RIETI BBLセミナー　資料

ベンチャーキャピタルにおける投資収益率の現状と課題

ー日本のパフォーマンスを向上させるためにー

２００７．９．３．

グローバルベンチャーキャピタル株式会社

長谷川博和

本日のテーマ

- プライベートエクイティとその測定方法
- パフォーマンスの日本・米国・欧州の比較
- 日本のベンチャーキャピタルの行動特性
- より高いパフォーマンス実現のための手法
- 投資サービス法、金融商品会計、税制などの影響

本日のテキスト

- **ベンチャーキャピタリストの実務**

- **グローバルベンチャーキャピタル（株）マネージング・パートナー、公認会計士、**学術博士（国際経営）
- 長谷川博和　著

- **ISBN978-4-492-65401-9**
- 東洋経済新報社　**定価本体3800円＋税**
- 日本ベンチャー学会第1回清成忠男賞受賞
- 本の紹介＆購入は

www.gvc.jp/libr.html

本の特色

- ベンチャーキャピタルの理論と実践を統計、アンケート、ケーススタディで分析した。
- 各章に俯瞰的質問、用語解説、コラムを掲載
- 巻末に日本・欧米の統計に関するWebアドレス、推薦図書・論文、索引を掲載
- 主なコラム内容
  - 役立つファンドとハゲタカファンドの根本的な違い
  - 米国年金運用者のファンド・チェックポイント
  - ベンチャーキャピタリストは憧れの職業？
  - ベンチャーキャピタルが最初に聞くべき質問は「健康管理と、これまでの人生で一番つらかったときにどうしたのか」

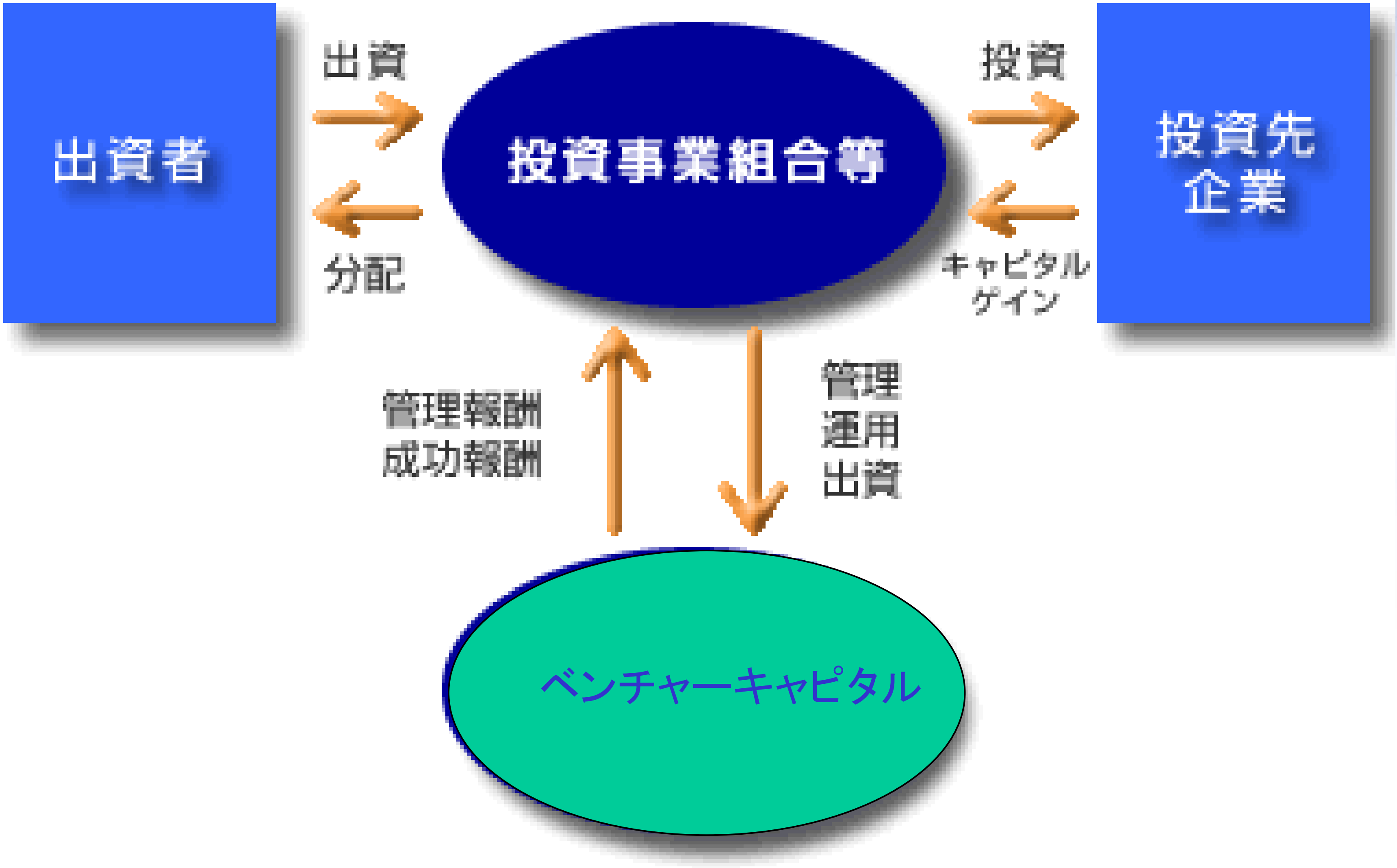
コンサルタントから
ベンチャーキャピタリストへ

- **1982年公認会計士二次試験合格**
- **1984 年　野村総合研究所 自動車業界のトップ証券アナリスト**
- **1993年　ジャフコ 投資調査部**
- **1996年　グローバルベンチャーキャピタル（GVC）会社設立**
- コンサルタント、ベンチャーキャピタリスト
- 早稲田大学 学術博士（国際経営）、公認会計士、証券アナリスト
- パートナー；マイケル・J・ｺｰﾊﾞｰ、豊島一清、
  長谷川智彦

GVCの特色

- 独立系VC。国際スタンダードを熟知したプロフェッショナルがパットナーシップ。
- 投資先への深い関与
- 海外のプライベートエクイティハウスとのネットワーク
- 圧倒的に優れた投資パフォーマンス　IRRで年112%
- １２社公開

ベンチャーキャピタルの仕組み



分析のアプローチ

欧米のVC

IRRを向上
させるための
成功要因
（先行研究）

⇔

日本
トップIRR

成功要因は
欧米と日本
全体と異なるか

⇔

日本
全体IRR

成功要因は
欧米と
異なるか

（作成）長谷川ヒロ＠

第2章　プライベートエクイティの定義

- 投資商品
  - 公開株式
  - 債券
  - 代替投資
    - プライベートエクイティ
      - ベンチャーキャピタル
      - バイアウト
    - ヘッジファンド
    - プロジェクト・ファイナンス
    - 天然資源開発
  - 不動産

（作成）長谷川ヒロ＠

Q;PEファンドの成功の定義としてどれが適切か？

1. 運用ファンドの規模が大きい。
2. 運用ファンドの規模の拡大スピードが早い
3. 出資者の顔ぶれが一流である。欧米の一流機関

の一流機関投資家が出資している。
ている。
が多い。
はほとんど投資を実施している。
ている。
ら投資をしてほしいと続々とビジネスプランの
込がある
ンドとは異なるユニークで有望な案件を多く手
けている
ている。
ンドが取れないリスクを取っている。そのよう
なリスクを取ることが出来る仕組みを取ってい
ている。
・ファンドとも互角に戦い、彼らからも一目置

れている

11. 投資先から最も役立つプライベートエクイティ・ファンドであるとの評判が高い。
12. 投資先の社長が困ったことが起きたときに、最初に相談されるような関係にある。
13. ファンドの内部収益率（IRR)が高い。
14. ファンド総額と出資者分配額合計の比率が高い
15. プライベートエクイティ・ファンドのファンドマネジャーに多額の報酬が入り、お金持ちになっている。
16. 優秀なファンドマネージャーが揃っており、またチームに加わりたいという能力の高い専門家が多い。
17. このプライベートエクイティ・ファンドが投資しているという事実だけで、株式公開するときの時価総額が上昇するほど外部評価が高い。
18. ファンドの仕組みや投資契約書など、新しい法律・制度などをいち早く取り入れ、業界に新風を巻き起こしていること。
19. 社会イノベーションの創出、新たな雇用機会、売上高、利益、付加価値、税金及び日本で不足しているプロの経営者の拡大を通じて社会に大きな貢献をしている
20. 協会の理事や政府団体の委員など、業界団体の発展の為に尽くし、業界のリーダー的存在になっている。

投資資産別エール大学基金のリターン

単位;%

投資資産	2000年	基準値上昇率	超過リターン	3年間平均値	3年間超過R	5年間平均値	5年間超過R
国内株式	28.8	9.5	19.3	20.5	1.5	18.6	1.3
外国株式	11.2	14.9	-3.7	5.2	-1.4	8.6	21
確定利付き証券	4.7	5.0	-0.3	6.7	0.6	8.6	0.8
実物資産	17.6	9.9	7.7	19.1	5.8	12.6	6.8
プライベイトエクイテ	168.5	14.0	154.5	67.8	53.9	34.5	20.8
絶対リターン物	15.8	11.9	3.9	8.5	-3.4	11.8	0.1
大学基金全体	41.0	11.5	29.5	23.2	10.5	17.3	5.7

（注）基準値としては、ｳｨﾙｼｬｲｱ5000、外国株式上昇率、機関投資家運用率などを用いた。
数値は管理手数料控除後のリターンを使用。
（注）実物資産は、不動産、石油・ガス、森林向け投資をさす。
絶対ﾘﾀｰﾝ物は、ヘッジファンド、高利回り債券、破綻証券、アービトラージをさす。
（出典）エール大学基金の資料に基づきLerner and Hardymon,P67

第2章　パフォーマンスの測定方法

- Internal Rate of Return法（単純平均IRR、加重平均IRR）
- 時間加重利回り（Time Weighted Return）法

  $1+r=\{(1+r_1)(1+r_2)\ldots(1+r_n)]^{1/n}$ におけるrをいう
- 回収倍率法
  - 出資金額分配率（Distribution to Paid-In）

