

我が国におけるプライベート・エクイティ市場発展への課題

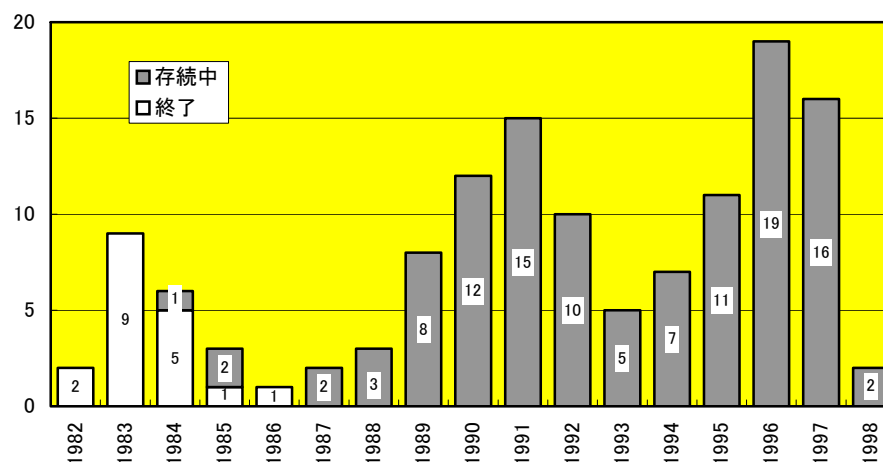
我が国において、ベンチャー・キャピタルやマネジメント・バイアウト（MBO）など、プライベート・エクイティ投資についての関心が高まっている。ベンチャー・キャピタルは、ベンチャー企業が資金調達難に陥っている状況の解消につながることを期待され、MBOも、既存企業の活性化に役立つものと見なされている。しかし、こうした機能を発揮するためには、各種の条件が整備されていくことが必要と言えよう。

1. プライベート・エクイティ市場発達の必要性

我が国では、96年をピークに第3次ベンチャーブームがわき起こった。しかし、97年以降、景気後退、金融不安の高まり、さらには貸し渋り問題の拡大のなかで、このブームは急速に冷却化していった。わが国のベンチャー企業、そしてベンチャー・キャピタルは、大きな転機を迎えているわけである。ベンチャー・ファンドの新規設定数も98年は図1のように急減した。

しかし一方で、ベンチャー・ファンドの必要性は、一層高まっていると考えられる。通

図1 ベンチャー・キャピタル・ファンドの新規設定ファンド数



(注) 98年は9月まで。

(出所) 通産省「ベンチャー・キャピタル・ファンド・パフォーマンス・ベンチマーク」

産省の調べによると、97年の法人企業の開業率¹は、前年より0.4ポイント低下し、過去最低の3.5%となった。一方、廃業率は、前年より2.2ポイント上昇し、4.5%となった。開業率が廃業率を下回ったのは、1975年以来初めてである。98年についても、状況は一段と悪化した可能性が高い。ベンチャー企業を始めとして、新たな企業の勃興が期待されているところであるが、そのためにも、ベンチャー企業への資金供給の場としてのプライベート・エクイティ市場の発展が望まれる。

一方、既に成熟した企業において、今最も求められているのは、大胆なリストラクチャリングである。経営資源を有効に活用するために、部門売却等の動きも目立ってきたが、こうしたリストラを円滑化する手法として、バイアウトが注目される。

日本のもう一つの問題は、不良債権、不良資産の処理である。ここにおいてはディストレスト（破綻証券）・ファンドの役割が期待される。

以上にあげた、ベンチャー・ファンド、バイアウト・ファンド、ディストレスト・ファンドといった分野は、欧米においてプライベート・エクイティ・ファンドと言われているものである。伝統的な株や債券への投資ではなく、情報も少なく、流動性の低いエクイティに、プロがファンドを設立し、投資家を募って投資を行う仕組みである²。

