

投資家はビジネスモデルをどのように判断しているか —ベンチャーキャピタリストとファンドマネージャーの比較—

要旨

投資家にとってビジネスモデルは投資判断を行う際に重要な存在である。しかしこれまで投資家の評価とビジネスモデルの関係については明らかにされてこなかった。

そこで本研究では、ベンチャーキャピタリストとファンドマネージャーを対象に、ビジネスモデルに関する投資判断基準と意思決定時のプロセスを明らかにした。ビジネスモデルポートフォリオという概念を含めた、独自に作成した意思決定時の5つの判断軸を用いて構造化インタビューを行った後、半構造化インタビューでその理由やプロセスを導出した。

結果として、ベンチャーキャピタリストは将来の成長が期待される企業を育てることを目的とするため、市場数を絞り効率的な成長をする企業に注目して投資を行う。それに対し、ファンドマネージャーは顧客の資産運用をローリスクで持続的に行うことを目的とするため、堅実な企業であるかを見るためにポートフォリオと市場内容に着目して投資を行う。

本文

1. はじめに

投資は企業にとって重要である。企業の大多数は、成長するために投資家からの資金調達を当てにする。例えば、幅広い事業を手掛けるサイバーエージェントは225億の資金調達を行い¹、急成長を遂げたことで日本を代表する企業の一つになりえたのである。また、ベンチャーキャピタルに支援を受けたベンチャー企業の成功率は支援をうけていない企業よりも大幅に高い(Davis and Stetson, 1984)。このように経営者にとって、投資は事業を回していくのに重要な要素の一つである。また、国内のスタートアップの資金調達額が2012年の652億から2019年は4462億と6倍以上に増加しているよう²に、投資家側からもベンチャー企業への投資の関心は年々増加している。

そのような中、投資判断の基準としてビジネスモデルへ注目が集まりつつある。欧州では2016年に非財務情報開示が法制化され、その義務化が進んでいる。特に英国では2016年10月に「ビジネスモデル・レポーティングに関する報告書」が公表され、投資家にとって投資の際や管理、スチュワードシップ責任を果たす際に、企業やそのパフォーマンス、将来の成長性などについて理解するための”土台”として、ビジネスモデルが重要であると述べており、ビジネスモデルの重要性が高いことを表している。また、日本でも、伊藤邦雄(2017)は企業評価におけるビジネスモデルの重要性を述べており、ビジネスモデルの理解なくして、中長期の企業価値の評価・分析はできないとの見方を示した。

¹ 日本経済新聞「上場の意義、問い直す——サイバーエージェント社長藤田晋氏、資金調達で成長探れ(複眼)」(2019/4/25)を参照

² INITIAL「Japan Startup Finance 2019」を参照

以上から投資家の投資判断基準として、ビジネスモデルの重要度は高まっている。
しかし、これまで投資家がビジネスモデルをどのように評価するかに関しては明らかにされてこなかった。

そこで本研究では、先行研究を基に導き出した5つの判断軸から4社の仮想企業のビジネスモデルに関する資料を作成し、仮想企業4社に対する投資の順位付けやその判断基準を構造化インタビューで調査した。また、構造化インタビュー後に半構造化インタビューを行った。半構造化インタビューでは、投資家であるベンチャーキャピタリストとファンドマネージャーがどのようにビジネスモデルを評価し、意思決定を行うのかを明らかにした。

本論文の構成は以下の通りである。まず、第2節で先行研究を概観した後に第3節でリサーチデザインを提示する。そして、第4節では分析結果を説明し、第5節で結果について考察を示す。最後に、第6節で本論文の結論を述べる。

2. 先行研究

2.1. 投資家の判断基準

投資家は様々な判断基準を用いて投資判断を行ってきた。その判断基準は大きく分けて財務情報と非財務情報に大別される。

財務情報に関して、Healy, Palepu (2001) では、財務報告と開示は、経営陣が企業の業績とガバナンスを外部投資家に伝えるための潜在的に重要な手段だと述べられている。投資家が経営陣の予測のような自主的な開示を信頼できる情報と見なしていることから、企業と投資家双方にとって財務情報を有効な意思疎通の指標だと認識していることが分かる。加えて、Gompers, Kaplan and Mukharlyamov (2016) はプライベートエクイティ (PE) 投資家は割引キャッシュフロー (DCF) を使用することはめったになく、内部収益率 (IRR) または複数の投資資本 (MOIC) を好むと述べている。

また非財務情報に関しては、Baron, Hannan (2002)、Hellmann, Puri (2000) のどちらもが創設チームの形成方法とその魅力に焦点を当てており、Gompers, Kovner, Lerner and Scharfstein (2010) は起業家としての過去の成功が、潜在的な投資を引き付ける際にベンチャーキャピタルが焦点を当てる重要な要素であると述べた。

このように財務情報や非財務情報が判断基準として挙がってくる中でビジネスモデルも例外ではない。Gompers, Gornall, Kaplan and Strebulaev (2020) は、投資判断を行う際に、ベンチャーキャピタリストは管理・創設チームを最も重要視しており、次に重要な要素としてビジネスモデルを挙げていると示している。さらに、Nielsen and Lund (2018) では企業のスケラビリティにはビジネスモデルの再構築が必要とされていると述べられている。スケラビリティは収益性の高い成長を達成することであり、経営者と投資家に双方にとって基本的な考慮すべき事柄であるため、ビジネスモデルが重要であることがわかる。

しかしながら、上述したような、投資判断基準としてビジネスモデルに関して言及している論文はごく少数である。それに加えて、ビジネスモデルという概念自体に焦点は当たっているが、ビジネスモデルを投資家がどのように捉え、判断するのかについてのプロセスを明らかにした研究は存在しない。そのため我々は、投資家がどのようにビジネスモデルを判断するのかを深めていく。

2.2. ビジネスモデルとは

2.2.1. ビジネスモデルの定義

近年、ビジネスモデルに関する研究は増え続けている (Aversa, Furnari and Haefliger; 2015) が、ビジネスモデルの定義について共通認識が取れているわけではない。Teece (2010) はビジネスモデルの概念には、経済学やビジネス研究における理論的根拠が欠けて

