

起業を支えるファイナンス・メカニズム

シリコンバレー報告

佐賀卓雄

昨年一〇月末と今年三月上旬の二度にわたって、サンフランシスコの証券取引所と投資銀行、シリコンバレーのベンチャー・キャピタル、そしてサクラメントのカリフォルニア州教職員退職年金基金(CALPERS)で話しを聞く機会を得た。

現在、マルチメディアやバイオなどのハイテク分野での技術革新の波を受けて、技術開発の中心であるシリコンバレーの周辺はさながらゴールドラッシュのような賑わいであり、マンハッタンを越え全米一オフィス賃貸料の高い地域になってい

るばかりではなく、現地の日系金融機関で聞いた話では入居までに二年間はまたされるほどの過密状態になっているようである。

こうした旺盛な企業活動は重層的な金融仲介メカニズムに支えられているのであり、ヒアリングの目的もそれを明らかにすることであった。言うまでもなく、短期間の調査では限られた側面しか分析できないし、先入観や思い込み、思わぬ誤解がないとはいいきれない。しかし、産業構造の転換に果たす証券市場の役割を考えるうえで、シリコンバレーは理想に近いモデルを提供しており学

ぶ点が多いと思えるので、現地での見聞を紹介したい。

一、シリコンバレーの誕生

シリコンバレーはサンフランシスコ半島の中央部にあるパロアルト市から半島の付け根に位置するサンノゼ市にかけて带状に広がるハイテク・ゾーンを総称して呼ばれるが、最近ではそこから南下してキャンベル市、ロスガトス市、さらにはモーガンヒル市、ギルロイ市にまで広がる勢いを示している(図1参照)。もともとこの辺りは気候の温暖な地域で、豊かな農作物と果樹に恵まれていたが、七一年に雑誌の編集長であったドン・ヘフラーがシリコンバレーとして紹介してからそう呼ばれるようになった。

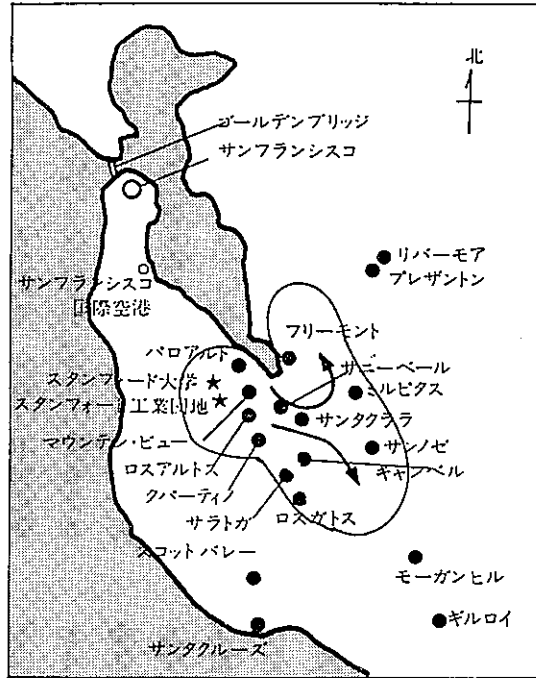
シリコンバレーのルーツを探っていくと、スタ

ンフォード大学、その教授であったフレドリック・ターマンと教え子の大学院生のウィリアム・ヒューレットとディビッド・パッカードなど、幾人かのキー・パーソンの名前にたどり着く。

ターマンは東海岸に比較して経済的に立ち遅れていた西海岸にハイテク企業の集積を図り、大学に優秀な学生を集めようとして、卒業生による起業を積極的に支援し始める。一九三七年に、彼はヒューレットとパッカードに彼らが設計したオシロスコープの事業化を勧め、創業資金を貸し付け、銀行を紹介するとともに、当面の生活費を捻出するためのアルバイトを紹介するなど、事業の立ち上げに全面的に協力する。ターマンは紛れもないベンチャー・キャピタリストとしての役割を果たしたのである。

