

アントレプレナーファイナンス (ベンチャーファイナンス) 実践塾

< 塾長の紹介 >



忽那 憲治 (神戸大学大学院経営学研究科 教授)

<http://www.b.kobe-u.ac.jp/~kutsuna/>

◇ 略歴

1964年愛媛県生まれ。1983年、愛媛県立松山東高等学校卒業。1994年、大阪市立大学大学院経営学研究科後期博士課程修了。博士(商学)。財団法人日本証券経済研究所研究員、大阪市立大学経済研究所専任講師、助教授、神戸大学大学院経営学研究科助教授を経て、2005年より現職。

◇ 専門

アントレプレナーファイナンス、アントレプレナーシップ、ビジネスプランニングとリスク分析、中小企業金融。Journal of Finance、Journal of Financial Economics、Review of Financial Studies、Journal of Banking and Financeなどの海外トップジャーナルに論文多数。

◇ 著書

『アントレプレナーシップ入門』有斐閣、(2013年)
『MBA アントレプレナーファイナンス入門』中央経済社 (2013年)
『ベンチャーキャピタルによる新産業創造』中央経済社 (2011年)
『中小企業が再生できる8つのノウハウ』朝日新聞出版 (2010年)
『IPO市場の価格形成』中央経済社 (2008年)
『ベンチャーキャピタルハンドブック』中央経済社 (2006年) などがある。

◇ その他

戦略的企業家育成のための社会人向けプログラムとして、「アントレプレナーファイナンス実践塾」や「戦略的企業家養成プログラム」の塾長を務めている。

⇒ 詳細は下記の戦略的企業家教育センター (SEEC) のウェブを参照。

<<http://riam.jp/~seec/>>

戦略的企業家活動 (Strategic Entrepreneurship) を対象とし、すべて英語で講義が行われる大学院プログラム SESAMI の責任者も務めている。

⇒ 詳細は下記のSESAMIのウェブを参照。

<<http://sesami.b.kobe-u.ac.jp>>

顧問・コンサルティング

⇒ ベンチャー・キャピタルやベンチャー企業他の顧問を多数務めている。主な企業としては下記。

株式会社クラシック・キャピタル・コーポレーション

スペクトロニクス株式会社

リハコンテンツ株式会社

株式会社ハート・オーガナイゼーション

株式会社 AIVICK

バイオニクス株式会社

OP BIO FACTORY Co., Ltd.

株式会社間口 (間口グループ)

< 受講生の声 >

(抜粋、五十音順)



岩堀 敏之 (オムロンヘルスケア株式会社)

