

# ベンチャーキャピタルのハンズオンと 投資先企業のパフォーマンス

コンサルティングプロジェクトレポート

2006年7月31日

一橋大学大学院経済学研究科修士1年

安藤 雅明

## 目次

1 . はじめに.....	3
1 - 1 . 研究目的.....	3
1 - 2 . 本論文の流れ.....	3
2 .ベンチャーキャピタルについて.....	4
2 - 1 .ベンチャーキャピタルの定義.....	4
2 - 2 .ベンチャーキャピタルの投資規模.....	4
2 - 3 .ベンチャーキャピタル投資の流れ.....	5
2 - 4 .ベンチャーキャピタルと銀行の違い.....	7
2 - 5 .ベンチャーキャピタルの社会的な役割.....	8
3 . ハンズオンについて.....	9
3 - 1 . ハンズオンの定義.....	9
3 - 2 . ハンズオンの内容.....	9
3 - 3 . 創業時の困難性.....	11
3 - 4 . 日本のVCにおけるハンズオンの歴史.....	12
3 - 5 . 日本のVCにおけるハンズオンの現状～アンケート調査から.....	14
4 . 先行研究.....	16
5 . 実証分析.....	18
5 - 1 . データ.....	18
5 - 2 . 仮説の構築.....	18
5 - 3 . 変数および仮説とモデル式.....	19
5 - 4 . 分析結果.....	22
6 . インタビュー.....	24
6 . 1 . 個別ヒアリング.....	24
6 . 2 . 個別ヒアリングのまとめ.....	26
7 . むすび.....	28
参考文献.....	29
付属資料.....	30

## 1 . はじめに

### 1 - 1 . 研究目的

急速な成長を目指すベンチャー企業にとって、外部からのリスクキャピタルの調達は不可欠であり、日本の新興市場に新規株式公開を果たした企業の約80%がベンチャーキャピタルから投資を受けている。しかし、ベンチャーキャピタルが果たす役割は資金提供だけに留まらない。ベンチャーキャピタルは株主として投資先企業をモニタリングし、経営支援を行うことで投資先企業に新たな価値を付与すると言われている。このように、ベンチャーキャピタルが投資後に積極的に投資先企業の経営に関与する行動様式のことをハンズオンという。本研究では、このようなベンチャーキャピタルのハンズオンに注目し、ベンチャーキャピタルが投資先企業の育成とコーポレートガバナンスにどのように寄与しているのかを検証する。具体的には、実際の企業データを用いた実証分析に加えて、ベンチャーキャピタリストへのインタビューを通してベンチャーキャピタルのハンズオンの実態に迫る。

### 1 - 2 . 本論文の流れ

まず、第2章では、ベンチャーキャピタルとは何かを示すために、ベンチャーキャピタルの定義、日本における投資規模、ベンチャーキャピタル投資のプロセス、他の金融機関（特に銀行）との違い、社会的な役割を概観する。続く第3章では、本研究のキーワードであるハンズオンについて考察する。ハンズオンの定義、具体的な支援機能、起業家が感じている創業時の困難性、日本のベンチャーキャピタルにおけるハンズオンの歴史と現状を概観する。そして、第4章では、ベンチャーキャピタルのハンズオンに関する先行研究のレビューを行う。そこで、既存の研究の問題点を指摘し、本研究の特徴を明らかにする。第5章では実証分析を行い、ベンチャーキャピタルのハンズオンが投資先企業のパフォーマンスに与える影響を検証する。さらに、第6章では、ベンチャーキャピタリストへのインタビューの成果をまとめて、ハンズオンの実態に迫る。最後に、第7章では、本研究の問題点と今後の課題を提示し、本論文のむすびとする。

## 2 . ベンチャーキャピタルについて

### 2 - 1 . ベンチャーキャピタルの定義

はじめに、ベンチャーキャピタルの定義を見てみる。神座[2005]によると、ベンチャーキャピタルは「株式を公開していない段階にある有望なベンチャービジネス（VB）または起業家を発掘し、事業成長のための資金を供給し、投資先VBの経営支援を行って株式公開を促進し、公開後に市場で株式を売却して資金回収を図る投資会社」と定義されている。

参考までに、アメリカにおけるベンチャーキャピタルの定義を見てみる。National Venture Capital Association(NVCA)は、“ Venture capital is money provided by professionals who invest alongside management in young, rapidly growing companies that have the potential to develop into significant economic contributors. ”としている。つまり、アメリカでは、ベンチャーキャピタルとはベンチャー企業に供給されるリスクマネーそのものを指している。また、NVCAはベンチャーキャピタリストを、“ Finance new and rapidly growing companies; Purchase equity securities; Assist in the development of new products or services; Add value to the company through active participation; Take higher risks with the expectation of higher rewards; Have a long-term orientation”と定義している。この定義から、新規開業・成長企業に対する資金供給、株式の購入、新製品・新サービスの開発サポート、積極的な関与を通じての付加価値の提供、ハイリターンを期待してのリスクテイキング、長期間の投資といった特徴を読み取ることが出来る。この定義が日本のベンチャーキャピタル観と対応していると考えられる。

### 2 - 2 . ベンチャーキャピタルの投資規模

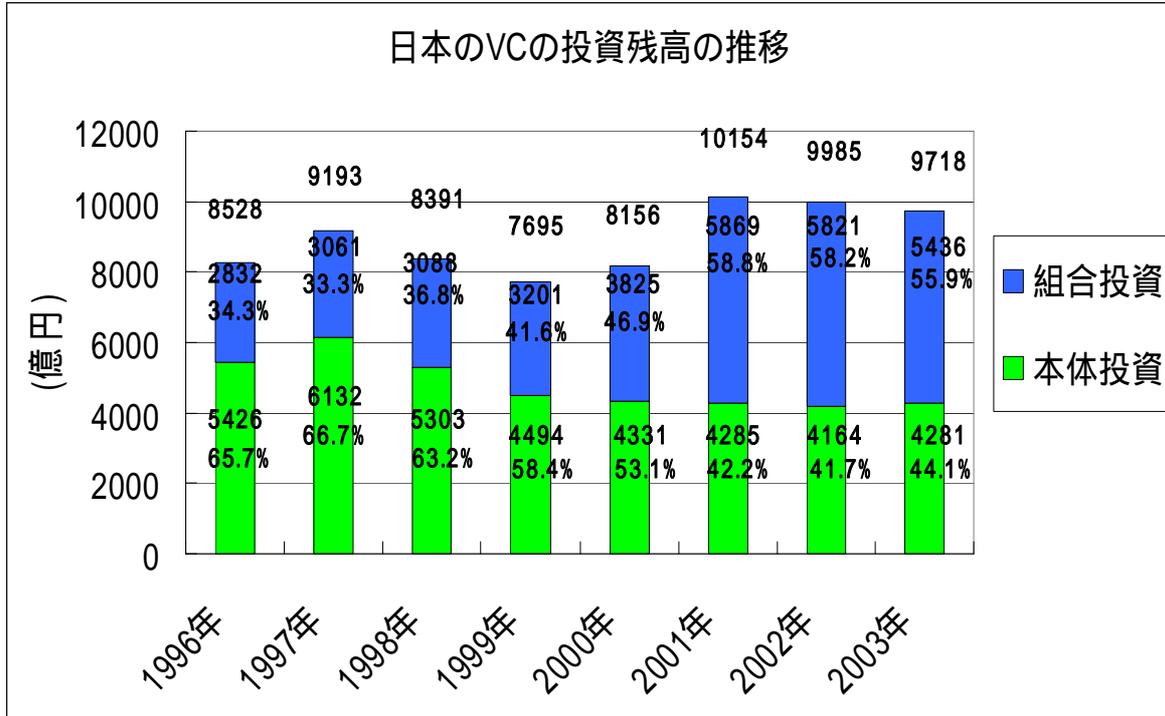
次ページのグラフは、1996 から 2003 年までの日本のベンチャーキャピタルの投資残高の推移を、本体投資と組合投資の内訳に示している。本体投資とは会社本体による投融資を示し（プロパー投資とも呼ばれる）、組合投資とは投資事業組合（いわゆるファンド）による投資のことである。図から、日本のベンチャーキャピタルの投資規模は2001年に1兆円を突破し、その後も1兆円前後で推移していることがわかる。また、1998年以降、投資残高に占める本体投資の割合が年々低下し、2001年からは組合投資が本体投資を逆転している。これは、1998年に中小企業等投資事業有限責任組合法が成立し、投資事業有限責任組合<sup>2</sup>としてのファンド組成が増加したからである。

---

<sup>1</sup> <http://www.nvca.org/>を参照。

<sup>2</sup> それ以前は、投資事業組合は民法上の組合という形態をとっており、出資する組合員は無限責任を負うことになっていた。投資事業有限責任組合では組合員は有限責任とされ、これにより機関投資家からベンチャーキャピタルファンドへの出資が促進されると期待された。

(図2 - 1)



(出典) 忽那・長谷川・山本(2006)

### 2 - 3 . ベンチャーキャピタル投資の流れ

ベンチャーキャピタルによる一連の投資活動プロセスは大きく4つに分けることができる。

第一のプロセスは資金調達(Fund raising)である。ベンチャーキャピタルはベンチャー企業へ投資するための資金を機関投資家やグループ企業などから調達し、投資ファンドを組成する。ただし、前述したように、自己資金による本体投資を行う場合もある。一般的な投資運用期間は10年で、運用期間が終了すればファンドは解散となり、ファンドの出資者にリターンが配分される。

第二のプロセスは投資審査(Screening)、価値評価(Valuation)、投資契約(Contracting)、投資(Investment)である。まず、ベンチャーキャピタルは多くの投資案件の中から成功確率が高いと思われる案件を選定する。このとき、ベンチャーキャピタルは様々な観点からベンチャー企業の成長可能性を審査する。そして、どのくらいの株価水準で、どのくらい資金供給が可能かといった点について、投資先候補と交渉を行う。両者の間で条件が合意に達すれば、投資契約を結んだ後、投資を行う。

