

船岡健太著

## 『新規公開時のベンチャーキャピタルの役割』

(中央経済社, 2007年7月)

西澤昭夫

アメリカにおけるベンチャーキャピタル(以下VCという)論の泰斗 W. D. Bygrave & J. A. Timmons の著書 *Venture Capital at the Crossroad*, HBS Press, 1992 (日本合同ファイナンス株式会社訳『ベンチャーキャピタルの実態と戦略』東洋経済新報社, 1995年)では、1980年代のアメリカ VC 業界の構造変化を踏まえ、ハイテクベンチャー企業投資に優れた実績を持つ上位20社の VC とハイテクベンチャー企業の新規上場(以下 IPO<sup>1)</sup>という)に特化したアンダーライター(引受証券会社)との組み合わせが、ベンチャー企業の IPO を成功に導き、IPO 後の投資パフォーマンスを高めるという事実が示されていた。また、VC の新規参入が急増し、VC 自体に大きな格差が生じた1990年代の変化を前提にして、VC 活動をファンド設立による投資資金の調達(Fundraising)から、投資(Investing)、IPO を通じた回収(Exit-ing)に至る一連のサイクルとして捉え、VC が果たすべき機能を解明するためには、VC サイクルの各局面における VC 活動を分析する必要性を提起し、VC 研究の基本文献となったのが P. A. Gompers & J. Lerner, *The Venture Capital Cycle*, MIT Press, 1999 (吉田和男監訳、富田賢訳者代表『ベンチャーキャピタ

ル・サイクル』シュブリンガー・フェアラーク東京, 2002年)であった。だが、両著書とも、長い経験に裏打ちされた優れた投資実績こそ VC 機能を支える基盤であり、この優れた投資実績が、VC に名声(Reputation)を与えるとともに、投資先ベンチャー企業の IPO に際して、シグナリング効果をもたらす関係に注目していた。

残念ながら、わが国の VC 研究において、このような実証分析に基づき、VC 機能の包括的な検討が行われることはなかった。このため、1970年代初頭の第一次 VC 創業期を起点にすれば、既に40年近い歴史と実績を持っているにもかかわらず、わが国の VC がどのような投資と支援を行い、その活動が IPO においていかなる役割を果たすかについて、実証的に検証された事例は乏しかったのである。その一つの大きな理由として、わが国の VC が、こうした検証に不可欠な投資データを開示しえないという、業界構造に根差した企業体質を持っていた点を無視することはできない。本書は、こうしたわが国 VC 業界の現実に対し、2000年以降、わが国のベンチャー企業の IPO において急速に普及し始めたロックアップ契約とオーバーアロットメント・オプションに注目することによっ

て、わが国 VC の企業体質に緊縛されることなく、客観的なデータに基づき、IPO における VC の役割を検証しようと試みた労作である。

## 本書の課題と視角

一般に IPO に際して、IPO アノマリーと呼ばれる、特異現象が生じることが知られている。具体的に言えば、IPO 価格が過小に値付けされるアンダープライシング、IPO が一定の周期で集中するホットイシュー、IPO 後の一定期間にわたって当該株式の投資収益率が低落するアンダーパフォーマンスなどである。

本書は、このアノマリーのうち、アンダープライシングに対して、わが国でも新たに採用され始めたロックアップ契約とオーバーアロットメント・オプションがもたらす効果を統計的に検証し、IPO において、VC とアンダーライターが果たした機能を解明することを主たる課題とする。特に、VC が、ロックアップ契約を締結することにより、アンダープライシング低減効果を持つことが証明できれば、VC 投資企業は、非 VC 投資企業に比べ、低減分だけ IPO 時の資金調達額を増加でき、成長加速要因になるからである。結果として、VC は IPO において大きな役割を果たしたことになる。また、VC がこうした役割を果たす根拠ともなる、VC に特異な投資手法を明らかにすることにより、VC が、ハイリスク・ハイリターン次世代企業群の育成支援にとって、極めて有効な機関であることを証明しえるという視角にたっている。

