

## 資料

# 米国ベンチャー企業の資金調達について

## ——資本市場の機能活用の視点から

### はじめに

わが国経済は、現在、アジア諸国の工業化など世界経済の変容に端を発する構造調整圧力に直面している。これを円滑に克服していくためには、より創造性や活力に満ち溢れた産業構造へと国内経済を転換していくことが重要である。そうした観点から注目されるのが、新たな経済フロンティアを切り開く、若くて新しい企業群——いわゆるベンチャー企業群——の動向である。わが国金融・資本市場の課題のひとつは、これら企業群に十分な資金調達の機会を提供し、その成長を金融面から支えることにより、活発なイノベーションの力を極力引き出していくことである。

わが国中堅・中小企業の資金調達は、これまで主として金融機関からの借入りに依存してきた。これは、金融機関の審査能力や情報収集力の高さを反映したものであり、今後とも中堅・中小企業の有力な資金調達源として機能していくものと考えられる。しかしながら、若くて新しい企業を主体とするベンチャー企業分野では、事業の性格上、金融機関借入のみに依存

することには限界があるように見受けられる。すなわちベンチャー企業は、一般に、①事業活動そのものがハイリスク・ハイリターン型である——高い収益性や成長力を有する反面、高い事業リスクを抱える——、②事業拡大のための資金ニーズが強い一方でキャッシュフローが安定的でない、③不動産など借入れのための担保に乏しい一方、企業の有する独自のアイデアや技術は外部からの客観的な評価が容易でない、などの特徴を有している。こうした資金調達力の特性からみると、ベンチャー企業の円滑な資金調達は、金融機関借入れのように、定期的に一定の金利支払いが生ずる調達手段だけでは必ずしも十分ではなく、リスクキャピタル——すなわち事業の内容や特性に応じて柔軟かつ積極的にリスクを担い得る投資家の資金——を株式の発行を通じて取り入れることが不可欠と言える。

米国に眼を転ずると、90年代前半における景気回復の過程ではベンチャー企業群の果たした役割が大きいと言われている<sup>(注1)</sup>。これら企業群の資金ニーズは専ら株式発行により賄われて

(注1) 米国ではこのほか、金融機関の不良債権処理が不良資産の証券化を通じて大きく進展したことも、90年代前半の景気回復を支えたひとつの背景として指摘されている。これも資本市場の機能が有効に活用された事例と言える。

おり、その株式発行を巡っては、証券会社やベンチャーキャピタル、機関投資家などが様々な形で関与している。すなわち米国ベンチャー企業の資金調達には、資本市場の機能を有効に活用することで達成されており、その周辺に多様な参加者を抱えた一大ビジネスを形成していると言える。

本稿では以上の観点に立ち、米国ベンチャー企業の資金調達がどのように行われているか、またそのために資本市場の機能がどのように活用されているかといった点を中心に、概観を試みることにしたい。

## 1. 米国ベンチャー企業の資金調達

(株式発行に依存する資金調達)

ベンチャー企業とは、一般に、次世代を担うと目される新たな経済分野を事業活動の中心に据える企業を指すことが多い。

米国ベンチャー企業の事業内容をみると、その8割方がバイオテクノロジー、ソフトウェア、メディア・通信、半導体、医療機器の5分野に集中している(図表1—(1))。創業後の社歴は平均5年弱と比較的短く、従業員規模は平均200名強となっている。研究開発投資や設備投資の伸びは大企業を大きく凌駕しており、業容拡大テンポの著しさが特に目立つ(図表1—(2))。

また資金調達面をみると、株式発行への依存度が極めて高いのが特徴である。米国の中堅・中小企業は、もともとわが国に比べ資金のウエイトが高い一方、金融機関からの借入れが少ない(図表2)。その中でもベンチャー企業は株式発行への依存度が9割に達しており、成長資金は専らリスクキャピタルの導入により賄われている(図表1—(3))。

(図表1) 米国ベンチャー企業の特徴(大企業との比較)

—①米国ベンチャーキャピタルが資金供給を行っている中小企業495社、および②大企業(フォーチュン500社)の比較統計

### (1) ベンチャー企業の産業分野 (1989～93年中)

(社数構成比 %)

バイオテクノロジー	ソフトウェア	メディア・通信	半導体	医療機器	医療サービス	小売り	その他
28	14	14	12	12	5	6	9

### (2) 研究開発投資、設備投資の動向 (1989～93年中)

(単位 %)

	研究開発投資 年平均伸び率	収入に対する設備 投資額の割合
ベンチャー企業	35	23
大企業	9	7

### (3) 資産総額に対するエクイティー調達残高の割合 (1989～93年中)

(単位 %)

ベンチャー企業	90
大企業	30

(資料) National Venture Capital Association, "Fifth Annual Economic Impact of Venture Capital Study"

さらに各成長段階別の資金調達をみると、以下の特徴が挙げられる(後掲図表3)。

#### (1) 草創期(スタートアップ期)

スタートアップ期における創業資金や研究・開発資金は、主としてベンチャーファンドの株式引き受けにより調達されている。ちなみにベンチャーファンドとは、ベンチャーキャピタルの募集に応じて機関投資家や個人が出資し、組成する投資事業組合を言う(後掲図表4)。

(図表2) 米国における企業規模別資金調達手段(製造業)の内訳(1993年末)

(構成比 %)

	資本金	金融機関 借入れ	買掛金・ 支払手形	その他 短期債務	その他 長期債務
大企業 資産10億ドル以上	34.4	5.2	6.6	2.4	17.1
大企業 資産5千万ドル以上 10億ドル未満	39.4	17.0	9.0	1.2	13.1
中堅企業 資産2.5千万ドル以上 5千万ドル未満	46.4	19.9	12.2	0.9	8.2
中小企業 資産2.5千万ドル未満	45.8	18.4	13.4	1.5	9.7

