

# ベンチャーファイナンス論における体験型学習について

岡崎 利美（経営学部経営学科）

## 1. はじめに

2005年度から経営学部マーケティング学科が新設される。新学科では起業家の育成が柱の1つとなっており、ベンチャービジネス関連の科目が新たに設けられる。

ベンチャーファイナンス論もその1つで、その上位にはベンチャーファイナンス演習が設けられている。ベンチャーファイナンス論は2年次、ベンチャーファイナンス演習は3年次配当科目なので、どちらもまだ開講されていない。

現在は2006年度開講のベンチャーファイナンス論において、実際に起業した場合に発生する様々な財務上の意思決定について練習できるような授業プログラムを構想している段階で、来年度に具体化する計画である。

なお、ここでは体験型学習としての起業は想定していない。実行可能性の高いビジネスプラン（事業計画書）を策定するためのファイナンスの知識と技術の習得までを対象範囲としている。

## 2. ビジネスプランの策定とファイナンス

現行のベンチャー教育や各種起業セミナーにおける教育・指導では、コーポレート・ファイナンスの本質的な説明を欠いていることが少なくない。そのためファイナンスに関する知識を欠き、またその必要性を認識しない経営者を輩出することになっている。

起業に関する実践的な教育・指導では、実際に受講者にビジネスプランを策定させることが多い。起業にあたり最初にすべきことは、ビジネスプラン（事業計画書）の作成だからである。ビジネスプランは、事業の概要を体系的に示した計画書である。

策定したビジネスプランは、起業家自身が事業内容を検討するために用いるとともに、資金提供者や取引先などの関係者との交渉の際に提示する資料としても利用される。

まず起業家はビジネスプラン作成の過程を通じて、事業構想を具体化し、体系的に記述することにより、その構想を客観的に評価し、判断できるようになる。起業意欲が強い場合、事業の将来性に関して過剰に楽観的になりがちである。当初は魅力的なビジネスチャンスと思われたアイデアでも、プランを策定中に、様々な問題点や障害があることに気づくことがある。

さらに事業開始後も、当初計画と現実とに差異が生じた場合、その原因を分析することによ

て、より迅速に問題の存在に気づき、対応できる。

資金提供者や取引先に対しては、ビジネスプランは、事業の実現可能性を示すための資料として提示される。事業を軌道に乗せるためには、関係者に計画を認められ、協力を仰がなければならない。協力や支持を得ることができるかどうかは、事業の魅力、すなわちビジネスプランの説得力に依存するといえよう。これらの理由からビジネスプランは、創業において必要不可欠な重要なものと位置づけられ、強調されるのである。

ビジネスプランに含まれる中で最も重要なものは事業コンセプトであるが、それが実行可能なものであることを検証するために、市場環境の分析、経営資源、創業過程のシミュレーションなどが行われる。この中で客観的で合理的な判断を行うための情報として欠かせないのが、創業過程のシミュレーションに含まれる収益予想と資金計画である。

ファイナンスの領域は、この資金計画の部分である。しかし資金計画は独立して策定されるのではなく、収益予想に基づいて決定される。収益予想では、5年間程度の売上高、売上原価、人件費、減価償却費、研究開発費、その他経費、支払い利息等、法人税等が見積もられ、営業、経常、最終の各段階での損益が算出される。資金計画では、その予想収益および費用をもとに、正味キャッシュフローが算出され、資金過不足が発生しないように、適切な資金の調達と返済の計画がたてられることになる。

ところが多くの場合、この後は具体的な資金調達方法を紹介しただけで終わる。適切な資金計画の策定は運用する資金の期間と性質とに密接にかかわるが、それらに関する説明はほとんどが省略されてしまう。そのため調達源の異なる資金は異なる性質をもつにもかかわらず、その違いを理解せずに調達しやすいところから調達できるだけの資金を集めるという行動がとられることは、実際には珍しくない。その結果、不合理な過剰投資や放漫経営、場合によっては予期せぬ経営権の喪失として出現することになる。

