

# CVC 出資先企業における企業価値認識に関する一考察 —アンケート調査結果を中心として—

藤井辰朗  
清水健太

本論文ではCVC出資先ベンチャー企業が企業価値についてどのような認識を持っているか、アンケート調査結果をもとに考察した。今後の目標として企業価値向上を80%以上の企業で強く望むという結果から、多くの企業で企業価値最大化が経営における大きな目標の1つとして位置付けられている事が明らかになった。これは財務理論と整合的な経営者の目標であるが、一方で企業価値向上に必要な財務目標に対してはあまり積極的な意見が見られなかった。つまり経営者の最大の目標である企業価値最大化は共通の認識として理解しているものの、具体的な企業価値向上に対しての理解は進んでいないということである。

またROEやROA、ROIなどの投資効率を重視する企業は1つの指標に限らず、複数の指標を重視する傾向も明らかになった。ただし、投資効率を重視する企業の絶対数は少なく、売上高や顧客数などの規模の拡大を志向する企業が多いことも明らかになった。

**keywords** : 企業価値、資本コスト、コーポレート・ベンチャー・キャピタル、ベンチャー企業、財務リターン

## 目 次

1. はじめに
2. 企業価値の定義
3. アンケート調査の概要と結果
4. 相関分析
5. アンケート結果を踏まえた考察
6. おわりに

### 1. はじめに

近年、一般事業会社がベンチャー・キャピタル (Venture Capital 以下VC)と同じように、ベンチャー企業に出資する事例が増加している。VCと区別するために、投資が主事業ではない大企業が社外のベンチャー企業に対して投資を行うこれらの活動はコーポレート・ベンチャー・キャピタル (Corporate Venture Capital 以下CVC)と呼ばれている。CVCがベンチャー企業に投資を行う目的は大きく分けて2つあり、戦略的目的と財務リターン目的である。戦略的目的とは、本業の事業とのシナジー効果を狙ったり、将来有望な市場に対する情報収集を目的としたり、その市場に自社が参入する際のアクセスの確保を目的としたりなど、企業の戦略に関わる目的から投資をするも

のである。

一方、財務リターン目的とは、純粹に投資先企業の株式を将来売却した時の利益実現を狙うものである。したがって財務リターン目的は通常のVCの目的と非常に近いといえる。

CVCの目的が戦略的目的だけであるならば、投資先企業が仮に成長せず企業価値が増加しなくとも、CVC親会社の目的が達せられ利益を稼取することができるかも知れないが、財務リターンを目的とした場合には投資先ベンチャー企業が成長し、企業価値が増大しなければ目的を達成することはできない。

Siegel, R., E. Siegel, and I. C. MacMillan.(1988)によれば、すべてのCVCは財務リターンの実現を第一に目指すべきであり、戦略的目的の実現については財務リターンに対する意思決定を阻害しない限りは必ずしも間違いであるとは限らないとしている。つまり、財務リターンを度外視しての戦略的目的投資は効果的ではないと考え、例えば技術またはマーケティング的に魅力的であったとしても、財務リターンが期待できない投資は企業にとって負の投資となる可能性が高いとしている。

CVCが財務リターンを獲得するためには、ベンチャー企業の企業価値創造が不可欠であるが、出資受入れ側のベンチャー企業の企業価値認識はまだ明らかにされていないのが現状である。そこで本研究では、この問題を明らかにするためにCVCが出資を行った企業431社の経営者及び経営・財務幹部等を対象にアンケート票を送付<sup>1</sup>し企業価値や財務関連の意識について調査を行った。本論文では、この結果をもとにCVC出資先ベンチャー企業における企業価値意識の考察を行っていく。

## 2. 企業価値の定義

CVC出資先ベンチャー企業における企業価値を考えるにあたり、まずは企業価値の定義をしなければならないが、企業価値の概念は青木茂男(2009)によれば、企業の社会的評価や競争力などの非計数的要素を含めて総合的に判断する立場と、金額で測定できるものだけに限定する立場がある<sup>2</sup>とされている。本稿においては、この中でも後者の立場に立脚して展開することにする。

企業価値というものは企業が将来生み出すキャッシュフローの合計を、割引率を用いて現在価値に割引いて評価しており、具体的には式1に表すDCF法(Discounted Cash Flow)を使って評価される。

式1

$$PV = \frac{CF_1}{(1+r)} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \frac{CF_3}{(1+r)^3} \dots \frac{CF_t}{(1+r)^t}$$

PV=企業価値 CF\*=各年度におけるキャッシュフロー r=割引率

この式の通り、企業価値は将来得られるキャッシュフローと割引率によって決まるため、企業の利益が一定のもと分母である割引率を低下させることが出来れば、企業の価値は増加する。割引率は企業のリスクの代理変数であり、企業経営のリスク(キャッシュフローを獲得するための不確実性や、業界・市場の不確実性、金利水準、エージェンシーリスク等)を総合して決定される。そのた

