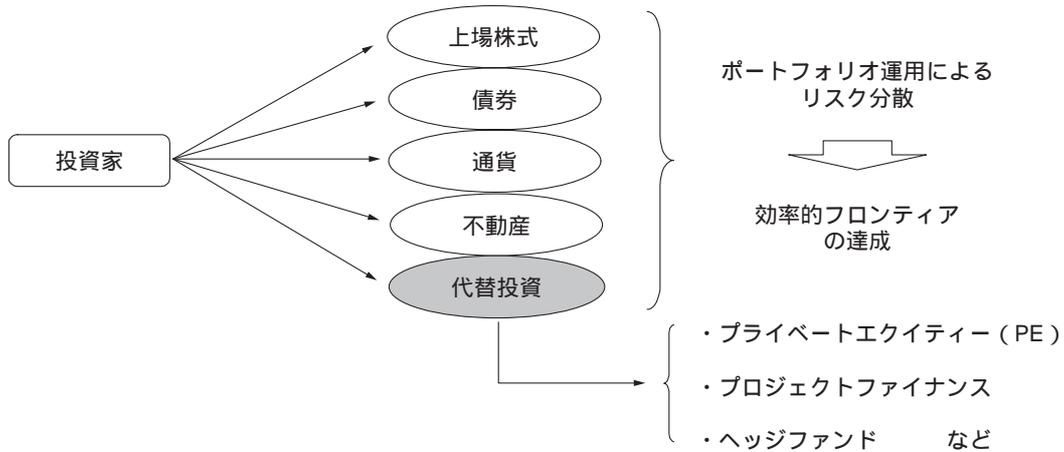
必ずしも経営のプロというわけではない。こうした企業に対しては、PE投資の手法により経営再建のプロフェッショナルが資本参加して、みずからが経営再建を進めることで、企業価値を高めることができる。そして業績回復後に持ち株を売却するというプロセスが定着すれば、破綻を待たずして経営再建がはかれることから、その意義も大きいと思われる。

4 投資家から見たPE投資

一方、投資家から見たPE投資についてもいくつかのメリットが指摘できる。まず第一には、利回りの高さである。前述のように、未公開の株式に投資するため、公開株式への投資に比べて流動性は極めて低い。投資期間の途中で換金する場合にも、投資対象企業の価値が実現する以前であるため、その投資持ち分の評価は低いものとならざるを得ない。また、あえて未公開株式によって資金を調達しようとする企業には、一般に高い信用リスクを抱えるものが多い。PE投資では、このようなリスクに対応して、比較的高いリターンが得られる傾向にある。通産省発表の1998年3月時点でのベンチャー・キャピタル・ファンド（投資事業組合）のパフォーマンス測定によれば、その時点で運用を終了していた23のファンドの加重平均リターンは、年率10.26%であった。同期間の上場株式の加重平均リターンが年率3.37%、債券は同6.93%であったことと比較すると、その差は明らかである。

また、最近ではオルタナティブ投資としての側面が注目を浴びている（図7）。このオルタナティブ投資とは、代替投資とも呼ばれ、1980年代前半頃から米国で用いられるようになった言葉である。要約すると、公開株式や債券、為替や不動産などといった、古くから存在する投資対象とは異なる（代替的な）投資対象ということである。

図7 オルターナティブ投資の位置付け



このオルターナティブ投資には、プライベート・エクイティの他、プロジェクトファイナンスやヘッジファンド、ABS（資産担保証券）などへの投資が含まれる。

投資家にとって、オルターナティブ投資導入の目的は、運用対象の多様化と利回りの改善である。一般に、オルターナティブ投資は、その他の伝統的な投資対象のパフォーマンスとの相関が低い傾向にある。PE投資について言えば、多くが長期投資であり、ハイリスク・ハイリターン型で、未公開企業への出資であることから金融市場の影響を受けにくいという特徴がある。このため、投資価値の実現時点でのマクロ経済情勢の影響を受けることは考えられるものの、総じて見れば他の投資対象との相関は低い。そこで、投資家は自己の運用ポートフォリオに、PE投資などのオルターナティブ投資を加えることにより、リスクの分散と同時に利回りの改善が可能となり、そのポートフォリオのリスクリターン・フロンティアをより効率的なものに近づけることが可能となるのである。こうした特徴は、特に米国の機関投資家には既に浸透しており、運用資産のうち一定割合をオルターナティブ投資に割り当てている投資家も多い。日本でも最近になって、長引く運用難に悩む

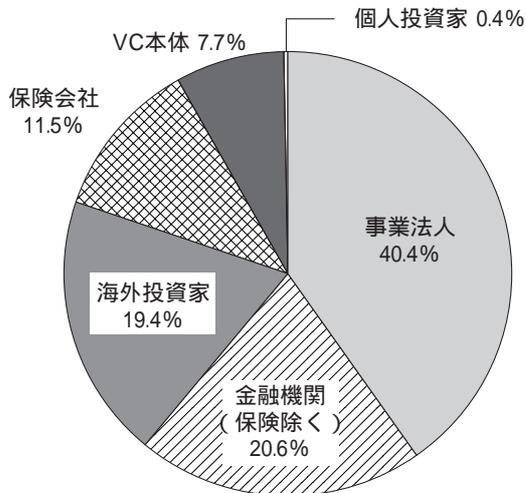
生命保険会社などで、導入の動きが出始めている。

また、運用パフォーマンス以外にも、投資先企業の有形、無形の資産を活用できるというメリットもある。つまり、VCを通じて、独創的な技術を有するベンチャー企業へ出資することにより、その技術を自社に取り込むことができたり、他業界の企業を買収することで、その業界への参入の足がかりにすることができたり、破綻した企業へ投資することで、その顧客基盤を継承できたりといった事業面でのメリットも得られるのである。

こうした背景もあって、日本のPE投資においては、事業法人の比重が高いという特徴がある。図8は日本のVCが組成する投資事業組合への出資者の比率を表したものであるが、事業法人が約4割を占め、最も大きい。

しかし、いわゆる研究開発投資（R&D）としてのPE投資であれば、事業会社が資金を提供する意義は十分にあるが、純粹に余資運用としての投資であるケースでは、ややもすると非合理的な行動となりかねない。というのは、PE投資の性格が、各決算期におけるROE（もしくはROA）の極大化を目標に掲げる企業経営のスタンスにはなじまないためである。前述の通り、PE投資は、長期にわたるリスクの高い投資であり、当初数年

図8 投資事業組合への出資者（1996年）

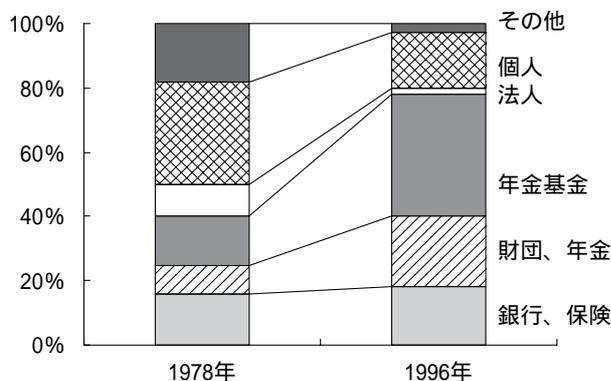


（出所）ベンチャー・キャピタル投資状況調査

間は利回りがマイナスになるケースが多く、このため短期的にはROEを押し下げる要因となる。また、毀損したバランスシートの健全化の途上にあり、リスク許容度が低下している企業は、余裕資金を投資ではなく、まず債務の圧縮に充当するはずだからである。

つまり、長期投資に耐え得る、リスクテイク可能な、体力のある投資主体こそがPE投資における投資家となるべきである。すなわち、個人投資家や年金基金などが最も望ましい投資家となるわけだが、日本ではそのいずれもほとんどPE投資に参加していないのが現状である。一方、米国で

図9 米国におけるVCへの出資者



（出所）venture capital journal, venture economics

はむしろ法人の投資は少なく、年金基金や個人投資家の比率が大きくなっている（図9）。

米国ではもともと、エンジェルと呼ばれる個人投資家が、リスク・キャピタルを提供してきた経緯があるものの、最近では特に年金等の機関投資家の比率が拡大しており、同国におけるオルタナティブ投資の浸透ぶりがかがえる。

5 PE投資をめぐる好ましい変化

この様に見ると、PE投資における彼我の投資家構成の差は歴然としており、日本のPE投資が、その本来の性質とは相容れない短期的な収益拡大を志向する投資家によって構成されていることがわかる。この点において、日本におけるリスク・ファイナンスの有する不安定性が理解できるであろう。ただし、こうした投資家構成の問題を含めて、これまでPE投資が定着するうえでの障害となっていたと考えられるいくつかの要因について、好ましい変化が生じてきている（もしくは、今後生じうる）ように思われる。

5.1 市場参加者の拡大

これまで述べてきたPE投資のメリットから、資金調達企業、投資家の双方がPE投資というファイナンス形態に注目し始めている。

(1) 調達サイド

資金調達サイドである企業部門については、資金需要の低迷や廃業率を下回る開業率の低さなどの側面がクローズアップされてきたが、今後の起業家の隆盛を期待させるような動きが既に一部で始まっている。

