

日本のベンチャー・キャピタルの投資評価に関する 経営財務論的研究

ーアンケート調査を中心としてー

小 椋 康 宏

目次

1. 問題の所在
2. 本研究の目的
3. アンケートの調査対象と調査方法
4. 調査結果の概要
5. 結び

キーワード：ベンチャー・キャピタル、ビジネス・プラン、
経営者の資質、投資評価基準、戦略財務

1. 問題の所在

21世紀における日本企業の再生、企業経営の効率化およびベンチャー企業への支援は、規模の経済性に代表される日本型企业成長戦略から個別のベンチャー企業の育成へと展開してきた。今日、ベンチャー・キャピタルのベンチャー企業への支援による新しい企業価値創造が活発化している。このような経営環境は、ベンチャー企業がベンチャー・キャピタルの支援の下に日本型経営の新しい競争力を伴う新企業へと展開を遂げつつあるといえる。

経営財務の視点からみれば、日本企業の目指す方向は企業価値の創造にある。企業価値創造は経営者におけるマネジメント力におかれるが、その中で、新規設備投資、効率化といったものに関連した財務行動は、経営の活性化に極めて重要な意味をもつといえる。

本研究の目的は、日本企業（ベンチャー企業を含む）の持続的競争優位性を企業価値創造に求め、具体的には、経営者の財務行動及び投資行動をベンチャー・キャピタルを利用しての企業価値創造に求めた上で、企業価値創造の基礎理論としての日本企業の投資評価基準を明らかにしようとしたものである。

ところで、現在われわれは、「日本のベンチャー企業とベンチャー・キャピタルの投資評価基準に関する経営財務論的研究」を行ってきた。本研究では、ベンチャー・キャピタルがベンチャー企業

への投資を通して企業価値創造に関する投資基準を明らかにし、さらに、これを企業価値創造の基礎理論として、日本企業の投資評価基準を明らかにすることにある。本研究の一環として、ベンチャー・キャピタルの投資評価基準と財務管理に関するアンケート調査を実施したのである。

ここでは、次の3つの課題について特に重視した。第1には、ベンチャー・キャピタルの財務支援の行動原理を展開した上で、その投資評価基準をベンチャー・キャピタルへのアンケート調査を通して明らかにすることである。また本テーマに基づき、ベンチャー企業に係わるベンチャー・キャピタルの投資評価基準について、戦略財務の視点から研究した。

2. 本研究の目的

ベンチャー・キャピタルにおける調査研究の先行研究の1つとして、小椋(2005)では、アンケート調査の分析により、日本のベンチャー・キャピタルは、「投資先の企業価値評価方法」として第1位は「経験則」、第2位は「純資産方式」、第3位は「DCF法」であるとして明らかになっている。この結果から、経験則と会計的手法による企業価値の評価は依然として高い割合を示してきた。他方、現在では財務理論による企業価値の評価法も多く利用するようになってきている。投資リターンの判断基準としての「資本コストを使用している」と考えるベンチャー・キャピタルが半数を超えていることも明らかになっている。「資本コストを使用している」と支援するベンチャー・キャピタルが使用する期待必要収益率の水準はさまざまであるが、その中の半数以上は、期待必要収益率を25%以上としている。期待必要収益率を決める方法については、今回のアンケート調査内容とは一致していないが、米国のベンチャー・キャピタルについての実証研究(Hsu(2004)、Cochrane(2005))では、ベンチャー企業の期待収益率が高いと同時に、リスクもかなり高くなっている。ベンチャー企業の評価については、財務理論によるリスクの計測、リスクプレミアムの決定が重要な課題となる。この調査では、日本のベンチャー・キャピタルへのアンケート調査を通して、実務での期待必要収益率の決定の方法を明らかにし、また、経営財務論的アプローチによるベンチャー企業評価の研究は、日本のベンチャー・キャピタルの発展およびベンチャー企業の育成に対して重要な意味をもつと考える。

3. アンケートの調査対象と調査方法

本調査は、ベンチャー・キャピタルの投資評価基準に関する調査を行った。この調査では、次に示す4つの領域に焦点をあわせ、ベンチャー・キャピタル会社における財務担当者としての立場からの回答を通して、その投資評価基準の実情および問題点を明らかにしようとしたものである。

① ベンチャー企業への出資の審査基準について

ここでは、ベンチャー企業への出資の審査基準の基礎的内容を尋ねることによって、投資評価、特に、出資の審査基準として最も重視する内容を尋ねたものである。

② 出資先企業に対する評価について

ここでは、ベンチャー企業の企業価値の評価方法について最も頻繁に使用しているものを尋ねたものである。

③ 初期の出資後の追加投資について

ここでは、投資期間と出資ポートフォリオについて尋ねた。特に、出資中のベンチャー企業について、出資年度と企業数および投資額を尋ねたものである。また、投資の回収までの期間と企業数、資金回収方法などを尋ねている。

④ 出資先企業への経営関与について

ここでは、出資後の経営陣の補充あるいは一部更迭について尋ねている。また、出資先企業へのベンチャー・キャピタルからの役員派遣について尋ねている。

これらの4つの領域に関して、①については3項目、②については3項目、③については4項目、④については4項目、合計14項目について調査を行った。アンケート調査は、無作為に今日ベンチャー・キャピタルとして経営活動をしている会社を対象にアンケート調査を行った。調査実施時期は、2007年2月であり、回答社数は21社（アンケート送付社総数128社）、回収率16.4%であった。調査対象者はそれぞれのベンチャー・キャピタルの役員・財務担当者とした。これは、質問項目の意図が十分理解できる財務実践家の意思決定活動を重視しようとしたからである。調査方法は郵送法によった。特に原則として会社名、所在地、郵便番号、回答者氏名、回答者職名の欄を設け、明らかにしたところに特徴がある。この特徴は、今後おけるインタビュー調査などの手掛かりを得たいという意図からのものである。本調査研究は、日本のベンチャー・キャピタルの投資行動として、その投資評価基準の一般的特徴を明らかにすることを狙っている。

本稿では、この調査研究を総括することにより、今後のベンチャー・キャピタルの投資評価基準の一般的特徴を経営財務の視点から明らかにしたい。

4. 調査結果の概要

4.1 ベンチャー企業への出資の審査基準について

(1) 出資の審査基準として最も重視する項目について

ここでは、出資の審査基準として、最も重視する内容を尋ねている。調査結果によれば、表1-1Aで示すように、最も優先順位高いものの第1位は、「ビジネス・プラン」が6社（29%）、優先