著者がこのような課題と視角を設定した背景として、1990年代後半に生じた第3次ベンチャーブームのもと、VC 設立ラッシュ、マ

ザーズやナスダック・ジャパン（現ヘラクレス）といった新興市場の開設、投資事業有限責任組合法の整備、エンジェル税制の導入などが、独立系 VC の増加をもたらした。IT ベンチャー企業の IPO を急増させただけでなく、わが国の VC を日本型 VC から米国型 VC へと転換させ始めたのではないかという現状認識があった。というのも、ロックアップ契約やオーバーアロットメント・オプションも英米においては一般化された制度ではあったが、わが国で実際に採用され始めたのは2000年以降であり、上述のようなわが国 VC の構造変化と密接に結びつくものであったため、両制度を分析することがわが国における VC 機能の具体的な検証を可能にしたといえるからであった。

## 本書の内容紹介

本書は、序章と終章を含む、7章から構成されている。各章の表題と概要は以下の通りである。

序章「ベンチャーキャピタル投資と新規株式公開市場の変遷と現状—本書の分析対象の全体像と構成—」では、わが国における VC の発展と IPO 市場の変遷について、歴史過程を振り返りつつ、1990年代後半に生じた構造変化が解説される。そのうえで、2006年度における VC 活動に関する日米比較が示され、年間投資額や投資残高といった規模の面では未だ著しい格差を残しており、VC ファンドへの出資者構成、投資回収方法についてもなお大きな相違がみられるものの、投資企業の業種、地域偏在、成長段階、IPO 企業数などにおいて、日米の差は小さくなり始めたという変化が明らかにされる。このような構造変化のなか、IT とバイオに代

表されるハイテク分野において、創業から間もないベンチャー企業への VC 投資が急増しつつある。その結果、これら VC 投資企業の新興市場での IPO が増加傾向を見せ、投資リスクの増大やアンダープライシングが問題にされ始めたのである。この対応策として、VC に特有な投資手法である段階的投資やシンジケーション投資の活用、及び IPO におけるロックアップ契約やオーバーアロットメント・オプションの導入が不可避になった事実が指摘されている。

第 1 章「ベンチャーキャピタルの段階的投資とシンジケーション」において、VC 投資における段階的投資とシンジケーション投資の活用状況が示される。次に、ロックアップ契約採用第 1 号企業であるブイテクノロジー社のケースをもとに、両投資手法の内容が具体的に解説される。次いで、両投資手法が VC 投資において果たすべき機能を明らかにするため、エージェンシーコスト低下、リスク分散、投資選別、価値付与、ディールフロー参加などといった、両投資手法に関する英米の先行研究が紹介される。以上のような基礎作業を終えたのち、著者は、2000年から2005年に新興 3 市場（ジャスダック、マザーズ、ナスダックジャパンを含むヘラクレス）に IPO した165社の目論見書から段階的投資及びシンジケーション投資の実施状況を調べ、統計分析によって、両投資手法がわが国の VC 投資において果たした機能の解明に進む。

統計分析の結果、段階的投資においては、情報の非対称が大きいベンチャー企業に対してエージェンシーコスト低下を狙った事例が多く見られ、英米の先行研究を支持する結果となっていた。シンジケーション投資では、リスク分散説とディールフロー参加説が当て嵌まり、いず

れか一方で統一的に説明することは難しい。また、段階的投資とシンジケーション投資とを相関させてみると、VC 投資に特有な非対称情報に基づくリスク分散仮説に従うとすれば、段階的投資とシンジケーション投資との相関性は高くなるはずであるが、わが国 VC の投資実態からはそうした傾向が読み取れないという特殊性も明らかにされる。英米の VC とは異なる日本型 VC の特殊性が作用した結果かもしれないとして、この点は今後の研究課題だとされる。

第 2 章「ロックアップ契約とオーバーアロットメント・オプションの概要」では、新興 3 市場における IPO において、VC 持株比率の上昇と IPO 所要年数の著しい短縮により、アンダープライシングの可能性が高まった点が問題にされる。この問題に対処するため、わが国の新興市場での IPO においても、ロックアップ契約とオーバーアロットメント・オプションの導入が不可避となった現実が指摘される。次いで、わが国特有の IPO 規制である公開前規制とともに、ロックアップ契約とオーバーアロットメント・オプションの内容が説明され、英米での実施状況と比較しつつ、わが国新興市場における導入状況が明らかにされる<sup>2)</sup>。この比較分析によれば、わが国におけるロックアップ契約の導入率は大幅に上昇しているものの、オーバーアロットメント・オプションの導入率はアメリカに比べて低いという事実が指摘された。この理由としてアンダーライターの未熟さが作用しているのではないかの仮説が示されている。