その第一が、インターネットの爆発的な普及に伴うビジネスの多様化である。ネットベンチャーなる言葉まで登場しているように、もはや過熱感すら漂う昨今のインターネットブームであるが、

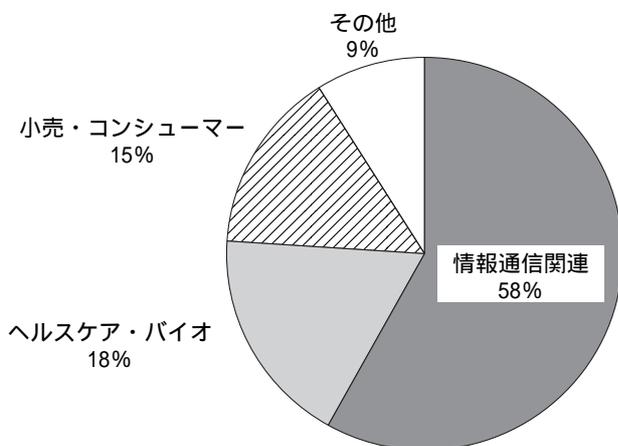
確かにインターネットがビジネスの世界において担う役割は大きい。インターネットの利用により、従来とは異なるビジネスモデルの実現が可能になる。同時に、マーケティング、生産活動、中間流通、製品やサービスの最終需要者へのディストリビューションなどの企業活動のあらゆる段階でコストカットを可能にし、新規参入のコストを著しく引き下げることになる。

また、バイオテクノロジーなどのその他の分野においても、新しい研究成果がもたらされている。こうした情報技術（IT）やバイオテクノロジーなどの革新的な技術が、新たなビジネスチャンスを生み出し、産業構造を刺激することが予想される。

次に、介護保険の導入などに象徴される制度改革、放送通信分野などにおける規制緩和といったルールの変更に伴うビジネスチャンスの拡大である。新規事業分野を創出し、参入者への道を開くという点で極めて重要な動きといえる。また一方で、前述の民事再生法などのような、市場からの退出ルートを広げることで、健全な競争が行われる素地が整うことになる。

図10に見られるように、こうした動きは既に米

図10 米国におけるVCファンド投資先企業の業種別新規公開（1998年）



（出所）VEIS

国において実際に起こっており、今後日本にも波及すると思われる。起業家の出現とともに、リスクキャピタル需要が一層高まることになるであろう。

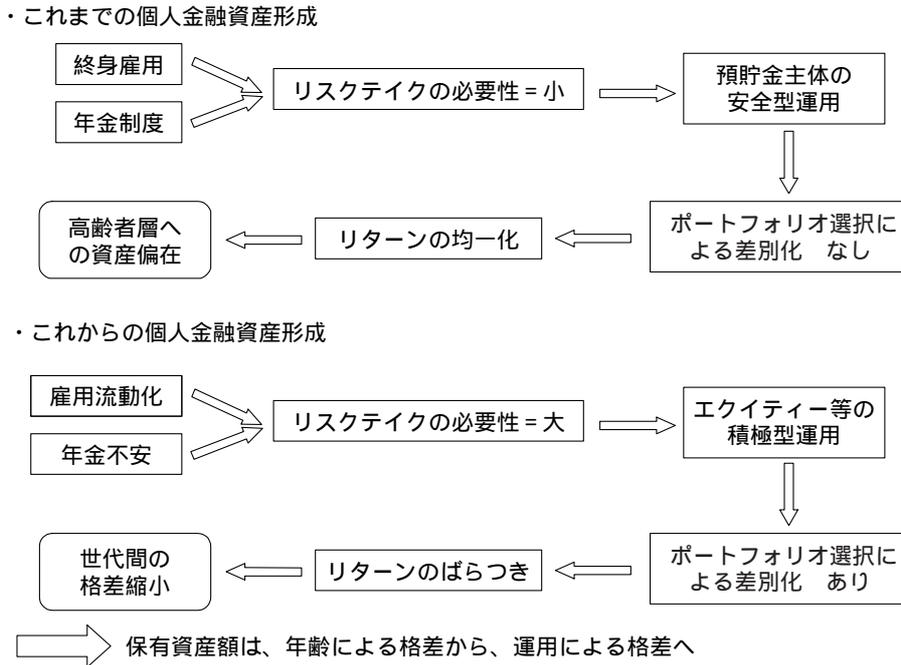
（2）運用サイド

資金提供主体たる投資家についても、前述のようなPE投資の特性に適した主体の市場参入が予想される。特に米国においてもいわゆるエンジェルとして古くからリスクキャピタル提供主体となってきた個人投資家が、我が国においても同様の役割を担う可能性がある。

日本の個人金融資産については、約1300兆円という数字ばかりが取りざたされるが、確かにその金額の大きさは無視できない。そして、日本の個人投資家は極めてリスク回避的であるとの指摘も、概ね妥当であったと思われる。しかし、平成不況に端を発する金融システム不安、雇用不安を経て、日本の個人金融資産形成は転換点を迎えているのではないかと筆者は考えている（図11）。

これまでの個人金融資産形成が預貯金に偏っていたのは、代替的な運用手段に乏しかったことにも原因があったと思われるが、それ以上にリスクテイクする必要性がなかったからである。終身雇用と年功序列によって確実に所得が増加していく仕組みに、年金制度への信頼も加わって、リスクテイクによって資産を「増やす」必要はなく、「貯めて」いくだけで良かったのである。そして、全員が預貯金で運用すれば、各人の保有する資産の多寡は、「どのように運用したか」ではなく「何年間貯めたか」によって決まってしまう、その結果長く生きた（＝貯金した）高齢者層に資産が偏在することになる。実際、貯蓄動向調査によると、日本の全個人金融資産の約70%を60歳以上の高齢者が保有しており、これは米国などに比べてかなり高い比率である。

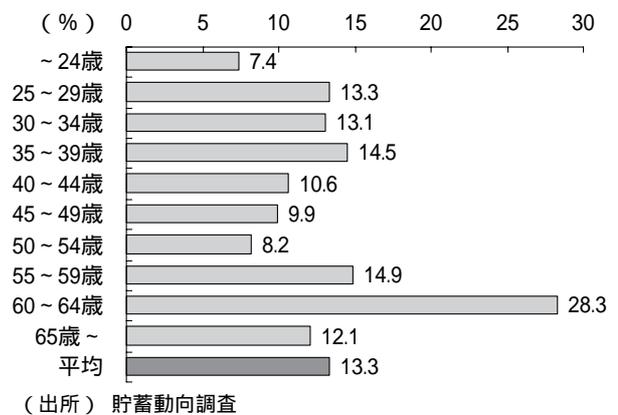
図11 転換点に立つ日本の個人金融資産形成



しかし、今や状況は一変している。特に勤労世代については、終身雇用の崩壊、能力給制度の導入、年金システム不安など、将来所得に対する不確実性が飛躍的に高まっており、リスクテイクを通じて積極的に資産を「増やす」必要に迫られている。この結果、保有する資産の多寡は運用手法の巧拙に依存することになり、高齢者層への資産偏在の是正が進むことになるだろう。

また、リスクテイクの必要性は実は高齢者にとっても重要な問題である。個人の貯蓄行動に関する代表的な理論に、「ライフサイクル仮説」があるが、これによると勤労時に貯蓄した資産を老年期に取り崩して消費するため、高齢者層の貯蓄率は全体的に低くなるとされている。このため、運用スタンスについても、若年者ほど運用期間が長く、キャッシュインフローが大きいためリスク許容度が高く、エクイティ運用に適しているが、高齢者は貯蓄の取り崩しに対応して、流動性を重視した安全運用をとることが望ましいとするのが定説である。

図12 年齢別貯蓄率



しかし、現実はずしも理論に従うわけではない。図12の年齢別貯蓄率を見ると、60～64歳の貯蓄率ももっとも高く、ライフサイクル仮説のような動きは、55歳以上の層では認められない。これは退職金の存在によるところが大きいと思われる。ただ、図13にあるように、アンケートに対して「老後が心配である」と回答している世帯の割合は、すべての年代で過半数を大きく上回っており、70歳以上でも約6割が不安を感じている。この点

図13 老後は心配か

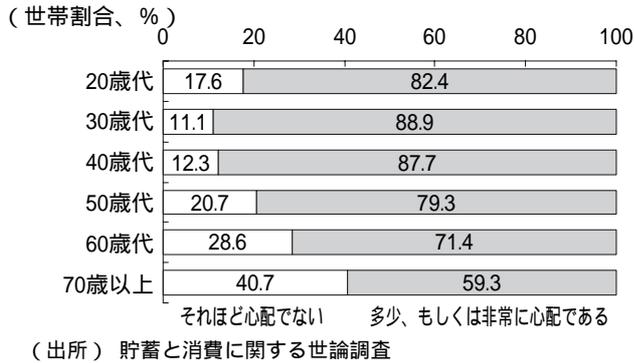
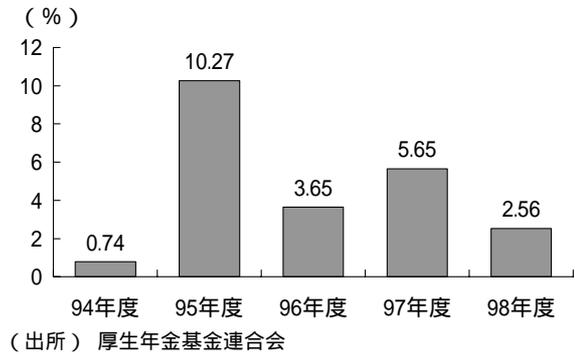