順位第2位は、「経営者の資質」が5社(24%)、優先順位第3位は、「製品・サービスの将来性」が4社(19%)、優先順位第4位は、「技術水準」が3社(14%)、優先順位第5位は、「業種」が2社(10%)、優先順位第6位は、「営業収益」が1社(5%)である。

優先順位上位3者をとると「ビジネス・プラン」、「経営者の資質」、「製品・サービスの将来性」を重視している。ベンチャー企業への出資についてビジネス・プランを重視する理由は、ベンチャー・キャピタルがベンチャー企業のビジネス・プランの明確化を求めているに他ならないことが理解できる。2005年の調査において、最も多かった「経営者の資質」については今回もベンチャー・キャピタルが重視していることが理解できる。第3番目の「製品・サービスの将来性」はベンチャー・キャピタルがベンチャー企業の製品・サービスの将来性といった中身を重視していることが理解できる。いずれにしても、ベンチャー・キャピタルがベンチャー企業の主体的経営目標と計画を重視していることが理解できる。

表1-1B、表1-1C、表1-1Dは、最も優先順位の高いものに点数の重み付けを行ったものである。この3つの重み付けのある図表から理解できることは、上記で明らかになった3項目「ビジネス・プラン」、「経営者の資質」、「製品・サービスの将来性」、いずれの内容も高い評価を得ている。この3つの内容に加えて、もう一つ加えることになれば、「技術水準」をベンチャー・キャピタルが重視していることがわかる。「技術水準」については、新しいベンチャー企業の基本的な性格の一つとなることが考えられる。

表1-1A. 出資の審査基準として採用している項目について最も重視する項目

| | 項 目 | 回答数 | % |
|---|-------------|-----|------|
| ① | ビジネスプラン | 6 | 29% |
| ② | 経営者の資質 | 5 | 24% |
| ③ | 製品・サービスの将来性 | 4 | 19% |
| ④ | 技術水準 | 3 | 14% |
| ⑤ | 業種 | 2 | 10% |
| ⑥ | 営業収益 | 1 | 5% |
| ⑦ | 資産内容 | 0 | 0% |
| ⑧ | 設立年数 | 0 | 0% |
| | 合計 | 21 | 100% |

注) 最も優先順位が高いとしたもの

表 1-1 B. 出資の審査基準として採用している項目について最も重視する項目

| 項 目 | 点数 | % |
|--------------|-----|------|
| ①ビジネスプラン | 136 | 19% |
| ②業種 | 63 | 9% |
| ③経営者の資質 | 122 | 17% |
| ④技術水準 | 105 | 15% |
| ⑤設立年数 | 18 | 3% |
| ⑥製品・サービスの将来性 | 139 | 20% |
| ⑦資産内容 | 49 | 7% |
| ⑧営業収益 | 71 | 10% |
| ⑨NA | 0 | 0% |
| 合計 | 703 | 100% |

注) 最も優先順位の高いものから 8 点、7 点、6 点、・・・1 点で換算

表 1-1 C. 出資の審査基準として採用している項目について最も重視する項目

| 項 目 | 点数 | % |
|--------------|-----|------|
| ①ビジネスプラン | 148 | 20% |
| ②業種 | 67 | 9% |
| ③経営者の資質 | 132 | 18% |
| ④技術水準 | 111 | 15% |
| ⑤設立年数 | 18 | 2% |
| ⑥製品・サービスの将来性 | 147 | 20% |
| ⑦資産内容 | 49 | 7% |
| ⑧営業収益 | 73 | 10% |
| ⑨NA | 0 | 0% |
| 合計 | 745 | 100% |

注) 最も優先順位が高いものを 10 点と換算し、2 位以下のものから順に
7 点、6 点、・・・1 点、0 点で換算

表1-1D. 出資の審査基準として採用している項目について最も重視する項目

| 項 目 | 点数 | % |
|--------------|-----|------|
| ①ビジネスプラン | 107 | 28% |
| ②業種 | 23 | 6% |
| ③経営者の資質 | 92 | 24% |
| ④技術水準 | 42 | 11% |
| ⑤設立年数 | 0 | 0% |
| ⑥製品・サービスの将来性 | 101 | 27% |
| ⑦資産内容 | 0 | 0% |
| ⑧営業収益 | 16 | 4% |
| ⑨NA | 0 | 0% |
| 合計 | 381 | 100% |

注) 優先順位が高いもの3つをそれぞれ10点、5点、3点で換算

(2) 投資先として審査を行ったベンチャー企業の中で投資に至った割合

ここでは、実際に投資したベンチャー企業の割合を尋ねている。調査結果によれば、表1-2で示すように、第1位は、「20%以下」が10社(48%)である。第2位は「20%~40%」が5社(24%)である。これらからわかるように、投資先として審査を行ったベンチャー企業全てに投資できたわけではない。ベンチャー・キャピタルが投資先として審査を行ったベンチャー企業が仮に10社とすれば、投資できた割合は、せいぜいそのうちの2社か3社にすぎない。このような結果にいたる理由として考えられることは、次のような点である。1つは、ベンチャー・キャピタルが考える投資評価基準をクリアーできるベンチャー企業が少ないことであり、もう1つには、ベンチャー・キャピタル間の競争が激しく、ベンチャー企業を投資対象とすることが容易ではないことである。

表1-2. 投資先として審査を行ったベンチャー企業の中で投資に至った割合

| | 項 目 | 回答数 | % |
|---|---------|-----|------|
| ① | 20%以下 | 10 | 48% |
| ② | 20%-40% | 5 | 24% |
| ③ | 40%-60% | 3 | 14% |
| ④ | 60%以上 | 2 | 10% |
| ⑤ | 未回答 | 1 | 5% |
| | 合計 | 21 | 100% |

(3) 初期の投資の追加投資について

ここでは、前項の補足として追加投資について尋ねている。調査結果によれば、表1-3で示すように「状況によって追加投資を行う」は、17社（81％）である。これは、ベンチャー・キャピタルが状況によっては、追加的投資を行う準備をしていることがわかる。

表1-3. 初期の出資後に、追加投資について

| 項 目 | 回答数 | % |
|----------------------|-----|------|
| ①追加的投資を見込んで初期の投資を行う | 4 | 19% |
| ②状況によって追加的投資を行う | 17 | 81% |
| ③初期の投資のみで追加的に投資を行わない | 0 | 0% |
| 合計 | 21 | 100% |

