

## ベンチャー企業の財務論的接近

小 椋 康 宏

- 1 はじめに
- 2 ベンチャー企業の枠組み
- 3 ベンチャー企業と資本調達
- 4 ベンチャー企業と投資決定
- 5 ベンチャー企業と資本コスト
- 6 結び

### 1 はじめに

最近の企業論における領域において、ベンチャー企業の用語が頻繁に使用されるようになった。ベンチャー企業とりわけベンチャー (venture) はアメリカにおいて最近の企業の勃興のなかに見られ、アメリカ経済を支える原動力となってきた<sup>(1)</sup>。アメリカ証券市場においては、ベンチャー企業は主としてNASDAQ上場のものに見られる。他方、日本企業においてはJASDAQ上場のなかのごく一部の企業に見られるのである<sup>(2)</sup>。

ベンチャー企業の生成が、今日の日本企業の発展および日本企業再構築のための重要な切札としての意味をもってきたとはいえ、ベンチャー企業そのものが、現在の経営環境のなかで必ずしも十分な成果をあげているとはいえない状況にある<sup>(3)</sup>。そのような状況を作り出している原因の一つとしては実践経営学の方法からみると、経営者そのものの現在の位置づけが明確ではないところにある。経営者が企業者として位置づけられてきた企業体制の発展段階から、今日の専門経営者またはグローバル経営者といわれる経営体制においては、このベンチャー企業を経営システムのなかにごどのように組み込むかが重要な実践課題である。

ベンチャー企業について、第二次大戦後の日本企業の生成を見つづ、その後発展していった成長企業を考えると、ソニーや本田技研工業などが取り上げられる。これらの企業の成功に導いた原動力の大部分は経営者の能力にあったといってよい。もちろんこれらの二社に加え、それ以外に新しい企業の勃興は戦後の日本企業の実態であり、それらの力が日本経済を世界的なレベルまで引き上げたといってよい。もちろんここで個別の企業を事例研究として取り上げるつもりはない。しかしながら、日本企業の再構築が実務界、学会において叫ばれている今日、経営実践学としては是非、第二のソニー・本田技研工業の成立を期待したいものである。そのために、われわ

れは、ベンチャー企業の本質を明らかにし、かつベンチャー企業における経営原理を提示したいと考えている。

ところで、我が国のベンチャー企業研究においてその財務論的接近からの考察については、必ずしも十分であるとはいいがたい。そこで本稿では、ベンチャー企業の財務論的接近として、経営に加え財務の視点を強調することによって、ベンチャー企業を創造し、ベンチャー企業を発展させていく行動原理の指針を提示することを狙っている。論旨の展開としては、第1にベンチャー企業の枠組みとし、ベンチャー企業をどのようにとらえたいのかを財務諸表のモデルを使って明らかにする。この場合、ベンチャー企業の立ち上げつまりベンチャー企業を創造するうえで必要な経営原理を考察する。第2にベンチャー企業と資本調達とし、資本調達の視点から、もっとも重要なエクイティ資本の調達に関わる問題点を明らかにする。第3にベンチャー企業と投資決定とし、投資決定において財務問題とも関わる投資決定原理を明らかにする。第4に、ベンチャー企業と資本コストとし、資本コストの原理がベンチャー企業の経営行動にどのように影響を与えるのかについて明らかにする。最後に、ベンチャー企業の財務論として意義づけについて明らかにしたい。