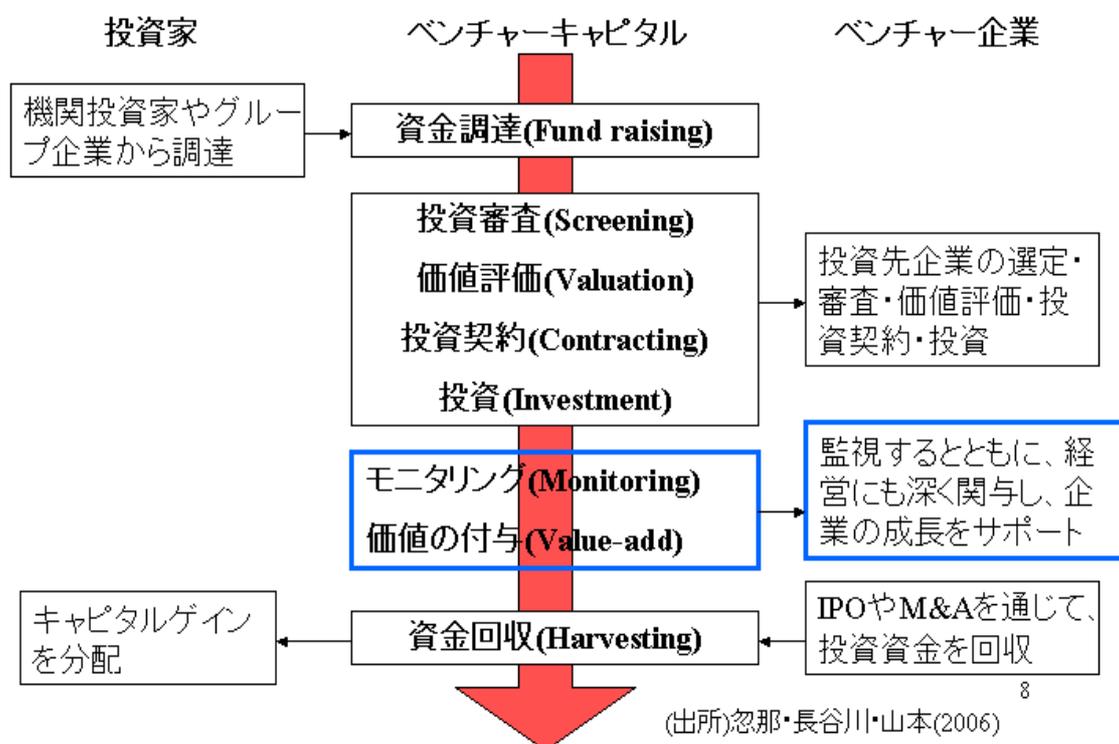
第三のプロセスはモニタリング(Monitoring)と経営支援(Support)である。ベンチャーキャピタルは投資先企業が順調に成長するように監視し、投資先企業の経営をサポートして投資先企業のパフォーマンスを改善するインセンティブを強く持つ。それは、ベンチャーキャピタルがキャピタルゲインを目的とした投資家であり、投資先企業のパフォーマンス

改善が自らの収益拡大につながるからである。具体的には、投資契約に盛り込まれるオプザベーションライトを行使することで、投資先企業の重要な会議に出席して経営をモニターする。また、リードインベスターとなったベンチャーキャピタルの中には取締役を派遣して投資先企業をモニターし、経営支援を行うところが多いと言われている。しかし、取締役を派遣しなくとも投資先企業に経営支援を行うことは可能であり、技術面でのアライアンス先や販売チャンネルを紹介したり、必要に応じて経営のアドバイスを行うことで、投資先企業のパフォーマンス向上に努める。

第四のプロセスは資金回収(Harvesting)である。投資先企業が成長を遂げて株式公開を実現したとき、ベンチャーキャピタルは市場で保有株式を売却し、キャピタルゲインを獲得して投資資金を回収する。また、M&Aに応じて、公開前に企業を売却して資金を回収するケースもある。ベンチャーキャピタルはこうして得た投資収益をファンドの出資者に還元し、残りを自らの収益とする。

このベンチャーキャピタルによる一連の投資活動プロセスをまとめると、下図のようになる。ただし、下図の Value-add と Support は同義である。

(図2 - 2)



## 2 - 4 . ベンチャーキャピタルと銀行の違い

ベンチャー企業が資金調達を行う場合、主として、「自己資金」による調達（資本金やキャッシュフローによる内部留保など）、「外部資金」からの調達の2つの方法が考えられる。しかし、多くの場合、ベンチャー企業は十分な自己資金を持っていないので、外部からの資金調達に頼ることになる。外部からの資金調達は「融資」と「増資」に大別される。融資による調達は銀行などの金融機関からの借入、取引先企業との企業間金融などであり、「間接金融」と定義されている。一方、「増資」による調達は個人投資家（エンジェル）やベンチャーキャピタル、取引先企業などからの出資や株式公募などであり、「直接金融」と定義されている。

ベンチャーキャピタルと銀行はベンチャー企業に対して資金を提供しているという観点では同じである。しかし、前者は直接金融における資金拠出者、後者は間接金融における資金拠出者であり、ベンチャー企業との関わり方は両者の間で大きく異なっている。

間接金融において、資金拠出者である銀行は債権者となり、ベンチャー企業は債務者となる。ゆえに、企業経営が苦しくなったとき、資金回収を進めたい銀行と返済の猶予を希望するベンチャー企業の間で利害が対立することが予想される。これに対して、直接金融において、ベンチャーキャピタルとベンチャー企業の関係は株主と経営者の関係となり、両者の利害は一致している。また、日本では未公開企業の株式を市場で売ることは不可能であるため、ベンチャーキャピタルは企業経営が苦しいときも出来る限りベンチャー企業を支援しようとする。

このように、銀行融資では返済の金額や時期が事前に約束されているのに対し、ベンチャーキャピタルによる出資は多額のキャピタルゲインを獲得する可能性と高いリスクの両方を有している。したがって、資金回収の不確実性を軽減するために、ベンチャーキャピタルはベンチャー企業に対して銀行よりも積極的に経営支援を行うと考えられている。

下表にベンチャーキャピタルと銀行の比較をまとめる。

(表2 - 1)

	ベンチャーキャピタル	銀行
資金提供の形態	直接金融	間接金融
ベンチャー企業との関係	株主	債権者
収益	キャピタルゲイン	利子
リスク	高い	低い
経営支援の程度	強い	弱い

## 2 - 5 . ベンチャーキャピタルの社会的な役割

ベンチャーキャピタルの社会的な意義は、銀行などの金融機関から融資を受けることが比較的困難なベンチャー企業、特に成長軌道に乗る前の経営状況が芳しくないアーリーステージのベンチャー企業に対する資金提供を可能にするところにある。

もちろん、ベンチャーキャピタルの最終的な目標はキャピタルゲインを獲得することにある。しかし、キャピタルゲインの獲得に至るまでの間、ベンチャーキャピタルは投資先ベンチャー企業を選別して成長資金を提供し、投資後はリスクを減らしてリターンを最大化するために、企業価値を高めるための経営支援を行う。このように、ベンチャーキャピタルは自己の利益を追求しながらも、結果的に、新興企業の成長を促進する触媒的な役割を果たし、日本経済の活性化に貢献していると考えられるであろう。

### 3．ハンズオンについて

#### 3 - 1．ハンズオンの定義

一般的に、ハンズオンとは、ベンチャーキャピタルが投資後に積極的に投資先企業の経営に関与する行動様式のことを指す。ハンズオンを行うベンチャーキャピタルは、具体的には投資先企業への役員派遣、またはオブザベーションライト(取締役会などの経営会議の傍聴権・参加権)の取得・行使という方法で、ベンチャー企業の経営に参加したり、経営陣をモニターする。さらに、コンサルティングの実施、販売・提携先の紹介、生産・販売のアウトソーシング先の紹介、ビジネスに必要な情報提供、公開準備の補佐なども行う。リードインベスターとなったベンチャーキャピタルはハンズオンのスタイルを取ることが多い。

一方、ハンズオフとは、投資先企業に対して資金提供のみを行い、企業の経営に対する関与は行わない投資スタイルのことを指す。フォロワーとしてファイナンスに参加するベンチャーキャピタルやハンズオンを行うのに十分な人材がないベンチャーキャピタルはハンズオフのスタイルを取ることが多い。

#### 3 - 2．ハンズオンの内容

ここでは、ハンズオンを行うベンチャーキャピタルがベンチャー企業にどのようなサービスを提供しているのか、もう少し詳しく見てみよう。ハンズオンの具体的な内容は、戦略策定支援、ファイナンス支援、公開支援、人材支援、営業支援、精神的支援の6つに分けられる。

戦略策定支援とは、ベンチャーキャピタルがベンチャー企業の事業計画書のコアとなるグランド・デザインづくりを支援することを指す。ベンチャー企業はファイナンスを行う際、ベンチャーキャピタルに対して事業計画書を提示しなければならない。通常、リードインベスターとなるベンチャーキャピタルはこれを基に他のベンチャーキャピタルにファイナンスへの参加を呼びかける。そのため、リードベンチャーキャピタルは実際に投資する前から、ベンチャー企業と一緒にグランド・デザインの完成に多くの時間を費やしているようである。

ファイナンス支援とは、資金提供、資本政策の策定、投資家の紹介などを指す。ベンチャーキャピタルは、ベンチャー企業の増資を引き受けて資金を提供するだけでなく、公開に至るまでの一連の資金調達計画の策定に関与したり、その際にネットワークを活かして出資の可能性のある投資家を紹介したりする。

