

## 最近の米国ベンチャー・ファイナンスの動向

保坂健志

米国のベンチャー・ファイナンスが米国社会に与えている経済的・文化的影響は非常に大きく、米国経済活性化の貢献度が極めて高いと一般に伝えられている<sup>(1)</sup>。しかし、現在の米国の景気拡大が戦後例を見ないほど長期化している一方、最近の米国経済を詳細に分析して見ると、一部に警戒感が台頭し、ベンチャー・ファイナンスにおいても一部識者の見解も従来と比べて変化が見られるようである。

総会 (The Ninth Annual Venture Investing Conference for Private Equity Investors and Venture Capitalists) に参加する機会を得て、最近の業界動向に関する情報収集を行った。以下のレポートは、その概要をまとめたものである。

### 一、現状認識

日本証券経済研究所ニューヨーク事務所では、六月二日～三日に行われたベンチャー業界の年次

Venture Capital Journal 誌六月号によれば、今年の第1四半期に三二一のベンチャー・キャ

ピタル・ファンドが三四・五億ドルの資金調達を行い、そのうちの三四億ドルは予定を上回る調達 (over-subscribed) になった。前年同期に二五億ドルが二〇億ドルを調達していることから、今年は急激な増加になっていることが判明している。また、五月のIPOによる公開金額が四三億ドルと、月間ベースとして過去最高となっていることも報道されている。

ベンチャー・キャピタルの資金調達額が増加していることは一見プラスのことのように思われるが、投資家の期待が過度に高まっていることや優良な投資案件に比較して資金が過剰になっている懸念 (too much money chasing good deals) があり、その場合に実施されるベンチャー投資の成果は当然のことながら、見劣りするものになる可能性が高い。また、ベンチャー投資は、本来長期投資であり、投資開始後すぐに大きな収益が發

生することは珍しいため、投資成果としてのキャッシュ・フローは投資の後半に集中するのが普通である。

その意味で、ベンチャー・キャピタリストは単に多額の資金を調達するのではなく、計画的な資金調達を行う必要が高まると考えられ、投資家の投資行動に今後影響が生じる可能性も高いと言えよう。

## 二、環境変化に関する指摘

ベンチャー・ファイナンスの環境変化に関し、同セミナーで参加者によって指摘された点があるので、以下簡潔にまとめてみることにする。

以下の(1)から(5)はマイナスの影響の懸念を述べたものである。

### (1) 証券・金融業界の統合化によるネガティブな影響

昨年来、多くの金融機関が合併、買収を実施し、証券・金融業界の統合化が進展している。このうち、かなりの案件は銀行による証券会社、資産運用会社の買収であるが、投資家のニーズが多様化するにつれ、提供できる商品を多様化する必要に迫られていることが背景にある。この動きは、新たな販売チャンネルを求めた上位機関 (商業銀行、投資銀行) の展開を反映しているが、もし証券・金融業界に規模の経済性が存在するとすれば、小規模なユニークな証券会社やベンチャー・キャピタルが買収される可能性が高まってしま

う。いかにベンチャー企業の資金調達が盛んでも、単に金融機関の規模が大きくなるだけでそのような会社が最適なサービスを提供できるとは限ら

ず、規模の拡大がベンチャー会社に価値を与えるとは思えない。また、個性的で多様なベンチャー・ビジネスの文化が損なわれてしまう危惧もあるのではないか？

### (2) IPO価格高騰の過度な期待

堅調に推移している株式相場やIPO価格の実績を見れば、多くのベンチャー会社は自分がIPOする時に、非常に高い価格を期待するようになってしまい、満足できる高い値段でなければIPOを行う意欲はなくなってしまふ。株価が下落すれば、ベンチャー・ファイナンスに大きな影響を与えるであろう。

Wall Street Journal (98/6/1) によれば、今年公開したIPO銘柄のうち、三分の一以上が五月末の時価がIPO価格を下回っており、五月の株価は非常に低調だった。小型株の低調は各方

面でも報道されており、流動性や会社に対する信用度が優良大企業（いわゆるブルー・チップ）よりも劣るため、IPO銘柄にはその意味でのリスクが存在する。また、今後金利が上昇すれば、キャッシュ・フローに乏しいIPO企業やベンチャー企業は、金利負担の影響が高まり、この点も優良大企業に比較して、投資家に敬遠される理由となるであろう。