4.2 出資先企業に対する評価

(1) ベンチャー企業の企業評価について最も頻繁に使用しているもの

ここでは、ベンチャー企業の企業価値評価方法について、尋ねている。調査結果によれば、表2-1Aで示すように、第1位「ベンチャー・キャピタル法*」は8社（38％）であり、第2位「DCF法」は7社（33％）である。その他「マルチプル法**」、「リアル・オプション法***」が各2社（10％）である。この結果からベンチャー・キャピタルは、「ベンチャーキャピタル法」と「DCF法」を主として利用していることがわかる。

表2-1A. ベンチャー企業の企業価値の評価方法について最も頻繁に使用しているもの

| 項 目 | 回答数 | % |
|--------------|-----|------|
| ①ベンチャーキャピタル法 | 8 | 38% |
| ②ファーストシカゴ法 | 0 | 0% |
| ③DCF法 | 7 | 33% |
| ④マルチプル法 | 2 | 10% |
| ⑤リアルオプション法 | 2 | 10% |
| ⑥未回答 | 2 | 10% |
| ⑦合計 | 21 | 100% |

注) 最も優先順位が一番高いとしたもの

表2-1B、表2-1Cは、最も優先順位の高いものに点数の重み付けを行ったものである。これによれば、「ベンチャーキャピタル法」、「DCF法」に加えて「マルチプル法」が頻繁に使用されていることがわかる。

表2-1B. ベンチャー企業の企業価値の評価方法について最も頻繁に使用しているもの

| 項 目 | 点数 | % |
|--------------|-----|------|
| ①ベンチャーキャピタル法 | 73 | 32% |
| ②ファーストシカゴ法 | 1 | 0% |
| ③DCF 法 | 74 | 33% |
| ④マルチプル法 | 56 | 25% |
| ⑤リアルオプション法 | 21 | 9% |
| ⑥NA | 2 | 1% |
| 合計 | 227 | 100% |

注) 優先順位が高いものから5点、4点、・・・2点、1点で換算

表2-1C. ベンチャー企業の企業価値の評価方法について最も頻繁に使用しているもの

| 項 目 | 点数 | % |
|--------------|-----|------|
| ①ベンチャーキャピタル法 | 119 | 36% |
| ②ファーストシカゴ法 | 0 | 0% |
| ③DCF 法 | 114 | 34% |
| ④マルチプル法 | 76 | 23% |
| ⑤リアルオプション法 | 20 | 6% |
| ⑥NA | 2 | 1% |
| 合計 | 331 | 100% |

注) 優先順位が高いもの3つをそれぞれ10点、5点、3点で換算

(2) 全ての出資に対する年平均要求収益率

ここでは、目標年平均要求収益率を尋ねている。調査結果によれば、表2-2で示すように、ベンチャー・キャピタルは目標年平均要求収益率について、それぞれ異なる。ただし、目標年平均要求収益率について第1位は、「31%以上」が4社(19%)であり、同数の第1位は、「16%~20%」が4社(19%)である。いずれにしても、比較的高い要求収益率を望んでいることが理解できる。

表 2 - 2. 全ての出資に対する目標年平均要求収益率

| 項 目 | 回答数 | % |
|----------|-----|------|
| ①～15% | 3 | 14% |
| ②16%～20% | 4 | 19% |
| ③21%～25% | 2 | 10% |
| ④26%～30% | 1 | 5% |
| ⑤31%以上 | 4 | 19% |
| ⑥未回答 | 7 | 33% |
| ⑦合計 | 21 | 100% |

(3) 要求収益率の決定について

ここでは、ベンチャー・キャピタルの要求収益率の決定について尋ねている。調査結果によれば、表 2 - 3 で示すように、第 1 位は「個別企業ごと」が 11 社 (52%) あり、ベンチャー・キャピタルは個別企業ごとに要求収益率を決定していることがわかる。

表 2 - 3. 要求収益率の決定について

| 項 目 | 回答数 | % |
|----------------|-----|------|
| ①新興市場の IPO 収益率 | 4 | 19% |
| ②業種別 | 2 | 10% |
| ③個別企業ごと | 11 | 52% |
| ④その他 | 0 | 0% |
| ⑤未回答 | 4 | 19% |
| ⑥合計 | 21 | 100% |

4.3 投資期間と出資ポートフォリオについて

(1) 現在出資中のベンチャー企業について

ここでは、出資中のベンチャー企業について、最初の出資年度、企業数、投資額について尋ねている。調査結果によれば、表 3 - 1 A で示すように、日本のベンチャー・キャピタルは 2001 年以前に出資している企業数が 222 社 (33%) であり、既に 2001 年以前にベンチャー企業への投資が多くあることがわかる。また 2005 年における出資中のベンチャー企業は 164 社 (24%) である。これは、最近において、ベンチャー・キャピタルのベンチャー企業への出資が多くなっていることが理解できる。

表 3-1 A. 最初の出資年度と企業数

| 年 度 | 企業数 | % |
|----------|-----|------|
| 2001 年以前 | 222 | 33% |
| 2002 年 | 85 | 13% |
| 2003 年 | 95 | 14% |
| 2004 年 | 108 | 16% |
| 2005 年 | 164 | 24% |
| 合計 | 674 | 100% |

次に投資総額については、表 3-1 B で示すように、2001 年以前の投資総額と 2005 年における投資総額が比較的高い投資総額となっている。

表 3-1 B. 最初の出資年度と投資総額

| 年 度 | 投資総額 (百万円) | % |
|----------|------------|------|
| 2001 年以前 | 7,886 | 35% |
| 2002 年 | 2,475 | 11% |
| 2003 年 | 2,323 | 10% |
| 2004 年 | 3,864 | 17% |
| 2005 年 | 6,102 | 27% |
| 合計 | 22,650 | 100% |

(2) 業種別出資先企業数と投資額について

ここでは、業種別出資先企業数と投資額を尋ねている。調査結果によれば、表 3-2 で示すように、出資先企業の業種は「流通・サービス」が 146 社 (31%) と一番高いが、「バイオ」78 社が (17%) であり、「IT・ソフトウェア」が 78 社 (17%) であり、「半導体・エレクトロニクス」が 58 社 (12%) であり、「インターネット」が 40 社 (9%) であり、「健康・福祉」が 25 社 (5%) である。これからみてわかるように、ベンチャー・キャピタルは、新しい研究開発型ベンチャー企業への出資が多いことがわかる。

表 3-2 A. 業種別出資先企業

| 業 種 | 企業数 | % |
|--------------|-----|------|
| バイオ | 78 | 17% |
| インターネット | 40 | 9% |
| IT・ソフトウェア | 78 | 17% |
| 半導体・エレクトロニクス | 58 | 12% |
| 健康・福祉 | 25 | 5% |
| 流通・サービス | 146 | 31% |
| その他 | 40 | 9% |
| 合計 | 465 | 100% |