いと述べており、ビジネスモデルという概念に統一された認識がないことが分かる。図表1はZott, Amit and Massa(2011)やMassa, Tucci and Afuah(2017)、弊研究室の過去の研究を参考にして、ビジネスモデルの定義を記した先行研究をまとめたものである。

様々な定義が存在しているが、図表1に下線で示した通り、多くの研究者がいかに収益を生み出すかという収益モデルに着目していることがわかる。そこで本研究では、ビジネスモデルの中心的概念である収益モデルに注目する。

図表1 ビジネスモデルの定義

著者(年)	定義
Chesbrough and Rosenbloom, 2002	ビジネスモデルは、「技術的な可能性と経済的価値の実現を結びつける、経験則的な論理」である。(P.529)
Osterwalder, 2004	「ビジネスモデルは、企業が商品やサービスを売買し、 <u>お金を稼ぐ方法</u> を表しています。」(P.9)
Morris et al., 2005	「ビジネスモデルは、ベンチャーの戦略、アーキテクチャ、及び経済学の分野における相互に関連する一連の決定変数が、定義された市場で持続可能な競争上の優位性を生み出すためにどのように対処されるかを簡潔に表したものです。」(P.727)
Christensen and Kagermenn, 2008	ビジネスモデルは、「4つの連動する要素で構成され、それらを組み合わせることで価値を創造し、提供する」(p.52)。4つの要素とは、顧客の価値提案、 <u>利益方程式</u> 、主要なリソース、および主要なプロセスである。
Birkinshaw and Goddard, 2009	「会社がお金を稼ぐ方法」(p.81)
Casadesus-Masanell and Ricart, 2010	「ビジネスモデルは、企業の実現された戦略を反映したもの」である。(p.195)
Gambardella and McGahan, 2010	「ビジネスモデルとは、合理的なコストで収益を生み出すための組織のアプローチであり、価値の創造と獲得の両方についての仮定を取り入れています。」(P.263)
Teece, 2010	「ビジネスモデルは、顧客への価値提案を支持する論理・データ・その他の証拠、そして <u>その価値を提供する企業の収益とコストの実行可能な構造を明確にしたもの</u> 」である。(p.179)
Bocken et al., 2015	「ビジネスモデル」のフレームワークは、企業の目的、ネットワーク全体での価値創造の機会、及び価値の獲得（ <u>収益を生み出す方法</u> ）をマッピングすることにより、持続可能なビジネス思考の構造化された方法を提供します。(p.67)

Zott et al. (2011) 及びMassa et al. (2017) より作成

これまでのビジネスモデル研究において、投資家の評価とビジネスモデルの関係について調査された論文は我々が調べた限り蓄積がない。その一方で、ビジネスモデルが企業成果にどのような影響を及ぼすかについては、いくつかの研究がなされている。

2.2.2. ビジネスモデルと企業成果について

ビジネスモデルと企業成果に関する研究として、Cusumano, Michael(2019)の実証研究ではプラットフォーム企業はそうでない企業よりも営業利益と市場価値が大幅に高いことや、Nielsen and Lund(2018)の10社に対する事例研究では企業の高い成長を達成する方法の一つとしてプラットフォームモデルが挙げられている。加えて、Apple MusicやNetflixなどに代表されるサブスクリプションモデルは、急激に顧客数を伸ばしており、顧客1人当たりの収

入も高くなっている³ことから、どのようなビジネスモデルを構築するかは企業経営において重要だと言える。

加えて、Amit and Zott (2007) では、ビジネスモデルを新規性、効率性の観点から捉え、それと時価総額との関連を明らかにしている。このことから、個別のビジネスモデルの特性が企業業績に影響することが分かる。また、近年ではSohl, Vroom and McCann (2019) の文献レビューによって、複数のビジネスモデルを同時に運営している企業に注目するビジネスモデル研究が増えてきていると述べられている。このような背景のもと、ビジネスモデルの組み合わせが企業成果にどのような影響を与えるかについても注目が集まっている。

2.2.3. ビジネスモデルポートフォリオに関する先行研究

複数のビジネスモデルを扱う企業の研究が増加している。Sabatier, Mangematin and Rousselle (2010) によると破壊的なビジネスモデルを実現した企業は一般的にその典型的なモデルでラベル付けされる。しかしその成功の根底には複数のビジネスモデルを同時に実装したという事実があることを指摘している。複数のビジネスモデルのポートフォリオ管理は市場価値を高め、不確実性を軽減させるため企業にとって重要である。そのため、ビジネスモデルポートフォリオという概念に着目する必要がある。(Sabatier et al., 2010)

図表2 ビジネスモデルポートフォリオの四類型

		ビジネスモデルのパターン数	
		1	2
市場数	1	①特化型 単一市場に単一のモデル	②融業型 単一市場に二つのモデル
	2	③横展開型 二つの市場に単一のモデル	④多角化型 二つの市場に二つのモデル

複数のビジネスモデルと企業成果との関係をケーススタディによって明らかにした Sabatier et al. (2010) は、企業が様々なビジネスモデルを組み合わせるためのビジネスモデルポートフォリオという概念を提示した。彼らは、複数のビジネスモデルと企業成果との関係性を比較事例研究によって明らかにした。その結果、4社中3社が同じ市場で異なるビジネスモデルのポートフォリオを扱っており、もう1社は異なる市場で同じビジネスモデルを複製して企業成果を高めていた。これはつまり、前者では市場を、後者ではビジネスモデルを多重利用して効率的に企業成果を高めていると言える。このことから、ビジネスモデルポートフォリオを捉えるには「市場」と「ビジネスモデル」の2軸が重要な軸だと言

³ Zuora公式HPより

える。そして彼らの研究結果と弊研究室での前年の研究⁴を参考にして、ビジネスモデルポートフォリオの四類型を作成した(図表2)。一般的な投資家が投資対象としている企業は複数事業を展開している企業が多い。実際に、事業がシンプルな新興企業が多く存在する東証マザーズ市場でさえ、上場している情報通信業170社(2019年時点)のうち、68社で単数事業を、102社で複数事業を展開していた。そのため、ビジネスモデルポートフォリオに注目する必要がある。