    D/PI=(累計分配額)÷(出資金総額)
  - 出資金額価値総額比率(Total Value to Paid In)

    TV/PI=(累計分配額＋残余価値)÷(出資金総額)

第2章　IRRとTWRの違い

	ケース１ （評価替えなし）	ケース２ （評価減）	ケース３ （評価上げー保守）	ケース４ （評価上げー積極）
１年目ＮＡＶ	2,300	1,750	3,000	4,000
２年目ＮＡＶ	4,600	3,000	6,000	8,000
３年目ＮＡＶ	6,900	8,000	10,000	11,000
４年目投資回収額	15,000	15,000	15,000	15,000
ＴＷＲ（％）	8.13	0.66	16.6	23.05
ＩＲＲ（％）	16.9	16.9	16.9	16.9

Web2.0企業とICT企業の公開

	Web2.0（17 社）	ICT（103 社）	2006 マザーズ（41 社）
公開時の平均時価総額（初値ベース）	611 億 85 百万円	256 億 42 百万円	279 億 92 百万円
公開時の平均調達金額	23 億 9,700 万円	18 億 9,500 万円	13 億 7000 万円
公開時の PER（初値ベース）	301 倍	229 倍	155 倍
IPO までの平均調達額（=流入したリスクマネーの平均）	10 億 1400 万円	12 億 47 百万円	−
公開時の平均 VC 比率※	12.44%	17.96%	17.63%
公開時の社長の平均持分比率	36.64%	21.92%	38.00%
IPO までの年数時期	6 年	6 年	9 年
社長の年齢	36 歳	45 歳	46 歳

出所）NPO法人Janan Venture Reserch,株式会社富士通総研
1994年1月1日以降設立　2003年1月1日～2007年3月30日の間に上場した企業

新規上場会社数

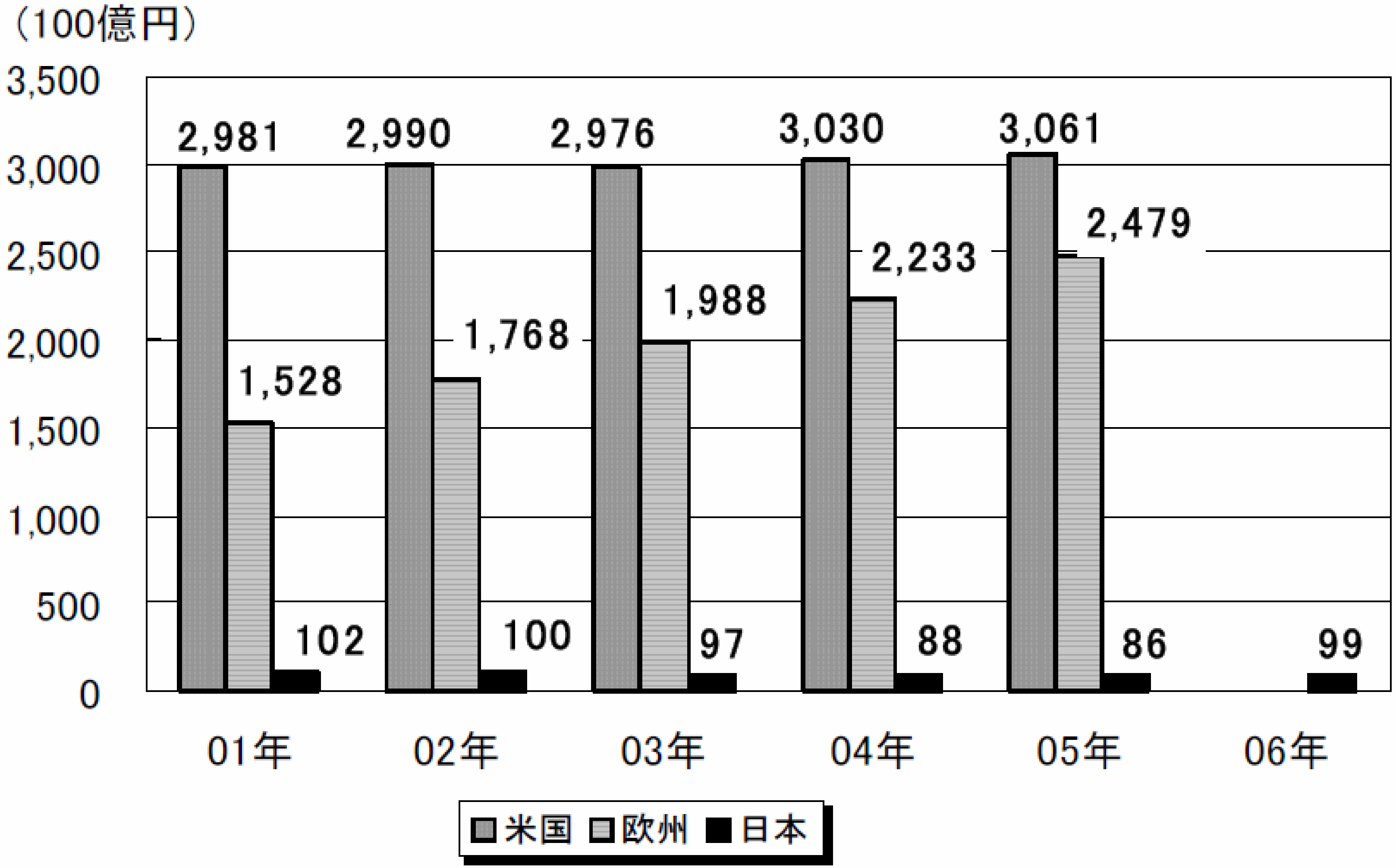
市　　場	2007年 第2四半期	2006年 第2四半期	増　　減	2007年 6か月累計	2006年 6か月累計	増　　減	2006年 年間
一部・二部	2	2	0	6	18	△12	33
ジャスダック	14	16	△2	32	33	△1	56
マザーズ	9	7	2	15	14	1	41
ヘラクレス	4	19	△15	15	22	△7	37
その他	1	5	△4	5	6	△1	21
合　　計	30	49	△19	73	93	△20	188

(出所)トーマツ　リサーチ　センター　会計情報　Vol.373/2007.9

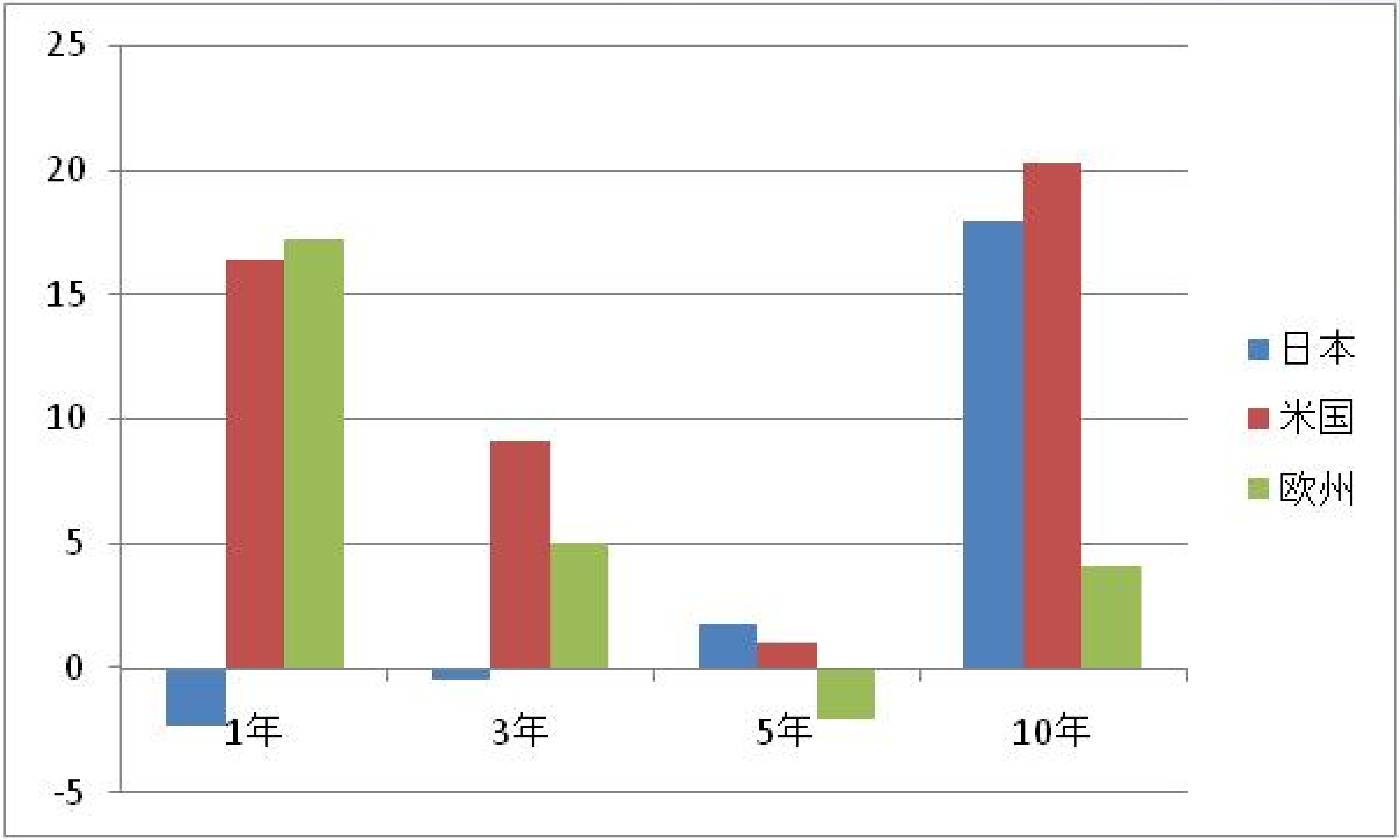
上場時公募売出調達額

	2006年 （1月～6月）	2006年 （7月～12月）	2007年 （1月～6月）
東証マザーズ	18.9億円	26.2億円	30.3億円
ヘラクレス	14.1億円	11.6億円	9.7億円
JASDAQ	29.1億円	43.4億円	17.3億円

