

1. 本論文の構成

本論文の構成は、次のとおりである。

序章

- 第1節 本論文の目的
- 第2節 ベンチャーファイナンスにおけるVC、IPOの位置づけ
- 第3節 本論文の構成

第1章 ベンチャーキャピタル契約の役割

- 第1節 はじめに
- 第2節 VC契約と投資手法の概要
- 第3節 VC契約と投資手法によるモラルハザードの抑制効果
- 第4節 日本のVCに対するインプリケーション
- 第5節 結論

第2章 銀行系VCがベンチャー企業の資金調達へ及ぼす影響

- 第1節 はじめに
- 第2節 仮説
- 第3節 サンプル及びデータ
- 第4節 実証分析
- 第5節 結論

第3章 株式所有構造が株式公開時の引受手数料に及ぼす影響

- 第1節 はじめに
- 第2節 仮説
- 第3節 記述統計とデータ
- 第4節 実証分析
- 第5節 結論

第4章 引受シンジケートの構成が新規公開費用に及ぼす影響

- 第1節 はじめに
- 第2節 引受シンジケートメンバー及びブックビルディング
- 第3節 仮説
- 第4節 サンプル及び記述統計量
- 第5節 実証分析
- 第6節 結論

第5章 取引方法が新規公開費用に及ぼす影響

- 第1節 はじめに
- 第2節 JASDAQの初値決定方式
- 第3節 仮説
- 第4節 データとサンプルセレクション
- 第5節 実証分析
- 第6節 結論

第6章 上場・廃止基準が新規公開費用に及ぼす影響

- 第1節 はじめに
- 第2節 新興三市場の上場・廃止基準
- 第3節 仮説
- 第4節 データと記述統計量
- 第5節 実証分析
- 第6節 実証結果
- 第7節 結論

参考文献

2. 本論文の目的

本博士論文の目的は、ベンチャーファイナンスにおいて中心的な役割を担うベンチャーキャピタル(以下VC)や新規株式公開(以下IPO)における日本特有の現象および、その現象がベンチャー企業の資金調達に及ぼす影響を実証的な観点から検証することにある。したがって、本博士論文はVCに関する検証とIPOに関する検証の2つに分けて構成されている。第1, 2章でVCに関する検証を行い、第3, 4, 5, 6章においてIPOに関する検証を行っている。

3. 第1章 ベンチャーキャピタル契約の役割

第1章の目的は、欧米のVCがハイリスクなベンチャー企業へ資金提供を行うことができる理由として、投資手法やVC契約の有効性について説明することである。具体的には、VC特有の投資手法やVC契約がVCとベンチャー企業との間に生じる利害対立を緩和していることについて述べる。そして、こうした投資手法やVC契約が日本でも有効に機能するためには、より柔軟な種類株式を発行することや系列VCによる親会社との利益相反問題の解消が必要であることを主張する。

4. 第2章 銀行系VCがベンチャー企業の資金調達へ及ぼす影響

第2章では、銀行系VCがベンチャー企業の資金調達に及ぼす影響を検証する。日本のVC業界の中で最も数の多いVCは、銀行系VCである。銀行は、銀行系VCに資金のみならず社員や取締役の派遣などを行っており、両者の関係は密接である。これはアメリカのようにどの企業にも属さない独立系VCが業界のほとんどを占める国とは異なり、日本特有の現象といえる。第2章は、こうした銀行系VCによる投資が親銀行と投資先ベンチャー企業間の融資関係に及ぼす影響について、1996年から2000年にかけてJASDAQへ新規公開した411社を用いて検証した。

検証結果から、(1)企業は銀行系VCから投資を受けることで親銀行からより多額の借入、特に長期借入を受けていること、(2)銀行系VCから投資を受けることで親銀行は公開後にメインバンクを獲得する可能性が高いことがわかった。こうした結果は、銀行系VCによる投資は銀行と企業間の情報格差を緩和していることや、銀行系VCを通じた関係構築に影響を及ぼしているという仮説を支持した結果であった。これは、世界的にみてもはじめて銀行系VCの役割を検証したことや銀行系VCを通じた銀行のリレーションシップレンディングが行われていることを示したものと見える。

5. 第3章 株式所有構造が株式公開時の引受手数料に及ぼす影響

第3章は、IPO時に新規公開企業が証券会社へ支払う引受手数料の決定要因について、ブックビルディング期が導入された1997年10月から2002年までにJASDAQへ公開した425社を対象に検証している。引受手数料は、発行規模や引受リスクなどさまざまな要因によって決定されているが、重要な決定要因の一つに企業と引受証券会社や投資家間の情報格差の問題(審査費用、モニタリング費用)がある。新規公開企業の株式所有構造は、こうした審査費用やモニタリング費用に影響を与える。

日本の新規公開企業の株式所有構造は、特徴的でアメリカと以下の3つの点で異なっている。第1点は、系列VCによる株式所有である。日本のVCのほとんどが系列VCであるため、その親会社が投資先企業に影響を及ぼす可能性がある。第2に、日本の普通銀行は1行あたり5%まで株式所有が認められている点である。そして第3に、日本の役員の株式所有はアメリカと比べて少ないことである。第3章では日本特有の新規公開企業の株式所有構造が引受手数料に与える影響を中心に検証する。

