

中小企業の 資本政策はいま...

IT関連ビジネスや技術開発型ベンチャーを中心に台頭する若い企業にとっては資金調達と株式上場を準備する過程での

資本政策が重要な課題だ。他方でジャスダック、東証マザー

ズ、大証ヘラクレスなど新興市場の拡大によりハードルが格段に低くなったことで中小企業の上場が急増している。それだけに企業家の安易な資本調達と市場の“ブーム化”にはリスクもあることを認識すべきだろう。

実録

あるベンチャー企業の 資金調達・資本政策の軌跡

外部資本に頼らず、ワラントで創業者の経営権を確保

「結局、中小企業の資金調達は金融機関担当者との相性と信用だ。」ここで紹介する、創業一五年の製造技術そのものを商品として販売する、研究開発型ベンチャー企業の財務担当者はこういえる。同社は金融機関と信頼関係を築き、外部資本を導入せずに発展の礎となる資金調達を円滑に行ってきた。会社が相応の規模に達した現在、オーナーがワラント（新株予約権）を取得して支配権を確実にし、将来の上場に備えている。

設立当初、銀行は たんなる「貯金箱」

X社は大手自動車メーカーをスピニングアウトした技術者四人により、関東地方の某県で設立された。現在の年商は一〇〇億円、従業員数は六〇〇名を超えている。すでに中小企業とはいえないX社だが、創業後五年目ぐらいまでは十数人という限られた社員数であったため、商品開発のみならず営業や経理等も役員自ら行っていた。

創業時点の種銭はメンバーの一人が実家の土地を売って調達。設立当初は本業が低調であったため、しばらくは運転資金

を稼ぎ出す目的で設備投資が少なく、すむソフトウェアの開発をおもな収益源にしていた。

最初の取引金融機関は当時の会社所在地近くにあった都銀のY銀行。会社設立のための資金払込先だったことが取引を始めたきっかけだった。金を貸してもらって事業展開することを嫌っていた経営陣は、当初の資本金が底をつきそうな折には県や国が提供する技術革新等の補助金で運転資金をまかなっていた。当時の銀行への認識は「売上げ入金、支払いのためのたんなる貯金箱」だったという。

そのような金融機関との関係の薄さ、取引知識の不足から

「特集」中小企業の資本政策はいま……

実例に学ぶ中小企業の 資本政策の落とし穴

株価は高いほどよいというものではない

公認会計士 楠 純夫

新興市場が台頭し、上場のハードルが低くなったことから、将来の上場を前提に資本政策（株式やストックオプションの発行あるいは株式の移動など）に取り組む中小企業が増加している。資本政策には法務・会計・税務の知識が必要だが、それだけで足りるというものでもない。むしろ、求められるのはさまざまな要素の利害得失を冷徹に計算したうえで最終的な決断を下すビジネスセンスだ。目の前にあるメリットに心を奪われていると、後々、大きな損失が発生することにもなりかねない。

成長資金調達の道は 開けたが

従来、中小企業（未公開会社）が資本を調達する方法は地道に利益を内部留保していくことしかなかった。第三者から資本を募ることも、株式が市場で流通するものではないため

に企業価値上昇の果実を株主に還元する方法は配当しかなく、外部株主に十分満足のいくリターンをもたらすことがむずかしかったからだ。

ところが、東証マザーズ、大証ヘラクレス（旧ナスダック・ジャパン）、ジャスダックといった新興市場が台頭し、上場の

ハードルが格段に低くなったことから、中小企業の資本調達を巡る環境は一変した。上場会社数が急増し、自分の知り合いの経営者が会社を上場させるなど、オーナー社長にとって上場がより身近なものになった。上場準備のコンサルタントや人材支援会社など周辺の支援体制も

急速に整いつつある。

このため、近い将来に上場を果たすことを前提に、ベンチャー・キャピタルや取引先など第三者からの資本調達に踏み切る中小企業が多くなっている。中小企業にとっては、銀行からの借入れのほかに成長資金を調達する新たな道が開けたことになる。

問題は、資本政策についての知識・経験をもった人材が中小企業に通常ほとんど存在しないことだ。中小企業といえども商法や証券取引法など資本政策を規制する法令の適用を免れるわけではないし、資本政策の手法も基本的に大企業と変わらない。しかも、いったん資本政策を実行してしまえば、あとから取り消すことができない。