第3章　日米欧の投資残高推移

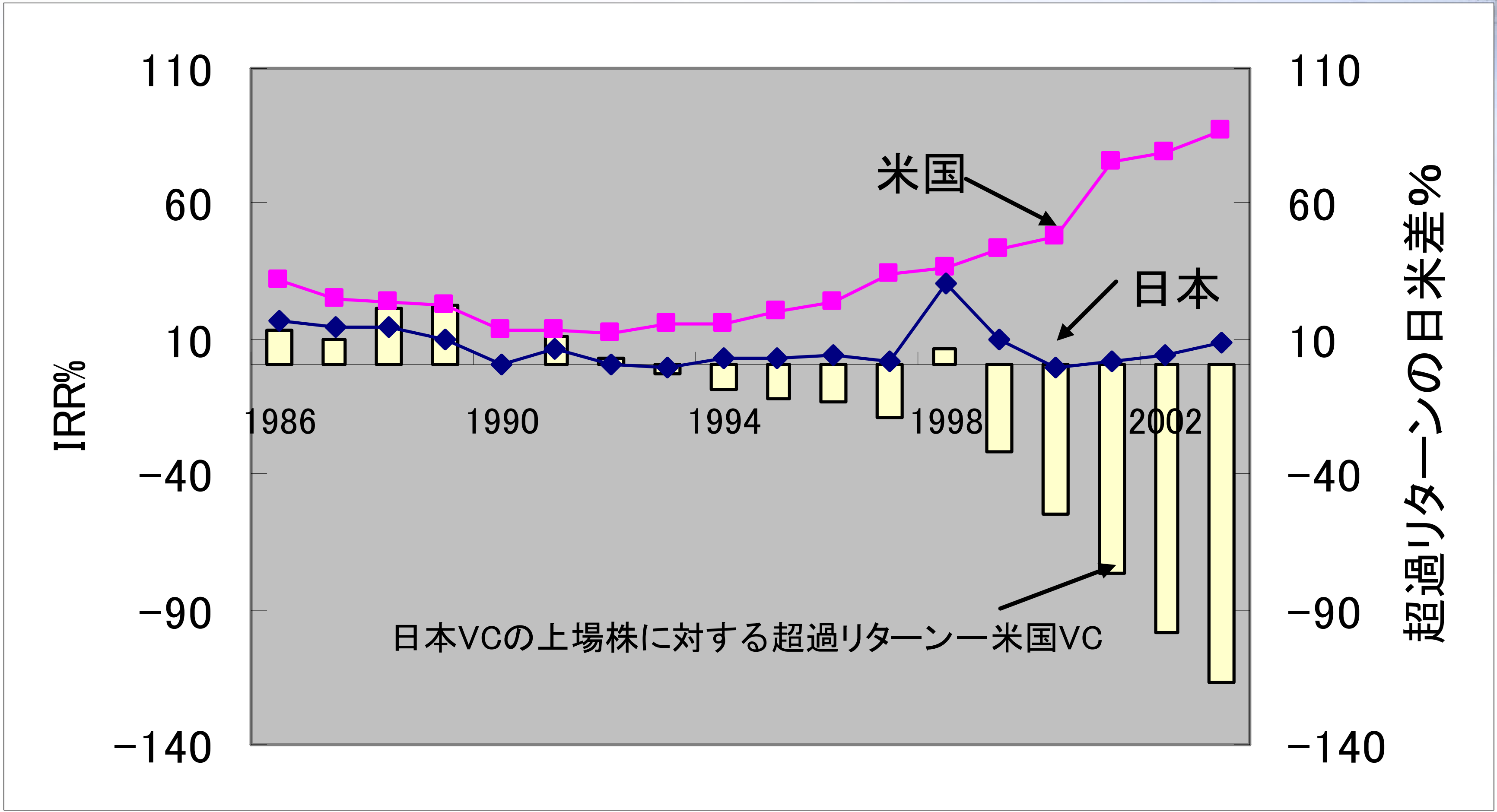


第3章　日･米･欧のパフォーマンス比較(2006年）



日本は2006年3月時点調査、ファンド合計でなく、開始年におけるパフォーマンスを示す。米国、欧州は2006年12月末時点。

日米上位1/4のベンチャーキャピタルのIRR比較



（作成）長谷川ヒロ@

第4章　資金調達分析に見るIRR向上要因　第1次仮説

	米国	ｵｰｽﾄﾗﾘｱ
1)　投資期間	△	×
2)　シンジゲーション	○	△
3)　バリュエーション	△	
4)　段階的投資	○	
5)　EXIT戦略	○	○
6)　オーナー系	○	×
7)　専門性	○	○

⇒

日本での仮説	
ｻﾌﾞ A	創業からの月数
ｻﾌﾞ B	IPOまでの月数
ｻﾌﾞ C	増資後シェア
ｻﾌﾞ D	同時期VC数
ｻﾌﾞ E	時価の増加率
ｻﾌﾞ F	Pre時価
ｻﾌﾞ G	追加増資回数
ｻﾌﾞ H	IPO時価増加率
ｻﾌﾞ I	オーナー系
ｻﾌﾞ J	専門性

（注）○は正の相関、△は逆相関、×は相関なし

（作成）長谷川ヒロ@

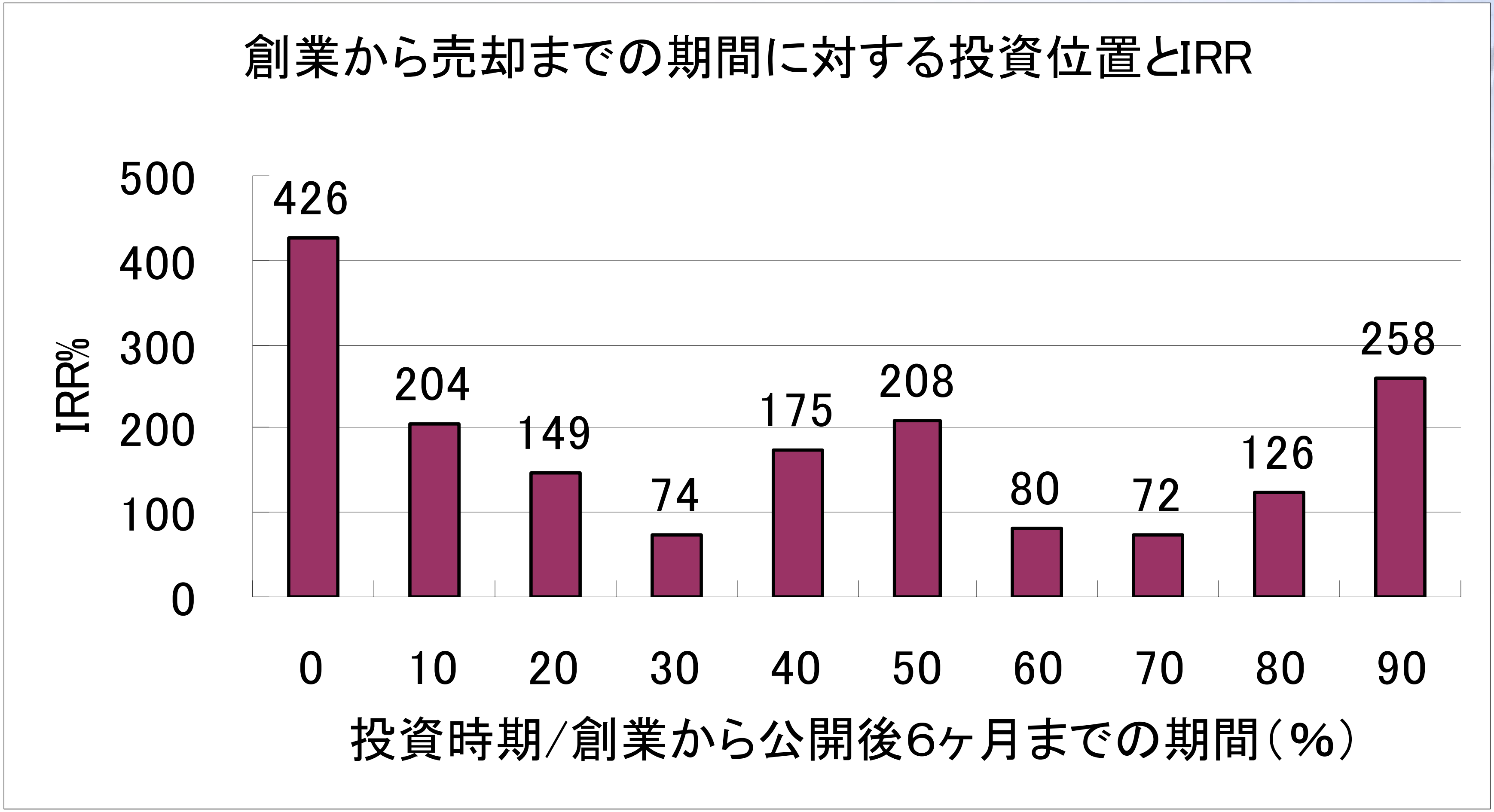
第4章　分析データの入手

- 本書では、1998年から2002年にベンチャーキャピタルから資金を受けて株式上場した427社のうち、有価証券目論見書から過去の資金調達経緯を網羅的に入手できた104社の実施した延べ775回にわたる資金調達のデーターベースを構築し分析した。同一のベンチャー企業でも段階的に増資している場合には、ラウンド毎に別データとして扱っており、また同一ラウンドのベンチャーキャピタルにおいてもファンド名が異なる場合には異なるデータとして取り扱っている。有価証券目論見書では第三者割当増資、CB、ワラント、ストックオプション、株式移動などが異なる場所に記載されているために、株式数の増加が一致することを条件とした。

