

GRADUATE SCHOOL OF BUSINESS ADMINISTRATION

**KOBE UNIVERSITY**

ROKKO KOBE JAPAN

Current Management Issues

# 専門職学位論文

## 東証マザーズ上場企業の 財務パフォーマンスと資金調達

～ベンチャー・ファイナンス市場の活性化のために～

2004年8月21日

神戸大学大学院経営学研究科

伊藤嘉博研究室

現代経営学専攻

学籍番号 034B228B

氏名 柴原啓司

## 目次

序章 研究課題と方法.....	1
第1節 日本のベンチャー企業の資金調達に関する問題意識.....	1
第2節 論文の構成.....	2
第2章 先行研究のレビューと分析の対象.....	4
第1節 先行研究のレビュー.....	4
(1) 新規公開企業の業績および株価パフォーマンスについて.....	4
(2) アンダープライシング(初期収益率)について.....	5
(3) ベンチャー・ファイナンス市場の活性化について.....	5
第2節 東証マザーズ新規上場企業について分析する理由.....	5
第3章 データ・ソースと記述統計量.....	8
第4章 東証マザーズ上場企業の財務パフォーマンスと資金調達.....	12
第1節 財務パフォーマンス.....	12
(1) 財政状態.....	12
(2) 経営成績.....	12
(3) 成長性.....	13
(4) キャッシュ・フロー.....	13
(5) まとめ.....	14
第2節 新規上場時の資金調達の分析.....	19
(1) 資金調達規模.....	19
(2) 資金調達効果.....	19
(3) まとめ.....	20
第5章 財務パフォーマンスと資金調達の関連性.....	21
第1節 資金調達規模と財務パフォーマンス.....	21
(1) 業績が悪化している企業群と調達規模の関係.....	21
(2) 業績が好調な企業群と調達規模の関係.....	23
(3) まとめ.....	24
第2節 資金調達効果と財務パフォーマンス.....	25
(1) 業績が悪化している企業群と資金調達効果の関係.....	25
(2) 業績が好調な企業群と資金調達効果の関係.....	26
(3) まとめ.....	27
第3節 財務パフォーマンスとその他のデータとの関連性.....	27
第6章 分析の結果と考察.....	29
第1節 本論文の要約.....	29
第2節 財務パフォーマンスと調達規模についての文献の検討.....	29

( 1 )	ベンチャー企業の資金調達と資金需要の予測.....	30
( 2 )	資金の使用者と供給者の根本的な利害対立.....	30
( 3 )	リスク・キャピタルに対する誤解.....	31
( 4 )	資本コストのフレームワークが抱える限界.....	31
<b>第 7 章</b>	<b>結び.....</b>	<b>33</b>
<b>第 1 節</b>	<b>あるべき資本政策についての展望.....</b>	<b>33</b>
( 1 )	わが国における資本政策の現状.....	33
( 2 )	ディール・ストラクチャーの重要性.....	33
( 3 )	キャッシュ・フローの予測に基づくディール・ストラクチャー.....	34
<b>第 2 節</b>	<b>ベンチャー・ファイナンス市場の活性化のために.....</b>	<b>34</b>
<b>第 3 節</b>	<b>残された課題.....</b>	<b>36</b>
<b>参考文献</b>	<b>.....</b>	<b>38</b>

## 序章 研究課題と方法

### 第1節 日本のベンチャー企業の資金調達に関する問題意識

米国をはじめとする諸外国では、アーリーステージのベンチャー企業が資金調達の目的で株式公開を行うことが多いのに対して、日本においては、アーリーステージよりも成長段階後期の株式公開が多く、新規公開の目的は資金調達ではなく、企業の名声や優秀な人材の獲得、創業者利得の実現といった資金調達以外である場合が多い（忽那〔2004〕）。また、わが国の新規公開企業の財務パフォーマンスについての先行研究をみると、公開直前期をピークに減少することがわかっている（忽那・岡村〔1999〕）。

一方、日本のマクロの公共政策レベルでは、個人のアントレプレナーシップを支援する仕組みが構築されつつある。例えば、東証マザーズ、大証ヘラクレスをはじめとする新興市場では、若くて成長性の高い企業が株式公開を行いやすくするための試みがなされ、このような努力によって、アントレプレナーや外部投資家が、以前よりも早く投資を回収できるようになったと言える（リチャード、ジャネット〔2004〕）。

しかし、ナスダック・ジャパンの日本市場撤退や、東証マザーズにおける上場企業の相次ぐ不祥事など、わが国におけるベンチャー企業のための直接金融のシステムは、依然多くの問題点を抱えていると言える。例えば、わが国のベンチャー企業のための新規公開市場を巡っては、アンダーライター（引受主幹事証券会社）の引受活動が寡占状況にあるために、多額の引受手数料が見込める大口の発行が選好されることが指摘され<sup>1</sup>、新規公開市場の価格形成に関連しては、名声が高いとされるアンダーライターのアンダープライシングが高いこと（忽那〔1999b〕）、さらには、ベンチャー・キャピタルが株式公開前に関与していた企業は、ベンチャー・キャピタルの関与がなかった企業に比べて株価パフォーマンスが悪いこと（Kutsuna, et al.〔2000〕）等が指摘されている。

また、これまで日本のベンチャー企業の資本政策は、株主の価値を最大化するためのコーポレート・ファイナンスの側面から論じられることが多く、アントレプレナーの価値を最大化するためのアントレプレナー・ファイナンスについてはほとんどといってよいほど論じられてこなかった。たしかに、株式公開は、株式市場から直接金融により資金を調達する手段であり、債券市場からの直接金融である社債の発行や間接金融である銀行からの借り入れとの比較により選択されなければならない。しかし、アントレプレナーは、資金の調達と運用が分離されている大企業と異なり、調達した資金を分散投資できないために、必然的に高い資本コストを負担することになる。一方、投資家は、分散投資が可能であるために、本来なら起業家よりも低い資本コストでベンチャー企業の価値を評価すべきところ、公開時のキャピタルゲインを得るために、できるだけ安い株価（高い資本コスト）で購入しようとする。

---

<sup>1</sup> 忽那憲治（1997）106頁では、新規店頭公開基準の登録基準が「形式的」に緩和されても、引受証券会社の「実質的」登録基準が緩和されていないことが、アーリーステージの株式公開が進展しない要因として指摘されている。

このように、ベンチャー・ファイナンスは、コーポレート・ファイナンスで問題とされていた論点とは異なる視点が必要であるが、わが国では未だベンチャー・ファイナンスの考え方が浸透するには至っていないといえる。

本論文では、近年、ベンチャー企業経営者の間で注目されている東証マザーズに焦点をあて、財務パフォーマンスについての実証分析を行う。具体的には、東証マザーズ上場企業の経営成績だけでなく、総資産額、純資産額といった貸借対照表に係る情報やキャッシュ・フロー計算書に係る情報をデータとして加え、さらに、新規上場時の資本政策やファイナンス状況に係るデータの実証分析を通して、ベンチャー企業の資金調達と財務パフォーマンスの関連性について分析を行う。

新規上場時の資金調達と上場後の財務パフォーマンスの関連性について分析することは、次のような意義を有すると考える。すなわち、わが国のベンチャー企業においては、MBOやLBOといったM&A手法があまり用いられないために、企業家やベンチャー・キャピタルの投資回収手段は、株式公開が中心となる。しかし、株式公開には、さまざまな利害関係者が登場し、企業家の意図に反して資本政策が進められることが少なくない。そして、利害関係者の言うなりになって需要を超える資金を市場から調達して業績が悪化し、株式市場から評価されなくなった結果、企業家も投資家も損害を被ったという話も珍しくない。資金調達とその後の財務パフォーマンスとの間に関連性があるのであれば、株式を新規上場しようとする際に登場するさまざまな利害関係者にとって、利害調整の一定の指針を与えることができるのではないか。

そして、実証分析で得られた結果に、米国をはじめとする諸外国で研究されているベンチャー・ファイナンスについての文献の調査結果をあわせて検討することにより、資本政策において考慮すべきポイントを示す。そこでは、株式上場前の資本政策は、単に上場審査基準を満たすためや、オーナー社長の相続税対策のために行われるのではなく、ベンチャー企業の価値評価や資金需要の予測に基づいた、段階的投資のプランとして作成されなければならないことを指摘する。

また、ベンチャー・ファイナンス市場の活性化のためには、市場の整備だけでなく、主幹事証券会社、ベンチャー・キャピタル、公認会計士等、株式を公開しようとするベンチャー企業を取り巻くさまざまな当事者のかかわりを見逃すことができない。そこで、これらの利害関係者の現状を踏まえた上で、ベンチャー・ファイナンス市場を効率化するための方策について述べる。

## 第2節 論文の構成

本論文の構成は以下のとおりである。第2章では、ベンチャー・ファイナンスに関するこれまでの先行研究のレビューを行うとともに、東証マザーズ新規上場企業を対象として実証分析を行う理由について述べる。第3章では、本論文で使用するデータ・ソースとマザーズ新規上場企業の記述統計量を示す。第4章では、マザーズ新規上場企業についての

実証分析を行う。その中で、第1節ではマザーズ上場企業の財務パフォーマンスの分析を行い、第2節では資金調達についての分析を行う。第5章では財務パフォーマンスと資金調達の関連性について分析を行う。第1節では資金調達規模と財務パフォーマンスの関係について、第2節では資金調達効果と財務パフォーマンスの関係について述べ、第3節ではその他のデータと財務パフォーマンスとの関連性を検討する。第6章では、実証分析の結果を踏まえて本論文の分析結果を要約するとともに、米国を中心とする諸外国におけるベンチャー・ファイナンスの研究結果をもとに考察を行い、第7章では、今後の資本政策、ベンチャー・ファイナンス市場の活性化のための方向性について述べる。

## 第2章 先行研究のレビューと分析の対象

### 第1節 先行研究のレビュー

わが国における、新規公開企業の業績や株価パフォーマンスについての研究は、アンダーライターの役割との関連性（忽那〔1998〕）、ベンチャー・キャピタル投資との関連性（Kutsuna, et al.〔2000〕、Hamao, Packer and Ritter〔2000〕）および株式保有構造との関連性（忽那・岡村〔1999〕、Kutsuna, Okamura and Cowling〔2002〕）についての先行研究がある。

また、アンダープライシング（初期収益率）については、アンダーライターごとの新規公開コストについての研究（忽那〔1999b〕）や、公開価格決定プロセスとの関連（忽那〔2004〕）における先行研究がある。

さらに、ベンチャー・ファイナンス市場の活性化については、米国のNASDAQや英国のAIMとの比較（忽那〔1997a〕、忽那〔1997b〕）や、米国のブティック型投資銀行の活動を分析（忽那〔1999c〕）した先行研究がある。

以下、それぞれについて詳しく見ていく。

#### （1）新規公開企業の業績および株価パフォーマンスについて

まず、新規公開企業の株価パフォーマンスとアンダーライターの関連性については、（忽那〔1998〕）において、アンダーライターが野村証券、大和証券である企業では株価パフォーマンスにプラス要因となるのに対して、日興証券と山一証券ではマイナス要因となることが指摘されている。

次に、（Kutsuna, et al.〔2000〕）では、新規店頭公開企業の株価パフォーマンスが、ベンチャー・キャピタルの投資行動とどのように関連性しているかが分析され、ベンチャー・キャピタル投資先企業のパフォーマンスが、ベンチャー・キャピタル非投資先企業に比べて悪いことが指摘されている。また、（Hamao, Packer and Ritter〔2000〕）も、1989年から1995年までの新規店頭公開企業を対象に、ベンチャー・キャピタルタイプと長期株価パフォーマンスの関連性を分析し、海外及び独立系のベンチャー・キャピタルを除いては、ベンチャー・キャピタル投資先企業の長期株価パフォーマンスが、ベンチャー・キャピタル非投資先企業に比べて良好であるとはいえないとの実証結果を提示している。

さらに、（忽那・岡村〔1999〕）では、公開後においてもベンチャー・キャピタルが株式を保有しつづけたほうが、売上高経常利益率および売上高当期純利益率が高くなる傾向にあることを指摘している。また、（Kutsuna, Okamura and Cowling〔2002〕）も、新規公開前後の株式保有構造と業績の関連性について、ベンチャー・キャピタルが公開後に保有比率を大きく低下させていることが、業績の低迷に関係していることを指摘している。

上記から、新規公開企業の業績や株価パフォーマンスには、アンダーライターの引受行動やベンチャー・キャピタルの投資行動が大きくかかわっているといえる。



## (2) アンダープライシング(初期収益率)について

まず、( 忽那〔1999b〕) では、日本の新規店頭公開企業のアンダープライシング(過小値付け)による間接的コストは、名声のある証券会社ほど高いことが指摘されている<sup>2</sup>。

また、価格決定プロセスについては、( 忽那〔2004〕) において、ブックビルディング方式における価格決定方式は、入札方式における価格決定方式と比較して、公開価格の決定に対するアンダーライターの裁量が極めて大きい事を指摘している。

上記から、新規上場時のコストとして、わが国ではあまり認識されていないアンダープライシングについても、アンダーライターである引受主幹事証券会社のかかわりが無視できない。