2.3. 投資判断軸の構成要素

図表3 5つの判断軸

ラベル(判断軸)	ラベルの定義
市場数	どれだけの数の市場に展開しているか
ビジネスモデル数	どれだけの種類のビジネスモデルを採用しているか
市場内容	どの市場に展開しているか
ビジネスモデル内容	どのビジネスモデルを採用しているか
シナジー	個別要素だけでなく、要素間の相互性などを見ているか

投資判断軸の構成要素を先行研究から導出した。その5つの要素が市場数、ビジネスモデル数、市場内容、ビジネスモデル内容、シナジーである。

市場数とは、「どれだけの数の市場に展開しているか」ということだ。そしてビジネスモデル数とは「どれだけの種類のビジネスモデルを採用しているか」ということだ。Sabatier et al. (2010)は比較事例研究において「市場の数」と「ビジネスモデルの数」のコンフィグレーションにおいて数が重要であると述べていた。

また、市場内容とは、「どの市場に展開しているか」ということである。市場内容は投資判断の際に重要な要素である。例えば、その市場の不確実性が高いか否か(Shepherd,1999)、企業が参入する市場の特性(Macmillan, Zemann and Subbanarazimha,1987)、市場の大きさや成長性、顧客との距離に魅力があるか(Tyebjee and Bruno,1984)などが投資判断に関わる要素として挙げることができる。

さらに、ビジネスモデル内容とは「どのビジネスモデルを採用しているか」ということだ。2.2.2でも挙げたようにプラットフォームやサブスクリプションといったビジネスモデルの内容は投資判断に関わる要素として挙げることができる。

最後にシナジーとは「個別要素だけでなく、要素間の相互性などを見ているか」ということである。ここまで、投資家の判断軸の構成要素として市場の数、ビジネスモデルの数、市場の内容、ビジネスモデルの内容を我々は導出した。それに加えて今回インタビュー調査を行う中で、これら要素間の相乗効果を判断基準としている投資家が多く存在した。そのためシナジーという判断軸も追加して研究を進めた。

まとめると先行研究に基づき、投資判断軸の構成要素を5つ導出した。Eisenhardt(1989)は構成要素の特定は、理論構築研究の初期設計にも役立つと述べている。

図表3は、5つの構成要素とその定義をまとめたものである。

⁴ 近藤、齋藤、根本、山田(2019)では、Sabatier et al. (2010)を参考に、縦軸に「展開する市場数」、横軸に「ビジネスモデルのパターン数」の二軸を置き、ビジネスモデルの活用における四類型を作成した。その後、実証研究にて四類型と時価総額の相関関係を明らかにした。

本研究のリサーチクエストは3つである。

- ①投資家はどのビジネスモデルポートフォリオのパターンに魅力を感じるのか。
- ②なぜそのパターンに魅力を感じるのか。
- ③投資家はビジネスモデルのどの要素を、どのように評価して結論に至るのか。

3. リサーチデザイン

3.1. 研究手法

本研究では、研究チームで作成した仮想企業の資料を用いてまず構造化されたインタビューでその順位を伺い、その後半構造化されたインタビューを用いて理由を伺った。

構造化インタビューを選択した理由は、ビジネスモデルとそれに関わる要素に対する投資家の反応を観察するのに最も適していると考えたためである。半構造化インタビューを実施することで、構造化インタビューの回答に至った投資家の思考を明らかにする。

3.1.1. 構造化インタビュー内容

我々が行った構造化インタビューは、研究チームで作成した仮想企業4社の事業系統図と事業内容をもとに、どの企業に投資を行いたいかを順位づけしてもらうというものである。

事業系統図を用いた理由は、実際に投資家が投資判断の参考にする資料でビジネスモデルを示す図として馴染みが深いものであると考えたからだ。

資料作成にあたり、留意した点は回答者に与える情報量である。

実際の投資判断においては、財務情報や非財務情報の多くの要素を含めた上で行われる。そのため、売上高や規模、経営チームなど、今回の調査で観測したい要素とはかかわらない情報を制限した資料を用いた。

次に、仮想企業の上場マーケットについてだ。東証一部や二部といった大規模なマーケットでは、事業の数と範囲が多岐に渡っており、ビジネスモデルが複雑化していることが多い。そこで、新興企業が多く単純なビジネスモデルで表現することができる東証マザーズを選択した。

最後に、投資判断を行ってもらう仮想企業4社の差異については、観測したい軸の構成要素をもとに設定した。

①市場内容

市場内容を決めるに当たり、世界におけるベンチャーキャピタルの業種別投資対象の内訳⁵を参考にした。ここから二番目に投資対象としての割合が高い医療・ヘルスケア分野である「医療関連事業」と「フィットネス関連事業」を市場として採用した。最も割合が高いIT関連分野を選択しなかった理由は、投資対象としての割合がほかの分野よりも抜きん出て高く、市場内容が良いということだけで投資判断がされることを防ぐためであった。

②ビジネスモデル内容

ビジネスモデルの表現については、有価証券報告書に記載されている事業系統図を基にして作成した。これと表記が近しく相性の良い収益モデルの分類体系として、板橋(2010)におけるピクト図解を採用した。ピクト図は外部から測定可能でかつ明確に解釈ができる分類

⁵ 一般財団法人ベンチャーエンタープライズセンター「ベンチャー白書2018 ベンチャーニュース特別版」を参照

体系である。板橋 (2010) によると、ビジネスとは「誰かと誰か」が「商品・サービスとカネ」を交換する行為であり、ピクト図解はその交換の種類を8つのモデルで示している。それにより収益モデルを「見える化」することができ、その企業の根幹となる収益を上げる仕組みが浮き彫りとなるのが特徴である。また、箱と矢印など一定のルールに基づいて関係性を図に落とすため、それぞれのモデルの抽象度が揃っており、かつ8モデルとパターン数が少ないため、その企業の収益モデルを明確に特定することが可能となる。

本研究ではビジネスモデルの内容への回答者の反応を明確に観測するため、事業成果が高いモデルと事業成果が低いモデルを採用し、仮想企業間に差をつけた。サブスクリプションビジネスと小売ビジネスを比較すると、サブスクリプション企業が5倍の速度で成長していることがわかった⁶。そこで、事業成果が高いモデルとしてサブスクリプションビジネスの継続モデルを、低いモデルとして小売ビジネスの小売モデルを採用した。