VCのパフォーマンスを上げる手法

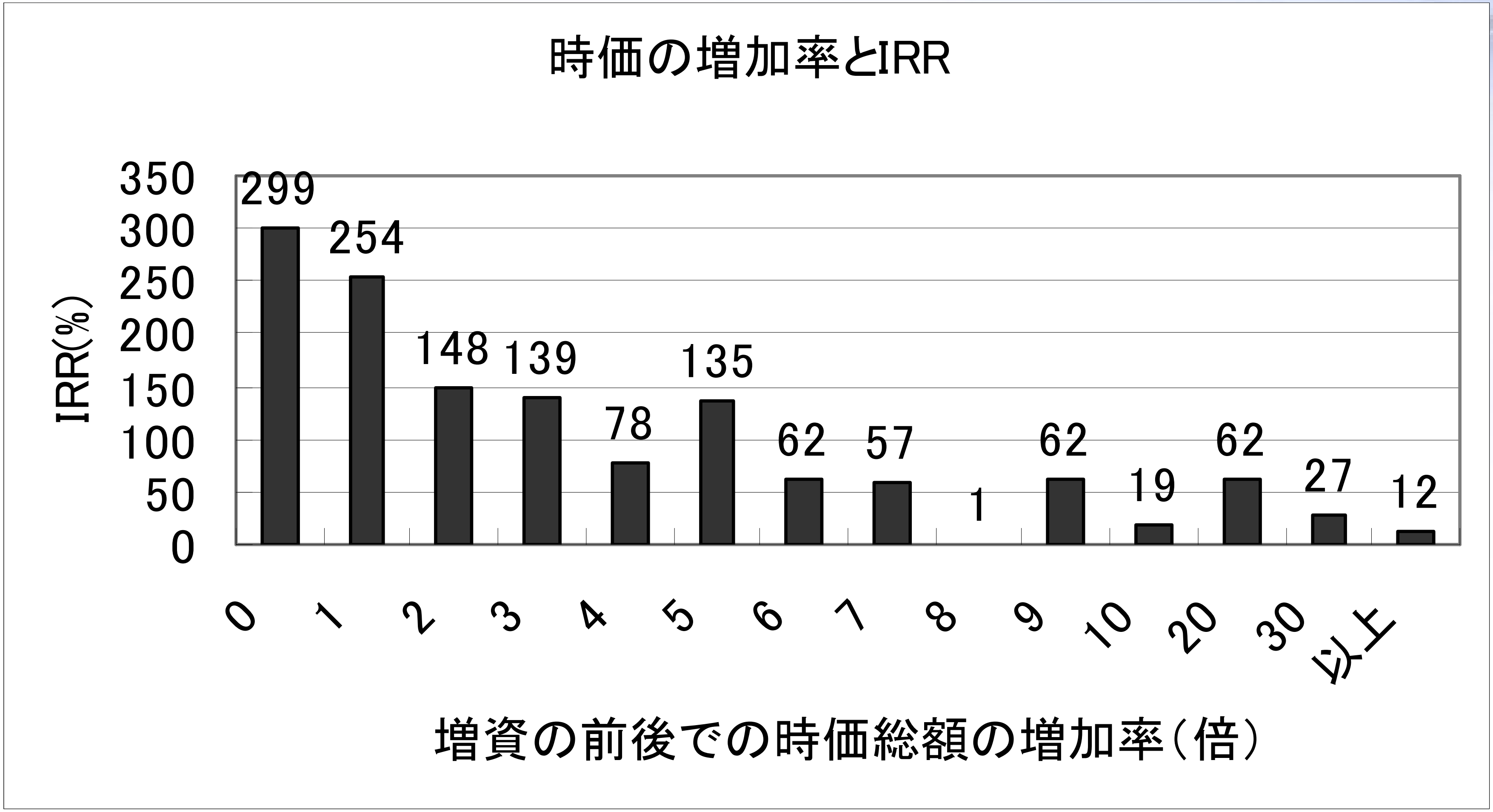
		相関係数	t 値
1%有意	IRRとIPO増加率	0.21	5.88
	IRRとIPOまでの月数	−0.19	−5.25
	IRRと同時期VC数	−0.11	−3.19
	IRRとPre時価	−0.09	−2.60
5%有意	IRRと時価の増加率	−0.09	−2.46
	IRRと創業からの月数	−0.08	−2.21
相関なし	IRRと増資後シェア	0.05	1.52
	IRRと追加増資回数	0.04	1.09
	IRRとVC系列	0.02	0.66
	IRRとVC専門特化	−0.02	−0.62

（作成）長谷川ヒロ＠



創業から売却までの期間に対する投資位置とIRR
IRR%
500
400
300
200
100
0
426
204
149
74
175
208
80
72
126
258
0
10
20
30
40
50
60
70
80
90
投資時期/創業から公開後6ヶ月までの期間（%）

（作成）長谷川ヒロ＠


時価の増加率とIRR
IRR(%)
350
300
250
200
150
100
50
0
299
254
148
139
78
135
62
57
1
62
19
62
27
12
0
1
2
3
4
5
6
7
8
9
10
20
30
以上
増資の前後での時価総額の増加率（倍）

（作成）長谷川ヒロ＠

回帰分析の結果

	モデル1 上位30社	モデル2 ITバブル前	モデル3 ITバブル後	全体
創業からの月数		−0.48 (−3.340) ***[0.001]	−0.17 (−1.429) [0.153]	−0.22 (−1.960) [0.050]
IPOまでの月数		−4.786(−4.786) ***[2.99E−06]	−12.43 (−6.037) ***[3.01E−09]	−9.27 (7.117) ***[2.54E−12]
増資後シェア				
同時期VC数	−21.70 (−1.986) [0.050]	−12.59 (−3.248) **[0.001]		−9.51 (−2.889) **[0.003]
時価の増加率	−40.17 (−1.832) [0.070]	−6.27 (−4.839) ***[2.34E−0.6]	−0.49 (−2.260) [0.024]	−0.71 (−3.228) **[0.001]
Pre時価			−0.01 (−3.704) ***[0]	−0.00 (−3.751) ***[0]
追加増資回数		14.23 (1.570) [0.117]	20.47 (1.570) [0.117]	20.66 (2.620) **[0.008]
IPO増加率	2.00 (5.568) ***[3.71e−07]	1.18 (4.479) ***[1.16E−0.5]	23.89 (8.688) ***[4.91E−17]	1.75 (5.555) ***[3.83E−08]
VC系列	−144.35 (−1.615) [0.110]			−65.53 (−1.461) 0.144
VC専門特化				
R2（自由度調整済み F値 P	0.34(0.31) 10.9 ***3.42E−0.7	0.31(0.29) 18.4 ***1.27E−17	0.24(0.24) 28.5 ***1.63E−29	0.13(0.12) 14.8 ***[2.9E−20]
観察数	88	249	526	775

（作成）長谷川ヒロ＠

(注)*P＜0.05、P＜0.01、***P＜0.001**

IRR上位30社とそれ以降の要因格差

		平均		標準偏差		両者の格差		
	単位	上位30社	以降	上位30社	以降	t値		P値
IRR	年率%	352.3	39.2	251.9	49.8	12.7	***	2.97E-32
創業からの月数	ヶ月	50.5	92.2	57.4	92.9	23.0	***	5.02E-81
IPOまでの月数	ヶ月	25.4	26.7	4.7	7.4	80.5	***	2.84E-293
投資位置	%	57%	71%	0.2	0.2	-62.0	***	6.33E-300
増資後シェア	%	2.4%	1.3%	0.0	0.0	-107.7		0
同時期VC数	数	3.7	5.9	3.0	3.6	24.0	***	4.72E-86
時価の増加倍率	倍	1.8	8.0	1.6	18.0	9.2	***	1.29E-18
Pre時価	百万円	578	2,474	1706.6	4152.6	15.8	***	6.65E-46
追加増資回数	回	1.6	0.7	1.1	1.6	-10.8	***	6.30E-25
IPO増加率	倍	8.8	2.0	66.4	3.7	2.5	*	0.01
VC系列	独立系；1	0.1	0.0	0.3	0.2	-85.7		0
VC専門特化	専門化；1	0.0	0.0	0.1	0.2	-98.8		0
投資倍率	倍	31.2	2.5	386.4	4.4	2.1	*	0.03

(注)*P＜0.05、**P＜0.01、***P＜0.001 （作成）長谷川ヒロ@

(注）平均値として上下5%を除いた10%調整平均を用いた。

投資時期のITﾊﾞﾌﾞﾙ前後による格差

	単位	平均		標準偏差		両者の格差		
		以前	以後	以前	以後	t値		P値
IRR	年率%	121.3	76.0	245.6	310.7	13.2	*	6.6E-38
創業からの月数	ヶ月	91.1	81.2	98.3	103.9	26.0	**	1.2E-123
IPOまでの月数	ヶ月	26.2	20.6	9.7	7.0	72.8	**	0
投資位置	%	71.1%	60.4%	0.2	0.1	-0.6		0.56
増資後シェア	%	1.2%	1.1%	0.0	0.0	-39.3	**	1.7E-187
同時期VC数	数	4.9	5.3	3.6	3.5	37.0	***	1.1E-175
時価の増加倍率	倍	8.1	5.3	11.1	54.6	7.1	***	2.43E-12
Pre時価	百万円	2,221	3,351	13,642	7,762	11.7	***	1.33E-29
追加増資回数	回	0.75	0.53	1.7	1.2	2.5	**	0.011
IPO増加率	倍	4.02	2.14	56.0	4.7	3.9	***	8.66E-0.6
VC系列	独立系；1	0.01	0.06	0.2	0.3	-30.0	***	3.3E-150
VC専門特化	専門化；1	0.00	0.00	0.1	0.2	-98.8	***	1.33E-29
投資倍率	倍	7.04	3.14	233.6	14.6	-36.2	***	8.4E-183