プライベート・エクイティ・ファンドは、伝統的な投資対象にはないリスク・リターンを提供することにより、低パフォーマンスに悩むわが国投資家の問題の解決にも寄与することが期待されるのである。

このように、今の日本の主要な問題の解決のためにも、プライベート・エクイティ市場が日本で拡大することが求められているわけであるが³、実際、以下のように、わが国において、同市場が拡大する基盤が、徐々に整いつつある。

2. ベンチャーを巡る動き

1) 我が国のベンチャー企業を取り巻く問題

わが国のベンチャー企業、ベンチャー・キャピタルが直面する問題は、単に景気後退、貸し渋り、といった経済、金融情勢の悪化を反映した動きにとどまらない。従来のベンチャーを取り巻く構造的な問題が、一気に表面化しているのである。

まずベンチャー・キャピタルの資金調達基盤の薄さの問題がある。米国においては、79年のERISA法改正以降、年金基金がベンチャー・キャピタルに積極的に投資を開始し、これが、ベンチャーへの資金供給拡大の決め手となった。しかし日本では従来、年金基金は

¹ 法務省調べの開業登記数を国税庁調べの全国法人企業数で割って算出したもの。

² 米国のプライベート・エクイティ市場については、淵田康之「拡大する米国のプライベート・エクイティ市場」『資本市場動向クォーターリー』、99年春号参照。

³ この議論については、淵田康之「金融機能再構築への課題」『資本市場クォーターリー』99年冬号参照。

ベンチャー・キャピタルに投資をしていなかったのが実状である。

すなわち、我が国のベンチャー・キャピタル出資者の半分近くは事業法人が占め、3割を銀行、1割を証券、保険が占めている。これに対し、米国では、年金の出資分だけで5割を超える構造となっている。

この背景の一つは、わが国のベンチャー・キャピタル制度の問題にある。我が国では、米国流のリミテッド・パートナーシップに相当する法的枠組みが無いなかで、投資事業組合という、画期的なベンチャー投資の手法が、日本の法的枠組みの中で開発され、ベンチャー・キャピタルが発展してきたわけであるが、やはり各種の限界や問題が指摘されるに至っている。特に、機関投資家の投資を躊躇させる要因となったのが、出資者にとって完全な有限責任にならない可能性があるという点であった。

また昨今、一部投資事業組合の運用状況が悪化するなかで、投資事業組合の運営のあり方や、出資者への情報開示の不足などの問題が、出資者より指摘されるケースも散見されている。

この他、ベンチャー投資に関するトラッキング・レコードが整備されておらず、パフォーマンス・データも不十分なため、投資の意思決定がしにくいという点も指摘された。

日本のベンチャー企業を取り巻く環境におけるもう一つの問題は、投資家が投資先企業の公開などで投資価値を資金化し、キャッシュのディストリビューションを受けられるための市場、すなわちエグジット市場の性格である。米国では、エグジット市場として、極めて流動性の高い市場である Nasdaq が存在する他、他の企業への売却も活発に行われている。さらに、ファンドの二次市場もある程度存在する。ベンチャー・キャピタルによっては、公開による資金化と投資先企業の買収・合併による資金化の比率が2対8という所もある。特にバイオ分野でのベンチャーでは、公開までに至るケースはほとんどなく、大企業への身売りによって短期間で投資回収が可能となっている。

これに対して日本では、エグジット市場としての店頭登録市場は、流動性が低く、また従来、公開に時間がかかるといった問題点が指摘されてきた。また、他の企業への売却など、それ以外のエグジット市場は不活発のままであった。

2) 最近の変化

以上のような状況に対しては、昨今、各種の対応がとられ始めている。すなわち98年11月には、投資事業有限責任組合法が施行され、出資者の有限責任性が確保されることになり、また、ディスクロージャーの仕組みも整備された。