## 2 ベンチャー企業の枠組み

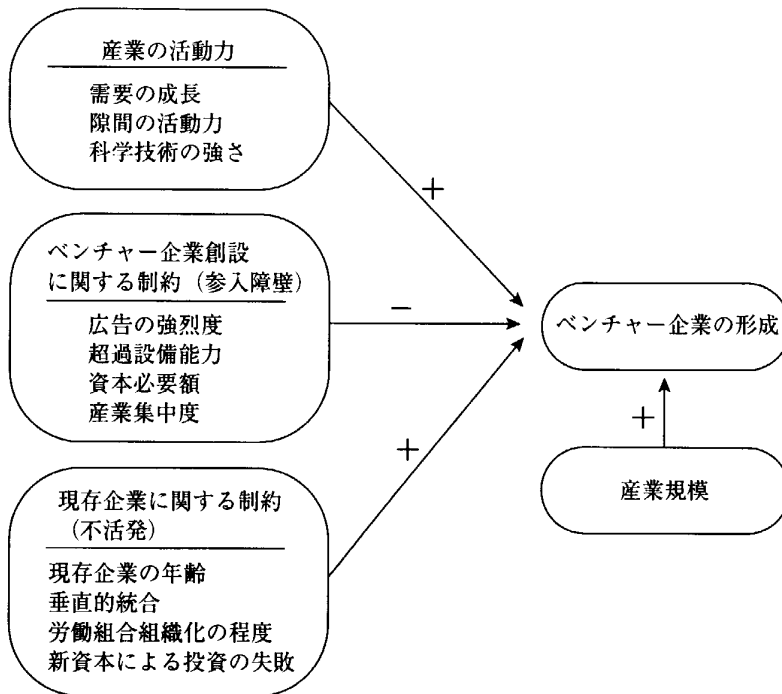
### 2-1 ベンチャー企業の成立

ベンチャー企業の枠組みを考える場合、ベンチャー企業そのもののがどのように成立するのか、またどのように成立してきたかを整理する必要がある。ベンチャー企業がベンチャー企業として活躍することは、すでに資本主義の経済が成立して以来、企業家がベンチャー企業の担い手としてリーダーシップをとってきたのである。しかしながら、1980年代以降、とりわけアメリカにおいて、ベンチャー企業が華々しく展開することとなった。

産業経済の展開において、企業者精神 (entrepreneurship) がしばしば基本的なものとして考えられてきた。たとえば、ドラッカー (Drucker, P.F.)<sup>(4)</sup>やボーモル (Baumol, W.J.) がそうである<sup>(5)</sup>。新企業すなわちベンチャー企業の創造を勇気づけたり、妨げたりする要因の研究、組織形成に影響する要因の研究、最近では、ベンチャー企業創設に影響を与える社会的、経済的および政治的環境の条件に焦点をあわせた研究が報告されている。

最近、ディーン (Dean, T.J.) とメイヤー (Meyer, G.D.) はアメリカにおけるベンチャー企業形成に関し、産業の環境との関連で、需要の決定分析に関する概念的実証的分析を行っている<sup>(6)</sup>。図表2-1はベンチャー企業形成に関する関係図を示している。

ディーンとメイヤーによるこの研究での理論的枠組みは、基本的には経済学的視点からの分析となる。図表2-1そのものの中身がベンチャー企業形成につながっているのである。

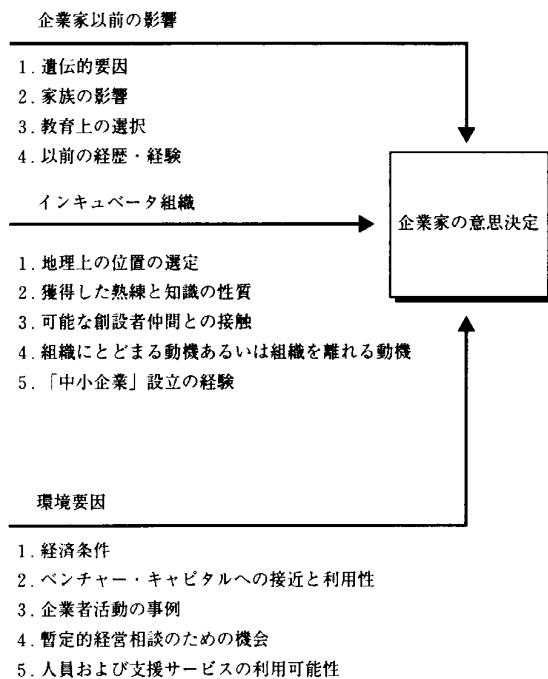


図表 2-1 ベンチャー企業の形成のための需要決定要素モデル

（出所；Dean, T.J.&G.D. Meyer, Industry Environments and New Venture Formations in U.S. Manufacturing: A Conceptual and Empirical Analysis of Demand Determinants, *Journal of Business Venturing* II (2) 1996, p.120.)

他方、クーパー（Cooper, A.C.）は、戦略的経営の視点を重視し、ベンチャー企業形成に至るうえでの企業者の意思決定への影響を図表 2-2 のように示した<sup>(7)</sup>。

ベンチャー企業が成立し、それが本物となって成長を続け、やがて企業らしい大企業となるにはそれなりの年月がかかるのが普通である。われわれは、ベンチャー企業の成立には、やはり企業者精神にもとづく新企業者ともいえる新経営者の成立が必要であると考えている。



図表 2-2 企業者の意思決定への影響

(出所：Cooper, A.C., Strategic Management: New Ventures and Small Business, Loyd, B. ed., *Entrepreneurship—Creating and Managing New Ventures*, Pergamon Press, 1989 p.99.)