（注）*P<0.05, **P＜0.01, ***P＜0.001

（作成）長谷川ヒロ＠

（注）投資時期が1999年12月以前をITﾊﾞﾌﾞﾙ前、2000年１月以降をITﾊﾞﾌﾞﾙ後とした。平均値として上下５%を除いた10%調整平均を用いた。

系列別IRR分析

	系列／単位	銀行系	証券系	生損保系	事業会社系 商社系	独立系	政府系他	外資系
IRR	年率%	99.3	94.4	● 81.4	99.2	84.8	○ 179.4	164.0
創業からの月数	ヶ月	114.7	83.3	● 115.4	79.8	75.0	○ 40.7	43.3
IPOまでの月数	ヶ月	26.7	● 28.6	27.0	26.5	25.4	27.0	○ 23.3
投資位置	%	68.1%	65.0%	● 69.7%	63.5%	63.1%	○ 56.3%	62.4%
増資後シェア	%	1.2%	1.7%	● 1.1%	1.9%	1.9%	○ 8.2%	5.3%
同時期VC数	数	6.5	5.5	● 7.1	4.7	5.1	3.6	○ 3.2
時価の増加率	倍	7.5	11.2	8.5	5.8	7.7	○ 3.1	● 12.5
Pre時価	百万円	2,422	2,331	2,614	3,195	● 4210	○ 2006	3,467
追加増資回数	回	0.7	1.3	1.0	1.1	0.9	○ 2.2	● 0.3
IPO増加率	倍	4.4	● 3.8	3.6	4.1	○ 10.1	4.8	4.2
平均投資経験年	年	4.4	8.9	4.8	● 3.3	6.2	○ 9.8	
データー数		154	170	39	42	79	18	9

（注）○は各項目で最も好ましい系列、●は最も好ましくない系列

（注）公開前12ヶ月以内に投資したファンドは本来のVC投資とは異なるので除外した

系列分類及びｷｬﾋﾟﾀﾘｽﾄの平均投資経験年数は中小企業基盤整備機構作成資料による(2003,2004）

（作成）長谷川ヒロ＠

サブ仮説の日本での最終確認

	米国	ｵｰｽﾄﾗﾘｱ
1） 投資期間	△	×
2） シンジゲーション	○	△
3） バリュエーション	△	
4） 段階的投資	○	
5） EXIT戦略	○	○
6） オーナー系	○	×
7） 専門性	○	○

⇒

日本での仮説	日本の分析結果
ｻﾌﾞ A　創業からの月数	
ｻﾌﾞ B　IPOまでの月数	△△△
ｻﾌﾞ C　増資後シェア	
ｻﾌﾞ D　同時期VC数	△△
ｻﾌﾞ E　時価の増加率	△△
ｻﾌﾞ F　Pre時価	△△
ｻﾌﾞ G　追加増資回数	
ｻﾌﾞ H　IPO時価増加率	○○○
ｻﾌﾞ I　オーナー系	
ｻﾌﾞ J　専門性	

(注)○は正の相関またはプラスの説明変数、△は逆相関またはマイナスの説明変数、×は相関なし、または説明変数として採用されず。○○○、△△△は有意水準0.1%、○○、△△は有意水準1%、○、△は有意水準5%

（作成）長谷川ヒロ＠

第5章　ベンチャーキャピタル投資の方法

- ベンチャーキャピタルが利害関係者との協創関係を構築するための手法の中で、ベンチャーキャピタルが投資を実行するに際して、①将来価値の評価方法、②時価総額主義の算定、③段階的投資（マイルストン投資）、④シンジゲート投資について詳説している。
- 特に、②時価総額主義の算定では、アンジェスエムジー、トランスジェニック、セラーテムテクノロジーのケースを分析している。

第6章　ベンチャーキャピタリストアンケートに見るIRR向上要因 ―データの入手―

- 財団法人ベンチャーエンタープライズセンター（VEC）発行ベンチャーキャピタル年鑑（2004年）に掲載されているベンチャーキャピタル（バイアウト専門ファンドを除く）112社すべてにアンケートを郵送、ベンチャーキャピタルのファンド責任者の立場にあるベンチャーキャピタリスト各2名に回答してほしいと依頼した。質問は6項目（各項目約20問）の5段階選択法による質問（一部7段階）と、数字、項目記入11項目である。2005年4月に実施し、50通の有効回答（回収率22%）を得た。

ベンチャーキャピタリストの特徴と公開会社比率との関係

		データー数	平均	標準偏差	R^2	F値	差の有意性
出身大学	文系出身	43	18%	0.175	0.002	0.100	差なし
	理系出身	13	16%	0.108			
	両方		21%	0.191			
前職	法律事務所	4	13%	0.13	0.095	0.078	差なし
	監査法人	2	9%	0.00			
	金融機関	52	19%	0.18			
	コンサル	34	20%	0.15			
	ﾍﾞﾝﾁｬｰ企業の経営	26	30%	0.15			
	ﾍﾞﾝﾁｬｰ企業に勤務	10	34%	0.20			
現在の立場	VCの役員	38	14%	0.15	0.154	0.067	差なし
	投融資委員会メンバー	50	20%	0.21			差なし
	ファンドに個人出資	16	6%	0.08			差あり
	成功報酬を享受	48	17%	0.20			差なし
主な投資ステージ	スタートアップ	24	10%	0.10	0.104	0.717	差あり
	アーリーステージ	56	18%	0.18			差なし
	ミドルステージ	34	19%	0.21			差なし
	レイターステージ	18	16%	0.09			差なし
	バイアウト	2	29%	0.00			
	あらゆるステージ	28	21%	0.17			差なし

（作成）長谷川ヒロ＠

ベンチャーキャピタリストの関与度の日米比較

	米国	日本	米国ー日本
社員の声を経営者に実態提言	3.77	2.43	1.34
既存株主との関係調整を中心的に実施	3.62	2.91	0.71
借入先と交渉し借入実行する	2.7	2.25	0.45
生産状態などをモニタリング	2.82	2.98	-0.16
増資候補先を探し増資をリード	3.63	3.82	-0.19
Mプランをテスト査定する	1.64	2.06	-0.42
月次財務数値をモニタリング	3.18	3.78	-0.60
マーケッティングプランまとめ	1.85	2.60	-0.75
事業計画まとめでアドバイス	3.38	4.13	-0.75
製品やサービスの技術力高める	0.71	1.52	-0.81
製品やサービス開発完成度上げる	0.72	1.70	-0.98
調達先や下請けを探し決定する	0.6	1.73	-1.13
顧客や代理店の獲得	0.94	2.74	-1.80

（注）数値はベンチャーキャピタリストへのアンケート平均値
完全に会社側の役割0から完全にVCに役割6の間の7段階
（出所）米国調査はMacmillan,Khoylian(1987)、日本は筆者作成

VCの係わりによるクラスター別比較(日本)

	クラスター1 無干渉政策(18社) 平均	クラスター1 無干渉政策(18社) 標準偏差	クラスター2 ハンズオン(32社) 平均	クラスター2 ハンズオン(32社) 標準偏差
4-1　経営幹部候補者を採用交渉	1.90	1.41	2.45	1.45
4-2　幹部候補者の採用面接合否決定	1.70	1.32	2.42	1.48
4-3　経営幹部候補者と雇用条件決定	1.77	1.36	2.42	1.48
4-4　既存株主との関係調整を中心で	2.42	1.46	3.07	1.29
4-5　弁護士会計士などを見つけ紹介	3.26	1.30	3.91	1.02
4-6　借入先と交渉し借入実行する	2.03	1.40	2.27	1.35
4-7　増資候補先を探し増資をリード	3.52	1.51	3.88	1.19
4-8　事業計画まとめでアドバイス	3.84	1.32	4.24	0.98
4-9　製品やサービス開発完成度上げる	1.12	0.71	** 1.94	1.30
4-10　製品やサービスの技術力高める	1.12	0.81	1.69	1.32
4-11　調達先や下請けを探し決定する	1.44	1.13	1.80	1.27
4-12　マーケッティングプランまとめ	2.29	1.14	2.71	1.36
4-13　Mプランをテスト査定する	1.70	1.32	2.27	1.50
4-14　顧客や代理店の獲得	2.29	1.14	2.93	1.48
4-15　月次財務数値をモニタリング	3.26	1.63	4.06	0.95
4-16　生産状態などをモニタリング	2.42	1.34	** 3.29	1.26
4-17　社員の声を経営者に実態提言	1.96	0.97	2.64	1.46
4-18　経営者の動機付をする	3.39	1.39	3.84	1.08
4-19　経営陣・幹部を取替える	2.48	1.40	** 3.36	1.24
4-20　会社の危機や課題対応する	2.81	1.40	3.47	1.22
投資回収金額比率(倍)	2.47	3.57	0.92	1.31

(注)黄色はクラスター1と2の間で5%有意な差であることを示す
4-9,10,15,投資回収金額比率はウェルチのt検定(等分散を仮定しないとき)で分析
その他はスチューデントのt検定(等分散を仮定したとき)で分析

(作成)長谷川ヒロ＠

回帰分析

	回帰係数		t 値
経営幹部候補者を採用交渉	1.22	*	1.15
幹部候補者の採用面接合否決定	1.96	**	0.014
経営幹部候補者と雇用条件取決	-3.00	**	-1.19
既存株主との関係調整			1.94
弁護士会計士などを見つけ紹介			-3.13
借入先と交渉し借入実行する			2.84
増資候補先を探し増資をリード	1.30	**	3.31
事業計画まとめでアドバイス			-0.93
製品やサービス開発完成度上げる	-1.60	**	-0.64
製品やサービスの技術力高める	-0.30		2.61
調達先や下請けを探し決定する			0.93
マーケッティングプランまとめ	0.25		3.55
マーケットプランをテスト査定する			2.15
顧客や代理店を獲得	0.58		-0.60
月次財務数値をモニタリング	-2.06	**	-3.51
生産状態などをモニタリング	1.25	**	1.81
社員の声を経営者に実態提言			-3.81
経営者の動機付をする	0.89		-1.65
経営陣・幹部を取替える	0.65	*	-0.86
会社の危機や課題対応する	-1.66	**	-5.32
定数項	1.44		2.28
R2(自由度調整済み)	0.59		
F値	4.19		
P	0.0004736		
観察数	46		