検証結果は、(1)主幹事証券会社系VCや銀行持株比率が高いほど引受手数料は低く、(2)証券系以外のVCや役員持株比率が高いほど引受手数料は高い結果であった。これは、(1)に関しては、主幹事証券会社系VCは親証券会社に顧客の斡旋や情報生産を通じて証券会社の審査費用を減少させている、銀行の株式所有は公開後の証券会社のモニタリング費用を減少させているという仮説を支持する結果であった。(2)に関しては、証券系以外のVCや経営陣はより高い公開価格で資金調達を行うことを望むため不利な情報を主幹事証券会社に隠すインセンティブがあるという仮説と一致した結果であった。こうした結果は、欧米の結果とは大きく異なっており、日本特有の所有主体や構造がもたらした日本独自の検証結果であるといえる。

6. 第4章 引受シンジケートの構成が新規公開費用に及ぼす影響

第4章の目的は、過小値付け問題に対し引受シンジケートの構成が及ぼす影響について、1999年から2003年にJASDAQへ新規公開した397社を対象に検証することである。引受シンジケートは、公開価格を決定するための審査やブックビルディング(投資家からの需要調査)を行う上で極めて重要な役割を果たしている。

こうした引受シンジケートの構成においていくつかの点で日米間に違いがあることが確認されている。第1に、アメリカでは年間70社近い投資銀行が主幹事を獲得しているにもかかわらず、日本では三大証券会社が主幹事の約7割を占め10社ほどの証券会社によってすべてのIPO企業の主幹事が引受けられていること、第2に主幹事証券会社が新規公開株式を分売する割合に違いがみられること、そして第3にアメリカでは主幹事以外に副幹事が存在するが、日本のIPO企業ではそうした位置にあるシンジケートメンバーは見当たらないことである。

検証結果は、主幹事証券会社の引受割合が増加するにつれて過小値付けの程度は低くなるが、その他の幹事証券会社メンバーの構成は過小値付けの程度に影響を及ぼしていないということであった。これは、アメリカの結果とは異なり、主幹事証券会社の名声は過小値付け問題に影響を及ぼすが、その他のシンジケートメンバーの名声の違いは公開価格の設定において影響を及ぼしていないといえる。これは、日本の主幹事証券会社間の名声にアメリカほどの違いがみられないことや、副幹事が存在しないことで主幹事証券会社の果たす役割が大きいことなどが反映されていると考えられる。

7. 第5章 取引方法が新規公開費用に及ぼす影響

第5章は、初値決定方式の違いが過小値付けの程度に及ぼす影響について検証している。日本の

JASDAQ市場では、1998年12月にマーケットメイク方式が導入され、既存のオークション方式に加え2つのマーケットマイクロストラクチャーが並存するという世界的にみても稀有な市場といえる。マーケットメイク方式はオークション方式と新規公開株の初値の決定方法が異なっている。こうした初値の決定方法の違いが過小値付けの程度に及ぼす影響について、1999年から2001年にJASDAQへ新規公開した335社を対象に検証した。

検証結果は、(1)過小値付けの程度はマーケットメイク方式の方が低い、(2)過小値付けの程度の標準偏差はマーケットメイク方式の方が小さい、(3)過小値付けの程度は公開後の流動性に影響を及ぼさない、(4)初値決定方法の違いは長期パフォーマンスに影響を与えないものであった。こうした結果は、投資家に対し不安定な過小値付けをもたらす初値決定方式は、平均的に公開価格をより過小に設定する必要があるという仮説と一致している。マーケットマイクロストラクチャーの違いが、過小値付けに及ぼす影響を検証した分析は、世界的にみても初めての検証である。

8. 第6章 上場・廃止基準が新規公開費用に及ぼす影響

第6章では、上場・廃止基準が引受手数料や過小値付けの程度に及ぼす影響について、2000年から2002年にかけて新興三市場へ新規公開した380社を用いて検証した。日本には、新興企業向け市場としてJASDAQ、マザーズ、ナスダック・ジャパン(現ヘラクレス)の三市場がある。新興三市場は新興企業を対象としながらも、それぞれ上場・廃止基準が異なっている。同一国内において、新興企業向け市場が複数ある国は極めてまれであり、日本は、上場・廃止基準が新規公開費用(引受手数料、過小値付け)に及ぼす影響を検証する上では適切な国といえる。

企業の規模やマーケットマイクロストラクチャーをコントロールした上で、(1)上場・廃止基準が比較的厳しいと考えられるJASDAQで公開した企業の引受手数料はその他の市場で公開した企業と比べて低く、ナスダック・ジャパンのスタンダード基準よりも上場・廃止基準が緩いグロース基準で公開した企業の方が引受手数料は高いこと、(2)比較的に上場・廃止基準が緩いナスダック・ジャパンのグロース基準で公開した企業の過小値付けの程度はJASDAQで公開した企業と比べ高いという検証結果が得られた。これは、上場・廃止基準の厳しさは投資家や関係者に対する企業の質についてのシグナルとなっており、厳しい市場で公開した企業は投資家や関係者と企業間の情報格差が緩和されることで新規公開時の費用が低くなるという仮説と整合的である。