め企業のリスクが高ければ高いほど、割引率も高くなる。

割引率として、よく利用されるものの1つに加重平均資本コスト(Weighted Average Cost of Capital: WACC)があるが<sup>3</sup>、加重平均資本コストとは、負債のコストと株主が要求する収益率(企業側から見てコスト)を加重平均したものである。一般的に、株主が要求する収益率は、負債の収益率よりも高くなる。なぜならば、負債に比べ株式は価格変動が激しく、株主の権利は残余利益の分配権であり、企業が倒産するなどのもしもの場合の際の利益分配の優先順位が低いなど債権者よりもリスクが高いためである。リスクとリターンの原則により、リスクの低い負債よりも株主の要求するリターンは当然高くなる。このことから企業価値を向上させるためには負債のコストを下げるか、株主が要求する収益率を下げるか、分子であるキャッシュフローを増加させるかのいずれかが必要となる。

負債のコストを下げるためには債権者に自社の財務の安全性や、業績の将来性などを保証したり、土地などの担保を提供するなどして債権者のリスクを減らす必要がある。こうして企業の倒産リスクが減少し、安全な投資先と債権者が認識すれば負債コストは低減できる。一方、株主の要求する収益率も企業の様々なリスクを考慮して決定されるため、それらのリスクを減少させれば株主の要求収益率の低下も可能である。

以上より、企業価値向上にはキャッシュフローの向上と資本コストを低下させることが必要になることがわかる。したがって経営者は企業価値向上のためにキャッシュフローの最大化や資本コストの最小化を実践しなければならない。この点を踏まえてアンケート結果の考察を進める。

## 3. アンケート調査の概要と結果

### 3.1 対象企業と調査の概要

Basu, S., C. Phelps and S. Katha.(2011)は既存企業がどのような場合にCVCに参入するかを研究しており、1990年から2000年までの期間で477社を対象に調査した結果、イノベーションの変化が

速く、迅速にイノベーションを起こさなければならない業界ほどCVC活動を行う傾向があると指摘している。技術進歩が激しく、短期間でのイノベーションが必要とされることの多い情報通信系企業はこの指摘と合致する業界の1つである。

また田路則子・露木恵美子(2010)によれば、オープン・イノベーションの実現のために大企業はスタートアップ企業に投資をしたり、スタートアップ企業を買収することによって技術や製品を独占して内部に取り込む方法があるとしており、田路らが調査したICT産業やバイオ産業などの13社のうち11社のスタートアップ企業が、大企業のイノベーションの源泉となっていると指摘している。

これらの先行研究を踏まえて本研究においても、CVC活動が重要であると考えられる情報通信系企業のCVCから出資を受けたベンチャー企業を調査対象とし、HP等から所在確認できた431社にアンケート票を送付し、期限までに返送のあった48社(回答率11%)を対象に分析を行った。

アンケートの質問内容は出資受入れ前後の売上などの財務データの変化やCVCから提供された資源(共同研究などの案件を含む)についての項目から構成されており、アンケートの概要は以下のようになる。

#### 【アンケート調査の概要】

- (1)質問項目：経営・経営財務に関わる質問
- (2)調査対象：情報・通信業界に属する企業のCVC出資先ベンチャー企業431社
- (3)調査方法：郵送によるアンケート調査。上記対象のベンチャー企業のHP等より必要情報を取得し、経営者および経営・財務幹部、経営・財務幹部候補者宛に質問票を郵送。
- (4)調査期間：2017年2月下旬より約1ヶ月。
- (5)回答企業：48社(締切後に到着した企業を合わせると現時点<sup>4</sup>で合計51社だが本研究では期限内に到着した企業のみを対象としている)

まずはアンケート結果の概要からであるが、本アンケートは強弱5段階<sup>5</sup>で行っており、アンケート結果の記述統計量が図表1となる。表の平均は5に近いほど重視すると答えた企業が多く、1に近

いほど逆に重視しない企業が多かったことを表している。

アンケート結果で一番平均が高かったのが、今後の目標として企業価値向上を目指すとした企業である。つまりCVC出資先ベンチャー企業にとっても企業価値の向上は最優先課題であると考えられる企業が多いことを示している。次に売上高や売上高成長率を重視すると回答した企業が多く、売上規模の拡大を望んでいる傾向が明らかになった。一方、ROEやROAなどは重視する企業が少なく、投資効率に関してはあまり重視していない傾向も明らかになった。