図14 年金基金の運用利回り



において、いわゆる通説は必ずしも現実妥当的ではなく、この結果投資スタンスにも修正が必要となる。つまり、高齢者層にも資産を「増やす」必要性は高いと思われる。特に高齢者層においては、退職金の運用に加えて、2000年からの2年間で元利合計で100兆円を超えともいわれる郵貯定額貯金の集中満期も重なって、利回りの改善に対するニーズが強いと思われる。

こうした個人投資家のリスクテイク行動を象徴的に示す例が、投資信託の好調さであろう。2000年2月末時点の投資信託の残高は約58兆円と1989年末のピーク時とほぼ並んでいる。リスク資産への投資は確実に浸透しており、今後個人投資家はPE投資においても大きな位置を占めることになるであろう。

一方、個人投資家と並んでPE投資家の柱と期待されるのが年金基金である。米国においても既に主要なPE投資家であるが、長期投資が主で比較的大きなリスクを負担することができるため、日本においても同様の役割が期待される。

現在の年金基金が抱えるもっとも大きな問題は、何と云っても、運用利回りの低下である(図14)。長期間に及ぶ低金利の運用難から、財務体質が悪化した基金も多い。図15にあるように、90年代に入ってから不足金のあった基金が急増しており、特に95年度からは不足金のあった基金数が剰余金

図15 剰余・不足のあった基金

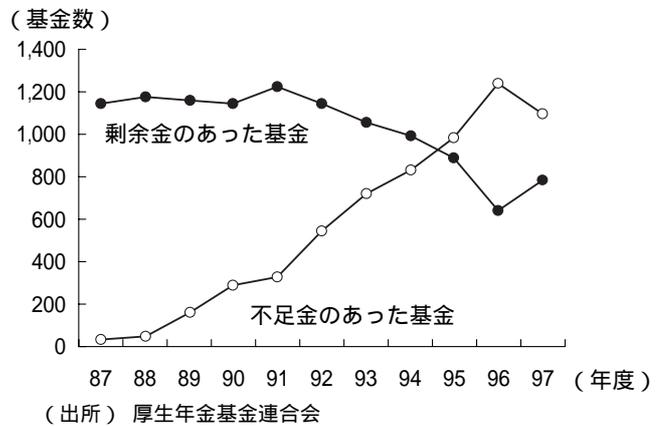
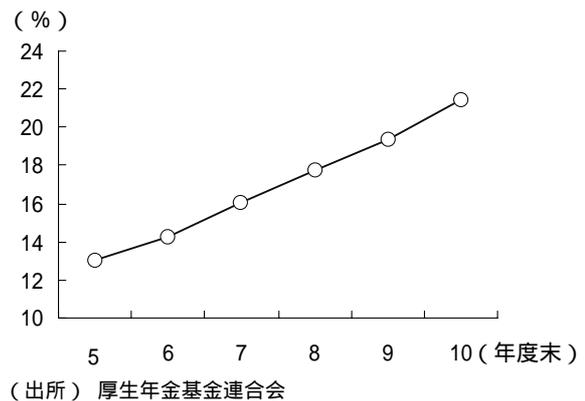


図16 年金基金の成熟度



のあった基金数を上回る状況が続いている。

さらに、将来に向けても高齢化という大きな問題を避けて通ることはできない。図16は年金基金の成熟度を示したものである。この成熟度という

のは基金の加入員数に占める受給者数の比率のことである。平成5年度末には受給者数は加入者全体の13%に過ぎなかったが、平成10年度末には21.4%と既に2割を超えている。少子高齢化の進展に伴って、今後受給者の比率はますます高まることが懸念され、増加する一方の受給者に対する安定的な年金給付の観点からも、運用利回りの改善は至上命題である。

こうした背景を受けて、制度面からの対策も講じられている。まず運用面については、これまでいわゆる5:3:3:2規制によって、年金基金の運用対象には制限が加えられていたが、この規制が平成9年12月をもって完全に撤廃され、現在では基金の運用は完全に自由化されている。今後は運用資産の一定の比率をPE投資に振り向けるような動きが本格化してくると思われる。

また、平成12年度の導入へ向けた準備が進められている確定拠出型年金の動向についても注意が必要である。確定拠出型年金の導入とともに、一気に現行の確定給付型からのシフトが起こるとは考えにくいものの、企業は複数のポートフォリオを用意することになり、運用対象の多様化が進み、個人レベルでの分散投資が半ば強制的に実現すると思われる。

個人投資家や年金基金のPE投資への参加によって、前述の需要を満たすリスクキャピタル供給の拡大が予想される。これらの投資主体がそのほんの数パーセントの資産をPE投資に当てるだけでも、巨額に達することは想像に難くない。そして、既にそうした動きを見込んで、未公開株ファンドの設立が相次いでいる。東洋経済新報社のまとめによれば、1999年後半以降約半年間で12の未公開株ファンドが設立され、その資金総額は約7000億円超にも達するという。そのような一連の動きの加熱ぶりについては、否定できないものの、PE投資が耳目を集め、市場参加者が拡大す

ることにより、リスクキャピタル・ファイナンスが活発化することは大きな意義を持つものである。

5.2 投資価値の実現機会の拡大

PE投資には、未公開株式によるファイナンスであるがゆえに流動性の面での制約があり、中途換金が困難であるため、株式公開や売却によって投資を回収できなければ、いわゆるリビング・デッドとして不良債権化してしまう。

PE投資の価値実現機会（回収手段）には大きく分けて、IPO（Initial Public Offering、新規株式公開）とM&Aの二通りの手法が用いられるが、双方においてアヴェイラビリティ向上の動きが見られる。投資価値の実現機会が拡大することにより、PE投資の期待収益率が高まることになる。

(1) IPO（新規株式公開）

PE投資の価値実現手段のうちで、もっとも代表的なものはIPO（新規株式公開）である。これは、出資先の未公開企業の株式を公開することで市場の評価を受け、持ち株を市場で売却することで投資を回収するものである。株式の公開にあたっては、額面の数倍ないし10倍を上回る時価総額という評価を受けることが多く、極めて有利な投資回収の手段となってきた。

ただし、IPOは公開市場の動向に左右されやすく、市場での売買が低迷しているような場合には有利な条件で公開することは困難であり、その意味で公開にはリスクを伴う。また、公開と共に持ち株が現金化されるわけではない。つまり、公開後に持ち株を時価で売却できて始めてPE投資が回収できるのである。このため、IPOには投資先企業の公開に伴うリスクと、投資の現金化に伴うリスクと大きく分けて二つのリスクが存在することになる。

これまでIPOに対応する市場は店頭市場のみで

図17 各IPO市場の登録・公開基準

	店頭株式市場	東証マザーズ	ナスダック・ジャパン
利益	なし	なし	税引前利益7,500万円以上 又は純資産4億円以上 又は時価総額50億円以上
総資産	なし	なし	
時価総額	5億円以上	5億円以上	
株式数	(50円額面で)50万株以上	(5万円額面で)1,000株以上	
株主数	300人以上など	300人	500株
四半期決算	あり	あり	300人以上
			あり

(第二号基準)

(ベンチャー基準)

(出所) 日本証券業協会、東京証券取引所、ナスダック・ジャパン・プランニング

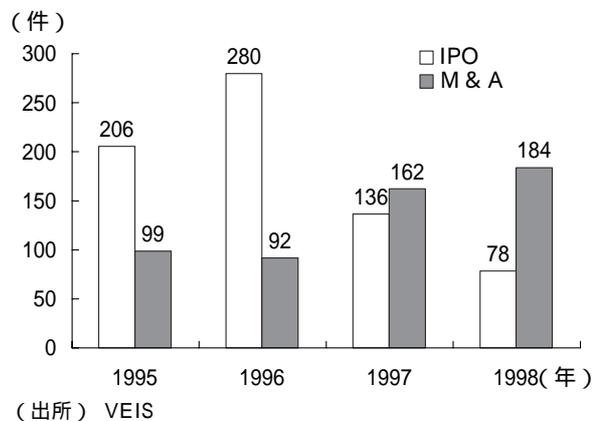
あったが、平成11年11月にスタートした東証マザーズに加え、平成12年中にナスダック・ジャパンが取引を開始する予定となっている。図17に示されているように、いずれの市場でも利益額が必須の条件ではなく、登録・公開基準が大幅に緩和されている。これは設立後間もない企業による株式の公開への道を開くものであり、特にベンチャー企業に対する恩恵が大きいといえよう。

(2) M&A

これまでM&AがPE投資の回収手段として大きく取り上げられることは少なかったように思われるが、既に欧米ではIPOと比肩しうる程度にまで発展を遂げている。これは保有するPE投資先の株式を、市場ではなく相対取引を通じて売却する手法である。株式の購入主体や目的は多様であり、前述のように企業が研究開発投資としてハイテクベンチャー企業を買収したり、バイアウトファンドの投資先を同業者が買収して業容の拡大をねらったり、他業界への参入に際して破綻企業を買収して足掛かりを築いたり、様々なケースが想定できよう。