(資料) U.S. Department of Commerce, "Quarterly Financial Report for Manufacturing Mining, and Trade Corporations"

(注) 統計上、このほかに売上税等の未払金、繰り延べ法人税等があるため、合計しても100%に一致しない。

(参考) わが国における企業規模別資金調達手段(全産業)の内訳(1994年3月末)

(構成比 %)

	資本金	金融機関 借入れ	社債	買掛金・ 支払手形	その他
大企業 資本金10億円以上	27.2	29.2	10.5	12.4	20.7
中堅企業 資本金1億円以上 10億円未満	14.3	41.9	0.9	19.6	23.3
中小企業 資本金5千万円以上 1億円未満	10.6	46.6	0.4	17.1	25.3
中小企業 資本金1千万円以上 5千万円未満	15.9	41.5	0.1	18.4	24.1

(資料) 大蔵省「法人企業統計季報」

またスタートアップ期には、親族、知人や「エンジェル」と呼ばれる個人投資家からの出資も、一定のウエイトを占めている。

## (2) 試作品作成期(第2段階)

第2段階における試作品作成のための所要資金は、主としてベンチャーファンドか

らの追加出資により賄われている。

## (3) 商品供給開始・販路確保期(第3段階、株式公開直前期)

第3段階以降は、商品供給開始後の販路確保に向けて所要資金が一段と増加している。これに対して新たに事業提携先の企業が株

式を引き受けるとともに、従来ベンチャーファンドを経由して資金供給を行ってきた機関投資家も自ら直接の株式取得に乗り出している。

チャー企業の場合、創業後平均5年程度で達成される。株式公開後は、設備増強など業容拡大のための資金は主として株式の公募を通じて賄われている。

#### (4) 株式公開

株式公開は、事業が順調に拡大したベン

(図表3) ベンチャー企業の成長段階別資金調達 (各期における新規調達額)

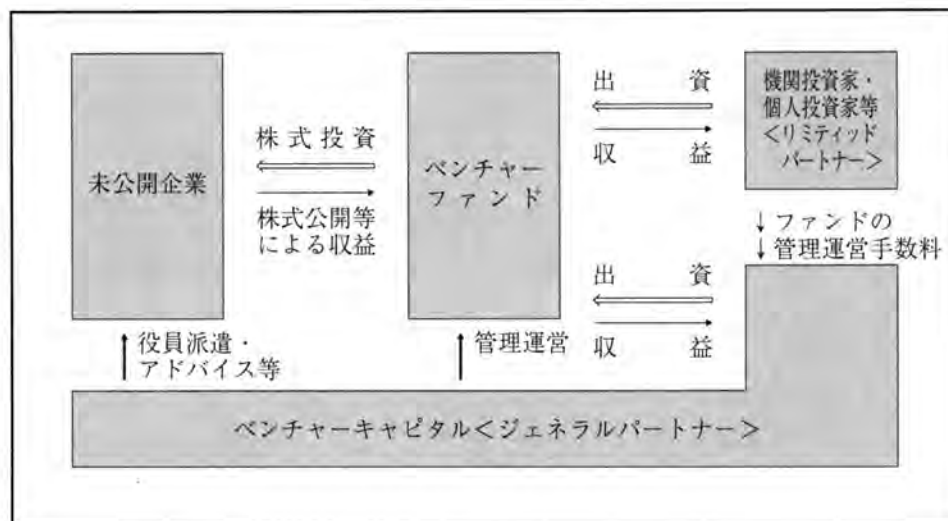
(単位 百万ドル)

(資金供給者)	草創期 (スタートアップ期)	試作品作成期 (第2段階)	商品・サービス 供給開始期 (第3段階)	販路拡大期 (株式公開直前期)	株式公開	累 計
・ベンチャー ファンド	2.0	5.0	1.0			8.0
・リース	0.2	1.0	1.0			2.2
・銀行			1.0	1.0		2.0
・知人等	0.3					0.3
・機関投資家				10.0		10.0
・提携企業			5.0	5.0		10.0
・株式市場から の資金供給					25.0	25.0
計	2.5	6.0	8.0	16.0	25.0	57.5

(資料) Robert Kunze, "Nothing Ventured"

(注) ベンチャー企業の実例をもとに、典型的なモデルケースとしてまとめ直したものの。

(図表4) 米国におけるベンチャーファンドを通じた未公開株式投資の仕組み



上記のように株式公開の前後を問わず、ベンチャー企業の資金調達は過半を株式の発行に依存している。株式公開までの間、資金規模は毎年倍増のペースで拡大しており、そのつど株式の投資主体も多様化しているのが特徴である。他方、金融機関からの借入れは、販路確保期に少額行われるにとどまっており、ベンチャー企業は、在来型中堅・中小企業の場合と異なり、金融機関の融資分野としては限定的な位置付けにとどまっている。

#### (株式の事業リスク移転機能)

ここでベンチャー企業が株式発行により資金調達を行うことの意味を整理すれば、以下のとおりである。

「株式」の基本的な機能は、①株主としての投資家に対し事業リスクを小口に分割し、②市場参加者のもつ様々な情報や期待を集める形で企業の事業活動に評価を与えつつ、③新たなリスクキャピタルを企業に供給することである(注2)。株式会社制度は、このような「株式」のもつ機能を利用して、企業の事業拡大をサポートするよう工夫された制度であり、資本主義経済の要をなすものと言える。