## 2-2 ベンチャー企業の枠組み

ベンチャー企業を創設する場合、またベンチャー企業を育てて行く場合、もっとも重要な点は、経営者（企業者）がとくに経営体（企業体）を全体構造のなかでとらえることである。ここでは、基本的に経営体をバランス・シート（貸借対照表）のうえにおいて検討してみよう。ここでは実際の企業の、事業報告書のなかの貸借対照表および損益計算書を利用する。尚、ここでは、この会社（B社）の1年の経営活動の流れを理解するために、中間財務諸表を利用することにした。尚、ここでとりあげる実際の会社は、われわれの理論的モデルの説明のための必要性から利用しているのであって、会社そのものの評価をしているのではないこととお断りしておきたい。

資料2-1および資料2-2はJASDAQ（店頭登録）に登録されているいわゆるベンチャー企業の株主に送られてきた中間事業報告書のなかの中間貸借対照表および中間損益計算書を示したものである。

この資料は前中間期、前期および当中間期のデータが示されている。われわれは、資産の部における実態がここに行ってきたこの会社の投資結果が示されている。また負債の部および資本の部における実態はこの会社の資本調達結果が示されているといえる。これらの説明はいずれも財務論の視点からみたものであって会計学的視点からみたものではない。

この会社の投資については平成8年11月30日現在156億8千万円が有価証券残高となっており、この投資が今後どのような投資形態になっていくかが、ベンチャー企業としての社会的責任を問われることになろう（尚、B社は、平成8年（1996年）7月に、100万株の公募増資を発行価額1株16,587円で発行した）。また、自己資本利益率が平成8年11月30日現在、87.8%であり、負債比率（ $L/E$ ）<sup>⑧</sup>は13.9%となっている。すなわち、この会社は自己資本による資本調達でまかなっていることがわかる。自己資本は原則として株主から提供された資本であるところから、リスク資本として考えて置く必要がある。われわれは、平成8年5月31日現在で総資産利益率（ROA）<sup>⑨</sup>が6.8%であり、自己資本利益率（ROE）<sup>⑩</sup>が9.3%となっている。ここでの利益率の数字そのものの評価については割愛するが、ここでの問題としては、資本調達と投資決定とを結び付ける役割を果たしている資本コストをどのように測定するかということである。

ベンチャー企業の枠組みとしては、資本調達が自己資本を中心として調達する仕組みが重要であり、投資決定としては、資本コストを上回る投資決定を行っているかということである。ここでの実際の会社はすでに会社としての歴史をもってきており、すぐに会社が危うい状態になるわけではないが、ベンチャー企業そのものの本来のあり方としては、会社が高いビジネス・リスクを負って経営していることにかわりはなく、リスクを負って経営を追求することがベンチャー企業本来の姿であり、いわゆる経営原理ともなっているのである。

資料2-1: B社中間貸借対照表

(単位: 千円)

| 期 別<br>科 目  | 前 中 間 期<br>(平成7年11月30日現在) | 当 中 間 期<br>(平成8年11月30日現在) | 前 期<br>(平成8年5月31日現在) |
|-------------|---------------------------|---------------------------|----------------------|
| (資 産 の 部)   | (13,549,146)              | (31,406,096)              | (15,313,911)         |
| 流 動 資 産     | 9,529,175                 | 21,017,254                | 10,463,311           |
| 現 金 預 金     | 2,680,447                 | 1,517,786                 | 1,689,754            |
| 受 取 手 形     | 25,233                    | —                         | —                    |
| 売 掛 金       | 2,326,476                 | 3,526,093                 | 2,656,030            |
| 有 価 証 券     | 4,282,730                 | 15,680,287                | 5,877,397            |
| 棚 卸 資 産     | 15,825                    | 11,542                    | 19,207               |
| そ の 他       | 211,861                   | 304,055                   | 235,921              |
| 貸 倒 引 当 金   | △ 13,400                  | △ 22,509                  | △ 15,000             |
| 固 定 資 産     | 4,019,970                 | 10,388,841                | 4,850,600            |
| 有 形 固 定 資 産 | 1,000,295                 | 1,756,039                 | 1,447,933            |
| 建 物         | 426,163                   | 641,930                   | 474,343              |
| 器 具 備 品     | 574,132                   | 1,114,108                 | 973,589              |
| 無 形 固 定 資 産 | 203,647                   | 219,443                   | 212,304              |
| 投 資 等       | 2,816,028                 | 8,413,358                 | 3,190,362            |
| 投 資 有 価 証 券 | 99,819                    | 5,217,115                 | 153,343              |
| 子 会 社 株 式   | —                         | 10,000                    | 10,000               |
| 敷 金 保 証 金   | 2,372,467                 | 2,809,430                 | 2,672,429            |
| そ の 他       | 368,913                   | 399,549                   | 376,069              |
| 貸 倒 引 当 金   | △ 25,171                  | △ 22,736                  | △ 21,480             |
| 資 産 合 計     | 13,549,146                | 31,406,096                | 15,313,911           |