現在大量の投資資金を有するミューチュアル・ファンドや年金基金が長期的な投資を行っているので、急激にIPO市場が縮小することはないだろうが、逆にそのような長期投資家からの需要が減少すれば高水準のIPOは維持できなくなり、結果としてベンチャーにもマイナスの影響が出ることが考えられる。

### (3) 求められる人材の不足

ベンチャー・キャピタリストは単なる仲介者ではなく、ベンチャー会社に優れたアドバイスを与えることが期待されている。また、ベンチャー会社は単に技術や将来性があるだけでは、会社の経営（マネジメント）ができないので、しばしば外部の人間をCEOとしてスカウトして経営を任せることがある。本来は当該ベンチャー会社の創設者が経営できれば良いが、実際には困難な場合が多く、特に有能と思われる者は複数のベンチャー会社の取締役を兼任することもあると言われる。しかし、ベンチャー会社の創設者と外部CEOの間に方針の乖離が発生したり、複数の会社の役員を兼任することが物理的に困難であるという弊害も指摘されている。

このように、要求される人材の資質は高い一方、そのような人材は限られているため、今後ベ

ンチャー会社が増加し続けることは困難であり、人材の不足 (scarcity of talented person) が将来深刻化する可能性が高い。

### (4) 海外市場の影響の波及

アジア危機の懸念で米国のハイテク株式（例えば、インテルなど）が調整するなど、アジアとロシアの通貨・金融危機をはじめとする海外要因が米国に波及する可能性が高まっている。米国のハイテク・ベンチャー・ビジネスはアジア向けとは限らず、ベンチャー・ファイナンスはアジア資金に依存しているわけではないので、アジア危機の影響は限定的と思われるが、海外市場からのリスクが高まっていることは事実である。

海外市場の波乱が米国の株式市場に影響し、ベンチャーにも悪影響を及ぼす懸念があるのではないか？

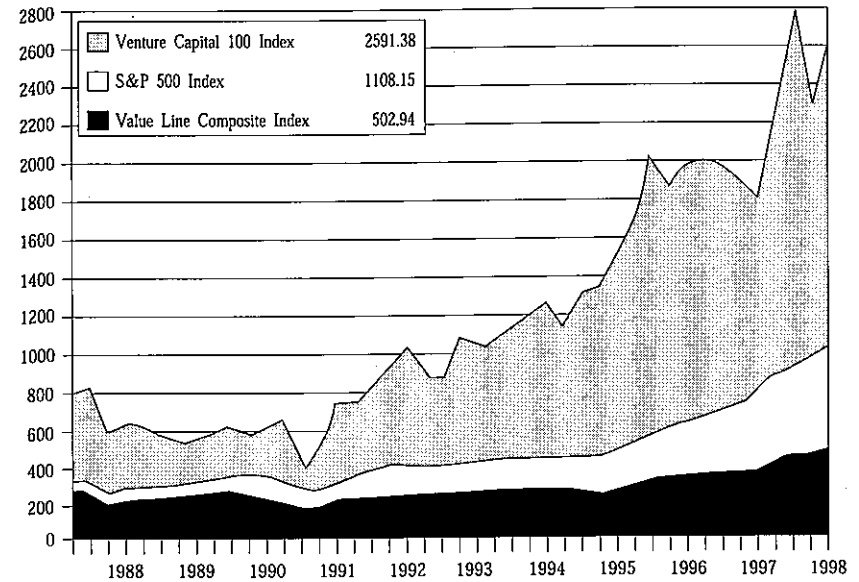
### (5) 株式の投資評価の問題

ハイテク株の調整以外にも、ベンチャー指数の変動性がS&P500に比較して大きいことは、ベンチャー投資のリスクである（次頁グラフを参照<sup>4</sup>）。また、会社のキャッシュフローが予測できないことから、もともとベンチャー投資の評価は非常に困難であり、時として評価が割高になっていることもある。これらのリスクが一般に認識されるようになると、投資家のリスク許容度が低下して、ベンチャー投資への資金流入は減少するのではないか？<sup>5</sup>