加えて、最近の商法および上場規則の度重なる改正（規制緩和）により資本政策の自由度が増した一方、上場までの準備期間は短くなる傾向にある。主幹

新興市場の光と影

新興市場を起爆剤に急速に進む 起業支援のインフラ

地方でも人材紹介会社やファンドの動きが活発化

個人マネーの流入を原動力として新興市場の新規上場数、売買高は着実に増加し、その証券市場における存在感が増している。個人投資家の増加については、昨今の「ホリエモン効果」やソフトバンク・楽天のプロ野球参入が大きな貢献をしている。最近では、首都圏のみならず地方においても人材紹介会社やベンチャーファンドの動きが活発化しており、エンジェルの活躍とあいまって起業支援のインフラは急速に整いつつある。



大阪証券取引所
ヘラクレス本部長 小瀧 歩

八五%が 新興三市場に上場

大阪証券取引所が開設・運営している「ヘラクレス」は、ジャスダック証券取引所、東京証券取引所マザーズなどとともに「新興三市場」と呼ばれることが多い。

第1表に九九年以降の新規上

場会社数を市場別に示した。〇四年の新規上場会社数は一七五社に達しているが、そのうち八五%に相当する一五〇社が新興市場に上場している。新興市場の重要性は着実に高まってきている。

もつとも、新興企業向けの市場開設により株式上場を目指す企業の裾野はいくぶん広がった

といえるものの(第2表)、わが国の上場会社数が約三七〇〇社と国内の株式会社約一二〇万社の一%に満たない状況にかんがみれば、依然、企業にとって上場は「狭き門」であることに違いない。

次に新興三市場の株価指数を日経平均株価、東証株価指数(TOPIX)と比較してみる

と、新興三市場の株価指数の値動きが相対的に大きいことがわかる(第1図)。

これは上場後間もない中小・ベンチャー企業は大きな成長余力を秘めている半面、特定の事業への依存度が大きく、外部環境の変化により企業業績が大きな影響を受けやすいという特性があるためと推察できる。ただ

新興市場の光と影

機関投資家の参入が待たれる 新興株式市場

個人の短期売買主体では株価形成、ガバナンスに不安も

日本証券経済研究所
主任研究員

福田 徹

新興株式市場は保有株式の五〇%以上、売買代金の七〇%以上を個人投資家が占めている状況にあり、インターネットを通じた短期売買指向が強くなっている。この現状は投資家に流動性を提供するという意味において評価できるが、十分に教育された機関投資家不在では適正な株価形成やガバナンスに不安が残る。機関投資家の参入は新興株式市場の継続的な成長に不可欠であり、今後の動向が注目される。

「個人化」が進む 新興市場

ジャスダック、東証マザーズ、大証ヘラクレスなど新興市場の活況が続いている。年初から七月末までの一日当り平均売買代金は、前述の三市場の合計で一九〇〇億円強までふくらん

でいる。この売買代金の水準は、東証一部の売買代金の約一四%に相当する。

売買成立の度合いを示す値付率に關しては、ほぼ毎日、三市場いずれにおいても九割弱以上となっている。一般的に、新興株式市場の最大の課題は低流動性にあるが、現時点におい

てこれら三市場は流通市場として十分機能していると考えられる。

また、ここ数年好調が続いていた新規上場ベースに衰えはうかがえず、七月末の三市場の時価総額合計は、東証一部の約六%にあたる二・四兆円まで拡大している。以上の事実を勘案

すれば、巨額の資金の運用が可能な市場に育ちつつあると判断されよう。

ただし、新興株式市場の解決すべき課題がまったくないというわけではない。とくに、これから市場の主役が個人投資家に偏りすぎていることが問題点として指摘される。

ジャスダックを例にとると、年初から七月まで各月の委託取引全体に占める個人投資家の割合は、売買代金ベースではほぼ七〇%以上となっている。保有状況についても、〇四年度末のジャスダックの株主分布状況調査によると、個人投資家は全株式（金額ベース）の五一・三%を握っている。

そして、過去にさかのぼってデータをながめると、売買代金、保有株式いずれも、個人投資家の割合が時間の経過とともに増加しており、ジャスダックにおいて「機関化」ならぬ「個人化」現象が進展しているとい