図表1 アンケート結果記述統計量

	平均	標準偏差	企業数
企業価値向上	4.71	0.66	45
ROE	2.91	1.10	44
ROA	2.82	1.04	44
ROI	3.16	1.06	44
売上高	4.06	1.03	47
営業利益	3.91	1.11	46
純利益	3.39	1.13	46
EBITDA	2.87	1.33	46
売上高成長率	4.26	0.92	47
顧客数	3.87	1.16	45
資本コスト	3.38	1.15	42
調達金利	3.23	1.16	44
創業者の持株比率	3.64	1.04	44
負債総額	3.02	0.98	44
資金調達の制限	3.00	1.14	44

注 項目により無回答があったため、回答企業数は設問によって散らばりがある。

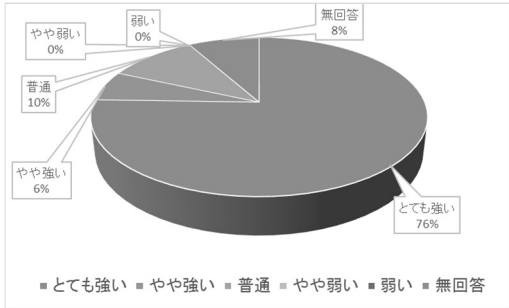
(出所)筆者作成

### 3.2 企業価値向上に対する認識

CVCが出資対象としている企業の大多数はベンチャー企業と呼ばれる比較的小規模の企業であるが、今後の目標として企業価値の向上を80%以上の企業で強く望むという回答が図表2の通りあり、企業価値の向上を今後の目標としない企業は1社もなかった<sup>6</sup>。

この結果から経営財務論における企業価値向上という命題が、経営実践の現場においても広く認識されているということが判明した。

図表2 企業価値向上を目標とする意識



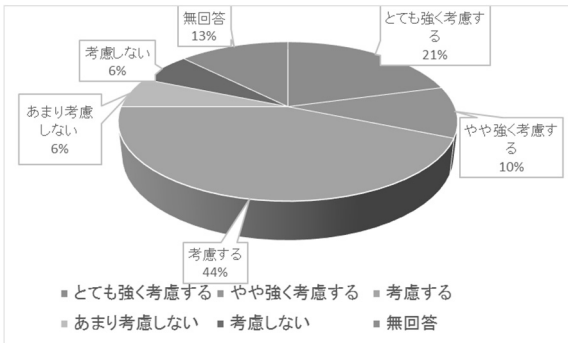
(出所)筆者作成

### 3.3 資本コストと調達金利に対する認識

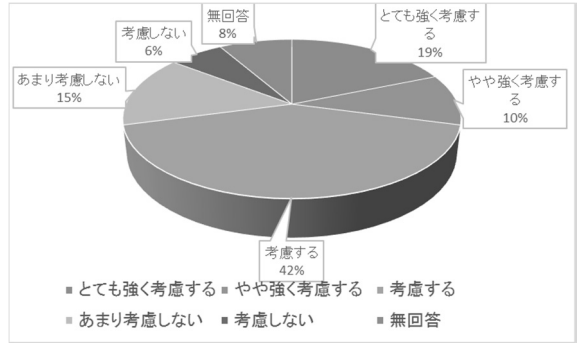
アンケート結果より企業価値向上が企業経営の命題であるとの認識はCVC出資先ベンチャー企業も有していることが明らかになったが、次にその企業価値に大きく影響する資本コストに対する認識の回答を検討することにする。

結果は図表3の通り、資本コストに関して5段階評価で上位2段階の「とても強く考慮する」という企業と「やや強く考慮する」という企業が合わせて31%であった。アンケート調査の回答で「考慮する」という企業も44%あったが、アンケート調査が5段階評価であることから「考慮する」の選択にはかなり中立的な要素が強いと思われる。

図表3 資本コスト及び調達金利に対する認識



資本コスト



調達金利

(出所)筆者作成

式1で示した通り、資本コストは企業価値向上に向けて重要な要素であるにも関わらず、強く意識している企業は企業価値向上を目標とする企業の半分以下という結果になった。これは企業価値向上というものが現代経営における至上命題として存在しているという認識は保有しているものの、具体的に企業価値とはどのようなものか理解されていない可能性があることを示唆している。

資本コストとは小椋康宏(2015)によれば、企業が投資プロジェクトを評価する際に、その投資プロジェクトが最低限稼得しなければならない必要最低利益率であるとしている。つまり、企業が資本コストを把握、もしくは重視していないということは、その投資プロジェクト自体が最低限稼得しなければならない利益率を把握・重視していないことと同義である。もし最低限稼得しなければならない利益率を企業が確保できなければ企業価値は毀損してしまう。そのため看板としての企業価値向上を企業は掲げているものの、実質的に機能していない可能性がある。