公開支援とは、ベンチャーキャピタルが過去の公開支援の経験を基に、ベンチャー企業に対して幹事証券会社や監査法人の選定などのアドバイスを行ったり、公開時の株価形成や株式の需給関係を分析することである。ベンチャーキャピタルは株式の需給関係に応じて、売り出しやロックアップ(公開後のベンチャーキャピタルの売りを直接制限すること)

に協力することもある。

人材支援とは、ベンチャーキャピタルがそのネットワークを活かして、ベンチャー企業の必要とするコアな人材を斡旋したり、外部専門家（会計士、弁護士、リクルーターなど）を紹介したり、経営陣の入れ替えをすることを指す。日本ではベンチャー企業が人材を確保することは困難であるので、ベンチャーキャピタルによる人材支援が果たす役割は非常に大きい。

営業支援とは、営業戦略立案をサポートしたり、ネットワークを活かして販売チャネルを保有する事業会社を提携先として紹介することを指す。日本では多くのベンチャー企業が販路の開拓に悩まされており、ベンチャーキャピタルによる営業支援は非常に重要である。

精神的支援とは、株主というよりもビジネスパートナーとして経営者の良き相談相手となることを指す。ベンチャー企業の経営者は資金調達や販路の確立など様々な場面で困難に直面する。そのようなとき、経営者を精神的に支えるメンターとしての役割がベンチャーキャピタリストに求められる。

このように、ベンチャーキャピタルはベンチャー企業に資金を提供するだけでなく、さまざまな経営支援サービスを提供している。この意味から、「more than money」がベンチャーキャピタルの本質であると言われている。

下表に、ベンチャーキャピタルによるハンズオンの内容をまとめる。

（表3 - 1）

✦戦略策定支援	事業計画書のコアとなるグランドデザイン作りの支援。
✦ファイナンス支援	資金提供、資本政策の策定、投資家の紹介
✦公開支援	幹事証券会社や監査法人の選定に対するアドバイスなど。
✦人材支援	人材の斡旋、外部専門家の紹介、経営陣の入れ替えなど。
✦営業支援	営業支援提携、マーケティング支援、販路の拡大など。
✦精神的支援	指導者や友人としての立場から経営者のよき相談相手となること。

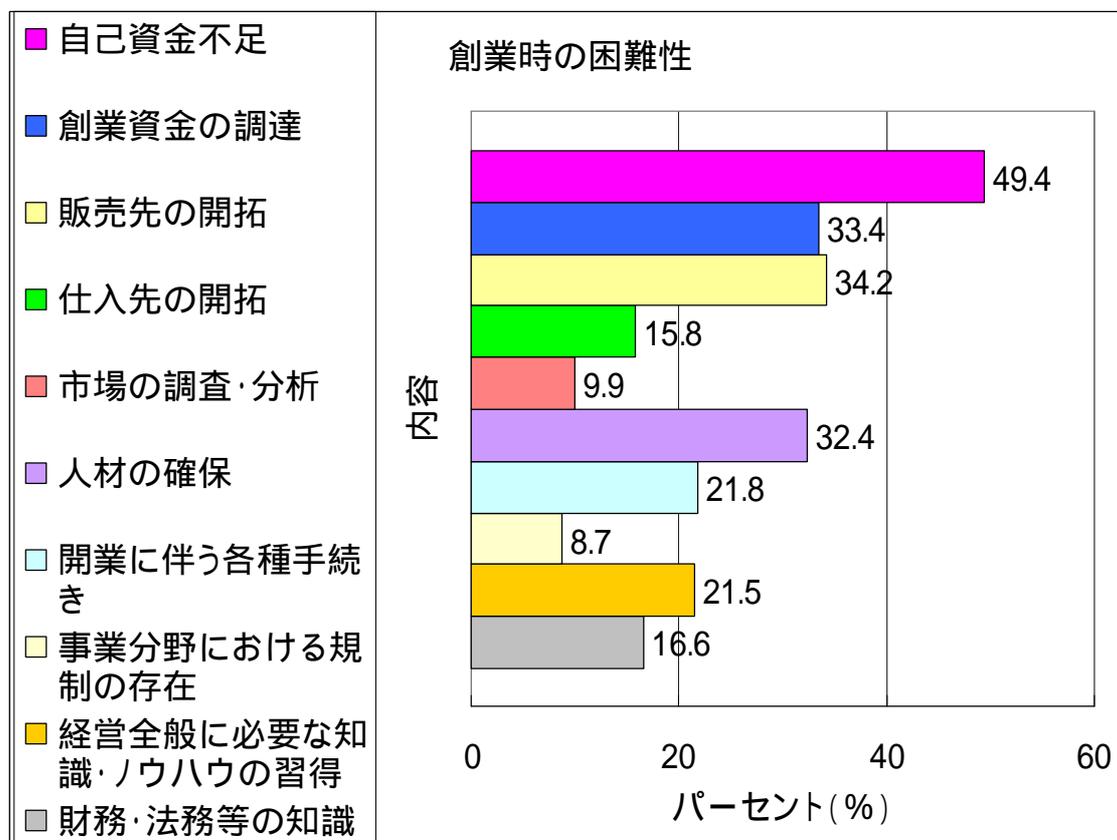
### 3 - 3 . 創業時の困難性

ここでは、日本の起業家が直面している創業時の困難性について見てみる。中小企業庁の「創業環境に関する実態調査」(2001年12月)では、実際に創業に辿り着いた者を対象に、創業時にどのような課題に直面したのかをアンケートによって調査している。下図がその主な結果である。

創業時の困難として、最も深刻なのは「自己資金不足」(49.4%)や「創業資金の調達」(33.4%)といった資金面の困難性である。また、「販売先の開拓」(34.2%)、「仕入先の開拓」(15.8%)、「市場の調査・分析」(9.9%)といったマーケティング面の困難性もある。その他にも、「人材の確保」(32.4%)という人材面の困難性や「開業に伴う各種手続き」(21.8%)、「事業分野における規制の存在」(8.7%)といった制度・手続き面の困難性がある。

前節で見たベンチャーキャピタルの支援機能のうち、ファイナンス機能、営業支援機能、人材支援機能が資金面の困難性、マーケティングの困難性、人材面の困難性にそれぞれ対応している。このことから、ベンチャーキャピタルはハンズオンによって様々な困難に直面するベンチャー企業をサポートし、成長を促進することが出来ると考えられる。

(図3 - 1)



(出典)「2002年版中小企業白書」第2部第1章第1節2-(1)、第2-1-13図をもとに再構成。  
複数回答のため合計は100を超える。

### 3 - 4 . 日本のVCにおけるハンズオンの歴史

1990年代半ばまで、日本のベンチャーキャピタルではハンズオフ型のベンチャー投資が主体であったと言われている。忽那・長谷川・山本[2006]によると、ハンズオフ型のベンチャー投資が多かった原因として、投資行動の特徴、規制上の問題、組織上の問題の3つが挙げられている。以下では、この3つを少し詳しく見てみよう。

投資行動の特徴として、日本のベンチャーキャピタルはレイターステージの投資を多く行っていたことが指摘されている。1970年代に親会社からの出資により設立された日本のベンチャーキャピタルは親会社からの出資金を数年で使い果たし、その後は銀行からの借入に依存して投資を行っていた。(当時は現在のように投資事業組合や投資事業有限責任組合はまだ存在していなかった。)ベンチャー企業への投資は資金回収までに最低でも数年かかり、投資先選定の成功や失敗によって回収状況が極端に変化するので、このような借入に依存する資金調達構造はベンチャーキャピタルの投資行動を制限した。つまり、アーリーステージのベンチャー企業に投資すると資金が回収できなくなり、資金繰りが破綻してしまうので、日本のベンチャーキャピタルは株式公開が可能なまでに成熟した中小企業を対象として、レイターステージでの投資を行っていた。レイターステージまで成長した企業では経営基盤が出来上がっているところが多く、資金を必要としていたとしても経営へのサポートを必要としている企業は少なかったと考えられる。

規制上の問題としては、独占禁止法第9条の存在が指摘されている。かつて日本のベンチャーキャピタルは独占禁止法により投資先への役員派遣が禁止されていた。独占禁止法では事業会社、金融機関の株式保有が制限されており、民間ベンチャーキャピタルは持株会社設立の禁止条項(9条)に抵触した。このため、公正取引委員会は1972年にガイドラインを発表し、ここで規定する範囲内でのベンチャーキャピタルの活動が認められた。神座[2005]によると、公正取引委員会が発表したガイドラインの要旨は以下のとおりである。

- ・ベンチャーキャピタルの投資目的は資金供給であり、投資先企業の支配ではない。
- ・ベンチャーキャピタルは、投資先企業に対する役員派遣および役員兼任を行わない。
- ・ベンチャーキャピタルの投資対象となる株式は、原則として新株であること。
- ・ベンチャーキャピタルの出資比率は、投資先企業の49%を超えないこととし、25%を超えるときは、他の出資者との関係および企業支配が不可能であることを明らかにすること。
- ・ベンチャーキャピタルが取得した株式は、その投資目的を達成した後、相当の期間内に処分すること。

このガイドライン内でハンズオンを伴ったベンチャー投資を行うのは不可能であると思われるが、規制自体は1994年に撤廃されるまで約20年間も続いた。1994年の撤廃を契機にベンチャーキャピタルが投資先に役員を派遣することが認められ、日本のベンチャーキャピタルの本格的なハンズオンはこのときから始まったと言えるであろう。

日本のベンチャーキャピタルがハンズオフ型の投資を行っていた原因として、組織上の

問題も指摘されている。一般的に、アメリカのベンチャーキャピタルでは、投資先発掘から審査、投資、投資回収までの一連のベンチャーキャピタル投資のプロセスを一人のベンチャーキャピタリストが行う。一方、日本のベンチャーキャピタルでは、設立形態が株式会社であり、会社自体が大型化する傾向にあるので、職能別の縦割り組織になっており、投資プロセスのそれぞれの段階を異なる人物が行っていたと言われている。中には高い専門性を持つプロのベンチャーキャピタリストもいるが、基本的にはそれぞれの段階を担当しているのは普通の会社のサラリーマンであったことから、一貫性を持って投資先ベンチャー企業を育成することは困難であったと考えられる。