以下の(6)から(8)は、上記に反論するものである。

### (6) 海外ベンチャーの隆盛の気運

英国、ドイツ、フランスなどの欧州先進国につ



いては、ベンチャー事業が急速に成長していることが判明している。<sup>(6)</sup> また、エマーシング・マーケットの中でも、特に台湾やイスラエルはこれまでもベンチャーの実績が高く評価されている国である。

さらに、既に株価が相当上昇してしまった米国市場だけに投資するリスクを回避する分散投資目的で、海外の小型株や未公開株式への需要が高まることも想定され、海外市場のリスクが高まっているという指摘は、このような点を考慮していないのではないか?<sup>(7)</sup>

#### (7) アジアへの投資回復期待

アジア危機を契機として、米国株式に調整が見られたことは事実だが、アジア通貨の下落によって米国投資家にとっては投資しやすくなったとも言えるため、一概にアジア危機を悲観的な現象と

捉える必要もないのではないか。結局、アジアが今後どのような成長を実現できるかが重要なのであり、投資対象をより厳密に選別できれば依然として魅力ある市場だと認識することは可能であろう。

#### (8) 将来予測の困難

あまり建設的な意見ではないが、そもそも将来予測はほとんど正確に行われたことがないため、あまり悲観要因を指摘しても大きな意味はないのではないか?むしろ、投資対象の選別や今後の投資タイミングを分析すべきであろう。

### 三、総括

これらの意見は、ベンチャー・ファイナンスが持つ本質を改めて指摘しているものである。例え

ば、小型株やハイテク株の引受業務および未公開株式業務は、従来大手証券会社よりも中堅の投資銀行(ハンブルレクト・アンド・クイストやロバートソン・ステープンスなど)が積極的に進出していた分野であり、このような証券会社の特色となっている。証券・金融業界の統合化がこのような証券会社の経営に影響を及ぼす可能性は否定できないであろう。<sup>(8)</sup>

また、IPO価格と投資評価の問題についても、会社のトラック・レコードが存在しない設立直後の会社の評価が極めて困難であることを反映している点で、ベンチャー・ファイナンス特有の問題である。ベンチャー企業成功の恩恵を受けて、米国経済が活性化したと言われているため、今後株価が調整局面に入り、従来展開していた「貯蓄・投資資金の流入↓高株価↓資産効果↓景気拡大↓貯蓄・投資資金の流入」の循環が作用し

なくなれば、米国経済に影響を及ぼす懸念はあるう。

企業業績に関する大きな不安は当面なく、金利が低位安定していることやグリーンズパンFRB議長に対する市場の信頼が絶大であることなどから、今すぐ米国証券市場が調整局面に入ることは考えにくい。特にベンチャー・ファイナンス関係者によって警戒感が指摘されたことは銘記すべきことと言えよう。

(注)

- (1) ベンチャー・ファイナンス全般に関しては、当事務所作成のニューヨーク・レポート「米国のベンチャー・ファイナンスの規制と現状(98/2/2)」を参照。
- (2) 日経金融新聞(98/6/10)による。
- (3) Wall Street Journal(98/6/22)によると、長期間継続している強気相場の中、IPO案件の数も大きく増加してきたが、最近の投資家は経験豊かな経営者と規模の大きな会社のIPOを偏好しており、その結果IPO金額の平均が八三百万ドルと九七年に比較して一四%、九〇年に比較して五一%も増大していることが判明している。この背

景には、小型株に対する大型株のパフォーマンスが良好であったことが指摘されている。

- (4) Venture Capital Journal誌(98/6)による。
- (5) 前述の「経験豊かな経営者と規模の大きな会社のIPOを偏好」Wall Street Journal(98/6/22)はその典型的な例である。
- (6) 当セミナーのある発言者(未公開株式の資産運用マネージャー)によると、米国以外のベンチャー会社への投資が彼の運用資産の二五%程度を占めており、米国以外にかなりの投資対象を分散していることが指摘された。
- (7) この趣旨により、海外未公開株式は代替資産として注目されている。代替資産については、当事務所作成のニューヨーク・レポート「米国の代替資産(オルターナティブ資産)の現状と課題(98/3/31)」を参照。
- (8) ロバートソン・ステープンスは、バンク・ボストンによる買収が決定している。ハンブレクト・アンド・クイストは買収されていないものの、メルル・リンチをはじめとする大手米国証券による買収の噂が囁かれていた。

(ほさか たけし・ニューヨーク事務所研究員)