ヒューレットとパッカードはスタンフォード大学の近くのガレッジで事業を始める。ヒューレ

図1 拡大するシリコンバレー



ト・パッカード社(H&P)の誕生である。周知のように、同社はその後、順調に成長を続け、アメリカを代表する大企業の一つになった。また、同社は次々とベンチャー企業を立ち上げる人物を輩出していることでも有名である。

一方、ターマンは戦後、スタンフォード・リ

サーチ・インスティテュートを設立し、地域企業に大学の授業を公開する一方、大学の敷地内に産業団地(スタンフォード・インダストリアル・パーク)を建設し、産学協同のモデルを作り上げる。

さて、一九五五年に、A T Tのベル研究所でト

ランジスタの開発に携わっていたウイリアム・ショックレイ(後にノーベル賞を受賞)は、その将来性を確信し、製品開発を目指して西海岸のマウンテンビュー市にシヨックレイ半導体研究所を創設する。しかし、彼は組織の管理能力に乏しかったため、二年後には優秀な研究者が次々と去り、研究所は空中分解してしまう。

後にベンチャー・キャピタリストとして名を馳せるアーサー・ロックは、当時はハーバード・ビジネス・スクールを卒業したばかりであったが、これらの研究

者に全面的に協力し、苦勞の末、当時IBMの筆頭株主であったシャーマン・フェアチャイルドから一三〇万ドル(当時のレートでは四億六千万円)という膨大な支援を得ることに成功する。こうして、フェアチャイルド・セミコンダクター社が誕生する。同社は次々に新しい半導体を世に送り出し、目覚ましい業績を残した。

しかし、この時の融資の条件として付いていた2年後の全株買取りオプション条項が行使され、同社はフェアチャイルド氏の会社の傘下に入った。その結果、一種の大企業病に蝕まれ、研究所創立に係わった八人の研究者は次々と去り、シリコンバレーの各地で半導体メーカーを立ち上げたのである。彼らは「八人の裏切り者」と呼ばれている。

ICを発明したロバート・ノイスを中心とする三人はインテル社、チャリー・スポークはナ

ショナル・セミコン社を創設する。シリコンバレーでは六〇年代に三〇社を超える半導体メーカーが生まれたが、そのほとんどがフェアチャイルド社をスピンアウトした「八人の裏切り者」の手によるものであったといわれる。

こうして、シリコンバレーは一大ハイテク地域としての基盤を整えていく。そこでは、スタンフォード大学、エンジェル、ベンチャー・キャピタル、投資銀行、法律事務所、会計事務所などが密接なネットワークを組み、外部からはなかなか入り込めない世界を作り出している。そして、有望なビジネス・プランがあれば、それぞれの分野の専門家と組み、独立して事業を立ち上げ、また、それを金融的に支援する仕組みがうまく回転している。細胞分裂のように次々と登場する新事業がアメリカのハイテク技術を支えているのである。

