

スタートアップのPre-Money Valuationの 決定に関する展望

—起業家と投資家の交渉力を中心に—

A Survey of Start-Up Pre-Money Valuation

—The Role of Bargaining Power—

平 田 博 紀

〈論文要旨〉

スタートアップによるエクイティファイナンスでは、Pre-Money Valuationをめぐる交渉を通して起業家と投資家の関心事である株式持分が決定する。段階的に行われるスタートアップによるエクイティファイナンスの仕組みやベンチャーキャピタル法といったスタートアップを対象とした企業価値評価法は、この起業家と投資家の調達（出資）後の株式持分の問題と密接にかかわっている。こうした中でどのような起業家・投資家がPre-Money Valuationの決定に対して交渉力を発揮するのか検討する。

〈キーワード〉

スタートアップ、Pre-Money Valuation、起業家、投資家、交渉力、株式持分

1. はじめに

スタートアップ（新興企業）のエクイティファイナンス後の株式持分に強く影響をおよぼすPre-Money Valuationは、起業家と投資家の交渉によって決定する（Timmons, 1994; Kirilenko, 2001; Heughebaert and Manigart, 2012）。資金の調達規模に注目が集まりやすいスタートアップのエクイティファイナンスの裏側で、起業家と投資家は互いの主張をぶつけ合いながら幾度もPre-Money Valuationに関する交渉を行う。時にそれは困難を極め、長期化することもしばしばあるといった指摘も見受けられる（Cable and Shane, 1997; Hellmann, 2002; Chahine and Goergen, 2011）。

言うまでもなく、起業家や潜在能力の高いスタートアップにとって、資金調達の策定、調達方法の知識、適切な資金の調達はその生存と成功に向けた重要課題である（Timmons, 1994）。ゆえに、エクイティファイナンスに関する起業家と投資家間の取引条件（契約内容）がスター

トアップの生存可能性と将来の軌道に大きな影響を与えるものとなる (Nahata,2019)。必要な資金が必要なタイミングで調達 (出資) されることが、優良なスタートアップの育成やリスクマネーの供給拡大には不可欠である。

本稿では、関連する先行研究の検討を通して、スタートアップのエクイティファイナンスにおける Pre-Money Valuation の決定に影響を与える交渉力を持つ起業家と投資家の要件を探索する。

2. 起業家・投資家の要求とエクイティファイナンス

2-1. スタートアップのエクイティファイナンス

近年、国内においても大規模なエクイティファイナンスを行う起業後間もない企業、いわゆるスタートアップが増加している¹。スタートアップのエクイティファイナンスについては、その段階やリスクレベル、調達資本の役割などについて多様な定義が存在しており、これが正しいとは言いきれないところではあるものの、概ね表1のように整理できる²。

スタートアップは通常、その成長・発展に合わせて株価を引き上げながら複数回に分けてエクイティファイナンスを実施し、でき得る限り対価として発行する株式数を減らそうとする (小川・竹内・荒井・弾塚・松村・吉田・金澤・取出, 2019)。これにより、起業家は保有している株式数の希釈化を防ぐことができる。一方、投資家は、起業家が提示した事業計画書の達成に必要な資金を一度で全額供給することはせず、成長段階に分散して投じることで将来性のない投資を早い段階で切り上げることができるなど出資リスクを最小限にとどめることができる。そのため、段階的な出資を歓迎している (Timmons,1994)。

スタートアップのエクイティファイナンスは、シード、シリーズA、Bなどで表記され、そのアルファベットは企業が発行する株式に付随する残余財産の分配の優劣を順に反映していることが多い (Bains, Wooder, and Guzman,2014)³。また、シード、シリーズA、Bなどの表記は、スタートアップのライフサイクルを示すものとして、シード、アーリー、エクспанション、グロース、レイターといった言葉とともに用いられることもある。

¹ 国内スタートアップのエクイティファイナンスの状況については、Entrepedia (2019) 11頁を参照されたい。Timmons (1994) は、スタートアップ期について、企業が成長を果たす4つの段階のうち、60%の企業が市場から消えてしまう創業後2～4年の最も危険な時期であると述べている。

² Timmons (1994) は、スタートアップ期について、企業が成長を果たす4つの段階のうち、60%の企業が市場から消えてしまう創業後2～4年の最も危険な時期であると述べている。

³ シリーズAラウンドで発行される株式は「A種優先株式」、シリーズBラウンドで発行される株式は「B種優先株式」というように、各ラウンドの名称が付与された優先株式が発行されることが多い (小川・竹内・荒井・弾塚・松村・吉田・金澤・取出,2019)。なお、BラウンドがAラウンドの前に来ることはほとんどないが、「アルファベット」と会社の年齢は一致しないことが多い (Bains, Wooder, and Guzman, 2014)。

表1 スタートアップ投資のリスクレベルと目的

ライフサイクル	投資ラウンド	投資期間 (年)	リスクレベル	エクイティファイナンスの目的
シードステージ	設立資金調達 / プレ・シードラウンド	7-10	極めて高い (Extream)	アイデアの商品化や研究開発の支援
	シードラウンド	5-9	非常に高い (Very high)	商品・製品・サービスのプロトタイプ の開発支援
アーリーステージ	主にシリーズAラウンド、シリー ズBラウンドが対象	3-7	高い (High)	商品・製品・サービスの商用化・マーケ ティングを始めるため
ミドルステージ (エクспанション ステージ、グロ ースステージと分け る場合もある)	主にシリーズBラウンドが対象シ リーズBラウンド後にシリーズC ラウンド、シリーズDラウンド… と続くこともある	3-5	高い～普通 (Medium to High)	商品・製品・サービスの市場の拡大と 自社の成長のため
レイターステージ	グロースキャピタルもしくはファイ ナルラウンド	1-3	普通 (Medium)	海外進出等による市場の拡大や買収、製 品開発のため