注) 回答数 11 社の合計

投資総額については、表 3-2 B で示すように、「半導体・エレクトロニクス」、「流通・サービス」、「IT・ソフトウェア」、「バイオ」などに投資しているのがわかる。

表 3-2 B. 業種別出資先投資総額

| 業 種 | 投資総額 (百万円) | % |
|--------------|------------|------|
| バイオ | 2,679 | 14% |
| インターネット | 1,849 | 10% |
| IT・ソフトウェア | 3,585 | 19% |
| 半導体・エレクトロニクス | 4,627 | 24% |
| 健康・福祉 | 859 | 4% |
| 流通・サービス | 4,472 | 23% |
| その他 | 1,104 | 6% |
| 合計 | 19,175 | 100% |

注) 回答数 11 社の合計

(3) 各投資回収までの期間と企業数

ここでは、投資回収の期間と企業数の関係を尋ねている。調査結果によれば、表 3-3 で示すように、「3 年未満」で回収した企業数は 177 社 (36%) であり、「3 年～5 年」は 121 社 (21%) であり、また、「5 年以上」は 187 社 (39%) となっている。日本のベンチャー・キャピタルは投資の回収期間が比較的長いことがわかる。

表3-3. 投資回収までの期間と企業数

| 投資回収までの期間 | 企業数 | % |
|-----------|-----|------|
| 3年未満 | 177 | 36% |
| 3年～5年 | 121 | 25% |
| 5年以上 | 187 | 39% |
| 合計 | 485 | 100% |

注) 回答数 13 社の合計

(4) 投資を回収した企業について、資金回収の方法

ここでは、資金回収方法を尋ねている。調査結果によれば、表3-4で示すように、第1位は「株式公開」が84社(57%)である。第2位は「経営陣による買戻し」が28社(19%)である。第3位は「償却(事業処分)」が32社(22%)である。ベンチャー・キャピタルが期待する資金の回収方法は「株式公開」であることが明確に理解できる。第2位の「経営陣による買戻し」の28社(19%)は、注目する必要がある、日本型MBO(マネジメント・バイアウト)を考える必要があろう。

表3-4. 資金回収の方法

| 資金回収の方法 | 企業数 | % |
|-----------|-----|------|
| 株式公開 | 84 | 57% |
| 買収合併 | 2 | 1% |
| 経営陣による買戻し | 28 | 19% |
| 他のVCへの転売 | 2 | 1% |
| 償却 | 32 | 22% |
| 合計 | 148 | 100% |

注) 回答数 9 社の合計

4.4 出資先企業の経営関与について

(1) 出資決定後の経営陣の補充あるいは一部更迭について

ここでは、出資決定後の経営陣の移動を尋ねている。調査結果によれば、表4-1で示すように、第1位は「随時行う」が11社(52%)である。これはベンチャー・キャピタルが新しい経営者を投入しようとしていることが理解できる。第2位は、「関与しない」が8社(38%)である。これはベンチャー・キャピタルが出資先のベンチャー企業に人材の支援を考えていないということが理解できる。

表4-1. 出資決定後の経営陣の補充あるいは一部更迭について

| 項 目 | 回答数 | % |
|------------|-----|------|
| ①出資する直前に行う | 0 | 0% |
| ②出資した直後に行う | 2 | 10% |
| ③随時行う | 11 | 52% |
| ④関与しない | 8 | 38% |
| ⑤未回答 | 0 | 0% |
| ⑥合計 | 21 | 100% |

(2) 経営戦略やビジネス・モデルの修正について

ここでは、経営戦略やビジネス・モデルの修正について尋ねている。調査結果によれば、表4-2で示すように、第1位は「随時行う」が15社(71%)である。これはベンチャー・キャピタルがビジネス・モデルの修正をベンチャー企業に働きかけていることがわかる。第2位は、「関与しない」6社(29%)である。これは、前項でみた「関与しない」の回答と符合するものであり、ビジネス・モデルの修正はないと考えられる。

表4-2. 経営戦略やビジネスモデルの修正について

| 項 目 | 回答数 | % |
|------------|-----|------|
| ①出資する直前に行う | 0 | 0% |
| ②出資した直後に行う | 0 | 0% |
| ③随時行う | 15 | 71% |
| ④関与しない | 6 | 29% |
| ⑤未回答 | 0 | 0% |
| ⑥合計 | 21 | 100% |

(3) 出資先企業のベンチャー・キャピタルの役員派遣について

ここでは、ベンチャー・キャピタルからの役員派遣について尋ねている。調査結果によれば、表4-3で示すように、第1位は「必要なときに派遣する」が15社(71%)である。これから多くのベンチャー・キャピタルが役員派遣を考えていることがわかる。第2位は「派遣しない」が6社(29%)である。これは、前2項での回答である「関与しない」と符合するものであり、ベンチャー・キャピタルからの派遣はないと理解される。

表4-3. 出資先企業のベンチャー・キャピタルの役員派遣について

| 項目 | 回答数 | % |
|-------------|-----|------|
| ①必ず派遣する | 0 | 0% |
| ②必要なときに派遣する | 15 | 71% |
| ③派遣しない | 6 | 29% |
| ④未回答 | 0 | 0% |
| 合計 | 21 | 100% |

(4) 出資先企業の経営責任者との接触について

ここでは、出資先の企業の経営責任者との接触について尋ねている。調査結果によれば、表4-4で示すように、第1位は、「必要なときに話し合う」が10社(48%)である。第2位は、「頻繁に話し合う」が5社(24%)である。これからわかるようにベンチャー・キャピタルは出資先企業の経営責任者との接触を考えていることがわかる。

表4-4. 出資先企業の経営責任者との接触について

| 項目 | 回答数 | % |
|---------------|-----|------|
| ①頻繁に話し合う | 5 | 24% |
| ②必要なときに話し合う | 10 | 48% |
| ③まれにしか連絡をとらない | 0 | 0% |
| ④未回答 | 6 | 29% |
| 合計 | 21 | 100% |