M&Aによる投資の回収は、相対取引であるがゆえに株式市場の動向とは無関係に投資を回収できる。また、売買契約の成立と同時に持ち株の売却が確定するため、迅速かつ確実に投資を回収することが可能である。このようなメリットもあり、

図18 米国における投資回収手段



米国では近年M&Aによる回収がIPOを上回る状況が続いているほどである(図18)。

日本でも商法の改正により、平成11年10月から株式交換方式によるM&Aが解禁された。これにより、買収資金をキャッシュで用意する必要なしに、株式の発行によって買収することが可能となった。既に同制度によるM&Aの実績もあり、日本においてもM&Aによる回収が定着する可能性は高い。

IPOとM&Aは、完全に代替的な関係にあるわけではないものの、それぞれにメリット・デメリットがあり、そのどちらを選択するかはケースバイケースである。IPO市場の創設、M&Aにおける規制緩和はいずれもPE投資の回収機会を拡大するものであると同時に、PE投資の大きな問題点の一つでもあった「流動性の制約」を緩和す

ることにもつながることから、極めて重要な意味を持つものである。

5.3 ツールの拡大

PE投資にあたって、投資家から資金を集める際のツール（PE投資の商品化手段）の拡大も進んでいる。通常PE投資は、VCや投資銀行などが仲介者となって投資家から資金を集め、PEファンドを組成する。

このため、PE投資への参加のタイミングはPEファンド組成時に限られ、金額も大口が多いことから、参加者は事実上機関投資家などの一部の投資家に限定されてきた。しかし、投資信託の規制緩和と個人投資家への普及により、個人投資家の参入がより容易になると思われる。既に資金の一部を未公開株式に投資する投資信託が商品化されているが、個人投資家の資金を直接未公開企業に提供するような金融商品が今後ますます拡大するであろう。

また、平成10年12月の改正投資信託法の施行に伴い、複数の投資ファンドに分散投資することで資金を運用するファンド・オブ・ファンズ（外部委託型投資信託）の設定が可能となった。これにより、投資信託、PEファンドはもとよりヘッジファンド等にもファンド・オブ・ファンズを通じて投資を行うことが可能となる。この様に間接的に未公開企業への投資を行うこともできる。

こうした、個人投資家と未公開企業を仲介する直接的、間接的資金供給手段の発達、確定拠出型年金（いわゆる日本版401k）の解禁とのコンテキストでとらえた場合にその重要性は更に高まる。分散投資の原則に基づいて、個人金融資産のほんの数パーセントがPE投資へ振り向けられるだけでも、PE市場に与えるインパクトは極めて大きいものとなる。

5.4 投資期間の短縮

PE投資の特徴の一つに、長期間にわたる投資であることが挙げられることは既に述べたが、これは同時にPE投資が抱える問題点でもある。

ベンチャー投資における、ベンチャー企業への投資・育成期間（いわゆるインキュベーション期間）や、バイアウト対象企業のリストラクチャリング、破綻企業の再建期間などを勘案すると、PE投資には概ね5～10年を要するとされている。しかし日本においてはこれまで特に長期化する傾向にあった。そのもっとも端的な例が中小企業の株式公開迄の所要期間である。

1999年に店頭市場に新規登録した企業について、設立から登録迄の所要期間を調べたところ、全73社の平均は約25年であった（図19）。

しかし、登録までの期間が10年未満の企業が14社にのぼり、さらに5年未満の企業は4社となるなど米国並みの早期公開を果たす企業も増えてきている。また、公開迄の所要期間は年々短縮してきており、全登録企業のうち平成に入ってから設立された企業の割合は20.5%と前年比2倍以上の増加を示している（図20）。

一方、既に取り引が開始されている東証マザーズにおいては、インターネット総合研究所は設立か

図19 1999年に店頭市場に新規登録した企業の設立からの年数

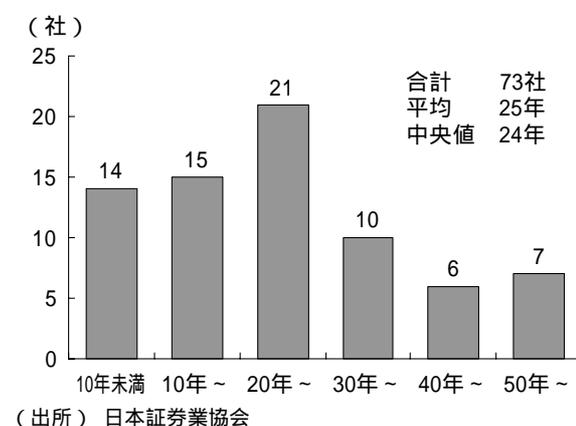
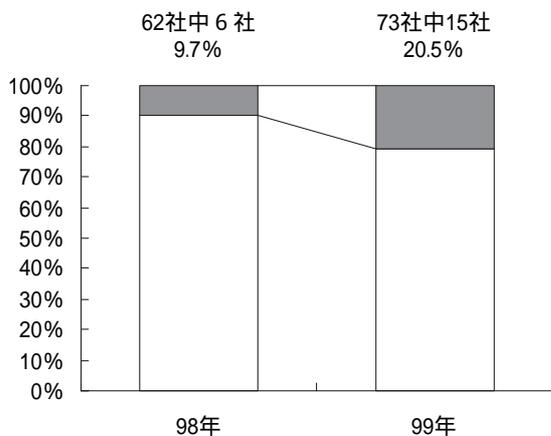


図20 新規店頭登録企業のうち平成に入ってから設立された企業の割合



(出所) 日本証券業協会

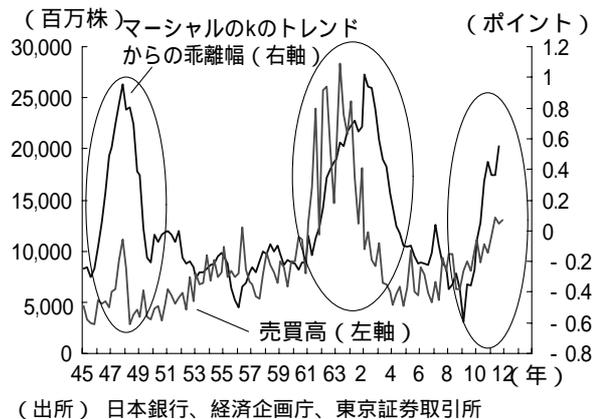
ら3年1ヶ月で公開しており、リキッドオーディオジャパンに至っては1年7ヶ月という短期間での公開を果たしている。上場基準の緩和されたIPO市場の創設はPE投資期間の短縮を促すことになるであろう。

また、インターネットの普及が企業の新規参入コストを抑制し、創業赤字企業の黒字転化を早め、スタートアップ期を短縮することで早期公開の実現に寄与している可能性も指摘できる。

5.5 経済・金融面からの後押し

緩やかながらも回復を続けている日本経済は、2000年以降その回復過程をより強固なものへと転じていくものと思われる。他方、いわゆるゼロ金利政策により、歴史的な低水準が続いている。たとえゼロ金利政策が近い将来解除されとしても、その絶対的な水準は依然低いものにとどまるとされる。この結果、マクロ経済の回復と低金利が併存することになり、過剰流動性が発生する。図21は過剰流動性を表すマーシャルのk(=M₂+CD/名目GDP)と東証一部の売買高をならべたものだが、実体経済以上の過剰流動性の発生(つまり、マーシャルのkが上昇すること)と売買出来高の

図21 過剰流動性と株式売買高

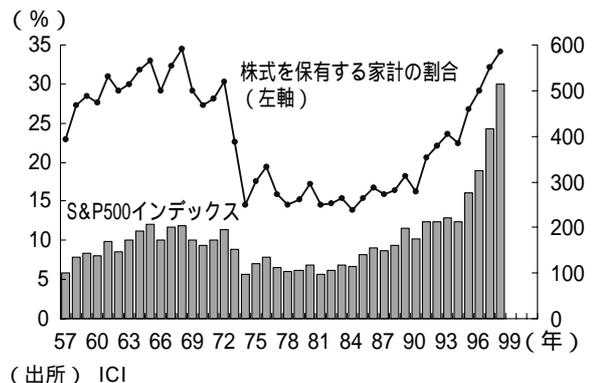


(出所) 日本銀行、経済企画庁、東京証券取引所

動きが符合することが分かる。これによると足許では、オイルショック直前やバブル期に次ぐ水準まで過剰流動性が発生しており、これが株式市場への資金流入の一因となっていることが想定できる。今後、集中満期を迎える郵便貯金の動向によっては、更に流動性が高まることも予想され、短・中期的にはややバブル的ともいえる株価形成が行われる可能性がある。

そうした株価形成の妥当性についての評価を下すことは敢えてしないが、株価の上昇は個人投資家の市場への回帰を促すことになる。米国の例を見ても、株価の上昇が個人投資家の株式保有比率を高めており(図22)、日本における投資信託ブームなどにも同様の傾向が現れていると思われる。良きにつけ悪きにつけ、このような経済・金融