出所：Timmons (1994) p.512 (訳書 499 頁)、ウツザマン (2013) 214-221 頁、Klingler-Vidra (2016) p.4、一般社団法人ベンチャーエンタープライズ (2018) 162 頁に基づき筆者作成

プレ・シードラウンドやシードラウンドは、事業や製品・サービスのプロトタイプを完成させようとする起業家が持つアイデアやコンセプトの実現や製品・商品・サービスのプロトタイプを開発することを目的としたエクイティファイナンスの段階を意味する (ウツザマン, 2013; Bains, Wooder, and Guzman, 2014; Klingler-Vidra, 2016)。そのリスクレベルは極めて高く、対象企業の評価を正確に行うことは困難と言われる。Klingler-Vidra (2016) はシードラウンドを対象とする出資ファンドには、短期的な業績の悪さを気にせず、長期の出資保有期間、長期的な価値創造に焦点を当てたエンゲージメントなど辛抱強さが求められると述べる。そのためか、たとえ将来的な成長が期待できたとしても必ずしもその資金需要に応える投資家がいるとは限らず、シードラウンドの調達先は起業家の知人や友人、エンジェル投資家、この段階に特化したベンチャーキャピタル (Venture Capital、以下 VC) に限定される傾向にある (ウツザマン, 2013; Klingler-Vidra, 2016) ⁴。

シリーズA ラウンドとは、すでに一定数のユーザー顧客がいるプロトタイプの事業や製品・サービスをファイナルバージョンへと昇華させようとする企業が研究開発や販路開拓のためにエクイティファイナンスを実施する段階である (ウツザマン, 2013; Bains, Wooder, and Guzman, 2014)。シリーズA ラウンドの企業に出資をする人々は、人材や取引先の紹介、レベニューシェアによる製品の共同開発などを通して積極的に投資対象の経営に関与し、その成長を後押ししようとするといった特徴がある (ウツザマン, 2013 ほか)。シリーズB ラウンドは完成したプロダクトやサービスを有し、それらがりリリースされ一定の顧客を獲得し、収益も得られている状況にあるため、販路の拡大を目的としたエクイティファイナンスが必要な段階を示す。ウツザ

⁴ 中小企業庁 (2013) では、「資金調達」、「起業・事業運営に伴う各種手続」、「経営に関する知識・ノウハウの習得」を萌芽期の課題とする起業家の割合が高いことが確認できる。この中で「資金調達」については約9割の企業 (起業家) が預貯金や副業収入を含む自己資金に依存していることが示されている。なお、ここでいう萌芽期は「本業の製品・商品・サービスによる売上がない段階 (始期は起業の準備に着手した時期)」と定義されており、シードラウンドと同義であると判断できる。

マン (2013) は、VCや戦略的提携先 (シナジー効果が見込めるような事業会社) がこの段階の企業に出資する投資家として考えられると述べている。

シリーズCやDといったラウンドを経由する企業も存在しているが、概ねシリーズA、Bラウンド後に実施されるグロースキャピタルもしくはファイナルラウンドでは、売上・事業規模が拡大し、黒字化はもちろんさらなる成長に向けた投資のためのエクイティファイナンスが実施される。販路拡大を目的とした海外進出、買収、新たな製品の開発、設備投資など必要とする資金規模も大きいことがその特徴と言える。

2-2. スタートアップの企業価値評価方法

投資の意思決定の際に求められる企業価値評価の方法については、一般に三つのアプローチが存在する (表2)⁵。第三者や市場における取引価格を参考にして評価を行うマーケット・アプローチの代表格であるマルチプル法 (類似上場会社法) は、事業内容などが類似する複数の上場会社を選び、そのマルチプル (PERやPBR、PSR、EV/EBITDAなどの値) を参考にして評価対象企業のマルチプルを推計し、評価対象企業の純利益や純資産、売上高などの各種会計数値にそれを乗ずる方法である。スタートアップの企業価値をマルチプル法によって評価しようとする際、将来にわたって急激な成長が見込まれるかつてない事業内容に類似した事業内容を持つ上場企業を探すことは難しいことが予想される (山本・大久保,2014)。また、成長過程の不安な経営状態にある (たとえば、利益が赤字やわずかばかりの黒字であったりするなど) ために、スタートアップは過小評価されてしまう可能性が高いと言える。この指摘は、純資産の評価額をそのまま企業価値として評価するネットセット・アプローチにも当てはまる。

表2 企業価値評価方法とその特徴

アプローチ名	内容	評価法 (代表例)
マーケット・アプローチ	上場している同業他社や、評価対象会社で行われた類似取引事例など、類似する会社、事業、ないし取引事例と比較することによって相対的な価値を評価する方法	マルチプル (類似上場会社法 (倍率法、乗数法))
ネットアセット・アプローチ	主として評価対象会社の貸借対照表記載の純資産に着目して価値を評価する方法	簿価純資産法、時価純資産法
インカム・アプローチ	評価対象会社から期待される利益、ないしキャッシュ・フローに基づいて価値を評価する方法	DCF法 (Discounted Cash Flow Method)