（作成）長谷川ヒロ＠

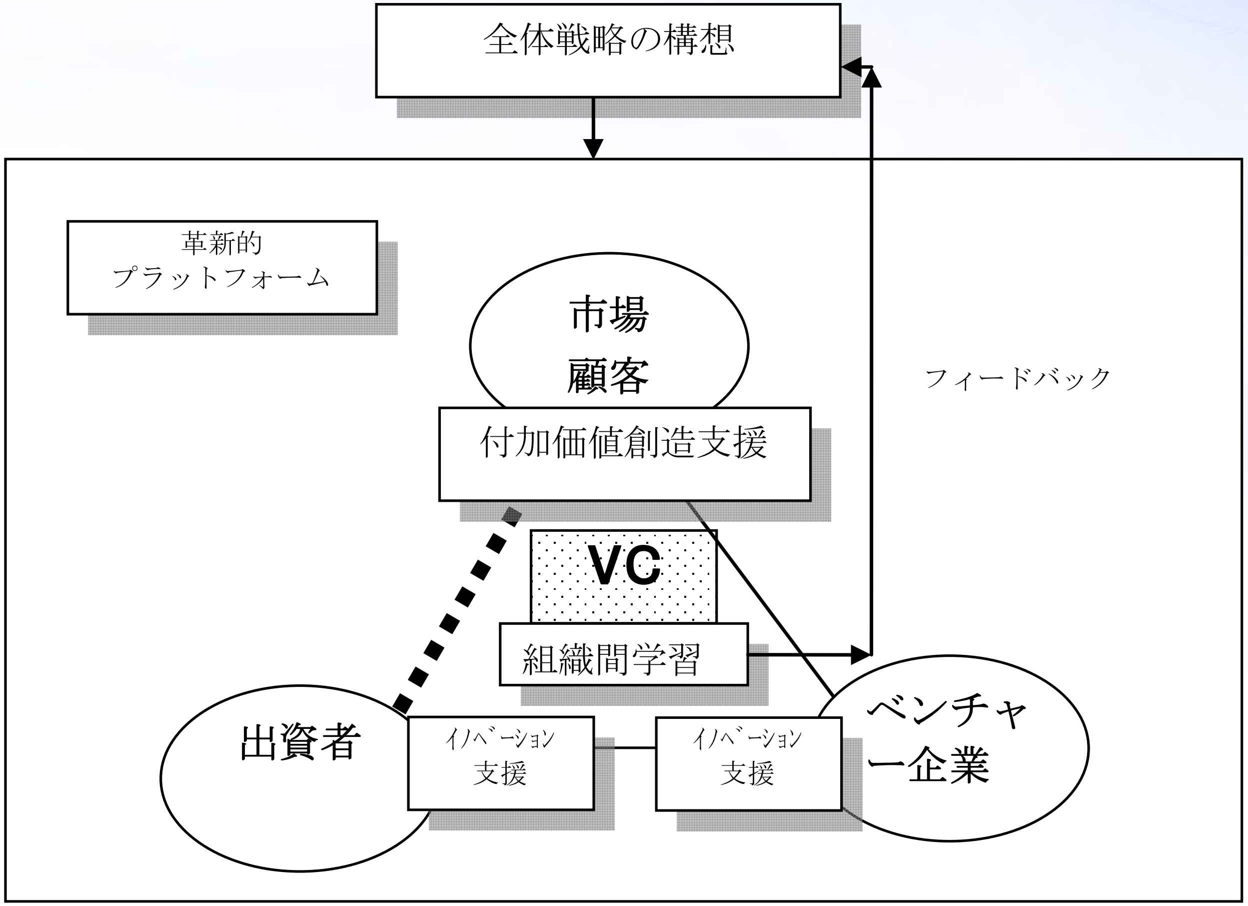
（注）パフォーマンスはベンチャーキャピタリストの資金回収金額と投資金額の倍率を採用
**1%で有意、＊５%で有意

ベンチャーキャピタリストの関与･貢献の3分類

3分類	関与・貢献内容
社内体制構築・強化	1　経営幹部候補者を採用交渉 2　幹部候補者の採用面接合否決定 3　経営幹部候補者と雇用条件決定 5　弁護士会計士などを見つけ紹介 8　事業計画まとめでアドバイス 9　製品やサービス開発完成度上げる 10　製品やサービスの技術力高める 12　マーケッティングプランまとめ 13　Mプランをテスト査定する 15　月次財務数値をモニタリング 16　生産状態などをモニタリング 18　経営者の動機付をする
社外関係構築・強化	6　借入先と交渉し借入実行する 7　増資候補先を探し増資をリード 11　調達先や下請けを探し決定する 14　顧客や代理店の獲得
利害関係者との調整	4　既存株主との関係調整を中心的に実施 17　社員の声を経営者に実態提言 19　経営陣・幹部を取替える 20　会社の危機や課題対応する

（作成）長谷川ヒロ＠

第7章　ベンチャーキャピタルの協創関係仮説



（作成）長谷川ヒロ＠

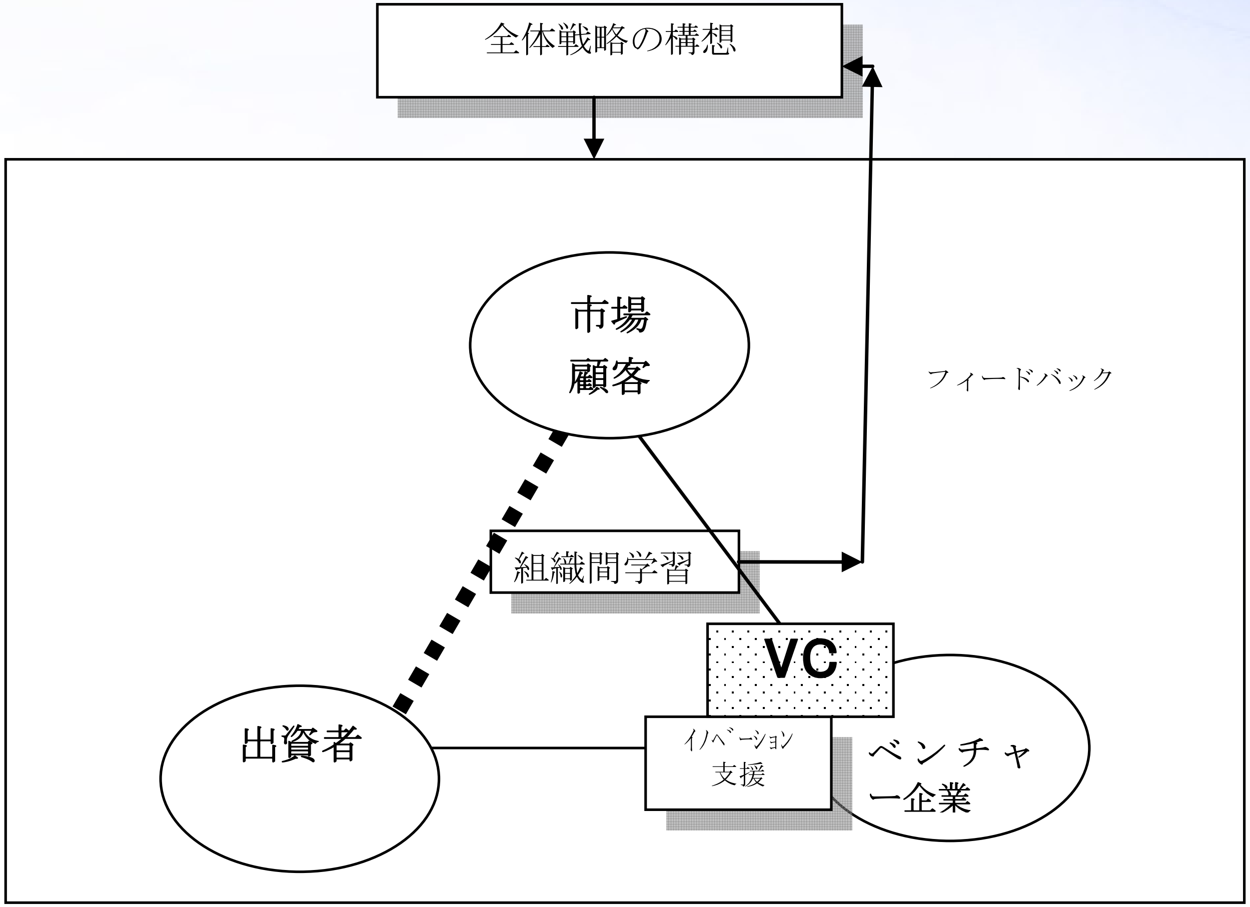
第8章　ベンチャーキャピタリストのケーススタディ

- ケーススタディの対象としたベンチャーキャピタリストとしては、①ベンチャーキャピタリストとして行動し、その内容をディスクローズすることが出来る人、つまり会社の方針に従っているだけでなく、独自の投資理念及び投資戦略を持っている人、②単に資金提供だけでなく、育成など投資先のベンチャー企業に積極的に係わっている人、③投資企業のうち、株式公開など成果の出た企業と失敗した企業の両方の投資経験を持ち、その比較が出来る人、④ベンチャー企業の経営者からのコメントが聞くことが出来、しかもそのベンチャーキャピタリストの貢献が大きいものと予め推定できる人、などの条件を設定して選抜した。ベンチャーキャピタリストの年齢や投資業種、所属するベンチャーキャピタルの属性については制限を設けなかった。
- 　その結果、日本にはベンチャーキャピタル会社は約200社程度、ベンチャーキャピタリストは1000名程度～2000名いると推定されるが、上記4条件から以下の5名の代表的ベンチャーキャピタリストを選抜した。そしてインタビューからそれぞれのベンチャーキャピタリストが利害関係者との関係をどのように構築していったのかを分析した。その結果、ベンチャー企業と近い関係を構築するケースと、中立的関係を構築するケースの2つに分けられた。