出所: B社中間事業報告書より

(単位：千円)

| 期 別<br>科 目    | 前 中 間 期<br>(平成 7 年11月30日現在) | 当 中 間 期<br>(平成 8 年11月30日現在) | 前 期<br>(平成 8 年 5 月31日現在) |
|---------------|-----------------------------|-----------------------------|--------------------------|
| (負 債 の 部)     | (2,833,714)                 | (3,835,145)                 | (4,036,160)              |
| 流 動 負 債       | 2,707,591                   | 3,686,891                   | 3,898,534                |
| 買 掛 金         | 373,394                     | 422,094                     | 545,006                  |
| 短 期 借 入 金     | 197,336                     | —                           | —                        |
| 未 払 法 人 税 等   | 433,499                     | 653,173                     | 681,994                  |
| 未 払 事 業 税 等   | 144,430                     | 195,606                     | 225,774                  |
| 未 払 消 費 税     | 102,244                     | 149,410                     | 153,729                  |
| 未 払 費 用       | 1,167,158                   | 1,735,515                   | 1,549,889                |
| そ の 他         | 289,528                     | 531,091                     | 742,139                  |
| 固 定 資 産       | 126,122                     | 148,254                     | 137,626                  |
| 退 職 給 与 引 当 金 | 91,976                      | 114,492                     | 105,000                  |
| 役員退職慰労金引当金    | 29,600                      | 28,300                      | 28,000                   |
| そ の 他         | 4,546                       | 5,462                       | 4,626                    |
| (資 本 の 部)     | (10,715,432)                | (27,570,950)                | (11,277,751)             |
| 資 本 金         | 2,166,850                   | 10,015,850                  | 2,166,850                |
| 法 定 準 備 金     | 4,033,514                   | 11,893,214                  | 4,033,514                |
| 資 本 準 備 金     | 4,019,464                   | 11,867,464                  | 4,019,464                |
| 利 益 準 備 金     | 14,050                      | 25,750                      | 14,050                   |
| 剰 余 金         | 4,515,067                   | 5,661,885                   | 5,077,386                |
| 任 意 積 立 金     | 3,900,000                   | 4,800,000                   | 3,900,000                |
| 中間(当期)未処分利益   | 615,067                     | 861,885                     | 1,177,386                |
| (うち中間(当期)利益)  | (485,565)                   | (713,199)                   | (1,047,884)              |
| 負債及び資本合計      | 13,549,146                  | 31,406,096                  | 15,313,911               |

資料2-2: B社中間損益計算書

(単位: 千円)

| 期 別         |            | 前 中 間 期                    | 当 中 間 期                    | 前 期                       |
|-------------|------------|----------------------------|----------------------------|---------------------------|
| 科 目         |            | 自 平成7年6月1日<br>至 平成7月11月30日 | 自 平成8年6月1日<br>至 平成8月11月30日 | 自 平成7年6月1日<br>至 平成8年5月31日 |
| 経常損益の部      | 営業収益       |                            |                            |                           |
|             | 売上高        | 9,656,652                  | 13,055,705                 | 20,474,423                |
|             | 営業費用       |                            |                            |                           |
|             | 売上原価       | 7,004,743                  | 9,471,363                  | 14,785,820                |
|             | 販売費及び一般管理費 | 1,703,100                  | 2,236,656                  | 3,609,882                 |
|             | 営業利益       | 948,809                    | 1,347,684                  | 2,078,719                 |
|             | 営業外収益      |                            |                            |                           |
|             | 受取利息       | 36,050                     | 86,238                     | 76,705                    |
|             | その他の収益     | 13,347                     | 13,853                     | 24,329                    |
|             | 営業外費用      |                            |                            |                           |
|             | 支払利息       | 4,333                      | 2,659                      | 7,126                     |
|             | 新株発行費      | —                          | 62,874                     | —                         |
|             | 営業権償却      | 22,669                     | —                          | 22,669                    |
|             | その他の費用     | 1,012                      | 1,529                      | 12,652                    |
|             | 経常利益       | 970,181                    | 1,380,712                  | 2,137,305                 |
| 特別損益の部      | 特別損失       |                            |                            |                           |
|             | 固定資産除却損    | 27,887                     | 17,513                     | 51,983                    |
|             | その他        | 36,728                     | —                          | 37,437                    |
| 税引前中間(当期)利益 |            | 905,565                    | 1,363,199                  | 2,047,884                 |
| 法人税及び住民税    |            | 420,000                    | 650,000                    | 1,000,000                 |
| 中間(当期)利益    |            | 485,565                    | 713,199                    | 1,047,884                 |
| 前期繰越利益      |            | 129,501                    | 148,686                    | 129,501                   |
| 中間(当期)未処分利益 |            | 615,067                    | 861,885                    | 1,177,386                 |