店頭登録市場についても、公開基準が通常より緩く設定された特則市場の導入（96年7月）、マーケット・メーカー制の導入（98年12月）といった措置がとられてきた。また、97年7月より、証券会社による証券取引所未上場かつ株式店頭市場未登録の株式売買、投資勧誘が解禁された。これより、未上場、未登録のベンチャー企業の株式にも一定の流通

性が付与しうる形となった。なおわが国ではこうした個別の未公開株の取引をプライベート・エクイティと呼ぶ傾向が多いように思われるが、これまでの議論でも示したように、欧米ではベンチャー・キャピタルを通じた投資が一般的である⁴。

この他、店頭企業の公開後の株価急落傾向が問題とされ、新規公開価格の設定において、ブックビルディング方式が導入された（97年9月）⁵、また、ベンチャー企業の資金源としてエンジェルが重要であることから、エンジェルに配慮した税制の導入（97年5月）も実現した。

機関投資家のプライベート・エクイティ投資に対する関心も高まっている。98年11月に発表された、厚生年金基金連合会の資産運用研究会の報告書『運用自由化時代の基金の資産運用』においては、「金融大改革の進展に伴い、今後、新しいタイプの金融商品・サービスが出現し、品揃えの多様化が進むことは、基金のニーズに沿った運用の選択肢が広がるという意味で歓迎すべきである」とされ、新たな分野の一つとしてベンチャー投資があげられている。

さらに、98年12月、通産省は、我が国のベンチャー・キャピタル・ファンドのパフォーマンスを集計し、ベンチマークを発表した。同データは、今後毎年集計・公表される予定であり、機関投資家のベンチャー・キャピタル投資の評価、判断の円滑化に資することが期待されている。

3) 米国のベンチャー・キャピタルとの根本的違い

しかし、ベンチャー企業ファイナンスを取り巻く環境は、日米間で、まだまだ根本的な違いが残っている。例えば、日本のベンチャー・キャピタルの特徴として、米国におけるように投資先企業の経営に対して大きくコミットし、人事、マーケティング、テクノロジーのあり方を、より良い方向にもっていくことにより、投資対象の価値を高める役割が希薄であるということが指摘される。ベンチャー・キャピタルは、公開の見通しがたちそうな企業に、広く浅く投資を行う傾向があり、米国のベンチャー関係者に言わせれば、「投資信託のような状況」にあった。

こうした性格も反映し、日本のベンチャー・ファンドは、レイター・ステージの企業への投資が多い。すなわち、設立から10年以上経過した企業への投資割合は6割近くに達し、設立から5年未満の企業の割合は17%に過ぎない。逆に、米国では、設立投資に18%もの資金が供給され、設立後5年未満で見ると66%もの資金が投じられている⁶。

もちろん、そのこと自体が問題点は言えない。日本のベンチャー・キャピタルは、日本のベンチャー企業のオーナーのニーズや、金融市場、労働市場の構造を前提としつつ、米

⁴ 未公開株取引については大崎貞和「動き出す未公開株取引」『資本市場クォーターリー』97年秋号参照。

⁵ 株式店頭市場の改革については、大崎貞和「我が国における株式店頭市場改革の動き」『資本市場クォーターリー』99年冬号参照。

⁶ 「ベンチャー企業への資金供給円滑化研究会報告書」より。

国では見られない重要な役割を果たしてきたものと考えられる。

例えばわが国のベンチャー企業のオーナーの多くは、パフォーマンスが悪ければ経営から排除する、といった条件を提示されるくらいなら、他から資金を借りる、あるいは、そのような面倒なことを言わない他のベンチャー・キャピタルと付き合う、という態度を示すであろう。これに対して米国のベンチャー・キャピタルは、投資にあたっての契約の中で、パフォーマンスが悪ければ、経営者を交代させるという条項を入れることは、当然となっている。

米国では、ベンチャー企業にとって有名ベンチャー・キャピタルと取引できることは、成功へのステップであり、有名ベンチャー・キャピタルには、ベンチャー企業から年間何百、何千という出資の申し込みが集まり、その中で年間数社から十数社のみが、ベンチャー・キャピタルから資金やアドバイスを受けられる。企業として成功するためには、創業者も企業価値増大のプロであるベンチャー・キャピタルの主張を受け入れるのが得策なのである。