ベンチャーキャピタリストの2分類と5社の投資企業

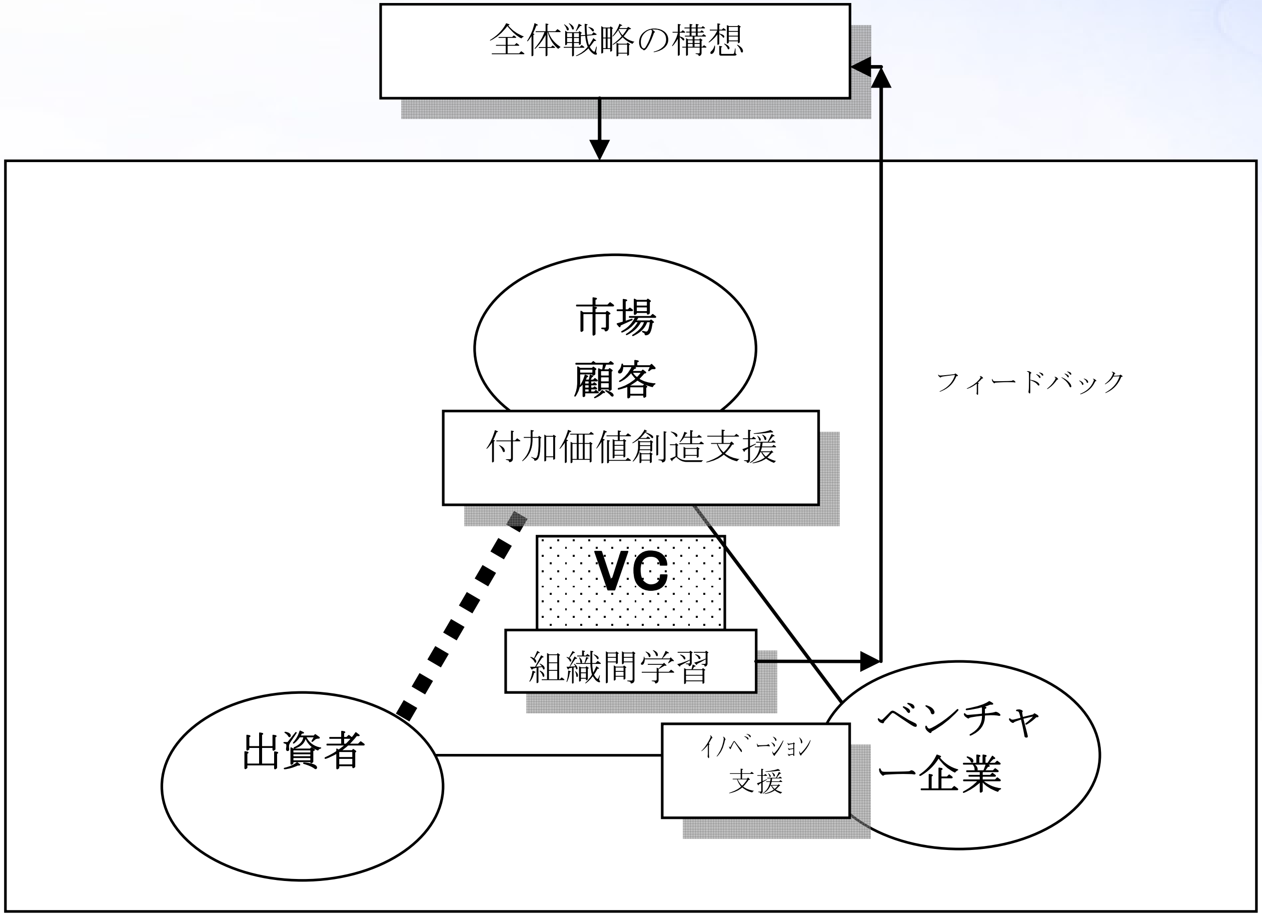
1. ベンチャー企業と近い関係を構築するケース
   ① 村口和孝（NTVC)と株式会社ディー・エヌ・エー
   ② 赤浦徹（ｲﾝｷｭﾍﾞｰﾄｷｬﾋﾟﾀﾙﾊﾟｰﾄﾅｰｽﾞ）とサイボウズ株式会社
2. 3者の中立的関係を構築するケース
   ① 山口哲史（元ジャフコ）と株式会社ゴルフダイジェスト・オンライン
   ② 仮屋園聡一（グロービス）と株式会社GDH
   ③ 関野正明（元日本ベンチャーキャピタル）と株式会社アプリックス

村口･赤浦の関係性



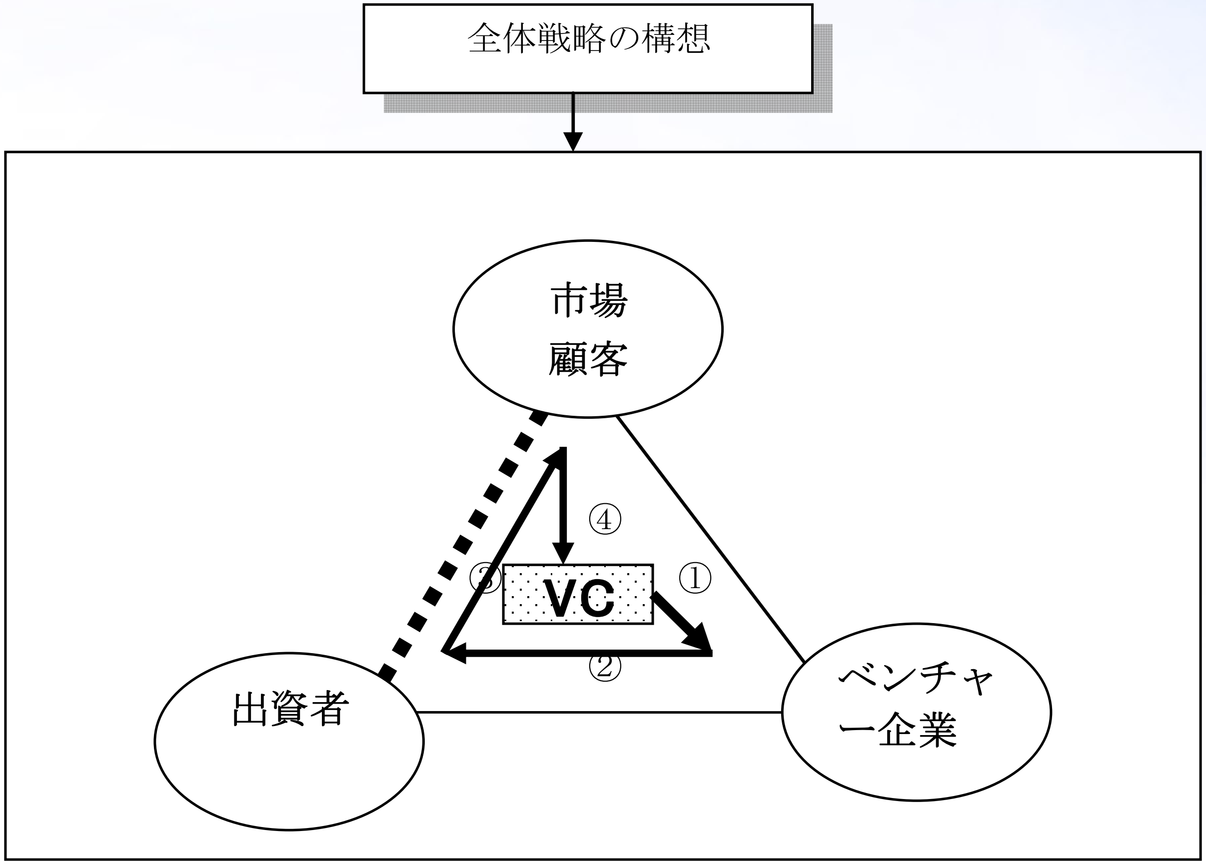
（作成）長谷川ヒロ＠

山口・仮屋園・関野の関係性



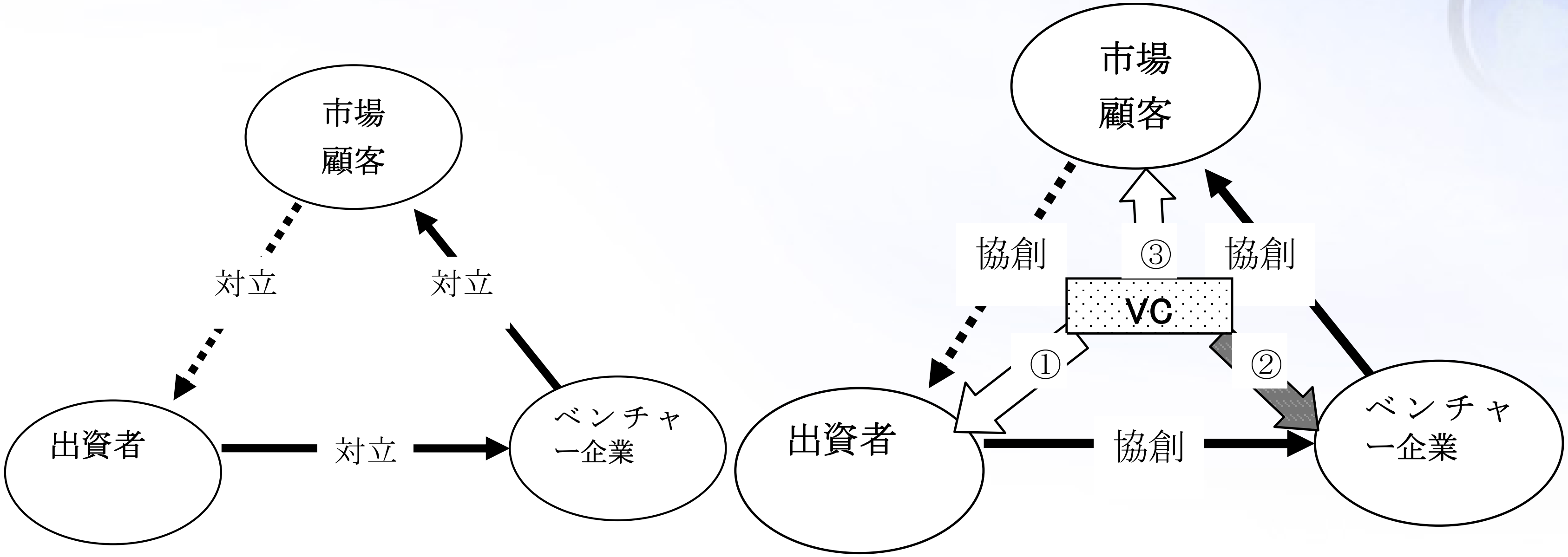
（作成）長谷川ヒロ＠

山口の関係性の変化



（作成）長谷川ヒロ＠

対立関係から協創関係への変化



（作成）長谷川ヒロ＠

第9章　協創関係の構築方法

- 協創関係構築の仕方として、ベンチャーキャピタルが出資者およびベンチャー企業との協創関係を生み出す手法として、ケーススタディからは以下のような4つのポイントが指摘できる。①知り合ってからの年数及び仲介者の信頼の付与、②理念及び考え方に対する共鳴、③ベンチャーキャピタルの中立性、客観性、専門性、頼り甲斐のある人格、④過去の投資実績、ベンチャー企業での評判、がケーススタディから指摘できる。
- また、協創関係の維持・強化の仕方としては、①中立性、客観性の主張、②経営者、チームのベクトル合わせ③危機を一緒に乗り越えたという一体感、の3つが有効であることがケーススタディから指摘できる。
- さらに、ベンチャー企業が成長する過程で、スタートアップ期、急成長期および、投資条件を決定する時点、事業縮小・撤退の時、株式公開前後を加えた5つの時期における協創関係の構築方法の変化をまとめている。