図22 米国における株価と家計による株式保有



(出所) ICI

情勢もPE投資にとっての追い風となりうる。

6 PE投資の隆盛は何をもたらすのか

これまで見てきたように、PE投資の定着を妨げてきたいくつかの要因が取り除かれ、さらにPE投資の隆盛を支援する外部要因も現れるなど、PE投資ひいてはリスクキャピタル・ファイナンスをめぐる環境に好ましい変化が生じてきていると思われる。では、こうした変化はファイナンスの領域に何をもたらすことになるのであろうか。

6.1 資金調達手段の多様化

第一に挙げられるのが、企業の資金調達手段の多様化である。ベンチャービジネスを例にとれば、これまでほとんどの中小企業は、その資金調達を負債という形で銀行借入に依存してきた。しかし、PE投資を通じてエクイティーによる資金調達という代替手段を手にするによって、中小企業の資本政策の自由度が増大する。

企業のファイナンス行動の基本から言えば、エクイティーによる資金調達は、残余財産の分配を受けるにとどまる劣後性や配当金額決定における企業側の裁量が大いことなどから、企業の安定性に寄与するという特徴がある。

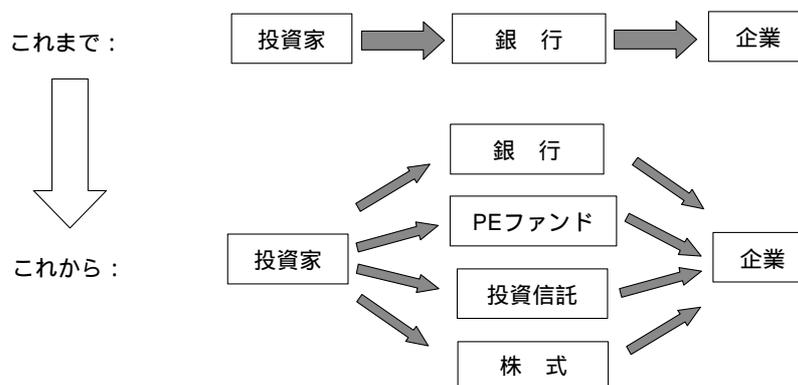
これに対して負債による資金調達は約定返済を前提とする優先性を有するため、過大な負債の導

入は利払い負担を通じて企業の倒産の可能性を高める。また、前述のように債権者にとっては債権の保全が第一の目的となることから、債務者である企業がその企業価値の向上を目指す行動と利害が対立する場面もありうる。これこそ、銀行が「晴れているときに傘を貸し、雨が降ると傘を取り上げる」と揶揄される所以である。

モディリアーニ=ミラー的前提に立てばエクイティー調達と負債調達とはその企業価値に与える影響の点において無差別であるが、現実には利息の支払いは税引前利益から行われ、課税対象外となるため、節税効果がある。このため、負債による資金調達は企業の信用リスクを高める一方で、利払いの節税効果を通じて企業価値を高める性質を持っている。資金調達手段の多様化によって、企業側はこの負債の導入による倒産コストとレバレッジ効果とを比較して、自社に最適な負債比率を決定することができるようになる。

これを銀行から見れば、これまで銀行が独占的にファイナンスを行ってきた中小企業が新たな資金調達手段を手に入れることになるため、収益機会の縮小を意味する。しかしながら、中小企業向けファイナンスという分野における銀行の優位性が相対的に低下するというに過ぎず、直ちに間接金融の存在意義を否定するものではない。アーリーステージの企業は信用リスクも高く、格

図23 未公開企業に対する資金供給の多様化



付けも低いことから、エクイティーによる資金調達で自己資本を強化する必要があるが、成長期（エクспанションステージ）以降は、確立したビジネスの規模を更に拡大して、資本効率を高めるROE重視の経営へとその行動が変化する。このため、ROEの極大化を目指して財務レバレッジを高める行動をとることから、そこに負債の必要性が生じる。つまり、ベンチャービジネスの活性化は中長期的には間接金融の需要を増大させることになるはずだと考えるためである。

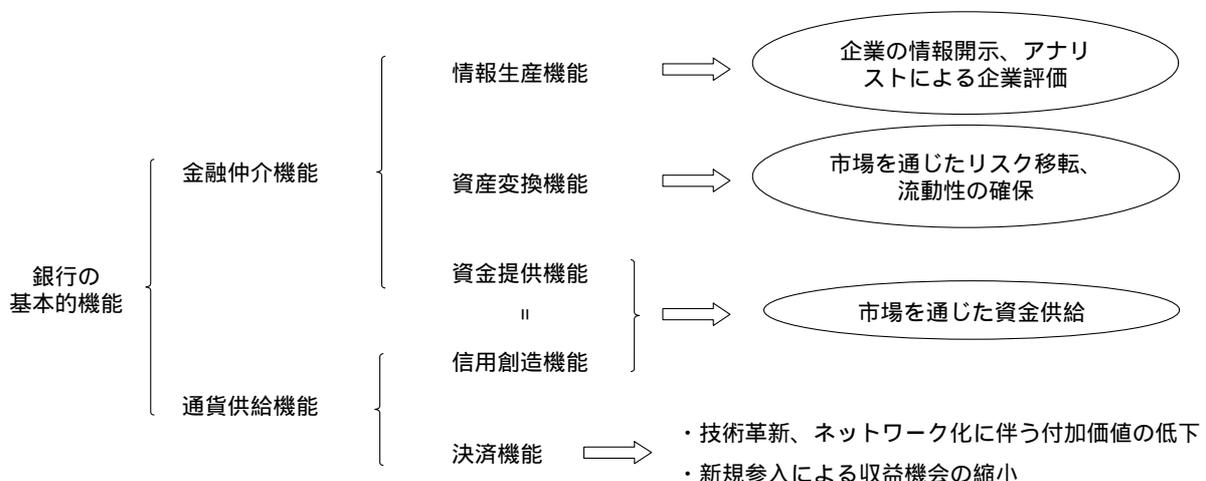
しかし、PE投資の隆盛により、銀行貸出の利鞘は縮小せざるを得ないであろう。すなわち、PE投資によってエクイティー調達の道が広がることで、かつて日本の大企業が資本市場に直接アクセスすることにより資金調達手段が多様化し、それに伴って銀行貸出のスプレッドが縮小したことと同様の現象が、今後は中小企業や経営不振・破綻企業などにまで起こりうるということである。これまで、その高リスクと引き換えに比較的高いスプレッドを確保することができ、負債による調達に依存するがゆえに銀行の収益に貢献してきた顧客セグメントが、代替的な調達手段を手に入れることで、伝統的な商業銀行業務の収益性が今後更に低下する可能性がある。

6.2 銀行機能の地盤沈下

そして、このような未公開企業の資金調達の多様化によって、同時に銀行の持つ基本的機能を市場が代行する動きが広がることになる。銀行の基本的機能には大きく分けて金融仲介機能と通貨供給機能の2つがある（図24）。この2つの機能は更に5つに細分化することができる。情報生産機能とは、銀行が借手企業に関する情報を収集し、分析することを通じて行う、審査活動や与信管理などを指す。資産変換機能とは、銀行が借手企業の債務を引き受け、投資家に預金（＝銀行の債務）という形に変換して提供することにより、借手企業の信用リスクを負担すると共に流動性リスクをも負担する行動を指す。資金提供機能と信用創造機能は、貸出という一つの行為を異なる側面から捉えたものであるし、決済機能については殊更説明は要しないであろう。

これらの基本的機能の多くは、既に一部が資本市場およびその参加者によって代行されている。情報生産機能に関して言えば、証券会社のアナリストが企業レポートなどの形で企業を評価しているし、企業自身もIR（インベスターズ・リレーション）活動を積極的に展開し、投資家と調達企業との間の情報の非対称性を軽減する役割を果た

図24 銀行の基本的機能を市場が代行



している。また、資産変換機能についても、エクイティーによるファイナンスにおいては、投資家が企業の信用リスクを直接負担することになるし、投資信託やPEファンドなどの商品化を通じて高い流動性を付与できる。資金提供機能については、資本市場の主要な機能でもある。

IPO市場の創設やプライベート・エクイティーを通じたリスクキャピタル・ファイナンスの発達は、資本市場の拡大と深化をもたらす。既に始まっている、銀行の基本的機能を資本市場が代行する動きが更に加速することになる。この結果、特に伝統的な商業銀行業務における付加価値が低下する。これは新たなセキュリティゼーション（証券化）の波が生じることを意味する。金融自由化の進展が、直接金融と間接金融の垣根を低下せしめる典型的な例である。

残された、銀行に固有の機能は決済機能であるが、これとて厳しい競争にさらされることになる。そもそも、コンピュータの発達により、決済業務は最も機械化の進んだ業務の一つとなっており、その点で既に付加価値も比較的小さいものとなっている。さらに、最近になって、他業界から決済業務に的を絞ったナローバンクの設立などの形で、銀行業への参入を表明する企業が相次いでいる。