ベンチャー企業への株式投資も、まさしく投資家の事業リスク分担を通じて企業にリスクキャピタルを供給するものである。この場合、投資家は、事業リスクの大きさを勘案してより高いリターンを企業経営者に求めることとなるが、企業の基盤が確立していないことや事業が最先端技術を取り扱うものであることから、投資家による投資判断は必ずしも容易でない。そうした事情の下で、企業の技術力や製品の市場性を

専門的に評価し、積極的に新規投資先を開拓しているのがベンチャーキャピタルである。前述のように米国のベンチャー企業分野では、ベンチャーファンドの株式投資が金融機関の貸出に比較して大きなウエイトを占めているが、これは、①ベンチャー型企業にとって「株式」がなじみやすい調達形態であるという理由に加えて、②専門家集団としてのベンチャーキャピタルが高い審査能力を有しているという理由による面も大きいとみられる。

## 2. 株式未公開段階での資金調達

(ベンチャーキャピタルの投資先選定基準)

ベンチャー企業の未公開段階での資金調達を支えるのは、ベンチャーファンドや機関投資家等による株式引き受けである。

米国のベンチャーキャピタルは、技術、財務、経営管理等それぞれの分野で高い専門性を有する複数の個人(パートナー)により設立される例が多く、出資系列をみても独立系の割合が高い(図表5)。また、その業務範囲は、ベンチャー企業への資金供給にとどまらず、役員・アドバ

(図表5) 米国ベンチャーキャピタルの出資系列別社数・運用総額(1993年末)

(( ) 内は構成比 %)

	社 数	運用総額
独立系	498 ( 78.2)	282 ( 81.0)
金融機関系(証券、銀行、生保等)	62 ( 9.7)	24 ( 6.9)
事業法人系	77 ( 12.1)	42 ( 12.1)
計	637 (100.0)	348 (100.0)

(資料) National Venture Capital Association, "1993 Annual Report"

(注2) 『日本銀行月報』1993年1月号「株式市場の機能について」参照。

イザーの派遣、人材の斡旋、販売・提携先の紹介など多岐にわたり、様々な側面から企業の成長を積極的に支援している。ベンチャーキャピタルを運営する個人（パートナー）は多くの場合、複数の分野で深い専門知識を有するだけでなく、実際に企業を経営した経験を有しており、これがベンチャーキャピタルの広汎な業務活動を支える背景となっている。

ベンチャーファンドは、ベンチャー企業への株式投資を目的として、ベンチャーキャピタルの募集に応じて投資家が出資し、組成するリミテッドパートナーシップ（投資事業組合）を指し、ベンチャーキャピタルがその管理運営に当たるものを言う（前掲図表4）<sup>（注3）</sup>。ベンチャーキャピタルは、こうしたベンチャーファンドの仕組みを利用して、若くて新しい企業の資金調達ニーズと機関投資家や個人投資家の資金運用ニーズとをつなぐ役割を果たしていると言える。また、これを投資家の立場から言えば、自らの資産運用に当たりリターンを追求しつつリスクを軽減するため、ベンチャーキャピタルの専門知識と審査能力を活用しているとみなすことができる。

各ベンチャーファンドはあらかじめ通常10年の存続期間が定められており、期間終了後解散し、各パートナーに投資収益を還元している。リミテッドパートナーとなる投資家は、その約7割が機関投資家であり、とりわけ年金基金のウエイトが高い（図表6）。また、投資対象となる株式は、投資先企業の事業リスクの高さを勘案して、「残余財産の優先分配権が付された優先株式（株式公開時には普通株式への自動転換

（図表6）米国ベンチャーファンドへの出資主体

——1993年中に組成されたベンチャーファンドへの出資割合

				（構成比 %）
年	金	基	金	59
保	険	会	社	11
財			団	11
事	業	法	人	8
個	人	・	親族	7
外	国	投	資家	4

（資料）National Venture Capital Association, "1993 Annual Report"

を条件とする）」の形態を取ることが多い。

ベンチャーキャピタルの投資先の選定に当たっては、①当該企業の成長力と、②創業者の株式公開意欲、の2点が特に重視される。後述するように、未公開段階で株式を引き受ける投資家にとっては、その後の株式公開（公開時における保有株式の売り出し、公開後の株式売却）が数少ない利益獲得手段であるため、株式公開の実現可能性が投資決定の際の判断材料として不可欠の要素となるものと言える。

#### （機関投資家による活発な未公開株式投資）

ベンチャー企業への主たる資金供給者としては、年金、生保などの機関投資家の役割が大きい。すなわち機関投資家は、①専門的な知識が要求される企業草創の段階にあってはベンチャーファンドへの投資を通じて、②その後企業の業績が

（注3）リミテッドパートナーシップとは、営利を目的として、複数の主体が共同事業を遂行するために設立する事業組合を指す。ベンチャーファンドの場合、債務に対し無限責任を負うジェネラルパートナー（ベンチャーキャピタル）と、出資した範囲での有限責任を負うリミテッドパートナー（投資家）から構成される。

軌道に乗り始めた段階にあっては直接の株式引き受けを通じて、③さらに株式公開後にあっては株式市場における株式取得を通じて、巨額の資金をベンチャー企業に投入している。

機関投資家は本来、長期的な資産運用の観点から、巨額のファンドを活用して様々な投資対象を選定し、リスクを分散しつつより高いリターンを求め得るという優位性を有している。言い換えれば機関投資家の場合、ポートフォリオ多様化やリスク分散の一環として、ハイリスク・ハイリターン型の株式投資を組み込み得る余地が大きいと言える。機関投資家が若くて新しい企業に対し巨額の資金を投入し得るのも、そうした固有の優位性を背景とするものであり、近年の機関化現象の中で、家計や事業法人の資金を成長性の高い企業に効率的に供給する重要なパイプとして、市場経済の発展に大きく貢献してきたとみなすことができる。