参加のきっかけは私の周りで異なる3人が「この実践塾いいよ」って言っていたところから始まります。私個人のルールとして、「興味のある領域で3人がいいというもの、いいに決まっている!」というものがあり、この時点で「やるしかないモード」のスイッチがONしました。こうした背景で参加したわけですが、健康医療機器分野の技術者としてこれまで医療側の潜在ニーズと技術シーズをマッチングしてきた中でとどろき着く数々のアイデアを如何に事業化して収益に結び付けていくかという観点で、その成功確率を上げるためには何を為すべきか、特にファイナンス面での示唆が多く得られた点で大変有意義でした。健康医療機器の分野で新規事業の事業化に成功すると健康であり続ける人を増やしたり、病気になる人を減らせたりできるわけで、この実践塾で得られる知識・スキルをもとに、収益を生みながらビジネスを発展拡大して行くことは最高の社会貢献につながるかと私は考えています。とりわけ、新規事業を成功させるために必要な要件はコーポレートアントレプレナーでもアントレプレナーでも組織の形態に違いはあれど、どのようなステークホルダーが絡んで、どのような物差しで案件を評価しようとするのか、というのが悩めたのは収穫でした。ビジネスモデルの分析や利益構造図によるリスク・リターン分析、財務モデルと多変数関数解析ソフトを用いた感応度シミュレーションは定量性を持たせた事業の分析手法として説得力がありました。こういう切り口で話をすればファイナンス関係の人が理解・納得しやすいのかというのは知っておくべきことなのですが、独力ではなかなかとどろき着けない領域です。こうした課題に対して適切な助言や direction を示してくださった忽那教授のご指導には感謝するのみです。また社内ですべての資金を賄い切れなかった場合にコーポレートアントレプレナーが為せるオプションとして何があるのか理解を深めるには十分な内容でした。資金調達の際に必要な企業価値算出の仮説の置き方やディールストラクチャーの考え方は資金調達先から一方的に騙されないようにするためには必要不可欠な内容です。この実践塾のコースで使うテキストはわかりやすくまとめられたものが用意されており、座学とスタディーで実践的に学べるスタイルは加速度的に理解が進むので私にとっては非常に良かったです。さらに課外でも先生や学生、受講仲間、先輩方を含めたヒューマンネットワークが構築できるのもこの実践塾ならではの楽しみの一つではないでしょうか。みんなで支えあい、勉強をしていくこのコミュニティーで得られるものは表面的な勉強以外の内容も多く、個人的には大変満足のいく内容でした。最終回の課題発表プレゼン前にはサポートの学生の皆さんには大変お世話になりました。帰宅後夜遅くに資料を更新しては不明な箇所をメールでやり取りしていたわけですが、間際になっても資料のブラシアップに付き合ってくれた彼らの存在はありがたかったです。忽那先生、スタッフの学生のみなさん、実践塾の諸先輩・同期メンバー含めまして多岐に渡るみなさんとの出会いを通じてこの3か月でさらに成長することができました。ありがとうございました。



大林 良寛 (弁護士法人 淀屋橋・山上合同 弁護士)

普通の弁護士業務をこなしているだけでは何となく満足できず、全く新しい分野の知識に身を投じたいと思って、畑違いであることを前提に、本実践塾に申し込みました。もちろん、弁護士業務も勉強の毎日ではあるのですが、初日にテキストを見たときに、これは、大変なことになると感じました。経営者は判断をすることが最大の仕事ですが、その判断は、その経営者だけにとどまる判断ではなく、当該事業に携われる従業員や取引先に影響がある判断であると常々思っています。今回の実践塾を通して、経営者が、新規事業を立ち上げる際には、ただ漫然と判断してはならないということを知ると同時に、経営者の判断の醍醐味を感じました。今回感じた重要な点は、新規事業を立ち上げた後にも、継続的に、当該事業の問題点を認識してそれに対する対応策を検討し続けなければならないという点でした。全く新しい事業を立ち上げる場面ではなくても、既存事業の問題点を解決するためのマイナーチェンジも、新規事業を立ち上げるのと同じことであって、その際には、結局、新規事業を立ち上げる際と同じようなことを考えて、戦略的な判断をしなければならぬと感じました。私は、これからの日本は、細分化されたマーケットごとに、それぞれの中小企業が最高の戦略をもって、そのマーケットを確保し、さらなるマーケットを生み出していく時代になると考えています。そして、細分化されたマーケットに対応できるのは、大企業ではなく、実は、中小企業です(マーケットが細分化されればされる程、当該マーケットの規模は小さくなるため、大企業はそのマーケットに参入することができなくなる)。しかし、旧来型の中小企業の経営者は、感覚的に判断を下す力は備えているものの、マーケットを明確に意識した上で、どのような判断基準に基づいて戦略的な判断する力には欠けているとよく感じます。私自身が事業を立ち上げるという訳ではありませんが、経営者の戦略的な判断をサポートできる実力を身につけたいと改めて感じました。本実践塾で、忽那先生を始め、実践塾に参加されていた方々、さらには、忽那ゼミの学生の皆さんと知り合えたことは、今の私にとっては大変大きな出会いでした。単なる教室事例ではなく、実際の事業を題材にチームで検討をするというのが本実践塾の特徴の一つであると思いますが、それだからこそ、そこで得た繋がり、強固なものとなったと感じております。最後になりましたが、本実践塾をご準備下さいました忽那先生、忽那ゼミの学生の皆さんには心からお礼を申し上げたいと思います。ありがとうございました。