以上で見てきたように、日本のベンチャーキャピタルのハンズオンの歴史はまだ浅いものである。しかし、日本のベンチャーキャピタルも確実にハンズオンを重要視して、実践に移している。日本経済新聞社と日経産業消費研究所が実施した2000年度ベンチャーキャピタル調査では、投資先企業に役員を派遣することがあると回答したベンチャーキャピタルは全体（回答数116社）の47%（54社）に達した。その中で、大手ベンチャーキャピタルのジャフコは2001年3月期までの3年間に国内で投資した367社のうち、取締役を44社に派遣し、取締役会に参加する権利を150社で確保した。合計すると全体の53%の企業で積極的な経営参加を行っていると言えるであろう。また、組織上の問題を改善しようというベンチャーキャピタルも現れている。日本アジア投資は99年4月、投資部員をチームに分け、各チームのリーダーが投資先の発掘から審査、育成、株式公開まで一貫して責任を持つユニット制度を導入した。

（表3 - 1）

取締役を派遣している投資先社数		
順位	社名	社数
1	ジャフコ	44
2	日本アジア投資	31
3	ワールドビューティーテクノロジーベンチャーキャピタル	25
4	エヌ・アイ・エフベンチャーズ	24
5	東京中小企業投資育成	14
6	エイパックス・グロービス・パートナーズ	11
7	グローバルベンチャーキャピタル	10
8	シュローダー・ベンチャーズ	9
9	日本テクノロジーベンチャーパートナーズ	9
10	インキュベイトキャピタルパートナーズ	7

（出典）日本経済新聞 2001年7月21日朝刊

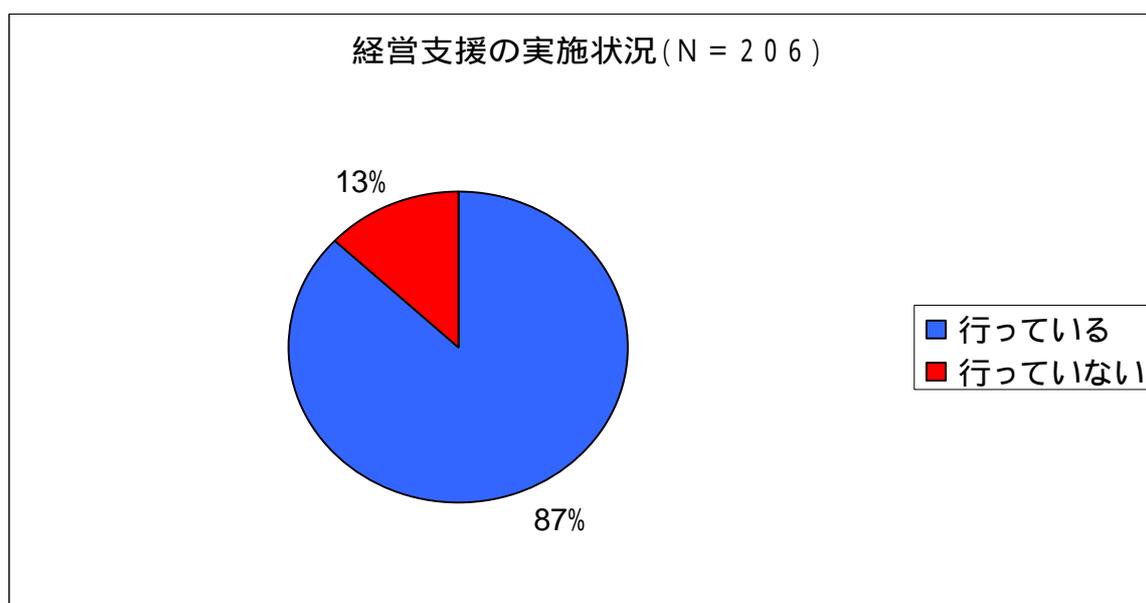
### 3 - 5 . 日本のVCにおけるハンズオンの現状～アンケート調査から

以下では、中小企業総合事業団調査報告書のアンケート調査を基に、日本のベンチャーキャピタルにおけるハンズオンの現状を概観する。このアンケート調査は民間のベンチャーキャピタルを対象に行われ、216人のベンチャーキャピタリスト（証券系51人、大手銀行系18人、地銀系37人、生損保系13人、事業会社系12人、外資系3人、独立系30人、投育36人、その他6人）が回答している。

図3 - 2は経営支援の実施状況を表している。このグラフから、約9割のベンチャーキャピタリストが「行っている」と回答している。前節で述べたとおり、日本のベンチャーキャピタルは1990年代半ばまでハンズオフ中心の投資スタイルを取っていたと言われていたが、このアンケート結果から、経営支援に対する姿勢が積極的になっていることがわかる。

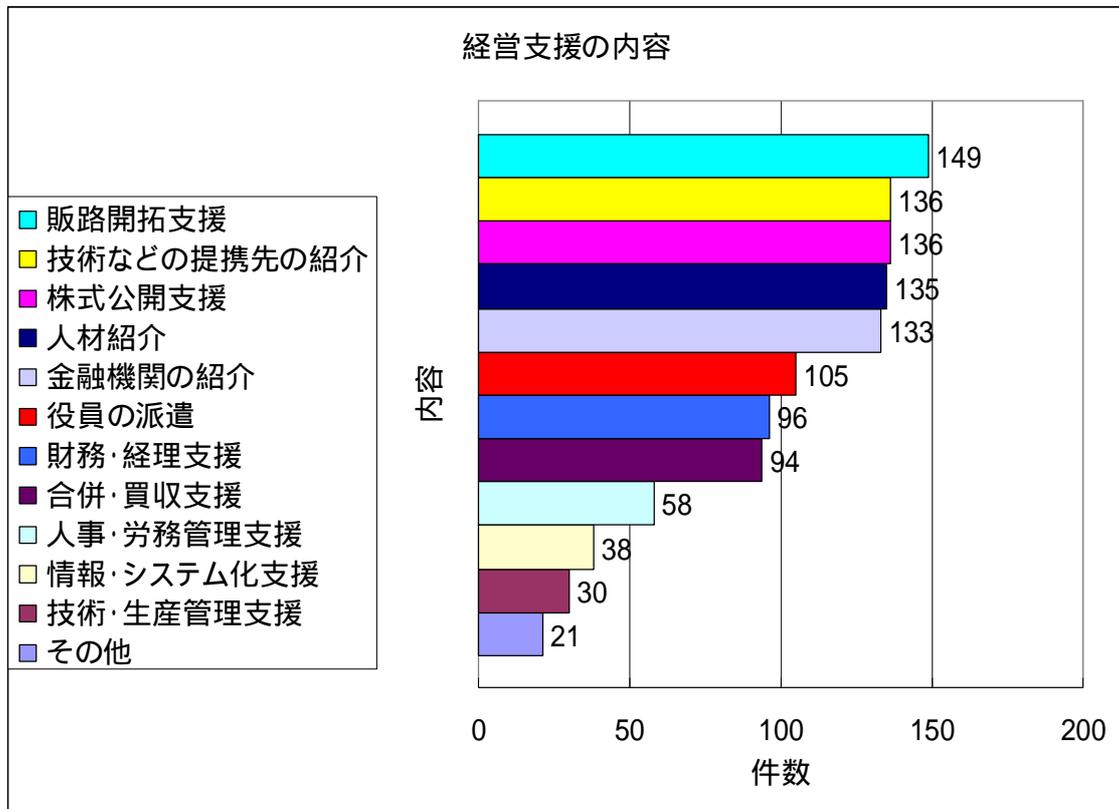
それでは次に、具体的な経営支援の内容を見てみよう。図3 - 3から、「販路開拓支援」（83%）、「株式公開支援」（76%）、「技術などの提携先の紹介」（76%）、「人材紹介」（75%）、「金融機関の紹介」（74%）が中心となっていることがわかる。ハンズオンを最も明示的に象徴する「役員の派遣」は全体の6割弱で行われていることがわかった。もちろん、全ての投資先企業に役員を派遣することは不可能であるので、この結果は投資先企業の必要に応じて役員派遣を行うことがあるというベンチャーキャピタル（ベンチャーキャピタリスト）が6割弱いると解釈すべきであろう。

（図3 - 2）



（出典）中小企業総合事業団「ベンチャー企業に関する国内外の直接金融（投資）環境状況調査」報告書(2002年2月)

( 図 3 - 3 )



( 出典 ) 中小企業総合事業団「ベンチャー企業に関する国内外の直接金融 ( 投資 ) 環境状況調査」報告書(2002 年 2 月) 複数回答可。

## 4 . 先行研究

ベンチャーキャピタルによる投資先企業へのハンズオンの効果を研究する場合、ベンチャーキャピタルからの出資を受けている企業と受けていない企業のパフォーマンスを比較する、ベンチャーキャピタリスト、もしくは起業家とベンチャーキャピタリスト双方へのアンケート調査からハンズオンの程度を数値化し、パフォーマンスへの効果を分析する、という2つのアプローチがある。

のアプローチで行われた研究には、Kutsuna,Cowling and Westhead[2000]がある。彼らはベンチャーキャピタルによる投資がJASDAQ公開企業の短期パフォーマンスにどのような影響を与えているかを分析している。対象企業は1996年にJASDAQ市場でIPOを行った企業110社である。彼らはIPO前後のJASDAQ公開企業の売上高成長率とベンチャーキャピタルからの投資の関連性を分析し、ベンチャーキャピタルから投資を受けた企業(VCFI)と受けていない企業(VCFNI)のIPO前後の売上高成長率の間に統計的に有意な差が見られること(VCFI > VCFNI)、ベンチャーキャピタルから投資を受けた企業のうち上位10社のベンチャーキャピタルの株式保有比率の合計が5%以上の企業(VCFIR)と5%未満の企業(VCFNIR)のIPO前後の売上高成長率の間に統計的に有意な差が見られること(VCFIR > VCFNIR)を発見した。