## (3) ベンチャー・ファイナンス市場の活性化について

最後に、ベンチャー・ファイナンス市場の活性化については、( 忽那〔1997a〕、忽那〔1997b〕) において、米国のNASDAQや英国のAIMとの比較のなかで、わが国における証券会社の引受能力の向上と証券会社の多様化、多様なブティック型証券会社の登場の必要性が述べられている。また、( 忽那〔1999c〕) においては、わが国の元引受業務に対して高い参入障壁があることがIPO引受市場の寡占化をもたらし、新興の投資銀行やベンチャー・キャピタルの登場を阻害していると指摘している。

上記から、ベンチャー・ファイナンス市場の活性化のためには、株式公開にかかわる利害関係者の行動だけでなく、ベンチャー支援のための政策や資本市場の整備等が不可欠である。

しかし、上記の先行研究は、いずれも店頭公開企業(ジャスダック市場)に関するものであり、東証マザーズについての分析は見られない。以下では、東証マザーズについて分析を行う理由について述べる。

## 第2節 東証マザーズ新規上場企業について分析する理由

開設当初、東証マザーズは、「新規性」、「透明性」、「迅速性」、「流動性」という4つのコンセプトをベースとした市場であり、上場対象会社も、既存の東証1・2部市場のように既に一定水準の利益を計上しているなど、ある程度事業基盤が確立された企業を対象としている市場とは異なり、必ずしも十分な事業基盤を確立していなくとも、情報開示の充実などの投資者保護策を講じつつ、今後の高い成長可能性を有する新興企業を対象(小島信一〔2000〕)としていた。

市場開設後、ITバブルの崩壊などから、年間の上場企業が10社を下回る時期も見られ

---

<sup>2</sup> 忽那憲治(1999b) 39頁では、「野村証券が主幹事を担当した企業の総コストの高さは、とりわけ間接的コストの高さからきており、他の証券会社が8%から9%であるのに対して、野村証券では16.04%ときわめて高い値を示している。」と述べられている。

たが、2002 年後半以降、東証マザーズから第 1 部・第 2 部へ市場変更を行う企業が出現したことなどから、関係者から改めて注目されることとなり、新規上場は急速に増加し、2003 年には、31 社が新規上場している。

東証マザーズに注目が集まっている理由の一つに、東証 TOPIX や日経 225 といったインデックス指標が注目を集め、株式市場の東京一極集中が進んでいることが挙げられる。

表 1 は、東京、大阪、名古屋の各取引所の売買高とシェアの推移をまとめたものである。1996 年に 80% 未満だった東証のシェアが 95% 近くにまで上昇していることがわかる。

表 1

取引所年間出来高・シェアの推移

単位：百万株

	東証		大証		名証		全国
	売買高	シェア	売買高	シェア	売買高	シェア	売買高
1996年	100,170	79.2%	20,783	16.4%	4,104	3.2%	126,496
1997年	107,566	82.3%	15,407	11.8%	6,098	4.7%	130,657
1998年	123,198	88.2%	12,836	9.2%	3,367	2.4%	139,757
1999年	155,163	88.4%	14,972	8.5%	4,934	2.8%	175,455
2000年	174,159	88.8%	17,267	8.8%	4,575	2.3%	196,087
2001年	204,037	93.6%	12,377	5.7%	1,402	0.6%	217,893
2002年	213,173	94.9%	10,403	4.6%	847	0.4%	224,567

(出所) 日興コーディアル証券、研修資料より作成

第 2 の理由として、平成 14 年 5 月に、マザーズ上場制度の見直しが行われ、退出ルールの強化や上場にかかる障害の緩和が行われるとともに、上場準備円滑化のためのチェックリストが公表されたこと(舞田〔2002〕)は、マザーズへの投資者の信頼回復と新興市場としての魅力の向上に資するものであったといえる。

退出ルールの強化

- a. 売上高による新基準の導入(売上高 1 億円未満は上場廃止)
- b. 時価総額に係る新基準の導入(時価総額 5 億円未満は上場廃止)

上場にかかる障害の緩和

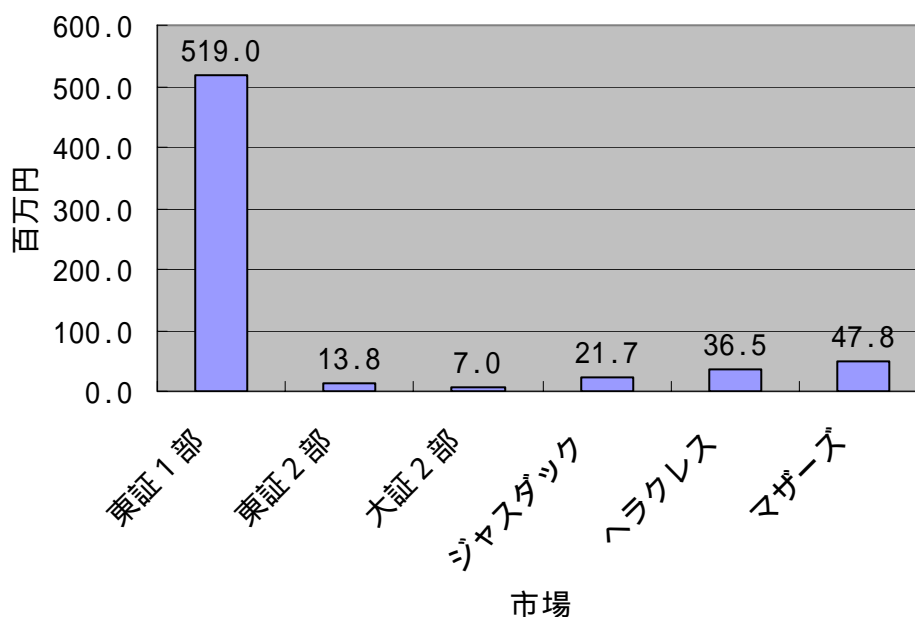
- a. 上場対象となる会社の事業性にかかる要件の是正(新規性の要件を撤廃)
- b. 公開株式数に係る上場審査基準の整備(公募、売出し合わせて 1000 単位)
- c. 変更上場時の開示に係る審査の合理化(企業内容の開示の適正性)

第 3 に、商法改正により、投資単位引き下げのための株式分割や、くくり直しを自由に行うことができるようになり、株式数、株主数、売買高といった、従来高かったハードルが達成しやすくなったことに加え、東証 1 部へ上場する際の時価総額基準が、ジャスダック市場からであれば 500 億円必要であるのに対して、マザーズから東証 1 部への指定替えであれば 40 億円ですむといった点も、マザーズが人気を集めている要因である。

また、比較的緩和された上場基準により、東証1部へ上場が容易なマザーズが『東証への附属小学校』としてベンチャー経営者の人気を集めると同時に、投資家の間でも人気を呈している。【図1】は、2002年度における1社1日あたりの平均売買代金である。マザーズが、東証1部について2番目に1社あたりの売買代金が高いことがわかる。

【図1】

1社1日平均売買代金（2002年度）



（出所）日興コーディアル証券、研修資料より作成

上記の結果から、アーリーステージのベンチャー企業は、ジャスダックよりも東証マザーズ上場を目指すケースが多くなると予想される。

また、東証マザーズに上場している企業の財務パフォーマンスについては、市場設立後のデータ蓄積が少なかったため先行研究が少ない。設立5年目に入り、財務データ等が収集しやすくなった現時点において、資金調達や財務パフォーマンスに関する分析を行うことで、ベンチャー・ファイナンスの研究に固有の貢献ができると思う。

### 第3章 データ・ソースと記述統計量

東証マザーズ市場開設以降、平成 15 年 12 月 31 日までに同市場に新規上場した企業数は以下の 75 社である（表 2）。この中には、カルチュア・コンビニエンス・クラブ(株)やサイボウズ(株)のように他の市場に指定替えを行ったものもあるが、新規上場の入り口がマザーズであった企業をすべて分析の対象としている。

表 2 マザーズの新規上場会社数

平成 11 年	平成 12 年	平成 13 年	平成 14 年	平成 15 年
2 社	27 社	7 社	8 社	31 社

（出所）ディスクロージャー実務研究会編『株式上場白書』亜細亜証券印刷より作成  
本論文は、これら 75 社の新規上場企業を分析の対象とし、主として以下のデータ・ソースを用いている。

ディスクロージャー実務研究会編（2000、2001、2002、2003、2004）は、マザーズ新規上場企業について詳細な財務データとともに新規上場関連の多くのデータを公開している。財務データについては、上場前直前期の財政状態、経営成績、キャッシュ・フローに関するデータが含まれる。新規上場関連のデータについては、主幹事証券会社、監査法人等の基本情報をはじめ、資本政策、ファイナンス状況についてのデータが含まれる。

新規上場後の財務パフォーマンスについては、新規上場企業各社の有価証券報告書を利用している。

続いて、マザーズ新規上場企業 75 社の記述統計量は表 3 に示されるとおりである。

上場までの所要年数は、(株)メディアシークの 8 ヶ月が最短、スリープロ(株)の 26 年 8 ヶ月が最長となっているが、平均 8 年 1 ヶ月であり、ジャスダックの新規店頭公開企業の平均が 30 年前後であること<sup>3</sup>と比較すると、東証マザーズは、アーリーステージのベンチャー企業の多い市場とってよいのではないかと考えられる。

また、社長年齢も、平均 44.76 歳であり、ジャスダックの新規店頭公開企業の平均 55.65 歳<sup>4</sup>と比較すると、10 歳以上若い経営者像が浮かび上がってくる。

平均上場調達額は 51 億円であり、うち公募が 40 億円、売出しが 11 億円となっている。ジャスダック新規上場企業における売出しの割合（34.4%）<sup>5</sup>と比較すると、マザーズ上場企業における売出しの割合が 21.6%と低いことから、ジャスダックに比べて投資回収よりも資金調達手段としての上場が多いと考えられる。ただ、平成 14 年 5 月以降の上場規定の改正によって、500 単位以上の公募があれば、公募と売出しをあわせて 1000 単位以上とされたことから、今後は売出しの比率が高くなることが予想される。

3 忽那・岡村（1999）では、1995 年、1996 年に新規店頭公開した企業の平均公開所要年数は 31 年であった。

4 忽那（1997c）31 頁、1996 年に新規店頭公開した企業の社長平均年齢。

5 忽那・岡村（1999）64 頁、1995 年、1996 年に新規店頭公開した企業の平均値。

公開直前期の財政状態は、平均値よりも中央値が低く、比較的小規模の企業数が多いことをあらわしている。また、債務超過の企業が1社ある(株)WOWWOW、8,462百万円)。

公開直前期の経営成績は、経常利益、当期純利益ともに、平均値がマイナスとなっている。これは、最小値の(株)スカイパーフェクト・コミュニケーションズの赤字幅(それぞれ23,838百万円、24,255百万円)が大きいことが影響している。

公開直前期のキャッシュ・フローは、キャッシュ・フロー計算書が開示対象となっていなかった16社を除いた59社のデータにより作成している。平均の営業キャッシュ・フロー、投資キャッシュ・フローともにマイナスであり、公開直前期の段階において資金不足に陥っていることがわかる。

公開価格の最大値は(株)サイバーエージェント(15百万円、初期収益率0.0%)であるが、上場初値の最大値は(株)インターネット総合研究所(53百万円、初期収益率353.0%)である。公開価格、上場初値ともに高い企業は、2000年4月以前に集中しており、2002年4月、米国ナスダックの史上最大の暴落に端を発するITバブル崩壊の影響が無視できない。

なお、分析を通じて、ITバブルの影響により異常値を示しているものについては、分析の対象から除外している。

表 3

マザーズ新規上場企業（記述統計量）

（単位：百万円）

	最大値	最小値	平均値	中央値
設立から上場までの期間	26年8ヶ月	8ヶ月	8年1ヶ月	5年12ヶ月
社長年齢	70歳	26歳	44.76歳	45歳
V C数(社)	37	0	8	7
直前期の財政状態(総資産)	71,567	209	4,328	1,164
直前期の財政状態(純資産)	22,407	8,462	1,122	612
自己資本比率	99.5%	19.7%	52.3%	52.7%
直前期の売上高	64,058	52	4,260	1,166
直前期の経常利益	7,620	23,838	230	77
直前期の当期純利益	6,460	24,255	345	38
直前期の営業C F	8,693	11,008	38	18
直前期の投資C F	256	9,952	439	74
直前期の財務C F	53,589	5,074	1,394	199
調達額(払込総額)	121,600	116	3,994	1,004
調達額(売出総額)	20,800	0	1,131	225
上場調達額	142,400	150	5,125	1,104
公開価格(円)	15,000,000	25,000	1,482,320	410,000
上場初値(円)	53,000,000	35,200	2,622,236	600,000
初期収益率	353.0%	46.2%	59.9%	34.0%

新規上場企業の業種は、表4に示すとおり、情報・通信業33社(44%)、サービス業19社(25.3%)、電気機器7社(9.3%)と、ジャスダック新規上場企業に成熟企業が多いことと比較すると、情報・通信業の比率が高いことがマザーズの特徴といえる。

主幹事証券会社は、野村が21社(28.0%)と最も多く、次いで大和10社(13.3%)、日興9社(12.0%)となっている。大手3社のシェアは、ジャスダックに比較して低下<sup>6</sup>してはいるものの、依然として大手の割合が高いと言える。

監査法人は、新日本が20社(26.7%)と最も多く、次いで中央青山18社(24.0%)、トーマツ17社(22.7%)となっている。

<sup>6</sup> 忽那憲治(1999b) 31頁では、1995年から1997年に店頭公開した企業の主幹事証券会社は、上位15証券で全発行、大手4社で8割の主幹事を担当している極めて寡占的な市場であると述べている。

