

忽那 憲治著

『中小企業金融とベンチャー・ファイナンス』

(東洋経済新報社, 1997年12月)

首 藤 恵

I. 本書の特徴と価値

わが国経済の成長は、活力に満ちた中小企業の存在なくしては語れない。最近の長引く経済停滞の中でも、革新的な中小企業の活動を期待して、ベンチャー・キャピタルの育成や店頭市場の活性化策が注目を集めてきた。しかしながら現状では、店頭市場改革やベンチャー支援プログラムは実態をとまわず、中小企業の多くは長期停滞と銀行経営の建て直しの影響を真っ向から受けて資金繰りに支障を来している。現在進められている金融改革の課題の一つは、市場原理を軸として多様な資金調達的手段と機会を創出し、革新的な企業活動を促進することにある。

わが国ではその必要性が多くの人々から指摘されてきたにもかかわらず、なぜ中小企業への資金供給システムは有効に機能していないのだろうか。なぜ実際のベンチャー企業の創出につながらないのだろうか。問題はどこにあり、どのような改革が必要なのだろうか。本書は、これらの問題への回答を求めて、真正面から取り組んだ研究の成果である。中小企業金融の現状を実証的に分析し、多様な資金需要に対応する

多様な資金供給システム構築の方向を探ろうとする、意欲的な試みである。

本書の特徴は、こうした明確な問題意識に立って議論を進めていることに加えて、次の2点にある。第1に、日米英三国を比較して中小企業やベンチャー企業について多様な資金調達行動を比較し、わが国の企業金融がかかえる問題の所在を明らかにするという方法をとっている点である。第2に、伝統的産業分野における中小企業と、新興分野における研究開発型ベンチャー企業を区別して、資金調達方法と手段の違いを論じている点である。本書の結論を先取りすれば、適切な資金調達方法はベンチャーから成熟段階に至る企業の成長過程によって異なるから、全体として直接金融と間接金融が補完関係をもつ金融システムの構築が望ましい。直接金融、間接金融の解釈の仕方については追って述べるとして、筆者のこの結論は多くの人々にとって納得的なものであろう。

本書の価値は、こうした論旨の展開を豊富なデータや聞き取り調査にもとづいた事例研究によって丁寧に裏付けようとするところにある。伝統的な中小企業金融とベンチャー・ファイナンスを包括的に論じた類書が少ない点で、著者

の問題意識と先見性は高く評価されよう。本書はその意味で、新たな中小企業金融分析の出発点として位置づけられる。真摯な研究姿勢をうかがわせる、読み応えのある好著である。キーワードとして用いられるいくつかの概念について、評者には必ずしも賛同できない部分もあるが、その点も含めて、今後、さらに進んだ研究が期待される。以下、Ⅱ節で本書の内容を簡単に紹介し、Ⅲ節でいくつかの問題点と課題を指摘しておこう。

Ⅱ. 内容の紹介

本書は大きく二部構成をとっている。Ⅰ部(1章から3章)では、間接金融システムによる中小企業融資に焦点を当て、金融自由化の進展と民間金融機関の役割、民間金融と公的金融の関係、制度融資としての自治体の役割について論じている。Ⅱ部(4章から終章)では、直接金融システムによるベンチャー・ファイナンスに焦点を当て、日米英の店頭市場(あるいは小型株市場)およびベンチャー・キャピタルの行動の違いを分析し、直接金融システムと間接金融システムの差異について論じる。以下でもう少し詳しく内容を紹介しよう。

1章では、1980年代以降における金融自由化の進展とともに、銀行の中小企業融資がどのように積極化し、それが銀行依存度の高い中小証券の金融行動にどのような影響を与えたかについて、製造業を中心に明快な分析が行われている。自由化によって預金吸収コストが上昇し金融機関の貸出競争が激しくなったために、新たな利潤機会をもとめて、それまで大企業向け融資を中心としていた銀行が、長期金融業務と中小企業金融へ進出する傾向が明らかとなった。