のアプローチで行われた研究には、Sapienza[1992]とFried,Bruton and Hisrich[1998]がある。Sapienza[1992]は、投資実施後におけるベンチャーキャピタリストと投資先企業の関係に着目し、ベンチャーキャピタリストはいつ投資先企業に価値を付与するのと言う問題を分析している。この研究では、ベンチャーキャピタルから出資を受けているベンチャー企業のCEOと当該企業のリードベンチャーキャピタルの両者にアンケート調査を行い、その回答を組み合わせで作った51のサンプルを用いて分析している。主な分析結果は、ベンチャー企業の追及するイノベーションが大規模なものであればあるほど、ベンチャーキャピタリストが投資先企業に付与する価値は大きくなる、ベンチャーキャピタリストとCEOの接触が頻繁であるほど、ベンチャーキャピタリストが投資先企業に付与する価値は大きくなる、ベンチャーキャピタリストとCEOの関係がオープンであるほど、ベンチャーキャピタリストが投資先企業に付与する価値は大きくなる、ベンチャーキャピタリストの関与はベンチャー企業のパフォーマンスと強い正の相関関係をもつ、というものであった。Fried,Bruton and Hisrich[1998]は、ベンチャーキャピタルが行う価値付与活動において、取締役会のメンバーとして投資先企業の戦略に深く関与することが最も重要であると考え、Judge and Zeithaml[1992]のデータと比較しながら、取締役会メンバーの構成の違いを分析している。この研究では、ベンチャーキャピタルの投資先企業と伝統的な取締役会構成を持つ企業の2つのグループにおける、戦略形成への関与の程度、戦略評価への関与の程度に与える違いを実証的に分析している。分析結果は、戦略形成への関与の程度、戦略評価への関与の程度はベンチャーキャピタリストがいる取締役会の方が有意に

強いというものであった。この結果から、ベンチャーキャピタルから投資を受けている企業の取締役会の方が戦略形成や戦略評価に積極的に関与していることが示唆されている。

と の両面からアプローチした研究には、岡室・比佐[2005]がある。彼らはベンチャーキャピタルによる投資が投資先企業のIPO前後の経営成果を高めるのか、ベンチャーキャピタルによる経営支援にどの程度の効果があるのかを検証している。さらに、ベンチャーキャピタルの投資先企業が良好であるのはベンチャーキャピタルが将来有望な投資先を選別したことによるのか、投資先企業に対して経営監視(モニタリング)と経営支援(サポート)を有効に行ったことによるものかを検証している。対象企業は2001年にIPOを行った165社である。各社の新規公開目論見書と有価証券報告書、日本のベンチャーキャピタルに関するほぼ同時期のアンケート調査結果に基づいて、IPO企業の個別データとリードベンチャーキャピタルの個別データを組み合わせたデータセットを作成して分析に用いている。分析によると、IPO前後の売上高成長率は、IPO以前のベンチャーキャピタルの合計持株比率が高いほど高く、リードベンチャーキャピタルの規模が大きいほど高く、リードベンチャーキャピタルの設立後の経過年数が長いほど高い。それに対して、リードベンチャーキャピタルが上場後に投資先企業の株式を売却してリードベンチャーキャピタルの座を降りても、それは投資先企業の売上高成長率に影響していない。また、リードベンチャーキャピタルが投資先企業に対して積極的に経営支援や経営介入を行っても、それは売上高成長率に影響していなかった。これらの分析結果から、日本の主要なベンチャーキャピタルは将来性の高い企業を選別して投資しているという議論とは整合的であるが、投資先企業を効果的に育成しているという議論とは整合的でないことが示唆される。

のアプローチで分析する場合、客観的な経済指標を用いることが可能であるが、ベンチャーキャピタルの投資先企業のパフォーマンスがなぜ高いかという点は解明できない。言い換えると、ベンチャーキャピタルの投資先企業のパフォーマンスが高いのはベンチャーキャピタルが将来有望な企業を選別して投資したことによるものなのか、ベンチャーキャピタルが投資先企業に対してモニタリングとサポートを有効に行ったことによるものなのかは判別できない。一方、 のアプローチで分析する場合、ベンチャーキャピタルのどのような機能が投資先企業の価値を高めているかを考察できるが、アンケート調査という主観的な指標を用いることでバイアスが生じる可能性がある。 と の両面からアプローチした岡室・比佐[2005]においても、ベンチャーキャピタルのハンズオンに対する積極性は各ベンチャーキャピタルの自己申告に基づくアンケート調査結果を基に定量化されているので、バイアスが生じている可能性がある。

そこで、本研究ではベンチャーキャピタルからの役員派遣の有無に注目し、これをハンズオンの代理変数としてハンズオンに対する積極性を定量化する。なお、役員名簿は新規公開目論見書において初めて公表されるので、ベンチャーキャピタルからの役員派遣データはIPO直前期のものになってしまう。本来ならばIPO直前期以前のデータを用いるべきであるが、データの制約のため今回はIPO直前期のデータを用いる。

## 5 . 実証分析

### 5 - 1 . データ

対象企業は 2002 年および 2003 年に新興市場（ジャスダック、マザーズ、ヘラクレス）に IPO した企業 201 社である。ただし、金融、保険業は除いた。また、新規公開目論見書から役員情報が入手できなかった企業もサンプルから除いた。そして、異常値を除いた後の最終的なサンプル数は 182 社である。

上場前の財務データや株主データなどは亜細亜証券印刷会社の「株式上場白書」および「株式店頭上場白書」から、役員名簿は eol DB Tower Service のデータベースにある新規公開目論見書から、上場後の財務データは(株)日経クイック情報の「日経 N E E D S 企業財務データ」から得た。

### 5 - 2 . 仮説の構築

投資先企業のパフォーマンスに影響を与えるベンチャーキャピタルの機能および役割は以下の 4 つに大別される。まず第一に、資金制約の緩和が挙げられる。資金制約の大きいベンチャー企業に対して成長資金を提供することで、ベンチャー企業の成長が促進されると考えられる。第二に、投資先企業の選別が挙げられる。ベンチャーキャピタルは投資を行う前に事業の収益性や企業の将来性を十分に審査したうえで、数多くの案件の中から IPO や M & A の成功確率が高いと思われる企業を選別して投資する。(Kaplan and Stromberg[2001]) によって、ベンチャーキャピタルの投資先企業のパフォーマンスを分析する場合、ベンチャーキャピタルの選別効果によって投資先企業のパフォーマンスが高くなっている可能性があるという点に留意しなければならない。次に、モニタリングとサポートがある。ベンチャーキャピタルは投資を行った後、投資先企業の経営が適切に行われているかを監視し、必要に応じてさまざまな経営サービスを提供して、投資先企業の IPO を達成させようとする。(Sapienza[1992]と Fried, Bruton and Hisrich[1998]) このモニタリングとサポートの効果を検証することが本研究のテーマである。最後に、シグナリングの効果も考えられるであろう。評判の良いベンチャーキャピタル、すなわち IPO の成功確率が高いベンチャーキャピタルがリードインベスターであるとき、潜在的な投資家や取引先企業に対して良いシグナルを与えることになり、資金調達や取引環境が改善されて IPO の成功確率が高まる。(Chang[2004]) ただし、本研究ではシグナリングの効果を明示的に扱っていない。

以上の理論的根拠および実証分析の結果を基に仮説を構築する。本研究の目的はベンチャーキャピタルのモニタリングとサポートが投資先企業のパフォーマンスにどのような影響を与えているかを検証することにある。そのために、次の 3 つの仮説を実証的に分析する。

### 5 - 3 . 変数および仮説とモデル式

本研究で用いる変数とモデル式は岡室・比佐[2005]を参照している。なお、分析方法は通常の最小二乗法（OLS）である。変数の定義と一覧を巻末の表5-1に示す。

まず、変数について説明する。被説明変数はIPO前後の期間における売上高成長率である。この変数は、上場直前の決算期における売上高に対する上場後2度目の決算期における売上高の比から1を引いて算出している。新規公開目論見書にはIPOの5期前からの財務データが掲載されているが、ベンチャーキャピタルの出資比率がわかるのは上場直前期のみであるので、上場直前期の売上高を測定の基準点とする。また、各企業の決算期がそれぞれ異なっていることから、企業によってはIPOの直後に最初の決算期を迎えるものがある。しかし、IPO直後の決算期のデータはIPO後の経営成果の判断基準として適当ではないと考えられるので、その1期後の決算期のデータを採用する。ゆえに、IPO前後に決算期の変更がない限り、被説明変数はIPO前後2年間を通じての名目売上高成長率となる。

説明変数はVCD、VCTS、LVCS、DIRECTORの4つである。VCDはベンチャー企業から出資を受けている場合に1、出資を受けていない場合に0を取るダミー変数である。VCTSはIPO直前期におけるベンチャーキャピタルの合計株式保有比率（%）<sup>3</sup>である。LVCSはIPO直前期におけるリードベンチャーキャピタル<sup>4</sup>の合計株式保有比率（%）である。DIRECTORはベンチャーキャピタルから役員を派遣されている場合は1、派遣されていない場合は0をとるダミー変数である。これら3つの変数に関する係数の符号は全てプラスが期待されている。