(注) 1. 金額は、千円未満を切り捨てて表示しております。

- |                   |           |             |           |
|-------------------|-----------|-------------|-----------|
|                   | 前中間期      | 当中間期        | 前期        |
| 2. 有形固定資産の減価償却累計額 | 801,269千円 | 1,210,951千円 | 994,521千円 |
| 3. リース契約          |           |             |           |

中間貸借対照表に計上した固定資産のほか、リース契約により使用している重要な固定資産として、オペレーション支援システムおよび業務処理システム用コンピュータがあります。

- |                   |         |          |         |
|-------------------|---------|----------|---------|
|                   | 前中間期    | 当中間期     | 前期      |
| 4. 子会社に対する短期金銭債権  | 935千円   | 13,001千円 | 1,702千円 |
| 短期金銭債務            | —       | 78千円     | 316千円   |
| 5. 1株当たりの中間(当期)利益 | 121円39銭 | 150円02銭  | 261円97銭 |
| 6. 子会社に対する売上高     | 500千円   | 17,961千円 | 2,100千円 |
| 販売費及び一般管理費        | —       | 524千円    | 198千円   |
| 営業取引以外の取引高        | —       | —        | 102千円   |

出所: B社中間事業報告書より

### 3 ベンチャー企業と資本調達

#### 3-1 エクイティ資本の重要性

エクイティ資本は新株発行を伴う資本を示しており、普通株式に加え、優先株、転換社債および新株引受権附社債等が含まれる<sup>(11)</sup>。ベンチャー企業にあっては、これらの資本調達手段によって資本調達することが経営原理として重要である。

エクイティ資本がなぜ重要になってくるのかといえば、普通株、優先株に代表される自己資本を構成する資本については、会社側に返済義務がないことである。もしベンチャー企業にとって戦略的事業分野に投下された資本が、短い期間のなかで返済義務を負う資本でまかなわれているということになれば、ベンチャー企業そのものの成長・発展にとってその資本は有効な資本ではないことになる。そういった意味で、ベンチャー企業が資本調達するうえで、経営戦略上エクイティ資本を基本とすることが重要である。

エクイティ資本のうち、転換社債および新株引受権附社債については投資家の多様化および資本調達手段の多様化と国際化により、非常に重要な手段となっている。とくに転換社債についてはベンチャー企業の高度の成長性を考えることにになれば、きわめて重要な資本調達手段と考えている。

エクイティ資本としての重要性を考える場合、財務論的視点から考えてみると「資本コスト」の問題を切り捨ててはいけな。なぜなら、ベンチャー企業における投資決定行動においても資本コスト基準を考慮しておくことが重要である。「資本コスト」の考え方がなぜ必要となるのかについては、ベンチャー企業の発展にとっての投資決定基準の判定方法に必要であるからである。

#### 3-2 負債資本の重要性

ベンチャー企業において、負債資本の重要性は通常の企業と変わらない。しかしながら、ベンチャー企業の立ち上げの場合においては、少なくともエクイティ資本をまずベースにして資本調達を行う必要がある。そして、ベンチャー企業が立ち上がって、ベンチャー企業が成長・発展する場合においては、負債資本の積極的利用が経営財務原理にあったものとなる。

ベンチャー企業の負債資本の利用については、運転資本管理の必要額の範囲内にとどめる必要がある。これは、経営財務原理として行われる通常の範囲内であって、流動資産を構成する投資運用の一部をまかなうために、流動負債を構成する資本調達手段の資本調達である。つまり、企業の事業活動を円滑にするための運転資金がこういった負債利用を行うことになる。