先述した市場内容とビジネスモデル内容をもとに、市場数とビジネスモデルのパターン数によって差異をつけ、図表4を作成した。

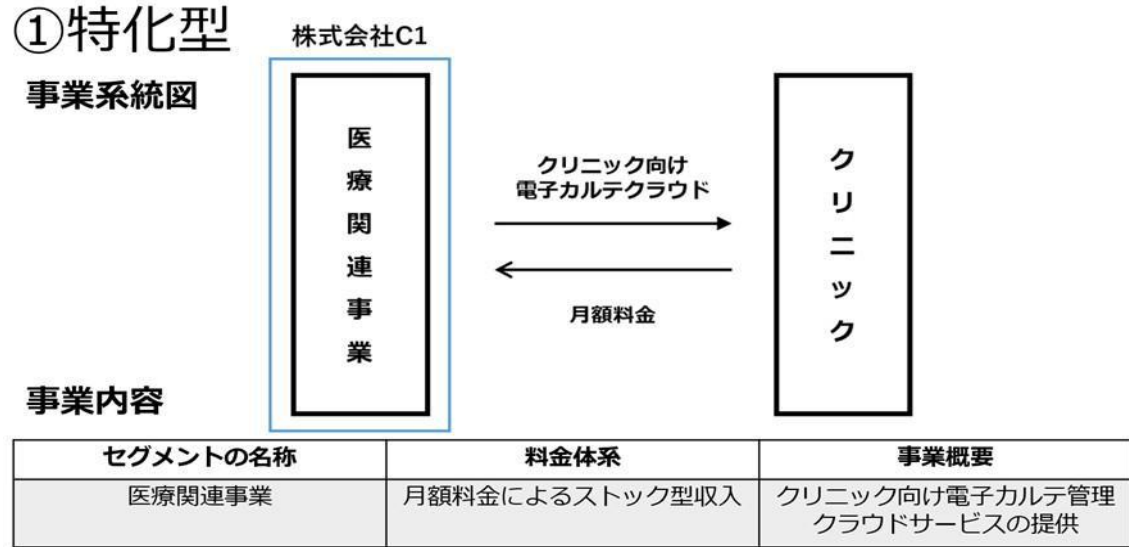
まず、特化型としてクリニック向けに電子カルテクラウドの提供を行う企業を設定した。市場内容は医療関連事業で、ビジネスモデル内容は継続モデルである。

次に、融業型としてクリニック向けに電子カルテクラウドの提供と医療機器の卸売を行う企業を設定した。市場内容は医療関連事業で、ビジネスモデル内容は継続モデルと小売モデルの組み合わせだ。

そして、横展開型としてクリニックとフィットネスジム向けに電子カルテクラウドの提供を行う企業を設定した。市場内容は医療関連事業とフィットネス関連事業で、ビジネスモデルは継続モデルである。

最後に、多角化型は、クリニック向けに電子クラウドの提供を行い、フィットネスジム向けにトレーニングマシン等の卸売を行う企業を設定した。市場内容は医療関連事業とフィットネス関連事業で、ビジネスモデル内容は継続モデルと小売モデルの組み合わせだ。

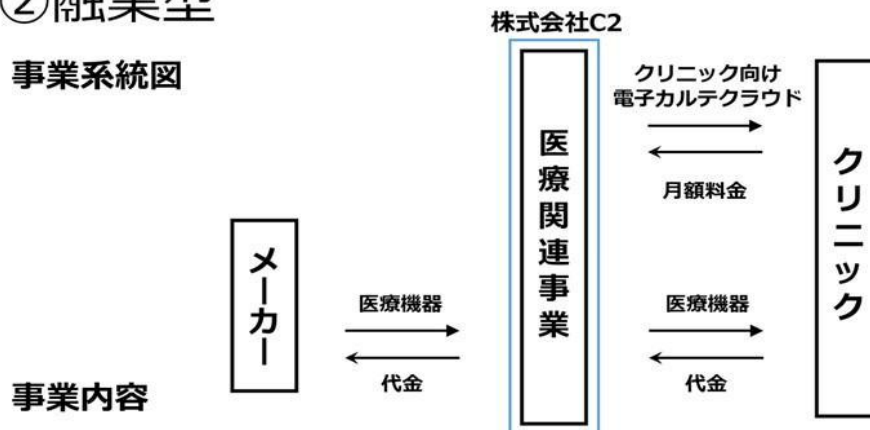
図表4 構造化インタビュー資料



⁶ Zuora公式HPより引用

②融業型

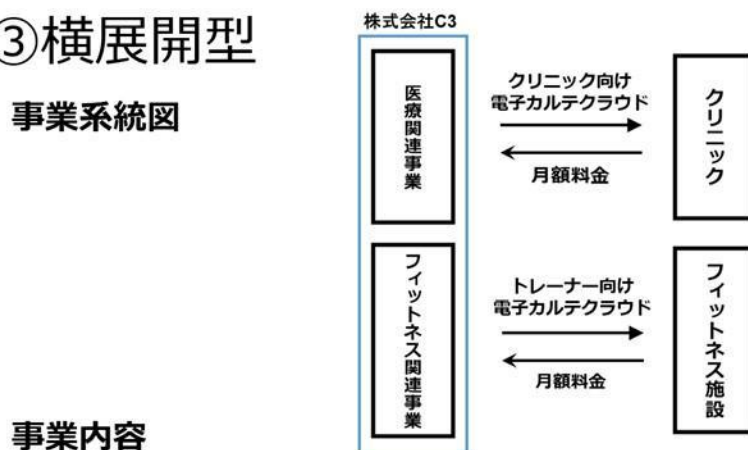
事業系統図



セグメントの名称	料金体系	事業概要
医療関連事業	月額料金によるストック型収入	クリニック向け電子カルテ管理クラウドサービスの提供
	機器販売によるフロー型収入	クリニック向け医療機器の販売