米国では、1974年に成立した従業員退職所得保障法（The Employee Retirement Income Security Act）において受託者責任と分散投資の原則が明確にされ、その後、年金基金による店頭株式や未公開株式への投資が急速に活発化したと言われている。同法は受託者としての年金基金に対し慎重かつ合理的運用態度を厳しく要求するものであるが、併せて、分散投資によるリスク軽減効果を重視する立場をとっており、同法導入以降、「運用資産の健全性維持は、個々の資産ごとに図るものではなく、ポートフォリオ全体に着目して行うべきもの」との理解が浸透している。米国の機関投資家は、そうした理解の下で店頭株式や未公開株式をポートフォリオの一部に組み込むことにより、リスクを分散しつつより高いリターンの確保を目指しているものと言える（参考1参照）。

## 参考1

### 機関投資家の株式市場シェアについて

日米機関投資家の両国株式市場における市場シェアを比較すると、以下の特徴が指摘される（株式発行残高に占める機関投資家の保有シェアに関しては比較対照可能な統計が存在しないため、以下では株式市場における同売買シェアを中心に記述）。

- (1) 証券取引所取引における機関投資家の市場シェアをみると、ニューヨーク証券取引所での機関投資家のシェアは5割を上回る水準に達しているのに対して、東京証券取引所における本邦機関投資家のシェアは2割台にとどまっている。
- (2) 店頭市場取引についても、Nasdaq店頭市場取引における米国機関投資家の市場シェアは上記証券取引所取引におけるシェアとさほど遜色のない水準を示しているのに対して、わが国店頭市場取引における本邦機関投資家のシェアは証券取引所におけるシェアをさらに下回る水準にある。
- (3) 未公開株式市場（ベンチャー企業株式の場合）についてみると、米国においては、前述のとおり未公開株式引き受けの大宗を機関投資家に依存しているのに対して、わが国の場合には、生保を除けば機関投資家による未公開株式投資はほとんど行われていない。

以上のような日米機関投資家の株式市場シェアの相違は、①米国においては機関化現象自体が1960年代以降いち早く進展してきたことに加えて、②わが国の場合、機関投資家の株式投資に関し一定の投資制限が設けられている例が少なくないこと（例えば店頭株式や未公開株式への投資制限）、などが影響しているものとみられる。

### 日米機関投資家の両国株式市場における市場売買シェア(1994年中)

(単位 %)

米	国	日	本
ニューヨーク証券取引所	55.5	東京証券取引所(第1部)	23.7
Nasdaq店頭市場	42.8	店頭市場	14.7

(資料) "NYSE Fact Book", "Nasdaq Fact Book & Company Directory", 東京証券取引所「証券統計年報」、日本証券業協会「証券業報」

(注) 米国については、Nasdaq Fact Bookに従い10,000株以上のブロック取引を機関投資家による売買と定義。日本については、金融機関(生損保、銀行<信託勘定を含む>等)、投資信託を機関投資家による売買と定義。

### 3. 株式公開とNasdaq店頭市場 登録

(株式公開による投資成果の実現)

株式公開（イニシャル・パブリックオファリング）とは、一般投資家に対し初めて公募増資もしくは株式売り出しを行うことである。ちなみに「株式公開」はあくまで発行市場にかかわる概念であり、流通市場における「上場」や「店頭登録」とは異なる概念である。

米国ベンチャー企業は、通常、極力早期の株式公開を目指しており、業績を順調に拡大した場合には創業後平均5年でこれを達成している（図表7）。

(図表7) 企業設立から株式公開に至るまでの平均年数

	米 国 (Nasdaq 店頭市場)	(参考) 日 本 (店頭市場)
全企業平均	5年	29年
1965年以降に設立された企業平均	n.a.	17年

(資料) 通産省調べ

前述のように株式未公開段階にあっては、ベンチャーファンドや機関投資家等に相対で株式を発行しているが、この場合投資家層が限られることとなるため、資金の取り入れ可能量にはおのずから限界がある。一方、ベンチャー企業の資金需要は、在来型の企業と異なり初期の段階から急速に拡大する傾向がある。最近の技術進歩の速さの下で新たな技術も短期間に陳腐化し、競争相手に対する優位性も早期に低下するおそれがある。したがって、最先端のアイデアや技術を用いて製品の開発に成功したベンチャー

企業は、直ちに販路を拡充し、業容を拡大することによって、市場を確保する努力を払うことが必要となる。しかも、多くの場合、企業の視野にあるのは、海外市場も含めたグローバルな市場である。

こうした事情を背景に、企業は急激な事業基盤の拡大とともに急速な所要資金の増大に直面することとなり、広汎な投資家層から巨額の資金を調達することが不可欠となる。そのための最も有効な手段が、米国においては株式公開であり、企業にとってはこれが創業時からの重要な戦略上の目標となっていると言える。

それと同時に、前述のように株式公開は、創業者自身、あるいは、創業初期の段階から投資を行ってきたベンチャーファンドや機関投資家にとっても重要である。ベンチャー企業の場合、急速な資金需要に対応するため、収益はすべて業容拡大のための資金として再投資に充て、株主に対する配当は行わないのが通例である（注4）。仮にそうであっても企業が成長し将来性が高まる限り、予想収益が拡大し、株式の潜在的な価値は上昇する。この結果、株主はこれに応じた投資成果を本来享受し得る立場にあるが、株式未公開段階にあっては、そうした投資成果を実現益に変える機会は少ない。すなわち、未公開段階で投資成果を実現しようとする場合、新たな投資家を探し出して株式を売却する必要があり、株式の流動性が低い分だけ売却価格も割安なものとなる可能性がある。このため初期の段階における投資家は、未公開段階では原則として株式を保有し続け、株式公開が実現した時点で初めて市場で保有株式を売却し、キャピタルゲインとして投資成果を回収するのが通常である。