コントロール変数は、LOGSALES、FIRMAGE、OWNER、DIRSO、4つの産業ダミー（MANUFACTURE、COMMERCE、IT、SERVICE）である。LOGSALESはIPO直前決算期の売上高の対数値、FIRMAGEはIPO時点での企業年齢（創業からの経過年数）である。企業成長に関する多くの実証分析から、企業の成長率は初期の企業規模が小さく、若い企業ほど高いということが知られている。そのため、企業年齢と分析期間の期首の企業規模の影響をコントロールする必要がある。OWNERはIPO直前期におけるオーナーの株式保有比率（%）、DIRSOはIPO前に役員にストックオプションが付与されている場合に1、付与されていない場合に0を取るダミー変数である。これら2つの変数は社長および役員といった経営陣の経営成果へのインセンティブの高さを示す変数であり、この影響もコントロールする。MANUFACTUREは製造業企業ならば1、そうでなければ0を取るダミー変数、COMMERCEは卸・小売企業ならば1、そうでなければ0を取るダミー

<sup>3</sup> 実際には、大株主としてベンチャーキャピタル本体ではなくベンチャーキャピタルが運用するファンドが記載されていることが多い。しかし、ファンドの運用はベンチャーキャピタル本体の属性に強く影響されると考えられるので、ここではベンチャーキャピタル本体とファンドを区別せずに扱う。

<sup>4</sup> リードベンチャーキャピタルとは、上場前に出資していたベンチャーキャピタルの中で最大の出資比率を持つものである。

変数、IT は情報・通信企業ならば1、そうでなければ0を取るダミー変数、SERVICE はサービス業企業ならば1、そうでなければ0をとるダミー変数である。事業機会および事業リスクは産業部門によって異なるため、産業間で平均的な成長率が異なる可能性がある。その影響をコントロールするために、サンプルの中で比較的数の多い4つの産業分野に関するダミー変数を加える。

仮説とそれに対応するモデル式は次ページのとおりである。

❖仮説1：ベンチャーキャピタルから出資を受けている企業はベンチャーキャピタルから出資を受けていない企業よりも、IPO前後のパフォーマンスの成長率が高い。

❖Model1

$$\begin{aligned} \text{Growth} = & 1 * \text{VCD} + 2 * \text{LOGSALES} + 3 * \text{FIRMAGE} \\ & + 4 * \text{OWNER} + 5 * \text{DIRSO} \\ & + 6 * \text{MANUFACTURE} + 7 * \text{COMMERCE} + 8 * \text{IT} + 9 * \text{SERVICE} \end{aligned}$$

VCDの係数(1)が有意にプラスであるとき、仮説1は支持されたと言える。ただし、この仮説の検証からは、ベンチャーキャピタルの投資先企業の方がベンチャーキャピタルからの投資を受けていない企業よりもパフォーマンスが高いのは、ベンチャーキャピタルのモニタリングとサポートの効果によるものであるとは言えない。この場合、前節で見たように、資金制約の緩和、投資先企業の選別、モニタリングとサポートという3つの効果が測定されていると考えられる。

❖仮説2 1：ベンチャーキャピタルから多くの出資を受けている(ベンチャーキャピタルの株式保有比率が高い)企業ほど、IPO前後のパフォーマンスの成長率は大きくなる。

❖Model2-1

$$\begin{aligned} \text{Growth} = & 1 * \text{VCTS} + 2 * \text{LOGSALES} + 3 * \text{FIRMAGE} \\ & + 4 * \text{OWNER} + 5 * \text{DIRSO} \\ & + 6 * \text{MANUFACTURE} + 7 * \text{COMMERCE} + 8 * \text{IT} + 9 * \text{SERVICE} \end{aligned}$$

VCTSの係数(1)が有意にプラスであるとき、仮説2 1は支持されたと言える。ただし、上述したように、この仮説の検証からもベンチャーキャピタルから多くの出資を受けている企業ほどパフォーマンスが高いのは、ベンチャーキャピタルのモニタリングとサポートの効果によるものであるとは言えない。この場合も、資金制約の緩和、投資先企業の選別、モニタリングとサポートという3つの効果が測定されていると考えられる。

❖ 仮説 2 2 : リードベンチャーキャピタルから多くの出資を受けている ( リードベンチャーキャピタルの株式保有比率が高い ) 企業ほど、IPO 前後のパフォーマンスの成長率は大きくなる。

❖ Model2-2

$$\begin{aligned} \text{Growth} = & 1 * \text{LVCS} + 2 * \text{LOGSALES} + 3 * \text{FIRMAGE} \\ & + 4 * \text{OWNER} + 5 * \text{DIRSO} \\ & + 6 * \text{MANUFACTURE} + 7 * \text{COMMERCE} + 8 * \text{IT} + 9 * \text{SERVICE} \end{aligned}$$

LVCS の係数 ( 1 ) が有意にプラスであるとき、仮説 2 2 は支持されたと言える。ただし、上述したように、この仮説の検証から、リードベンチャーキャピタルから多くの出資を受けている企業ほどパフォーマンスが高いのは、リードベンチャーキャピタルのモニタリングとサポートの効果によるものであるとは言えない。この場合も、資金制約の緩和、投資先企業の選別、モニタリングとサポートという 3 つの効果が測定されていると考えられる。

❖ 仮説 3 : ベンチャーキャピタルから出資を受けている企業のうち、ベンチャーキャピタルから役員を派遣されている企業はベンチャーキャピタルから積極的なハンズオンを受けていると考えられるので、そうでない企業よりも IPO 前後のパフォーマンスの成長率は高い。

❖ Model3

$$\begin{aligned} \text{Growth} = & 1 * \text{DIRECTOR} + 2 * \text{LOGSALES} + 3 * \text{FIRMAGE} \\ & + 4 * \text{OWNER} + 5 * \text{DIRSO} \\ & + 6 * \text{MANUFACTURE} + 7 * \text{COMMERCE} + 8 * \text{IT} + 9 * \text{SERVICE} \end{aligned}$$

DIRECTOR の係数 ( 1 ) が有意にプラスであるとき、仮説 3 は支持されたと言える。ここでは、ベンチャーキャピタルの投資先企業のみをサンプルとしているので、仮説 3 の検証からは主にモニタリングとサポートの効果が測定されていると考えられる。つまり、仮説 3 は本研究の目的である、ベンチャーキャピタルのモニタリングとサポートが投資先企業のパフォーマンスにどのような影響を与えているかを検証するための仮説である。

#### 5 - 4 . 分析結果

推計結果を巻末の表5 4に示す。Model1 と Model2-1、Model2-2 の推計はフルサンプル(182社)を対象にして、ベンチャーキャピタルからの出資が新規上場企業のIPO前後のパフォーマンス成長率に与える影響を検証している。これらのモデルでは、資金制約の緩和、投資先企業の選別、モニタリングとサポートという3つの効果が測定されている。Model3の推計はサブサンプル(ベンチャーキャピタルから出資を受けている企業142社)を対象にして、積極的なハンズオン(役員派遣の有無を代理変数として採用)が新規上場企業のIPO前後のパフォーマンス成長率に与える影響を検証している。このモデルでは、主にモニタリングとサポートの効果が測定されている。

Model1の推計結果を見ると、VCDの係数は有意でない。つまり、他の変数をコントロールすると、ベンチャーキャピタルが出資している企業と出資していない企業の間には売上高成長率に有意な差が見られない。よって、仮説1は支持されない。この結果から、新規上場企業のIPO前後の売上高成長率はベンチャーキャピタルの出資の有無には影響されないことが示唆される。

次にModel2-1の推計結果を見ると、VCTSの係数は有意でない。つまり、他の変数をコントロールすると、ベンチャーキャピタル全体の出資比率の程度によって、新規上場企業間の売上高成長率に有意な違いはない。よって、仮説2 1は支持されない。同様に、Model2-2の推計結果においてもLVCSの係数は有意でない。つまり、他の変数をコントロールすると、リードベンチャーキャピタルの出資の程度によって、新規上場企業間の売上高成長率に有意な違いはない。よって、仮説2 2は支持されない。これらの結果から、新規上場企業のIPO前後の売上高成長率はベンチャーキャピタル全体の出資比率の程度、リードベンチャーキャピタルの出資比率の程度には影響されないことが示唆される。

Model3の推計結果を見ると、DIRECTORの係数は有意でない。つまり、他の変数をコントロールすると、ベンチャーキャピタルから役員を派遣された企業と派遣されていない企業の間では、売上高成長率に有意な差は見られない。よって、仮説3は支持されない。この結果から、新規上場企業のIPO前後の売上高成長率はベンチャーキャピタルからの役員派遣の有無には影響されないことが示唆される。

コントロール変数については、LOGSALESとFIRMAGEがほぼ一貫して予想通りマイナスの優位な値を示している。OWNERとDIRSOはほとんど有意な結果を持たなかった。産業ダミーと年ダミーの係数は有意であった。

ベンチャーキャピタルの出資に関する変数の係数が全て有意でなかったという結果は先行研究である岡室・比佐[2005]の分析結果と異なっている。本研究の分析からは、ベンチャーキャピタルの関与が新規上場企業のIPO前後の売上高成長率に与える効果は検証されなかった。先行研究と異なる結果が得られた理由としては、対象年度や対象とする市場の違いが考えられる。

ベンチャーキャピタルの役員派遣ダミーの係数が有意でなかったのは、データの制約に

起因しているのかもしれない。本研究ではハンズオンの積極性を代理する変数として、IPO直前期におけるベンチャーキャピタルからの役員派遣の有無に着目した。ハンズオンの代理変数として役員派遣の有無を考える場合、本来は役員派遣が多く行われるアーリーステージにおけるデータを用いるべきである。しかし、新規上場企業に関する役員データはIPO直前期のみ公表されている。よって、本研究ではIPO直前期におけるデータを使用した。IPO以前の役員派遣のデータを用いた分析は今後の課題である。