③横展開型

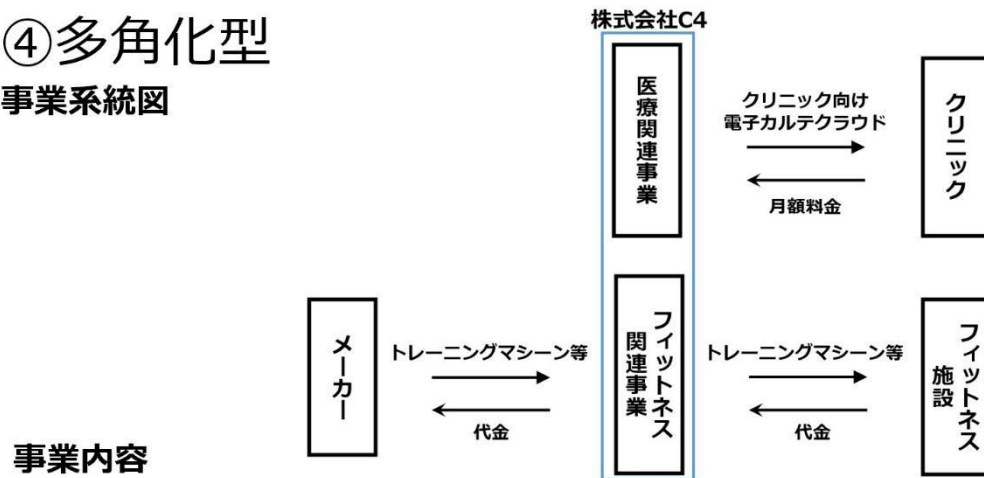
事業系統図



セグメントの名称	料金体系	事業概要
医療関連事業	月額料金によるストック型収入	クリニック機関向け電子カルテ管理クラウドサービスの提供
フィットネス関連事業	月額料金によるストック型収入	フィットネス施設向け電子カルテクラウドサービスの提供

④多角化型

事業系統図



セグメントの名称	料金体系	事業概要
医療関連事業	月額料金によるストック型収入	クリニック機関向け電子カルテ管理クラウドサービスの提供
フィットネス関連事業	フィットネス機器販売によるフロー型収入	フィットネス施設向けトレーニングマシン等の販売

3.1.2. 半構造化インタビューについて

我々はインタビュー手法として半構造化インタビューを採用した。今回の研究は初期理論の構築であるため、回答者の意見を深堀し、評価のプロセスを明らかにすることができ(Eisenhardt, 1989)、また詳細なデータを得ることができる半構造化インタビューを用いた(Edmondson and Mcmanus, 2007)。インタビュー時には誘導的な質問から生じるバイアスを防ぐためにオープンエンドの質問を行った(Miller, Cardinal and Glick, 1997)。その後、インタビューデータのコーディングを行った。

3.1.3. コーディングについて

コーディングについては、まずEisenhardt(1989)に従い、インタビューの録音と書き起こしを行い、得られたデータが漏れることがないようにした。その後、書き起こしを用いて、投資家が何に注目して投資判断を行ったのか、図表3の定義に基づきコーディングを行った。投資判断に対して理由を説明してもらったところ、重視した点から順に体系的に説明する投資家がほとんどであった。従ってコーディングの際には、説明する順序も考慮しつつ、重視する順番で1、2、3とつけた。また、精度を上げるため、研究班のメンバー3人が各自で同じデータについてのコーディングを行った後、3人が互いの見解のすり合わせを行い、相違点などを話し合ったのちに、最終的な一つの結果とした。

以下に、インタビューの記述を用いてコーディングの例を提示する(図表5)。

図表5 コーディング例

インタビューの記述	コーディング
「 <u>電子カルテ事業にリソースを集中させてそれをなるべく大きくしてほしい。</u> 」(ベンチャーキャピタリストB インタビュー)	市場数 1
「 <u>医療機器関連であるならば医療機器関連に集中して収益が多様化している。</u> 」(ベンチャーキャピタリストF インタビュー)	市場数 1 モデル数 1
「まず、 <u>なんの事業をやっているか</u> ってというのはすごく大事ですよ。なんの事業をやっている。クリニック向けに電子カルテクラウドっていうのをパッと見たときに、基本的にここってかなり競争厳しいなっていうのはパッと浮かびますよね。」ファンドマネージャーF インタビュー)	市場内容 1
「 <u>ストック型のビジネスの方が大きい</u> 想定で1位にしました。」(ベンチャーキャピタリストA インタビュー)	モデル内容 1
「 <u>医療関連っていう、顧客がつながっている</u> というところですね。クリニックっていう顧客が繋がっているの、ここは、顧客つながりでやっぱり、営業戦略がかけやすいと言ったようなところ」(ファンドマネージャーF インタビュー)	シナジー 1

3.2. 調査対象者について

調査対象は、投資行動における意思決定者であるベンチャーキャピタリスト4名と、機関投資家の中でもファンドマネージャー4名の計8名を選択した。ベンチャーキャピタリストとファンドマネージャーは、投資先として取り扱う企業の規模によって役割が異なる。我々は、構造化インタビューと半構造化インタビューによって、有意義な見解を得るためにこの二者を選択した。

ベンチャーキャピタリストの特徴は、未上場のベンチャー企業を投資先として扱う投資家である。株式の取得を通して資金面で事業の拡大をサポートする一方で、その後株式市場に上場した際には株式を売却し値上がり益の獲得を目指している。大きな値上がり益を期待できるが、出資金の回収が出来ない場合もあるため、ハイリスク・ハイリターン投資を行うスタンスだと言える⁷。

一方、ファンドマネージャーの特徴は、年金資産や投資信託をはじめとした機関投資家の資産運用に広く携わる専門家である。優良企業の株などをリサーチした上で企業の長期的な成長や経済状況を見つつ、長期的な売買を行う⁸。

