

Title	Seed stageにおけるベンチャー企業への投資判断条件の一考察
Sub Title	
Author	清水, 教弘(Shimizu, Michihiro) 清水, 勝彦(Shimizu, Katsuhiko)
Publisher	慶應義塾大学大学院経営管理研究科
Publication year	2015
Jtitle	
JaLC DOI	
Abstract	
Notes	修士学位論文. 2015年度経営学 第3053号
Genre	Thesis or Dissertation
URL	https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=KO40003001-00002015-3053

慶應義塾大学学術情報リポジトリ(KOARA)に掲載されているコンテンツの著作権は、それぞれの著作者、学会または出版社/発行者に帰属し、その権利は著作権法によって保護されています。引用にあたっては、著作権法を遵守してご利用ください。

The copyrights of content available on the KeiO Associated Repository of Academic resources (KOARA) belong to the respective authors, academic societies, or publishers/issuers, and these rights are protected by the Japanese Copyright Act. When quoting the content, please follow the Japanese copyright act.

慶應義塾大学大学院経営管理研究科修士課程

学位論文（ 2015 年度）

論文題名

Seed stage におけるベンチャー企業への投資判断条件の一考察

主 査	清水勝彦 教授
副 査	小幡績 准教授
副 査	齋藤卓爾 准教授
副 査	

学籍番号	81430557	氏 名	清水教弘
------	----------	-----	------

論文要旨

所属ゼミ	清水勝彦研究会	学籍番号	81430557	氏名	清水教弘
(論文題名) Seed stage におけるベンチャー企業への投資判断条件の一考察					
(内容の要旨)					
リーマンショックを境に国内においてもテクノロジー業界を中心にベンチャー企業に対して投資家はかなり積極的に投資を行っている状況である。日米で投資金額、回数に大きな差があるものの、政府主導の施策もあり、国内におけるスタートアップ企業が行う資金調達、以前に比べるとかなり容易な状況であり、数多くのベンチャーキャピタルがスタートアップ企業へ投資を行っている。さらに、Equity ファイナンスの観点から、Silicon Valley を中心に今までの Later stage での投資から Seed stage の投資が主流となり、ベンチャーキャピタルは、その後の資金調達や経営サポートに深く関与し、IPO もしくは M&A までの道筋を立てる手助けをすることが多いため、単なる資金調達にその役割はとどまらない。 一方で、この早期投資の傾向から、投資の成功率が大きく減少していることも事実であり、健全な運営を行うためには、ベンチャーキャピタルは Seed stage のベンチャー企業への投資において、その企業が投資するに値する「良い企業」か、どうかを見極める必要がある。特に Seed stage の案件はキャッシュフローの不確実性やビジネスモデルの未熟さにより、DCF 法やマルチプル等、一般的な企業価値評価の手法が使えないことが多い。つまり、技術的であったり、経営層の力であったりといったその時点でのキャッシュフローに現れない項目から、ベンチャーキャピタルは数あるスタートアップ企業の中から効率的に回収ができる案件を見出す必要がある。しかしながら、今まで主流であった Later stage に投資していた多くの国内ベンチャーキャピタルにはそのノウハウがないことが多い。 さらに、これまで様々な定量的な企業価値評価が先行事例で述べられてきてはいるが、データ取得の限界から、創業内部に起因するリスクに紐づいた「よい投資案件かどうか」や「経営サポートするうえでどの項目を注意するべきか」という定量評価は行われていない。そこで、Seed stage のスタートアップ企業に投資する際に、どの条件がベンチャーキャピタルにとって効率的な資金回収に起因するか、または、投資先のスタートアップ企業に対して効率的な資金回収をするためにはどのような KPI が必要かといった条件を事例研究から見出すことを目的に本論文を取りまとめた。 分析の主要な結果は以下のとおりである。 ➤ 【投資判断 KPI】創業者の数：<u>創業者が少ないほうが効率性は大きくなる。</u> 一般的には、誰と起業するかが大事であるという議論がされているが、分析の結果、創業者が少ない企業の方が、効率性は高くなる傾向が見受けられた ➤ 【経営効率 KPI】CEO 交代回数：<u>CEO の交代回数は少ないほうが効率性は大きくなる。</u> Founder 交代のジレンマであるが、交代することによって大きく効率性が落ちることが示され、かつ他の因子に比べても影響度は大きい 昨今のスタートアップ企業を取り囲む環境からも分かるように、ベンチャーキャピタルが担う役割も多岐にわたることで、創業者が複数人いることのメリットよりも創業者間でのコミュニケーションコストの増加といったデメリットの方が大きくなったと推測できる。さらに、CEO 交代による Exit の効率性が大きく損なわれる結果について、ほとんどのケースにおいて経営難による CEO 交代であると考えられる。売却の方が効率性はいいことを鑑みると、CEO 交代を行って事業を立て直すよりも、ベンチャーキャピタルの目線からすると、事業を売却してしまう手もあると考えられる。					