

新興企業のポストIPO戦略

～投資と調達が一体となった戦略の再構築に向けて～

コーポレートディレクション アソシエイトパートナー 占部伸一郎

CDIでは伝統的な大手企業だけでなく、新興市場に上場しているいわゆるベンチャー企業のコンサルティングも数多く手がけております。今回はインターネット・ベンチャーを例にとり、ポストIPOの戦略を考えてみたいと思います。

新興ベンチャーの宿命

日本においては1999年に東証マザーズが創設されて以来、新興市場が整備されていき、インターネット関連企業を中心とする数多くのベンチャー企業が株式公開を行う、いわば「大公開時代」に突入しました。07年8月末時点で、ジャスダック978社、東証マザーズ200社、大証ヘラクレス171社と、3市場だけで1,348社の上場企業が誕生しており、この他に名証セントレックス、福証Q-Board、札証アンビシャスの地方3市場を加えれば更に多くの上場企業が誕生しており、日経新聞によるとインターネット関連企業も100社に達すると言われております。(2007/6/15 日経新聞より)

現在、新興市場の株価は多少の持ち直し傾向にあるものの、ライブドアショック、村上事件以降、歴史的に見ても国際的に見ても考えられないほど市場が冷え込んでいますが、新興市場は古今東西、現時点での利益よりも将来の「成長性」が期待できる企業が上場し、その成長を期待した投資家が株を買い、従って現在の利益水準から見ると高い(PERの高い)株価がつく市場であると言えます。

そのため、当然ながら新興市場に上場する企業に対しては、常に「高成長」へのプレッシャーがかかり、新興企業はそのような期待に利益の成長で応えることが求められます。

経営者の悩み

新興インターネット・ベンチャーにおいては、本業自体が成長過程にあり、事業の収益構造も不安定である場合が多いので、経営者はSmall Businessの不安定さと戦いながら、一方でリスクをとり続けて新規事業を開発していかなければいけない、という非常に難しい舵取りが求められます。資金面に眼を向ければ、敵対的買収の

脅威を感じつつも事業の継続性を維持するための手元資金を確保しながら、一方で資本市場の期待するリターンを上げるための事業を「創り出す」必要から、リスクをとって「投資」を行っていかなければならない、という状況に置かれています。

従って「いつどのような形で資金調達を行い」「何に投資をするのか」、「調達と投資のバランスをどう取るべきなのか」という、極めてリアルな問題に日々直面することになります。

また、成熟産業と大きく異なるのはそのスピードです。私どもが事業計画の策定などのプロジェクトでお手伝いをさせていただいているインターネット・ベンチャーの皆さんが口をそろえておっしゃるのは「3年なんていう先は長期過ぎて考えられない。1年先でも全く世界が変わっているのに」ということで、正に「ドッグイヤー」を生き抜く決断のスピードと事業展開の大胆さが常に求められているのです。

特にIPOを経験すると、これまで少ない手持ち資金の中から切り詰めて使っていた金額とは文字どおり桁の違う金額を突然手にすることになりますので、上場前とは質の違う意思決定が迫られることになります。

その結果、調達した資金の活用方法について想像力が働かない、あるいは投資の決断ができないために、上場によって資金調達を行ったり、上場後の高い株価を活用して追加の資金調達をしたものの使い道が定まっておらず、極端な場合は調達資金をそのままため込んでしまう、という企業が散見されます。

一方で、大きな資金調達を行ったためにそれを「投資をして利益に変えなければ」というような半ば強迫観念にかられたり、また資本市場からの高い成長要求に応えるために、各方面から持ち込まれるM&Aに検討が不十分なまま飛びついてしまったり、金融機関に勧められるがままに、大きなリスクをとって資金調達を行い、無謀とも言える投資を行う例があとを絶ちません。

調達サイドの 이슈

もちろん新興ベンチャーですので資金調達の手法はある程度は限られますが、銀行が唯一の貸し手であった時代から比べると、資本市場からの調達手法は格段に広くなっており、逆に言うと経営者にとっての選択肢も非常に広がっています。公募増資、第三者割当増資、転換社債の発行、事業の売却、子会社の上場などなど様々なオプションのなかから、その時の目的や調達市場の状況から最適な手法を選び出していくことが求められます。

