

# ベンチャーキャピタルの投資動向

野村康則

## Investment movement by Venture capitals

Nomura Yasunori

Abstract: As commonly known, the venture capitals try to invest to the venture firms aiming the IPO and the capital gains by selling the shares obtained before IPO. Nevertheless, due to my questionnaires I have done to the domestic rather known venture capitals, about 25% of the venture capitals do not always require the IPO. I need further investigations on this fact from now on.

Keywords: Venture capital, share price, stock listing, dividends, interest rate, IPO

はじめに

2010年6月に国内における有力なベンチャーキャピタル160社に対し、筆者作成のアンケート調査を行ったところ、48社から回答が得られた。回収率は30%であった。本論ではこのアンケート結果をもとに、ベンチャーキャピタル社の投資意向について考察を行うものである。このアンケートの究極の狙いは、ベンチャーキャピタルは国内のベンチャー企業を育成することにその投資目的をもっているのか、または自社の利益目的なのか、を探ることにある。以下14項目のアンケートに従って論述を行いたい。

### 1. 貴社の資本構成は(質問1)

回答を得られた48社の内訳は①政府系が2社4.2%、②金融機関系列が14社29.1%、③証券会社系列が3社6.2%、④商社系列が1社2.1%、⑤民間企業系列が7社14.6%、⑥独立資本が21社43.8%であり、圧倒的に金融機関系列と民間企業系列とで全体の約半数を占めることが分かる。

### 2. 貴社の資本金はいくらか(質問2) 図表1

質問2に対して右記のような回答であった。今回依頼した企業は国内ではかなり名の知れた企業であるが、資本金としては50億円以下が約90%を占めている。この質問はベンチャーキャピタルの投資可能幅を推測させるもので、大規模投資を志向しているものではないことが分かる。

資本金	回答数	%
1億円未満	12	25.0%
1~5	19	39.5%
6~10	0	0.0%
11~50	12	25.0%
51~75	2	4.2%
76~100	1	2.1%
100億円以上	2	4.2%

\* 経営情報学科

3. (貴社の場合)ベンチャーキャピタル社様の使命は新技術を持った創業者の起業と技術育成またはキャピタルゲインによる自社利益の確保のどちらと考えるか。(質問3)

図表2(質問3に対する回答)

	回答数	%
① 資金援助	7	14.6%
② 自社利益	6	12.5%
③ 両方である。	31	64.6%
④その他	4	8.3%
合計	48	100%

上記回答を資本規模と比較したのが下記図表3である。この問いに関しては自社利益と回答した企業は少ない。

図表3 (資本金と投資目的)	(質問2)資本金の額 単位:億円						計
	1億円未満	1~5	11~50	51~75	76~100	100以上	
① 資金援助	2	1	4				7
② 自社利益	1	3	1			1	6
③ 両方である。	9	14	4	2	1	1	31
④その他		1	3				4

4.貴社は投資の決定にあたり、どういう要素を主として検討事項としていますか。

(質問4, 2つ選択可)

①「技術力と将来性」は総回答数の46.8%、②「人材の価値」は22.3%、③「株価上昇予測」は10.6%、④「上場の可能性」が17.1%、⑤「その他」は3.2%という結果で③の株価上昇予測及び④の上場の可能性に対する回答は非常に控えめである。

5.貴社は投資先の決定にあたり、上場することが決定の基本にあるか。(質問5)

ここでは筆者の期待する質問に迫ってみた。

①「近い将来上場することが確実であること。」は2.1% ②「すぐにではなくても出来れば早い時期に上場することが前提である。」が圧倒的に多く74.5%、③「上場しなくてもよい。」は23.4%であった。筆者の想定回答では③はもっと少ないのではないかと予想していたが、23%ものベンチャーキャピタルが上場しなくてもいい、という結果は意外であった。

## 6. 投資先が上場する場合、投資後何年以内と期待するか。(質問 6)

回答は図表 4 の通り。

図表 4 (上場期待時期に対する回答)

1 年以内	2 年以内	3 年以内	4 年以内	5 年以内	その他	計
0	0	12	5	23	7	47
0.0%	0.0%	25.5%	10.6%	49.0%	14.9%	100

## 7. 株式上場後の株価は上場前に比較してどれくらいの値を期待するか。(質問 7)

図表 5 (株価上昇率への期待)

約 50%増	50～ 100%増	100～200%増	20～300%増	300%増以上	その他	計
0	6	6	4	22	6	44
0%	13.6%	13.6%	9.2%	50.0%	13.6%	100%

上記図表 5 のように、各社共、株価は 3 倍以上を期待していることが分かる。

## 8. 前出の質問 5. で ③ (上場しなくてもいい) と答えられた企業に対する質問(質問 8)

「投資先の株式を保有し続ける場合、投資リターン (年率) はどれくらいを期待するか。」についての回答を図表 6 で示す。

図表 6 (投資リターン期待値)

10～25%	25～30%	30～40%	40～50%	50%以上	その他	計
5	1	2	1	1	2	12
41.7%	8.3%	16.7%	8.3%	8.3%	16.7%	100%