ところが、都市銀行の中小企業融資への参入により、中小企業専門機関の資金のかかなりの部分が証券投資や投機性の高い運用に向かったこと、また、都市銀行の貸出が優良な融資先とはいえないバブル関連業種に向かったことから、中小企業の資金調達とは決して容易になっていないと結論づける。

2章では、バブル崩壊後に銀行による貸し流りが問題視されるなかで、製造業に関して、商工中金などの政府系金融機関が民間金融を補完する重要な役割を果たしていることが指摘される。ただし、これは成熟・衰退産業に属する中小企業向け融資に関していえることであって、ベンチャー企業への資金供給に関しては直接金融による対応がなされるべきであるというのが、筆者のメッセージである。

3章では、大阪市のケースを取り上げ、自治体によるベンチャー支援のための信用保証制度や間接ベンチャー・キャピタル設立の動きについて、その現状と問題点を明らかにする。近年、ベンチャー企業を対象とする融資制度や投資制度が、地域振興の思惑から一種のブームとなっているが、自治体という地方政府が果たして十分な審査能力をもっているのか、リスク負担に十分な配慮と合意が得られているのか、評者もかねがね強い疑問をもっているところである。

筆者は、民間金融機関による対応が困難な零細企業融資に対しては、地方自治体が融資制度を整備すべきであるとの立場をとっている。しかし、果たして地方自治体にそのような金融仲介機能をどの程度求めるべきか。政府系中小金融機関とどのように棲み分けるのか。これらの点を含めて、もっと踏み込んだ議論が必要であろう。

4章と5章は、日米の店頭市場とベンチャ

ー・キャピタルの比較分析に当てられている。米国では、店頭市場であるNASDAQがニューヨーク証券取引所に比肩する規模に成長し、ベンチャー企業の育成の場となっているだけでなく、厚みのあるベンチャー・キャピタル産業が形成されていることは周知のごとくである。

筆者は、日本の店頭市場の狭小さと比較して、米国の成功を証券市場における市場間競争と競争的なアンダーライター存在に求めている。すなわち、米国では優良中小企業の取引をめぐって地方取引所と店頭市場の間で活発な競争が展開され、アンダーライターの間で優良企業の発掘競争が展開されていることが、ベンチャー・ビジネスの活性化をもたらしている。

確かに、店頭市場が取引所の補完市場として位置づけられ、アンダーライターの機能をめぐる競争が欠落してきた日本市場と米国市場との差は大きい。筆者は、市場間競争の促進や業務規制の緩和の必要を指摘すると同時に、ベンチャー・キャピタルへの年金資金や富裕投資家（エンジェル）の資金導入を検討する必要があると主張する。しかし、私見では、日本市場において、年金資金の直接的導入やエンジェルの登場をただちに期待するのは無理であり、一定の時間が必要ではなかろうか。より具体的には、投資信託を器として、多様なベンチャー・ビジネスへの投資機会を創出することも一つの方策であると思われるが。

6章と7章では、イギリスの事例を取り上げている。イギリスでは、1995年の制度改革によって、公開基準が引き下げられ、小規模発行にも対応できる証券会社の登場が促進され、小型株市場の参入が容易になった点を評価している。8章では、以上の議論を踏まえて、ベンチャー・ファイナンス促進のためのいくつかの具体

的な提案（投資事業組合の導入、税制上の優遇措置など）を行っている。その現実性と評価については、読者諸氏に判断を委ねたい。

終章は、1章から7章で行った現状分析を基礎に、ベンチャー育成の面における間接金融システムと直接金融システムの有効性と相互補完性を、審査機能の違いという供給サイドの視点から論証しようとしている。スタート・アップ時に必要な資金を間接金融に求めるのは困難であり、投資家の出資すなわち直接金融に求めるべきであると結論づけている。この結論そのものに関しては基本的に異論はないが、結論にいたる論旨の展開に、評者はいくつかの疑問をもっている。