出所：日本会計士協会 (2013) 図表I-5 (6頁)、図表IV-2 (27頁) と山本・大久保 (2014) 表1 (24頁) を参照のうえ作成。

⁵ 一般に、

企業価値 = 事業価値 + 非事業用資産の価値

株主資本価値 = 企業価値 - 有利子負債価値

によって求められる。マルチプル法やDCF法で算定される価値は、厳密に言えばこのうちの事業価値を意味する。なお、企業価値の算定を通して、起業家や投資家の関心事である株主資本価値 (株主に帰属する価値である時価純資産額) が求められる。

インカム・アプローチの代表的な方法であるDCF法（Discounted Cash Flow Method）では、次の式の通り、評価対象企業が将来にわたり生み出すと期待されるFCF（Free Cash Flow）を資本コストで割り引き算出される事業の現在価値の総和により評価を行う⁶。

DCF法による企業価値評価

$$PV = \frac{FCF_1}{(1+WACC)} + \frac{FCF_2}{(1+WACC)^2} + \frac{FCF_3}{(1+WACC)^3} + \dots + \frac{FCF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{TV}{(1+WACC)^t} \quad (1)$$

PV：現在価値

FCF_t：t期のFCF

WACC：割引率（資本コスト）

$$TV：継続価値（ターミナルバリュー） = \frac{FCF_{t+1}}{WACC-g}$$

g：永久成長率

ここで、継続価値（ターミナルバリュー）とは、将来FCFを見積もるために作成する予測財務諸表の対象期間（1期～t期）以降に評価対象企業が活動を継続し生み出す価値を意味する。一般に、継続価値は、予測財務諸表から算定されたt期のFCFに基づきFCFの永久成長率（g）を定め、t期+1期以降に生み出されるFCFの総額によって求める。

他の二つの評価方法とは異なり、DCF法は将来の収益獲得能力や企業固有の性質に基づき価値評価が行われるため、将来の急成長が期待されるスタートアップの企業価値評価への適応が可能であるといわれている⁷。しかし、Bygrave・Zacharakis（2008）は、急成長し高い潜在能力を持つ企業は、最初の数年間でFCFを生み出すことはなく、もしFCFがあるのであればさらなる成長への原資として利用しようと起業家と投資家が判断すると指摘している。つまり、既存の企業価値評価方法をほとんど財務実績がないもしくは不安定な経営状態にならざるを得ないスタートアップに適用することには問題があり、算定した価値評価額は正確さに欠けるといことである。こうした状況を考慮し、Bygrave・Zacharakis（2008）は、スタートアップの企業価値評価では、理論よりも実務的な経験則を優先することを推奨している。

⁶ 一般に、DCF法における割引率は資金調達コストを意味するWACCが採用される。WACCは株主資本コストと有利子負債コストにより構成され、このうち株主資本コスト（個別企業の株式に対する要求収益率）はCAPM（Capital Asset Pricing Model）により求められる。CAPMは無リスクの投資機会における利回りを意味するリスクフリーレートにマーケットリスクプレミアム（株式市場全体がリスクフリーレートを上回る要求収益率）に対する個別企業の株式収益率の変動率を加えた値を示す。

⁷ 山本・大久保（2014）25頁では、DCF法が「企業金融理論に最も忠実な評価方法であること」に加え、「将来の収益獲得能力や企業固有の性質がFCFの予測に織り込まれ、市場での取引環境もある程度割引率に反映できる」とし、スタートアップの評価手法として相対的に適していると述べられている。

スタートアップ投資において対象企業の価値評価の際に利用されるベンチャーキャピタル法 (Venture Capital Method、以下、VCM) では、その経験則が生かされている⁸。スタートアップがエクイティファイナンスを実施する際、Pre-Money Valuationと Post-Money Valuationという二つの企業価値評価額が話題となる。Pre-Money Valuationとは、調達 (出資) 前の段階における企業価値評価額を意味し、Post-Money Valuationは調達 (出資) 後の企業価値評価額を示している。Pre-Money Valuationと Post-Money Valuationの関係性は次の式で表すことができる。

$$\text{Post-Money Valuation} = \text{Pre-Money Valuation} + \text{資金調達額 (出資額)} \quad (2)$$

VCMではまず、投資対象企業の起業家が作成した事業計画書に基づき投資回収時点の会計数値を算定する。次に、その会計数値に投資対象企業の投資回収時点の経営状態に類似した上場企業のマルチプルを乗じて算定した企業の将来価値 (投資回収時点における企業価値評価額 = 継続価値) をVC等の投資家の経験則に基づき設定したハードルレート (r) で割り引き、投資対象企業の現在価値 (Pre-Money Valuation) を算定する。この手順を要約すると次の式となる。

VCMによる企業価値評価

$$\text{Pre-Money Valuation} = \frac{\text{投資回収時点における企業価値評価額 (継続価値)}}{(1+r)^t} \quad (3)$$