表 4

## マザーズ上場企業の業種、主幹事証券、監査法人

		会社数(社)	構成比(%)
業種	情報・通信業	33社	44.0%
	サービス業	19社	25.3%
	電気機器	7社	9.3%
	精密機器	3社	4.0%
	医薬品	2社	2.7%
	卸売業	2社	2.7%
	小売業	2社	2.7%
	不動産業	2社	2.7%
	その他(空運業、証券業、食料品、その他製品、通信業)	5社	6.6%
主幹事証券	野村	21社	28.0%
	大和	10社	13.3%
	日興	9社	12.0%
	新光	7社	9.3%
	UFJつばさ	5社	6.7%
	国際	4社	5.3%
	三菱	4社	5.3%
	その他	15社	20.1%
監査法人	新日本(太田昭和センチュリー)	20社	26.7%
	中央青山	18社	24.0%
	トーマツ	17社	22.7%
	朝日(現あずさ)	8社	10.7%
	三優	3社	4.0%
	優成	3社	4.0%
	神奈川	2社	2.6%
	中央青山・個人	2社	2.6%
	その他(創研合同、個人)	2社	2.7%

## 第4章 東証マザーズ上場企業の財務パフォーマンスと資金調達

### 第1節 財務パフォーマンス

本節では、ディスクロージャー実務研究会編（2000、2001、2002、2003、2004）に記載されているマザーズ新規上場企業の上場直前期の財務データおよび新規上場企業各社の有価証券報告書のデータを用いて、上場後5年間（直前期から公開4期）の財務パフォーマンスを分析する。以下では、財政状態、経営成績、成長性、キャッシュ・フローの4つの視点から分析を行う。平均値、中央値の算定にあたって、企業の上場時期や開示対象となる財務諸表が異なるためにサンプル数が変化するが、これによる影響を加味して計算を行っている。

#### （1）財政状態

財政状態は、総資産、純資産、自己資本比率の3つの指標を用いる。【図2】はマザーズ新規上場企業の財政状態の推移を示している。

純資産は、平均値、中央値ともに、順調に増加しているが、総資産の中央値が公開4期において減少に転じ、自己資本比率の平均値が公開1期をピークに減少し始め、自己資本比率の中央値が公開3期をピークに減少している。

これは、新規上場後の資金調達により、総資産、純資産ともに増加するが、その後の業績が思わしくないために赤字計上を続け、純資産が減少し、結果として自己資本比率を低下させるためである。

#### （2）経営成績

経営成績は、売上高、経常利益、当期純利益の3つの指標を用いる。【図3】はマザーズ新規上場企業の経営成績の推移を示している。

売上高は、公開後に順調な伸びを示しているが、経常利益、当期純利益は、平均値では公開3期まで悪化を続け、公開4期でようやくプラスに転じている。中央値でも公開1期目まではプラスだが、公開2期で大きくマイナスとなっている。

表5 は、経常損失、当期純損失を計上している企業数の推移を示したものである。

公開直前期、公開1期目に損失を計上している企業の割合は20%台であったが、公開2期目に入って60%台と3倍近くに増加している。

これは、（忽那・岡村〔1999〕）における、1995年と1996年の新規店頭公開企業についての実証分析と同様の傾向がみられる<sup>7</sup>。

---

7 忽那・岡村（1999）68頁では、「新規公開後に業績パフォーマンスが悪化する状況は、1990年から1994年の新規店頭公開企業の業績パフォーマンスを分析した神座（1995）とも極めて類似している」と述べられ、公開企業経営者、VC、アンダーライター、銀行、監査法人といった関係者によって、会計上の操作（Window-dress）がなされている可能性を示唆している。



なお、経常損失、当期純損失企業の平均値と中央値に大きな乖離が見られるのは、最小値の㈱スカイパーフェクト・コミュニケーションズの赤字幅が大きい（23,838百万円、24,255百万円）ことによるものであるが、中央値、企業数で見ても、公開2期において業績が悪化する状況が見て取れる。

表5 経常損失、当期純損失企業の構成比の推移

		直前期	公開1期	公開2期	公開3期	公開4期
経常損失	企業数	18	14	31	18	15
	サンプル数	75	74	50	37	31
	%	24.0%	18.9%	62.0%	48.6%	48.4%
当期純損失	企業数	20	15	32	19	13
	サンプル数	75	74	50	37	31
	%	26.7%	20.3%	64.0%	51.4%	41.9%

### （3）成長性

成長性は、売上高増収率、経常利益増益率、当期純利益増益率の3つの指標を用いる。

【図4】はマザーズ新規上場企業の成長率の推移を示している。売上高、経常利益、当期純利益の成長率算定にあたって、表5に示されるように、分析対象企業には経常損失、当期純損失の企業が含まれているが、これらの企業についても、絶対値で除すことによって一時的に変化率を算出し、同図作成のサンプル企業の中に含めている。

売上高増収率を見ると、（2）経営成績で述べた公開2期における業績の悪化と同じく、売上高増収率が低下している。

経常利益増益率、当期純利益増益率をみると、公開1期においては、平均値においてそれぞれ180.0%、108.9%、中央値もそれぞれ73.0%、88.1%と高い伸びを示しており、新規店頭公開企業において公開1期目から成長率が悪化する<sup>8</sup>のと異なる結果が出ている。これは、マザーズ新規上場企業においては、投資家だけでなく、アンダーライターである引受主幹事証券会社等から、高い成長性が期待されるため、公開1期において収益性を改善させようとするインセンティブがはたらくことが要因と考えられる。その反動として、公開2期において成長率が大きく悪化する（公開2期における経常利益増益率、当期純利益増益率の平均値はそれぞれ523.5%、1,153.9%、中央値は53.8%、76.3%）結果となるのではないだろうか。

### （4）キャッシュ・フロー

キャッシュ・フロー（以下CF）は、営業CF、投資CF、財務CF、フリーCFの4

<sup>8</sup> 忽那・岡村（1999）71頁では、1995年と1996年に新規店頭公開をした企業の経常利益成長率と当期純利益成長率の平均値は、公開1期、公開2期ともマイナスであり、公開後に大きく低下している。

つの指標を用いる。【図5】はマザーズ新規上場企業のCFの推移を示している。

営業CFは、経営成績と同様、公開2期において大きくマイナスとなり、公開4期において平均値、中央値ともにプラスに転じている。

投資CFは、公開後一定してマイナスとなっている。公開2期において平均値が大きくマイナスとなっているのは、最小値の㈱スカイパーフェクト・コミュニケーションズが480億円の投資を行っているためであり、これを除けば、ほぼ一定した投資活動が行われているといえる。

財務CFは、公開1期、直前期、公開2期の順に高い数値を示している。公開1期は、ほとんどの企業が公募による払込を受けるためであり、公開2期は、直前決算期の関係で公募による払込が2期目にずれ込んだ企業が存在するためであり、公開1期目と2期目の財務CFの合計(3,954百万円)は、払込総額の平均値(3,994百万円)と近い数値となっている。

直前期の財務CFは、第3者割当増資による払込が中心であり、最大値は、㈱スカイパーフェクト・コミュニケーションズの536億円となっている。

公開3期、公開4期になると、公募増資はほとんど見られず、財務CFは低い水準で推移している。むしろ、公開4期に入ると財務CFがマイナスとなり、借入金を返済している企業が見られる(最小値は㈱クレイフィッシュの144億円)。公開4期では、サンプル企業が31社と少ないために、継続してデータの収集を行う必要があるが、マザーズ新規上場企業においても、新規上場の目的が資金調達ではなく、創業者による投資の回収や企業の名声、優秀な人材の獲得といった資金調達以外の目的である可能性がある(忽那〔2004〕)。

最後に、フリーCFは、簡便的に営業CFから投資CFをマイナスした数値として計算している。フリーCFの推移を見ると、直前期から公開3期まで、継続的に資金不足の状態が続いていることがわかる。しかし、公開4期に入ると、中央値ではマイナスであるものの25百万円まで改善し、平均値では51百万円のプラスに転じている。マザーズ新規上場企業にとって、公開4期目以降に、プラスに転じたフリーCFをどのように次なる事業に投資していくかが、継続的な成長の鍵を握っているといえる。

## (5) まとめ

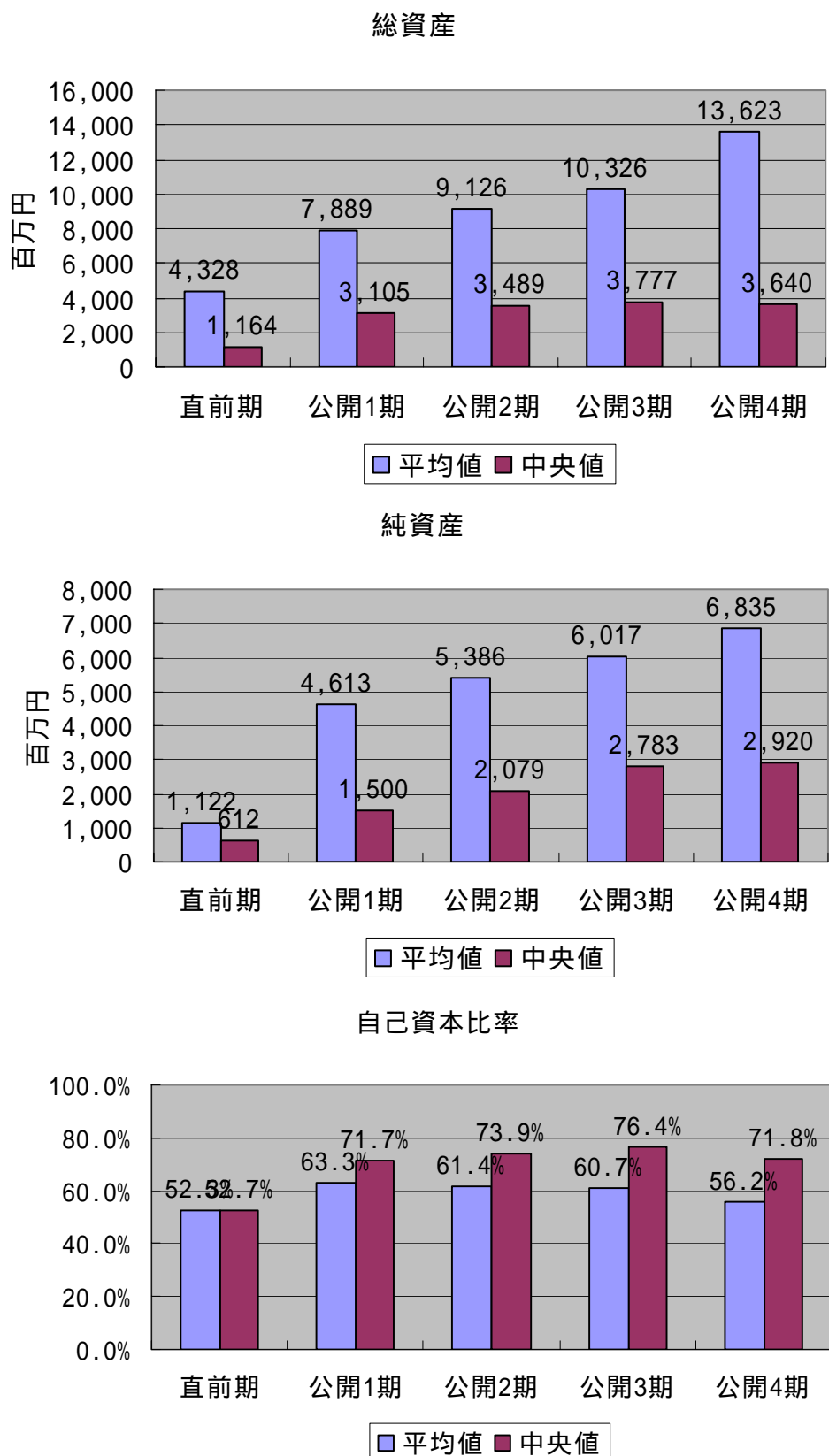
以上から、マザーズ新規上場企業の財務パフォーマンスは、次のように要約できる。

まず、財政状態について、自己資本比率が公開後2~3期を境に悪化している。これは、経営成績、成長性が公開2期で大きく悪化しているためである。公開後の業績の悪化については、新規店頭公開市場の先行研究(忽那・岡村〔1999〕)と同じ結果を示しているが、マザーズ上場企業については、公開1期目には業績がよく、公開2期目において大きく業績が悪化している点が特徴的である。