## 6. インタビュー

### 6.1. 個別ヒアリング

実証分析からはベンチャーキャピタルのハンズオンが投資先企業のパフォーマンスに影響を与えているという結果は得られなかった。しかし、この結果からベンチャーキャピタルのハンズオンは投資先企業の成長に貢献していないと結論づけるのは早計であろう。以下では、ベンチャーキャピタリストの方々へのインタビュー<sup>5</sup>からベンチャーキャピタルのハンズオンの実態に迫ってみたい。

#### 証券系ベンチャーキャピタリスト

##### ハンズオンの重要性

ベンチャーキャピタルはプロの投資家から受託された資金を運用しているので、彼らを満足させるだけのリターンが必要となる。そこで、ハンズオンは投資の成功確率をアップさせるためのコアな戦略となっている。また、ファンドが乱立している現在、ハンズオンはベンチャーキャピタル間の差別化を図る上でも重要である。

##### ハンズオンにおいて力を入れている点

他社のハンズオンと比べて何か特別なことをしているというわけではないが、投資先企業同士をマッチングさせることによるアライアンスの締結、証券系の強みを活かした販路の拡大や株主の紹介、役員派遣による経営の意思決定への直接関与や経営陣のモニタリングなどに力を入れている。

ベンチャーキャピタルが投資先企業に資金の提供以上の付加価値を与えることができるかどうかはハンズオンの経験値に左右される。投資の失敗も成功も経験となって蓄積されるので、経験値を上げることが重要であると考えている。

##### 役員として派遣される社員の属性

投資先企業に役員として派遣される社員は当該企業の投資担当者である。特定の分野（例えば、マーケティングなど）に精通している人物ではなく、会社全体をガバナンスできる能力を持っている人を役員として派遣している。また、派遣される社員は非常勤取締役として投資先企業に派遣される。

##### 役員派遣が必要となる理由

投資先企業に役員を派遣することで、投資先企業の意思決定に直接関与することが可能となる、少なくとも意思決定の場所において投資先企業をモニタリングすることが可能となる。もちろん、経営基盤がしっかりしていて、役員派遣を必要としない企業もある。しかし、経営基盤が弱い企業に対しては役員を派遣して経営の意思決定に関与することが可能

<sup>5</sup> 証券系ベンチャーキャピタル、銀行系ベンチャーキャピタル、独立系ベンチャーキャピタルの3社のベンチャーキャピタリストの方々インタビューさせていただいた。なお、コメントはベンチャーキャピタルを代表したのではなく、あくまでベンチャーキャピタリスト個人としての見解である。

となるようにしておく必要がある。

#### 銀行系ベンチャーキャピタリスト

##### ハンズオンの重要性

投資先企業に対してハンズオンを積極的にするかどうかはその案件次第である。多くのベンチャーキャピタルと接しているベンチャー企業に対してはそれほど力を入れてハンズオンしないこともある。一般的にはシェアの大きいベンチャーキャピタルは積極的にハンズオンをすると言われているが、いちがいにそうとも言えない面がある。

##### ハンズオンにおいて力を入れている点

ベンチャー企業から選ばれるベンチャーキャピタルとなるためには、ベンチャー企業のニーズがどこにあるのかをいち早く把握することが重要である。

ベンチャーキャピタルはみなハンズオンに積極的であるとベンチャー企業にアピールする。そのような中で、経営者から選ばれるベンチャーキャピタルとなるためには、実績を積み上げていくことが最も重要である。資金調達ありき、役員調達ありきではなく、これまでにどれだけ企業に投資をして、どれだけ企業を公開させてきたかという実績が一番説得力を持つ。よって、大手・老舗のベンチャーキャピタルほど有利な傾向がある。

##### 役員として派遣される社員の属性

投資先企業に派遣される社員はベンチャーキャピタルの中でも執行役員や部長以上の地位にいる人間である。投資先企業の社長に対して押さえが効くレベルの人間でないと派遣する意味がない。そのため、必然的に派遣できる役員の人数、ひいては投資先の社数は限定される。3社も兼任すれば、非常勤取締役であっても取締役会に出席するだけでかなりの時間を割かれることになる。

ベンチャーキャピタルから派遣される役員は社外の「お目付け役」として、投資先企業のガバナンス強化を担っている。本業のマネジメントについては、社長並みに知識があるはずもなく、手がけるのは無理である。

##### 役員派遣が必要となる理由

自分たちの投資した資金がどのように使われているのか心配だから、役員を派遣している。社長の苦手な分野、特に管理体制や社内のガバナンスを強化するために取締役を派遣している。具体的には、取締役会や重要な会議において、議論や手続きがきちんとなされているかをチェックする。また、そのような活動を通じて、社長や役員の性格を把握しておくことも役立つ。

#### 独立系ベンチャーキャピタリスト

##### ハンズオンの重要性

ハンズオンの一番の重要性はメンターとしての機能にある。ベンチャー企業、特にスタートアップ企業の経営者は常に資金ショートや顧客の獲得という問題に直面している。ベ

ンチャーキャピタルは投資先企業に資金を提供するだけでなく、経営者の良き相談相手となって、経営者をサポートしていかなければならない。その意味で、ベンチャー企業とベンチャーキャピタルの関係はビジネスパートナーに近いと言える。

ハンズオンにおいて力を入れている点

スタートアップ期のベンチャー企業に特化して投資を行っているので、リードベンチャーキャピタルとなり、投資先企業と緊密なコミュニケーションを取っている。他社のベンチャーキャピタルと比べて、独立系のベンチャーキャピタルではベンチャーキャピタリストの裁量が大きいため、緊密なコミュニケーションを取ることができる。

役員として派遣される社員の属性

一般的に、投資先企業に役員として派遣される社員は当該企業の投資担当者である。

役員派遣が必要となる理由

スタートアップ期の企業では取締役会が適切に開催されていない場合も珍しくないため、取締役会がきちんと開催されているかをチェックするために投資先企業に役員を派遣している。また、予算や事業計画がきちんと遂行されているかをモニタリングしている。経営者と共にマネジメントしていくという意識を持ち、オペレーションにはなるべく口を出さないようにしている。

## 6.2. 個別ヒアリングのまとめ

ハンズオンの重要性に対する考え方はそれぞれ異なっていた。証券系のあるベンチャーキャピタリストはハンズオンを投資するための条件、IPOの成功確率を高めるためのコアな戦略と考えているようであった。一方、銀行系のあるベンチャーキャピタリストは案件次第でハンズオンの重要性は異なり、「ハンズオンありき」という姿勢では投資を行っていないと話していた。独立系のあるベンチャーキャピタリストは、ハンズオンの重要性はメンターとしての役割にあると話していた。スタートアップ期の経営者は常に資金ショートや顧客の獲得という問題に直面しているため、ベンチャーキャピタルは資金を提供するだけでなく、経営者の良き相談相手となって彼らをサポートしていかなければならないと話していた。

ハンズオンにおいて力を入れている点について質問したところ、基本的にはどのベンチャーキャピタルも同じような経営支援を行っており、大事なものはハンズオンの経験値や投資先企業の公開実績であるということであった。

役員派遣の目的に対する考え方はほぼ同じで、取締役会のモニタリング、投資先企業の意味決定への関与（マネジメントへの関与）を役員派遣の目的として挙げていた。派遣役員は社外の「お目付け役」として、マネジメントよりもモニタリングを任務としていると言えそうである。

派遣される役員は当該企業の投資担当者で、特定分野のエキスパートではなく、会社全体をガバナンスできる能力を持つ人物であるようだ。ただし、そのような能力を兼ね備え

ている人物は社内でも少なく、非常勤の役員として派遣されるのであってもかなりの時間を割かれるため、役員派遣には限界がある（銀行系のあるベンチャーキャピタリスト）。ケースによって異なるが、派遣された役員は非常勤の場合でも、週2日程度は派遣先企業に足を運び、取締役会はもちろん各種の会議に参加することもある（証券系のあるベンチャーキャピタリスト）。

また、派遣された役員は通常IPOの目途が立った時点で引き揚げるようである。IPOの時点まで役員を投資先企業に派遣していると、投資先企業の株式を売却する際にインサイダー取引に抵触する恐れがあるので、本研究で扱っている役員派遣は特殊なケースではないのかという指摘を受けた。この点はデータの制約という問題上仕方ない面もあるが、より詳細な分析を行うためには考慮しなければならない問題である。

なお、下表は個別ヒアリングをまとめたものである。

（表6 - 1）

	証券系	銀行系	独立系
ハンズオンの重要性	投資の成功確率をアップさせるためのコアな戦略。	ハンズオンを積極にするかどうかはその案件次第。	経営者の良き相談相手となる、メンターとしての機能。
ハンズオンにおいて力を入れている点	アライアンスの締結、販路の拡大、株主の紹介、役員派遣による経営の意思決定への直接関与や経営陣のモニタリング。ハンズオンの経験値を上げること。	ベンチャー企業のニーズがどこにあるかをいち早く把握すること。投資先企業の公開実績を積み上げること。	投資先企業と緊密なコミュニケーションを取ることに。
役員として派遣される社員の属性	当該企業の投資担当者。	執行役員や部長以上の地位にいる人間。	当該企業の投資担当者。
役員派遣が必要となる理由	投資先企業の意思決定をモニタリングするため。	社長の苦手な分野、特に管理体制や社内ガバナンスを強化するため。	取締役会がきちんと開催されているかをチェックするため。予算や事業計画がきちんと遂行されているかをモニタリングするため。

## 7. むすび

実証分析からは、ベンチャーキャピタルの出資の有無、ベンチャーキャピタル全体の出資比率の程度、リードベンチャーキャピタルの出資比率の程度、ベンチャーキャピタルからの役員派遣の有無のどれもパフォーマンスに有意な効果をもたらさなかった。よって、ベンチャーキャピタルのハンズオンが投資先企業のパフォーマンスに与える効果を検証することはできなかった。一方、ベンチャーキャピタリストへのインタビューからは、ベンチャーキャピタルから派遣された役員が投資先企業のマネジメント強化よりもモニタリング強化のために派遣されていることがわかった。また、基本的に各ベンチャーキャピタルの行うハンズオンに差はそれほどなく、ハンズオンの経験値や投資先企業の公開実績を積み上げることでベンチャー企業から選ばれるベンチャーキャピタルとなることが重要であるということがわかった。