VCMは投資回収時点の経営状態から求めた企業価値評価額を経験則で設定した割引率 (ハードルレート) を用いて現在価値に換算する簡便的な方法である。そのため、現在の収益・キャッシュフローに影響されないという点において、スタートアップの価値評価方法として適している。ただし、前掲の表1でも確認できることではあるが、アントレプレナーシップやアントレプレナーファイナンスに関する教科書では、VCMにおいて用いるハードルレート (割引率) は恣意的に極めて高く設定されている⁹。山本・大久保 (2014) は、この恣意的に決定されるハードルレートが正当化される理由として、①起業家が作成する事業計画書は過度に楽観的であること、②価値評価にVCが出資後に提供する資金以外の様々な経営支援メニューの価値が織り込めること、③未上場企業の株式の流動性が低いことを挙げている。

投資家は、VCMを用いてスタートアップへの投資を実施するか否かの意思決定を行うことになるが、その際に考慮されることは、出資後のスタートアップに対する支配力の確保にほかならない (Kirilenko,2001)。これは投資家の投資額がPost-Money Valuationの多くを占める状況

⁸ ベンチャーキャピタルメソッドは、Scherlis and Sahlman (1987) により提唱されたと言われている。

⁹ たとえばシード期のハードルレートについて、Timmons (1994) は50~100%以上 (年率)、Bygrave and Zacharakis (2008) は80%と紹介している。もちろん、ハードルレートの値はライフサイクルの段階に応じて変化するものであり、表1にあるようにスタートアップが成長するほどその値は減っていく。

となるよう、投資家がPre-Money Valuationを低く設定しようと考え、行動することを意味する。VCMにおいてPre-Money Valuationを算定する理由は、それが投資家の出資後の株式持分に影響を与えるためである。投資家の出資後の株式持分は、Pre-Money Valuationを用いて次の式により算定できる。

$$\text{引受価額 (株価)} = \frac{\text{Pre-Money Valuation}}{\text{出資前完全希薄化後株式数}} \quad (4)$$

$$\text{引受株式数} = \frac{\text{資金調達額 (出資額)}}{\text{引受価額 (株価)}} \quad (5)$$

$$\begin{aligned} \text{投資家の株式持分} &= \frac{\text{引受株式数}}{\text{投資前完全希薄化後株式数} + \text{引受株式数}} \\ &= \frac{\text{資金調達額 (出資額)}}{\text{Post-Money Valuation}} \quad (6) \end{aligned}$$

ここで、出資前完全希薄化後株式数とは、すべての発行済み株式と潜在株式を普通株式へ転換した場合の株式数の合計を意味する。また、引受価額は新規投資の際の一株の発行価額（株価）であり、引受株式数は出資後の資金調達額分の株式数を示す。

投資家に対して、起業家は調達に伴う株式持分の希釈化を防ぐこと、でき得る限り新規発行株式数を減らすことを考えながらエクイティファイナンスを実施する（小川・竹内・荒井・彈塚・松村・吉田・金澤・取出,2019）。その理由としては、エクイティファイナンス後に活動の自由が制限されることに嫌悪感を持っていたり、自身が創業した企業が成長の中で生み出す収益をより多く得たいためといったことが考えられる。この場合、投資家から調達する資金の経営活動に対する影響力を弱めるため、Pre-Money Valuationをできるだけ高額に設定し、株価を高める必要がある¹⁰。

このように、起業家と投資家は調達（出資）後の株式持分に強い関心を持っており、その決定に強く影響をおよぼすPre-Money Valuationは、スタートアップのエクイティファイナンスにおける起業家と投資家の大きな交渉点となる（Timmons,1994; Heughebaert and Manigart,2012）¹¹。このPre-Money Valuationに関する交渉は困難を極め、長期化することもしばしばあるといった指摘もある（Cable and Shane,1997; Hellmann, 2002; Chahine and Goergen,2011）。以下では、関連する先行研究を振り返りながら、交渉力を持つ起業家と投資家の要件を探索する。

¹⁰ もちろん、起業家が地位や名誉、創造性の発揮などに価値を見出し、エクイティファイナンス時に自身の大きな株式持分を手放しているケースもあるだろう。しかし、低いPre-Money Valuationでの出資を受け入れた場合、支配権および投資リターンを投資家に奪われることになるため、多くの起業家はPre-Money Valuationの向上に努めようとするだろう。

¹¹ Timmons（1994）では、株式持分が起業家と投資家の交渉の主要な課題となるがゆえにベンチャーキャピタル法が頻繁にスタートアップのPost-Money Valuationに利用されるとしている。

3. 起業家と投資家の交渉力

3-1. 起業家の交渉力

投資家は分散投資により個別の投資対象が保有するリスクを除去することができるが、起業家はすべての保有資産を自身が創業した企業に投じており、分散投資ができない。そのため、起業家は投資家に比べて高いリスクを負わなければならない、その分、高い見返り（期待収益率）を求める（Smith and Smith, 2004）。成長余力の高いスタートアップであればあるほど、起業家の能力や新しいアイデアを取り入れ（革新性）、前向きに事業を開拓し（積極性）、不確実性の高い事業に好んで挑んでいく（リスク志向）の姿勢、いわゆるアントレプレナーシップ・オリエンテーションを支えに事業が発展していこう（Covin and Slevin, 1989）。こうした希少な存在であるがゆえに、起業家は事業創造を通して高いリターンを要求することができるとも考え得る。

