

# 海外事務所作成「ディスカッション・ペーパー」の紹介

日本銀行ロンドン事務所では、その調査活動の成果を公表し、内外の有識者に議論して頂くとともに、幅広くコメントを頂戴することを目的としてディスカッション・ペーパー<sup>(注1)</sup>を作成している。以下はその第4号として公表されたディスカッション・ペーパーの概要を紹介したものである。

## 英国におけるベンチャー・キャピタル市場の現状について<sup>(注2)</sup>

近年の米国経済の好調を論じる際に、ベンチャー企業への活発な投資とハイテク部門の高成長に注目する考え方がしばしば聞かれており、この点を踏まえ、各国においてベンチャー振興に向けた活発な議論や取り組みが行われている。この点に関して、英国のベンチャー・キャピタル市場は、投資金額で見ると米国に次いで世界第2位の規模を誇っているものの、内容的には、期待されるような創業期のハイテク企業への投資が伸び悩んでおり、モデル・ケースとしての米国市場との差異が大きい事が知られている。しかしながら、その一方で、事業リストラクチャリングを容易とするようなMBO (Management Buy-Out<現マネジメントによる企業買収>)を中心としたBuy-out市場の発展が見られており、その点を評価する声も多い。本稿では、英

国におけるベンチャー・キャピタル市場の現状について、米国市場との比較を適宜交えながら紹介する事とする。

### 1. 市場規模の順調な拡大と投資内容の特徴

英国のベンチャー・キャピタル市場は、90年代半ば以降、①実体経済の息の長い拡大や低金利といった良好なマクロ環境、②海外資金の流入急増、などから急速な拡大を示している。その投資金額は98年の実績で見ると、米国の4割程度の規模に過ぎないものの、欧州内では全体の約半分のシェアを占めている。もっとも、業種別に投資内容を見ると、いわゆるハイテク企業への投資割合は2割程度に止まっているほか、企業の発展段階別では初期段階 (early stage) 企業への投資が1割弱に過ぎないなど (後掲図表参照)、米国のようなハイテク・ベンチャーに対する強い企業支援が実現しているとは言い難い状況にある。

(注1) ディスカッション・ペーパーの内容や意見は執筆者個人に属し、日本銀行あるいはロンドン事務所の公式見解を示すものではない。

(注2) 本稿はロンドン事務所の廣島鉄也 (e-mail: hirosima@boj.co.uk) が作成したものである。なお本稿の全文は、日本銀行のインターネット・ホームページ (<http://www.boj.or.jp/>) に掲載されている。

## 2. ハイテク・ベンチャー投資不振の背景

このような市場構造が成立した背景については、米国との比較で様々な指摘がなされているが、特に、(1)米国で最大の資金供給主体となっている国内年金基金が英国ではリスク回避的な姿勢を有している事、(2)「リスクの高い創業期企業への投資を、最終的に保有株式の公開を通じて回収する」という、米国では活発に行われている投資行動が十分には定着していない事、(3)市場への流入資金がBuy-out取引に集中している事、が挙げられるケースが多い。

### (1) 国内年金基金のリスク回避スタンス

ベンチャー・キャピタルへの資金供与先を見ると、海外の年金基金が全体の34%と最も高いシェアを占め、国内の年金基金は10%を占めるに過ぎない。こうした国内年金基金の消極姿勢は、①甘目のリスク見積もりに基づくハイ・リスク投資が多かった80年代のベンチャー・ブーム時の失敗経験、②創業期ハイテク企業のアナリスト不足などによる投資情報不足、などが主な原因と考えられている。また、英国の年金基金は、数量的な投資配分規制を受けていないものの、満期到来を迎えて払出負担が重くなっている基金の増加や、97年に導入されたソルベンシー・テスト (Minimum Funding Requirement) との関連で、安全資産を選好する姿勢が強まっているとの指摘も聞かれている。

### (2) ベンチャー・キャピタル投資からの退出 (exit) における株式公開の少なさ

英国におけるベンチャー・キャピタル投資からの退出 (exit) は、一般企業などへの売却 (trade sale) によるものが過半を占め、米国で中心となっている保有株式の公開 (floatation) を通