経営者としては、細かい技術論は財務の専門家に任せるとしても、今自社にはどのような調達手段によってどの程度の調達が可能で、それぞれの調達手法のメリット、デメリットはどうか、ということについて理解していることが最低限求められます。様々な批判から一時期よりはかなり少なくなったものの、最近MSCB（転換価格修正条項付転換社債）のような資本市場に対するインパクトの大きい調達手段も出てきているため、会社として発行してしまったが、実は社長はそのリスクについての認識が不足していた、というような事態は絶対に避けなければなりません。

投資サイドの 이슈

前述しているように新興ベンチャーは、常に広い意味での「新規事業開発」を行っていくことが求められていますが、その際に「自社で立ち上げるのか」「M&Aを活用するのか」ということも必ず問題になります。特に動きが早いインターネット分野においては、全てを自前で行っていくよりも、有望な企業を買収／資本提携し事業を拡大していくことは有力な選択肢となります。

自社で立ち上げる、ということは財務的にみればP/Lの面では人材関連費用（採用、育成、報酬など）や、広告宣伝費などを将来に向けて投入することであり、B/Sの面ではシステム、サーバーへの投資という形で有形／無形の固定資産の取得という形で現れます。

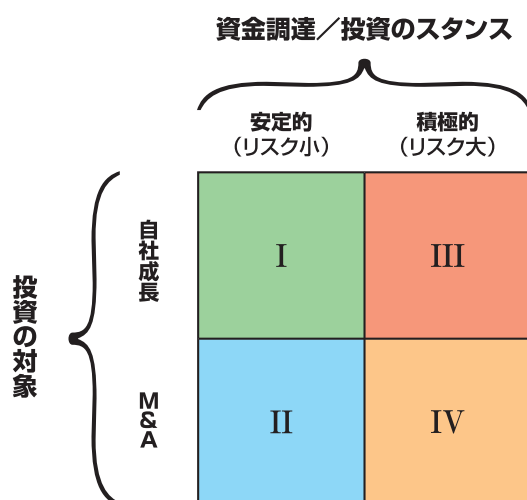
一方M&Aを活用する、というのは株式か営業権という形で資産を取得することで、投資キャッシュフローの支出となって現れます。

企業は成長のために何らかの「投資」をしていかなければなりません、それをどこに振り向けるのかということが重要です、これはまさしく企業の「戦略」の根幹をなすものです。

このような一見別々に動いているように見える「調達」「投資」を一つの仮説のもとに整合させ、将来の期待収益に変えていくことが正に経営者に求められることとなります。特にベンチャー企業が成長していく上では、どこかのタイミングで自社の規模からすると多少「無理」をした規模のファイナンスと投資を行うことが求められる場合がほとんどです。これを「いつ無理をするのか」「どの程度無理をするのか」ということを常に考えていく必要があるのです。

インターネット企業での実例

では実際に各社は「投資」と「調達」をどのように行っているのかを見ていきます。大別すると資金調達／投資のスタンスが安定的か積極的か、投資の対象を主に自社の立ち上げに対して行っているのかM&Aを行っているのかで、大きく4つのタイプに分かれます。



Iは安定的な資金調達・投資ポリシーをもって、その資金を自社成長に振り向けている企業群です。

近年のインターネット企業の中で注目される交流サイト運営のミクシィ、DeNAなどがこのカテゴリーに入ります。もちろん上場からの経過時間が短いということや、本業が極めて好調であって本業自体の成長がまだ見込めるといった要因はありますが、ミクシィは06年の上場時に約70億円の調達を行いました。主力事業の交流サイトのためのサーバー購入などにその一部が当てられただけで、07年3月末で60億円強の現金同等物を保有しています。

DeNAでは近年新規事業開発を積極的に検討し、総合旅行サイト運営のスカイゲートの買収なども行っていますが、05年に上場した際の調達資金約30億円、翌年の第三者割当増資で調達した約45億円にその後の内部留保を加えて156億円の手元資金を持っています。