4. 結果

投資家ごとのポートフォリオへの順位付けと、5つの判断軸へのインタビュー結果を以下の表(図表6)にまとめた。調査対象のうちA～Dはベンチャーキャピタリスト、E～Hはファンドマネージャーである。横の列には評価軸の5つのラベルを並べ、縦の列には四類型の種類に加え、評価全体に関する発言もコーディングするため「全体」という項目を追加している。表の見方としては、それぞれの調査対象において最も左のセルは順位、そして評価軸とビジネスモデルポートフォリオの4類型が交差するセルに数字がある場合、その評価軸が当該の類型を評価するに当たっての判断軸となった順番が数字で示されている。(数字が示してい

⁷ 企業年金連合組合 用語集、野村證券 証券用語解説集を参照

⁸ 大和アセットマネジメント株式会社 用語集、日本証券業協会 金融・証券用語集、野村証券 証券用語解説集を参照

るのは、判断軸5要素に対して注目した順番である。)例えばベンチャーキャピタリストAを見ると、評価の高い順に融業、特化、横展開、多角化の順となり、融業を評価するにあたってポートフォリオを最も重視し、その次にモデル内容をみて評価していると捉えることができる。

図表6 ベンチャーキャピタリストとファンドマネージャーの
インタビュー結果

ファンドマネージャー

E						
順位	四類型	市場数	モデル数	市場内容	モデル内容	シナジー
3	①特化			1		
2	②融業		2	1		
1	③横展開					1
4	④多角化					1
	全体					1

F						
順位	四類型	市場数	モデル数	市場内容	モデル内容	シナジー
2	①特化	2	2	1	2	
3	②融業			1		1
1	③横展開			1	2	1
4	④多角化			1		1
	全体	2		1		1

G						
順位	四類型	市場数	モデル数	市場内容	モデル内容	シナジー
4	①特化		1		1	
2	②融業	3			2	1
3	③横展開			2	2	1
1	④多角化			2	2	1
	全体			2	2	1

H						
順位	四類型	市場数	モデル数	市場内容	モデル内容	シナジー
4	①特化					
3	②融業				2	1
2	③横展開					1
1	④多角化				2	1
	全体					1

ベンチャーキャピタリスト

A						
順位	四類型	市場数	モデル数	市場内容	モデル内容	シナジー
2	①特化	1	1		2	
1	②融業			2		1
3	③横展開					1
4	④多角化			2		1
	全体					1

B						
順位	四類型	市場数	モデル数	市場内容	モデル内容	シナジー
1	①特化	1	1			
2	②融業	1				2
3	③横展開					
4	④多角化					
	全体	1	1			2

C						
順位	四類型	市場数	モデル数	市場内容	モデル内容	シナジー
2	①特化	1				
1	②融業	1	2			
3	③横展開	1				
4	④多角化	1			2	
	全体	1	1			

D						
順位	四類型	市場数	モデル数	市場内容	モデル内容	シナジー
1	①特化	1				
3	②融業				1	2
2	③横展開					1
4	④多角化				1	2
	全体					

表から読み取れる結果としては、ベンチャーキャピタリストは特化型を評価し、ファンドマネージャーは横展開型を評価した、ということである。判断基準の要素としては、ベンチャーキャピタリストは市場数を重視した一方で、ファンドマネージャーはシナジーと市場内容を重視していた。

ベンチャーキャピタリストは特化型の企業のように、複数の事業基盤を持つことよりも、市場の数を絞り込んで資源を集中させ事業を伸ばしていこうとする企業に投資する傾向が強いことがわかる。インタビューでも、

「マザーズのレベルでいくつも収益モデル、顧客を持つことは難しく、経営資源は選択と集中していかなければならない。」

と、ベンチャーキャピタリストCは選択と集中の重要性を語った。

一方で、ファンドマネージャーは横展開型のように、展開している事業間で相乗効果をもたらしているか、そしてうまく成功する要素のある市場に属しているかを重視して投資する傾向にある。②融業型を選択した際にファンドマネージャーFは、

「(②融業型は)医療関連で顧客が繋がっていて営業戦略が掛けやすい。」

と語り、資源の多重利用による効率性というシナジーに注目していた。また、市場内容に関して、ファンドマネージャーFは電子カルテクラウドの現状を憂慮しながら、

「どんな事業をやっているかはすごく大事。クリニック向けに電子カルテクラウドっていうのをパッと見たときに、基本的にこの市場はかなり競争激しいなっていうのはパッと浮かびますね。」

と、市場の競争環境や実際に存在する類似企業の状況を踏まえて判断していた。

以上の二点から、ファンドマネージャーは横展開型のように、展開している事業間で相乗効果をもたらしているか、そしてうまく成功する要素のある市場に属しているかを重視して投資する傾向にあることが分かった。

結果をまとめるとベンチャーキャピタリストは特化型の企業を評価する。そしてその判断理由は市場数を絞ることにある。一方でファンドマネージャーは横展開型の企業を評価する。その判断理由は事業間にシナジーが効いていること、次に市場内容で先を見通すことができるかである。

5. 考察

なぜベンチャーキャピタリストが市場数を重視し、ファンドマネージャーがまずシナジーを見て次に市場内容を見るといった結果になったのかを紐解いていく。その原因として双方に目的の違いがあるからだと考えた。

ベンチャーキャピタリストは将来の成長が期待される企業を育てることが目的である。リソースの分散を防ぎ、1つの市場に集中して確実に成長するような「選択と集中」によって、企業価値を高めることが出来る企業を投資先として選択する。そのため、市場数を重要視し、特化型が評価されたと考察する。

また、ベンチャーキャピタリストは投資先企業に積極的に関わる姿勢を取ることが分かった。ベンチャーキャピタリストDは自身の投資家としての関わり方について以下のように語った。

「①特化型の状態の時に③横展開型がイメージで来ているかを(スタートアップの経営者に)聞いたとき、できていないって言うのがほとんどです。その状態で僕が投資

家として関わって気づいてもらうことで、会社の時価総額が上がるんですよ。」

この積極的に介入し自らがその企業を成長させようという姿勢には2点の理由があると考えられる。1点目の理由はノウハウの少ない起業家・経営者を支えることや、倒産した場合投資金の回収ができないリスクにより不確実性はあるが、成長性を少しでも確実なものにするため。2点目の理由はベンチャーキャピタリストの収入の得方は、キャピタルゲイン(投資時点と成長後の間に生まれる株式の値上がり益)を主としており、企業価値を高めることによって、自身の収入をより上げることを目指しているためである。