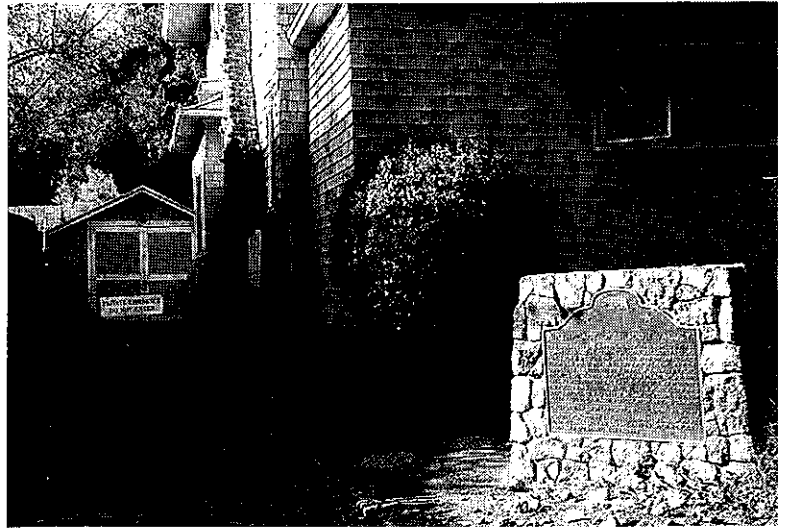
二、シリコンバレーのカルチャー

二月二十八日(日)の昼頃にサンフランシスコに到着し、ホテルで次の日からの日程の最終確認をしているところに、アポをお願いしていたジャフコ・アメリカのD氏から連絡が入り、翌朝のモンゴメリー証券でのインタビューが突然、キャンセルされたとの連絡があった。氏の説明では、同証券の前CEOのトーマス・ワイズ氏が相当数の社員を引き連れて独立することになり、社内が大きな混乱状態にあり、我々と会っている余裕がなくなつたということであった。事情が事情だけに止むを得ないとは思ったものの、最初からこの調子ではどうなることかと先が思いやられた。

たまたま翌日はモンゴメリー証券のアポしか入っておらず丸一日空いたため、急遽、スタンフ

ォード大学やシリコンバレーの名所、旧跡を探索しようということになり、H&P発祥の地であるガレージやフェアチャイルド半導体研究所の跡地を見て回った。これらはいずれも民家やオフィスの片隅にひっそりと石碑があるだけで、ガイドブックを頼りに行動しないと見過ごしてしまう(写真参照)。

話を戻そう。アメリカでは独立、起業ということが日常茶飯事であるが、西海岸ではそれがカルチャーとなっているほどである。シリコンバレーじたいがこうした細胞分裂の結果、隆盛を極めていくし、モンゴメリーの件もこうした事例の一つにすぎない。また、我々が滞在中にもサンフランシスコの有力投資銀行の一つであるハンブレクト&クイスト(H&Q)の創業者であるウイリアム・ハンブレクト氏が独立し、高輪にもかかわらずインターネット上でのIPO(公開引受)業務を



石碑には「シリコンバレー誕生の地」とある。左奥のガレージがヒューレット&パッカード社が事業をはじめたガレージである。

専門とする証券会社を立ち上げた。氏によると、インターネットを利用すればIPOの業界標準とされる七%の手数料を四%前後に引き下げることができるとのことである。

こうした旺盛な企業家精神にはまったく感心させられるが、それを支えているのは社会全体が自己の能力の発揮、つまり自己実現に最も高い価値を認めていることがある。たとえ大企業に職を得ても、それはキャリアアップのための手段に過ぎないのであり、最終的には独立、起業による自己実現をとうして社会に貢献することが目的なのである。

三、ベンチャー・キャピタリスト

このような価値観や思想を最も良く現しているのがベンチャー・キャピタリストであろう。日本

では、ここ数年、通産省などが努力はしているものの、ベンチャー・キャピタルといえば、銀行や証券会社がどちらかといえば片手間に扱う業務分野という印象が強い。正直に言えば、筆者自身も今回の調査の前には少しばかりそのような思い込みがあった。

しかし、シリコンバレーではベンチャー・キャピタリストは極めて高度の専門性を要求され、この周辺にあるスタンフォード大学、サンタクララ大学、サンノゼ大学などの卒業生にとっては紛れもないメジャーである。サンフランシスコやシリコンバレーには多数のベンチャー・キャピタルがある。この中には、証券会社系や銀行系のももあるが、テクノロジの評価能力に欠けるため評価は高くなく、独立系のベンチャー・キャピタルが中心である。

例外的に大規模なものもあるが、大部分はバイ

オ、マルチメディア、コンピュータ・ソフトなど、数人の専門家がパートナーシップを組み、アシスタントを入れてもせいぜい一〇人前後の陣容である。彼らは平均して、自薦、他薦を含めて年間二百件前後のビジネス・プランを審査し、最終的にはおおよそ、百件につき二―三案件に出資する。書類審査の段階で三、四割は却下されるという。目標リターンは年率五〇%であるが、現実には三〇%前後ということであった。これでも、かなり高いパフォーマンスではある。

