

アントレプレナーシップの思考

ベンチャー企業の CEOとCFO

神戸大学大学院経営学研究科 教授
忽那 憲治 Kenji Kutsuna

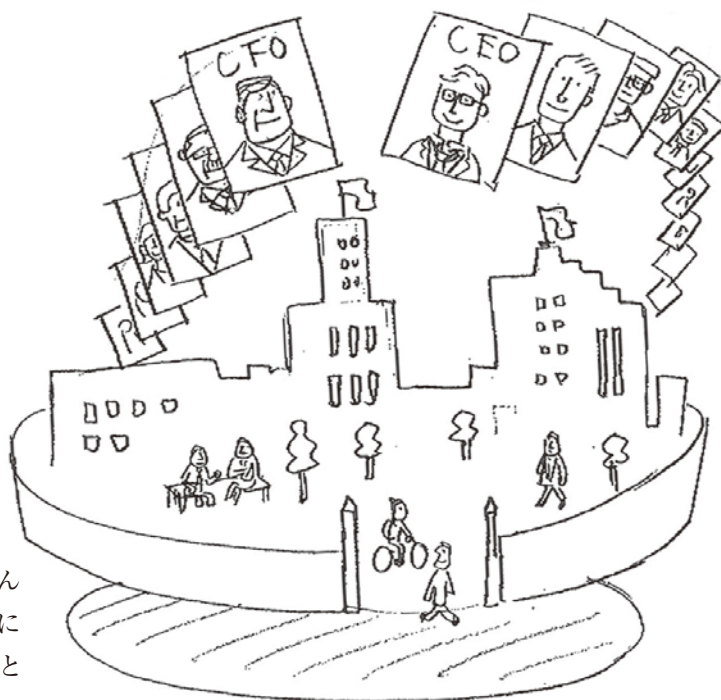
1 フェイスブックとグーグル

フェイスブックとグーグルという会社名を見て、皆さんはどのようなイメージを持たれるだろうか。また、両社に共通する特徴はどのようなものであろうか。まず、両社ともに今や世界を代表する急成長イノベーション企業である。アメリカのファスト・カンパニー社が2010年2月に発表した世界のイノベーション企業トップ50社のリストを見ると、トップ5は順に、フェイスブック、アマゾン、アップル、グーグル、華為（ファーウェイ）であり、それぞれ第1位と第4位にランクされている。

フェイスブックは、社員が一同に会し気軽に話ができる社風を維持したいと、シリコンバレーの本社の移転計画を今年2月に発表し、それが東京ドーム5個分の広大なものであることでも話題となった。グーグルにおいてもオフィスは「キャンパス」と呼ばれ、広大かつ同社の自由な企業家活動を支える基盤となっており、両企業に共通する特徴・社風と言えるかもしれない。

両社の創業者（企業家）をイメージする読者も多いだろう。史上最年少の億万長者となり映画化もされたフェイスブックの創業者マーク・ザッカーバーグ、グーグルの創業者ラリー・ページとセルゲイ・ブリンのいずれも、コンピュータサイエンス領域のバックグラウンドを持つ企業家であるという点で共通する。

ところで、両社が下記の二つの特徴を持つということイメージした読者はどれほどいるだろうか。一つは、



ともに大学生・大学院生が起業したベンチャー企業であるという点であり、もう一つは、CEO（最高経営責任者）とCFO（最高財務責任者）を企業成長に応じて何度も交代しているという点である。この二つの特徴は密接に関連しており、短期間で世界レベルの急成長ベンチャー企業を輩出する上で、優秀な経営チームの構築は極めて重要である。小稿では、フェイスブックとグーグルが企業の成長過程でCEOとCFOの交代をどのように実施してきたかを紹介する。また、不確実な事業・金融環境下での急成長の実現のために、ベンチャー企業においてファイナンス（とりわけ外部投資家からのエクイティファイナンスとディールストラクチャー）に関する知識がいかに重要かを論じることにしたい。