実証分析およびインタビューの結果を総合すると、リードベンチャーキャピタルが投資先企業にハンズオンを行うことはもはや当然であり、ハンズオンによって新規上場企業のパフォーマンスに差はつかないと考えられる。実証分析による裏づけはないが、インタビューから、ベンチャーキャピタルにとって重要なのはいかに有効なハンズオンをするかというよりも、いかに成功確率の高い案件をファイナディングするかという点であると感じた。

最後に、本研究の問題点と今後の課題を指摘する。本研究の問題点はハンズオンの代理変数として、ベンチャーキャピタルからの役員派遣の有無という指標を用いたところにある。ハンズオンの定量化という作業は非常に困難であり、従来の研究ではアンケート調査というアプローチからハンズオンの定量化に迫っていた。そこで、本研究では公開されている唯一のデータである、ベンチャーキャピタルからの役員派遣の有無をハンズオンの代理変数とした。しかし、ベンチャーキャピタリストへのインタビューから、IPO直前期にベンチャーキャピタルが派遣されているケースは非常に稀なケースであり、ハンズオンを定量化する指標としては適さないという指摘を受けた。やはり、ハンズオン、その中でも特に役員派遣の効果を見るためにはIPO直前期のデータではなく、それ以前にベンチャーキャピタルから役員が派遣されていたかどうかを示すデータが不可欠であると感じた。今後はIPO企業へのアンケート調査を実施して、ベンチャーキャピタルからの役員派遣の有無に関する詳細なデータを収集したいと考えている。

最後に、コンサルティングプロジェクトの受入機関を探してくださった山重慎二先生、コンサルティングプロジェクトの受入機関となってくださった株式会社大和総研とアドバイザーとしてご指導してくださった藤島裕三様、常に親身にそして熱心にご指導していただいた大学院ゼミの指導教官である岡室博之先生にこの場を借りて感謝の意を表したい。

## 参考文献

- 岡室・比佐[2005] 「選別か育成か：ベンチャーキャピタルの関与とIPO前後の企業成長率」 *Graduate School of Economics and Institute of Economic Research Hitotsubashi University COE/RES Discussion Paper Series, No.131*
- 忽那・長谷川・山本[2006] 『ベンチャーキャピタルブック』、中央経済社
- 中小企業庁[2002] 「2002年版中小企業白書」
- 神座保彦[2005] 『概論 日本のベンチャーキャピタル』 ファーストプレス
- Chang[2004] “Venture capital financing, strategic alliance, and the initial public offerings of Internet startups” *Journal of Business Venturing*, 19, pp.721-741
- Fried, Bruton and Hisrich[1998] “Strategy and the Board of Directors in Venture Capital-Backed Firms” *Journal of Business Venturing*, 13(6), pp.493-503
- Kaplan and Stromberg[2001]  
“Venture Capitalists as Principals: Contracting, Screening, and Monitoring” *NBER Working Paper No.8202*
- Kutsuna, Cowling and Westhead[2000] “The Short-Run Performance of JASDAQ Companies and Venture Capital Involvement Before and After Flotation” *Venture Capital*, 2, pp.1-25
- Sapienza[1992] “When Do Venture Capitalists Add Value?” *Journal of Business Venturing*, 7(1), pp.9-27

## 付属資料

(表5 1) 変数と定義一覧

変数名	定義
GROWTH	売上高成長率(IPO直前決算期からIPOの2期後の決算期にかけて)
VCD	ベンチャーキャピタルダミー(ベンチャー企業から出資を受けていれば1、そうでなければ0)
VCTS	ベンチャーキャピタルの合計株式保有比率(IPO直前期)
LVCS	リードベンチャーキャピタルの株式保有比率(IPO直前期)
DIRECTOR	役員派遣ダミー(ベンチャーキャピタルから役員を派遣されている場合は1、そうでなければ0)
LOGSALES	IPO直前決算期の売上高の対数値
FIRMAGE	IPO時点の企業年齢
OWNER	オーナーの株式保有比率(IPO直前期)
DIRSO	役員ストックオプションダミー(IPO前に役員に付与されている場合は1、そうでなければ0)
MANUFACTURE	製造業ダミー(製造業企業ならば1、そうでなければ0)
COMMERCE	商業ダミー(卸・小売業企業ならば1、そうでなければ0)
IT	情報・通信業ダミー(情報・通信業企業ならば1、そうでなければ0)
SERVICE	サービス業ダミー(サービス業企業ならば1、そうでなければ0)

(表 5 - 2) 基本統計量

Model1、Model2-1、2-2 基本統計量(n=182)

変数名	平均値	標準偏差	最小値	最大値
GROWTH	0.69937	0.84764	-0.73716	3.58176
VCD	0.78022	0.41524	0	1
VCTS	10.58709	12.65369	0	57.3
LVCS	5.43681	8.01484	0	47.3
LOGSALES	3.67302	0.55166	2.04922	5.24309
FIRMAGE	17.63802	14.09047	1.11	56.08
OWNER	30.13187	23.79247	0	85
DIRSO	0.52198	0.50089	0	1
MANUFACTURE	0.1978	0.39944	0	1
COMMERCE	0.21429	0.41146	0	1
IT	0.12637	0.33319	0	1
SERVICE	0.35714	0.48048	0	1
Year02	0.46703	0.50029	0	1

Model3 基本統計量(n=142)

変数名	平均値	標準偏差	最小値	最大値
GROWTH	0.60442	0.81193	-0.73716	3.58176
DIRECTOR	0.056338	0.23139	0	1
LOGSALES	3.6716	0.53235	2.28556	4.87344
FIRMAGE	18.10113	13.80112	1.11	56.05
OWNER	31.06408	23.22685	0	85
DIRSO	0.51408	0.50157	0	1
MANUFACTURE	0.20423	0.40456	0	1
COMMERCE	0.22535	0.41929	0	1
IT	0.11268	0.31732	0	1
SERVICE	0.34507	0.47707	0	1
Year02	0.59859	0.49192	0	1

(表 5 - 3) 相関係数

Model1、Model2-1、2-2 相関係数(n=182)

	GROWTH	VCD	VCTS	LVCS	LOGSALES	FIRMAGE	OWNER	DIRSO
GROWTH	1							
VCD	-0.00157	1						
VCTS	0.070083		1					
LVCS	0.046806			1				
LOGSALES	-0.31091	-0.22185	-0.35606	-0.24011	1			
FIRMAGE	-0.40027	0.019415	-0.16786	-0.059074	0.49024	1		
OWNER	0.044127	-0.12081	-0.1838	-0.21616	-0.10301	-0.04566	1	
DIRSO	0.22433	0.1296	0.10537	0.004614	-0.3828	-0.4115	0.050333	1

Model3 相関係数(n=142)

	GROWTH	VCTS	LVCS	DIRECTOR	LOGSALES	FIRMAGE	OWNER	DIRSO
GROWTH	1							
DIRECTOR	0.11519	0.37741	0.38313	1				
LOGSALES	-0.26388	-0.37749	-0.24285	-0.10971	1			
FIRMAGE	-0.37818	-0.22989	-0.13095	-0.13876	0.51393	1		
OWNER	0.054528	-0.11786	-0.16004	-0.035514	-0.15097	-0.03967	1	
DIRSO	0.21007	0.13918	0.008928	0.11533	-0.41419	-0.40764	0.047681	1

(表5 - 4) 推計結果

変数名	Model1	Model2-1	Model2-2	Model3
C	3.05986 (5.07991)****	2.97833 (4.97774)****	2.86133 (4.81411)****	2.30956 (3.52889)****
VCD	-0.122623 (-0.871354)'			
VCTS		-2.64E-03 (-0.545016)'		
LVCS			-2.30E-05 (-0.00307654)'	
DIRECTOR				0.280991 (1.02188)'
LOGSALES	-0.350452 (-2.53688)**	-0.345447 (-2.44964)**	-0.322492 (-2.29384)**	-0.235746 (-1.46155)'
FIRIMAGE	-1.68E-02 (-3.41797)****	-1.76E-02 (-3.60823)****	-1.75E-02 (-3.59808)****	-1.64E-02 (-2.91509)****
OWNER	-1.59E-03 (-0.653602)'	-1.56E-03 (-0.630767)'	-1.27E-03 (-0.509935)'	-2.85E-04 (-0.103333)'
DIRSO	0.10035 (0.797082)'	0.086695 (0.690547)'	0.089418 (0.70857)'	0.111713 (0.782009)'
MANUFACTURE	-0.692273 (-3.143)****	-0.679882 (-3.07529)****	-0.688431 (-3.10475)****	-6.74E-01 (-2.8237)****
COMMERCE	-0.382118 (-1.80639)*	-0.369371 (-1.73904)*	-0.378177 (-1.77459)*	-0.369944 (-1.60393)'
IT	-0.793937 (-3.22614)****	-0.775216 (-3.14156)****	-0.784428 (-3.18325)****	-0.570258 (-2.01276)**
SERVICE	-0.452936 (-2.19847)**	-0.440453 (-2.12954)**	-0.448879 (-2.17326)**	-0.618272 (-2.59967)****
Year02	-0.436709 (-3.46549)****	-0.431781 (-3.42723)****	-0.427585 (-3.39634)****	-0.181229 (-1.09232)
Ajusted R-squared	0.233547	0.231478	0.230143	0.172511
F(zero slopes)	6.51526***	6.45171***	6.41087***	3.9395114***
Observation	182	182	182	142

上段の数値は回帰係数、下段(括弧内)の数値はt値。有意水準:\*\*\*\*1%、\*\*5%、\*10%。