両社とも今後はM&A等を行っていくことも想定されますが、これまでの事業運営を見る限りリスクの高い投資を仕掛ける可能性は少ないように思われます。

IIは安定的な資金調達・投資ポリシーをもちながらも、M&Aを積極的に行っている企業群です。

このカテゴリーの代表はヤフージャパンでしょう。ヤフーは97年に上場を果たし、その後はあまり大きな資金調達も行わず、04年ごろまではポータル事業拡大のためにサーバーの増強を中心とした投資を行ってきました。その意味では前述の「I」に属していたと言えるでしょう。しかしその後においては、大型案件こそバリューコマースの買収くらいであるものの、数十億単位程度の小規模の専門企業を次々と買収し、新サービス立ち上げのエンジンにするというM&A戦略を加速させていて、05年に初めて有形固定資産の取得額（72億円。前年は77億円）を投資有価証券の取得額（152億円。前年は58億円）が上回っています。とはいえ基本的には事業からの潤沢なキャッシュフローをもとに、その範囲内で投資を行っています。昨年ソフトバンクのポーターフォン買収の際に、約1,200億円の出資を行い、そのために800億円の借入れを行ったことはこれまでの展開とは一線を画しているように見えますが、それまでほぼ無借金であり、前期の営業CFが727億円あるという企業体力から考えれば、その規模ですら「周辺事業への投資」の一環と言えなくもありません。

IIIは積極的な資金調達・投資ポリシーをもち、その資金を自社成長に振り向けている企業群です。

このような企業の代表としてはサイバーエージェントが上げられます。インターネット広告代理店のサイバーエージェントは本業としてインターネット広告の代理店業を手がけています。2000年に上場し、約200億円の資金調達を行ってからは、競争力の源泉である営業マンの採用や、そのための人事制度／職場環境づくりに非常に大きな投資をしてきました。上場を果たしてから03年の9月期まで4期連続で経常赤字を続けながらも大量の採用を行い、上場時に143名だった従業員は、翌年

172名、02年に333名、03年に473名、04年以降は毎年300名～400名ずつ純増しています。質の高い人材を確保するためにストックオプションを利用したり、終身雇用をうたうなど、総じて人材のために大きな投資をしていることが分かります。

加えて、広告代理事業以外でも社内で新規事業開発のための制度を作ることによって次々と新規事業開発を行っており、特に近年では自社のブログサービス（アメブロ）事業に対して、立ち上げ当初から100名の人員を投入し、現在も赤字ながら社長自身が事業に深く関わり、積極的な投資を続けています。成長の過程ではM&Aを全く行ってこなかったわけではありませんが、自社事業への積極的な投資が目につきます。

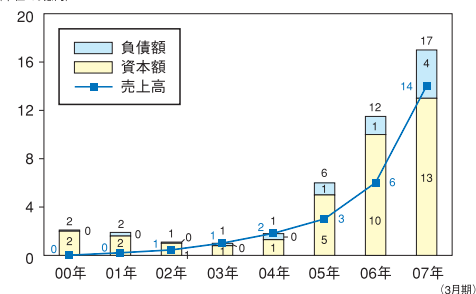
この他、02年ごろからADSL事業の立ち上げに全てをつぎ込んでいたころのソフトバンクもこのカテゴリに入るのではないのでしょうか。

最後のIVは、積極的な資金調達・投資ポリシーをもち、その資金をM&Aに振り向けている企業です。インターネット企業への批判が強いのはこのカテゴリであり、ライブドアやフォーサイド・ドットコムなどが株高を背景に株主を軽視した大型のファイナンスを行い、大型のM&Aを行いながらも失敗に終わったことや、最近では大型ファイナンスを行い消費者金融事業に進出したものの撤退に追い込まれたGMOインターネットなどが、大きくメディアをにぎわせました。

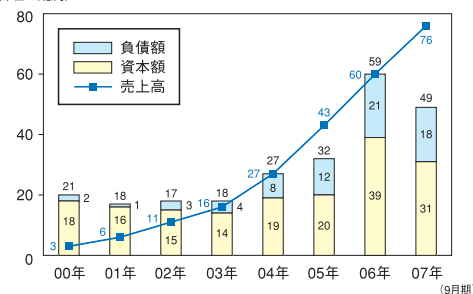
一方で、金融業界や旅行事業に大型のM&Aで参入した楽天や、コンテンツ関係の会社に投資をしたUSEN、同じくコンテンツ関係の会社や海外の会社に積極的な投資を行ったインデックス、約2兆円の負債を調達しボーダーフォンを買収したソフトバンクなど、現在のインターネット業界のガリバーとなっている企業はこのような戦略を採ってきたことも事実です。