MacMillan（1986）が言う「習慣的な起業家」(Habitual Entrepreneurs) は生涯に複数のビジネスを生み出す起業家を意味するが、こうした人々が成功した起業体験を持ち、新たなビジネスを立ち上げる際に巨額のエクイティファイナンスを成し遂げ、その立ち上げたビジネスも成功させていることが確認できる研究は多い（Hsu, 2007; Gompers, Kovner, Lerner, and Scharfstein, 2010）¹²。最近ではVCの支援を受けIPO（Initial Public Offering; 新規株式公開）を果たした米国のスタートアップにおいて、以前設立した企業を成功させたシリアルアントレプレナー（連続起業家）が投資家との契約を有利なものにするるとともに、エクイティファイナンスにおいて高い評価を得ていることが明らかとなっている（Nahata, 2019）。また、一度失敗した経験を持つシリアルアントレプレナーが初の起業となる人々より好条件の契約をVCと締結しており、その契約内容は成功したシリアルアントレプレナーと近似しているといったことも確認できる（Nahata, 2019）。失敗から学び、得た経験を次の機会へと生かし、大きな成功を成し遂げる起業家は多く存在している（Cope, 2005; Politis, 2008）。ビジネスを立ち上げ、活動をするという経験を持つ起業家は、エクイティファイナンスにおいて投資家への強い交渉力を持つようになるのかもしれない。

Timmons（1994）は、スタートアップによる資金調達源の選択、起業家の交渉能力に対して、フリー・キャッシュフローのバーンレート（Burn Rate：予測と実績）、アウト・オブ・キャッシュ（OOC：資金不足の時点）、取引所要時間（TTC：資金調達の取引を完了し、実際に現金が振り込まれるまでの所要時間）の三つの条件が強く影響すると述べている。その理由として、たとえば三ヶ月以内にアウト・オブ・キャッシュに到達する場合、起業家の投資家に対する交渉能力が極端に弱くなることを想像するのは易しい（図1）。

¹² Hsu（2007）は、経験豊富な連続創業者達（Serial Founders）が貴重な経営資源の獲得力とチームビルディングスキルを持っていることを明らかにしている。

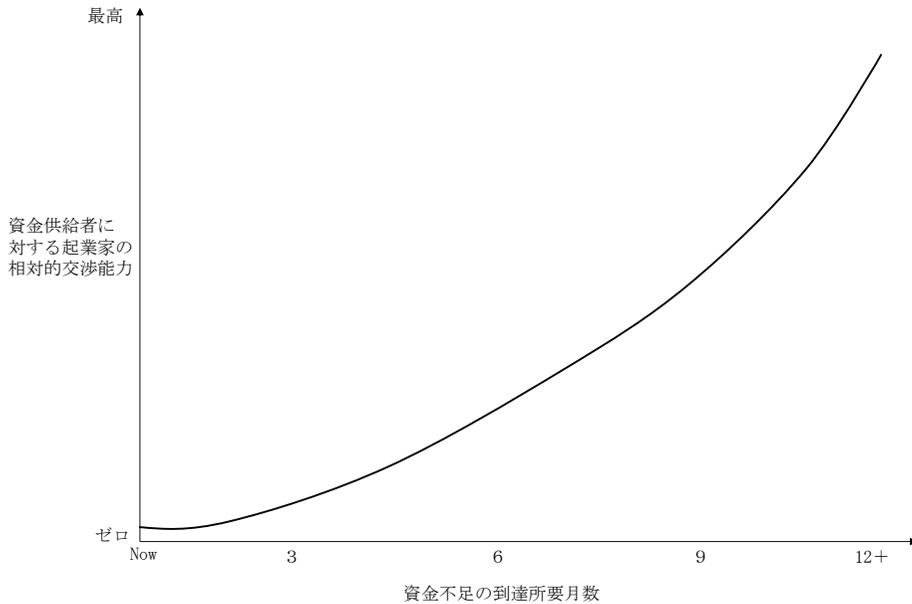


図1 資金不足到達点と起業家の交渉能力の関係 出所) Timmons (1994) 訳書図表12-5 (452頁) より引用。

交渉力を有することをエクイティファイナンス後の起業家の株式持分の維持を図るという意味で捉えるのであれば、その方法として種類株式の発行も有効と考える。海外はもちろん、国内のスタートアップ投資においても頻繁に利用されるようになってきた優先株式には、議決権に制限がかかることもあるが、会社が消滅する際の残余財産の分配を普通株よりも先んじて授受できることや、取得条項として、後日、一定の比率に基づいて普通株に転換できるコールオプションとともに、種類株主総会での拒否権・役員選任権が付与されている点などの利点がある。優先株式を引き受けた投資家はエクイティファイナンス後のスタートアップに対してこれらの権利を発動し、その後の成長の中で生じる資金調達や買収、株式公開の際に多くの便益を享受することができる。起業家は優先株式を発行することで投資家に対する交渉力を得て、Pre-Money Valuationの低下を阻止できるようになるかもしれない。

これらミクロ的な要因だけでなく、国のリスクマネー環境の改善というマクロ的な要因に言及した先行研究もある。Inderst and Mueller (2004) や Gompers and Lerner (2000a) は、VCファンドによる供給の増加がPre-Money Valuationにプラスの影響を与えることを明らかにしている。リスクマネーの供給に対して意欲的な投資家が増加すると、供給者間の競争が生まれるため、調達する側である起業家には強い交渉力が付与される可能性は高い。この要因は、各国において、もしくは全世界的に起業環境をいかに構築していくかといった政策的課題とも言えるものである。