彼らが出資する際の基準は、第一に人物、第二にテクノロジ、第三に製品の市場性であるという。これは今回訪問したベンチャー・キャピタルが、異口同音に回答した基準である。出資にあたっては、リスクが高い場合には、他のベンチャー・キャピタルの参加を呼びかける。ここでもネットワークが強力な力を発揮する。ちなみ

に、ベンチャー・キャピタルではないが、サン・エンタープライズ社の「SUN」は「Stanford University Network」の頭文字をとったものである。

現地に進出している日系のベンチャー・キャピタルの話としては、やはり良いトラック・レコードをもっている、ベンチャー・ファンドの組成も成功の確率が高く、各社とも実績を残すことに懸念だという。厳しい競争社会なのだろう。

ベンチャー・キャピタルは単に出資をするだけではない。出資先の経営者の要望に応じて、自らボード・メンバーとして経営に参画したり、財務などの特定業務についての専門家を紹介したりもする。ビジネス・プランの企画者が技術者であれば、経営の専門家（CEO）を紹介し、事業の経営を任せるというのも良くみられるケースである。ここまで、投資先の経営にコミットするとな

ると、出資する案件が年、数件というのもうなづける。日本のベンチャー企業の経営者の場合には、能力もないのに何でも自分のコントロール下に置かないと気が済まない創業経営者が多いようであるが、西海岸では事業の成功を第一に考え、外部からの人材の登用にも極めてオープンである。

このようにみてくれば、現在のベンチャー・キャピタルは十九世紀末、二十世紀初頭のモルガン商会やクーン・ロブ商会などの投資銀行と同じ役割を果たしていることに気が付く。当時の投資銀行は時には自らボード・メンバーとして経営に参画しながら、鉄道や鉄鋼、電力などの再編を仲介し、産業構造の高度化を推し進めたのである。

残念ながら、日本ではこうしたベンチャー・キャピタリストが台頭するための決定的な条件を欠いている。それはテクノロジー評価能力をもつ

た優秀な人材が大企業に取り込まれているために、そもそもそうした専門家の市場が存在しないことである。近年、人材の流動化が見られるとはいえ、事は社会の価値観にも関わることだけに短期間の内に大きく変化するとは思えないのである。

四、公開

ベンチャー・キャピタルが投資を回収する（出口（exit）と呼ばれる）ためには、①IPO（株式公開）、②M&A（他社による買収）、③セカンダリー・セール（株式市場外での売却）、④投資先企業による買戻し、の四つの方法がある。ベンチャー・キャピタルにとっては、前二者が最も有利な回収方法である。特に、現在のようにIPOブームの時期には、ハイテクやインター

ネット関連銘柄というだけで、高値での公開が可能であるから、それだけ高いリターンを実現することができる。他方、後二者は投資先企業が順調でない場合が多いため、ベンチャー・キャピタルにとっては値踏みされ低い価格を受け入れざるをえない。

それぞれの回収方法の割合は、マーケットの状況によって異なるが、IPOによる回収金額が全体の七―八割を占めるといふ調査がある。

公開する市場の選択も大きな問題である。アメリカには、売買高でニューヨーク証券取引所に匹敵し、その上場基準を満たさず企業が一千社以上も登録している店頭市場（NASDAQ）がある。また、サンフランシスコの場合には、パシフィック証券取引所もある。したがって、ベンチャー企業にとってどの市場に公開するのが最もメリットが大きいか問題になる。

SECは七五年に全米市場システム(NMS)の構築を明確にした際に、「市場間競争」による公正で効率的な市場の実現を市場運営哲学の根幹に据えた。その後、各市場は生き残りをかけて、上場誘致、システム投資による注文の獲得などの競争を展開してきた。