5. 結び

以上にわたり、日本のベンチャー・キャピタルの投資評価に関して、ベンチャー・キャピタルへのアンケート調査を手掛かりに経営財務の視点よりその概要をみてきた。ここで取り上げたアンケート調査は4つの領域に分けて検討を加えたものであり、その調査結果は、日本のベンチャー・キャピタルの投資評価の最近の考え方を表したものであるといえることができる。1のベンチャー企業への出資の審査基準についてでは、3項目を尋ねた。この中で、最も関心をもつ点は、出資の審査基準として「ビジネス・プラン」が第一に挙げられたことである。これは、小椋(2005)の調査において「経営者の資質」が最大であったものから、この「ビジネス・プラン」が上位にランクされたことは、一つの新しい流れとして考えてよい。つまり、ベンチャー・キャピタル側にとっては、ベンチャー企業自体の事業の内容が重要であると判断しているからに他ならない。この問題は、優先順位の第3位である「製品・サービスの将来性」が取り上げられたこととは同じ理由にあると考

えることができよう。

2の出資先企業に対する評価では、3項目を尋ねた。この中で最も関心をもった点は、第1に評価方法である。「ベンチャーキャピタル法」、「DCF法」、「マルチプル法」、「リアル・オプション法」を取り上げたことは投資の決定において新しいファイナンス理論による方法を積極的に利用しようとしていることが理解できる。

3の投資期間と出資ポートフォリオについては、4項目を尋ねた。この中で、最も関心をもった点は、資金回収の方法である。資金回収の方法として「株式公開（エグジット）」をベンチャー・キャピタルが第一義的に考えていることについては評価してよい。株式公開がベンチャーキャピタルにとって基本的な資金回収となりうるので、ベンチャー・キャピタルは株式公開を強く主張することになるのである。次にここでは、「経営陣による買戻し（MBO）」の中身が明らかではないが、日本型の経営財務政策として今後調査する必要があると考えられる。この点については、今後の調査研究としたい。

4の出資先企業への経営関与については、4項目を尋ねた。ここでは、ベンチャー・キャピタルが経営関与を行うこと、およびベンチャー・キャピタルが必要な人材を必要ときに派遣することを求めている実態が明らかになった。このことは、ベンチャー・キャピタルが単なるベンチャー企業へのかねの出資だけでその職務を遂行することができるのではない。ベンチャー・キャピタルは、経営者といった人材派遣を加えてベンチャー企業を支援することが必要であるということである。ここにベンチャー・キャピタルの経営財務論的意義があるといえる。

4.1から4.4にわたる14項目の設問の調査結果は日本におけるベンチャー・キャピタルの投資評価に関する実情の一端を示したものであるといえる。ここでの調査結果がベンチャー・キャピタルの投資評価の一般原理につながるためには、ベンチャー・キャピタルにおける投資行動の実践データの積み上げが必要となろう。

今後の研究の展開としては、ベンチャー・キャピタルへのインタビュー調査を通して日本型ベンチャー・キャピタルの投資行動原理を提起することにしたい。

<注>

*ベンチャーキャピタル法とは、投資時点ではキャッシュフローは赤字だが、将来の利益を予想してベンチャー企業を評価する方法である。

**マルチプル法とは、複数の類似企業を選び、それぞれの企業価値が売上高や当期利益などに対する倍率を計算し、平均倍率を対象企業の評価に用いる相対的評価法である。

***リアル・オプション法とはベンチャー企業の成長機会や追加投資機会の価値を考慮した方法である。

【付記】

本稿は平成18年度から19年度、日本学術振興会基盤研究 (C) 「ベンチャー企業とベンチャー・キャピタルに関する経営財務論的研究」に基づく研究成果の一部である。

本研究の調査には、東洋大学専任講師董晶輝氏の助力を得た。ここに厚く御礼を申し上げる次第である。

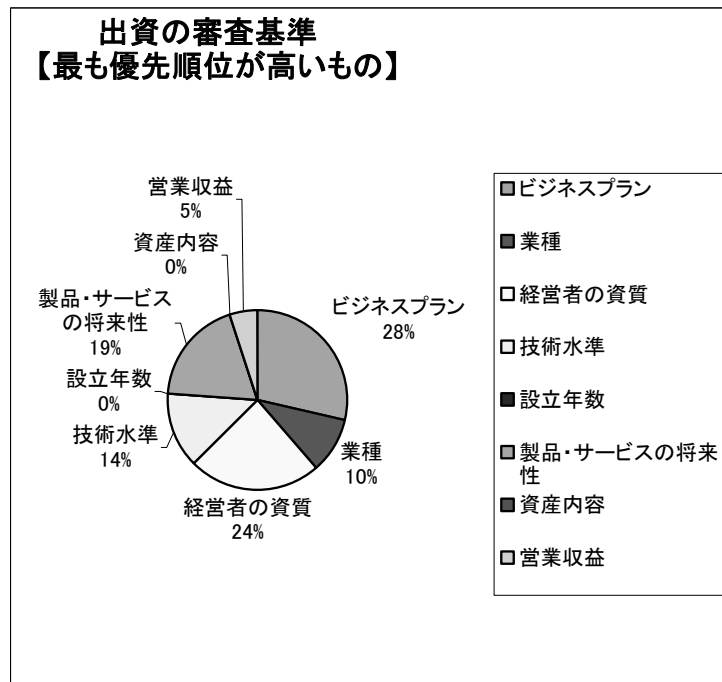
本研究の調査の集計には、東洋大学大学院経営学研究科博士後期課程清水健太氏および東洋大学大学院経営学研究科修士課程小野崎雄介氏の助力を得た。ここに厚く感謝するものである。

参考文献

- 小椋康宏 (2002) 『マネジメント・バイアウト (MBO) の財務行動基準に関する経営学的研究』科学研究費補助金 (基盤研究 (C) (2)) 研究成果報告書。
- 小椋康宏 (2004) 「戦略財務の基礎構造に関する一考察」『経営論集』第62号, 東洋大学経営学部, pp.69-83.
- 小椋康宏 (2005) 「日本のベンチャー・キャピタルの投資行動基準—アンケート調査をもとにして—」『現代社会研究』第2号, 東洋大学現代社会総合研究所, pp. 13-20.
- 柿崎洋一 (2003) 「経営者バイアウト (MBO) の経営原理」『経営論集』第59号, 東洋大学経営学部, pp. 133-143.
- 杉浦慶一 (2004) 「エグジット案件の増加」三菱総合研究所編『日本バイアウト案件の総括—2003年—』三菱総合研究所, pp. 68-75.
- Cardis, J., Kirschner, S., Richelson, S., Kirsschner, J. and H. Richelson (2001) *Venture Capital: the definitive guide for entrepreneurs, investors, and practitioners*, John Wiley & Sons.
- Cochrane, J. H. (2005) “The risk and return of venture capital,” *Journal of Financial Economics*, Vol. 75, pp.3-52.
- Cooke, D. (1996) *Venture Capital: law and practice*, London: Financial Times Law & Tax.
- Coyle, B. (2000) *Venture Capital & buyouts*, New York: American Management Association.
- Hsu, D. H. (2004) “What do entrepreneurs pay for venture capital affiliation,” *The Journal of Finance*, Vol. 59, pp.1805-1844.
- Lerner, J., F. Hardyman, and A. Leamon (2005) *Venture Capital and Private Equity: A Casebook 3rd ed.*, John Wiley & Sons.
- McNally, K. (1997) *Corporate venture capital: bridging the equity gap in the small business sector*, Routledge.
- Wright, M. and K. Robbie, eds. (1999) *Management buy-outs and venture capital: into the next millennium*, Edward Elgar Pub.

