

JVCAコラム～疾風に勁草を知る～
第2回「中部圏における資本市場の役割」
－現状と課題－

高松 明 氏
(名古屋証券取引所 常務取締役)

1. はじめに

「資本の調達」という課題

高松です。私は、元職が日本銀行で、現在、名古屋証券取引所におります。また、名古屋大学などで講義も持っております。今日は、そういったいろいろな立場から、お話をさせていただければと思います。

私がこれからお話しする世界は、先ほどの家森先生の研究対象よりは、大きな企業規模のところでは、私が、今日お伝えしたいメッセージは、おそらくこれからの中部圏の産業構造は大きく変わるはず、いや変わっていかざるをえないということ、そのためには金融、それも借入れではなく資本の調達の面で、相当変わっていく必要があるということです。そこが変わらないと名古屋の産業構造も、なかなか変わっていかないのではないかと思います。

問題意識をもう少し、絞り込んで申し上げます。まず、中部圏の産業構造はこれから大きく変わっていく可能性が高い訳ですが、変わり方にもいろいろな変わり方があります。既存の成熟企業の業態転換という形態も重要ですが、ベンチャーなど全く新たな形態による新しい産業群の輩出も重要であり、そこが中部圏は弱いという現状を、どう考えていくか、ということです。また、そうした新たな産業の誕生をサポートするはずの資本の調達が弱いのですが、弱いままでいいのだろうかということ、です。

後者に関連してPRめいた話になりますが、資本調達の舞台装置として「名証」という存在があります。既に、地域によっては証券取引所が無くなっているところがありますが、それに比

べて中部圏は、新産業の創出を後押しする資本供給面で、アドバンテージがあるということです。

2. 中部圏の産業構造

産業構造に偏りがある中部

資料1は、日銀短観です。日本は2000年ぐらいから、所謂、景況感がジェットコースターのように上がったりがったりしました。太い線が東海3県で、細い線が全国ですが、かつて東海3県は全国よりはるかに早いスピードで景況感が良くなっています。中部経済産業局の試算によると、当地のこの10年間の実質GDPの成長率が6%ということですから、以前の高度成長期まではいきませんが、とても早いスピードで成長して、そして今回、一気に落ちたということです。

では、このジェットコースターのような動きがなぜ生じたかということ、結論的には、中部圏の産業構造に非常に大きな特性があるからです。

一つは業種別にみると、中部は輸送機器が圧倒的に主体を占めています。輸送機器とそれを支える工作機械などを含めた一般機械器具、この2つで約5割あります。全国は3割程度ですから、中部は自動車産業に依存している産業構造であるということです。

もう一つは、輸出比率が高いこと、特に対米輸出の比率が非常に高いことです。全国は16%であるのに対し、中部は24%もあります。

つまり、中部圏は自動車を主体とする対米輸出で稼いでいた地域であるために、アメリカ発のバブル崩壊の影響をもろに被ったということです。極端な言い方かもしれませんが、それが中部圏の産業構造だと理解していいのではないかと思います。

中部をめぐる環境変化

さて、今申し上げたような状況は、既に皆さんに認識されつつあるところですが、さらに進めて、そのような特性が持続可能な産業構造な

のかということになると、どうも持続可能性は薄いのではないかという意見が強くなっているように思います。

この点に関しては、中部経済産業局や中部経済連合会などいろいろなところで議論しておりまして、細部はともかく、自動車中心の産業構造、これが当地域の本質であった訳ですが、これをめぐる環境変化が、非常に大きく、かつ早く出てきているという認識が共有化されつつあります。

まず、需要の減退です。アメリカのバブルが破裂して、今までの過剰消費の状態が無くなってきているわけですが、危機が去ったからといって元に戻るかということ、おそらくそうならないだろうということです。

問題はこれだけではなく、皆さんには釈迦に説法かと思いますが、いろいろな需要や生産が新興国にシフトしている中で、日本のメーカーも従来以上に適地生産シフトをしなければいけません。果たしてこれに中部地域がついていけるのかどうか。