岡田 穰治 (スペクトロニクス株式会社 代表取締役)

私は起業するまではエンジニアとしてキャリアを積んできました。モノづくり企業を自ら立ち上げて経営することが長年の夢だったので、実際に起業してみると自分には“非常に重要”でありながら“決定的”に不足している知識があることを認識するようになりました。それが「ファイナンス」の知識です。それまでも何度かファイナンスの知識を習得しようとはしたのですが、一旦起業してしまうと零細企業特有の極端な人材不足・資金不足の中、どうしても営業業務や技術開発を優先してしまい、新し

い知識を身に付けられませんでした。起業後2~3年間はこのような状況も許されたのですが、会社が成長するに応じて経営資金を増額しなければならなくなり、「ファイナンス知識」が絶対必要化して参りました。そんな時に偶然知ったのが今回参加させて頂いた「ベンチャーファイナンス実践塾」です。この講義は「実践塾」と名を売ってある通り、短期間で効率的に「中小零細企業」にとって実用的なファイナンス知識を習得することができます。日々新しい事業アイデアを考えている経営者にとって非常に有効だと感じたのは、事業計画をより理論的に構築するノウハウと、それを実現するためのファイナンス知識を関連づけて短期間で習得することができるという点です。特に事業を拡大しなければならない時の、外部から資金調達するための考え方を学べたことは非常に大きな収穫でした。特に金融機関やベンチャーキャピタル等が資金を提供する際に、どのような価値観で企業を見るのか、どのようなポイントをチェックするのか、どのような判断基準で資金提供を実施するのか、どのような落とし穴が起業家にとって存在するのか、と言った内容が、理屈だけではなく、実際の統計データや実績等から学べるのは大変助かりました。クラスメートが経営者や金融機関、コンサルタント等から構成されるので、実務経験の話や業界のトレンド等を直接聞いたのも一人で学ぶのとは隔絶の違いがあると考えます。特に集大成として実施する最後の課題では、私は「事業計画及び資金計画の立案」を実施したのですが、これまで考えもしなかった課題が浮き彫りになり非常に役立ちました。これは実際に実行しようとしているビジネスを元に行うのですが、経営者と金融機関やコンサルタント業の方が組み、様々な事業計画やファイナンス計画を立案します。私はベンチャーキャピタルの方と一緒に事業計画を立案したのですが、資本計画の立案方法や検討方法、立案時に気を付けなければならないことなど、多くのことを学べて本当に助かりました。今後、私のような日々忙しくてどうしても勉強から逃れてしまっている人が身近にいたら、必ずこの「ベンチャーファイナンス実践塾」をお勧めしたいと思います。この「実践塾」で得られた人間関係も、利害関係を超越して色々な事が相談できる貴重なものなので、一生の宝物として大切にしていきたいと思っています。



金本 昭彦 (OP BIO FACTORY Co., Ltd. 代表取締役)

今回の実践塾には沖縄から参加させて頂きました。参加するにあたって、現在社内で抱えているファイナンスの知識不足を補いたい、また、ビジネスプランニングの手法を学びたいということを考えていましたが、本当に沖縄からコストをかけて参加する意義はあるのか?と参加するまで若干不安でした。しかし、第一回目の講義を受講してその考えは綺麗さっぱり払拭され、逆に、「これはかなり実践に使えるぞ、やってやろう!」という「やる気」にすっかりと変わりました。全7回の講義の内、