3-2. 投資家の交渉力

スタートアップ投資では、起業家と投資家の間には情報の非対称性があると言われる。積極的な投資先への関与はこの問題を解消する反面、高いエージェンシーコストの負担が投資家側に生じてしまうこと意味する。先行研究では、投資先とのコミュニケーションの重要性が主張されていたり、投資家には投資先の長期的な価値創造に焦点を当てたエンゲージメントなど辛抱強さが求められるといった主張も見受けられる (Sapienza and Gupta, 1994; Klingler-Vidra, 2016)。これらを踏まえると、出資後に様々な経営支援を行うことができる投資家は、起業家からの信頼を得やすく、Pre-Money Valuationに関する交渉を有利に進めている可能性が高い。換言すると、豊富な経営支援策を有する投資家は、発生したエージェンシーコストを投資後の株式持分に反映させることを起業家に対して求めることができるような高い交渉力を持っていると整理できる。こうした視点から様々な属性にあるスタートアップのエクイティファイナンスに応じる投資家について確認していく。

まずVCは、自らの支援により投資先の企業価値の向上が見込めるため、投資先の経営に関与することに一定のインセンティブを有しているとされる (MacMillan, Kulow and Khoylian, 1989; Sapienza and Gupta, 1994 など)。また、関与の段階は様々であるものの、VCが人材育成・派遣や販路・取引先の開拓・紹介、製造開発支援、戦略策定など幅広いメニューから投資先が求めるもの、必要と判断できるものを適宜実施し、投資先の経営を軌道に乗せようと努めていることが多くの先行研究において明らかとなっている (Lerner, 1995; Denis, 2004; Cumming, 2008; ほか)¹³。このようなサービスを伴うVCより出資を受けていることが投資先企業の価値を証明する情報として有用であると認識されているといった指摘もある (Denis, 2004)。

従来、大規模事業会社とのパートナーシップの加速はスモールビジネスの初期段階における(リスク)資本の実質的な源泉となっていると指摘されてきた (Niederkofler, 1991; Botkin and Matthews, 1992)。その理由としては、大規模事業会社は、スタートアップや起業家が求める経営資源を豊富に有していることが考えられる。一方、最近、自前ではなかなか手に入らない「新技術を受け入れるための窓口」として、事業会社がVCプログラムを立ち上げる傾向にあるという (Dushnitsky and Lenox, 2006)¹⁴。このVCプログラムは、いわゆるCVC (Corporate Venture Capital) を意味しており、その立ち上げの背景の話として理解することができる。Basu, Phelps and Kotha (2011) は、急速な技術の変化や厳しい競争に晒され、占有可能性 (自ら実施したイノベーションが生み出した利益のうち、どの程度自社で確保することができるか) の弱い業界の企業ほど、CVCに取り組みやすいと指摘している。このように、CVCは大規模事業会社が必要な経営資源をスタートアップから調達する行動であると整理することができる。

¹³ MacMillan, Kulow and Khoylian (1989) は、投資先の経営への関与度によりVCを放任型 (投資のみ)、コミュニケーション型 (経営への関与は弱いものの、投資先とのコミュニケーションは活発に行う)、高圧型 (投資先に経営に参画し、陣頭指揮を執る) の三つに分類している。

¹⁴ Gompers and Lerner (2000b) や Masulis and Nahata (2009) では、CVCの投資目的を親会社のイノベーションの推進・新たな産業創造にあるとしている。

銀行系VCは、リスク管理を重視する傾向にあり、投資先に対する支援やモニタリングの経験が乏しいとされている (MacMillan, Kulow and Khoylian, 1989)。その理由として、親会社である銀行の融資の増進、もしくは融資先への投資が主な目的となっていることが指摘されている (Hellmann, 2002)。また、González (2006) や Hellmann, Lindsey and Puri (2008) は、VCによる投資とその後の貸付業務との間の補完関係を確立することや、買収またはIPOを支援するときの手数料サービスを売ろうということを目的に銀行系VCが設立されていると述べている。

Heughebaert and Manigart (2012) は、大学系VCや政府系VCには起業家に対する交渉力があり、VCよりも低いPre-Money Valuationで投資を行う傾向にあるとしている。しかし、大学系VCは、大学の知的財産を商品化し、知識を広め、それによって大学の名声を高めることを主な目的としているため、通常、大学から知識と知的所有権が移転されているスタートアップにのみ投資をするという見解も確認される (O'Shea, Allen, Chevalier and Roche 2005; Wright, Lockett, Clarysse and Binks, 2006)。政府系VCについては、業績に応じた給与体系にないために運用担当者のスキルが不十分であることや、特定の利益団体や政治家の都合が反映されてしまいやすいことを理由に、その投資目的が歪められてしまう危険性が指摘されている (Lerner, 2002)。これらを踏まえると、必ずしも大学系VCや政府系VCが起業家に対して強い交渉力を発揮している、できる環境にあるとは考え難い。また、これらの機関に似た機能を有するたとえば公的な研究機関によるスタートアップに対する出資においても、同様の事態が生じている可能性があるかと推察される。