ファイナンスの問題が軽視される傾向は大企業も含め、日本企業全体に見られるものではあるが、ベンチャービジネスの場合は、資本の論理が貫徹するアメリカの制度に倣った部分が多いため、それでは不都合が生じる。起業の際には経営者はファイナンスに関する基本的な知識を持ち合わせていることが必要である。

### 3. ベンチャー企業におけるファイナンスの重要性

経営者は、適切な経営を行うためにファイナンスに関して基本的な知識を持ち合わせていなければならない。人材が不足しがちな創業間もない企業では、財務的知識をもつ担当者を配置することが容易ではないために、財務的活動を経営者自らが実行していかなければならない場合も多い。

本来資金の流れは財・サービスの移動に伴って発生する、付随的なものである。しかし支払い

不能に陥ったとき、企業は破綻する。したがって資金が不足し、支払いに不安がある場合、倒産回避のために資金繰りが最優先され、経営者はそのために忙殺される。経営者が事業成長のための活動に注力するためには、適切な財務管理が不可欠なのである。

企業が最も回避すべき予定外の支払い不能は、余剰資金を多くもつことによって避けられるが、一般に事業拡大の際には投資が必要なために、収益拡大に先行して費用が増加し、資金は不足傾向になる。また売上高が安定するまでは、しばしば不規則なキャッシュフローが発生し、資金計画どおりにいかない。しかも実績のある企業であれば緩和される支払条件についても厳しく設定されることが多い。そのようなことから、実績がなく、資金的な余裕がない創業間もない時期ほど、より難しい財務マネジメントが必要になるのである。

またベンチャー企業のファイナンスの特色として、早い段階で、経営者の人的関係の枠を超えた投資家からリスク資本が提供されることが挙げられる。エンジェル投資家やベンチャーキャピタル、投資組合などからの出資である。自己資本を調達できれば倒産のリスクは低下する。しかしそのような資金を受け入れたとき、それらの投資家はいわゆる「身内」ではないため、ビジネスパートナーとして、経営状況などについて適宜説明が求められる。またこれらの投資家は出資者の権利を行使し、積極的に経営に関与してくる場合もある。そのため通常は株式公開まで意識されない出資者・株主の存在を、早い段階から意識した経営がベンチャー企業では必要となるのである。経営者はこれらのことを勘案して、最適な資金調達や運用方法を決定しなければならない。

#### 4. ベンチャーファイナンス論の目標

ベンチャーファイナンス論の学習目標は2つに大別される。1つ目はコーポレート・ファイナンスの本質を理解することであり、2つ目は実際に財務的意思決定を行い、それに基づいて行動できる能力を習得することである。それは理論と実践という経営学が目指す方向と同じである。

1つ目のコーポレート・ファイナンスの本質を理解するという点に関して、一般的に日本企業では軽視される傾向があった。かつての間接金融中心の日本の金融システムでは、資金調達は継続的に取引のある金融機関からの借入を意味していた。そこで説得すべき相手である金融機関の担当者は、取引関係を通じてその企業の経営内容をすでに知っており、経営者の熱意が伝われば、新規事業や投資の合理性を論理的に説明できなくても資金の必要性を理解してもらえた。また融資額を決めるのは、事業内容ではなく、担保や経営者の個人保証能力の制約であった。このような場合、論理的な説明に要する理論的な裏づけは必要ない。

ところが金融機関からの借入以外の調達手段を利用しようとするれば、とりわけ経営者の人的関係を超えて出資を募ろうとするれば、その投資の有効性や成長性について説明し、相手を説得しなければならない。そこは以心伝心の世界ではなく、資本提供側であるファイナンスの専門家達と