また、キャッシュ・フローについては、公開3期までは資金不足の状態が続き、公開4

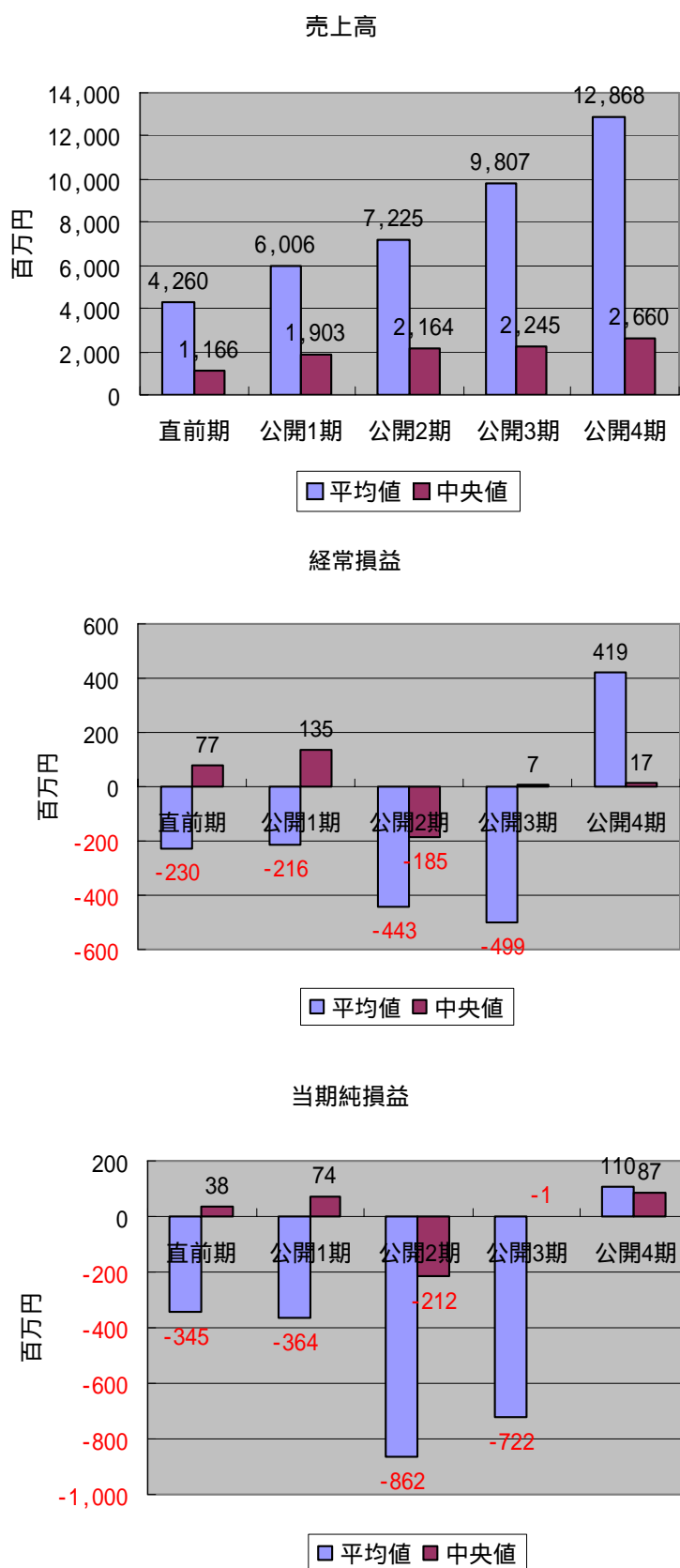
期目においてフリーCFがプラスに転じている。

【図2】 マザーズ新規上場企業の財政状態



【図3】

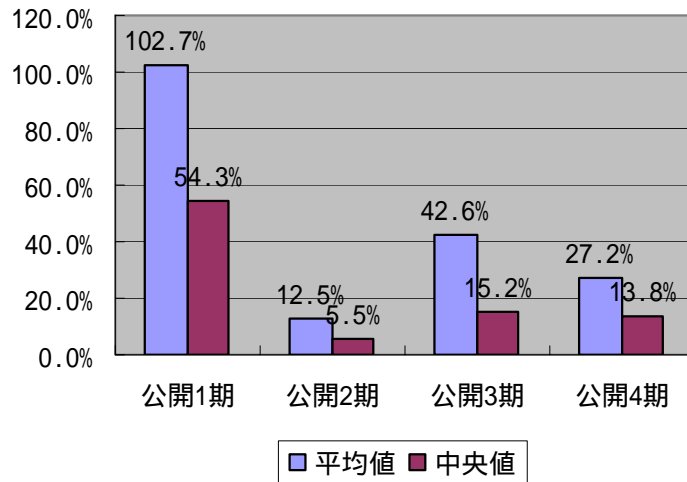
マザーズ新規上場企業の経営成績



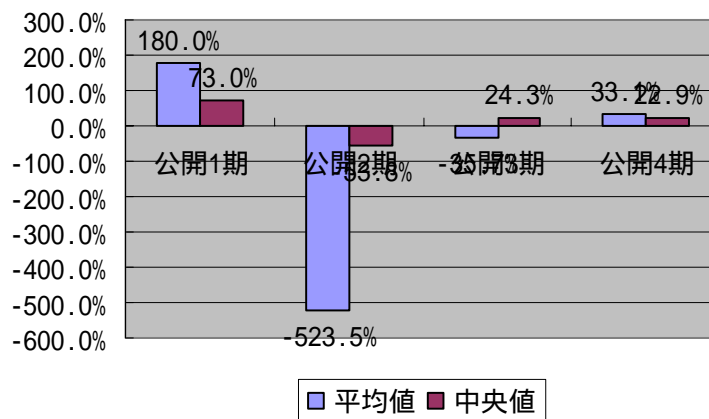
【図4】

マザーズ新規上場企業の成長性

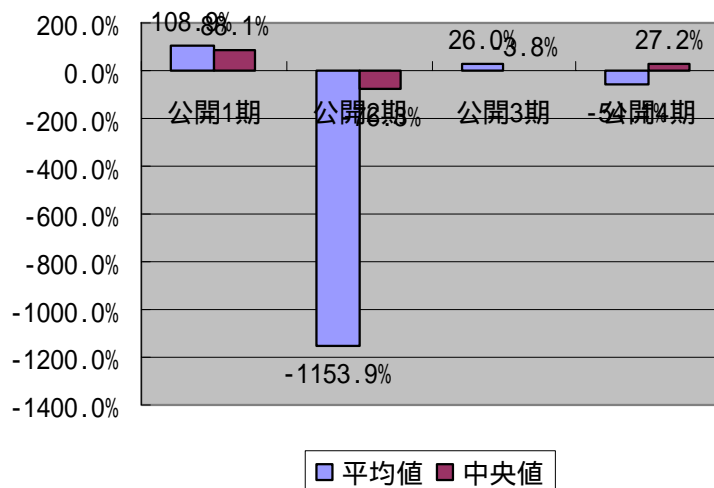
売上高増収率



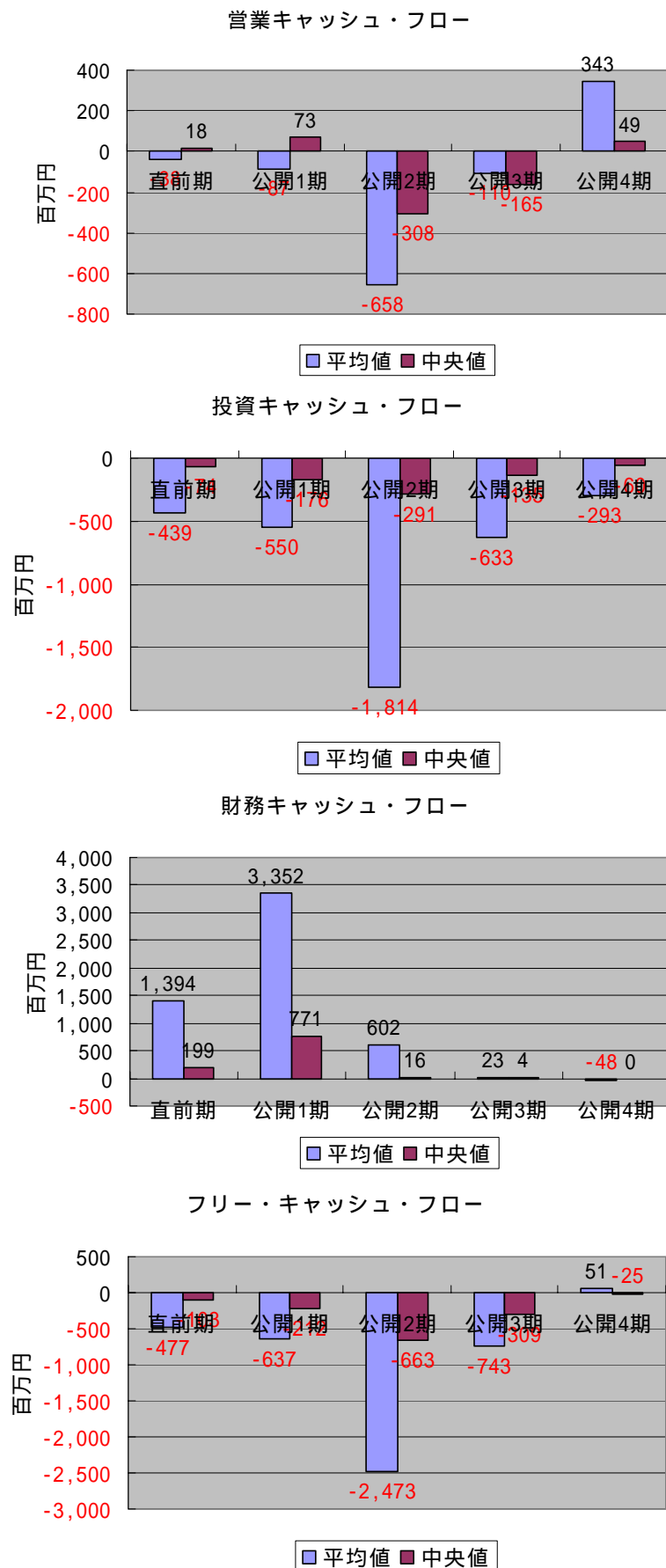
経常利益増収率



当期純利益増収率



【図5】 マザーズ新規上場企業のキャッシュ・フロー



## 第2節 新規上場時の資金調達分析

本節では、ディスクロージャー実務研究会編（2000、2001、2002、2003、2004）に記載されているマザーズ新規上場企業についての、資本政策、ファイナンス状況についてのデータを用いて、新規上場時の資金調達の状況を分析する。

### （1）資金調達規模

ここでは、資金調達の規模を測定するために、上場調達額のうち、公募による払込総額が、総資産および売上高に占める割合を算出した。表6をみると、最大値が、総資産、売上高の50倍（5000%）以上と、非常に大規模な調達が存在し、これが平均値と中央値の乖離に影響している。総資産に対する最大値は、(株)サイバーエージェントであり、売上高に対する最大値は、ニューディール(株)（新規上場時は(株)リキッドオーディオ・ジャパン）である。払込総額が総資産および売上高の10倍（1000%）を超える調達は、2000年5月以前に集中しており、これもITバブルの影響といえる。

表6 マザーズ新規上場企業の払込総額の総資産および売上高に占める割合

	最大値	最小値	平均値	中央値
払込総額 / 総資産	5,362.7%	2.1%	243.2%	62.3%
払込総額 / 売上高	5,076.9%	0.7%	358.2%	65.1%

### （2）資金調達効果

次に、新規上場後に使用した資金と、調達した資金を分析するために、上場直前期から直近までのフリーCFの累計と財務CFの累計および両者のネットの数値である手元資金の増減を分析した。表6をみると、平均値、中央値ともに、フリーCFの累計がマイナスであり、継続的な資金不足の状況は、キャッシュ・フロー分析の結果と同様であるが、財務CFの累計のプラス値が、フリーCFの累計のマイナス値よりも大きく、平均値、中央値いずれにおいても手元資金を増加させていることがわかる。これは、マザーズ新規上場企業の調達額が、累計で見た資金需要よりも多いことを意味している。

表7 マザーズ新規上場企業のフリーCF、財務CFの累計および手元資金の増減

（単位：百万円）	最大値	最小値	平均値	中央値
フリーCFの累計	12,500	101,480	2,972	996
財務CFの累計	142,712	12,067	4,663	1,715
手元資金の増減	41,232	4,439	1,691	494

さらに、マザーズ新規上場企業の資金需要であるフリーCFとの比較から資金調達効果を分析するために、フリーCFの累計をCF計算書が開示されている年数（キャッシュ・

フロー計算書の開示が義務付けられた年度や上場時期によりサンプル企業数にばらつきが生じるため)で除することにより年間フリーCFを計算し、これが払込総額に占める割合をみることにする。表8をみると、平均値、中央値ともに、払込総額は年間フリーCFの水準を越えている(100%未満)が、払込総額に比して年間フリーCFの水準が高い企業(最大値は日本風力開発㈱の517.1%、次いで㈱フォーバルテレコム516.2%)があるために、平均値は67.5%と2年分の資金需要に満たない額しか調達できていない結果となっている。これに対し、中央値の結果(29.6%)は、約3年分の資金調達を行っていることを示している。

**表8** マザーズ新規上場企業の年間フリーCFおよび払込総額に占める割合

(単位：百万円)	最大値	最小値	平均値	中央値
年間フリーCF	3,125	20,296	714	276
年間フリーCF / 払込総額	517.1%	0.5%	67.5%	29.6%

### (3) まとめ

以上から、マザーズ新規上場企業の資金調達は、次のように要約できる。

まず、資金調達規模について、企業によってかなりのばらつきがあり、売上高および総資産の10倍を超える調達はITバブル期に集中している。

また、資金調達効果について、フローの面から見ると資金不足の状況が続いているが、ストックの面からは手元資金を増加させており、平均では年間フリーCFの2～3年分の調達が行われている。