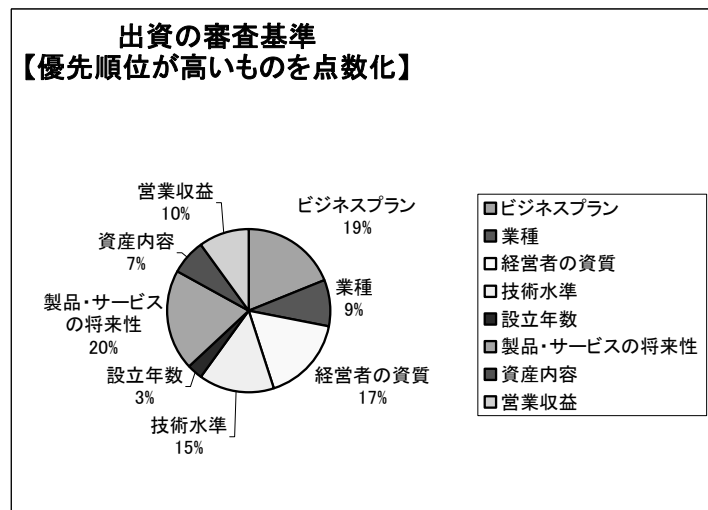
【付録】

1-1 A. 出資の審査基準として最も重視する項目



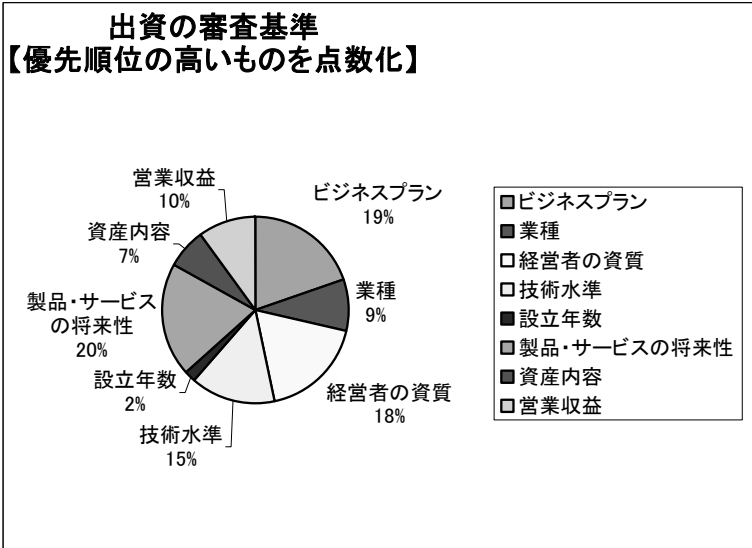
注) 最も優先順位が高いとしたもの

1-1 B. 出資の審査基準として最も重視する項目

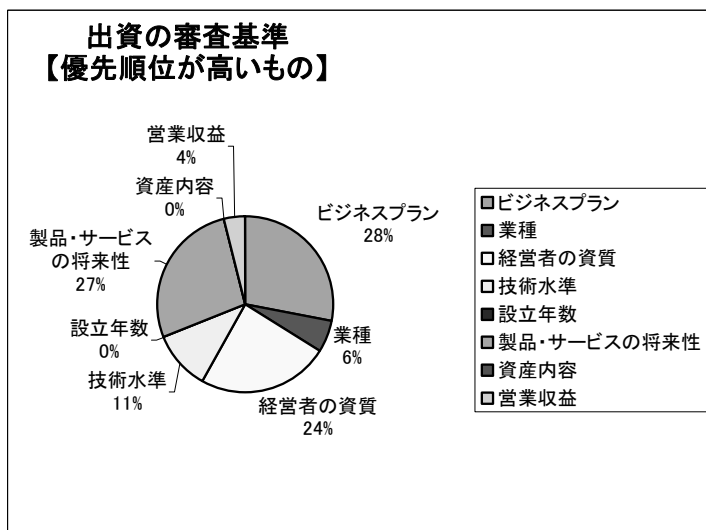


注) 最も優先順位の高いものから8点、7点、6点、・・・1点で換算

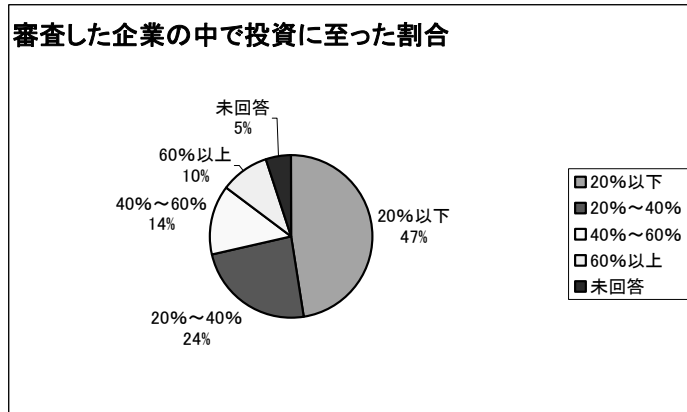
1-1C. 出資の審査基準として最も重視する項目



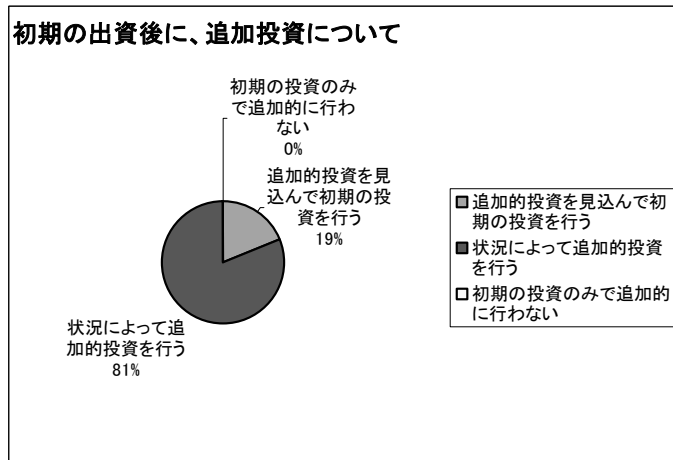
1-1D. 出資の審査基準として最も重視する項目



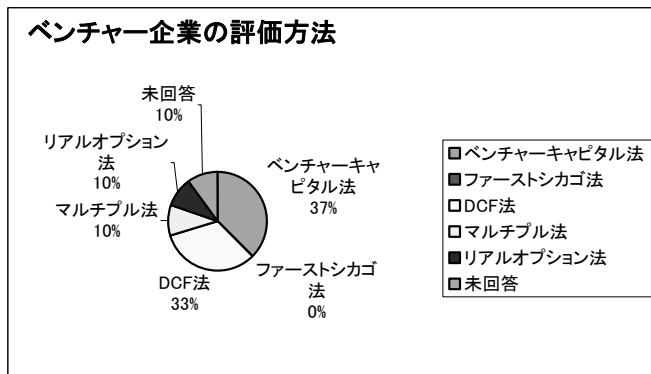
1-2. 投資先として審査を行ったベンチャー企業の中で投資に至った割合



1-3. 初期の出資後に、追加投資について

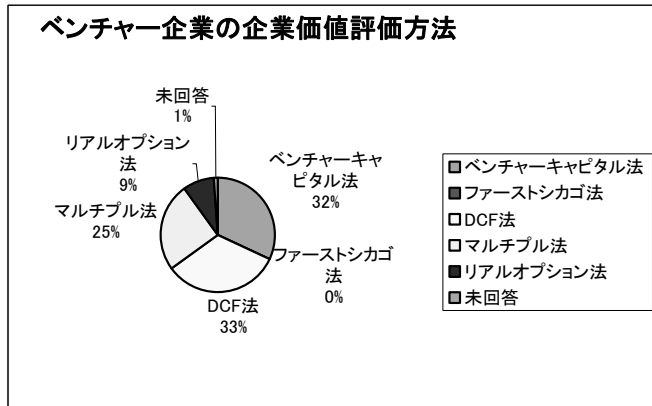


2-1A. ベンチャー企業の企業価値の評価方法について最も頻繁に使用しているもの