場面	内容	リードVCのｺﾝﾌﾘｸﾄﾚﾍﾞﾙ	一般VCのｺﾝﾌﾘｸﾄﾚﾍﾞﾙ	協創関係の構築の手法
投資条件決定	時価総額の評価（会社の収益予測）	A	B	評価の妥当性を数字で示す、公開までの資本政策全体での位置づけを示す
	ガバナース、モニタリング条件の決定（役員の派遣、報告内容、報告頻度など）	C	C	事前にはさほど問題にならないが、計画通りにいかない場合に備えて合意しておくことが肝要。
	投資契約書の内容（買戻し条件、モニタリング条件）	A	A	VCの取れるリスクと取れないリスクを明確かつ合理的に説明する。無謀な条項を押し付けない。
スタートアップ期	役員会、経営会議での資料準備、議論内容の不備	C	C	必要十分なものに留め、会社の発展段階に応じたものを要求する。
	事業計画の未達に対する当面の対策手法	B	C	VB側の意見を尊重しながらも、過去の経験から実現可能な目標設定を実施。未達をゆるす企業風土を一掃する。
	人材の採用増加及び採用人材の適不適	B	C	安易な人員増加を抑制。事業計画に乗っ取らない増員は理由を確認。幹部社員の採用には採用の経緯とともに、事前に面談する
	設備投資や開発費、広告費など先行投資に関する資金投入時期、タイミング、投入方法	B	C	事業計画に乗っ取らない投資は抑制。短期的な視点とならないように留意するが、一方で、投資効果の見込めないものを抑制。
	BEPに達する時期、株式公開の時期に関する当初計画からの修正	A	C	事業計画通りであれば良いが、その修正をする場合にはその妥当性を十分話し合う
急成長期	増資実行の必要性、調達金額、割当先、時価総額の算定	A	A	常に半年先までのキャッシュフローの見通しについて確認し、資金不足の回避策を実施する。それでも不足する場合には、VC側も事前に増資割当先をVBと一緒に探す。法律的には優先株を発行し、増資条件についての拒否権を確保しておく。
	合併、業務提携の必要性、相手先、条件	A	A	経営者が交渉の初期段階で相談に来る関係を構築しておく。法律的には優先株を発行し、合併条件についての拒否権を確保しておく。
	社長、経営陣の対立の仲裁	B	C	どちらの側につくかでｺﾝﾌﾘｸﾄ発生。あくまで企業価値向上につながる方向性を打ち出す。
	社長、経営陣の能力限界に伴う入れ替えの実施	A	C	企業目的に照らして納得感のある提案をする。社長、役員との関係性の構築。他の株主との連携を強化する。
	事業計画の抜本的見直し	A	C	短期的視野にならないようにしながらも、事業計画の練り直しを実施
	新規事業の企画、スタートに関する予算、担当	B	C	新規事業を始めるにあたり、その理由、将来性を納得するまで議論、場合によって新規事業の開始を阻止。

注）ｺﾝﾌﾘｸﾄのﾚﾍﾞﾙ；A非常に高い、Bふつう、Cｺﾝﾌﾘｸﾄは存在するが低い

場面	内容	リードVCのコンフリクトレベル	一般VCのコンフリクトレベル	協創関係の構築の手法
事業縮小、撤退期	社員の削減、オフィスの縮小、経費削減	A	C	キャッシュフローの予測を元に、早めに経費削減を実施
	危機回避的資金調達の必要性、条件、金額	A	C	借入れ、増資などを実施。危機回避のために一貫性のない調達をする傾向があり、自身が出資しない場合にも資本政策や株価算定を一貫性あるものにする
	株式の買い戻しの条件	A	A	公開の見込みがなくなったときや会社整理の段階で株式買戻しを要求することがあるが、株価算定を公正に実施する
	減資や追加増資の実施	A	A	会社側に先駆けて減資、追加増資の提案をする。
	会社継続か破綻処理の決断（判断条件、タイミング、手法）	A	C	会社側はねばることが多いが、社会に迷惑を拡大することにもつながり、回復の可能性を十分に判断することが重要。
	資金回収の優先順位	A	A	あくまでも株主の立場を貫く。
株式公開前後	ロックアップ契約の締結	A	A	株式の分布を考慮してVB側の立場で判断
	公募売り出し、公開日売却、半年後売却株数の決定	B	C	株式の分布を考慮してVB側の立場で判断
	公募価格の決定	B	C	公開後の継続的な株価上昇が出来るような株価を公募価格とす
	主幹事証券会社、幹事証券会社の決定	C	C	継続的な成長ができるように経験をもとにアドバイスする
	株式公開後の役員退任など支援体制の継続状況	C	C	株式公開後、株式売却後にVCがどのように係わるかを検討

注）コンフリクトのレベル；A非常に高い、Bふつう、Cコンフリクトは存在するが低い

（作成）長谷川ヒロ＠

今後のベンチャーキャピタリストに向けて

- 利益相反（コンフリクト）と倫理（エシックス）問題
- 協創関係の深堀り
- 日本独自のベンチャーキャピタリストの在り方
- ベンチャーキャピタリスト教育のあり方

各種制度問題

- 海外居住者、外国法人の受け取る分配金の源泉徴収
- 時価主義、減損会計
- 金融商品取引法の適用
- 成功報酬の税務上の問題
- ベンチャー経営者の経営支配に関する考え方
- 優秀な人材の移動について

投資したくなるビジネスプランと
だめなビジネスプラン

投資したくないビジネスプラン

- ひとりよがりなビジネスプラン
  - 技術優位性のみが書いてある
  - ライバルはいない、わが社が唯一であると思っている（唯一なビジネスアイデアはない）
  - 顧客が買うことを当然としている
- 仮説がないビジネスプラン
  - ○○白書によれば、日経新聞によれば・・・・
  - 市場が急拡大するので弊社も伸びる・・・
  - 実際にやってみないとわからないが多分、うまくいくだろう

投資したくないビジネスプラン（2）

- 経営者および経営チームのことが書いていないか、過去の経歴自慢のみ
  - 技術、マーケットのことばかりで、何故、このチームでうまくいくかが不明。
  - 社長がいかに凄い経歴であるかが自慢してある。
  - 経営チームが出来上がっていない。
- 事業計画（ファイナンス計画）が楽観的
  - うまくいくことしか考えていない。
  - 計算の根拠が薄い（EXEL作成しただけでメンバーで議論されていない）。

投資したくないビジネスプラン（3）

- 経営理念が不明
  - 何のために会社を作ったのか？何をしたいかが明確でない。
  - 金儲けのために過ぎない計画
  - 社外の人との協力、ネットワークをどのように活用するかが考えられていない。
  - 社長が利益を独り占めする会社。
- 成長段階がない
  - 売り上げ、利益のマイルストンがない
  - ファイナンス計画がない

Q:ベンチャーキャピタリストの聞くべき質問

- 技術リスク
  – 差別化−−どれだけ違えば良いのか？
- マーケットリスク
  – 目の付け所——エマージング狙い＋ニッチ
- 人材･経営チームリスク
  – 誰がアントレ向きか？誰とはじめるか？
- ファイナンスリスク

仮説主義の提唱

- 一般論と具体論（評論家とプレーヤー）
- 0→1→10→50→100億円・人の適任
- 改善（Improvement）と改革（Innovation）の違い
- 受け売り・知ったかぶりと体験・自分の意見の大きな違い
- 新聞・テレビ・大人の意見の間違い
- 批判的問題意識の重要性
- 仮説ー検証ー修正ループの実践

私の考えるアントレプレナー精神

- 私は平凡な人間にはなりたくない。
- 自らの権利として限りなく非凡でありたい。
- 私が求めるものは、保証ではなくチャンスなのだ。
- 国家に扶養され、自尊心と活力を失った人間にはなりたくない。
- 私はギリギリまで計算しつくしたリスクに挑戦したい。
- つねにロマンを追いかけ、この手で実現したい。
- 失敗し、成功し…七転八起こそ、私の望むところだ。
- 意味のない仕事から暮しの糧を得るのはお断りだ。
- ぬくぬくと保証された生活よりも、チャレンジに富むいきいきとした人生を選びたい。
- ユートピアの静寂よりも、スリルに満ちた行動のほうがいい。
- 私は自由と引き換えに、恩恵を手に入れたいとは思わない。
- 人間の尊厳を失ってまでも施しを受けようとは思わない。
- どんな権力者が現れようとも、決して萎縮せず
- どんな脅威に対しても決して屈伏しない。
- まっすぐ前を向き、背すじを伸ばし、誇りをもち、恐れず、
- 自ら考え、行動し、創造しその利益を享受しよう。
- 勇気をもってビジネスの世界に敢然と立ち向かおう。

- Dean Alfange （1899年12月２日生まれのアメリカの政治家）から採用

- 「株式会社アイデア・バンク　アントレプレナー誌より」