これに対して、日本では、金融機関の関連会社を中心に、数多くのベンチャー・キャピタルが設立され、出資先を奪い合ったり、あるいは、ベンチャー・ブームの折りには、一社に多数のベンチャー・キャピタルが競って資金をつぎ込むような光景も一般的であった。ベンチャー・キャピタルの業容拡大を目指す上では、厳しい条件などつけにくいのが実態だったのである。

仮に経営に注文を付けるような条件が受け入れられるようなケースであっても、今度は、外部から CEO にふさわしい人材を調達できるか、という問題が生じる。わが国では流動的なエグゼクティブ市場が存在しないわけである。

米国の場合も、経営陣は 15%~30%の所有権を求めるといわれるが、これは、経営陣へのインセンティブにつながるものとして受け止められている。オーナーがより支配的な立場に固執したり、あるいは企業を子供の代に継承していきたいと考えている企業には、そもそもベンチャー・キャピタル会社は、目を向けないという。実際、中小企業で、ベンチャー・キャピタルからファイナンスを受けているのは、1~2%に過ぎず、ほんの一握りの成長性を秘めた超エリート中小企業のみが、ベンチャー・キャピタルと付き合うことができるのである。

この他、わが国に多い金融機関係のベンチャー・キャピタルにおいては、親会社の紹介案件も多く、こうしたケースでは、短期間に投資の決定を要請されることもあり、十分なデューデリジェンスも行われにくいという問題も指摘される。この場合、求められるのは、「付き合い」であり、ベンチャー・キャピタルが、この企業のステイクを大きく取ることは期待されていない。むしろ親会社としては、他の関係企業にも、まんべんなく付き合いてもらいたいわけなのである。

わが国の場合は、間接金融が圧倒的に優位な体制の中で、エクイティ・ファイナンスの意義を中小企業に浸透させ、株式市場に多くの企業を導いていくという点に、従来型のベ

ンチャー・キャピタルの重要な役割があったと考えられる。

ただ今後、96年をピークとした第3次ベンチャーブームが一転して冷却状態に陥り、新たなベンチャー企業向けファイナンスの拡大が期待されるなかで、オーナーシップと経営権に対する起業家の意識も変わっていく必要があると同時に、欧米のジェネラル・パートナーの果たしている役割が日本でも求められていく可能性があるだろう。

4) ベンチャー関連人材の問題

この場合、そうした要請に応えられるスキル、すなわち業界の専門知識の他、財務、マーケティング、テクノロジーといった専門知識を動員し、経営にコミットし、企業価値を高めていく能力を有したベンチャー・キャピタリストの存在が不可欠となる。

その意味で、近年、ベンチャー企業育成に関する各種の議論においても、わが国におけるベンチャービジネス関連の人材育成の必要性が主張されるようになってきているのは、時宜を得た流れと言える。通産省も、1998年度の第一次補正予算におき、「ベンチャーキャピタリスト海外・国内研修促進事業」（予算額1億2000万円）を導入し、99年3月にかけて同事業を実施した。

また今後、年金基金等が、プライベート・エクイティ投資を開始するにあたり、単に、ベンチャー・キャピタルの規模や従来からの名声だけではなく、真に有能な人間がマネッジする投資会社であるかどうか、といった中味を重視し、投資先を選別していくことが重要と思われる。そうしたスタンスが示されることにより、有能な人材が正当に評価され、ベンチャー・キャピタル産業が、他の産業等からも一層優れた人材が集まるビジネスとして発展していくことが期待される。