2 CEOとCFOの交代

グーグルは、スタンフォード大学の大学院生であったラリー・ページとセルゲイ・ブリンによって1998年に創業さ

れた。その後短期間で急成長をとげ、創業からわずか6年後の2004年8月にナスダックにIPO（新規株式公開）を実施した。アメリカの多くの急成長ベンチャー企業では、創業者が一貫してCEOを担うわけではない。グーグルにおいても成長段階に応じたCEOの交代を行っている。ページからエリック・シュミット（以前はノベルのCEO、サンマイクロシステムズのCTO）へとCEOが交代したのが2001年である。シュミットは会長とCEOを兼務し、グーグルの急成長を主導した。しかし、フェイスブックなどの新勢力が台頭する中、経営体制の若返りを図り、迅速な意思決定を実施する必要性が高まってきた。こうした背景を踏まえて、2011年4月4日付けでシュミットは会長に専任し、CEOには再びページが就任した。

フェイスブックは、ハーバード大学の学部学生だったマーク・ザッカーバーグによって2004年に大学の寮で創業された。同社の場合、ザッカーバーグが現在までCEOを務めているが、CFOの交代を頻繁に実施している。2004年の創業時は同じハーバード大学の学生のエドアルド・サベリンがCFOであったが、映画ソーシャルネットワークでも描かれていたように、彼は会社を去ることになる。その後、マイク・シェリダンが務めた後、2007年7月にギエオン・ユウがCFOに就任する。彼は、以前にユーチューブでCFOを務めており、ユーチューブのグーグルへの売却で中心的役割を担った人物である。フェイスブックでは、強力な財務チームを作ることに貢献した。

しかし、フェイスブックが早期のIPOを実現するために、上場企業で豊富な経験のあるCFOを望んでいるからとして、ユウの退任が2009年3月に発表された。彼の退任後、人材発掘コンサルティング会社のスペンサー・スチュワートに依頼し、上場企業で豊富な経験のあるCFOを探すことになる。そして、2009年6月に現在のCFOであるデービット・エバースマンが就任する。彼は、急成長バイオベンチャー企業のジェネンテックの前CFOであり、4年間の在任期間に、同社を大手製薬企業のロシュに468億ドルで売却するディールの成功を主導した実績を持つ。

以上のように、ベンチャー企業が短期間で急成長を実現しようと思えば、企業のライフサイクルに応じた創業者から専門経営者へのCEOの交代や、CEOを支えるCFOの役割が重要となってくる。特に創業者が技術系領域のバックグラウンドを持つ場合、また両社のように創業者が事業経験のない学生（もしくは事業経験の浅い若手経営者）である場合には、専門経営者としてのCEOの採用や、CEOを支えるCFOの存在が不可欠となる。

3 外部投資家からの資金調達とファイナンスの知識の重要性

映画フェイスブックでは、創業時のCFOであったサベリンは30%の持分を保有（70%はザッカーバーグ）していたが、外部投資家との投資契約でそこに記載されていた希薄化条項に気づかず、持分が1%弱に大きく落ち込む場面が出てくる。ベンチャー企業は壮大なビジネスモデルを仮に持っていたとしても、それを実現するために必要な資金を確保できなければ前には進めない。資金の提供者も、創業時の事業のリスクの高さを考えれば、銀行（融資）ではなく、ベンチャーキャピタルに代表されるプロの投資家である。

ベンチャー企業側にファイナンスのプロと渡り合えるプロ（優秀なCFO）がいなければ、創業者の持分を維持し、リスクをマネジメントしながら急成長を達成することは困難である。外部投資家との投資契約にあたっては様々な条項が織り込まれ、希薄化防止条項（ラチェット条項）はその中でも重要なものの一つである。CFOでありながら、こうしたディールストラクチャーに関するファイナンスの知識が欠如しては、投資のプロにいいようにされてしまうのは言うまでもない。

しかし、重要なのは、外部投資家をいれることはリスクが高いので、自己資金や銀行借入を利用しながら地道に成長しようとリスク回避的になることではない。短期間で急成長を実現するには、成長の初期段階で外部投資家から多額のリスク資金を導入することがどうしても必要となる。地道な成長では、新興産業の成長スピードについて行くことはできない。

グーグルの場合、1998年8月に、サンマイクロシステムズの共創業者の一人であるアンディ・ベクトルシャイムから10万ドルの出資を受けて、家族や友達からの資金と合わせて100万ドル（100円換算で約1億円）の資本で創業している。創業後すぐの1999年6月には、2,500万ドル（約25億円）の出資をクライナー・パーキンス・コーフィールド&バイヤーズ（KPCB）とセコイア・キャピタルというアメリカを代表するベンチャーキャピタル2社から受けている。KPCBのジョン・ドーアとセコイア・キャピタルのマイケル・モーリッツは伝説的なベンチャーキャピタリストとして業界に広く名前が知られている。たとえば、ジョン・ドーアは、コンパック、マイクロソフト、デル、ネットスケープ、アマゾンに投資し、これら企業の成長初期段階の成長を支えたことで知られている。また、彼ら二人はグーグルの取締役会のメンバーに入り、ハンズオン支援（資金