共通することばを用いた論理的で合理的な説明が求められる。

また、異なる調達手段が提示されるならば、最適な手段を選ぶためには、その性質と特徴を理解しておかなければならない。出資者の経営参加権が強く行使されるアメリカ型の制度を導入したベンチャービジネスの場合には、とりわけ自己資本と負債（借入）との違いを明確に認識しておくことが大切である。

2つ目の実際の財務上の行動については、1つ目のコーポレート・ファイナンスの本質を理解した上で、必要な情報を収集し、論理的に判断し、その判断に基づいて合理的に行動するために必要な技術やノウハウを獲得することである。ここでは利用可能な現行制度を知ること大切である。現在は起業を促進するために、様々な機関によって数多くの支援制度が整備されている。

## 5. ベンチャーファイナンスの授業プログラムについて

ベンチャー企業の経営者が理解しておくべきファイナンスの問題は広範に及ぶが、ベンチャーファイナンス論においては、前述した2つの目標に到達するために、次の2点をとりわけ強調したい。1つ目は、資金繰りの重要性である。いわゆる自転車操業にならないためには、事前の資金計画が重要である。資金繰りについては、産業や企業ごとにキャッシュフローの発生が固有の形をとり、大きく異なるため、一般的に理論化することが難しく、むしろ経験によって蓄積されたノウハウに依存する部分が多い。そのため従来のコーポレート・ファイナンスや経営財務論ではしばしば省略されてきた領域である。実際、円滑に事業活動を営んでいる企業であれば、巧拙の差はあれ、独自のノウハウを持っているのが通常である。

しかし操業間もない時点では、多くのベンチャー企業はそのノウハウをもたない。資金繰りの失敗は経営破綻に直結するため、最低限のノウハウの習得は必要である。支払い不能に陥ったときに企業は破綻するという、一見すると常識のようなことが、意外にも学生には認識されていないことが多いことから、強調しておくべきであろう。

支払い不能を回避するためには、豊富な手元資金を準備しておくことが最も簡単な方法であるが、資金需要の旺盛なベンチャー企業でそのようなことは現実的ではない。また資金にはコストが発生するので、余剰資金を多く抱えることは非効率的でもある。理論を実践するにはそのためのノウハウが必要であるが、理論上はリスク回避とコストの両面から、最適資金量が計算されるということを理解することが必要である。

2つ目は資本コストの徹底である。調達した資金は、それが自己資本であれ、負債であれ、コストが発生する。タダのお金はない。負債に関しては支払い金利が発生するためにコストを認知しやすいが、自己資本のコストはしばしば見落とされる。

自己資本提供者への分配は、企業が獲得した利益の中から、配当という形で行われる。だから企業は黒字を確保するだけでは不十分で、自己資本の提供者に対し、リスクに見合うだけの大き

## ベンチャーファイナンス論における体験型学習について

な配当をなし得るだけの利益を獲得して初めて、事業活動がうまくいったといえるのである。一時的に出資者に配当ができない時期が続いても問題はないが、長期的には十分な配当が求められていることを認識し、経営することが必要である。

なお自己資本を全額経営者が拠出している場合には、経営者報酬という形で支払われても、配当という形で支払われても実質的な違いがないが、他の投資家からの資金を受け入れた場合には、配当という形で資本提供に対する報酬を支払わなければならない。投資家との無用な摩擦を避けるために、適切な資本コスト額を理解しておくことも必要であろう。

これらのことに重点を置き、学習目標を達成するために有効な学習プログラムを、現在検討中である。授業時間数が限られているため、ここでは他の科目と連携することも欠かせない。ベンチャービジネス論、ベンチャービジネス演習、ベンチャーファイナンス演習、財務管理論など直接関連する分野では重複部分も多くなると予想されるので、調整を要する。またファイナンスを理解するための基礎として簿記・会計を学んでおかなければならないことも周知しておかなければならない。2年目となる2005年度に、上記の課題を踏まえ、プログラムを具体化する予定である。