従来のファイナンスの議論においては、必要以上の資金を株式上場によって調達した場合は、資本コストを上回る株主資本利益率を計上できない場合、業績が悪化すると言われてきた。このことは東証マザーズ上場企業についてもいえるのだろうか。

これを検証するために、第5章では、財務パフォーマンスと資金調達の関連性について分析を行う。



## 第5章 財務パフォーマンスと資金調達に関連性

本節では、マザーズ新規上場企業の財務パフォーマンスと新規上場時の資金調達に関連性を分析する。その際、財務パフォーマンスのうち、財政状態、経営成績および成長性は業績のよい企業群と悪い企業群に分類するための指標として用い、キャッシュ・フローは資金調達との関連性が深いため、資金調達効果の分析のための指標として用いる。

その上で、財政状態および経営成績の観点から業績が悪化している企業群と好調な企業群について、調達規模、資金調達効果とどのような関係を有しているかについて分析する。

### 第1節 資金調達規模と財務パフォーマンス

#### (1) 業績が悪化している企業群と調達規模の関係

まず、財政状態と調達規模の関係について分析する。この分析には、上場直前期の財政状態と直近の財政状態を比較し、その変化率を用いる。表9は、マザーズ新規上場企業の総資産および純資産の増加率を示したものである。

表9 マザーズ新規上場企業の総資産および純資産の増加率

	最大値	最小値	平均値	中央値
総資産増加率	4,468.9%	73.0%	305.3%	98.2%
純資産増加率	12,175.9%	124.1%	513.1%	137.1%

財政状態については、新規上場時の払込総額の多寡により、総資産、純資産の額が大きく影響を受けるため、財政状態が改善していることをもって業績が改善しているとはいえない。したがって、財政状態との関連においては、業績の悪い企業のみを特定することとする。表10は、上場直前期と、直近の決算期の財政状態を比較し、純資産増加率の低いものから順に並べたものである。これらは、上場による公募払込により一度は自己資本を増加させたが、その後の業績低迷により、上場前よりも自己資本が減少している企業群である。

これらに共通していえることは、総資産に占める調達額の割合が、表6に示すマザーズ全体の平均値(243.2%)よりも低いことである。また、ITバブルの影響が大きい2000年3月までに上場した、ニューディール(株)、(株)クレイフィッシュ、(株)スノーヴァを除けば、いずれも中央値(62.3%)を下回っている。売上高に占める調達額の割合も同様に、ITバブルの影響を除けば、平均値(358.2%)、中央値(65.1%)を下回っている。

上記の結果から、財政状態の面から業績を悪化させている企業群は、企業の規模に対して十分な資金調達ができていなかったことがわかる。

表 1 0 財政状態の変化と調達規模の関係（純資産増加率がマイナスの企業群）

会社名	財政状態の変化		調達規模	
	総資産増加率	純資産増加率	調達/総資産	調達/売上高
(株)アドバックス(株)スノーヴァ	-55.9%	-124.1%	114.8%	55.1%
ニューディール(株)(株)リキッドオーディオ・ジャパン)	-42.2%	-97.1%	161.1%	5076.9%
サイトデザイン(株)	-61.6%	-94.4%	18.8%	70.1%
(株)フォーバルテレコム	-73.0%	-72.0%	2.1%	0.7%
(株)クレイフィッシュ	-49.9%	-48.3%	196.6%	1079.7%
日本コンピュータグラフィック(株)	-10.9%	-23.2%	16.9%	35.0%
(株)ザイオン	-4.7%	-18.9%	15.5%	12.3%
(株)シーエヌエー	-18.6%	-11.7%	17.2%	20.6%

次に、経営成績と調達規模の関係について分析する。この分析には、売上高、経常利益、当期純利益について上場直前期から直近までの売上高増収率をデータ期間により平均した平均成長率を用いる。マザーズ新規上場企業の平均成長率は表 1 1 に示すとおりである。

表 1 1 マザーズ新規上場企業の平均成長率

	最大値	最小値	平均値	中央値
売上高の増加率	4,015.6%	70.2%	236.0%	72.2%
経常利益増加率	31,650.0%	11,600.0%	528.0%	70.2%
当期純利益増加率	9,660.0%	112,528.6%	1,523.4%	83.5%

まず、売上高平均増収率がマイナスの企業群についてみる。表 1 2 は、売上高平均増収率がマイナスのものを、マイナス幅の大きいものから順に並べたものである。これらの企業群は、公開直前期の売上高と直近の売上高を比較しても売上高が減少している。

これらの企業群についても、財政状態の増減分析で検討した場合と同じことが言える。すなわち、マザーズ上場 3 号企業である(株)メッツ(2000年2月上場)を除いて、いずれも調達規模が表 6 に示す全社の平均値、中央値をともに下回っている。

表 1 2 売上高と調達規模の関係（売上高平均増収率がマイナスの企業群）

会社名	平均成長率			調達規模	
	売上高増収率	経常利益増収率	純利益増収率	調達/総資産	調達/売上高
(株)フォーバルテレコム	-25.4%	-186.2%	-2706.5%	2.1%	0.7%
(株)メッツ	-8.0%	-578.7%	-4445.1%	1181.5%	512.2%
イーディーコントライブ(株)	-6.4%	43.3%	-52.7%	17.5%	11.5%
(株)ワイ・アリーバ	-6.0%	-12.7%	-34.1%	20.7%	7.6%
トーマンサイバービジネス(株)	-4.1%	-4.0%	-10.6%	18.7%	9.7%
日本コンピュータグラフィック(株)	-0.7%	-849.5%	-414.7%	16.9%	35.0%
(株)WOWWOW	-0.4%	-16.7%	-72.5%	42.6%	28.9%
(株)ザイオン	-0.1%	-174.0%	-312.0%	15.5%	12.3%

上記より、新規上場後において業績が低迷している企業群は、マザーズ設立直後のITバブル期に上場した企業を除けば、資金調達の規模が売上高、純資産に比して小規模であったと言える。

なお、業績が低迷している企業群について、本来であれば経常利益、当期純利益についての分析を行うべきであるが、マザーズ上場企業は表5に示すとおり、経常損失、当期純損失の企業の割合が高く、増益率の計算において異常値が発生しやすいことから、分析を行っていない。しかし、財政状態の分析において、当期純利益の減少による影響が純資産の減少に織り込まれていることから、売上高の減少と財政状態の悪化している企業群を特定することで、業績が低迷している企業の分析が行えると考えた。

## (2) 業績が好調な企業群と調達規模の関係

次に業績が好調な企業群について検討する。

表13 表14 表15 は、売上高増収率、経常利益増収率、当期純利益増収率が高い企業群と調達規模の関係について、それぞれ表にまとめたものである。

表13 は、売上高増収率の高いものから順に並べたものである。このうち、マザーズ設立当初に上場した、(株)サイバーエージェント、エッジ(株)、ニューディール(株)、(株)インターネット総合研究所を除けば、総資産に占める調達額の割合または売上高に占める調達額の割合のいずれかが、表6に示す中央値(62.3%および65.1%)および平均値(243.2%および358.2%)の範囲から乖離しない水準にある。

ただし、日本風力開発(株)は、中央値よりも小規模の調達といえるが、年間フリーCFに占める調達額の割合が最大値(517.1%)表8であり、分析の対象から除外する。

表13 売上高と調達規模の関係(売上高平均増収率が100%超の企業群)

会社名	平均成長率			調達規模	
	売上高増収率	経常利益増収率	純利益増益率	調達/総資産	調達/売上高
(株)サイバーエージェント	228.7%	-1394.7%	-1496.8%	5362.7%	4579.6%
(株)インターアクション	198.9%	30.8%	16.8%	54.3%	54.9%
エッジ(株)(株)オン・ザ・エッジ	176.2%	-385.0%	-420.5%	746.0%	2110.3%
ニューディール(株)(株)リキッドオーディオ・ジャパン)	156.1%	-62.1%	-66.0%	161.1%	5076.9%
マネックス証券	127.2%	37.6%	22.9%	110.3%	908.4%
日本風力開発(株)	119.7%	4435.6%	554.3%	26.5%	43.9%
(株)ピクセラ	115.0%	249.8%	227.5%	299.9%	321.5%
(株)インターネット総合研究所	112.3%	-815.0%	-4452.6%	1112.6%	1500.8%
(株)ブイ・テクノロジー	108.2%	-93.9%	-58.5%	245.1%	352.0%

表14 は、経常利益増益率の高いものから順に並べたものである。ここでも、総資産に占める調達額の割合または売上高に占める調達額の割合のいずれかが、表6に示す中央値(62.3%および65.1%)および平均値(243.2%および358.2%)の範囲から乖離しない水準にある。

経常利益増収率が2番目に高い(株)シーエヌエーは調達規模が他の企業に比して小さいが、表10における純資産増加率がマイナスの企業群に入っていることから、業績が好調な企業群からは除外する。

表 1 4 経常利益と調達規模の関係（経常利益平均増益率が 100%超の企業群）

会社名	平均成長率			調達規模	
	売上高増収率	経常利益増収率	純利益増益率	調達/総資産	調達/売上高
日本風力開発(株)	119.7%	4435.6%	554.3%	26.5%	43.9%
(株)シーエヌエー	15.0%	1959.7%	15.6%	17.2%	20.6%
(株)シーエスアイ	59.3%	355.3%	437.7%	52.3%	68.9%
(株)ピクセラ	115.0%	249.8%	227.5%	299.9%	321.5%
クボテック(株)	48.8%	244.2%	1239.0%	63.6%	71.5%
(株)ドリームインキュベータ	42.7%	186.8%	479.6%	56.9%	202.0%
ぷらっとホーム(株)	3.9%	184.4%	288.2%	353.9%	156.8%

表 1 5 は、当期純利益増益率の高いものから順に並べたものである。ここでも、総資産に占める調達額の割合または売上高に占める調達額の割合のいずれかが、表 6 に示す中央値（62.3%および 65.1%）、平均値（243.2%および 358.2%）の範囲から乖離しない水準にある。

ただし、当期純利益と調達規模の関係において、カルチュア・コンビニエンス・クラブ(株)は、調達規模が極めて小さい。同社は、マザーズから東証一部に上場した企業であり、上場直前期の企業規模や資金調達の目的が他の企業と異なっていた事情を勘案すると、分析の対象から除外できると考える。

表 1 5 当期純利益と調達規模の関係（当期純利益平均増益率が 100%超の企業群）

会社名	平均成長率			調達規模	
	売上高増収率	経常利益増収率	純利益増益率	調達/総資産	調達/売上高
クボテック(株)	48.8%	244.2%	1239.0%	63.6%	71.5%
日本風力開発(株)	119.7%	4435.6%	554.3%	26.5%	43.9%
(株)ドリームインキュベータ	42.7%	186.8%	479.6%	56.9%	202.0%
インテック・ウェブ・アンド・ゲノム・イ	48.1%	7.5%	440.2%	73.9%	89.7%
(株)シーエスアイ	59.3%	355.3%	437.7%	52.3%	68.9%
ぷらっとホーム(株)	3.9%	184.4%	288.2%	353.9%	156.8%
カルチュア・コンビニエンス・クラブ	17.7%	16.2%	274.4%	5.9%	4.4%
(株)ピクセラ	115.0%	249.8%	227.5%	299.9%	321.5%
(株)ジャパン・デジタル・コンテンツ	23.9%	92.8%	180.9%	199.1%	55.5%

上記より、新規上場後に業績が好調な企業群では、総資産または売上高の 60%から 350%の範囲内で資金調達を行っていることがわかった。

### （3）まとめ

上記より、財務パフォーマンスを悪化させている企業群が、企業規模との関連において十分な資金調達が行えていないことが明らかになった。

また、業績が好調な企業群では、総資産または売上高の 60%から 350%の範囲内で資金調達を行っていることがわかった。

本節の分析の結果から、上場後の財務パフォーマンスを向上させているのは、上場直前期の企業規模に比して著しく乖離した資金調達を行っている企業ではなく、ある一定の範囲内で資金調達を行っている企業群であった。

## 第2節 資金調達効果と財務パフォーマンス

### (1) 業績が悪化している企業群と資金調達効果の関係

次に、業績が悪化している企業群について、資金調達効果との関連を見る。

表16は、純資産増加率がマイナスの企業群について、年間フリーCF（公開直前期から直近までの営業CFから投資CFを引いたフリーCF累計を平均したもの）と新規上場時の払込総額の比率を見たものである。

払込総額に対する年間フリーCFの比率が表8に示す中央値（29.6%）を下回り、払込総額が年間フリーCFの3年分を超えているのは、マザーズ設立初期に上場した、(株)クレイフィッシュだけであり、いずれも資金調達が十分でなかったといえる。

表16 財政状態の変化と資金調達効果の関係（純資産増加率がマイナスの企業群）

会社名	財政状態の変化		資金調達効果		
	総資産増加率	純資産増加率	年間フリーCF	払込総額	年間フリーCF / 払込総額
(株)アドバックス(株)スノーヴァ	-55.9%	-124.1%	-462	1,104	41.8%
ニューディール(株)(株)リキッドオーディオ・ジャパン	-42.2%	-97.1%	-1,661	2,640	62.9%
サイトデザイン(株)	-61.6%	-94.4%	-484	441	109.8%
(株)フォーバルテレコム	-73.0%	-72.0%	-712	138	516.2%
(株)クレイフィッシュ	-49.9%	-48.3%	-2,048	12,276	16.7%
日本コンピュータグラフィック(株)	-10.9%	-23.2%	-276	598	46.2%
(株)ザイオン	-4.7%	-18.9%	-188	172	109.1%
(株)シーエヌエー	-18.6%	-11.7%	-121	198	60.9%