パシフィック証券のような地方取引所にとっては、特に環境が厳しい。いち早く、六九年には小口注文の回送システムを導入するなど、システム投資、地元企業の上場誘致にも熱心であるが、NASDAQとの競争ではやはり劣勢に置かれている。このため、地元の投資銀行がベンチャー企業に取引所への上場を勧めるように要請しているが、その反応は芳しくない。また、発注もチャールズ・シュワップやフィデリティなどのディスカウンターによる小口注文が大部分であるため、いち早く、日本でも話題になったオプティマーク・

システムを導入し、機関投資家の注文獲得を目指している。

ロバートソン・ステイブンのマネーキング・ディレクターであるチップ・ベッター氏は、躊躇なくベンチャー企業にはNASDAQでの公開を勧めるという。その理由として、流動性、市場としての自由度の高さをあげている。アメリカでも、地方証券の生き残りは厳しいものがある。

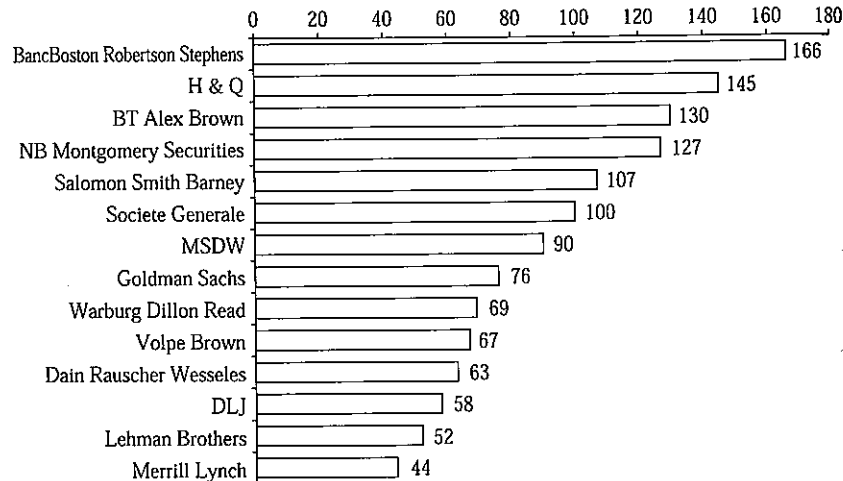
五、投資銀行

さて、IPOを仲介するのが、投資銀行(インベストメント・バンク)と呼ばれる証券会社である。これには、ニューヨークに拠点を置くモルガン・スタンレーやゴールドマン・サックスといった大手業者が良く知られているが、成長企業の公開に関する限りは、ボルチモアのアレックス・ブ

ラウンとサンフランシスコの三投資銀行(モンゴメリ、ロバートソン・ステイブンス、H&Q)(この四業者は「4人のカウボーイ」とか、その頭文字をとってしばしば「HARM」(HARMと呼ばれる)のプレゼンスの方が大きい(図2参照)。アレックス・ブラウンはアメリカ最古の証券会社であるが、サンフランシスコの三業者はいずれも戦後に創られた証券会社である。丁度、シリコンバレーの発展と並行するように業容を拡大してきたが、現在でも従業員が千人前後の規模である(一番少ないH&Qで八五〇人)。

これらの業者の戦略は、徹底したフォークスの絞り込みによって大手業者の追従を許さないほどの競争力を発揮することである。数十倍の資本力、人員などの経営資源を有するモルガン、ゴールドマン、あるいはメリルリンチと正面から競争しても勝負にならないことははっきりしている。

図2 成長企業のIPOに占める各業者の件数 1995年1月~98年12月



(注) 「成長会社」とは標準産業分類(SICコード)の、テクノロジー、情報およびビジネス・サービス、ヘルス・ケア、小売り、を指す。
(出所) Securities Data Corporation

そこで、地域の優位性 (regional advantage) を生かして、ハイテク関連業種のIPO業務に資本、アナリストなどの経営資源を集中し、互角以上の戦いを展開している。