個人の趣向に基づき投資をするエンジェル投資家の起業家に対する要求は、一般的な投資家とは異なる。たとえば、Wetzel (1983) は米国のエンジェル投資家の特徴について、しばしば非金銭的な報酬に動機づけられていることや、友人や知人を介して投資機会を得ていること、事業計画の内容が趣向に合致しているか否かで出資の判断をしているといったことを挙げている。イタリアのエンジェル投資家を対象に、その投資パフォーマンスの向上のための条件について検証した Capizzi (2015) は、小規模な大量の投資機会を得て投資を実行するかどうかの選択の訓練や投資実施の経験を積むこと、他のエンジェル投資家との情報共有や共同投資に積極的に参加し、過度な自信を抑制すること、長期的な視点で投資をすることを挙げている。

このように様々な目的を持つ投資家が存在する中、1社のスタートアップに対して単独で投資をするよりも各種の投資家らがシンジケートを組み投資を実施することが頻繁にある。この場合、最も出資比率の高い投資家をリードインベスターと呼ぶ。Hellmann (2002) は、シンジケートによる投資が単独よりも高くスタートアップを評価する傾向にあると指摘している。特定の投資家による単独投資か、それとも複数の投資家のシンジケートによる投資か、だれがリードインベスターとなるのかといった点も投資家の交渉力に何らかの影響を与えることが予想される。

4. おわりに

本稿では、スタートアップのエクイティファイナンスの特徴の整理を踏まえ、どのような起業家と投資家が交渉力を有するのか検討してきた。まず、交渉力を発揮する起業家は、起業経験 (Nahata, 2019) を有していたり、早期の資金調達準備 (資金的余裕) (Timmons, 1994) に取り掛かっていたりすることが考えられる。また、投資家との交渉時に種類株の発行を約束することも起業家の支えとなり得るだろう。さらにマクロ的な要因として、リスクマネーの供給環境の改善 (Inderst and Mueller, 2004; Gompers and Lerner, 2000a) にも起業家優勢の交渉を進める力を与えてくれるという示唆を得た。

次に投資家に求められる投資先とのコミュニケーションや投資先の長期的な価値創造に焦点を当てたエンゲージメントなどのエージェンシーコストの負担が交渉力にどのように反映されるのかという視点で先行研究をサーベイした。スタートアップへの資金供給者の属性は多様であり、それぞれが様々な目的をもって市場に参加している。その中でも VC や事業会社はスタートアップに対して資金以外に提供できるツールや資源、機械を豊富に持ち合わせていることが確認された。これはエージェンシーコストをその分負担できることを意味しており、これらが強い交渉力を有している可能性が高い。

参考文献

- Bains, W., Woode, S. and Guzman, D. R. M. (2014) "Funding biotech start-ups in a post-VC world," *Journal of Commercial Biotechnology*, Vol.20, pp.10-27.
- Basu, S., Phelps, C. and Kotha, S. (2011) "Towards Understanding Who makes Corporate Venture Capital Investments and Why," *Journal of Business Venturing*, Vol.26, pp.153-171.
- Botkin, J.W. and Matthews, J.B. (1992) *Winning Combinations: the Coming Wave of Entrepreneurial Partnerships between Large and Small Companies*. Wiley, New York.
- Bygrave, W. and Zacharakis, A. (2008) *Entrepreneurship*, John Wiley and Sons Inc (高橋徳行・田代泰久・鈴木正明訳『アントレプレナーシップ』2009, 日経BP社).
- Cable, D. and S. Shane (1997) "A Prisoner's Dilemma Approach to Entrepreneur-Venture Capitalist Relationships," *Academy of Management Review*, Vol. 22, pp. 142-176.
- Capizzi, V. (2015) "The Returns of Business Angel Investments and their Major Determinants," *Venture Capital*, Vol.17, No.4, pp.271-298.
- Chahine, S. and Goergen, M. (2011) "VC Board Representation and Performance of US IPOs," *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol.38, No. 3・4, pp. 413-445.
- Cumming, D. (2008) "Contracts and Exits in Venture Capital Finance," *Review of Financial Studies*, Vol.21, pp.1947-1982.
- Cope, J. (2005) "Toward a Dynamic Learning Perspective of Entrepreneurship," *Entrepreneurship Theory Practice*. Vol.29, pp.373-398.
- Covin, J.G. and Slevin, D.P. (1989) "Strategic Management of Small Firms in Hostile and Benign Environments," *Strategic Management Journal*, Vol.10, pp.75-87.