表17は、売上高平均増収率がマイナスの企業について、資金調達効果との関係を見たものである。フリーCFがプラス化している(株)ワイ・アリーバ、トーマンサイバービジネス(株)およびマザーズ設立初期に上場した(株)メッツを除けば、いずれも払込総額は年間フリーCFの3年分に満たない水準となっている。

(株)WOWWOWは、資金調達効果が十分な企業の中で、唯一業績が悪化している。しかし、表12の資金調達規模との関連では、資金調達が十分でなかったとの結果が出ている。上場直前期において、既に初期投資が終了しているにもかかわらず、上場により資金調達を行い、業績を悪化させた可能性が考えられるが、本論文では、個別企業の内容には言及していないことから、今後引き続き分析したい。

表17 売上高と資金調達効果の関係（売上高平均増収率がマイナスの企業群）

会社名	平均成長率			資金調達効果		
	売上高増収率	経常利益増収率	純利益増収率	年間フリーCF	払込総額	年間フリーCF / 払込総額
(株)フォーバルテレコム	-25.4%	-186.2%	-2706.5%	-712	138	516.2%
(株)メッツ	-8.0%	-578.7%	-4445.1%	-1,480	6,510	22.7%
イーディーコントライブ(株)	-6.4%	43.3%	-52.7%	-172	313	55.1%
(株)ワイ・アリーバ	-6.0%	-12.7%	-34.1%	139	483	28.8%
トーマンサイバービジネス(株)	-4.1%	-4.0%	-10.6%	135	176	76.5%
日本コンピュータグラフィック(株)	-0.7%	-849.5%	-414.7%	-276	598	46.2%
(株)WOWWOW	-0.4%	-16.7%	-72.5%	-786	18,181	4.3%
(株)ザイオン	-0.1%	-174.0%	-312.0%	-188	172	109.1%

上記より、業績が悪化している企業群においては、年間フリーCFに対して十分な資金調達が行われていないことが明らかになった。

## (2) 業績が好調な企業群と資金調達効果の関係

次に、業績が好調な企業群について、資金調達効果との関連を見る。

売上高平均増収率において業績が好調な企業群は 表 18 のとおりである。大きな設備投資を必要とする日本風力開発㈱(517.1%は最大値であるため除外)、マザーズ上場第1号のニューディール㈱、㈱インターアクション(払込以外で調達)を除けば、いずれも年間フリーCFは払込総額の30%未満であり、少なくとも3年以上を調達していることがわかる。

表 18 売上高と調達規模の関係(売上高平均増収率が100%超の企業群)

会社名	平均成長率			資金調達効果		
	売上高増収率	経常利益増収率	純利益増収率	年間フリーCF	払込総額	年間フリーCF / 払込総額
㈱サイバーエージェント	228.7%	-1394.7%	-1496.8%	-2,748	20,700	13.3%
㈱インターアクション	198.9%	30.8%	16.8%	-225	276	81.4%
エッジ㈱(㈱オン・ザ・エッジ)	176.2%	-385.0%	-420.5%	-1,352	5,550	24.4%
ニューディール㈱(㈱リキッドオーディオ・ジャパン)	156.1%	-62.1%	-66.0%	-1,661	2,640	62.9%
マネックス証券	127.2%	37.6%	22.9%	-1,320	6,277	21.0%
日本風力開発㈱	119.7%	4435.6%	554.3%	-2,886	558	517.1%
㈱ビクセラ	115.0%	249.8%	227.5%	33	3,128	1.1%
㈱インターネット総合研究所	112.3%	-815.0%	-4452.6%	-2,171	10,881	19.9%
㈱ブイ・テクノロジー	108.2%	-93.9%	-58.5%	-1,080	3,682	29.3%

また、経常利益平均増収率が100%以上の企業群は 表 19 のとおりである。日本風力開発(最大値により除外)、㈱シーエヌエー(純資産減少により除外)、㈱シーエスアイ(払込以外で調達)を除けば、いずれも年間フリーCFは払込総額の33%未満であり、同じく3年以上を調達していることがわかる。

表 19 経常利益と調達規模の関係(経常利益平均増収率が100%超の企業群)

会社名	平均成長率			資金調達効果		
	売上高増収率	経常利益増収率	純利益増収率	年間フリーCF	払込総額	年間フリーCF / 払込総額
日本風力開発㈱	119.7%	4435.6%	554.3%	-2,886	558	517.1%
㈱シーエヌエー	15.0%	1959.7%	15.6%	-121	198	60.9%
㈱シーエスアイ	59.3%	355.3%	437.7%	-276	558	49.4%
㈱ビクセラ	115.0%	249.8%	227.5%	33	3,128	1.1%
クボテック㈱	48.8%	244.2%	1239.0%	-364	1,116	32.6%
㈱ドリームインキュベータ	42.7%	186.8%	479.6%	-415	1,283	32.3%
ぶらっとホーム㈱	3.9%	184.4%	288.2%	-701	7,440	9.4%

当期純利益平均増収率が100%超の企業群は、 表 20 のとおりである。ここでも、日本風力開発(最大値により除外)、㈱シーエスアイ(払込以外で調達)、カルチュア・コンビニエンス・クラブ㈱(CFが黒字化)、㈱ジャパンデジタルコンテンツ(払込以外で調達)を除けば、いずれも年間フリーCFの3年以上を調達していることがわかる。

表 20 当期純利益と調達規模の関係(当期純利益平均増収率が100%超の企業群)

会社名	平均成長率			資金調達効果		
	売上高増収率	経常利益増収率	純利益増収率	年間フリーCF	払込総額	年間フリーCF / 払込総額
クボテック㈱	48.8%	244.2%	1239.0%	-364	1,116	32.6%
日本風力開発㈱	119.7%	4435.6%	554.3%	-2,886	558	517.1%
㈱ドリームインキュベータ	42.7%	186.8%	479.6%	-415	1,283	32.3%
インテック・ウェブ・アンド・ゲノム・インフォマティクス㈱	48.1%	7.5%	440.2%	-193	651	29.6%
㈱シーエスアイ	59.3%	355.3%	437.7%	-276	558	49.4%
ぶらっとホーム㈱	3.9%	184.4%	288.2%	-701	7,440	9.4%
カルチュア・コンビニエンス・クラブ㈱	17.7%	16.2%	274.4%	3,125	2,790	112.0%
㈱ビクセラ	115.0%	249.8%	227.5%	33	3,128	1.1%
㈱ジャパン・デジタル・コンテンツ	23.9%	92.8%	180.9%	-338	460	73.6%

上記より、業績が好調な企業群においては、年間フリーCFに対して十分な（少なくとも3年以上）資金調達が行われていることがわかった。また、年間フリーCFに対して十分な資金調達が行われていない企業でも、業績が好調な企業は公開後において資金調達を行っている。

### （3）まとめ

上記より、業績が低迷している企業群は、年間フリーCFに比して、十分な資金調達を行っていないこと、業績が好調な企業群は、少なくとも将来3年間のフリーCFの資金需要に対応する資金調達を行っていたことがわかった。

## 第3節 財務パフォーマンスとその他のデータとの関連性

これまで、財務パフォーマンスと、資金調達の関連性について分析を行ってきたが、分析の過程において、その他の定性的データとの関連において特長的な傾向が見られたものについて述べる。

表21、表22は、業績が好調な企業群について、経常利益平均増益率、当期純利益平均増益率と社長年齢、主幹事証券会社、監査法人の関係について分析を行ったものである。

まず、社長年齢について、表3に示す平均値（44.76歳）、中央値（45歳）よりも高い水準（43～57歳）にあることがわかる。売上高平均増収率についてはこの傾向は見られないが、利益に関しては、高い成長をもたらしているのは経験のある社長である傾向が明らかになった。

また、主幹事証券について、表4において2番目に高いシェアを有していた大和（13.3%）の名前が見られない。詳細な分析を行っていないため、原因については今後の研究に期待したいが、興味深い結果といえる。

さらに、監査法人についても、表4において第3位のシェアを有していたトーマツ（22.7%）の名前がない。これについても、今後の研究が待たれるところである。

表21 経常利益と定性的データの関係（経常利益平均増益率が100%超の企業群）

会社名	社長年齢	主幹事証券	監査法人	平均成長率		
				売上高増収率	経常利益増収率	純利益増益率
日本風力開発(株)	43	日興	新日本	119.7%	4435.6%	554.3%
(株)シーエヌエー	54	日興	新日本	15.0%	1959.7%	15.6%
(株)シーエスアイ	51	野村	中央青山	59.3%	355.3%	437.7%
(株)ビクセラ	49	日興	朝日	115.0%	249.8%	227.5%
クボテック(株)	53	野村	太田昭和とセンチュリー	48.8%	244.2%	1239.0%
(株)ドリームインキュベータ	57	つばさ	神奈川	42.7%	186.8%	479.6%
ぶらっとホーム(株)	56	日興	朝日	3.9%	184.4%	288.2%

表 2 2 当期純利益と定性的データの関係（純利益平均増益率が 100% 超の企業群）

会社名	社長年齢	主幹事証券	監査法人	売上高増収率	平均成長率	
					経常利益増収率	純利益増益率
クボテック(株)	53	野村	太田昭和センチュリー	48.8%	244.2%	1239.0%
日本風力開発(株)	43	日興	新日本	119.7%	4435.6%	554.3%
(株)ドリームインキュベータ	57	つばさ	神奈川	42.7%	186.8%	479.6%
インテック・ウェブ・アンド・ゲノム・インフォマティクス(株)	51	野村	太田昭和センチュリー	48.1%	7.5%	440.2%
(株)シーエスアイ	51	野村	中央青山	59.3%	355.3%	437.7%
ぶらっとホーム(株)	56	日興	朝日	3.9%	184.4%	288.2%
カルチュア・コンビニエンス・クラブ(株)	49	野村	三優	17.7%	16.2%	274.4%
(株)ピクセラ	49	日興	朝日	115.0%	249.8%	227.5%
(株)ジャパン・デジタル・コンテンツ	46	つばさ	中央青山	23.9%	92.8%	180.9%

最後に、マザーズ上場企業の初期収益率（公開価格と初値の乖離）について、財務パフォーマンスとの関連性を分析したが、有意な関係はみられなかった。表 2 3 は、両市場の初期収益率の比較を行ったものである。最大値、最小値についてはジャスダックの測定期間が長いため、乖離幅が大きくなっているが、平均値、中央値については、いずれもマザーズが大きくなっている。

表 2 3 マザーズとジャスダックにおける初期収益率の比較

	最大値	最小値	平均値	中央値
初期収益率（マザーズ）	353.0%	46.2%	59.9%	34.0%
初期収益率（ジャスダック）	809.09%	72.50%	47.92%	15.00%

ジャスダックについては、ブックビルディング方式に移行した 1997 年 9 月以降（忽那〔2004〕）

これらのデータと財務パフォーマンスの関連性については、今後さらに詳細な分析を行い、店頭市場における先行研究や、諸外国における先行研究との比較を試みる必要がある。



## 第6章 分析の結果と考察

### 第1節 本論文の要約

本論文では、東証マザーズ新規上場企業の財務パフォーマンスが新規上場時の資金調達とどのような関連性を有しているかについて考察した。

マザーズ新規上場企業の財務パフォーマンスについては、まず、経常損益、当期純損益について、公開直前期、公開1期目に損失を計上している企業の割合は20%台であったが、公開2期目に入って60%台と3倍近くに増加しており、忽那・岡村(1999)における、1995年と1996年の新規店頭公開企業についての実証分析と同様の傾向がみられた。

次に、経常利益増益率、当期純利益増益率について、公開1期においては、平均値がそれぞれ180.0%、108.9%、中央値もそれぞれ73.0%、88.1%と高い伸びを示しており、新規店頭公開企業において公開1期目から成長率が悪化するのと異なる結果が出ている。しかし、その反動として、公開2期において成長率が大きく悪化しており、東証マザーズ上場企業に対する高い成長性への期待から、公開1期において収益性を改善させようとするインセンティブがはたらくことが要因と考えられる。

さらに、キャッシュ・フローの分析においては、公開4期に入ると財務CFがマイナスとなり、借入金を返済している企業が見られた。マザーズ新規上場企業においても、新規公開の目的が資金調達ではなく、創業者による投資の回収や企業の名声、優秀な人材の獲得といった資金調達以外の目的である可能性がある。

そして、財務パフォーマンスと資金調達の関係の分析においては、いくつかの興味深い特徴が指摘された。

まず、財務パフォーマンスと調達規模の関係においては、新規上場後において業績が低迷している企業群は、マザーズ設立直後のITバブル期に上場した企業を除けば、資金調達の規模が売上高、純資産に比して小規模であることがわかった。また、新規上場後に業績が好調な企業群では、総資産または売上高の60%から350%の範囲内で資金調達を行っていることがわかった。以上の分析の結果から、上場後の財務パフォーマンスを向上させているのは、上場直前期の企業規模に比して著しく乖離した資金調達を行っている企業ではなく、ある一定の範囲内で資金調達を行っている企業群であることが判明した。