さらには環境問題があります。CO2問題に伴う脱化石燃料ということで、電気自動車を中心にした次世代自動車の動きがあります。電気自動車は電気製品と同じで、部品の数が大幅に少なくなるということですし、部品を寄せ集めればできてしまうため、他業種でも参入しやすくなると言われていています。専門家の中には、電池がそう簡単に実用化できるわけがないと考えている向きもあるようですが、おそらく予想を上回るスピードで進むというのが一般的な見方です。

こうしたことから、中部圏における車産業の巨大なピラミッドは、今後、どんどん小さくなるのではないか、ということが議論されているわけです。

富士山から連山へ

資料2は、そうした構造変革をイメージ化したものです。金融の話に入る前の共通認識として

お話ししておきたいと思います。図の上が、車を中心にした現在のピラミッドですが、今後、環境の変化をうけて、ピラミッドがどうしても小さくなっていく、小さくなる過程で、裾野部分での廃業や失業という問題が出てくる可能性があります。廃業してしまうと、そこに蓄えられていた細部にわたる技術が失われてしまうのではないかと、中部が持っていた匠の技術が失われてしまうのではないかという危機感もあります。

資料2の下には、「航空・宇宙」「次世代自動車」「医療」「観光」「一次産品」などと書いてありますように、これまでの車という単一の富士山型から、今後は、幾つかの山が連山を成すイメージに移行するのではないかと議論されています。

従来の単一のピラミッドの中では、技術・情報・資金・人という経営資源が「縦」に流れていました。ピラミッドの中に入っていれば上下の流れの中でやっていける構造だった訳です。

しかし、今後は連山の中で、いろいろな経営資源がおそらく「横」に流れ始めます。そうならざるを得ないと思います。このことは、非常にがっちりとした剛構造の産業構造が、柔構造に変わっていくことを意味しています。

もちろんその過程では、今ある大企業が自ら別の業態に変身していくというパターンも多いと思いますが、大企業からスピンオフして新たな事業を起こすとか、ピラミッドの中に入っていた中堅中小企業が第二の創業として別のピラミッドに転換していくとか、あるいはピラミッドの外に全く新たなベンチャーが出てくるなど、大企業とは異なる企業群が出てくる可能性がある訳です。このあたりの役割や意義をどう考えていくのか。また、そのような展開が可能となる資本の調達環境になっているか、が重要なポイントになります。

3. ベンチャー事情

低い起業マインド

残念ながら、日本の起業マインドやイノベーションの動きはとても低いといわざるを得ません。どのデータをとってみても、同じ傾向です。国際比較を見れば歴然としており、日本の起業率は4～5%ですが、アメリカの場合、10%は軽く超えており、日本と3倍ほど違います。統計データの違いはあるようですが、大きな格差があることは間違いありません。

さらに、日本国内でも地域格差が相当あります。資料3の日本地図は、色が濃いほど開業率・起業率が高いことを表しています。関東、関西は高いゾーンに入っていますが、中部はというと、さすがに白ではありませんが、関東・関西に比べると低い。中部地域が現在もっている生産力・出荷力などの地力から考えると、この色の薄さというのは相対的に大きな差があるということの意味しています。

これには理由があります。ベンチャーや起業というのは大きな経営資源がなくてもやりやすい分野、例えば情報系や飲食店、教育、サービスなど、大きな設備を要しない分野が、参入障壁が低く、起業しやすいわけですが、中部の主体である製造業は大きな設備を要します。また、製品に対する製造責任を強く求められるという事情もありましょう。製造業のメッカと言われている中部圏の強みは、逆に起業という面では足かせになっているということです。

一方、これを金融面からみると、資本の調達、銀行からの借入れではなく株式を発行して資本市場から資金を調達するという資本市場へのアクセスが弱い、という状況に現れています。

中部圏の実力は、企業の製品の出荷ベースでみると、全国の約20%もありますし、それらを作る企業数は全国の約12%の企業がありながら、その中で上場している企業は、約8%しかありません。全国の20%のモノをつくっているながら、資本市場から資金を調達している企業は8%しかないということです。