このような競争の激化、収益環境の悪化に対して、銀行が講じるべき対策は、典型的には以下の3つとなる。すなわち、①既存業務におけるコストを引き下げること、②既存業務における付加価値を高めること、③新たな収益源を開拓すること、である。このうち①のコストに引き下げについては、各銀行とも一様に尽力しているところである。システム投資による省力化を進め、人員削減による固定費用の削減に努めている。昨今声高に叫ばれているIT投資の拡大に伴い、より高度な商品、サービスを低コストで提供することが可能になるであろう。しかしながら、コストカットや貸出利

率の引上げによる利鞘の改善だけでは自ずと限界があるといわざるを得ない。ほとんどすべての銀行がROEの向上を経営目標に掲げており、10%を超えるROEを設定する銀行も多い。また、米国の銀行等では20%を上回るROEを実現しているものもある。しかし、このような高水準のROEは商業銀行部門の収益改善だけでは到底達成し得ない。なぜならば、BISの自己資本比率規制が存在するからである。ROEを押し上げるには負債による調達を増やすこと（財務レバレッジを高めること）と、利益の絶対額を増やすことの2種類の方法があるが、BIS規制により自己資本比率を8%と規制されているため、一般の事業法人のように自由に財務レバレッジを高めることができない。それゆえに、利益の絶対額を増やす（ROAを高める）ことによる他はないが、限りなく商業銀行業務に特化した銀行のROAは総資金利鞘（資金運用利回り 資金調達原価）に近似するため、たとえば自己資本比率の10%とROEの10%を同時に達成しようとする、ごく大まかには総資金利鞘は1%ほど必要になる計算となる。都市銀行を例に取れば、平成10年度の国内業務分野の総資金利鞘は0.33%であり、これを3倍以上に拡大しなければROE目標を達成できないことになる。これは経費率の削減や貸出金利の引上げだけでは到底十分ではない。オフバランス収入である手数料などの新たな収入源の確保が必要となるのである。どのような収益構造を持つ銀行が望ましいのか、という点については意見が分かれるところであるが、前述の②、③といった観点から、PE投資に代表されるリスクキャピタル・ファイナンスへの積極的な参入がその両者を満たす有力な選択肢ではないかと思われる。以下でやや詳細な検討を加えてみたい。

7 銀行とリスクキャピタル・ファイナンス

リスクキャピタル・ファイナンスという領域は果たして直接金融に属するのか、間接金融に属するのか。ことプライベート・エクイティに関する限りその分類は曖昧である。未公開株式への投資であるがゆえに、仲介者の存在が必要であり、その点では間接金融的であるし、エクイティによる資金調達という点において直接金融的でもある。敢えて区別しようとするならば、両者の違いは究極的には投資先の信用リスクを誰が負担するのかということになる。つまり、投資家自身が負担するならば直接金融であり、仲介者が負担するならば間接金融ということになるわけである。この区分に従えば、やはりプライベート・エクイティも直接金融に分類されることになるが、ここで重要なのは分類ではなく、プライベート・エクイティには仲介者が必要であるという点である。このため、銀行がリスクキャピタル・ファイナンスに参入するにあたっては、自身が投資家となってPE投資に資金を投じるか、もしくは他の投資家のPE投資の仲介を行うかの二通りのケースが考えられる。

しかし、銀行は既に上の二通りのルートを通じてリスクキャピタル・ファイナンスに参入している。前掲の図8にもあったように、日本のベンチャーキャピタル（VC）が組成する投資事業組合には、出資者として銀行が大きな地位を占めているし、ほとんどの銀行は自身で系列ベンチャーキャピタルを設立し、リスクキャピタル・ファイナンスの仲介をも行っている。ただし、これまでPE投資という概念自体が日本ではあまり馴染みがなかったこともあって、この場合のリスクキャピタル・ファイナンスとは、ベンチャー企業向けファイナンスにほぼ限られており、パイアウトや破綻証券といった分野はカバーされていない。ま

た、銀行系VCの主要業務であるベンチャー企業向けファイナンスについても、その本来の機能を必ずしも十分に発揮できていたわけではない。図25は主要なVCがその投資対象をスタートアップ期、急成長期、安定成長期、成熟期の4つのステージに分け、それぞれどのステージに資金の何%を配分する計画かを調査し、その設立母体毎に平均したものである。あくまでも平均値であり、個社別には多少のばらつきはあるものの、銀行系VCの特徴として、スタートアップ期や急成長期の企業への投資配分は低く、安定期や成熟期の企業への投資配分が高いことがわかる。図26はその安定期と成熟期の企業への投資配分を合計したも

図25 主要VCの重点投資対象ステージ

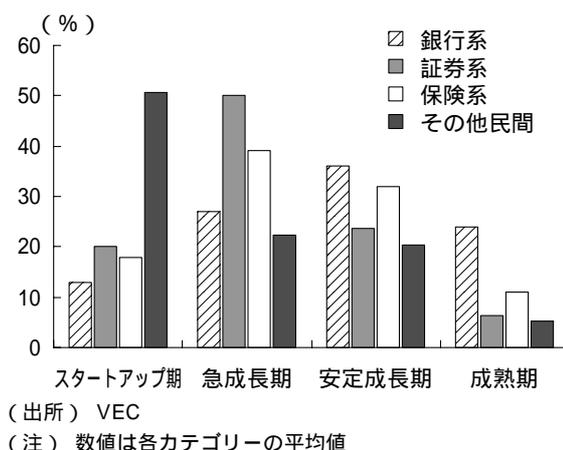
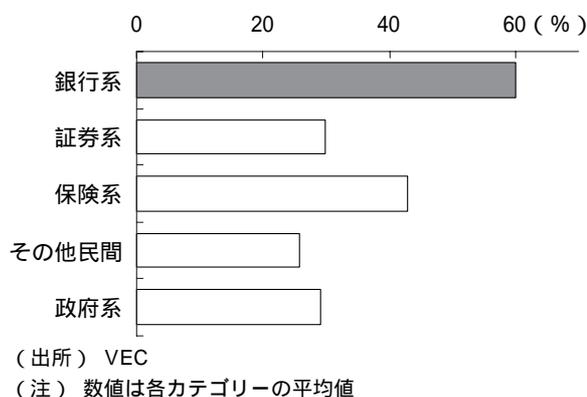


図26 主要VCの重点投資配分 (安定成長期+成熟期)



のだが、これによるといわゆるレーターステージの企業への投資配分については銀行系VCが突出して多い。これは、2章における「高い成長性が見込まれる発展初期段階の企業に投資する」というVCの本来の役割からは大きく逸脱しているように見える。しかしながら、これは銀行系VC自身にのみ原因を求めるべきではない。銀行と系列VCとの関連の中で捉えるべき問題であろう。

そもそも、これまでの日本のPE投資の回収手段は、M&Aが未発達であったことなどもあって、IPOによるケースが多かった。にもかかわらず、IPO市場は店頭市場に限られており、その登録基準も現在よりも厳格なものであった。また、企業が株式を公開するには多大なコストを要した。前述の通り、昨年においても店頭登録時の設立からの平均年数は約25年と、時間的にも極めてコストが大きいのが現実である。このため、株式公開は一種の「ゴール」の様なものであったと言える。すなわち、企業サイドから見ても、株式公開は、成長企業の資金調達手段ではなく、(成熟した)優良企業の創業者利潤実現手段だったのではないだろうか。

株式公開がこのような位置付けにあることで、「ゴール」である株式公開に至るまでは、企業の資金調達は銀行からの借入に依存せざるを得ないことになる。そのため、銀行側でも成長企業、優良企業は安定的に高収益をもたらす重要な顧客として囲い込むことになる。つまり、VCの投資対象となる企業まで銀行の融資で対応することが可能だったのである。このため、銀行系VCは銀行の融資先の成熟企業が、株式公開により創業者利潤を実現する際に、初めてその出番が回ってくることになる。だが、その時点では既に投資先企業は成熟期(ないしレーターステージ)にさしかかっており、それらの企業のニーズは成長資金の調達ではなく、むしろ安定株主の確保であることが多

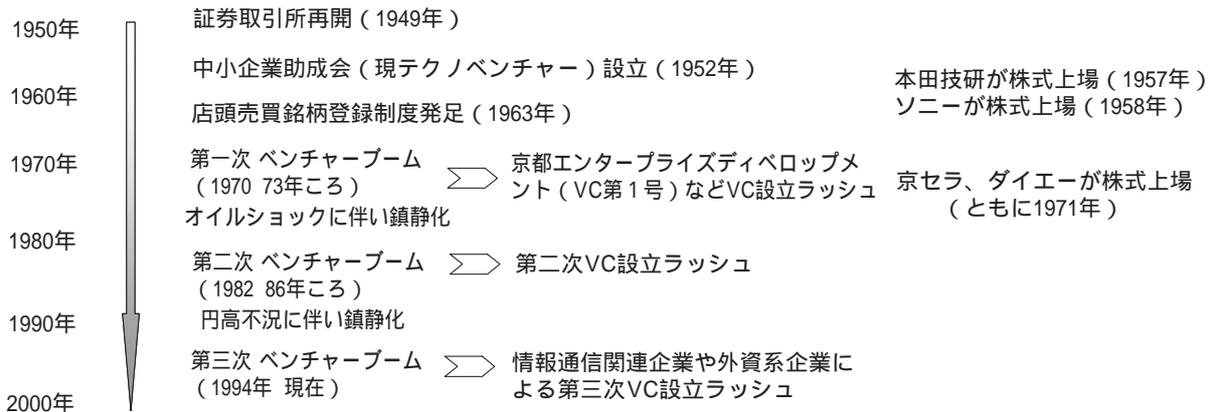
い。それゆえに、銀行系VCの投資対象がレーターステージ企業に偏ってしまい、その本来の役割を発揮できなくなってしまっていると思われる。