次に、財務パフォーマンスと資金調達効果の関係において、業績が悪化している企業群においては、年間フリーCFに対して十分な資金調達が行えていないことが明らかになった。また、業績が好調な企業群においては、年間フリーCFに対して十分な(少なくとも3年以上)資金調達が行われていることがわかった。これにより、上場後において、少なくとも将来3年間のフリーCFの資金需要に対応する資金を確保することが好調な財務パフォーマンスと関連性を有することがわかった。

### 第2節 財務パフォーマンスと調達規模についての文献の検討

第1節では、マザーズ新規上場企業の財務パフォーマンスと、資金調達の関連性につい

て実証分析から得られた結果を要約した。わが国においては、ベンチャー・ファイナンスの分野において、未だ確立された理論に基づいた実務が行われていないが、米国を始めとする諸外国においては、優れた文献が少なくない。

本節では、これらの文献を検討し、わが国における、今後の資本政策や、ベンチャー・ファイナンス市場を活性化させるための方向性を考察する一助としたい。

### (1) ベンチャー企業の資金調達と資金需要の予測

ベンチャー企業の資金調達について、(リチャード、ジャネット〔2004〕)では、「ベンチャー企業では、企業の存続と成功についての不確実性が高いため、資金提供のコミットメントは企業の成長ステージと連動させて段階的に行われる傾向にある。一般に、ベンチャー企業の成長はマイルストーンに照らして説明でき、マイルストーンは不確実性が大幅に解消する時点に対応するように設定されている。」と述べられている。また、資金需要についても、「一般に、ベンチャー企業が次のマイルストーンまで到達するのに必要な資金だけを調達することが、その成功を予測しているアントレプレナーにとってもっとも望ましい。マイルストーンまでベンチャー企業が到達すると、外部投資家のリスクは低くなり、これまでよりもリスクを見積もりやすくなる。」と述べられている。

すなわち、ベンチャー企業の資金調達は、マイルストーンまでの必要資金を段階的に外部投資家から調達することにより、リスクの見積もりやすくなり、リスクを低減することができる。

### (2) 資金の使用者と供給者の根本的な利害対立

しかし、(ジェフリー〔1997〕)では、「資金の使用者である企業家と、供給者である投資家との間には、根本的な利害の対立が存在する。」と述べ、「資金の使用者は可能な限り多額の資金調達を望むが、投資家は段階的な資金供給により6~12ヶ月間にわたる分散投資でリスクの低減を図る。」と述べられている。

さらに、「資金調達の交渉にあたり、企業家は高い企業価値によって有利な条件を確保しようとするが、もちろんこれは投資家の利害に反する。結局のところ、資金は投資家の手にあるので、投資家との緊張関係を高めることになる。」と述べられている。

このような利害対立を解消するために、(リチャード、ジャネット〔2004〕)では、以下の3原則を出発点として、外部からどのくらいの資金を調達すべきかについての見通しを立てるべきだと述べている。

アントレプレナーは、事業が成功するシナリオの資金需要を賄うために、今すぐにその全額を調達する必要はない。成功シナリオが実現した場合、アントレプレナーは、将来、より有利な条件で追加資金を順調に調達できるであろう。

アントレプレナーは、ベンチャー企業が失敗すると分かった場合にだけ必要となる資金を、最初から調達する必要はない。営業赤字が続くと予測され、大きな改善の

見通しが立たないようなシナリオのために資金を調達する合理性はない。

アントレプレナーは、重要なマイルストーンを達成した後に必要となる資金を今すぐに調達する必要はない。事実、必要となる以前に資金を調達しようとする、アントレプレナーはベンチャー企業の成功に自信がないということをシグナリングしていることになる。

### (3) リスク・キャピタルに対する誤解

(ジェフリー〔1997〕)では、ベンチャー・キャピタルの重要性について以下のように述べている。「これは、ベンチャー企業の長期的な最重要課題の一つでもある、資金以上に企業価値を高めることができる投資家の能力を過小評価するものである。この罠に陥る起業家は、自分にはない能力を投資家が与えてくれることを完全に無視する。繰り返すが、これらは投資家の市場や業界に関する経験やノウハウ、人脈や有益なコンタクト、関係をもつことによって得られる評判などである。」

また、「前述したとおり、成功するベンチャー企業の鍵は経営チームと資金を提供するパートナーとの相互作用である。この二者の効果的な関係を構築することができれば、投資家もたらす付加価値による相乗効果がベンチャー成功への強力な起爆剤となろう。しかし、あまりにも多くの起業家が、投資家が提供することのできる高い付加価値に気付くことなく、「安価な資金」を追い求めてしまう。」と述べ、優秀なベンチャー・キャピタルが起業家の理解のもとに受け入れられるならば、資金調達を超えた付加価値が付与されることにより、ベンチャー企業の成功確率が高まることを示唆している。

### (4) 資本コストのフレームワークが抱える限界

ベンチャー・ファイナンスにおける資本コストの概念について、(リチャード、ジャネット〔2004〕)では、「リスクが高く、長期間存続するベンチャー企業に対する分散されていない投資について、その価値評価に資本コストを使えるだろうか。それは、次の2つの理由から疑わしい。第1に、リスクが高いベンチャー企業では、一般的に、キャッシュ・フローはきわめて非対称な分布になると予測される。こうした場合にCAPMを使って計算すると、価値の見積を誤る危険性がある。第2に、投資家が市場ポートフォリオへの投資にかけられるレバレッジには上限がある。ベンチャー企業のリスクと同じ水準を作り出そうとしてもレバレッジの上限を超える場合には、投資家は資本コストを使って投資の価値を評価することはできない。」と述べ、ベンチャー・ファイナンスに特有の資本コストや企業価値評価の仕組みの重要性を説いている。

また、「分散投資していない投資家であるアントレプレナーは、分散投資している外部投資家に適用する割引率よりも相当に高い割引率を使って、ベンチャー企業の価値を評価すべき」であるとしている。

そして、「アントレプレナーの要求収益率は、市場リスクだけでなく、それに個別リス

クを加えた総リスクによって決まるため、工夫次第ではベンチャー企業への投資の価値をさらに高めることができる。それは、ベンチャー企業を始める際の戦略をうまく選択することによって、それに、アントレプレナーと外部投資家との間のディール・ストラクチャーを工夫することによって可能となる。」と述べ、(ジェフリー〔1997〕)で述べられたことと同様に、外部投資家であるベンチャー・キャピタルが、起業家との協力の下に、起業家の資本コストをうまく下げようようなディール・ストラクチャーを構築できれば、ベンチャーの企業価値をさらに高めることができることを示唆している。

## 第7章 結び

### 第1節 あるべき資本政策についての展望

#### (1) わが国における資本政策の現状

第6章で検討したように、米国をはじめとする諸外国においては、ベンチャー企業のためのファイナンス手法が確立され、それに基づいた実務が行われている。一方、わが国では、ベンチャー企業の評価にDCF法すら使われていない状況である。

(山本〔2004〕)では、ハイテクベンチャー企業のバリュエーションにDCF法が使われない背景として、日本ではデュディリジェンスを行う文化があまり根付いていないこと、ベンチャー投資実務において投資先企業の発掘作業に大半の時間が割かれること、シナリオ分析的な発送の欠如、を挙げている。

また、(長谷川〔2004〕)においては、日本と米国のベンチャー・キャピタルの行うバリュエーションに関して4つの相違点を挙げ、その一つとして米国では段階的な投資をするのに対して、日本では資金が必要になったそのたび毎に資金調達をする傾向が強いことを指摘している。

東証マザーズ上場企業において、1社あたりのベンチャー・キャピタル関与数は、平均8社であった(表3)。しかし、実際は、リード・インベスターが企業価値を決定するのではなく、すべてのベンチャー・キャピタルが合意の上で払込金額を決定するという実務が行われている。

また、株式上場に先立つ資本政策の立案段階では、株式公開までの全体的な調達シナリオを作成はするが、むしろこれはベンチャー・キャピタルから資金を引き出すためのその場限りのプランという性格が強く、2回目3回目の増資時に時価総額を上げていくという米国のような投資手法はとられていない。

さらに、日本のベンチャー企業の資本政策は、主幹事となる証券会社とコンサル契約を締結し、その中で決定されることが多い。本来、資本政策は、アントレプレナーが負担する高い資本コストと、分散投資が可能な外部投資家の低い資本コストを近づけるために行われるべきところ、アンダーライターである引受主幹事証券会社にまかせっきりになっているところに問題があるといえる。

本論文では、資金調達の規模および資金調達効果が上場後の財務パフォーマンスと密接な関連性を有していることがわかった。株式上場準備段階において、継続的な成長を可能にする資金調達を行うには、次のような視点から資本政策を行う必要がある。

#### (2) ディール・ストラクチャーの重要性

(リチャード、ジャネット〔2004〕)は以下のように述べている。「実績のないアントレプレナーが、アイデアを押し進め、ベンチャー企業のCEOを務めたいと考えているとしよう。この場合には、アイデアの魅力向上のために、アントレプレナーができることはほとんどない。アントレプレナーがCEOでありつづけたいと望むのであれば、経営陣の

能力もかなり固定的なものとなる。こうした制約があるために、ディール・ストラクチャーは、成功か失敗かを決定する、おそらく唯一かつ最大の要因となるであろう。」

第6章で述べたように、企業家の負担する事業のリターンとリスク（資本コスト）を理解し、達成すべきマイルストーンと一緒に計画しながら自己の資本コストと企業家の資本コストを近づけ、企業価値を段階的に高めていくアドバイザーの存在が必要である。

わが国においては、独立系のベンチャー・キャピタルがその役割を果たしつつあるが、未だ目立った成果が出ていない。独立系のベンチャー・キャピタルやブティック型の投資銀行が多く登場するとともに、株式上場準備に携わる、引受主幹事証券会社や監査法人においてもベンチャー・ファイナンスに対する正しい認識がなされる必要がある。

### （3）キャッシュ・フローの予測に基づくディール・ストラクチャー

本論文では、新規上場後の財務パフォーマンスは、新規上場時の資金調達額が、上場直前期の企業規模や上場後のフリーCFの水準との関係において、ある一定の範囲にあるとき、良好である事を見てきた。

企業規模との関連において、財務パフォーマンスが好調な企業の資金調達額が、一定範囲内に位置していたことは、企業家が一度に多額の資金を調達してはならないことと関連がある。同じように、業績が好調な企業の資金調達額が年間フリーCFの3年以上であったことは、将来CFの予測を行い、マイルストーンまでの資金需要を調達することと関連がありそうである。このことは、株式上場前の段階において、必要資金を段階的に投資することにより、起業家と投資家との資本コストを近づけるという作業が行われれば、新規上場後の財務パフォーマンスにより影響を与える可能性がある事を示唆している。

わが国においては、上場後の財務パフォーマンスが、上場前の資本コストやディール・ストラクチャーと密接に関係しているという認識が希薄である。主幹事証券会社のコンサルにより資本政策を立案するのではなく、企業家にとって真のパートナーとして信頼できるアドバイザーが、段階的投資によりリスクを分散しながら資本政策の立案を行い、ベンチャー企業の価値を高めていく必要がある。

## 第2節 ベンチャー・ファイナンス市場の活性化のために

従来、わが国におけるベンチャー企業の低成長性にかかる論点については、日本の金融システムの特異性やベンチャー支援策の欠点が指摘され、わが国においても欧米諸国のように、ベンチャー企業が直接金融により資金調達できる仕組みの構築が急務であるといわれてきた。

イギリスにおいては、長期間にわたって投資リターンを持つように設定された、いくつかのシード段階投資のベンチャー・キャピタリストが存在するが、市場全体からすればほんのわずかな比率を占めるにすぎず、変わってインフォーマルなビジネス・エンジェル数の増加が、ベンチャー企業のエクイティ・ギャップを縮小させている(ロバート・マーク・

ジェラルド・アンドレア〔2000〕）。

また、米国では、第6章で述べたようなベンチャー・キャピタルが活躍し、ベンチャー企業の業種や規模に合わせたブティック型の投資銀行や証券会社が多く存在する（忽那〔1999c〕）。

これに対して、日本では、ベンチャー・キャピタル・ファームの数は少なく、既存のベンチャー・キャピタル・ファームは、通常、負債を中心とした資金提供を行い、株式取得による投資を行う場合でも持分は少ない。さらに、日本においては、そのベンチャー・キャピタルでさえ有効に機能しているとは言いがたい。日本のベンチャー・キャピタル・ファームは、銀行や証券会社の子会社である場合が多い。加えて、日本のベンチャー・キャピタル・ファームのスタッフは、リスクに対して保守的な傾向があり、投資先のベンチャー企業に価値を付加するのに不可欠な業界での経験をもたない場合もある。

そこで、わが国ベンチャー・ファイナンス市場の活性化のためには、以下のような方向性が必要と考える。

まず、本格的なベンチャー・キャピタリストを養成することが挙げられる。技術評価、企業評価、経営・財務コンサルティング、事業支援、人脈など必要な能力はさまざまであり、それぞれ高い能力が要求される。これらすべての能力を一人で備えることは困難なので、これらの専門家を育ててチームで対応することが必要である。

また、ベンチャー企業への資金提供においては、既存企業などに対する銀行貸付等に比べ資金の利用者と出し手との間により大きな情報の非対称性がある。したがってモラル・ハザードの問題が起こりやすいので、エクイティ資本の提供を円滑化する上で、ベンチャー企業のスクリーニングや資金提供後のモニタリングを専門家として行うベンチャー・キャピタルの存在が必要となる。その機能が十分働かないまま、証券市場につながれると、一般投資家が過大なリスクにさらされる可能性が高まってしまう。