以上2点の理由から、ベンチャーキャピタリストは、成長が期待される投資先企業へ積極的に介入し、ハイリスク・ハイリターンな投資を行う特性を持つ。

そのため伸びしろのあるシンプルな企業に投資する傾向があり、市場数を絞っているかどうかという判断軸を最も重視する。

一方で、ファンドマネージャーは顧客の年金資産や投資信託の運用のために、リスクを避け確実なリターンを得ることを目的としている。その目的のために、事業を複数展開することでリスクを分散させ、事業間で相乗効果を生みだせるような企業を投資先として選択する。そのため、ファンドマネージャーはシナジーと市場内容が重視し、横展開型を評価したと我々は考察する。実際のファンドマネージャーHはインタビューで、事業を複数展開することによるシナジーやリスクの低さを評価するような発言をしていた。

「(②融業型と比較すると)③横展開型の方がビジネスリスクは低いかな、成長も上手く(できるだろう)。クリニックとフィットネスでそれなりにシナジーもありそう。」

また、ファンドマネージャーの特性として持続性を重視する傾向がみられた。ファンドマネージャーEは企業評価の考え方として、

「この会社は確かに成長してきたけど、サステナブルグロース(持続的成長)なのかどうか、本当にターンアラウンド(事業再生)できるのかという発想で企業評価をしていた。」

と述べている。成長性だけでなく、サステナブルグロースという言葉からもわかるように持続性が評価の一つとされているのである。

これらは、ファンドマネージャーが、顧客から預かった資産を運用する際に一時的なものではなく長期的に運用に継続的に利益を得ることが求められ、インカムゲイン(資産を保有することで得られる収入)をメインとした持続的なリターンが見込めるように注意を払うためである。

このようにファンドマネージャーは顧客の資産の長期的運用を目的としていることから持続性を重視する傾向にあり、それをシナジーと市場内容という二つの判断軸によって評価する。

まとめると、ベンチャーキャピタリストは将来の成長が期待される企業を育てることを目的とするため、市場数を絞り効率的な成長をする企業に注目して投資を行う。それに対して、ファンドマネージャーは顧客の資産運用をローリスクで持続的に行うことを目的とするため、堅実な企業であるかを見るためにポートフォリオと市場内容に着目して投資を行う。特に、シナジーは、ベンチャーキャピタリストよりも規模が大きく企業の構造も複雑な企業を対象とするためファンドマネージャーは重要視する。

6. 本研究の意義と限界点

本研究は、5つの判断軸を基に、ベンチャーキャピタリストとファンドマネージャーのビジネスモデルについての投資判断基準と意思決定時のプロセスを明らかにするためにインタビュー調査を行った。その結果、投資家の立場によって①評価するポートフォリオ②評価する5つの判断軸③評価プロセスが異なることが明らかとなった。

本研究の貢献点は以下の3点である。

1点目は、投資家のビジネスモデルポートフォリオという概念が投資家の投資判断にどのような影響を与えるかを示したことである。今後研究対象としてより注目されていくであろうこの概念において、既存の企業業績への影響ではなく投資家の投資判断への正の影響を明らかにしたことは、ビジネスモデルポートフォリオの研究域を広げたこととなる。また、投資家の属性ごとに評価するポートフォリオが明らかになったことは企業の資金調達の際に効果的となる。

2点目は、投資家の属性ごとにビジネスモデルの評価基準が変化することを示した点である。本研究では、ビジネスモデルが投資判断の一部として評価されていること、また投資家の属性ごとにどのように評価するか視点が変わることが明らかとなった。これにより、今後資金調達を受ける際に、どのようなビジネスモデルに注目する必要があるかを示唆した。

3点目は、投資判断時の意思決定におけるプロセスを示したことである。我々が提示した投資家の属性と投資判断時の評価基準の関係性は、実務家が自社の事業設計を検討して投資調達を行う際の指針となり、効果的に投資を得られる可能性が高まる。

一方で、本研究の限界点は3つある。

1点目は、判断軸を5つに絞りこんでいる点である。投資家が今回資料に記載しなかった要素とビジネスモデルの組み合わせについて判断している可能性があるためである。事業のストーリー性や資本金の大きさ等の財務情報で評価するビジネスモデルポートフォリオのパターンが資料に記載しなかった要素として想定される。

2点目は、提示資料において市場内容(医療業界・フィットネス業界)とモデル内容(サブスクリプションモデル・卸のモデル)を我々が設定したことで、一般化することが出来ない点である。他業界や異なるモデルを用いた調査をすることで一般化を進めることが出来ると考えられる。

3点目は、研究対象をファンドマネージャーやベンチャーキャピタリストとしているため個人投資家や海外投資家等、異なる投資家の分類を対象とした場合、その他の結果を得ることが出来る可能性がある点である。

本研究で絞り込んだ変数以外で提示資料を作成した場合や、扱わなかったその他の投資家の属性によって、研究結果に変化が現れるかを解明することが今後の研究課題である。

7. 参考文献

- Aversa, P., S. Furnari and S. Haefliger (2015) “Business model configurations and performance: A qualitative comparative analysis in Formula One racing, 2005-2013.” *Industrial and Corporate Change*, 24(3), 655-676
- Amit, R. and C. Zott (2001) “Value creation in e-business.” *Strategic Management Journal*, 22(6-7), 493-520.
- Annabelle Gawer and Michael A. Cusumano (2014) “Industry Platforms and Ecosystem Innovation” *Journal of Product Innovation Management*, 31(3), 417-433
- Baron, JN and Hannan, MT (2002) “Organizational Blueprints for Success in High-Tech Start-Ups: Lessons from the Stanford Project on Emerging Companies” *California Management Review*, 44(3), 8-36
- Birkinshaw, J. and J. Goddard (2009) “What is your management model?” *MIT Sloan Management Review*, 50(2), 81-90.