第 3 章「ロックアップ契約が新規公開時のアンダープライシングに及ぼす影響」においては、本書の主たる課題である、VC を対象にしたロックアップ契約がアンダープライシングに

及ぼす影響が分析対象となる。まず、英米の先行研究を踏まえ、仮説が提示される。その仮説とは、1. 経営陣のロックアップ契約締結はIPO 価格にプラスの影響を及ぼす、2. VCのロックアップ契約対象株数が多ければ多いほどIPO 価格にプラスの影響を及ぼす、3. 経営陣のロックアップ契約対象株数比率が高いほどアンダープライシング低減効果を持つ、4. VCのロックアップ契約対象株数比率が高いほどアンダープライシング低減効果を持つ、というものである。仮説の1と2はIPO 価格の設定に関わり、3と4は設定されたIPO 価格と初値との変化率によるアンダープライシング低減効果を問うものである。

これらの仮説を検定するため、最初のロックアップ契約締結IPO 企業であるブイテクノロジー社のマザーズIPO が実現した2000年12月8日から2002年12月末までに新興3市場にIPO した270社を対象に統計分析が行なわれる。このうち59社(21.9%)がロックアップ契約締結企業である。

まず、IPO 価格設定に対するロックアップ契約の効果調べるため、ブックビルディングの中位価格(ミッドポイント)を基準にして、IPO 価格が上下に修正された企業におけるロックアップ契約の影響が計測される。この計測によれば、仮説1は支持されたものの、仮説2は支持されない。次に、アンダープライシング低減効果では、IPO 価格と初値の変化率が計測される。そのために、ロックアップ契約の有無(モデル1)、ロックアップ契約対象株数(モデル2)、経営陣のロックアップ契約株数割合(モデル3)、VCのロックアップ契約株数割合(モデル4)、及び経営陣とVCのロックアップ契約株数割合(モデル5)の各モデルについ

て、回帰分析が行われる。この計測からは、仮説3は完全に支持しえるものではなく、仮説4は支持しえないことが実証された。VCに対するロックアップ契約は、情報の非対称性を解消させることはなく、アンダープライシング低減効果も持たないことが示されたといえる。

第4章「オーバーアロットメント・オプションとアンダーライターのプライスサポート」では、オーバーアロットメント・オプションとアンダーライターによるプライスサポート効果が検証される。まず、オーバーアロットメント・オプション概念が説明され、実施における日米の差異が明らかにされる。さらに、オーバーアロットメント・オプションが一般化しているアメリカの現状を対象にした先行研究が紹介される。そのうえで、実証分析のためのサンプルと分析の枠組みが設定される。サンプルは、わが国でオーバーアロットメント・オプションが導入された2002年3月から2003年12月末までに新興3市場に上場した187社である。オーバーアロットメント・オプション採用企業数は61社、うちプライスサポート実施企業は24社であった。オーバーアロットメント・オプションの効果測定するため、第3章における分析作業と同じく、IPO 価格設定における需要動向に対するアンダーライターによるショートポジションの効果、及びIPO 後におけるショートカバーによる株価動向が検証される。

統計分析からは、IPO 価格設定における需要動向とショートポジションとの関係性は弱く、ショートカバーは、需要動向を反映して実施され、IPO 後の株価にプラス効果を与えたことが実証される。この実証結果からは、わが国においても、プライスサポートを通じたIPO における情報格差問題の解消はアンダーライターの

重要な機能となっている事実が明らかにされたと言える。同時に、プライスサポートの前提となるオーバーアロットメント・オプションがアンダーライターとしての実績のある大手証券会社に集中するという興味ある事実も示されたのである。

第5章「ロックアップ契約解除時の株価パフォーマンス」においては、ロックアップ契約解除時の株価動向が検証される。英米の先行研究では、インサイダーの株式売却を規制したロックアップ契約解除時の株価低下現象に対して、売却株数増加にその原因を求める需要曲線仮説と、需要喚起のための株価低下に注目する価格圧力仮説が提示されており、この先行研究に基づき、わが国においてVCのロックアップ契約解除が株価に対してどのような影響を及ぼすかが実証分析の課題として設定される。そのため、2000年12月8日から2004年12月末までに新興3市場に上場した企業のうち、VCのロックアップ契約締結と解除が確認しえる168社を選び、累積超過リターンを計測することにより、ロックアップ契約解除時における株価動向が検証される。

