

ベンチャー企業の資金調達

横浜国立大学 倉澤資成

横浜国立大学大学院 山田聖子

ベンチャー企業と投資家の関係は、一般の企業のそれと多少異なることから、ベンチャー企業固有の特徴に注目して、これまで様々な分析がされてきた。その中で、ベンチャー企業は株式や債券、またはその組合せよりも、転換社債で資金調達すると有利であるという議論がある。本論文では、この議論について新たな視点から転換社債とベンチャー企業の間関係を分析する。

ベンチャーキャピタルの特徴として、リスクが非常に高い、企業の資産評価が困難、投資家と起業家の情報の非対称性が大きい等があげられる。本論文は、このうちリスクが高いという特徴に注目し、リターンの発生が不確実であるというよりもむしろ、『リターンの発生する時期が不確実である』というリスクに注目する。リターンの不確実性に着目した論文は数多いが、リターンの発生時期のリスクに注目した論文は本稿が最初であると思われる。この特徴に注目し、企業の流動化価値が十分小さい場合、株や債券、またはその組合せよりも、転換社債による資金調達が最も効率的であることを示す。

本稿のアイデアを簡単に述べておこう。株式で資金調達するとき、起業家の努力が生み出す生産性の上昇に対して株主も一定割合の権利を持つため、起業家はそれ程大きな努力を払わなくなるという、いわゆる株主のフリーライド問題が生じる。したがって起業家の努力を引き出すには社債による資金調達が望ましい。一方で、株式には、起業家がリスクの高いプロジェクトを選択する問題を解決できるという利点もある。つまり、債券で資金調達された場合、返済額がある程度大きいと、一般のプロジェクトが成功しても起業家のもともとに残る金額はそれほど大きくないが、リスクの高いプロジェクトを選択しておけば、成功したとき、返済額を差し引いてもまだ大金が起業家の手元に残るためである。有限責任制を前提とするならば、債券で資金が調達された場合、起業家はリスクの高いプロジェクトを好むと言える。この問題を解決するには、起業家の利得がリターンの大きさに正比例するような契約、すなわち株式による資金調達が望ましい。

この二つの問題を最も効率的に解決する資金調達方法が、転換社債である。転換社債は、株式と社債の両方の機能を持つことから、株式の長所そのまま保ち、債券の部分で株主のフリーライドを緩和することができるためである。

転換社債による資金調達は、債券と株式の組合せによる資金調達に非常に似ており、一般には、転換社債は株式と債券で複製できると考えられる。しかし本論文では、転換社債は株式と債券の組合せとは一致しない。両者が異なる理由は、次の点にある。債

券と株式の組合せの場合、起業家にとって選択可能な額面と転換比率の組合せは最初から固定されているものと同然である。一方、転換社債は、各期の投資家の参加条件は必要なく、転換条件の下で、投資家の参加条件を満たす額面と転換比率であれば、自由に選ぶことができる。起業家の努力水準を抑制する株主のフリーライド問題が深刻な場合、できるだけ大きな額を債券で調達したほうが効率的である。投資額よりも企業の流動化価値のほうが一般に低いことを考えれば、起業家にとっては投資家の参加条件よりも、転換条件のほうが制約が緩くなる。制約が緩い分、債券からの調達額を増加させることで株主のフリーライド問題をより改善できる。これは、転換社債独自の特性である。