また調達金利に関しても同様で、調達金利はキャッシュフローを割引く割引率に影響を与えるものの、それを重視している企業は少なかった。資本コスト及び調達金利を無視しての企業価値向上はあり得ず、こちらの回答からもCVC出資先ベンチャー企業の企業価値向上という目標が有名無実化している可能性を強く示唆している<sup>7</sup>。もっとも別の見方から考えればCVC出資先ベンチャー企業は規模や実績の面でまだ浅く、まずは



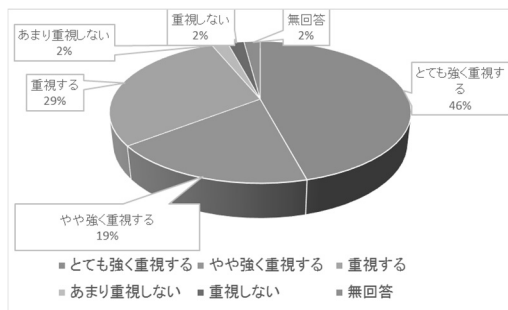
資金調達の可否そのものが重要<sup>8</sup>で、その際の条件(金利)を検討するに至っていない可能性も考えられる。

### 3.4 売上高・営業利益・売上高成長率・顧客数に対する認識

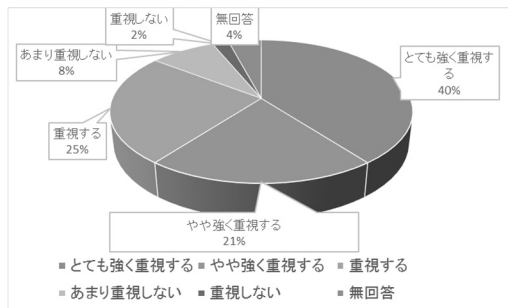
一方、目に見えやすい売上高と営業利益に関しては、図表4の通り「とても強く重視する」と「やや強く重視する」の回答の合計がそれぞれ65%と61%になり過半数を超えている。こちらは大企業・ベンチャー企業問わず、重視されている財務目標といえるであろう。

さらに図表5をみると、売上高成長率と顧客数に関して「とても強く重視する」と「やや強く重視する」の回答の合計がそれぞれ77%と57%と高い数値になっている。これらに共通するのは顧客数を増加させ、売上高を成長させて企業規模の拡大を目指しているという事である。