(注4) 例えば米国最大手のコンピュータソフト製造会社の場合、1981年に創業後、86年には株式公開を達成し、その後も高収益を続けているが、これまでのところ配当を実施したことはなく、利益は専ら新規投資に振り向けてきている。



ベンチャーキャピタルが投資先の決定に当たって株式公開の実現可能性を重視するのは、このように株式公開が実現益を手に入れる主たる手段と言えるからである（図表8）。また創業者にとっても、株式公開は、企業家としての成功を創業者利潤の形で具体化する数少ない機会のひとつと言える。

このような事情を背景に、株式公開の実現可能性は、初期の段階におけるベンチャー企業の資金調達の成否の鍵を握るものとなる。そうした観点に立てば、ミクロ的には個々の企業の成長性や経営者の公開意欲が重要な要素であり、また、マクロ的には株式市場が若くて新しい企

業に対して株式公開への門戸を広く開放しているか否かが不可欠の要素と言える。

（Nasdaq店頭市場登録を目指すベンチャー企業）

以上のように株式公開（公募増資、株式売り出し）は、若くて新しい企業の資金調達にとって極めて重要な意味を持つが、米国ベンチャー企業の場合、株式公開と同時にNasdaq店頭市場登録を目指すのが通例となっている。

まず米国の株式市場の構造をみると、流通市場としては、ニューヨーク証券取引所、アメリカン証券取引所などの全国7取引所やNasdaq店頭市場などが存在する。ただし、これらの取引所や店頭市場へ上場・登録を行うことが、株式公開のための制度上の要件とされているわけではない。株式公開は、あくまでディスクロージャーを行いSEC（証券取引委員会）や州当局に登録することで実現可能であり、実際にも取引所やNasdaq店頭市場に上場・登録することなく株式の公開のみを行っている企業は多数にのぼっている（図表9）。これらの銘柄は「ピンクシート銘柄」や「ローカル銘柄」などの通称で呼ばれており、流通市場での取引量は少ないものの、

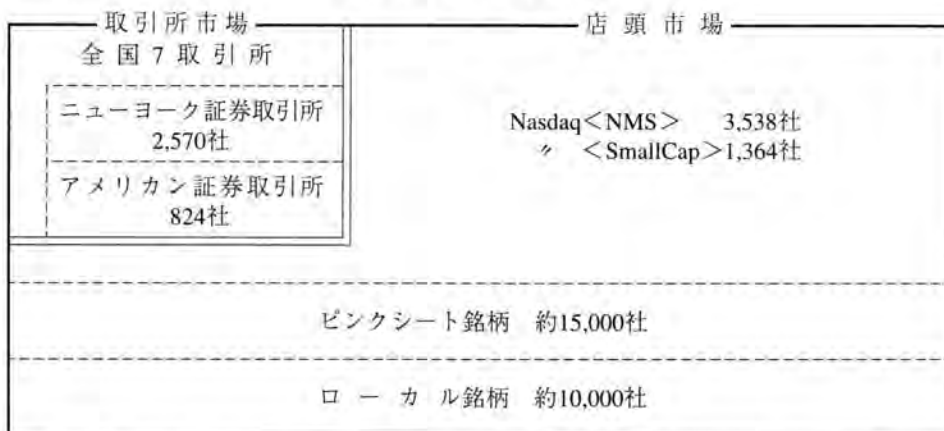
（図表8） 米国ベンチャー企業の株式公開および被企業買収数

（単位 社）

	株 式 公 開	被 企 業 買 収 ( M & A )	計
1991年	122	65	187
92年	157	69	226
93年	165	57	222

（資料） Venture Capital Year Book, "1993 Annual Report"

（図表9） 米国株式流通市場の構成



（資料） "Nasdaq Fact Book & Company Directory", 日本証券業協会「証券業報」

（注）「ピンクシート銘柄」とは、SECに届け出て広く州をまたいで公募増資を行った株式のうち、業界紙に気配値が掲載されるもの。「ローカル銘柄」とは、州当局に届け出て州内で公募増資を行ったもの。

在来型中小企業の資金調達のためのひとつとして、株式市場の一角を形成している（参考2参照）。

## 参考2

### 日米の株式発行・流通市場の構造について

米国の株式市場の場合、前述のとおり株式公開は、ディスクロージャーを行いSECや州当局に登録することのみで可能である。歴史的にみると、公開済みかつ取引所非上場の株式のうち、投資家の売買ニーズの強い銘柄が自然発生的に証券会社の店頭で取引されるようになり、このうち特に流通量の多いものを組織化して取引を行ってきたのがNasdaq店頭市場と言える。またNasdaq店頭市場に属さない非上場銘柄が「ピンクシート銘柄」や「ローカル銘柄」と通称されるものである。米国の場合、全国7取引所やこれらNasdaq店頭市場、ピンクシート市場などが、全体として重層的な株式流通市場を構成している。

一方、わが国の株式流通市場においては、証券会社が非取引所上場・非店頭登録銘柄を顧客に対し投資勧誘することは禁じられている。また株式発行市場における株式の公募増資や売り出しも、取引所上場・店頭登録済みの企業もしくはその予定企業に概ね限定されている。このためわが国においては、米国のピンクシート銘柄やローカル銘柄に相当する「取引所上場や店頭登録を行うことなく、公募増資・売り出しのみ行う」株式はほとんど存在しない。この結果、「株式公開」という用語も、初めて公募増資や株式売り出しを行うことだけでなく、併せて新規取引所上場もしくは新規店頭登録を実施することを指す場合が多い。