ロバートソン・ステイブンスを例にとると、業務分野としては、テクノロジー、ヘルスケア、情報サービス、工業開発、不動産、メディア&コミュニケーション、リテール&消費財、ゲーム&賃貸家屋の八分野に絞り込み、そこにアナリストを張り付けている。これらのアナリストの中には、ニューヨークの大手業者での勤務の前歴をもつ者も多い。また、当然、公開後のマーケット・メーカーキングもこれらの業種の銘柄に集中している。

このようなフォーカス戦略によって、顧客企業との緊密な信頼関係が築かれ、サービスの質についての高い評価を確立しているのである。した

ルをもっていくということなのである。洋の東西を問わず、人的な繋がりがビジネスの成功のポイントということになる。

こうした事情から、サンフランシスコの投資銀行でも人材の移動はほとんどニュースにもならないぐらい一般である。アレックス・ブラウンで取材にに応じてくれたエドワード・バックレイ氏は「HARM」のすべてで勤務経験があるといっていた。

ここ数年の特徴的な動きとしては、大手商業銀行による買収をあげることができる。アレックス・ブラウンはバンカース・トラスト (BT)、モンゴメリーはネーションズ・バンク、ロバートソンはバンカメにそれぞれ買収された。しかし、ネーションズとバンカメが合併することになり、その傘下に入ったロバートソンからの人材流出の兆しが見え始めたため、バンカメはモンゴメリー

がって、ここ数年、メリルなどの大手業者のサンフランシスコへの進出が相次いでいるが、これらの地元投資銀行の牙城を崩すほどの脅威とはなっていない。また、アレックス・ブラウンもサンフランシスコ支店は約三百人の陣容を構えているが、参入は容易ではないようである。

顧客企業を獲得する手取り早い手段は、競合する投資銀行から顧客毎、人材を引き抜いてくることである。顧客がいつでもその人材と一緒に動くという保証はないが、そうなる場合が多いようである。我々がインタビューしたドール・キャピタル・マネジメントのディクソン・ドール氏は、一般論として、IPOにあたってはサービスの質によって投資銀行を選択すると話していた。逆にいえば、質的にそれほど大きな違いがなければ、これまでのビジネスで信用できる相手かどうかに分かっているから、以前の取引相手の方にデー

をバンクポストンに売却した。また、BTはドイツ銀行に買収されたため、その傘下にあるモルガン・グレンフェルとアレックスとの間での軋轢も表面化し始めているといわれる。

日本との決定的な違いは、商業銀行が投資銀行の独特の性格をよく理解しており、絶対に人事には手をつけられないということが指摘できるように思う。株や債券を個人投資家中心に売るリテール業務ならばまだしも、チームワークによる協力関係と、極めて高度のファイナンスのノウハウが要求されるIPO業務に、たとえ管理職としてさえ、証券業務の経験がほとんどない銀行マンを派遣すれば、個性的で有能なインベストメント・バンカーの士気を殺ぎ、黒字の投資銀行でも赤字になるのは目に見えている。それ以前に、人材が流動化しているため、有能なインベストメント・バンカーはさっさと辞めていくのがはっきりしてい

る。

このような事情から、銀行は証券会社の買収にあたっては人事には手を付けないというのがルールになっていると聞いて間違いない。それでも、銀行に買収されると、何かと干渉され、業務プロセスが以前と違ってやりにくいという、他社に移っていく人間が後を断たないという。

そこで、ロバートソン・ステイブンスのチップ・ベッター氏にバンカメの傘下からバンクポストンへと移った辺りの事情について聞いてみた。

ロバートソンはもともと、モンゴメリー証券から分かれてできた証券会社であり、業務分野も大きく重なっている。そのため、バンカメとネーションズバンクの合併が明らかになると、モンゴメリーの社員の間で重複する業務分野の人材を中心とした大幅なレイオフが避けられないという見通しが強くなり、社内は大きく動揺し一部の人材

が流出しはじめた。そこで、バンカメにロバートソンを売却するよう申し出た。バンカメも事情を理解し、オファーを募った結果、バンクポストンが売却先として決定したとのことであった。