しかし、これまで銀行の顧客であった未公開企業は、今や銀行融資に代わってPEファンドからの資金調達が可能となり、成長資金をIPO市場を通じて調達できるような環境も整いつつある。今後、系列VCにその本来の機能を取り戻させることは銀行本体にとっても極めて重要である。なぜならば、VCこそがPEファイナンスのためのピークルであり、銀行本体とVCとが相互に補完することによりリスクキャピタル・ファイナンスへの参入が容易になるためである。そこでまず、銀行におけるVCの位置付けを、過去にさかのぼって確認してみることにする。

7.1 銀行とベンチャーキャピタル

現在の我が国を代表する大企業も、元をたどれば卓越した技術力や独創的なビジネスモデルを備えたベンチャー企業であったケースは数多く存在する。古くは本田技研やソニー、その後の京セラ、ダイエーなどもその典型的な例であろう。これらはいずれもVCの誕生以前のベンチャー企業であり(図27)、まれにエンジェルに相当する個人スポンサーの援助があったにせよ、VCによるファイナンスは存在しなかったはずである。それゆえ、当時のアーリーステージの企業において銀行が果たした役割は大きかった。当時の企業にとって、資金調達手段は実質的には銀行融資に限られており、また銀行も積極的にリスクをとってきた。当時の銀行にリスクテイクを可能ならしめた要因の一つには、メインバンク制度があったと考えるられる。つまり、銀行の融資先企業に対する発言力が確保されていたがゆえに、企業に対するモニタリング機能も有効に働いており、銀行はリスクテイクの対価として発言力を得ることができたので

図27 これまでのベンチャーブーム



ある。前掲の図6にも、起業家がベンチャー・キャピタルに望むこととして、資金提供以外にも、経営への参画やコンサルタントの役割、さらには起業家に対する指導者や友人としての役割などが重要度の高い要望として示されていたが、かつての銀行はそれらVCの持つ役割をも自ら果たしていたのではないだろうか。

しかし、企業の資金調達手段が多様化し、日本経済の拡大が続くなかで、銀行の地位は相対的に低下し、メインバンクとしての発言力が次第に限定されることになった。戦後間もなくから高度経済成長期にかけての恒常的な資金不足は、効率的な資金配分のニーズを高め、これがメインバンクを通じた資金供給をサポートする要因の一つとなったと思われるが、高度経済成長期を経てこの要因が次第に薄れていったのである。そして、リスクテイクの対価たる発言力の低下の一方で、株式の取得を通じて企業経営に関与するVCが登場したのは、そうした動きと決して無関係ではなからう。

銀行は、調査研究、コンサルティングなどの業務を総合研究所として分離し、リスクキャピタル供給業務をVCとして分離するなど、総合化の名目の下にその機能を分散させてきた。また同時に、金融自由化に伴い証券業務や資産運用業務など新

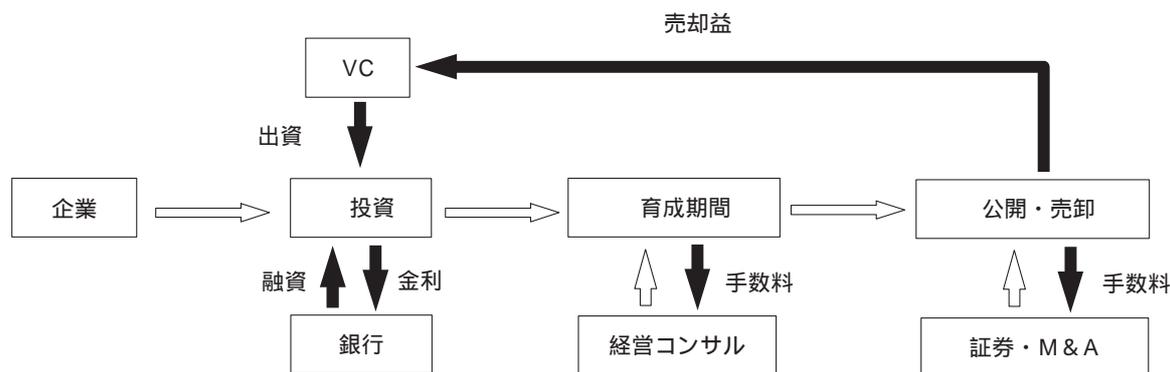
たな業務へ参入し、グループ企業を拡大してきた。そして、この様なさなかにバブル経済の崩壊、ひいては長期にわたる平成不況を迎え、銀行の自己資本は大きく損壊することとなった。このため銀行本体のリスク回避度が極端に高まり、銀行による求心力が低下、各社毎の採算重視などの方針のもとで、グループとしてのシナジー効果が著しく損なわれた状態が続いてきた。

しかし一方で、既に日本版ビッグバンが進められ、これまで見てきたように間接金融、直接金融と言った分類が意味を成さない環境での業態の垣根を越えた競争が始まっている。銀行も自己資本の増強や業界内での再編と同時に、より高い付加価値や新たな収益分野の獲得を推進しなければならない。それには、かつての銀行が持っていた機能を実現するべくグループ内での連携を強めシナジー効果を実現することが必要なのではないだろうか。

7.2 望ましい枠組み

VC、総合研究所などの形で分散している銀行グループの各機能を改めて結集させ、総合力を強化することは、ビッグバンを勝ち抜く上で必要不可欠であるが、特にプライベート・エクイティーの分野においては重要な戦略となる。なぜならば、

図28 望ましい枠組み



そこには極めて強い情報の非対称性が存在するためである。そもそも未公開企業への投資には、当該企業と投資家の間には強度の情報の非対称性が存在する。それに加えてPE投資の対象となるようなベンチャー企業や、経営不振に陥った企業については更に大きなリスクが付きまとう。このため、情報の非対称性を軽減し、リスクをマネジメントするためには様々な機能が必要とされるのである。

そして、今後PE投資の分野で競合するであろう他の金融機関や事業会社と銀行を差別化する決定的なポイントは、この情報の非対称性である。銀行は周知のように未公開企業とのつながりが特に深い。これは、全国にまたがる広範囲の店舗網とそれに伴う顧客基盤の大きさによるところが大きい。しかし、それ以上に決定的なのは、銀行が取引企業の決済口座を保有し、資金の流れを独自に把握することができることである。これが、情報の非対称性の軽減に極めて重要な役割を果たすことになるのである。昨今の銀行業界の再編により、銀行グループが少数に絞り込まれることになれば、複数の銀行に分散している企業の口座も同時に集約され、こうした優位性の強化に繋がることになる。

無論、既に指摘したように決済機能はもはや銀行独自のものではなくなりつつあることは確かである。

ある。しかし、個人取引の分野ではそうした動きが近く想定されるものの、企業取引の分野では銀行を通さずに決済を行う先進的な企業が誕生するとしても、それまでには少なくともあと数年を要し、また一部の企業にとどまるのではないかと思われる。それまでに銀行がプライベート・エクイティの分野で有力なプレイヤーとしての地位を確立することは十分に可能である。

それでは果たしてどのような形で銀行がプライベート・エクイティ・ファイナンスを行うのか。筆者の考える望ましい枠組みはシンプルなものである(図28)。そもそもPE投資のプロセスは大きく分けて3段階に分類できる。対象企業への投資、投資先の企業価値の最大化、持ち分の売却による投資回収の3段階であり、これはベンチャーキャピタル、バイアウト、破綻証券などの形態にかかわらず、PE投資に共通する投資プロセスである。そこで、それぞれの段階をグループ企業が担うことでPE投資の一連のプロセスから得られる収益をグループ全体で享受できることになる。以下で、各段階における銀行及びグループ企業の役割を概観してみよう。

(1) 投資段階

企業への投資にあたっては、VCによる出資と銀行による融資を組み合わせることにより、信用

リスクの分散をはかることができる。

銀行融資において、その貸出金利は融資先の信用リスクに応じたプレミアムをスプレッドとして調達金利に上乗せする形でプライシングされる。このため、キャッシュフローの安定しないベンチャー企業や、経営不振企業への融資は必然的に高金利とならざるを得ないため、金利負担がかさみ、返済はさらに困難になる。つまり企業は融資を受けることで、かえって自身のデフォルトリスクを高めてしまうという悪循環に陥りかねない。この点、VCによる出資の場合、それ自身が自己資本の増強を意味し、企業の信用リスクを低下させる作用がある。また、役員などの派遣により投資先企業の経営に携わることもでき、融資によるファイナンスと同様（もしくはそれ以下）の信用リスクを負担しながら、企業に対するガバナンスの自由度は大きい。