図表4 売上高・営業利益に対する認識



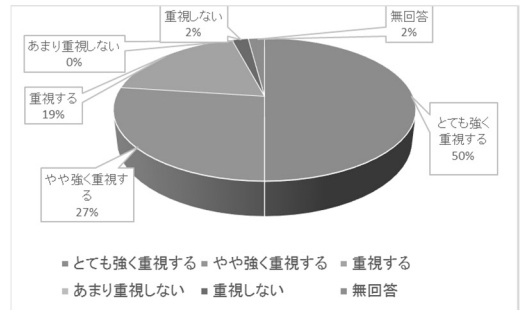
売上高



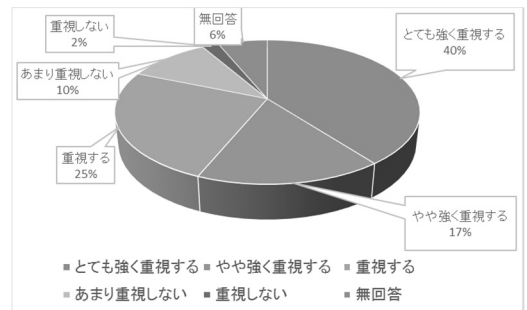
営業利益

(出所)筆者作成

図表5 売上高成長率・顧客数に対する認識



売上高成長率



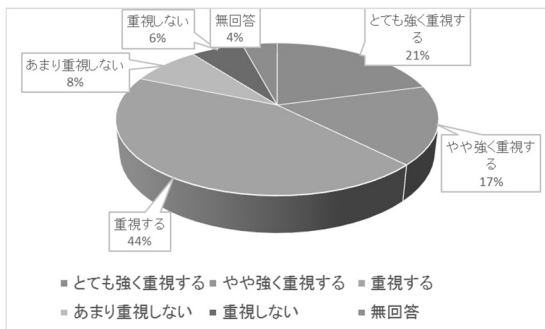
顧客数

(出所)筆者作成

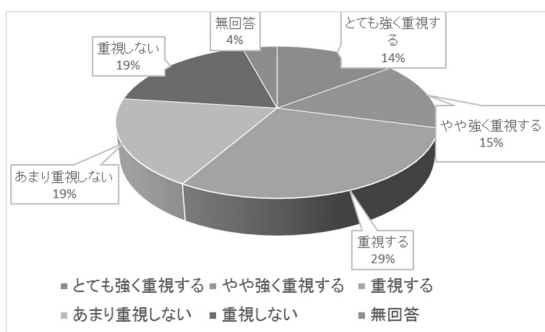
### 3.5 純利益・EBITDA及び収益性に対する認識

アンケートの回答により、CVC出資先ベンチャー企業が売上高などの拡大を重視している傾向が明らかになったが、一方で純利益やEBITDA<sup>9</sup>等の指標は「とても強く重視する」と「やや強く重視する」の回答の合計がそれぞれ38%と29%と前者に比べて低いことも図表6より明らかになった。つまり表面的な利益は重視するものの、収益性などを考慮した利益という考え方はあまり行っていないといえる。

図表6 純利益・EBITDAに対する認識



純利益



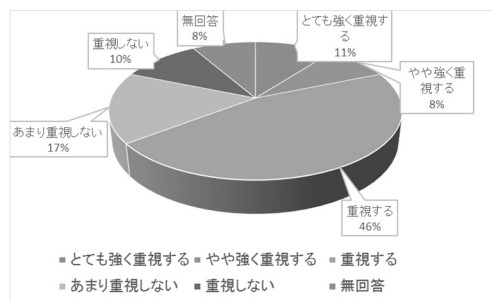
EBITDA

(出所)筆者作成

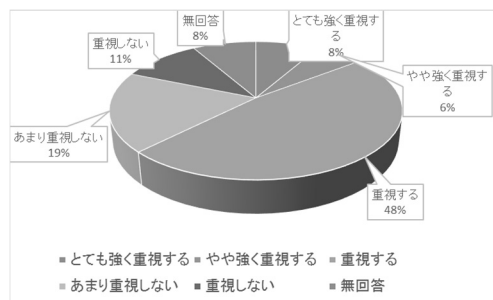
収益性に対する考え方が顕著に表れているのが次の図表7である。ROE(Return On Equity)は株主資本利益率、ROA(Return On Assets)は総資産利益率、ROI(Return On Investment)は投下資本利益率であるが、これはそれぞれ株主・総資産・投下資本からみた利益率を意味している。

ROEを「とても強く重視する」と「やや強く重視する」の回答の合計は19%であり、かなり低い結果となった。同様にROAとROIについても14%、26%と多くの企業で強くは重視していないことが明らかになった。

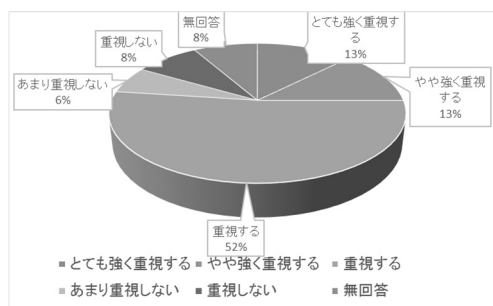
図表7 ROE・ROA・ROIに対する認識



ROE



ROA



ROI

(出所)筆者作成

#### 4. 相関分析

ここまでの分析で財務指標に対する企業の意識が明らかにされたが、本節ではそれぞれの財務指標に対する回答の相関分析を行うことにする。本節で明らかにしたいのは、企業価値向上を目指す企業がどのような項目を重視しているのかについてであるが、企業価値向上には投資効率の向上も必須であるため、まずは投資効率について企業が

どのように考えているかを見ていくことにする。

図表8はそれぞれの回答の相関係数を一覧にしたものであるが、これをみるとROEを重視すると回答した企業とROAを重視すると回答した企業で相関係数0.84と強い相関関係が存在していることが判明した。これはROEを重視する企業は同時にROAも重視する傾向が強いという事である。また同様にROEとROIの間には0.62、ROAとROIの間には0.75とそれぞれ1%水準で有意な相関関係が認められた。ROE、ROA、ROIはそれぞれ尺度は違うものの、すべて企業の投資における効率性を計る指標であるため、これらの指標それぞれに相関性が見られるという事は、投資効率を重視する企業は1つの指標に縛られることなく複数の指標から投資効率向上を目指している企業が多いということを示唆している。

ただし、図表7で見た通りROEを重視するかという質問に対して、「とても強く重視する」と回答したのは11%、「やや強く重視する」と回答したのは8%と合わせて5社に1社程度しかなかった点にも注意が必要である。

つまりROE等の投資効率を重視する企業は他の投資効率の指標も重視するものの、その「絶対数は少ない」という事である。言い換えれば、投資効率を重視しているCVC出資先ベンチャー企業は少ないともいえる。