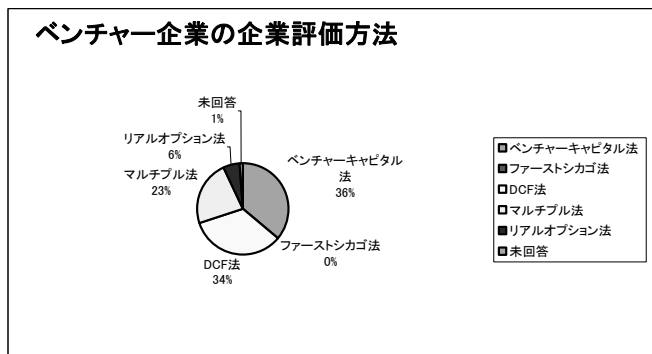
注) 最も優先順位が一番高いとしたもの

2-1B. ベンチャー企業の企業価値の評価方法について最も頻繁に使用しているもの



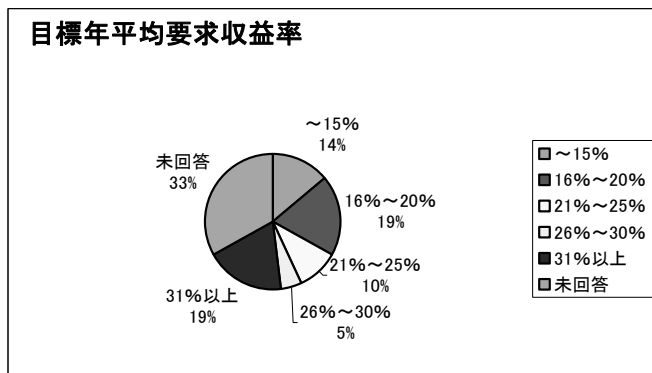
注) 優先順位が高いものから5点、4点、・・・2点、1点で換算

2-1C. ベンチャー企業の企業価値の評価方法について最も頻繁に使用しているもの



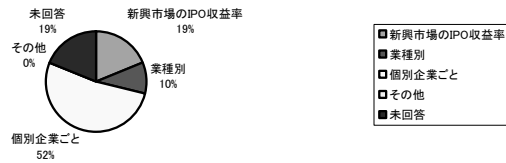
注) 優先順位が高いもの3つをそれぞれ10点、5点、3点で換算

2-2. 全ての出資に対する目標年平均要求収益率



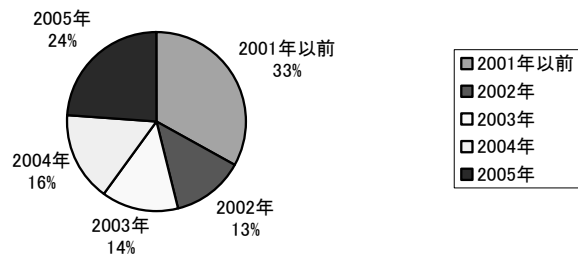
2-3. 要求収益率の決定方法

要求収益率の決定方法



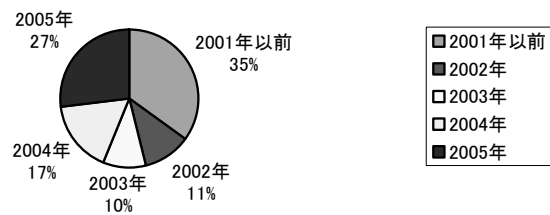
3-1 A. 最初の出資年度と企業数

最初の出資年度と企業数



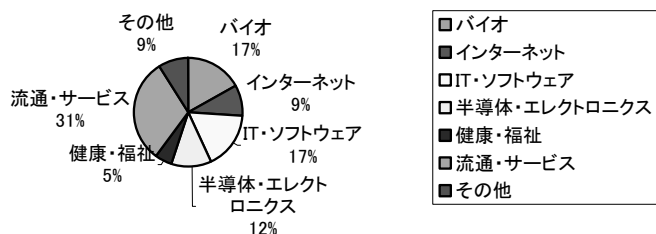
3-1 B. 最初の出資年度と投資総額