この章は、いわば筆者のベンチャー・ファイナンスに関する主張が集約されているところであるから、問題点と課題について以下でまとめて論じることになろう。

Ⅲ．本書の課題

まず、疑問点として次の3点をあげておこう。

第1に、本書で一貫して用いられている「直接金融」と「間接金融」という対立した概念の使い方である。筆者による間接金融の理解は、「リターンの獲得が利子に限定されるという本質的な性質から、基本的には融資先すべての成功が要求されるのであり・・・、融資先の成功が必ずしも明確でないときには、融資を行わない、担保を取る、外部への技術審査依頼、といった対応をとるのである」（P. 252、一部省略）という見方に集約されている。他方、直接金融を、評価が定まっていないハイ・リスクのリターンを投資家が自己責任で負担するシステムと見ている。

しかし、筆者のいう間接金融とは、決済業務を営む銀行の行動の特徴の一面をとらえているのであって、間接金融システムの特徴とはいえないのではないだろうか。通常の間接金融の解釈は、金融仲介機関が自己あての負債を発行して資金調達し、みずから資金の出し手となって借り手（運用）のリスクを評価し負担する金融方式である。直接金融は借り手のリスクが資金の出し手にパス・スルーされる。最終的資金の出し手と最終的な資金の取り手との間における、資金とリスクの移転の仕方の違いである。

間接金融の場合には仲介機関がリスクをとろうとせず、直接金融の場合にはハイ・リスクを投資家にとるとはいえないのである。筆者の定義にもとづいて直接金融と間接金融を切り分けるのは、はなはだ乱暴であり、多様な資金需要に対応する多様な資金供給システム構築の方向を探ろうとする筆者の試みを、むしろ制約することになっているように思われる。

第2に、直接金融と間接金融の対比する上で用いている、両者の審査機能の定義についてである。筆者は、銀行の融資審査を「情報同化型審査」、投資家出資の際の審査を「情報異化型審査」と呼んで区別している。筆者によれば、情報同化型審査とは、「・・・ある決まった評価基準をもとに基準に該当しない企業を排除していく作業」(P. 253)であり、情報異化型審査とは、判断の根拠たる会計数値が十分に存在せず、評価が定まっていない企業は既存の価値判断基準に同化させる作業によって審査できないから、「既存の価値判断基準と「差別化」し、「異化」させながら・・・不確実な「仮定」をある種の直感によって実現していく作業」(P. 254)である。

銀行の融資審査と投資家の投資審査の違い

を、このような形で区別することが適当だろうか。ベンチャー企業と伝統的分野の中小企業の違いは、情報の不完全性と非対称性の程度の違い、および、それに対応する不確実性とリスクの程度の違いにある。貸し手の意志決定は、リスク評価に必要な情報コストの大きさ（蓄積された情報および新規情報を含めて）と、リスク・リターンの関係に依存する。既存の判断基準の材料となる会計情報が容易に得られる場合には受容できるリスクかどうかを評価するのに必要なコストは小さくてすむし、すでに取引関係を結んでいる企業への融資判断は過去の情報蓄積によって容易であろう。

しかし、それを筆者が定義するような、既存の価値判断基準に同化させる審査行動といえるのだろうか。また、直接金融における情報異化型審査の定義も、直感的には分からないではないが、理論的に説明できる投資家の意志決定行動が明確に示されていない。そもそも既存の価値基準が何を意味しているのか、必ずしも十分な説明がなされていないために、筆者の主張がわかりにくくなっている。

最後に、本書の課題として、次の2点をあげておきたい。第1に、上記の問題点をクリアするためには、キー・ワードの定義をもっと工夫する必要がある。第2に、全体の構成としてI部で述べられて政府系中小金融機関を将来の金融システムの中でどのように位置づけるかについて、終章ではまったく触れられていないのはやや残念である。

民間金融における直接金融と間接金融の補完関係だけでなく、民間金融機関と政府系金融機関の間の関係についても触れ、中小企業とベンチャー・キャピタルへの円滑な資金供給を実現する金融システムのあり方の全体像を示してほ

しい。以上の点を含め、筆者の今後の研究に大いに期待したい。
(中央大学教授当所兼任研究員)