さらにまた、一口に上場といっても、トヨタ

のように超がつく大企業から、新興企業という幼稚園のような企業まで様々にある訳ですが、上場企業の数が少ない中でも、新興市場に登場してくる新興企業が中部の場合、極めて少ないのです(資料4)。

ご存知のように、上場市場には、成熟企業が所属する一部、二部市場、社歴は相応にあるが、それほど大きくはない企業が多く所属するジャスダック市場、そしてまったくの新興市場などがあり、この3分類で分けてみると、特徴的なことが分かります。一部市場から新興企業まで全市場の合計でみて、ここ10年間の間に新規上場した中部圏の企業数は全国の約6%と、全体としても決して多くないうえに、さらにこの中で新興市場にポッと出てきた企業は3%ぐらいしかありません。殆どが、関東や関西で新しい起業の芽が出てきて、それが新興市場に上場する、中には伸び悩んだり倒産したりするところもありますが、そこで成長して一部二部に上がっていくという成長ストーリーを歩んでいる企業も少なくない、という状況にある訳です。

中部圏は、そこが弱い、弱いというより、今までは必要なかったということでしょう。大きなピラミッドがどっしりと聳え立っている、その近傍にあれば、安定した事業運営が成り立ち、新たな事業を起こしたり、そのために他人から資本を仰ぐ必要もないということで、他人から資本を仰がないことは中部にとってある意味で誇りでもあった訳です。しかし、産業構造の変革期を迎えた今、「このままで大丈夫なのだろうか？」という疑問があります。

4. 資本市場の活用状況

豊富な自己資本の意味合い

中部圏企業は、無借金経営が一つの特徴と言われています。確かにデータを見ても、中小企業も含めて一般的に中部圏の企業の自己資本比率は高く、特に製造業では5割を超えていて、全国ベースよりかなり高くなっています。(資料5)

その解釈が難しいのですが、自己資本の中身は何か、ということです。自己資本とは、大ざっぱに言うと、他人から資金を集めて自己資本にしている「資本金」部分と、自分が稼いだ利益を蓄積した「内部留保」部分の2つからなっている訳ですが、中部圏の企業は、自己資本のかなりの割合を、内部留保、つまり過去の利益の蓄えが占めているのではないかと推測しています。

先ほどご紹介したように、資本市場へのアクセスが少ないわけですから、資本市場から調達する資本は少ないが、過去の儲けを内部留保として潤沢に蓄えて、トータルでは豊富な自己資本を持っている、従って、銀行からの借入れはしなくて済むという構造だったかと思えます。

今まではそれは堅実経営の証で良かったのですが、繰り返しになります、これから新たなビジネスへの転換期に入り、当初は利益よりも投資コストが嵩む局面、つまり自己資本の源になる内部留保がそれほど上がっていかない、むしろ将来の利益を確保するために積極的な先行投資をしなければいけない時に、資本市場の活用距離を置くということ、やっつけけるのだろうか、という疑問が湧きます。投資を先行させて新規事業に乗り出しつつ、外部環境の変化に耐えられる経営の安定性を確保するためには、どうしても、資本市場からの資本の調達による自己資本の充実が必要となるからです。

特異なリスクマネーの供給

以上は、全般的な話ですが、では、上場する前の若い企業に対して、どのように資本供給、所謂、リスクマネーの供給が行われているか、というお話をいたします。

企業は、起業した当初はまず親戚などからお金を借り、そこそこの企業の体を成してくるとベンチャーキャピタルなどに出資を仰ぎ、その資金を使って設備投資をして成長し、やがては上場して資本市場から本格的な資金を調達して、

