

第 19 回 KVS セミナー講演録

『ベンチャーキャピタルの本質的役割』

ーベンチャーキャピタルとの付き合い方ー

1. パネラー： アジルネットワークス株式会社 CEO 篠田亘司氏
： 伊藤忠テクノロジーベンチャーズ株式会社 社長 安達俊久氏
パネルコーディネーター： KVS 運営委員 公平良三氏
2. 日時： 2008 年 6 月 19 日(木) 19:00～（講演会終了後に交流会が行われました。）
3. 会場： 東工大田町 キャンパスイノベーションセンター 国際会議室
4. 参加者： 40 名

今回はベンチャー企業の創業者が、ベンチャー・キャピタルから資金調達後、ベンチャーキャピタルといかに付き合うかについて、篠田亘司氏にご自身のご経験を話して頂きました。またこうしたベンチャー企業側の考えに対して、ベンチャーキャピタルはどのように考えるかを伊藤忠テクノロジーベンチャーズ(株)の社長、安達俊久氏にお話を頂きました。

ー篠田氏

トロンを開発された東大の坂村さんの本に影響を受けて1999年、大学在学中にシノックスというソフトウェア会社を設立しました。当時は主に大きなソフトウェア会社の下請けのような仕事をしていました。下請けというのは労働集約的な業務ですが、キャッシュの面では身軽であるという利点があります。その後、ASP(アプリケーションサービスプロバイダ)事業を始めましたが、このビジネスは先に大きな投資が必要で、売り上げの回収に時間がかかるため、資金の需要が増える結果になりました。当時は年商が数千万円程度の会社でも軽く数億円程度の投資の話もあるような状況で、私たちの会社もベンチャーキャピタルの活用に真剣に取り組みました。数社面談し、会社に約40億円のバリュエーションをつけてもらい、投資で約5億円、融資で約5億円を調達することができました。



製品のソフトウェアは大手の会社に担いでもらうことで多数の企業に販売することができ、順調に行っていました。しかし新たなビジネスとしてデータセンター事業を始めたのですが、このビジネスは設備、場所の確保に多額の費用がかかり、さらに外資系企業が参入してくるなど激しい価格競争となり、赤字となってしまいました。ベンチャーキャピタルと相談したところ、投資先同士を合併させるということで会社を売却し、私は会社から抜けることとなりました。その後、米国に渡り、コンサルティング事業などを行っていました。日本へ帰国後、現在の会社、アジルネットワークスを

設立しました。現在、中小企業向けにインターネット電話サービスを提供しています。

次にベンチャーキャピタルから資金を提供してもらうまでを紹介したいと思います。まず初期の面談があり、その後、会社概要、株主リスト、謄本、決算資料、事業計画書、資本政策、監査法人のレビュー、特許、その他重要な事項など、大量の資料請求を求められます。投資を審査するのですから必要だとは思いますが、これは小さいベンチャー企業にとってはなかなかの負担で、何とか簡素化されないものかと思っていました。その後10~20回の面談があり、さらにベンチャーキャピタルの投資部会でプレゼンを行うなどを経て、うまくいけば投資契約となります。投資契約では役員が辞めない、買取保障をどうするのか、重要な決定の報告契約、優先権の引き受けなどの契約を行います。投資を受けることができるようになるまでに、社長が何社も回り、相当な回数のプレゼンを行わなくてはならないということがかなり大きな負担になっていました。

—安達氏

篠田さんのお話のように、本当はベンチャー企業を助けるはずのベンチャーキャピタルが逆にベンチャーの負担になっているなど考えなくてはならないことがあると思います。

私は伊藤忠でベンチャー事業に10年、キャピタル事業に6年ほど関わっていますが、以前に比べて日本の投資、起業環境はかなり整備されてきていると思います。ベンチャーではIT、ネット環境、ファンドでは金融商品取引法など以前と大きく変わってきています。しかし2006年1月にライブドアの堀江社長が逮捕されて以降、新興市場は非常に厳しい状況が続いています。上場ブームのピークだった2005年の冬を100とすると現在は4分の1の25ほどまで落ちています。さらに上場審査が厳しくなり一昨年には190件近かったIPOの数も去年には120件、今年は6月まで25件ほどと低迷しています。ベンチャーも、ファンドも、本物だけが生き残れる時代になったと感じています。