一方、資本コストを重視する企業と調達金利を重視する企業の間には相関係数0.62と有意<sup>10</sup>な傾向が見られた。資本コストは株主資本コストと負債コストの加重平均であるため、資本コストを低減するには株主資本コストを低下させるか、調達金利を下げる必要がある。そのため理論的に資本コストと調達金利には関連性があるのだが、資本コストを重視する企業は経営実践の場においても理論を理解して、調達金利の水準を重視していると推測される。

企業価値向上との関連性に目を移すと、他の回答との明確な相関性は見られない結果になった。特に企業価値向上には資本コストや調達金利が重要であるにも関わらず、企業価値向上とそれらの間には有意な相関性はまったく見られない。また、投資効率(ROE・ROA・ROI)に関しても企業価値向上との符号が負になるなど、相関関係が見られない結果になっている。これは投資効率を重視する企業に企業価値向上の概念が薄いのか、企業価値向上を重視する企業の投資効率に向ける意識が低いのか、いずれにせよ企業価値というものの理解が進んでいないことを示唆している。企業価値向上を目標とする企業が8割以上になった結果と照らし合わせると、これらの回答は大きな矛盾を抱える結果であるといえる。

図表8 相関係数

		相関														
		企業価値向上	ROE	ROA	ROI	売上高	営業利益	純利益	EBITDA	売上高成長率	顧客数	資本コスト	調達金利	創業者の持株比率	負債総額	資金調達の制限
企業価値向上	Pearsonの相関係数	1	-.166	-.148	-.129	.282	.172	.028	-.052	.338*	.301*	.103	.001	.185	.261	-.092
	有意確率(両側)		.287	.342	.411	.060	.260	.857	.733	.023	.050	.521	.936	.235	.091	.558
	度数	45	43	43	43	45	45	45	45	45	43	41	43	43	43	43
ROE	Pearsonの相関係数	-.166	1	.842**	.616**	-.199	.257	.400**	.346*	-.251	-.354*	.255	.328*	.073	.111	.112
	有意確率(両側)	.287		.000	.000	.196	.092	.007	.021	.100	.021	.103	.030	.640	.474	.471
	度数	43	44	44	44	44	44	44	44	44	42	42	44	44	44	44
ROA	Pearsonの相関係数	-.148	.842**	1	.747**	-.288	.179	.414**	.325*	-.338*	-.306*	.305*	.247	.088	.164	.078
	有意確率(両側)	.342	.000		.000	.058	.245	.005	.031	.025	.049	.049	.106	.569	.286	.613
	度数	43	44	44	44	44	44	44	44	44	42	42	44	44	44	44
ROI	Pearsonの相関係数	-.129	.616**	.747**	1	-.206	-.001	.291	.227	-.228	-.173	.296	.850*	.182	.312*	.193
	有意確率(両側)	.411	.000	.000		.179	.995	.056	.139	.141	.272	.057	.020	.238	.039	.209
	度数	43	44	44	44	44	44	44	44	44	42	42	44	44	44	44
売上高	Pearsonの相関係数	.282	-.199	-.288	-.206	1	.371*	-.119	.231	.762**	.437**	.092	-.174	.075	.137	-.138
	有意確率(両側)	.060	.196	.058	.179		.011	.431	.122	.000	.003	.564	.260	.627	.376	.370
	度数	45	44	44	44	47	46	46	46	47	45	42	44	44	44	44
営業利益	Pearsonの相関係数	.172	.257	.179	-.001	.371*	1	.507**	.354*	.367*	.067	.180	.043	-.145	.089	-.257
	有意確率(両側)	.260	.092	.245	.995	.011		.000	.016	.012	.665	.254	.783	.348	.567	.093
	度数	45	44	44	44	46	46	46	46	46	44	42	44	44	44	44
純利益	Pearsonの相関係数	.028	.400**	.414**	.291	.119	.507**	1	.526**	.207	.054	.199	.121	-.048	.054	-.124
	有意確率(両側)	.857	.007	.005	.056	.431	.000		.000	.167	.729	.207	.435	.757	.729	.421
	度数	45	44	44	44	46	46	46	46	46	44	42	44	44	44	44
EBITDA	Pearsonの相関係数	-.052	.346*	.325*	.227	.231	.354*	.526**	1	.189	.024	.125	.089	-.008	.379*	0.000
	有意確率(両側)	.733	.021	.031	.139	.122	.016	.000		.208	.877	.431	.564	.960	.011	1.000
	度数	45	44	44	44	46	46	46	46	46	44	42	44	44	44	44
売上高成長率	Pearsonの相関係数	.338*	-.251	-.338*	-.228	.762**	.367*	.207	.189	1	.634**	.072	-.199	.063	.071	-.131
	有意確率(両側)	.023	.100	.025	.141	.000	.012	.167	.208		.000	.650	.196	.684	.649	.398
	度数	45	44	44	44	47	46	46	46	47	45	42	44	44	44	44
顧客数	Pearsonの相関係数	.301*	-.354*	-.306*	-.173	.437**	.067	.054	.024	.634**	1	-.148	-.341*	.073	.024	-.021
	有意確率(両側)	.050	.021	.049	.272	.003	.665	.729	.877	.000		.361	.027	.646	.878	.895
	度数	43	42	42	42	45	44	44	44	45	45	40	42	42	42	42
資本コスト	Pearsonの相関係数	.103	.255	.305*	.296	.092	.180	.199	.125	.072	-.148	1	.623**	.397**	.356*	.413**
	有意確率(両側)	.521	.103	.049	.057	.564	.254	.207	.431	.650	.361		.000	.009	.021	.007
	度数	41	42	42	42	42	42	42	42	42	40	42	42	42	42	42
調達金利	Pearsonの相関係数	.001	.328*	.247	.350*	-.174	.043	.121	.089	-.199	-.341*	.623**	1	.322*	.345*	.141
	有意確率(両側)	.996	.030	.106	.020	.260	.783	.435	.564	.196	.027	.000		.033	.022	.362
	度数	43	44	44	44	44	44	44	44	44	42	42	44	44	44	44
創業者の持株比率	Pearsonの相関係数	-.185	.073	.088	.182	.075	-.145	-.048	-.008	.063	.073	.397**	.322*	1	.560**	.374*
	有意確率(両側)	.235	.640	.569	.238	.627	.348	.757	.960	.684	.646	.009	.033		.000	.012
	度数	43	44	44	44	44	44	44	44	44	42	42	44	44	44	44
負債総額	Pearsonの相関係数	.261	.111	.164	.312*	.137	.089	.054	.379*	.071	.024	.356*	.345*	.560**	1	.104
	有意確率(両側)	.091	.474	.286	.039	.376	.567	.729	.011	.649	.878	.021	.022	.000		.500
	度数	43	44	44	44	44	44	44	44	44	42	42	44	44	44	44
資金調達の制限	Pearsonの相関係数	-.092	.112	.078	.199	-.138	-.257	-.124	0.000	-.131	-.021	.413**	.141	.374*	.104	1
	有意確率(両側)	.558	.471	.613	.209	.370	.093	.421	1.000	.398	.895	.007	.362	.012	.500	
	度数	43	44	44	44	44	44	44	44	44	42	42	44	44	44	44