米国最大のプライベート・エクイティ投資家であるカルパース（カリフォルニア州公務員退職基金）は、小さくても優れた運用会社があれば、ここに巨額の資金運用を任せるというスタンスが明確であり、1989年に、当時ほとんど無名のパシフィック・コーポレート・グループを主たる投資マネジャーとして選んだ。1998年も、やはり無名で、スタッフが2人のグローヴ・ストリート・アドバイザーズに、3億5000万ドルのベンチャー・キャピタル・プログラムの運営を任せると決め、話題となった。

3. バイアウトを巡る動き

1) 制度面の議論

先述のように、既存の企業のリストラクチャリングを円滑に進める手段としてバイアウトは重要な役割を果たそう。特に、既存企業を投資家グループが買収するというタイプで

はなく、日本的な「のれん分け」の考え方を連想させる、マネジメント・バイアウトの形態が注目されている。

通産省は、98年10月より、MBO研究会を開催し、MBOの意義と普及に向けての課題の研究を実施した。99年4月に発表された報告書では、改善すべき点として以下のような点が指摘されている。

①営業譲渡等を伴う自由な企業組織の変更のための法制の整備。

- －現状では、バイアウトを行うために買収目的会社を設立しても、商法246条により、設立後2年以内の新会社が資本金の20分の1以上に相当する対価をもって営業用資産を取得する場合については、原則として裁判所が専任した検査役の調査が必要とされる点の改正。
- －株式交換の制度を創設し、MBO対象会社の株式を、売り手企業以外の者が少数保有している場合、対象会社と買収目的会社との株式交換を可能とする。
- －その他、公開買い付け制度の改善、少数株主の株式を現金その他の資産で取得できるCash-out Merger制度の導入、倒産法制の改善など。

②連結納税や株式交換時の課税負担の減免など、税制の整備。

③MBO実施企業やMBOファンドなどによる資金調達の円滑化。

④年金のポータビリティなど人材の流動化を促進する労働市場の整備。

ただ当然のことながら、このような制度的な整備が進んだとしても、単なる不採算部門に容易に買い手が現れるわけではない。バイアウト・ファンドの投資対象として適しているのは、安定的なキャッシュフローが見込める企業や事業部門である。そうした事業部門を手放したい企業は、通常、それほど多いわけではない。もっとも、昨今、コア事業に経営資源を集中しようという動きが日本の産業界に現れてきたり、あるいは資金繰り難から、キャッシュフローがあがっている部門でも、売却対象として位置づけられることも生じてきているようである。

2) 現状と展望

こうした変化を先取りし、日本におけるバイアウトの実施を目指すファンド運用会社も、既に7社近く登場している(表1)。98年には、国内MBO第一号のケースも登場した。これは、雑誌「留学ジャーナル」を発行するICSの経営陣が、ジャフコと共に持株会社を設立し、親会社で外食事業の会社であるWDIから全株式と営業権を買い取ったものである。経営陣は、持株会社の資本金11億円のうち25%を出資し、ジャフコは、残りの持ち分と4億円の劣後債を保有した。さらに、富士銀行と東京海上が19億円の協調融資を行った。このケースは、WDIが本業の外食事業への注力を図る上で、ICSを売却したものである。実施にあたっては、金融機関が、従来の融資において一般的であった不動産担保に

表 1 我が国の主要バイアウトファンド運用会社とファンドの規模（億円）

運用会社	金額
米E・M・ウォーバーク・ピンカス・アンド・カンパニー	1,200
米リップルウッド、三菱商事	1,200
英スリーアイ、日本興業銀行	200
英ロスチャイルド、三井物産	100~150
シュローダー・ピーティヴィ・パートナーズ	約90
パトリコフグループ、グロービス	約60

(出所) 1. 予定を含む。

2. この他にアドバンテージ・キャピタル、エゾン・キャピタルなどがある。

(出所) 日本経済新聞 99 年 4 月 15 日、野村総合研究所

基づく融資ではなく、キャッシュフローをベースとした融資を行った点、慎重なデューデリジェンスが行われた点においても、わが国としては、先駆的な試みの一つとされる。

このように、わが国でもバイアウト取引が活発化する兆候が現れていることを反映し、最近、欧米のファンド運営会社も、日本のバイアウト市場への関心を高めつつある。例えば、E.M. ウォーバーク・ピンカスが、今後、3年～5年に、総額 1,200 億円を日本企業に投資する、という報道もなされている⁷。この金額には、ベンチャーへの投資に向けられる部分もあるようであるが、主にバイアウトの投資機会が注目されているようである。