この際、何故、H&Qのように、独立系の途を選ばなかったかといえば、現在のIPO業務の性格からいって強力な資本力がなければ生き残りは難しく、スポンサーが必要であった、とのことである。

六、投資家

言うまでもなく、ベンチャー企業への投資はハイリスク・ハイリターンであるから、ベンチャー・キャピタルの隆盛や活発なIPOは積極的リスクを採る投資家の存在を前提としている。

日本でもよく知られているように、スタート

アップの資金調達に重要な役割を果たすのが、エンジェルといわれる個人投資家である。意外なことに、いくつかの調査によると、エンジェルの平均的な保有金融資産はそれほど大きくなく、そこから日本にも潜在的なエンジェルが相当数存在するという議論が行われることがある。しかし、この議論が決定的に見逃していることがある。それは、エンジェルの大部分が、かつて自ら起業経験をもっているという事実である。したがって、彼らはテクノロジーや事業の将来性について、専門的な判断を下すことができるのである。次の段階の資金調達を担うベンチャー・キャピタル同様、専門的な知識をもった投資家なのである。

こうした違いがあるとはいえ、やはりアメリカには桁違いの富裕層が存在するという事実は否定できない。好調な株式市場を背景としたストック・オプションの行使によるとはいえ、数億ドルの

年収を受け取っている経営者は珍しくない。これだけの収入を得ていれば、自分がよく知っているテクノロジー分野での製品化に数億円程度の投資をするのはそれほどリスクが高いとはいえないかもしれない。

ただ、こうしたハイリスクの投資分野でも機械化の傾向が強まっている。より高いリターンを求めて、プライベート・エクイティ（未公開株）やベンチャー・ファンドへの出資など、伝統的な投資分野以外への投資（これらを総称してオルタナティブ・インベストメント（代替的投資）と呼んでいる）の比重が高まっている。機関投資家の運用資産全体からみればその割合はそれほど大きくはない。今回訪れたCALPERSの場合にも、オルタナティブ・インベストメントは二%に過ぎない。しかし、絶対額が大きいだけにベンチャー・キャピタルに占める割合は六割を超えている。

九六年には年金基金四五%、財団・大学などの基金二〇%、事業会社一八%であり、個人・家族は七%にすぎない。七八年では個人・家族が三二%を占めていたから、「ベンチャー・ファンドの機関化現象」が進展したことが分かる。

こうした機関投資家の多様な投資の背景には、投資先の不足があるようである。最近では、カントリー・リスクのないヨーロッパや日本のプライベート・エクイティ・マーケットにも大きな関心を向けていることは、長銀の買収をめぐる動向にも示されているとおりである。

株主アクティビズムの象徴ともいえるCaLP ERSは、毎年、投資パーフォーマンスの悪い企業をフォーカス・カンパニーとして公表している。アップル・コンピュータは九七年にこのリストに載せられたが、アイマックの売上により業績を回復させ、ようやくこの不名誉なリストから名前

を消すことができた。

日本では、CaLP ERSのようなアグレッシブな株主アクティビズムと総会屋の類いが必ずしも十分区別されていないようにも感じられるが、受託者責任が厳しく適用されるようになれば、日本の機関投資家も否応なく投資パーフォーマンスに敏感にならざるをえない。そうなれば、企業も株価の動向に無関心ではいられなくなる。市場原理が働く証券市場とはそういうものなのだろう。

七、金融仲介の高度化

以上のように、シリコンバレーでは、スタートアップ段階から公開まで、エンジェル、ベンチャー・キャピタル、投資銀行が資金提供やファイナンスの仲介を行う。これらをサポートするも

のとしては、大学や会計士事務所、法律事務所などをあげることができる。

そして、意外に注目されないが、重要な役割を果たしているのは情報インフラである。何といってもハイリスク・ハイリターンの世界であるから、そのリスク評価の正確さが決定的に重要であるが、未公開企業であるから情報が極端に少ない。もちろん、ベンチャー・キャピタリストはその分野の専門家であるが、年金基金のファンド・マネージャーなどは十分な評価能力はない。これを補っているのが、未上場株式ファンドの動向を分析したり、アドバイスをを行う、ゲートキーパーと呼ばれる金融コンサルタント会社である。