ベンチャー企業の負債調達は、通常は商業銀行から行うことになるが、ベンチャー企業の立ち上げの時期およびベンチャー企業の年齢が浅い場合においては、ベンチャー・キャピタルがその任にあたってよい<sup>(12)</sup>。この場合、エージェンシー理論においては、株主および負債者は同一となり、基

本的には、ベンチャー・キャピタル自体のリスク管理が問題とされる。

ベンチャー企業の負債調達とは長期的な視点にたった戦略的事業投資に向けられるものであるから、ベンチャー企業自体の全資本調達の中の限定的な部分を占めているにすぎない。したがって、ベンチャー企業の創設およびまだベンチャー企業展開の初期の段階においては、財務論で扱うところの財務リスクは考えなくてよい。負債を増やすことによって、財務リスクを負うが、企業成長に貢献する図式を考えなくてよい。

#### 4 ベンチャー企業と投資決定基準

##### 4-1 ベンチャー企業における回収期間法

ベンチャー企業において、われわれは投資決定基準として伝統的方法であった回収期間法（pay-back method）にまず注目してみる。ここでいう回収期間法の内容は、回収期間が原投資を回収する年数のことであり、回収期間が投資決定の唯一の判断基準となっている。回収期間法が財務論的に意味をもつ場合、回収期間が不確実性に対処するものであるということである。ベンチャー企業において、回収期間を何年にするかについては、基本的にはエクイティ資本を提供する株主等のステーク・ホルダーの要求とも関連してくるといえる。

ベンチャー企業において回収期間法が意味を持つ場合、ベンチャー企業のビジネス・リスクがどの程度に測定されているのかということである。通常、ベンチャー企業のビジネス・リスクは、ハイ・リスクであり、それとトレード・オフ関係にあるリターン（収益）はハイ・リターンである<sup>(13)</sup>。この点については看過してはならない。

ベンチャー企業において、回収期間の設定は、ベンチャー企業そのものの事業のリスク度を決定する影響力をもっている。したがって、回収期間の設定には、ベンチャー企業がどの程度不確実性に対応できるかについて、十分な議論と判断がベンチャー企業経営者はもちろんのこと、ベンチャー・キャピタル側にとっても十分、検討することが重要である。

##### 4-2 ベンチャー企業における割引現価法

ベンチャー企業においての投資決定基準としては、経営財務原理としての投資決定基準である割引現価法（discounted present value method）が採用される。割引現価法でもっとも一般的なもの为正味現在価値法（net present value method）である。

ブリーリーとマイヤース（Brealey, R.A. & S.C. Myers）は、投資決定基準の方法のなかで正味現在価値法が、他の基準の方法より優れている理由を説明している<sup>(14)</sup>。ここではその内容について割愛するが、少なくとも、彼らが主張する論理の根底には、企業と株主との密接な関係、ひいては

「資本コスト」の原理が根底にあって理論構築がなされているということである。

もちろん、ここでこの割引現価法を使う場合には、少なくとも日本企業においては店頭登録後か、店頭登録がまだない場合でも、近い将来、店頭登録される予定のあるベンチャー企業にこの方法が適用される。このことはベンチャー企業立ち上げの時点においては、割引現価法を採用することに対しては適当ではない。なぜなら、ベンチャー企業創設時における企業実態は、まだ完全に企業化したものではないことを理解しておく必要がある。

しかしながら、われわれがここでとりあげる正味現在価値法を中心とする割引現価法が投資決定基準として重要な意味をもっていると考ええる大きな理由は、証券市場を中心とする資本市場の力がベンチャー企業の展開にとって必要であるからである。ベンチャー企業を立ち上げ、成功させるためには、中期的な段階においてどうしても証券市場等を利用することが重要である。このことは、ベンチャー企業の経営者はもちろんであるが、エクイティ資本を提供するベンチャー・キャピタル側にとってももっとも重要なものの一つである。われわれの見解ではこの市場での成功がなくては、ベンチャー企業の育成・展開はほとんど不可能であると考えている。

## 5 ベンチャー企業と資本コスト

### 5-1 資本コスト概念の導入における問題点

ベンチャー企業の行動原理を展開し、かつベンチャー企業者の経営意思決定を考えると、財務論の視点から資本コスト原理に触れる必要がある。資本コスト原理はアメリカではもちろんのこと、日本においてもすでに財務論関連の学会においては、経営財務原理あるいは経営財務理論としての位置を示してきたといつてよい。