- Bocken, N. M. P., P. Rana and S. W. Short (2015) "Value mapping for sustainable business thinking." *Journal of Industrial and Production Engineering*, 32(1), 67–81.
- Casadesus-Masanell and R. and J.E. Ricart (2010) "From Strategy to Business Models and onto Tactics." *Long Range Planning*, 43(2-3), 195-215
- Cusumano, Michael A, Annabelle Gawer, Yoffie, David B. (2019): *The business of platforms: strategy in the age of digital competition, innovation, and power*: Harper Business.
- Davis, T.J., Jr., and Stetson, C.P., Jr. (1984) "Creating successful venture-backed companies." *Journal of Business Strategy* 5,45-58.
- Dean A. Shepherd (1999) "Venture Capitalists' Assessment of New Venture Survival" *Journal of management science*, VOL. 45, No. 5, 621-632
- Edmondson, AC and Mcmanus, SE (2007) "Methodological fit in management field research" *Academy of Management Review*, 32(4), 1155-1179
- Gambardella, A. and A. M. McGahan (2010) "Business-model innovation: General purpose technologies and their implications for industry structure." *Long Range Planning*, 43: 262–271.
- Gompers, P and Kaplan, SN and Mukharlyamov, V (2016) "What do private equity firms say they do?" *JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS*, 121(3), 449-476
- Gompers, P and Kovner, A and Lerner, J and Scharfstein, D (2010) "Performance persistence in entrepreneurship" *Journal of Financial Economics*, 96(1), 18-32
- Hellmann, T. and Puri, M (2000) "The interaction between product market and financing strategy: the role of venture capital." *REVIEW OF FINANCIAL STUDIES*, 13(4), 959-984
- Henry Chesbrough and Richard S. Rosenbloom, (2002) "The role of the business model in capturing value from innovation: evidence from Xerox Corporation's technology spin-off companies" *Industrial and Corporate Change*, Volume 11, Number 3, pp. 529–555
- Johnson, M.W., C.M.Christensen, H.Kagermann (2008) "Reinventing Your Business Model" *Harvard Business Review*, Volume 86, Issue 12, pp.50-59
- Kathleen M. Eisenhardt (1989) "Building Theories from Case Study Research" *The Academy of Management Review*, Vol. 14, No. 4, 532-550.
- Macmillan, I.C. and Zemann, L., Subbanarazimha, P.N. (1987) "Criteria Distinguishing Successful From Unsuccessful Ventures In The Venture Screening Process" *JOURNAL OF BUSINESS VENTURING*, 2(2), 123-137
- Massa, L., C. L. Tucci and A. Afuah (2017) "A CRITICAL ASSESSMENT OF BUSINESS MODEL RESEARCH." *Academy of Management Annals*, 11(1), 73-104.
- Morris, M., M. Schindehutte and J. Allen (2005) "The entrepreneur's business model: toward a unified perspective." *Journal of Business Research*, 58(6), 726-735.
- Osterwalder, A. (2004) "The business model ontology—A proposition in a design science approach." Dissertation 173, University of Lausanne, Lausanne, Switzerland.
- Paul A. Gompers, Will Gornall, Steven N. Kaplan, Ilya A. Strebulaev (2020) "How do venture capitalists make decisions?" *Journal of Financial Economics*, 169-190
- Healy, PM and Palepu, KG (2001) "Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature" *Journal of Accounting and Economics*, 31, 405–440.
- Sabatier, V and Mangematin, V and Rousselle, T (2010) "From Recipe to Dinner: Business Model Portfolios in the European Biopharmaceutical Industry" *Long Range Planning*, 43, 431-447.

- Sohl, T and Vroom, G and McCann, BT (2019) "Business model diversification and firm performance: A demand-side perspective" *Strategic Entrepreneurship Journal*, 14(2), 198-223
- Teece, D. J. (2010) "Business Models, Business Strategy and Innovation." *Long Range Planning*, 43(2-3), 172-194.
- Trimi, S. and J. Berbegal-Mirabent (2012) "Business model innovation in entrepreneurship." *International entrepreneurship and management journal*, 8(4), 449-465.
- Tyebjee, T. T. and Bruno, A. V. (1984) "A Model of Venture Capitalist Investment Activity" *Management Science*, Vol. 30, No. 9
- Zott, C., Amit, R. and Massa, L. (2011) "The business Model: Recent Developments and Future Research." *Journal of Management*, 1019-1042
- 板橋悟 (2010)『ビジネスモデルを見える化するピクト図解』ダイヤモンド社。
- 近藤、齋藤、根本、山田 (2019)「投資家を惹きつけるビジネスモデルーベンチャー企業の明暗を分ける四類型ー」1-25頁。
- 一般財団法人ベンチャーエンタープライズセンターベンチャー白書2018 ベンチャーニュース特別版』
- 英国財務報告評議会(FRC) 財務報告ラボ (2016)「ビジネスモデル・レポーティングに関する報告書」
- 伊藤邦雄 (2017)「伊藤レポート 2.0 持続的成長に向けた長期投資 (ESG・無形資産投資) 研究会報告書」経済産業省
- 日本経済新聞「上場の意義、問い直す——サイバーエージェント社長藤田晋氏、資金調達で成長探れ(複眼) (2019/4/25)
- INITIAL「Japan Startup Finance 2019」Japan Startup Finance 2019 - INITIAL 国内スタートアップ資金調達動向 (<https://initial.inc/insights/startup-finance-2019>) アクセス日時: 2021年1月9日。
- 企業年金連合組合 用語集「ベンチャーキャピタル」(<https://www.pfa.or.jp/yogoshu/he/he12.html>) アクセス日時: 2021年1月7日。
- 大和アセットマネジメント株式会社 用語集「ファンドマネージャー」(https://www.daiwa-am.co.jp/guide/term/ha/fando_2.html) アクセス日時: 2021年1月7日。
- 日本証券業協会 金融・証券用語集「投資信託」(<https://www.jsda.or.jp/jikan/word/098.html>) アクセス日時: 2021年1月7日。
- 野村證券 証券用語解説集「ファンドマネージャー」(<https://www.nomura.co.jp/terms/japan/hu/fundmanager.html>) アクセス日時: 2021年1月7日。
- 野村證券 証券用語解説集「ベンチャーキャピタル」(<https://www.nomura.co.jp/terms/japan/he/venturecapital.html>) アクセス日時: 2021年1月7日。