さすがに、最近では、日本でもかつての地方自治体によるインキュベーションの提供など「ハコ物」の整備に止まらず、こういったベンチャー・インフラの重要性にも注目されるようになってき

た。

おもしろいことに、シリコンバレーやサンフランシスコで調査をしても、銀行の名前があげられることはほとんどない。西海岸には、バンカメやウェールズ・ファীগのようにアメリカを代表する革新的なスパーリージョナル・バンクがあるが、ことベンチャー・ファイナンスに関する限り、そのプレゼンスはほとんどない。もちろん、極めて特殊なファイナンスの分野だからということもあるが、そもそも銀行中心の間接金融システムは情報インフラが十分に発達していない段階に適合的な金融仲介システムだということが指摘できるように思う。

金融学者は、ジョージ・A・アカロフの「レモンの市場」(ここで、レモンはアメリカ人が酸っぱいものを嫌う趣意があることから、不良品、欠陥品を意味している)の議論を根拠に金融仲介機

関の存在理由を説明する。つまり、中古車や農産物のように、売り手（供給者）と買い手（需要者）の間に「情報の非対称性」が存在（売り手は中古車の状態や農産物の品質について良く知っているが、買い手は良く分らない）すれば、買い手は不利な立場に置かれることになり、この情報格差を埋める仲介業者が必要になってくるというのである。貸手（預金者）が借手（企業）についての十分な情報を入手できない状況では、この情報格差を埋める仲介機関が必要になり、それが銀行だというわけである。銀行は情報の収集、分析、加工を行い、それを元利保証の預金という金融商品を媒体として（言い換えれば、情報生産とリスク負担を同時に行うことによって）仲介機能を果たす。この銀行による金融仲介システムはクレジット・リスクの負担をとまうだけに、本来的にハイリスクの投資には向かないといえる。シ

リコンバレー銀行のようにベンチャー企業の融資に特化したユニークな銀行もあるが、そこでの融資担当者はベンチャー・キャピタルの場合と同じように特定の分野のスペシャリストで構成されている。

しかし、情報インフラが整備されてくると、この銀行の情報生産とリスク負担は分解される。それどころか、エンジェル投資家やベンチャー・キャピタリストのような専門家が登場してくると、銀行の情報生産そのものがあまり価値をもたなくなってくる。つまり、こうした分野では銀行の仲介機能は不要になってくると考えられるのである。

このようにみえてくれば、日本における証券市場の仲介機能の強化にとっても、情報インフラの整備、強化は極めて重要な課題であろう。

【追記】
訪問先のリストは次のとおりである。

- ・取引所
Pacific Stock Exchange (San Francisco)
- ・ベンチャー・キャピタル
Doll Capital Management
Medicus Venture Partners
Paul Capital Partners
JAFCO America Ventures
- ・投資銀行
BT Alex. Brown
BancBoston Robertson Stephens
Hambrecht & Quist
- ・新聞社
日本経済新聞シリコンバレー支局
執筆にあたっては、次の文献も参考にした。
ジェリー・カップラン著、仁平和夫訳『シリコンバレー・アドベンチャー』日経BP社、一九九五年。
小門裕幸著『エンジェル・ネットワーク』中央公論社、一九九六年。

実 哲也著『米國 草の根市場主義』日本経済新聞社、一九九八年。

今井賢一監修、KSベンチャー・フォーラム、朝日監査法人編著『ベンチャーズ・インフラ』NTT出版、一九九八年。

なお、今年三月の調査について、より詳しくは、忽那憲治

「米國のベンチャー・ファイナンスのダイナミズム」『正協レポート』一九九九年五月、を参照されたい。

（さが たかお・当研究所主任研究員）