これに対してベンチャー企業の場合は、通常、株式公開と同時にNasdaq登録を行っている。Nasdaq店頭市場では証券会社によるマーケットメイク（後述）が行われ、ピンクシート市場や

ローカル市場に比べて流通量が多い。このためNasdaq店頭市場は一般投資家にとって相対的に投資が行いやすく、その結果、企業にとっても円滑な追加増資を行いやすい市場と言える。前述のようにベンチャー企業は、株式公開後も強い資金調達ニーズを背景に、継続的かつ大規模な追加増資を必要としており、これがNasdaq店頭市場への登録を目指す背景となっている。

またNasdaq店頭市場ではこれまで数多くのベンチャー企業銘柄が成功を遂げてきており、その結果、同市場は、「ベンチャー企業のための株式流通市場」との評価を確立するに至っている。このため若くて新しい企業は「成長性のある企業」としての全国的な知名度を得るため、同市場への登録を目指すといった事情も指摘できる。米国ベンチャー企業は、株式公開後、業容が一段と拡大し取引所上場基準を満たす場合にあって、なおNasdaq店頭市場にとどまる例が多いが、これも企業が「ベンチャー企業ブランド」の維持を重視している表れと言える。

（幅広く門戸を開放するNasdaq店頭市場）

前述のとおり米国の株式流通市場は複数の取引所と店頭市場による重層的な構造をなしており、相互に競い合う形で拡大が図られている（注5）。各取引所やNasdaq店頭市場にはそれぞれの上場・登録基準が設けられ、これが各市場を個々に特徴付ける役割を果たしている。

（注5）米国では、1960年代以降の機関化現象の進展とともに、機関投資家の取引コスト削減意欲や大口取引執行ニーズが強まり、これを背景として上場株式の取引の一部が取引所市場外の取引として取引所非会員証券会社の店頭で取引されるようになった。

こうした取引シフトを背景に、取引所会員証券会社の委託手数料は68年以降段階的に自由化が進められることとなり、75年にはこれが完了した。またこの間証券取引所でも、機関投資家などの大口取引ニーズに柔軟に対応できるよう、新たな立ち会い区分の設定などを行ってきた。

Nasdaq店頭市場はさらに、中堅企業を主たる対象とするNMS（ナショナルマーケット・システム）と、中小企業を主たる対象とするSmallCap（スモールキャップ）の2つのサブマーケットに分かれている。NMSには、①ニューヨーク証券取引所等の取引所上場基準に近い「NMS第

1基準」と、②資産規模に関し厳しめの数値基準を設ける一方、利益に関する数値基準を設定していない「NMS第2基準」とがあり、そのいずれかを満たすことがNMS登録の条件とされている（図表10）。また、取引所や店頭市場間の激しい競争を背景に、これらの適格基準は実際に

(図表10) 米国の上場・店頭登録基準概要

米 国	ニューヨーク証券取引所	アメリカン証券取引所	Nasdaq店頭市場			(参考) 日 本	東京証券取引所		店頭市場 特 則 <sup>(注)</sup>	
			NMS 第 1 基 準	NMS 第 2 基 準	Small Cap					
純資産(万ドル)	1,800	400	400	1,200	200	純資産(億円)	10 (直前期)	2 (直前期)	2 (登録日)	
						同1株当たり 純資産(円)	100 (直前期)	—	—	
総資産(万ドル)	—	—	—	—	400	総資産	—	—	—	
税引前利益 (万ドル)	650	75	75	—	—	税引前 3期前 利益 2期前 (億円) 直前期	2 4 3 4 4 4	—	—	
						同1株 3期前 当たり 2期前 (円) 直前期 々	平均 15 (いずれかが 々 15 平均15 々 15 平均 15 期末 20 期末 20	— — 平均 10	— — —	
税引後利益(万ドル)	—	—	40	—	—	税引後利益	—	—	—	
浮動株式数(万株)	110	50	50	100	10	発行済 直前期 株式数 上場時 (万株)	400	100 200	—	
同時価総額(万ドル)	—	300	300	1,500	100	同時価総額	—	—	—	
マーケットメイカー数	—	—	2社	2社	2社	マーケットメイカー数	—	2社	2社	
設立後経過年数	3年	—	—	3年	—	設立後経過年数	5年	—	—	
1株当たり買気配	—	3ドル	5ドル	3ドル	3ドル	1株当たり買気配	—	—	—	
株主数(名) 100万株未満 100万株以上	2,000 2,000	800 400	800 400	400 400	300 300	株主数(名) 1,000万株未満 2,000万株未満 2,000万株以上	800 1,200 2,000*	200 200 400	50 50 50	
							*1,000万株増加ご とに100名追加 (上限3,000名)			
配 当	—	—	—	—	—	配 当	有 配	—	—	

(資料) "NYSE Fact Book", "Nasdaq Fact Book & Company Directory", 「東証要覧」, 「日本証券協会定款規則集」等

(注) 1995年7月導入。「特別」の適用対象企業は、①利益の額、純資産の額が本則銘柄の登録基準に適合していないこと、②主たる事業の内容に新規性があり、将来性があると申請会員が認めたものであること、③売上高に対する研究開発に要する費用が3%以上であること、が前提。

は弾力的な運用がなされており、仮に数値基準のすべてを満たさない場合であっても、企業の成長性などを勘案してNasdaq登録が認められる事例も少なからずある模様である。