- Denis, D. J. (2004) "Entrepreneurial finance: An Overview of the Issues and Evidence," *Journal of Corporate Finance*, Vol.10, pp.301-326.
- Dushnitsky, G. and Lenox, M. (2006) "When does Corporate Venture Capital Investment Create Firm Value?," *Journal of Business Venturing*, Vol.21, pp. 753-72.
- Entrepedia (2019) 『JAPAN STARTUP FINANCE REPORT 2018』株式会社ジャパンベンチャーリサーチ.
- Gompers, P. and Lerner, J. (2000a) "Money Chasing Deals? The Impact of Fund in lows on the Valuation of Private Equity Investments," *Journal of Financial Economics*, Vol. 55, pp.281-325.
- Gompers, P. and Lerner, J. (2000b) "The Determinants of Corporate Venture Capital Successes: Organizational Structure, Incentives, and Complementarities," In: Morck, R. K. (Ed.), *Concentrated Corporate Ownership*. National Bureau of Economic Research, pp.17-53.
- Gompers, P., Kovner, A., Lerner, J., and Scharfstein, D., (2010) "Performance Persistence in Entrepreneurship," *Journal of Financial Economics*, Vol.96, pp.18-32.
- González, F. (2006) "Bank Equity Investments: Reducing Agency Costs or Buying Undervalued Firms? The Information Effects," *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 33, pp. 284-304.
- Hellmann, T., (2002) "A Theory of Strategic Venture Investing," *Journal of Financial Economics*, Vol.64, pp.285-314.
- Hellmann, T., Lindsey, L. and Puri, M. (2008) "Building Relationships Early: Banks in Venture Capital," *Review of Financial Studies*, Vol. 21, pp. 513-541.
- Heughebaert, A. and Manigart, S. (2012) "Firm Valuation in Venture Capital Financing Rounds: The Role of Investor Bargaining Power," *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol.39, pp.500-530.
- Hsu, D. (2007) "Experienced Entrepreneurial Founders, Organizational Capital, and Venture Capital Funding," *Research Policy*, Vol.36, pp.722-741.
- Inderst, R. and Mueller, H. (2004) "The Effect of Capital Market Characteristics on the Value of Start-up Firms," *Journal of Financial Economics*, Vol. 72, pp. 319-356.
- 一般社団法人日本ベンチャーエンタープライズセンター (2018) 『ベンチャー白書2018』一般社団法人日本ベンチャーエンタープライズセンター.
- Klingler-Vidra, R (2016) "When Venture Capital is Patient Capital: Seed Funding as a Source of Patient Capital for High-Growth Companies," *Socio-Economic Review*, Vol.14, pp.691-708.
- Kirilenko, A. (2001) "Valuation and Control in Venture Finance," *Journal of Finance*, Vol. 56, pp. 565-587.
- Lerner, J. (1995) "Venture Capitalists and the Oversight of Private Firms," *Journal of Finance*, Vol. 50, pp.301-318.
- Lerner, J. (2002) "When Bureaucrats Meet Entrepreneurs: The Design of Effective Public Venture Capital Programs," *The Economic Journal*, Vol.112, pp.F73-F84.
- MacMillan, I. (1986) "To Really Learn about Entrepreneurship, Let's Study Habitual Entrepreneurs," *Journal of Business Venturing*, Vo.1, pp.241-243.
- MacMillan, I.C., Kulow D. and Khoylian R. (1989) "Venture Capitalists. Involvement in Their Investment: Extent and Performance," *Journal of Business Venturing*, Vol.4, pp.27-47.
- Masulis R.W. and Nahata, R. (2009) "Financial Contracting with Strategic Investors: Evidence from Corporate Venture Capital backed IPOs," *Journal of Financial Intermediation*, Vol.18, pp.599-631.
- Nahata, R. (2019) "Success is Good but Failure is not So Bad Either: Serial Entrepreneurs and Venture Capital Contracting," *Journal of Corporate Finance*, Vol.58, pp.624-649.

- Niederkofler, M. (1991) "The Evolution of Strategic Alliances: Opportunities for Managerial Influence," *Journal of Business Venturing*, Vol.6, pp.237-257.
- 日本会計士協会(2013)「経営研究調査会研究報告第32号「企業価値評価ガイドライン」の改正について」, 日本会計士協会.
- 小川周哉・竹内信紀・荒井悦久・弾塚寛之・松村英弥・吉田昌平・金澤久太・取出遼(2019)『スタートアップ投資ガイドブック』日経BP.
- O'Shea, R., Allen, T. Chevalier, A. and Roche, F. (2005) "Entrepreneurial Orientation, Technology Transfer and Spinoff Performance of U.S. Universities," *Research Policy*, Vol. 34, No.7, pp. 994-1009.
- Politis, D. (2008) "Does Prior Start-up Experience matter for Entrepreneur's Learning? A Comparison between Novice and Habitual Entrepreneur," *Journal of Small Business and Enterprise Development*. Vol.15, pp.472-489.
- Sapienza, H.J. and Gupta, A.K. (1994) "Impact of Agency Risks and Tasks Uncertainty on Venture Capitalist-Entrepreneur Relations," *Academy of Management Journal*, vol.37, pp.1618-1632.
- Scherlis, D.R. and Sahlman, W. A. (1987) "A Method for Valuing High-Risk, Long-Term Investments: The Venture Capital Method," *Harvard Business School*, Note 9-288-006.
- Smith, R. L. and Smith, J. K. (2004) *Entrepreneurial Finance*, 2nd ed., Wiley.
- Timmons, J. A. (1994) *New Venture Creation*, 4th ed., Richard D. Irwin (千本幸生・金井信次訳『ベンチャー創造の理論と戦略』1997, ダイヤモンド社).
- ウツザマン, アニス (2013) 『スタートアップ・バイブル—シリコンバレー流・ベンチャー企業のつくりかた』講談社。
- Wetzel, W. E. Jr. (1983) "Angels And Informal Risk Capital," *Sloan Management Review*, Vol.24, pp.23-34.
- Wright, M., Lockett, A., Clarysse, B. and Binks, M. (2006) "University Spin-Out Companies and Venture Capital," *Research Policy*, Vol. 35, pp. 481-501.
- 山本一彦・大久保亮(2014)「ベンチャー企業の価値評価」『一橋ビジネスレビュー』62巻2号, 22-42頁.