米国、EUなどと比較すると日本の投資残高はまだまだ低い水準にあります。出資者も日本では金融機関が多く、1件あたり投資金額の平均も約8000万円となっているのに比べて、米国、EUでは年金機関が主な投資家となっており、平均額も5~10億円と日本に比べてかなり高額となっています。また日本ではM&Aが少なく、投資の出口はIPOしかなく、またIPOを行うと年間1億円以上の負担が増えるという状況もあります。ベンチャー企業の市場である東証マザーズから個人投資家が逃げていってしまい、主な投資家である機関投資家もベンチャーをあまり評価していません。ベンチャーキャピタルの歴史は30年近くとアメリカと比較しても差はあまりないはずですが、中身はかなり異なっています。

今後ベンチャーの発展に必要なことが3つあると考えています。まず一つ目が産学官での教育です。今以上に自主自立の意識を高める必要があると思います。一つの参考として、アメリカの大学院へ留学する割合は日本では2%、中国では10%、台湾では20%と言われています。日本の学生が日本の環境に満足してしまっている証拠ではないでしょうか。二つ目が風土、意識の改革です。現在の日本では起業家が尊敬されていません。また多くの大企業もベンチャー企業との連



携に消極的です。三つ目は制度、インフラの整備です。これにより現在の、リスクマネーの供給が少ないこと、エンジェルがいないことなどがある程度解決されると思います。ベンチャーは価値創造型になっていくべきです。

ベンチャーとはイノベーションのエンジンです。また日本の独自技術を世界へ送り出す役割を担っています。これからはITというプラットフォームの上に環境、健康などの分野のベンチャーが生まれてくると思います。中国やインドなどとは人口が大きく違うのだから、GDPではやがて抜かれることとなります。日本はアジア諸国と協力し、質で競争していくべきだと思います。そのときにベンチャーキャピタルはエンジンの点火と、最大効率化を目指すという役割を担っていると思います。

最後に若い人に3つの提言をしたいと思います。一つ目は「中国語を勉強しよう」ということです。これは中国語でなくてもいいのですが、英語ともうひとつ言語を勉強しようということです。ローカルの閉じた社会から、グローバルの開かれた社会になり、1対1で対等に対話できるようになる必要があると思います。二つ目は「石油本位制」から「CO₂本位制」へ移行する必要があるということです。環境問題はこれから避けては通れない問題だと思います。また日本は世界で最初に本格的な少子高齢化社会を迎える国です。Sustainable Economyを目指す必要があります。三つ目は日本独自の「もったいない精神」「武士道」「親孝行」という美しい言葉を忘れず、日本人らしく振舞うことが必要になると思います。

ーパネルディスカッション

(投資を受けるまで)

公平: 投資を受けるまでにどんなことに苦労されましたか？

篠田: リードインベスターを見つけるために、何社も回りたくさんのプレゼンを行わないといけないことが非常に大変でした。

安達: そのとおりだと思います。ベンチャーキャピタル側も自分で決めないことが多いことにも原因があると思います。日本で200社程度のベンチャーキャピタルがありますが、自分で決めるベンチャーキャピタルは10社程度しかいないのではないかと思います。

公平: 日本で投資額が少ないのはベンチャーキャピタルのベンチャー評価能力が低いことも理由としてあるのではないですか。アメリカではどのようなことをベンチャーに尋ねていますか？