提供だけではなく経営面の支援)を行うことでグーグルの成長を支えている。

フェイスブックの場合も、創業後すぐの2005年に有力ベンチャーキャピタルのアクセル・パートナーズから1,270万ドル(約13億円)、2006年にはプレミア・ベンチャーズ、グレイロック・パートナーズ他から2,750万ドル(約28億円)を調達している。その後も、2007年にマイクロソフトから2億4,000万ドル(約240億円)、2010年には金融大手のゴールドマン・サックスから4億5,000万ドル(約450億円)の出資を受けるなど、外部投資家から多額の資金を調達している。短期間での急成長を実現するために、両社がベンチャーキャピタル他の外部投資家からいかに多額の調達を実施しているかが理解できよう。

4 日本のベンチャー企業の経営者に向けて

グーグル、アマゾン、eベイなどの1990年代以降に設立された新興ベンチャー企業の現在の従業員数を見ると、各社とも1万人以上の従業員数を抱える大企業へと短期間で成長し、膨大な雇用の創出に貢献している。新産業創出、雇用創出、経済の活性化に果たす急成長イノベーション企業の役割は極めて大きい。

ベンチャー企業を急成長させるためには、経営チームの重要性、とりわけライフサイクルに応じたCEOや

CFOの役割を認識する必要がある。残念ながら、日本のベンチャー企業において、高成長の実現のために専門経営者を外部から招き入れ、創業者自らが社長を退く決断をすることは極めてまれである。また、CFOの重要性を認識しているCEOも残念ながら少ない。CEOに対して厳しい経営アドバイスができるCFOの存在が成長には不可欠である。

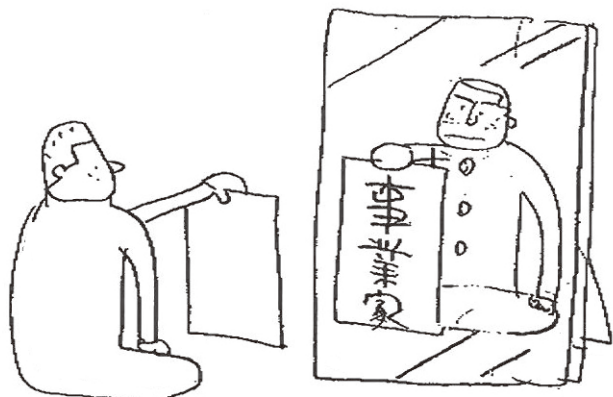
海外のMBA教育では、企業家育成を目的としてアントレプレナーシップ関連の多様な講義が提供されている。アントレプレナーファイナンスについても重要科目として位置づけられている(たとえば、ハーバードビジネススクールのEntrepreneurial Management Unitが提供するプログラム等を参照:<http://www.hbs.edu/units/em/>)。アントレプレナーファイナンス研究の第一人者であるリチャード・スミス、ジャネット・スミス両教授による著書『アントレプレナーファイナンス』中央経済社、2004年を是非一読願いたい。バリュエーションやディールストラクチャーなどのファイナンスの知識なくしてベンチャー企業を成長させることも、リスクに応じたリターンを創業者が享受することも難しい。同書の帯で、京都大学の吉田和男教授は次のように述べている。「ベンチャー企業を生み出す本質はファイナンスにある。今、日本人はファイナンスを学ばなければならない。」私もこの指摘にまったく同意する。急成長イノベーション企業を目指す企業家に向けたメッセージとしたい。

志が育む起業家精神

株式会社エイブルワーク 代表取締役
佐藤 栄哲 Hideaki Sato

1 起業したきっかけと目標

16歳で高校に入学した直後、ごく普通の私立高校にしか進学出来なかった自分自身を見つめ直した。「このままで良いのだろうか?何も考えずに、大学に行っても良



いのだろうか?」と自分自身に問いかけた。1~2ヶ月ほど考えた時、「よし、事業家になろう!それが自分に向いている」と思い込み、それから25年間、「事業家になる」を