米国ベンチャー企業の場合には、このうち「NMS第2基準」の適用を受けてNasdaq登録される事例が多い。これらの企業は、成長力はあるものの初期投資の負担が重く、収益黒字化にはなお時間がかかる場合が少なくない。このためベンチャー企業は、利益基準のない「NMS第2基準」を活用してNasdaq登録を果たし、同市場での資金調達を拡充を図っていると言える。この結果、ベンチャー企業は創業後平均5年という短期間でNasdaq登録および株式公開を実現し得ており、このことがベンチャーキャピタルや機関投資家に投資成果を早期に回収する機会を与え、ひいては創業初期の段階でこれら投資家からの資金調達をも容易にするという、好循環を生み出していると言える。

これらの事情を背景に、Nasdaq登録を希望し、早期に登録を実現するベンチャー企業数は着実に増加しており、1社当たりの当初公募増資金額も大幅に拡大している(図表11)(注6)。

#### (重視される「リスクファクター」の開示)

ベンチャー企業をはじめとして、米国市場で株式を公開しようとする企業は、SEC登録のためのディスクロージャーの実施を行うことが必要である。ディスクロージャー資料の審査や資料作成の事前準備作業に当たっては、当該企業のほか、SEC、引き受け証券会社、弁護士、

会計士など数多くの関係者が関与している。これら関係者の役割分担とその責任範囲は明確であり、米国市場における投資家保護は、企業の情報開示に対する厳格な姿勢とこれら関係者の役割の的確な遂行により図られる仕組みとなっている。

それぞれの関係者の役割を示せば次のとおりである。

#### (1) SECによる審査

SECは、ディスクロージャー資料があらかじめ定められた登録要件に適合しているか否かについて審査を行う。

#### (2) 引き受け証券会社による審査

引き受け証券会社は、ディスクロージャー資料が企業内容を適切に開示しているか否かについて審査を行う。

(図表11) Nasdaq店頭市場における  
株式公開会社数等

	株式公開社数	株式公開時における公募増資・ 売り出し金額
	社	億ドル
1981～83年平均	360	51.2
84～86 年	389	54.7
87～89 年	236	34.7
90～92 年	296	71.5
93～94 年	483	143.1

(資料) "Nasdaq Fact Book & Company Directory"

(注6) この結果、米国の株式流通市場は概ね、①既存の大企業銘柄を中心とする証券取引所、②ベンチャー企業を中心とするNasdaq店頭市場、③在来型中堅・中小企業を中心とするピンクシート市場やローカル市場、といった色分けが進んでいる。市場の取引高をみても、ニューヨーク証券取引所では既存の大企業銘柄が上位を占めるのに対し、Nasdaq店頭市場では、コンピュータソフトやバイオテクノロジーなどのベンチャー企業銘柄が上位を占めている。

### (3) 弁護士による指導

弁護士は、訴訟等の法務面に関するディスクロージャー内容の吟味、指導を行う。

### (4) 会計士による指導

会計士は、財務諸表等の会計面に関するディスクロージャー内容の吟味、指導を行う。

このうち引き受け証券会社がディスクロージャー審査上行う調査は、「デューデリジェンス・インベスティゲーション（当然に払うべき注意義務に基づく調査）」と呼ばれており、その調査すべき範囲は、これまでの判例等の積み重ねにより概ね確立している。引き受け証券会社は、十分な注意をもってそうした調査を行う限り、将来企業倒産等により株価が大幅に変動する場合にも法的責任を問われる可能性は小さく、その際に生じる損害はあくまで投資家が自ら負担すべきものと一般に認識されている。

証券会社が行うディスクロージャー審査は、あくまでも企業の実態やその置かれた状況が適正に情報開示されているかという点について行われる。そうした審査の中で特に重視されるポイントは、企業の抱えるリスクの所在が、ディスクロージャー資料における「リスクファクター（リスク項目）」にすべて明示されているか否かという点である。企業経営者は、ディスクロージャー資料を通じてリスク情報を投資家に対する確に開示することが要請されるが、引き受け証券会社は客観的な視点に立ってそうした企業の情報開示が漏れなく行われているかを審査し、これを通じてディスクロージャー資料の適正さ

を担保する機能を果たしていると言える。近年、米国ではリスク情報開示重視の傾向が特に強まっており、またベンチャー企業の場合にはもともと事業リスクが高いこともあって、実際に「リスクファクター」の記述にはかなりの紙数が割かれるようになってきている（注7）。

### (引き受け証券会社の主導による公開価格の決定)

株式の公開に当たっては、引き受け主幹事証券会社が公開価格や販売先など重要事項の決定に深く関与している。

公開価格は、引き受け主幹事証券会社と当該企業との間で協議して決定されるが、その過程では企業の予想キャッシュフロー等から試算される株価の「フェアバリュー（適正な価値）」が特に重視されている。具体的には、証券会社に属する証券アナリストが引き受け部門や公開企業から独立して当該株価の「フェアバリュー」を試算し、引き受け主幹事証券会社はそうしたアナリストの意見を参考としつつ、機関投資家等からの予約注文の積み上がり状況（ブックビルディング）をみながら、公開価格を決定している。

この間、企業も、引き受け証券会社の選定に当たり、「証券アナリストの質」を重視する傾向が強い。企業が将来にわたり株式市場で追加増資を続けていくためには、投資家が継続的に適切な情報の提供を受けていることが前提となる。その際、投資家は、ディスクロージャー資料をもとに企業の収益性やリスクを十分分析するこ

（注7）ディスクロージャー資料（目論見書）の中の「リスクファクター」を、その実例として米国通信技術関連ベンチャー企業のケースについてみると、例えば、「平均販価が低下傾向にある点」「市場において急速な技術変化が生じている点」「市場で激しい競争に晒されている点」「主要部品の供給を特定業者に依存している点」など、20項目以上にわたるリスクファクターが具体的に詳述されている。