ビジネスチャンスに投資しながら成長を加速させるという循環で発展していきます。

資料6は、ベンチャーキャピタル(=VC)の投資の状況をみたものです。中部圏に対するVCの投資が少ないということがわかります。2009年3月末のストックベースでも、社数、金額とも全国の1割に満たないわけです。全国の20%ぐらいの製造品出荷額があることと比べると、それに後続する若い企業群への資本の供給が少ないのです。VCは、投資によるキャピタルゲインが利益の源泉ですから、有望な企業があれば、リスクはあっても、どんどん出資する、そこが銀行とは全く違うところですが、なぜ、中部圏には少ないのでしょうか。

VC投資を業種別にみると、やはり、中部圏では製造業が主体です。全国ベースでは、VCの全体の投資のうち製造業向けは15%ですが、中部の場合は、その3倍の45%となっています。まさに中部は製造業のメッカであり、中部らしさという点では「製造業の若い芽があり、そこにVCが投資している」ということを素直に表したデータとしてポジティブにみることもできるでしょう。

しかし、他面、全体としてのVC投資が少ないことと併せ考えると、産業構造の偏りもあって、VCが投資しやすいようなタイプの企業が少ない、ということを表しているデータでもありません。

そこで次に、資料7で、VCが企業の成長段階のどの局面で、企業にお金を出資したかをみてみます。VCは、ベンチャー企業が資金繰りに困っている早い段階で資本を供給し、その財務基盤を安定させて、投資や販売等をし易くする役割を基本としています。ここでは、VCの投資タイミングを、企業としての形ができるかどうかという卵の段階の「Seed」から、上場寸前まで出来上がってきた「Later」までの5段階でみていますが、どうでしょうか。

海外—これは主にアメリカのことですが—へのVC投資は、企業がまだ海のものとも山のもの

のともわからない「Seed」や「Start-up」の段階から25%ぐらい投資をします。一方、日本では、多くを後ろの段階になってから投資をしています。特に中部圏の企業に対しては、その企業が上場を視野に入れることができそうな段階、つまり安全パイになってから、投資するパターンとなっているわけです。先ほどの製造業主体の投資ということと考え合わせると、中部圏の若い企業には、どちらかというVCが苦手とする製造業が多いため、VCは先行きに見通しがたった後段階になって出資し始めるということになります。

これでは銀行の融資と同じで、リスクマネーの供給、つまり安全志向の銀行は貸さないかもしれないが、VCだからこそ資金を出す、という役割がうまく機能していない。

原因は供給サイドの問題なのか、それとも需要サイドの問題なのか。いろいろ事情はあるとは思いますが、これではなかなかベンチャーは育ちにくいということです。

5. 中部のアドバンテージを活かす

大企業とVC・ベンチャーのアライアンス

今までの話を要約すると、中部圏の産業構造は、外部環境がかなり変わるので変わらざるを得ない。しかし変化をサポートするはずの資本の供給が十分ではない、ということです。ではどうするのか。

資料8は、中部圏のアドバンテージを生かしながら、ベンチャーのような新たな産業構造の若い芽を育てていくための枠組みとして、どんなことがあるのかについての一つの提案です。勿論、連山型に移行する訳ですから、製造業以外の分野の起業活動を促進し多様化を進めていくことも重要ですが、ここでは引き続きアドバンテージである製造業分野での起業の促進という観点からの提案です。

VCは、若い企業に投資をするプロですから、その企業の技術力はよくわからないけれども、

製品に対するニーズはありそうだという意味での「ビジネス評価力」を持っています。また、外部から経営のプロを引っ張って来て、技術力はあるが経営力がない若い企業にプロの経営者を送り込み、その企業が脱線しないようにうまくマネジメントする機能も持っています。

ところが彼らは「技術評価力」はそう高くない。VCとしてお金は持っているが、そんなにたくさん持っているわけでもない。また、未成熟な企業の成長における隘路である製品販路を世話する機能も弱い。

一方、中部圏の既存の大企業は、自分たち自身が技術屋さんですから、ベンチャーの技術力がどのくらいのものかという評価が可能です。また、資金も潤沢に持っています。そして、これがベンチャーにとって重要なのですが、上手くいけばそのベンチャーの製品を買ってやり、自分の製品製造の中に組み込むとか、あるいは他に紹介することができます。しかし、大企業であるがゆえに、新たなことに踏み出す意思決定には時間を要します。従って、大企業にとっては、自分たちが変わって、新規事業分野のリスクをとってくれるベンチャー、VCが積極的に支援しようとしている新興企業は魅力があるはずです。