米国では、ベンチャー企業に対して行われたバリュエーションが、よかったのか悪かったのかについての経験が蓄積される仕組みがある。また、名声のあるベンチャー・キャピタルやアンダーライターが関与しているIPOにおいては、アンダープライシングによる間接的コストが低いという実証結果もある。

わが国においても、資本市場において自己の利益だけを追求するのではなく、市場全体の活性化に貢献することにより名声を得る、志の高いベンチャー・キャピタルやアンダーライターの登場が望まれる。

### 第3節 残された課題

最後に本研究の残された課題について、次の3点を指摘しておきたい。

まず、本論文で使用したマザーズ新規上場企業の財務データは、2004年3月末決算期までを使用しているが、上場企業数が最も多い、2003年上場企業の財務データについては、2期分しか入手できなかったため、財務パフォーマンスのサンプル企業数にばらつきが生じている。

また、財務パフォーマンスと資金調達の関係の分析において、本論文では、財務分析数値を並べ替えることにより、資金調達規模や資金調達効果の分布を見るという方法をとったが、統計的には、さらに精緻な方法による分析により誤った推論を除去する必要がある。すなわち、財務パフォーマンスがよい、悪いといった切り口だけでなく、資金調達規模や資金調達効果、株主資本コストの側面から財務パフォーマンスを詳細に分析する必要がある。

さらに、第3章4節において、財務パフォーマンスと他のデータの分析を試みたが、他にも従業員数、資本構成、ベンチャー・キャピタル、株価パフォーマンス等、同様の分析を行い、さらに詳細な原因の分析が必要と思われる。

今後の課題とするとともに、更なる研究が望まれる。

以上



## 謝辞

仕事をもちながら、平日の夜と土曜日、日曜日の社会人学生という生活を約一年半過ごし、ベンチャー・ファイナンスについてはまったく知識のなかった私が、東証マザーズ上場企業の財務パフォーマンスと資金調達についての専門職学位論文を今ここに書き終えることができた。

これも暖かい励ましと、時には厳しい叱咤を交えながらご指導くださった先生方のお陰であると思う。基礎的な知識の習得から、論文テーマの絞込み、先行研究検索、論文校正までご指導、ご助言いただいたゼミ教官の伊藤嘉博教授に心から感謝する次第である。また、ベンチャー・ファイナンスの分野に研究の目を開いてくださった、ベンチャー・ファイナンス応用研究の忽那憲治助教授には、講義の枠を越えてご指導、ご助言いただき、心からお礼の言葉を申し上げたい。

ティーチング・アシスタントの乙政佐吉氏、大浦啓輔氏には、論文検索、参考文献の記載方法、様式についての細かな留意点など、丁寧にご指導いただいた。また、ゼミの学友の皆さんからも多くの貴重なご助言と励ましの言葉をいただいた。心からお礼の言葉を申し上げたい。

最後に、いつも私のわがままを快く許してくれ、陰日向となって支えてくれる最愛の妻と、社会人大学院在学中にこの世に生まれ、いつも屈託のない笑顔で心和ませてくれる長男に、感謝の言葉を述べたい。

2004年8月

柴原啓司

## 参考文献

- 氏家純一（2002）『日本の資本市場』東洋経済新報社
- 岡村秀夫（1997）「日本の新規公開市場とアンダーライターの役割」『証券経済研究；日本証券経済研究所』（9）
- 岡村秀夫（1999）「新規店頭登録株の中期パフォーマンス」『証券レポート』（1567）48-58 頁
- 紙谷俊明「東証による株価指数拡充の取り組みと今後の展望～TOPIX1000 及びマザーズ指数」『月間資本市場』（219）34-41 頁
- 木村芳彦（2002）「新興企業市場「マザーズ」の上場制度の見直し」『旬刊経理情報』（987）38-42 頁
- 忽那憲治（1996）「成長初期段階のベンチャー企業に対する資金供給システム--ベンチャー・キャピタルとエンジェル投資の現状と課題」『証券研究年報；大阪市立大学証券研究センター』（11）17-53 頁
- 忽那憲治（1997）『中小企業金融とベンチャーファイナンス～日・米・英の国際比較』東洋経済新報社
- 忽那憲治（1997a）「A I M創設と英国証券会社の発行業務における新展開～わが国店頭市場改革へのインプリケーション」『証券経済研究；日本証券経済研究所』（5）93-123 頁
- 忽那憲治（1997b）「店頭市場構造と証券会社の引受活動～J A S D A Q、N A S D A Q、A I Mの比較～」『証券経済学会年報；証券経済学会事務局』（33）45-49 頁
- 忽那憲治（1997c）「わが国新規店頭公開企業の「低成長性」に関する一考察--ベンチャー・キャピタル投資との関連性を中心に」『インベストメント；大阪証券取引所』50（6）17-31 頁
- 忽那憲治（1998）「新規店頭公開企業の成長性～ベンチャー・キャピタル及び主幹事証券の審査・引受能力との関連性」『旬刊経理情報』（842）4-10 頁
- 忽那憲治（1999a）「ベンチャー・ファイナンスと店頭市場」『ESP；economy ,society ,policy 』1999年1月号 46-49 頁
- 忽那憲治（1999b）「ベンチャー・ファイナンスと直接金融システム～新規店頭公開市場とベンチャー・キャピタル投資の現状と課題～」『調査季報；国民金融公庫総合研究所』（49）24-51 頁
- 忽那憲治（1999c）「米国のベンチャー・ファイナンスのダイナミズム～ブティック型投資銀行とベンチャー・キャピタルの役割～」『正協レポート；東証正会員協会総務部』3（2）21-30 頁
- 忽那憲治（2000）「急成長ベンチャー企業の輩出とベンチャー・キャピタルおよび店頭市場の役割」『証券経済学会年報；証券経済学会事務局』（35）276-278 頁
- 忽那憲治（2004）「新規株式公開における企業価値評価～ブックビルディング方式に

- おける公開価格決定プロセスと初期収益率～」『Business insight』（通号 46）2004年夏 44頁-57頁
- 忽那憲治・岡村秀夫（1999）新規店頭公開企業の業績パフォーマンスと株式保有構造『証券アナリストジャーナル』（37）11月11号 60-80頁
  - 忽那憲治・山田幸三・明石芳彦（1999）『日本のベンチャー企業～アーリーステージの課題と支援』日本経済評論社
  - 小島信一（2000）「マザーズ（東証新興企業市場）の創設について」『JICPA ジャーナル』（534）57頁-61頁
  - ジェフリー・A・ティモンズ（1997）『ベンチャー創造の理論と戦略』千本倅生・金井信次訳、ダイヤモンド社
  - 高橋文郎（2001）『実践 コーポレート・ファイナンス』ダイヤモンド社
  - 中條良美（2002）「株式所有構造と日本企業の株価--会計モデルによる分析」『経済科学；名古屋大学経済学研究科』50（3）179-190頁
  - ディスクロージャー実務研究会編（2000,2003,2004）『株式上場白書』亜細亜証券印刷
  - ディスクロージャー実務研究会編（2001,2002）『株式上場白書＜新興市場編＞』亜細亜証券印刷
  - 長谷川博和（2004）「ベンチャー・キャピタルから見たベンチャー企業のバリュエーション～日米のバリュエーションに関する4つの違い～」『Business insight』（通号 46）2004年夏 8頁-25頁
  - 花枝英樹（2002）『戦略的企業財務論』東洋経済新報社
  - 松野雄一郎（2000）「公認会計士から見たマザーズ市場の特徴と課題～ベンチャー企業育成市場の整備と公認会計士の役割」『JICPA ジャーナル』（541）19頁-23頁
  - 舞田浩二（2002）「新興企業市場マザーズの上場制度の見直しと上場準備円滑化のための「事前チェックリスト」及び「ヒアリング主要項目リスト」について」『企業会計』Vol.54 No.8 125-135頁
  - リチャード・A・ブリーリー・スチュワート・C・マイヤーズ（2002）『コーポレート・ファイナンス（第6版）上・下』藤井眞理子・国枝繁樹訳、日経BP社
  - リチャード・L・スミス・ジャネット・K・スミス（2004）『アントレプレナー・ファイナンス』山本一彦・岸本光永・忽那憲治監訳、(株)コーポレート・キャピタル・コンサルティング訳、中央経済社
  - ロバート・ガブロン・マーク・コーリング・ジェラルド・ホルサム・アンドレア・ウェストール（2000）『起業家社会～イギリスの新規開業支援施策に学ぶ～』忽那憲治・高田亮爾・前田啓一・篠原健一訳、同友館
  - 山本大輔（2004）「投資対象としてのハイテクベンチャー企業のバリュエーション」『Business insight』（通号 46）2004年夏 26頁-43頁

- Judy Beckman, Jacqueline Garner, Beverly Marshall and Hideo Okamura (2001) The influence of underwriter reputation, keiretsu affiliation, and financial health on the underpricing of Japanese IPOs, *Pacific-Basin Finance Journal*,
- Jun Cai, and K. C. John Wei. (1998) The investment and operating performance of Japanese initial public offerings, *Pacific-Basin Finance Journal*,
- Jun Cai, and Tim Loughran. (1998) The performance of Japanese seasoned equity offerings, 1971-1992, *Pacific-Basin Finance Journal*,
- Kenji Kutsuna, Marc Cowling, and Paul Westhead (2000) The short-run performance of JASDAQ companies and venture capital involvement before and after flotation, *Venture Capital*2, pp.1-25.
- Kenji Kutsuna, Hideo Okamura and Marc Cowling (2002) Ownership structure pre- and post-IPOs and the operating performance of JASDAQ companies, *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol.10. No.2, pp.163-181.
- Kenji Kutsuna, Richard Smith (2004) Why does book building drive out auction methods of IPO issuance? Evidence from Japan Revised version of No2002-12-*Review of Financial Studies*,
- Richard H. Pettway, and Takashi Kaneko.(1999)The effects of removing price limits and introducing auctions upon short-term IPO returns: The case of Japanese IPOs, *Pacific-Basin Finance Journal*,
- Takato Hiraki, Hideaki Inoue, Akitoshi Ito, Fumiaki Kuroki and Hiroyuki Masuda (2003) Corporate governance and firm value in Japan: Evidence from 1985 to 1998, *Pacific-Basin Finance Journal*,
- Takashi Kaneko, and Richard H. Pettway. (2003) Auctions versus book building of Japanese IPOs, *Pacific-Basin Finance Journal*,
- Yasushi Hamao, Frank Packer<sup>1</sup>, and Jay R. Ritter<sup>2</sup>.(2000)Institutional affiliation and the role of venture capital: Evidence from initial public offerings in Japan, *Pacific-Basin Finance Journal*,

## ワーキングペーパー出版目録

番号	著者	論文名	出版年
2003・1	園田 龍太郎 田中 亮偉 舟橋 洋明 渡邊 敏章	知的創造プロセスにおける主唱者の意図と信頼 新型目薬開発ケース分析	5/2003
2003・2	東條 伸一郎 福武 基裕 和田 昇 葭崎 真裕	キャリア形成におけるメンタリングの効果	5/2003
2003・3	高梨 寿 野村 佳子 皆川 真寛 吉岡 秀治	職務特性モデルにおいて成果変数に影響を与える因子に関する 考察 J 鉄道の乗務員職場二箇所の比較分析	5/2003
2003・4	安本 光朗	グローバル化時代のマーケティングと R&D の統合 製薬企業のグローバル戦略と製品開発事例による考察	6/2003
2003・5	佐竹 忠敏 中野 誠 大原 由利子 伊藤 和宣 清水 恭彦 猶本 良夫	Brand remodeling 再び輝き始めたブランド	7/2003
2003・6	香野 雄一郎	ブロードバンド時代の Web サイト戦略 証券会社の Web サイト分析	10/2003
2003・7	松本 米龍	技術提携における先行的人間関係の役割	10/2003
2003・8	野村 佳子	多能工化が客室乗務員に与える影響	10/2003
2003・9	東條 伸一郎	外資製薬メーカーにおける研究開発効率 研究者の人的資源管理の視点から	10/2003
2003・10	松本 行浩	製品開発におけるコンフリクトの所在と規定因	11/2003
2003・11	田中 康平	日本的生産システムにおける情報共有	12/2003
2003・12	松井 豊	医療事業マネジメントにおける ES 重視 CS 経営 (CS・ES 複合 型経営) の提案と社会的意義の考察	12/2003
2003・13	南條 大輔	わが国企業における経理教育の実態	12/2003

番号	著者	論文名	出版年
2004・1	村木 美紀子 澤田 明宏 藤田 清文 池田 周之 中井 雅章	ベンチャー企業の新規株式公開における企業価値評価について アンジェス・エムジー株式会社をモデルとして	9/2004
2004・2	澤田 明宏	不確実性下の発電設備の価値評価	3/2005
2004・3	河合 伸	情報システム導入時に発生する混乱の実態と解決の方向性	3/2005
2004・4	矢崎 和彦	- ERP に代表される業務パッケージの導入に着目した研究 - 持続的競争優位源泉としての経営理念とデザインシステム	3/2005
2004・5	柴原 啓司	- 志と顧客価値を結ぶ文化技術 - 東証マザーズ上場企業の財務パフォーマンスと資金調達 - ベン チャー・ファイナンス市場の活性化のために -	3/2005