この実証分析の結果、ロックアップ契約解除時に価格低下と出来高の急増がみられるが、株価低下は極めて短期に解消されることから、わが国では価格圧力仮説が妥当するとされている。また、価格圧力仮説の妥当性を具体的に確認するため、上記サンプル企業のうち、VC保有株式数に対するロックアップ契約比率が最も高いウィーヴ社のロックアップ契約解除時の株価動向を取り上げ、ケース分析を行っている。

終章「本書の要約と今後の研究課題」では、本書における実証分析の成果が要約されるとともに、インプリケーションと今後の研究課題が

示される。

各章の実証分析から導かれたインプリケーションとして、以下の3点が提示される。第1は、1990年代末以降において、VC投資を受けてからIPOまでの期間が著しく短くなり、第3次ベンチャーブームにより新規参入VCが増加したため、Gompers & Lerner前掲書で指摘された未熟企業の早期上場を促すGrandstandingが生じる可能性を否定しえないなか、ブームの契機ともなった新興市場開設に伴う新興アンダーライターの登場から、この可能性を抑止しえないどころか、ともにGrandstandingを進めることになり、結果として証券市場の信頼性を毀損する現象が生じたのではないかという点である。第2に、VC投資が増加するなか、ロックアップ契約の対象株数が増えることが予想されるため、幹事証券会社によるプライスサポートが重要になり、その前提としてのオーバーアロットメント・オプションの上限緩和が必要だとされる。第3には、わが国独特の公開前規制がロックアップと重複適用され、かつIPOまでの所要年数の短縮が進めば、IPO時の売出株数の減少と売却制限解除時の売却圧力が異常に高まる可能性もあり、公開前規制とロックアップとの整合性が検討され、統合された制度として再編されるべきだと提案される。

最後に、今後の研究課題として、1. VCにおける段階投資とシンジケーション投資との相関性、2. VCがロックアップ契約に同意しないケースがみられることから、VCがロックアップ契約締結を投資回収戦略としてどのように活用しようとしているのか、3. ロックアップ契約とオーバーアロットメント・オプションがIPO後の出来高と株価動向に対して如何なる関連を有するか、4. VC向けロックアップ

契約解除時において、価格圧力仮説を支持しえる状況が発生するのは何故か、5. 英米で見られたような多様なロックアップ契約やオーバーアロットメント・オプションが、今後、わが国でも導入・活用されるようになるかなど、5点にわたる論点が提示され、本書は締め括られている。

## 本書の意義と問題点

本書の意義は、1990年代後半以降に大きな変化をみせた、わが国のVC投資、支援制度の拡充、新興市場の開設などを踏まえ、増加したVC投資企業のIPOにおけるVC機能を明らかにするため、新たに導入されたロックアップ契約とオーバーアロットメント・オプションに注目して、IPOにおけるVCの役割を統計的に実証しようと試みた点にある。また、その関連において、対象企業のIPO目論見書を読み解き、段階的投資やシンジケーション投資などのVCに特有な投資手法、VC保有比率の増加、IPO市場の動向、IPO所要年数の短縮化傾向、アンダーライターの拡散、ロックアップ契約や公開規制の有無、オーバーアロットメント・オプションの実施状況、アンダーライターによるプライスサポートの効果など、これまで十分に解明されてこなかった重要な事実が明らかにされ、今後のわが国VC研究にとって、大いに裨益される成果となっていたことは否定できない。

だが、多くの読者にとって、本書のメインテーマである「IPOにおけるVCの役割」について、著者の明確な主張が読み取れないという不満が残ったのではなかろうか。というのも、著者は、実証分析の結果に対する評価について

極めて禁欲的であり、実証結果を述べるに止まり、IPOにおけるVCの役割を確言していないからである。本書の実証分析の結果に従えば、アンダープライシング低減効果を含め、IPOにおいてVCは殆ど機能せず、ロックアップ契約解除時には売却圧力を高める効果しか持ちえていない現実が明らかになったと言えるのではないか。また、IPOにおいてマイナス効果しか持ちえないVCに対して、実績のあるアンダーライターが、ロックアップ契約を締結させ、プライスサポートでカバーする実態も透けて見えるというのは言い過ぎであろうか。