安達: アメリカで特に重要視しているのはビジネスモデルです。

篠田: 日本のベンチャーキャピタルは、投資回収の手段が上場しかないため、上場できるかどうかを見極めようとしています。上場までのスケジュールを少人数で作るのは非常に大変です。社長は実業にもっと時間を使いたいと思っています。銀行は返済されればいいと思っていますが、ベンチャーキャピタルはベンチャー企業が上場できるか、ビジネスモデルはどうかを見ています。

質問: 安達さんの投資の判断基準は？

安達: 定量的に判断できればいいのだけれど、定量的に社長の器と市場を比較して決めることは難しいことです。実を言うと大事にしていることは社長の第一印象です。次に何を考えてい

るかを見ます。重要度の順番は、経営者、市場性、技術の順です。

篠田：決断力のあるキーマンにどうアプローチするかが大切です。最初はキーマンに会えず、担当者に振り回されることになります。

質問：クライナーパーキンスのように影響力の強いベンチャーキャピタルは日本にいますか？

安達：クライナーパーキンスがダントツで成功率が高いわけではありません。米国には小さいところでもいいところはたくさんあります。日本では、ジャフコなんかは年間500～600億円ほど投資していますが、日本ではどこが絶対に強いというのはまだないと思います。やはり成功するかどうかを判断するのは難しいものです。ダメなのを見抜く方は比較的簡単です。わが社の例では500社が面接に来て、そのうち投資するのは10社程度、最終的に成功するのは2社程度の割合です。



(投資を受けた後)

篠田：証券系、銀行系の大手は投資後、ベンチャーの経営をサポートするというのは少数です。独立系は積極的に経営に加わってきます。私の経験から失敗したなと感じたのは、投資を受けている弱みでベンチャーキャピタルからの意見を容易に取り入れてしまったことです。資金を出してもらっているとはいえ、毅然とした態度が必要で、その上でいい関係を維持していかなければなりません。

安達：日本のベンチャーキャピタルは金融系の方が多いです。一方アメリカでは事業を引退した後にやる人が多いです。日本では事業経験がない人が多く、数字にばかりこだわります。事業経験のある人がベンチャーキャピタルをやるべきだと思います。

篠田：日本のベンチャーキャピタルにも事業関係者が増えるといいと思います。特に数字の扱いではなく、0、1の判断に詳しい方が増えるといいと思います。20代のころにはアドバイスも必要だと思います。

質問：ベンチャー企業の成功確率が低いのは、出口がIPOしかないからでしょうか？

安達：そうだと思います。大企業はベンチャー企業を相手にしようとしていません。日本では政府、大企業、ベンチャーの順で尊敬されます。だから大企業はベンチャーにリスクをとらせ、実績

を出してから来いと言う。一方米国では、ベンチャー、大企業、政府の順で尊敬される傾向があります。

質問: 基本的な質問ですが、ベンチャーキャピタルはどうして出てきたのですか？本来、銀行が持つべき役割が機能していないからではないのですか？

安達: 残念ながら、その質問の正確な解答は持っていません。米国ではシリコンバレーから発生したといわれています。日本はそれを取り入れたのだと思いますが、似て非なるものです。融資と投資が混在してしまっています。これらはコンフリクトする概念なので、それぞれ独立してやるべきです。

質問: ダメなベンチャーはすぐ分かるというのはなぜですか？

安達: あくまで主観的な判断です。しかし実を言うと断った会社の上場のほうが多いのです。それだけ難しいということにして頂きたいと思います。こちらの人数の関係上、またベンチャー企業の方にも多くの時間をかけさせるわけにはいかないで、短時間で判断できない時はNOと言っています。

質問: 米国のほうが平均投資額が大きいのはバリエーションが高いからなのですか？

安達: 米国ではミドルステージ以降の投資が多いです。上場するためには日本より条件が厳しいなどの理由もあり、ベンチャーキャピタルの出資額も大きくなっています。

公平: まだまだお聞きしたいのですが、時間の関係で、これでセミナーを終わらせて頂きます。

本日は、本音の話をありがとうございました。

大変参考になりました。