ここでは上場は必要ない、という企業の期待リターンは年率 25%以下であり、4 年前後での回収を期待しているようである。

## 9. 投資が決定した後、貴社は投資先へ社外取締役を派遣するか。(質問 9)

これに対しては①「金額に関わらず必ず派遣する。」が 8.5%, ②「投資金額が大きければ派遣する、僅少であれば派遣しない。」が 23.4%, ③「投資先との話し合いによる。」が 40.4%, ④「派遣しないケースが多い。」は 27.7%であった。

このように、ベンチャーキャピタルは役員の派遣については慎重であり、最初から派遣しない、という④のケースが 3 割近くあることが分かる。

10. 貴社は投資先へ役員を派遣する場合、その役員は取締役会には毎回出席するか。(質問 10)  
この質問に対して約 90%が毎回役員会へ出席する、との回答である。役員を派遣するからには出資先の経営状況をきちんと把握したい、という意向の表れであろう。

11. 投資先の取締役会の決定が貴社にとって不利益である場合、貴社はどうか。(質問 11)  
この質問への回答は大変興味のある点であるが、①「取締役会へ異議を申し立てする。」が 37.8%, ②「過半数の決定に従う。」 35.6%, ③「派遣役員を交代させる。」 0%, ④「その他」 26.6%であった。ベンチャーキャピタルの意向に沿わない決定がなされた場合、異議を唱えたい企業とそうでない企業がほぼ同数であり、これまでの質問で投資先からのリターンを大幅に求めないとか、役員派遣が絶対的ではない、という企業が多い割に、今回の質問ではベンチャーキャピタルの本音が聞けたものと思われる。

12. 投資先が上場を果たせず、債務超過などで経営が困難な状況が確実となった場合、貴社はどうか。(質問 12, 複数回答可)

①「会社更生法等による再建に望みをかける。」が 14.5%, ②「株式の買い取り請求を行い、投下資本の回収を目指す。」が 42.0%, ③「法的手段により、財産の差し押さえ措置を講じる。」が 1.4%, ④「被害金額が僅少であれば、特別損失処理を行う。」は 24.6%, ⑤「その他」が 17.5%であった。ここでは、②の「株式の買い取り請求を行い、投下資本の回収を目指す。」が圧倒的であり、投下資本の保護が大切であることが現れている。

質問 1 の資本系列との関係でこの問題を以下示したい。

図表 7 (質問 1 とのマトリクス)

数字は回答数を示す

	政府系	金融機関系列	証券会社系列	商社系列	民間企業系列	独立資本	合計
会社更生法的再建	1	3				6	10
投下資本の回収	2	12	3	1	4	7	29
財産差押						1	1
特別損失処理	1	5	1		4	6	17
その他	1	1			1	9	12
合計	5	21	4	1	9	29	69

図表 7 では民間と独立資本系のみ、投下資本の回収に固執するだけでなく、特別損失として処理する方向とに二分されており、他の資本系では、強く資本の回収を希望する方向が強い。

13. 貴社の場合、投資先が途中で倒産したケースはあるか。(質問 13)

回答として、①「ある。」が実に 93.6%、②「全くない。」はわずか 6.4%でどのベンチャーキャピタルも倒産の経験をしているのが分かる

14. 投資先の創業者へ期待することは何か。(質問 14, 複数可)

- ① 製品化と市場導入を確実に実行すること。② 株式上場を予定通りに実行すること。  
③ 新技術の更なる革新。④ 経営計画の当初計画通りの実践と早期に経営を軌道に乗らせること。⑤ 人材および後継者の育成。⑥ その他

この質問に対する回答では、

①「製品化とその市場導入の確実な実行」及び  
④「経営計画の当初計画通りの実践と早期に経営を軌道に乗せる」が合計で 62%を占め、  
②「株式上場を予定通りに実行する」は 16%にも満たなかった。これまでの間でも同じような結果であるが、やはり上場をすることがベンチャーキャピタルの究極の狙いではないような傾向が見られる。

図表 8

	回答数	%
製品化と市場導入	34	30.1%
株式上場の実現	18	15.9%
新技術の開発	11	9.7%
経営計画の実践	36	31.9%
人材(後継者)育成	9	8.0%
その他	5	4.4%
合計	113	100.0%

アンケートのまとめ

伊藤 (2008) <sup>[1]</sup> は、ベンチャーキャピタルとは「上場を目指す企業に投資を行い、投資先の企業が上場した時に株式を売却して利益を得る民間企業である」と断言しているが、今回のアンケート結果から伺えることは、ベンチャーキャピタルの約四分の一は必ずしも上場を期待しているのではなく、純粋に日本の技術振興のため、起業を支援する、というベンチャーキャピタルが増えつつある、と言える。

今回のアンケートは友人であり、プラズマTVの発明者である篠田傳氏が起業した「篠田プラズマ(株)」との共同研究により実現したものであるが、今後更にベンチャーキャピタルの投資動向について研究を深めたい。

参考文献 [1] 「ベンチャーキャピタルからの資金調達」 嶋内秀之・伊藤一彦著、中央経済社(2008) p96

[2] 「ベンチャーキャピタルハンドブック」 忽那憲治・長谷川博一・山本一彦編著、中央経済社(2009)

[3] 「新規公開時のベンチャーキャピタルの役割」 船岡健太、中央経済社(2007)

(平成 23 年 3 月 31 日受理)