バイアウトの市場が日本で真に発展するかどうかは、バイアウト後の企業価値向上がどの程度実現するかどうかという点に大きく依存しよう。既存の経営者は真に有能か、そうでないとしたら、外部市場で有能な経営者を調達できるか、キャッシュフローを拡大するために例えば雇用削減が必要なケースも多々あると考えられるが、日本の場合は抵抗が大きいのではないかと、といった懸念がある。こうした障害の解決が困難であれば、ファンドのリターンは十分なものとはならない。MBO は、痛みを伴わずにリストラを可能にしてくれるような魔法の薬ではないことは肝に銘じるべきであろう⁸。

もう一つ懸念される点は、我が国において投資対象となりうる案件が十分に発掘されるかどうか定かではない段階から、MBO に対する関心が先行し、資金だけは集まりつつあることである。この結果、有望な案件が出た場合には、相当程度、高価格の取引となり、結果として投資パフォーマンスがあまり期待できなくなることも考えられる。

4. ディストレスト市場

大手都銀を中心に、97 年秋頃より、不良債権の一括売却が本格的に始まった。98 年 4 月から 99 年 3 月の期間には、海外の証券会社、投資ファンドが、合計で 8 兆円程度（簿価ベ

⁷ 日本経済新聞 99 年 3 月 22 日。

⁸ 産業競争力向上のための MBO の有効性と限界については、淵田康之「我が国金融システムの新たな航路」『資本市場クォーターリー』99 年春号参照。

ース) の不良債権を購入したという⁹。有力な買い手は、ゴールドマン・サックス、米国の大手不良債権投資ファンドであるサーベラス、ローンスター・オポチュニティ・ファンドなどである(表2)。売り手である日本の銀行においても、収益還元法に基づく値決めの手法や、交渉のノウハウなども蓄積されてきたようである。

「不良債権」とか「不良資産」とかと呼ばれるが、保有者が期待したキャッシュフローが得られていないという意味で、原保有者にとって「不良」かもしれないが、キャッシュフローが得られる可能性が全くゼロでない限り、何らかの市場的な価値は存在する。割安な価格で市場に供給されれば、優良な投資物件として、買い手は登場するはずである。

非現実的な価格でバランスシート上に抱えているから「不良」なのである。そこで、売却損に耐えられる企業、銀行においては、これを競売等の手段で時間をかけて自ら売却していくよりも、一気にこうしたファンドに売却し、バランスシートから完全に無くすことによって、リストラを急ごうという動きが生じているわけである。

ファンドの出資者は、通常のプライベート・エクイティ・ファンドと同様、欧米の年金基金や個人富裕層であるが、日本の金融機関による投資も2割程度になることもあると言われる。日本においては、今後不良債権、不良資産の処理が一段と進む必要があるが、海外ファンドを経由して日本人投資家が購入するという形態に加え、日本国内でディストレスト市場が成立していくかどうか、注目される。

表2 外国投資家による主な不良債権一括購入

時 期	買 手	売 手	薄 価
98年3月期	ゴールドマン	住友銀行	400
	バンカーストラスト ドイチェバンク	クラウン・リーシング	2,800
	ゴールドマン	東京三菱銀行	125
	ローンスター	東京三菱銀行	200
	不明	三和銀行	1,500
	メリルリンチ ローンスター	さくら銀行	4,000
	セキュアード	三井信託銀行	1,300
	不明	住友銀行	1,000
99年3月期	J Pモルガン 米国大和証券	東京三菱銀行	1,000
	メリルリンチ ローンスター	三和銀行	300
	メリルリンチ ローンスター	富士銀行	500
	不明	第一勧業銀行	2,000
	不明	住友銀行	600