そして、このスキームは何もベンチャー企業に限ったものではなく、その意味でVC自身もベンチャー企業に特化する必要もなくなる。すなわち、バイアウトや破綻証券も手がけるプライベート・エクイティ・ファイナンス（PEF）会社となるべきである。これによって、そのPEF会社のみならず銀行全体にとっても、そのファイナンスの機会が飛躍的に増大することになる。

例えば、銀行の融資方針はこれまで融資先については一社たりとも倒産させないというスタンスであったものの、今後の銀行は企業の倒産確率を織り込んだプライシングにより、一定割合の倒産が起こることを想定して全体としてのリターンを追求するスタンスに転換する必要があるとされている。これによって、企業倒産に対する銀行のスタンスも、銀行取引停止と言う対応から、系列PEF会社にとってのビジネスチャンスと見る対応に変化することにもなるかもしれない。

また、銀行の取引先大企業がリストラにより事

業の売却を進めるなかで、PEF会社のバイアウトファンドで同業種の企業を買収し、合併させ、十分な規模を確保した後に株式を公開することも可能になるわけである。この過程では必要に応じて、銀行のM&A部門（もしくは子会社）と連携を図ることも必要になってくるであろう。

（2）投資先の企業価値の最大化

投資先の企業価値の最大化は、プライベート・エクイティ・ファイナンスにおいて、その投資プロセスの根幹を成す極めて重要な付加価値の源泉である。ベンチャー・キャピタルにおいては、投資先の孵化・育成（インキュベーション）に相当するプロセスであり、破綻企業向け投資においては、投資先のリストラクチャリング・再建に相当する。

PEFとは、文字どおり株式の取得を通じたファイナンス形態であるから、投資家は出資を通じて企業の経営権の一部を取得することになる。このため、投資家自身が（社外）取締役などの形で投資先企業の経営に参画し、経営戦略の立案や社内体制の整備などのアドバイスが可能となるが、これについては系列の総合研究所の調査研究機能やコンサルティング機能が活用できるのである。

その他、銀行の顧客基盤を活用した人的支援も可能である。すなわち、投資先と同業の他社や幅広く有力者を紹介することもでき、必要に応じて人材の派遣、斡旋なども可能である。新たな販売先や取引先、さらには業務提携の取り纏めなども期待できる。

企業価値の最大化の手法は多岐にわたりかつ極めて高度なものである。それゆえベンチャー・キャピタリストが単独で対応できる範囲に収まることの方がむしろ希であろう。そこで、銀行およびそのグループ力をフルに生かしたサポートが求められることになる。また、そのサポートに失敗

することは、すなわち投資回収の失敗に直結することになる一方、有効にサポートできるならば投資先企業の信用リスクを軽減することにもつながる。このため、サポート力のレベルを高めることが、まず第一に必要とされる。そこで、有力なコンサルティング・ファームや商社などといった企業経営や事業展開の分野の有力なプレイヤーとの提携なども視野に入れておく必要がある。

(3) 持ち分の売却による投資回収

既に指摘したように、PEFの投資回収手段は大きく分けてIPOとM&Aの二通りである。IPOの場合には、証券子会社による公募、引受けによって手数料収入を確保することができるし、M&Aによる場合には、自身のM&A部門（子会社）の仲介により同様に手数料収入を確保できる。

また、M&A部門の情報収集力は、投資先の発掘や投資回収時の持ち分売却先のリストアップなど、PEFのプロセス全般を通じて大いに役立つことになる。

この様に、系列のVCをプライベート・エクイティ・ファイナンス会社へと昇華させ、リスクキャピタル供給機能を強化することで、リスクの分散などを通じて銀行のファイナンスの自由度は向上する。そして同時にグループ企業各社の連携を緊密にすることによって、顧客企業に対してもより高度で洗練された金融サービスを提供できることになるのである。

8 残された課題

これまで指摘してきたように、現在起こりつつある変化は、プライベート・エクイティ・ファイナンスにとっては好ましいものであり、PE投資が我が国に定着する契機となりうるものである。しかし、PE投資と言う手法はこれまで我が国にはほとんど馴染みのないものであっただけに、な

おいいくつかの課題が残されている。

まず第一には、いわゆる金余りを背景にPE投資がブームともいえる過熱ぶりを示していることが挙げられる。既に述べたように、半年間で約7000億円にも上る未公開株ファンドが設立され、資金が先行している観すら否定できない。このような過熱ぶりのなかで、未公開株式がファンダメンタルズを大きく上回る価格で取引されてしまうと、その後の調整を通じて、PE投資の健全な発展を阻害しかねない。

特にPE投資の主要な担い手となるべき個人投資家が、そのリスク特性を詳細に検討することなく投資してしまうことで、もしそれが失敗した場合、過度に萎縮し、リスク回避的になってしまうことが懸念される。PE投資は上場株式への投資に比べてハイリスクであるため、相応の専門知識をもって投資にあたることが望まれる。この意味において、PE投資の健全な発展と個人投資家の啓蒙とは表裏一体の不可分な関係にあると言える。

一方、PE投資を仲介する銀行（金融機関）サイドにも課題が残る。なかでも大きな課題となるのは人材の確保であろう。これまで述べてきたようなグループ内での連携強化には、各企業においてハイレベルなスキルを持つ人材の存在が不可欠である。もっとも、銀行は既にリスクキャピタル・ファイナンスやインベストメント・バンキングと言った分野に進出しており、これら既存の業務の強化がプライベート・エクイティ・ファイナンスにおける優位性の獲得の基盤ともなる。その意味でこの人材の問題は既に現在でも存在する問題である。ビッグバンを生き抜くための人材確保という意味からも、内部での育成や外部からの獲得を強化していかなければならない。

また、同様に人材不足の問題から投資先の評価が困難な問題として残る。銀行による企業の審査、評価は、主に決算書類を通じた財務内容の分析に

よる。融資債権の保全を目的とするならば、財務内容の分析で足り、それに特化することで効率化が図れたが、投資先の企業価値の評価は財務諸表からだけでは不十分である。特に、ベンチャー企業の多くは独創的な新技術に立脚するものである以上、この技術をどのように評価するかが極めて難しい。この様な新技術や独創的なビジネスモデルの評価には、過去の経験が必ずしも有効に作用するわけではなく、これまでも多くの失敗が積み重ねられてきた。事例を挙げるならば、古くはエジソンの白熱灯に関するイギリス議会の調査委員会はその報告書において「エジソンの発明は、アメリカ人にとっては有意義なことだろうが、合理的で科学的なイギリス人にとっては価値がない」と述べているし、最近ではインターネット検索サービスのYahoo!社の創業者であるジェリー・ヤン氏も「Yahoo!がビジネスになるなんて思っても見なかった」と自ら語っている。

無論、専門家集団による技術評価や市場調査は重要な示唆に富んでいるし、それらをもとにした企業審査は当然行われるべきだが、その結果を鵜呑みにするべきではない。また、投資家自身が投資先企業の価値を高めるPE投資という手法においては、投資家自身のビジネス化の能力がむしろ問われているのである。

9 おわりに

プライベート・エクイティは、そのリスクの高さと流動性の低さゆえに、潜在的な価値に比べ

てディスカウントされる傾向にあるものの、一旦公開されると流動性が飛躍的に高まり、将来に対する期待などのプレミアムが加わることから、莫大なリターンを生み出すことが多い。それゆえに、“スーパーディール”と呼ばれる、一部のハイリターン案件ばかりがクローズアップされ、マネーゲーム的な側面が強調されがちである。

しかし、PE投資の対象となる企業の多くは、今後の経済を牽引する成長性に富んだ企業や、リストラクチャリングによって将来にわたって継続的な利潤を生み出すことが可能な企業であり、これらの企業に対して円滑に資金を供給することは、我が国の経済全体にとって、極めて有益かつ重要な命題である。

これまでの我が国は歴史的に見ても間接金融の主導によりファイナンスが行われてきたことは議論を待たないが、既に7章でふれたように、現在では、従来の基準で間接金融と直接金融を分類することが困難になってきている。合従連衡の進む銀行業界にあっては、みずからの体力強化はもとより、この様なファイナンスの潮流をビジネスチャンスと捉え、同時に収益力の面でも強化を図るべきではないだろうか。真の意味での垣根を越えた競争は、銀行のみならず日本の金融機関の実力を世界と互角に戦える水準に押し上げることになるだろう。そして、それはより充実した金融サービスの提供という形で、社会への貢献をもたらすことになると確信している。

参考文献

- ウィリアム・D・バイグレイブ/ジェフリー・A・ティモンズ著 日本合同ファイナンス株訳『ベンチャーキャピタルの実態と戦略』東洋経済新報社
池尾和人/金子 隆/鹿野嘉昭『ゼミナール 現代の銀行』東洋経済新報社
マイケル・J・コーバー『プライベート・エクイティ価値創造の投資手法』東洋経済新報社
貯蓄広報中央委員会『貯蓄と消費に関する世論調査 平成11年』

総務庁『貯蓄動向調査 平成11年』

全国銀行協会連合会『全国銀行財務諸表分析 平成10年度決算』

厚生年金基金連合会ホームページ

VECホームページ

通産省ホームページ

中小企業庁ホームページ

ICIホームページ

NVCAホームページ