最初の出資年度と投資総額



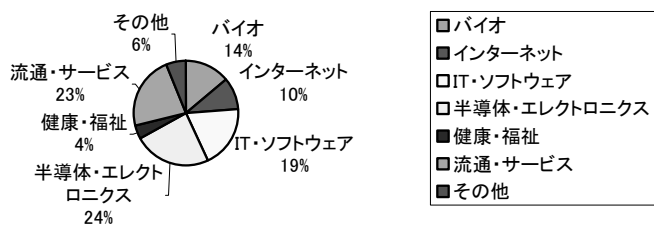
3-2 A. 業種別出資先企業数

業種別出資先企業数



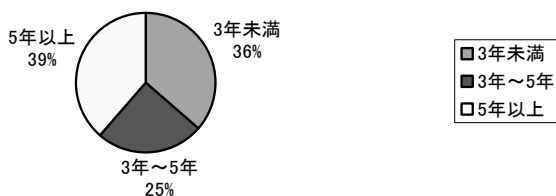
3-2 B. 業種別出資先企業の投資総額

業種別出資先企業の投資総額

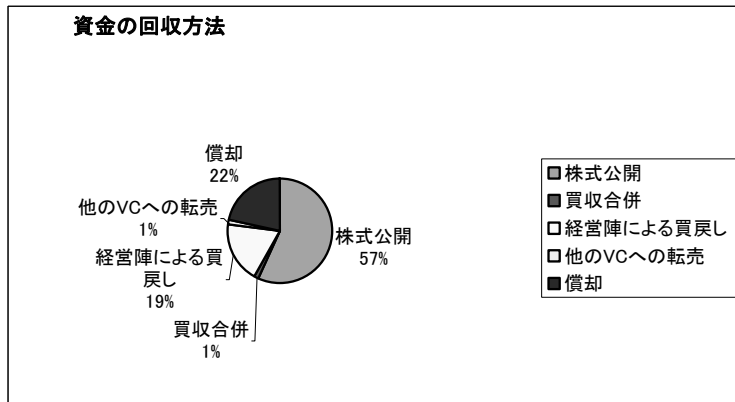


3-3. 投資回収までの期間

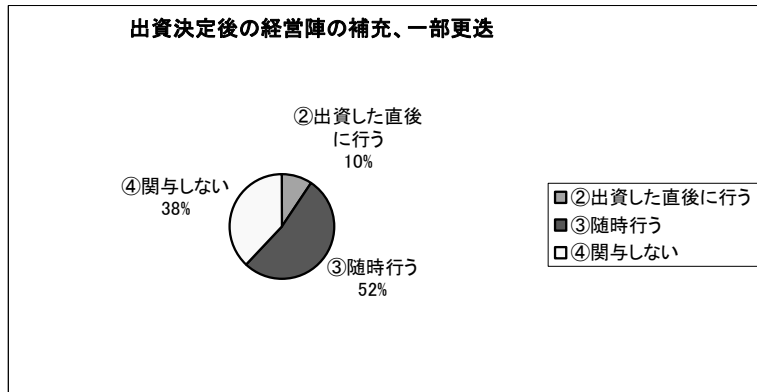
投資回収までの期間と企業数



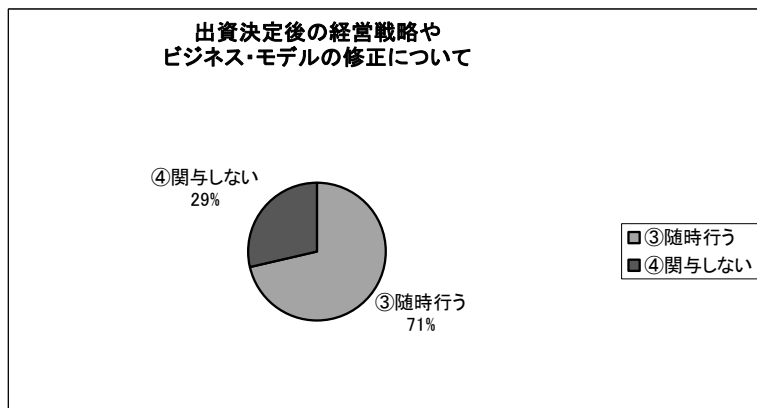
3-4. 資金回収の方法



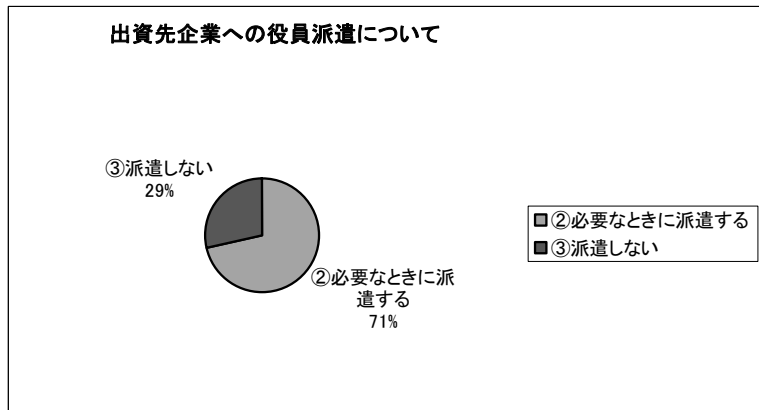
4-1. 出資決定後の経営陣の補充あるいは一部更迭について



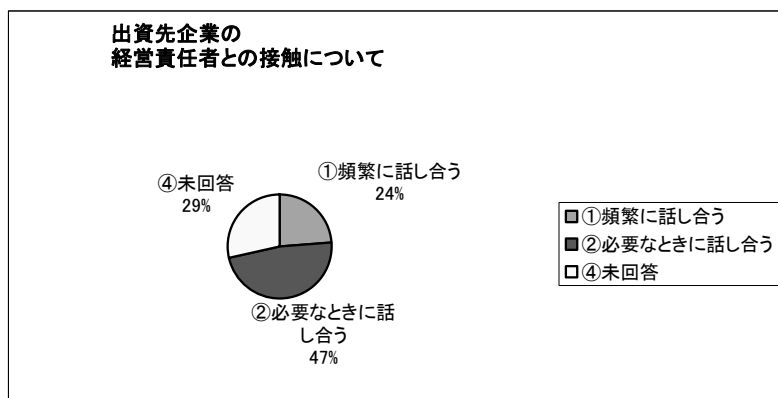
4-2. 出資決定後の経営戦略やビジネス・モデルの修正について



4-3. 出資先企業への役員派遣について



4-4. 出資先企業の経営責任者との接触について



(2007年1月8日受理)