(注) 市場推計、金額は億円。

(出所) 日経金融新聞 99年3月23日

⁹ 日経金融新聞 99年3月23日。

おわりに

96年をピークとしたベンチャー・ブームは、97年における金融不安の台頭で急速に冷え込んでしまった。ブームの最中には、多くのベンチャー・キャピタルからベンチャー企業に、過剰なまでに資金がつぎ込まれ、結果として、ベンチャー企業の経営者が過大な投資に走ってしまうという状況まで現れたという批判も聞かれる。

99年に入り、店頭市場に久しぶりに活気が戻るようになったが、今後は、一過性のブームに終わらない、ベンチャー企業ファイナンスが定着することが望まれる。その意味で、各種の新たな施策が、効果を発揮することが期待される。

バイアウトやディストレスト市場についても、ブームのようにマスコミ等で取り上げられることが増えている。しかし、これも機関投資家にとっては新しい投資セクター、企業にとっては新たなコーポレート・ファイナンス、コーポレート・リストラクチャリングの選択肢として、しっかりと我が国に定着していくべきものである。

我が国のプライベート・エクイティ市場が、米国のような発展を目指していく上で、好ましい傾向と考えられるのは、日本から欧米、欧米から日本という、クロスボーダーの活動が、昨今活発化してきていることである。

まず、我が国の投資家やファンドが、急拡大を続ける米国プライベート・エクイティに投資する動きが目立っている。表3に見るように、従来も、海外ベンチャー投資は相当活発に行われてきたが、アジア・太平洋地域が中心であり、プライベート・エクイティの本場、米国市場への関わりは小さかった。これが、ここ数年、比率として高まってきている。

表3 我が国ベンチャーファンドの地域別企業への出資額（新規及び追加）

（単位：億円、％）

	日本		日本以外アジア・太平洋地域		北米地域		欧州地域		中南米地域		その他の地域		合計 金額
	金額	シェア	金額	シェア	金額	シェア	金額	シェア	金額	シェア	金額	シェア	
1982	0.0	(0.0)	0.0	(0.0)	0.0	(0.0)	0.0	(0.0)	0.0	(0.0)	0.0	(0.0)	0.0
1983	16.0	(100.0)	0.0	(0.0)	0.0	(0.0)	0.0	(0.0)	0.0	(0.0)	0.0	(0.0)	16.0
1984	51.2	(100.0)	0.0	(0.0)	0.0	(0.0)	0.0	(0.0)	0.0	(0.0)	0.0	(0.0)	51.2
1985	64.0	(98.8)	0.0	(0.0)	0.8	(1.2)	0.0	(0.0)	0.0	(0.0)	0.0	(0.0)	64.8
1986	39.8	(92.1)	0.0	(0.0)	3.1	(7.2)	0.3	(0.7)	0.0	(0.0)	0.0	(0.0)	43.2
1987	32.4	(97.0)	0.0	(0.0)	1.0	(3.0)	0.0	(0.0)	0.0	(0.0)	0.0	(0.0)	33.4
1988	32.5	(47.9)	25.5	(37.6)	1.0	(1.5)	8.9	(13.1)	0.0	(0.0)	0.0	(0.0)	67.9
1989	57.9	(36.6)	90.9	(57.5)	3.6	(2.3)	1.1	(0.7)	4.6	(2.9)	0.0	(0.0)	158.1
1990	116.3	(59.8)	67.2	(34.5)	6.2	(3.2)	4.9	(2.5)	0.0	(0.0)	0.0	(0.0)	194.6
1991	146.5	(55.8)	105.6	(40.2)	6.7	(2.6)	3.6	(1.4)	0.0	(0.0)	0.0	(0.0)	262.4
1992	150.8	(63.7)	69.9	(29.5)	8.1	(3.4)	6.8	(2.9)	1.0	(0.4)	0.0	(0.0)	236.6
1993	53.4	(57.5)	33.9	(36.5)	3.9	(4.2)	1.2	(1.3)	0.5	(0.5)	0.0	(0.0)	92.9
1994	97.4	(47.9)	88.0	(43.2)	15.0	(7.4)	2.8	(1.4)	0.3	(0.1)	0.0	(0.0)	203.5
1995	94.5	(47.8)	86.6	(43.8)	12.0	(6.1)	2.2	(1.1)	1.5	(0.8)	1.0	(0.5)	197.8
1996	107.1	(49.8)	79.3	(36.8)	23.1	(10.7)	2.8	(1.3)	1.2	(0.6)	1.7	(0.8)	215.2
1997	145.1	(59.4)	61.9	(25.3)	30.9	(12.6)	0.3	(0.1)	3.2	(1.3)	3.0	(1.2)	244.4
1998	21.8	(50.0)	7.6	(17.4)	14.2	(32.6)	0.0	(0.0)	0.0	(0.0)	0.0	(0.0)	43.6