\* 相関係数は5%水準で有意(両側)。

\*\* 相関係数は1%水準で有意(両側)。

(出所)筆者作成



## 5. アンケート結果を踏まえた考察

本論文では、CVC出資先ベンチャー企業の企業価値認識についての考察をアンケート調査の結果をもとに議論してきたが、ここで明らかにされたのは、企業価値の本質を多くの企業で理解していない可能性である。企業価値向上を重視するかという質問に対して8割以上の企業で重視するとの回答を得たが、実際に企業価値向上につながる指標への関心は薄かった。つまり企業価値向上が有名無実化しているという現実である。企業価値は高めるものだという認識が広がっているのは良い傾向ではあるが、その中身の周知を今後進める必要があるといえる。

さらに本アンケート調査では売上高や売上高成長率、顧客数等を重視するという回答が多く、特に企業価値向上と売上高成長率、顧客数との間には統計的にも有意な相関がみられた。これらは旧来の日本企業で重視されてきた指標であり、これらを向上させることが、企業価値向上につながると経営者が考えている可能性がある。

たしかに売上高を増加させ顧客数を増やしていくのは将来の企業価値にとって良い影響を与える可能性があるが、重要なのは企業が将来得であろうキャッシュフローの現在価値を最大化する事である。たとえ売上高を倍増させようが、顧客を倍増させようが、そこから新しいキャッシュフローを生まなければ無価値であることを理解するべきである。つまり将来大きなキャッシュフローを生むための顧客などを増加させなければならないという事である。

よく日本企業を揶揄する言葉で、図体は大きいものの利益は小さいというような言葉があるが、そのような企業ではなくもっと筋肉質な、規模は小さいながらも収益率は高いというような企業を目指すべきである。それを維持しながら規模の拡大を目指すのは良いが、最初から規模の拡大が最優先で利益などは二次というような経営は避けるべきである。