じたルートは1割にも満たない。この背景には、まず、大手機関投資家などの小型株敬遠傾向により、中小企業にとって株式公開の魅力が薄れている事がある。すなわち、英国の株式市場においては、近年の年金基金や資産運用会社の集約化・大型化によって、発行額や浮動株比率、対象セクターなどに関して一定以上の基準を満たした大型株に投資が集中しており、中期的に見ると小型株のパフォーマンスの見劣りが目立っている。また、英国のベンチャー・キャピタルの伝統的なミドル・リスク、ミドル・リターン指向に合致したBuy-out取引が、結果的に創業期企業への投資よりもむしろ高い収益をもたらしており、ベンチャー・キャピタルが、「ハイ・リスクの創業期企業への投資を株式公開によって回収」という行動に乗り出すインセンティブを持ち難い状況となっている点も指摘されている。

### (3) Buy-out市場の発展

英国では企業部門における継続的なリストラ圧力や、企業売買に係る法整備などを受け、MBO (Management Buy-Out<「企業幹部が外部からの資金提供を受けて、所属する部門ないし子会社を親会社から買収して独立し、オーナー経営者となる」取引>) を中心とする中小企業を対象としたBuy-out取引が活発に行われている。こうしたBuy-out取引のベンチャー・キャピタル市場全体に占めるシェアは、84年に2割程度だったものが98年では7割と著しく上昇。結果として、同じ期間にシェアを大幅に低下させた初期段階の投資と際立った対照を見せている (図表参照)。このため、一般的には、「英国では創業期のハイテク・ベンチャーにではなくMBOに投資が流れる」、といった形で両者を関連付ける向きが多い。

### 3. 米国型市場発展に向けた課題

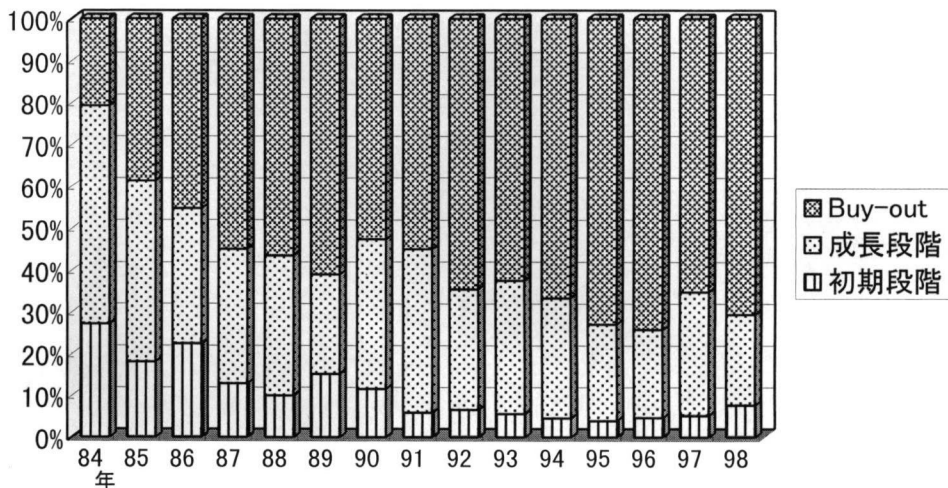
英国は、我が国や大陸欧州との比較で見た場合、①流動性の高い労働市場、②年金基金や資産運用業務の発展、③税務、会計、法律といった金融周辺サービスの充実、といった諸条件を米国と一にしており、言うなれば米国型のベンチャー市場の発展に最も近い客観条件を備えている。しかしながら、上述のような国内年金基金の消極姿勢は、比較的投資制約が緩い民間投資資金の存在が、自ずから活発なベンチャー投資を保証する訳ではなく、ベンチャー投資のリターンに係る情報開示を初めとする様々な環境整備が重要である事を示唆していると言えよう。また、米国型市場の発展を実現する上で不可欠な成長性の高い小型株市場に関しては、Nasdaq-Europe構想やロンドン証券取引所のtechMARKといった最近の一連の取り組みが、プライバー

ト・エクイティ主体の英国の小型株投資の流れを変え得るかどうかは今後注目されよう。

### 4. MBO市場発展の評価

なお、MBO市場の発展に関しては、ハイテク・ベンチャー投資の阻害要因となっている可能性は否定しきれないものの、より広い観点から捉えた場合、同市場が、大企業のリストラ・ニーズ、及び中小企業の後継者問題解決ニーズに応える形で発展し、相応の成果を挙げている点は積極的に評価し得ると言える。特に、事業リストラとの関連では、MBOを介して企業グループ間の事業移転が活発に行われている現状を踏まえると、MBOが企業グループの肌目細かな事業ポートフォリオ変更を可能にし、企業経営の柔軟性向上に寄与しているとの見方も可能であろう。

(図表) 段階別に見たベンチャー投資の内訳



(資料) British Venture Capital Association, "Report on Investment Activity 1998"