（出所）通産省「ベンチャー・キャピタル・ファンド・パフォーマンス・ベンチマーク」より作成。

日本のベンチャー企業が、欧米のプライベート・エクイティ・ファンドや投資銀行と接触するような機会も増えてきた。実際、日本の商業銀行の貸し渋りに直面し、貸出の回収要求を突きつけられたベンチャー企業が、米国の投資銀行にアプローチすることにより、米国市場で迅速なエクイティ・ファイナンスを受けることができたというケースもあるようである。まだ本格的というにはほど遠いが、欧米の年金基金が、日本のベンチャー・キャピタルに投資する動きもある。さらに、E.M.ウォーバーク・ピンカスの他、パトリコフなど、米国の有力プライベート・エクイティ・ファンドの日本進出も昨年実現した。3i やロスチャイルドなど英国の有力機関と日本企業の合弁も動き出した。

今後とも内外の文化、歴史、雇用制度、金融制度の相違もあり、当事者間で試行錯誤も多々生じよう。しかし、ビッグバンが進むなかで、日本の機関投資家や日本の企業の意識も行動も、グローバル・スタンダードに向けて転換している所である。投資家のファンドへの投資の姿勢も、資金を受け入れる企業の姿勢も、変わっていくに違いない。

米国の年金や財団がプライベート・エクイティ投資を始めた時には、十分な経験やトラックレコードを持つファンド運営会社が豊富に存在したわけではない。ファンド運営会社自体がベンチャー企業に過ぎなかった。しかし、大手機関投資家は、慎重にしかし果敢に投資を実行し、成功したのである。当時は Nasdaq も、今よりはるかに小さな市場にすぎなかった。流動性の高い Nasdaq があったから、というより、優れた企業がプライベート・エクイティ市場の仕組みを通じて育ったからこそ、Nasdaq が発展したのである。

すなわち、年金等の資金が、小さくても能力のあるファンドにまず入り、その有能なファンド運用者から投資と経営アドバイスを受けた企業が育つ。そして、それによってファンド運用会社も成長し、機関投資家もリターンを享受し、それがさらなる機関投資家のプライベート・エクイティ投資を正当化した。また成功企業の受け皿となった Nasdaq が成長し、円滑なエグジットが促進されるようになった。

こうした正の循環が働いてプライベート・エクイティ市場が発達し、インターネット企業の台頭や、大規模な企業の合併の促進など、昨今の米国の経済、産業のダイナミズムを支えるまでになっているのである。

わが国に大きく欠けているのは機関投資家による投資の部分であり、またファンドが投資先にコミットし企業価値を高めていくという部分である。変化の兆しは現れている。これが単なる一時のブームの始まりではなく、21 世紀の日本の経済、産業のダイナミズムを生む、新たな価値創造メカニズムの萌芽となることが望まれる。

(淵田 康之)