しかしながら、日本企業の経営実践家においては、この資本コスト原理が経営意思決定過程へ組み込むことをしてこなかったのである。なぜ、経営実践家が資本コスト概念を経営意思決定のなかに取り入れなかった点については、次のように考えてよい。一つは、経営実践家が資本コストの概念を全くかあるいはほとんど知らなかったことである。もう一つは、ステーク・ホルダーとしての株主が経営体（経営者）に対し、株主の要求利益率を出してこなかったといつてよい<sup>(15)</sup>。

以上のような日本における経営環境、市場環境に対し、われわれは、すでに『日本の経営財務論』の中で日本の経営財務を構築するキーワードとして「資本コスト論 (the cost of capital)」が存在することを主張してきた<sup>(16)</sup>。資本コストの原理が経営者に理解され、経営者の意思決定原理に組み込まれたときに、はじめてベンチャー企業が優れた企業としての性格をもつようになり、将来的に経営体としての性格をもつことになろう。

資本コストは、財務論の視点では、投資のために資本調達された投資から最低限稼得しなければ

ならない利益率である。経営者は、投資決定の意思決定過程において、資本コスト原理を利用することになる。資本コストは、今日の経営財務上、もっとも優れた意思決定基準となっており、ステーク・ホルダーである株主はじめ社債権者にとっても重要な意思決定基準である。この資本コスト原理が世界の市場において通用しうる経営財務原理であり、ベンチャー企業にとっても国際化・グローバル化の過程のなかで成功に導く役割を担っているといえよう。そういった意味で、資本コスト原理がベンチャー企業の財務論的視点から検討した場合においても重要なキーワードとなっている。

## 5-2 ベンチャー企業における資本コストの計算

ここでは、ベンチャー企業における資本コスト計算をどのようにするのかを考えてみよう。資本コスト計算でもっとも重要な計算は、自己資本コストの計算である。自己資本コストは、無リスク利子率にリスク・プレミアムを加えたものに等しい。しかしながら、財務論で取り上げる資本コスト計算は、ベンチャー企業がすでに店頭登録されている状況の前提のなかで検討される。したがって、ベンチャー企業立ち上げにおける自己資本そのものは、単純な計算は不可能である。それでは、どのように計算するかというと、ベンチャー企業側では明確にはできない。ベンチャー・キャピタル側での計算となる。われわれの仮説の理論では、ベンチャー・キャピタル側において、資本コストを組み込んだポートフォリオ理論を導入することである<sup>(17)</sup>。この点に関する理論的展開は今後の研究課題としておきたい。

ベンチャー企業が店頭登録をした後においては、資本市場の論理にあった自己資本コスト計算が行われる。ベンチャー企業の自己資本コスト計算は、リスク・プレミアム<sup>(18)</sup>を通常高く見積もる必要があり、それに見合った投資効率がベンチャー企業に要求されることになる。リスク・プレミアムの測定に関しては、通常、安定しているか成熟した企業においても3%程度は考える必要がある。したがって、ベンチャー企業にあっては5%から10%のリスク・プレミアムを考慮する必要があると考えられる。もちろんこのような資本コスト原理にもとづく資本コスト計算は、企業が立ち上がった後に採用できるものであることを指摘しておきたい。しかしながら、長期的な視点においては、この資本コスト原理が経営意思決定基準として機能することになろう。

## 6 結び

以上にわたって、ベンチャー企業の財務論的接近から、ベンチャー企業の本質を明らかにしてきた。ここで指摘してきた内容は、ベンチャー企業に関わる経営活動のうち財務に関わるすべての活動に関するものであった。ベンチャー企業を創造するためには、経営者（企業者）の能力はもちろ

ん基本的なものであるが、ベンチャー企業を創造し、発展させる原動力としては資本が必要であり、財務論の視点からは資本調達の問題が基礎的に重要な職能となる<sup>(19)</sup>。

われわれの見解では、ベンチャー企業の資本調達においては、エクイティ資本による資本調達が経営財務原理として有効である。したがって、ベンチャー企業の資本調達手段においては、普通株式、優先株、転換社債および新株引受権附社債（ワラント債）が基本的な調達手段となるわけである。このうち、普通株式と転換社債が通常、経営実践的なものとなろう。普通株の発行市場としては、日本においては店頭市場がその任にあたる必要があろう。

ベンチャー企業の投資決定においては、伝統的な回収期間法を経営財務原理としての割引現在価値法のなかにどのように関連づけ、組み込んでいくかが重要である。少なくとも、われわれの基本的見解では、今日の市場理論を経営環境の一つとしてもっとも重要であると考えており、その理論を経営における投資決定に適用すれば、割引現在価値法の合理性を否定することはできないのであって、ベンチャー企業の投資決定においてもこの理論を使った経営意思決定がなされるのである。