もっとも、近年におけるIT業界などは先行者利益が大きく、最初に赤字であっても、とにかく規模(顧客数等)を追求することが重要な事例もあ

る。このようなケースでは利益は黙っていても後からついてくるといようなビジネスモデルである事が多いため、初期時点における顧客数などの規模の追求が重要な戦略となる。このような企業は目先の利益にこだわると将来の莫大なキャッシュフローを得る機会を失ってしまう可能性があり、当初の利益追求は有効な戦略では無くなる。このように企業がどの戦略を優先するかは将来キャッシュフローの現在価値最大化をどのように実現するか考えた結果から選択されるべきである。規模の拡大が将来キャッシュフローの最大化につながるなら優先すべきであるが、そうではない規模の拡大のみを目的とするような経営は企業価値を毀損させてしまうであろう。そのため、経営者は自社にとっての企業価値向上の戦略とは何なのかを理解する必要があり、その前提として正しい企業価値の認識を他の経営幹部とともに共有する必要がある。

またCVC側から考えた時、財務リターン実現のためには出資先企業が企業価値の概念を正しく理解し企業価値創造経営を実践できるようにサポートをする必要があり、そのため出資先企業に専門の財務担当役員を派遣したり、取締役会に取締役を送り込むことが必要となるケースも考えられる。いずれにせよ企業価値向上はCVCに限らず出資先企業にとっても重要な経営目標であることに違いはなく、それをサポートすることは双方にとってメリットがあるといえる。

## 6. おわりに

本稿における一連の分析及び考察によりCVC出資先企業における企業価値向上に向けた問題点が明らかにされた。CVCが投資による財務リターンを狙うなら、出資先企業の成長が必須であり、そのためには出資先企業の意識改革が必要となる。

今回調査対象としたのはCVC出資先企業であったが、ここから得られた示唆は多くのベンチャー企業に共通の問題である可能性がある。日本経済の停滞とそれを打開するためのベンチャー企業の必要性が語られて久しいが、ベンチャー企業が将来日本経済を支えるような大企業に成長す

るためには企業価値向上へ向けた正しい経営理解を進めていく必要があると我々は考えている。

- <sup>1</sup> 回収率に関しては48社からの返送があり11.1%であった。
- <sup>2</sup> 青木茂男(2009)「企業価値が意味するもの」『管理会計学』第17巻、第2号p38.
- <sup>3</sup> 式1のrにWACCを代入して、各年度のFCF(フリーキャッシュフロー)を割引き、その合計を企業価値とする考え方。Brigham, E. F. and M. C. Ehrhardt(2008) p.341参照。
- <sup>4</sup> 2017年7月1日現在。
- <sup>5</sup> 「とても強く重視する」、「やや強く重視する」、「重視する」、「あまり重視しない」、「重視しない」等の5段階で調査している。
- <sup>6</sup> ただし今後の目標として企業価値向上を「普通」とする企業と「無回答」とする企業は存在。ここでいう企業価値の向上を今後の目標としない企業とは「やや弱い」、「弱い」と選択した企業である。
- <sup>7</sup> もしくは企業価値向上に調達金利が重要である事を理解していない可能性もある。
- <sup>8</sup> ベンチャー企業において資金調達の可否は死活問題である。大企業と違いベンチャー企業に積極的に資金提供する金融機関は少ない。
- <sup>9</sup> EBITDA=営業利益+減価償却費。
- <sup>10</sup> 1%水準で統計的に有意。

#### 【参考文献】

- Basu, S., C. Phelps and S. Katha.(2011) "Towards understanding who makes corporate venture capital investments and why" *Journal of Business Venturing*, Vol.26, Issue 2, pp.153-171.
- Brigham, E. F. and M. C. Ehrhardt(2008) *Financial Management 12th*, Thomson south-Western.
- Chesbrough, Henry.(2003) *Open Innovation*, Harvard Business School Press.(大前恵一朗訳『オープンイノベーション』産業能率大学出版部,2004年)
- Higgins, R., J. Koski and T. Mitton,(2015) *Analysis for Financial Management 11th*, McGraw-Hill.
- Siegel, R., E. Siegel, and I. C. MacMillan.(1988) "Corporate venture capitalists: Autonomy, obstacles, and performance" *Journal of Business Venturing*, Vol.3, Issue 3, pp.233-247.
- 青木茂男(2009)「企業価値が意味するもの」『管理会計学』第17巻,第2号,pp.37-47.
- 砂川伸幸・川北英隆・杉浦秀徳(2016)『日本企業のコーポレートファイナンス』日本経済新聞出版社.
- 浦木史子(2012)「CVCは企業の持続可能性を促進するツールになりえるか?」『研究技術計画』Vol.26, No.3/4, pp.161-172.
- 小椋康宏(1997)『日本の経営財務論』中央経済社.
- 小椋康宏(2000)「ベンチャー企業経営者の経営行動基準に関する一考察」『経営教育研究』第3号,pp.89-104.
- 小椋康宏・木村敏夫・董晶輝・藤井辰朗・松本健児(2015)『コーポレート・ファイナンス論』学文社.
- 田路則子・露木恵美子(2010)『ハイテク・スタートアップの経営戦略』東洋経済新報社.