実際、本書が対象とした期間にIPOを実現した企業のなかには、新興アンダーライターがIPOを担い、VCの持株比率が高いにも拘らず、ロックアップ契約が締結されなかったため、厳しいアンダーパフォーマンスに見舞われたケースもみられる。このケースでは、IPO直後のVC売却が大きなマイナス効果を及ぼしたことが知られている。本書の分析結果やこうしたケースから言えることは、わが国のVCにあっては、Bygrave & Timmonsが評価した実績あるVCによるプラス効果は殆ど発揮されないまま、著者も終章で指摘しているように、Gompers & Lernerが懸念したGrandstandingの発生が問題になっており、ロックアップ契約はその回避効果しか持ちえないということかもしれない。この理由の解明には、統計分析だけでは明らかにしえず、わが国VCの構造にまで立ち戻った分析が必要だったのである。

この点は、第1章におけるVC投資分析にも当てはまる。著者は、段階的投資とシンジケーション投資はリスク分散の視点から相関されて然るべきだとの前提に立ち、わが国VCにおいて両投資手法が相関性を欠くという特異性の解

明を今後の研究課題としている。だが、これも、著者が、英米の先行研究に依拠して、VCと投資先企業とのエージェンシー問題をリニアな外部関係と捉えたことから生じた疑問だといえるのではないか。著者も評価するジャフコに代表される日本型VCでは、投資先企業とのエージェンシー問題は、投資先企業を発掘(Outbound Calls)するファインディング担当者を介して、VC内部に取り込まれ、VC内部の組織間対抗を通じて解決されるシステムが採られていたためである<sup>3)</sup>。この点は、今後、独立系VCがわが国VC業界において主流になれば、変化してくる可能性は高いが、現状では、今なお米国型VCとは組織構造において大きく異なる日本型VCが主流だという、わが国VC業界の実態を示すものと言えるのではあるまいか。

以上から言えることは、現段階におけるわが国のVC研究においては<sup>4)</sup>、本書が提示したような統計分析の積み重ねにより、その活動実態を明らかにしつつ、英米の先行研究との相違を踏まえ、わが国VCに特有な構造分析が不可欠になるという、重要な方法的示唆を与えていた点である。本書における著者の禁欲的ともいえる実証分析結果に対する評価は、わが国VCの特殊性を際立たせる効果を持ち、英米の先行研究を適用し、その枠内で解釈して事足りるとするVC論が多くみられるなか、わが国VCの実態に迫るうえで、方法論的に見て極めて妥当性

の高い研究成果になっていたのである。その意味で、本書は、研究者はもとより、VCからの投資を考えている企業家にもお読み頂きたい労作だと言える。

著者には、是非、本書の成果を踏まえ、わが国VCの実態に迫り、米国型VCとの違いを客観的に示し、わが国における今後のVCの在り方について、問題提起とともに、明確な対応を迫って頂くことを強く期待している。妄言多謝。

#### 注

- 1) IPOは発行市場に関わり、新規上場は流通市場に関わる行為であるため、厳密に言えば、両者は同義ではない。但し、IPOが上場を前提に行われることから、一般には同義と看做されることが多い。本稿でも一般的な用法に従って使用する。
- 2) 本書のテーマがロックアップ契約に置かれたためか、公開前規制とロックアップ契約の目的と機能の相違について、十分な説明がなされていない。しかし、終章において、両者の統合が提案される以上、両者が単に重複した規制に過ぎないのか、それぞれ固有の機能を持っていたのかが明らかにされるべきであった。
- 3) ジャフコモデルの構造的特徴について、詳しくは大滝義博・西澤昭夫共編『バイオベンチャーの事業戦略：大学発ベンチャーを超えて』（オーム社、2003年）第6章「ベンチャーファイナンスの構築」を参照されたい。日米対比論でいえば、米国型VCの一層の変質形態として、プライベートエクイティ投資の新たなプレイヤーとして注目され始めたGrowth Equity Fund (*Dow Jones Private Equity Analyst*, Sept. 2006)との類似性が注目される。その意味では日本型VCは米国型VCの変質形態を先取りしていたとも言える。
- 4) 本書が提起した方法的課題は、わが国のVC研究のみならず、わが国における新興市場でのIPOと新興アンダーライターとの関係性の分析にも妥当するように思われる。この点も著者の次の研究に期待したい。

(東北大学大学院教授)