ベンチャー企業の資本コストにおいては、資本コストの財務論上の位置づけを明確にすることによって、資本コスト原理が経営実践のレベルにおいて経営財務原理となる必要がある。資本コストの経営財務原理として基本的な理解がなされていない場合においては、ベンチャー企業の資本調達において、資本市場を十分活用することはできない。資本を提供するものにとって、ベンチャー企業の将来的な展開、具体的には株価の極大化がベンチャー企業経営者によってもたらされることを期待しているわけである。

ベンチャー企業の創造と発展にとって、財務論的視点からの分析はもっとも必要なものの一つである。ここで特に主張したかった点は、エクイティ資本の利用である。負債資本の利用ではないことである。こういった資本調達の財務論上の原点を再度、今日のベンチャー企業の創造と発展に利用していくことが重要である。尚、もう一方で、ベンチャー企業の経営者論が必要である<sup>(20)</sup>。この点に関する筆者の見解は次の機会に論ずることとする。

## 註

- (1) アメリカでは、ベンチャー・ビジネスという用語ではなく、ベンチャー（venture）という用語で統一されているようである。しかしながら、日本では、ベンチャー・ビジネスという用語が使われ、したがって本稿では主としてベンチャー企業という用語を使用した。
- (2) NASDAQおよびJASDAQ等における店頭登録企業のなかにベンチャー企業の基本的タイプをみている。
- (3) 日本企業の再構築のためには、ベンチャー企業の生成・発展が必要条件であると考えている。尚、日本型ベンチャー改革論として特集している次の文献をみよ。

「DIAMOND ハーバード、ビジネス7月号」、ダイヤモンド社、第21巻第4号、1996年7月1日。

- (4) Drucker, P.F., The discipline of Innovation, *Harvard Business Review*, May-June, 1985, pp.67-72.
  - (5) Baumol, W.J. Formal entrepreneurship theory in economics; Existence and Bounds, *Journal of Business Venturing* 8(3) 1993 pp.197-210.
  - (6) Dean, T.J. and G.D. Meyer, Industry Environments and New Venture Formations in U.S. Manufacturing; A Conceptual and Empirical Analysis of Demand Determinants, *Journal of Business Venturing* 11(2) 1996, pp.107-132.
  - (7) Cooper, A.C. Strategic Management: New Ventures and Small Business, Loyd, B. ed., *Entrepreneurship—Creating and Managing New Ventures*, Pergamon Press 1989, pp.97-103.
  - (8) L/Eは、負債対自己資本として計算されている。
  - (9) ROAは総資産利益率であるが、総資産に対する利益の割合を示しており、ここでは税引後利益が使われている。
  - (10) ROEは自己資本利益率であるが、自己資本に対する利益の割合を示しており、ここでは税引後利益が使われている。
  - (11) エクイティ資本は通常、狭義としては自己資本のことを意味しているが、ここでは財務論的視点からエクイティ資本を考えている。
  - (12) ベンチャー・キャピタル側の行動原理がベンチャー企業を発展させると考えている。
  - (13) リスク・リターンの関係については次をみよ。  
Brealey, R.A. and S.C. Myers, *Principles of Corporate Finance* 5th ed., McGraw-Hill, 1996, pp.173-196.
  - (14) Ibid, pp.85-107.
  - (15) ステーク・ホルダーとしての株主と企業体との関連でのコーポレート・ガバナンスに関し、筆者の見解については次をみよ。  
小椋康宏、「コーポレート・ガバナンスの財務論的接近、『経営研究所論集』第20号、東洋大学経営研究所 1996年2月。
  - (16) 小椋康宏『日本の経営財務論』中央経済社、1984年。
  - (17) ポートフォリオ理論の原理および資本市場理論については次をみよ。  
Brealey, R.A. and S.C. Myers, op. cit., pp.143-231.
  - (18) リスク・プレミアムの測定には、利益成長率、自己資本利益率、資本市場環境および経済環境等を織り込んだ計算をとりあえず考えている。
  - (19) ベンチャー企業の創造における「資本調達論」の重要性は、コーポレート・ファイナンスの新しい研究課題を提示している。
  - (20) 実践経営学の方法による「ベンチャー経営者論」が必要であると考えている。
- 〔付記〕 本稿は平成8年度東洋大学特別研究による研究成果の一部である。

(1997年2月10日受理)