つまり、既存の大企業とVCや新興企業とが、お互いの不足しているところを補うようにアライアンス（連携）を組むことができれば、中部圏にとって大きなアドバンテージになるのではないかと思います。

他地域では、こうした力のある大企業が少ない地域が多い訳ですから、資金力と技術力がある中部圏が、次代の産業育成にむけて、そのアドバンテージを生かしていければ、ものすごいことだと思います。

中部圏では、現に、そうした動きも芽生えつつあるようです。自動車関連産業の集積メリットを活かし、タウンEVと呼ばれる小型電気自動車を、ベンチャー主導により、地域ごとに供給する仕組みを構築しようとする試みです。この

構想では、足回りなどの複雑な部品や電池・モーターなどの重要部品は、既存の大企業から新たに創業した親ベンチャー企業が一括調達する、さらにその傘下に地域ごとの製造・販売を担う子ベンチャー企業を起業させ、親会社から調達した部材を組み合わせて地産・地消スタイルで地域に合った小型車を廉価に製造・提供する、ベンチャーの起業に際しては、地元大企業の資金提供を受けた地元VCが資本や経営ノウハウを提供する、という役割分担を想定しています。まさに、製造業メッカとして地域に蓄積された経営諸資源を、小回りの利くベンチャーを介在させながら、次代に承継していく効果を産む取組みといえましょう。

なお、アライアンスを組むと申し上げましたが、あくまで対等な関係が必要です。若い芽が伸びてくると、自分たちの中に取り込んでしまうようなことがあります。がちのようですが、そうではなく、あくまで対等のコラボレーションというか、アライアンスを組むことでやっていく、ことが重要です。若い芽が大きくなれば上場やM&A等により出資した出資金が何倍にも膨れて戻りますし、大企業にはない機動性を活かして新規分野に進出したり、大企業の手からこぼれてしまうよう地域の雇用を増やすことになり、既存の大企業にとってもメリットがあります。ですからぜひ、中部の弱い部分である若い芽を育てる仕組みをつくっていただきたいと思います。

「名証」機能のさらなる活用を

こうした循環が回っていくためには、経済機能のプラットフォームが必要ですが、名古屋には証券取引所という大きな出口があります。VCや既存の大企業がベンチャー企業に出資をする。出資の出口として、企業に名古屋証券取引所に上場していただいて、ここで自分たちの投資のリターンを得ていただく。名古屋には全てそろっているということを申し上げたいと思います。

主催側のご要望もありましたので、名古屋証

券取引所について簡単にご紹介して終わります。現在の上場企業数は350くらいです。かつては600ほどあったのですが、いろいろな事情でこのくらいの規模になっています。東証は現在約2300社ですから、その5分の1の市場規模ですが、喜ばしいことは、単独上場、つまり名古屋証券取引所だけに上場している企業が100社を超えているということです。

東証にも名証にも上場しているような重複上場企業の場合は家が2つあるようなものですが、単独上場というのはあくまで名古屋を足場に活動していくということを鮮明にしておられる企業です。これが110社くらいありますから、こういう企業が増えてほしいと思います。

まず、「セントレックス」という新興市場に上場し、そこで調達した資金をうまく使って成長を続けられれば、二部や一部にグレードアップできます。上場するためには、証券会社はその会社の先導役として証券取引所に話を持ち込んでくるプロセスが必要になりますが、名証と取引している取引証券会社数も東証の半分近くの45社ありますから、証券会社を選択する幅も広く、上場していただける可能性は高いのではないかと思います。

ぜひ、中部のアドバンテージを生かして産業構造の変革が円滑にいくように、ベンチャー企業の資金調達をうまくやってほしいと願っています。

～事務局より～

CIRACの講演録に加筆編集いたしました。