<各社の資金調達状況>

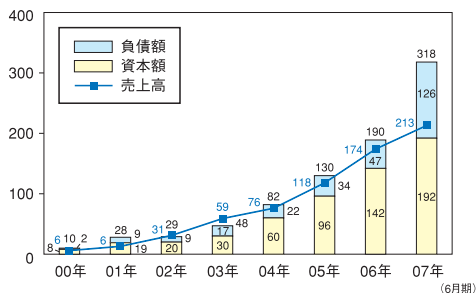
(単位:10億円) **ディー・エヌ・エー (セグメントI)**



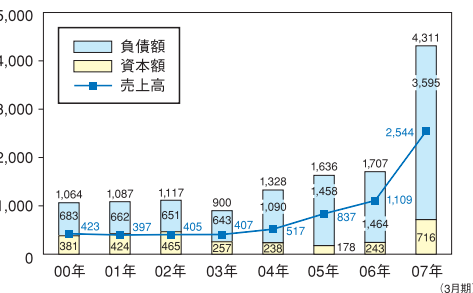
(単位:10億円) **サイバーエージェント (セグメントII)**



(単位:10億円) **ヤフー (セグメントIII)**



(単位:10億円) **ソフトバンク (セグメントIV)**



このように、「どのような投資を行うか」ということだけではなく、「どのくらいのリスクをとって調達・投資をしていくのか」について、同じインターネット業界においても各社ごとに大きくポリシーが異なります。これは各社の戦略、つまり成長への仮説の違いであり、「安定型」と「積極型」のどちらが正解かということは、市場／競争環境によって、またその企業の成長ステージによって答えが違いますし、そもそもそのような一般論的な問いを立てることの方が誤っています。

重要なことは、経営者としてはこれだけの自由度を持ったなかから一つの「戦略」を定めていく必要がある、ということなのです。

調達と投資が一体となった成長戦略の再構築に向けて

資本市場全体の機運としても、日本に新興市場を根付かせるということから、これまでとはにかく「上場の量」の拡大に主眼が置かれてきたものが、「上場の質」を重視するように転換しつつあります。2007年6月には、東証がマザーズを東証1・2部への登竜門と位置づけ、業績不振企業を退出させるためのルール作りを乗り出した、との報道もありました。また、資金を供給する資本市場側も、現在の投資家離れの状況は異常にしても、以前のような「根拠なき熱狂」によってベンチャーキャピタルや個人投資家が無尽蔵に資金を提供する可能性は低いように感じます。本当に自社の「ユニークネス」を持ち、事業成長力のある企業に対して資金が集まっていく、いわば「選別」の時代に入りつつあると言えるのではないのでしょうか。

そのような時代に突入していく企業に求められるのは、当たり前のようにですがこれまで述べてきたような「調達」と「投資」のスタンスについて徹底的に議論を尽くし、事業の成長性や収益性、事業の成長ステージ、競合の動向、企業固有のリソースの状況を総合的に見たときの成功のための「仮説」を固め、その「仮説」に従って事業運営を行なっていくことではないのでしょうか。そのような視点で実際に各企業を眺めてみると、そもそもそのような事柄についての議論が不足しているために、事業運営が場当たりのになり、事業の腰が定まらず、また資本市場からの信頼を失っている企業が少なくないように思います。

繰り返しになりますがどのような仮説が正しいという「正解」はありません。経営者が、または経営陣や従業員が「これならいける」と思えるような「仮説」が、その企業にとっては「正しい」ことが多いですし、その「仮説」をいかに強い確信を持って共有できているかがスピードを求められる新興企業ではより重要になってきます。「戦略を立てる」というと「先の読めない新興企業に“戦略”など要らないのでは？」と考えがちですが、これまで述べてきたような、事業を成功させるための「調達と投資」についての成功の仮説こそが「戦略」に他なりません。逆説的ですが、不確実な事業であればあるほど、「仮説」としての、いわばPDCAの道具としての「戦略」をしっかりとして練っているかが重要となるのではないのでしょうか。

大企業、伝統的製造業の強さが日本を支えているのは紛れもない事実ですが、そこに新たなイノベーションを持ち込み、日本経済に活力を与えていくのはいつも新興企業です。

玉石混交の新興市場において、顧客、株主、従業員に支持される「玉」となっている、新興市場から「卒業」し、日本を支える企業となっていく企業をCDIでは応援していきます。

(うらべしんいちろう コーポレートディレクションアソシエイトパートナー)