とが必要となるが、すべての投資家に深い専門的な知識を求めることは必ずしも容易でない。証券アナリストは、そうした投資家の分析能力を補うために、企業の分析を行い投資家に対して情報を提供するものであり、アナリストの専門知識や分析能力は、ベンチャーキャピタリストの場合と同様、資金の調達者と運用者とを結び付ける重要な役割を果たしていると言える。また株式を発行する企業にとっても、市場における円滑な追加増資継続のためには、投資家に対し恒常的に適切な情報を提供する証券アナリストの存在が不可欠となる。

このように株式公開のプロセスにあつては引き受け主幹事証券会社の関与・決定する範囲が広いが、米国市場では、こうした証券会社の幅広い活動が発行市場と流通市場を円滑につなぐ不可欠の要素と認識されている。引き受け主幹事は通常、株式公開後のマーケットメイカーとしても活動することとなるが、その安定的な業務遂行に当たっては、公開時において「株式が適切に発行されていること」が前提とされている。具体的には、①公開価格がフェアバリュー近傍に設定されること、②当初の販売先は主として中長期的な観点に立って投資する投資家主体となること、などが重視されており、米国ではこうした証券会社の引き受け機能とマーケットメイク機能の両者を積極的に活用することで、証券市場の流動性を維持する枠組みが形作られていると言える。

(中堅・中小証券会社による活発な株式公開関連業務)

Nasdaq店頭市場では、株式の流動性を高めるため、マーケットメイクの機能が重視されており、企業の新規登録に当たっては、少なくとも2社をマーケットメイカーとして設定することが義務付けられる(注8)。一定の自己資本基準を満たす証券会社は、NASD(全米証券業協会)に登録することでマーケットメイカーとなることが可能であり、94年末現在、その数は約5百社に達している。

ベンチャー企業の株式公開・マーケットメイク業務で目立つのは、中堅・中小証券会社の幅広い活動である。大手証券会社の場合、大企業を中心とする大型公募増資や普通社債発行の主幹事獲得を指向する一方、中堅・中小企業の株式公開業務に対しては、主として採算面の理由から取り組み姿勢は総じて消極的である。他方、中堅・中小証券会社は、相対的に小回りの効くメリットを活かしつつ、ベンチャー企業をはじめとする、裾野の広い中堅・中小企業の株式公開・マーケットメイク業務を得意分野としている。これら中堅・中小証券会社の中には、例えば先端技術産業に特化するなど独自色を有する先が多く、高い調査分析能力と人的ネットワークを用いて当該分野の企業を発掘し、その株式公開のサポートに努めている。また、一部にはNasdaq店頭市場におけるマーケットメイクのみを専業とする業者も存在するなど、米国市場で

(注8) マーケットメイカーとは、株式の売買価格(オファー・ビッド)を継続的に提示し、あらかじめ定められた売買単位までの取引であれば顧客の注文に応じる義務を有する証券会社を指す。マーケットメイカーは、顧客からの注文に応じることで証券在庫の変動に伴う価格リスクを新たに負うこととなるが、顧客との取引に際してはそうしたリスクに配慮したうえで売買価格を設定し、提示することとなる。このような証券会社のマーケットメイク機能が、顧客に恒常的に株式売買取引を行い得る機会を保証し、市場の流動性を高める役割を果たしていると言える。

は、大手証券会社から中小証券会社に至るまで、それぞれ固有の分野で活発に競い合いながら、株式市場の機能充実に寄与していると言える。

#### 4. 結びに代えて

これまで述べてきたように、米国ベンチャー企業の資金調達は専ら資本市場を通じて実現されているが、市場がその機能を十分に発揮するうえで見逃してならないのは、市場を貫く基本理念として投資家の自己責任原則が貫徹している点である。

米国では、1933年証券法および1934年証券取引法において、「投資家保護」が謳われるとともに、その達成のための手立てとして、①投資に関するすべての重要情報を投資家の前に明らかにすること、②不公正な取引を排除すること、の2点が掲げられている。すなわち投資家保護とは、「投資家に対して合理的な投資判断のための材料と公正な投資機会を提供すること」により達成されるべきものとされ、逆に、十分なディスクロージャーの下での公正な取引である限り、投資家自らの判断の誤りから被る損失は、投資家本人がその責任において受け容れることを原則としている。すなわち投資家保護の体系は、投資家の自己責任原則との整合性を維持しながら、市場メカニズムが阻害されることのないよ

う、注意深く配慮されていると言える。これまでみてきた米国ベンチャー企業による活発な株式公開も、こうした投資家の自己責任原則の貫徹の下で実現されているものである<sup>(注9)</sup>。

このように、米国市場では、①投資家の自己責任原則の貫徹とその前提となるディスクロージャーの徹底の下で、②株式投資を通じて投資家が事業リスクを分担しあうことにより、③企業にリスクキャピタルが供給され、④資金調達面から企業の成長が支えられる、という資本市場のメカニズムが機能している。またベンチャーキャピタリストや証券アナリストなどの専門家が、その深い専門知識や高い審査能力を背景に、資本市場における資金運用・調達を円滑に結び付ける役割を果たしている。米国ベンチャー企業の資金調達は、そうした資本市場の機能を有効に活用することで、はじめて実現しているものと言える。

わが国においても、ベンチャー企業を対象とする店頭市場登録基準の特則導入など、このところ新たな前進がみられる。今後とも資本市場機能の一層の活用に努め、この面からわが国経済の発展を支える力を強化していくことが期待される。

(営業局)

(注9)『日本銀行月報』1995年7月号「資本市場の役割と課題」(資本市場研究会における日本銀行総裁講演)参照。