前半はビジネスモデルの構築やその検証について学びました。弊社は、創業から5年半が経過しており、今後の成長戦略策定を行っていたタイミングだったので、改めて、原点に立ち戻ってビジネスモデルの検証が出来た事は今後の戦略を練って行くにあたって非常に有意義でした。また、直近でVCからの投資を受け、5年後にIPOを目指す計画を立ててはいたものの、その責任者である私がVC投資に関しての契約内容のチェックポイントや企業価値を図るバリュエーションの方法などの知識に疎かったことが問題でした。よって、講義を受講して、ディールストラクチャーやアントレプレナーにとっての価値の最大化など、アントレプレナーの立場での手法、知識が得られた事は、非常に大きかったです。しかし、一方で、現時点では知識、気付きが得られただけであり、自分自身が運用できるか?という、これは未だ大変かなということも分かりました。そこで、弊社では、この分野の知識を有した人材(CFO的人材)の雇用、育成を検討していきたいと考えています。そして、まずは、アントレプレナーにとっては、ひとつの区切り、また企業にとっては重要な通過点であるIPOを実現すべくしっかりと社内組織体制構築、事業開発、戦略検討、資本政策検討を実施していきたいと思っています。この実践塾は、これから起業しようとしている人、また、私のように今後の成長を懸けた戦略を練っている人で、ビジネスプランニングやファイナンスの知識に欠ける人には、非常に効果的で且つ効率的なプログラムだと思います。講義内だけでなく、実践塾OBの皆さんがVCの皆さんとのコネクションが出来るという面でも大きな糧になると思います。忽那先生、短い間でしたが有り難うございました。上述しましたように、私の実践力についてはまだまだです。今後とも引き続き御指導の程お願いいたします。



栗原 靖英 (永和国土環境株式会社 技術部)

弊社では、新しい事業と現状の打開を図るためにビジネスモデルの見直しと資金調達が不可欠な状況にあります。そのため、本来であれば財務を担当するものが、ファイナンスを学ぶのがベストであると考えられましたが、事業計画書の作成・ビジネスモデルの検証もする必要があったので、開発担当の私が参加することになりました。弊社は今まではファイナンスに関する業務は外部の人材に依存しており、社内に精通した人材がいない状況であります。資金の調達に関して外部のコンサルタントや

アドバイザー、司法書士・弁護士のなどの先生方からの支援により行っています。優れた先生方が居られても資金調達可能なビジネスモデル・事業計画書の作成は社内で行わなければならないことが課題でありました。この課題を解決するために、「ベンチャーファイナンス実践塾」でビジネスモデルの作成から、ファイナンスについて7回の講義を通して学びました。ビジネスモデルの作成は、補助事業や国の認定を取得するための計画書の作成の経験からさほど苦にすることなく取組むことが出来ました。リスク分析の方法や、事業を進めていく過程でリアルオプションも検討しておくことは今までで行ってなかったことであり、ひとつの結果にこだわるのではなく、幅広く検討し、それぞれの価値を算出することは大変勉強になりました。ファイナンスに関してはVCとの関係やディール、企業価値の算出方法、価値の高め方、IPOの流れについて学びましたが、3回の講義ではなく、もう少し詳しく時間を掛けてもらえればと感じました。損益計算書、貸借対照表、キャッシュフロー表は作成できると感じましたが、資本政策を作成するに当たっては重要な事項です。弊社としては、資金調達したものは、IPOにより返済しようと考えているので、素人が取組むには難しい課題です。資本政策をどのようにするのが会社の状況に応じていろいろあると思いますが、一例でもいので取上げて頂ければ参考になると思います。企業価値の高め方・投資家やVCとアントレプレナーとの契約や資金回収方法も関わってくることなので、難しいことであると感じました。講義を聴くだけではなかなか理解できないことも多くありましたが、ディスカッションがあり、他の受講生やアシスタントの皆様意見を聞くことで理解できた部分が多くありました。COOや副社長のように経営に携わる人材が、スキルアップのために参加されており大変感銘させられました。弊社の場合、実務は社員がたたき台を作成し、経営陣

ができたものをチェックし、外部アドバイザーに意見を聞きながら進めていくのが通例です。起業したり、若くして経営陣になる方々は普段からの向上心・努力が違い見習わなければと痛感させられました。ファイナンスについてはまだまだどうすればよいか悩むところもありますが、皆様に良い結果が報告できるように実践塾で学んだことを活かし、資金調達を成功させ、会社の価値をより高めることができるようにしていきます。最後に、ファイナンスに関しては全くの素人である私でありましたが、御指導や皆様に御助力いただき有難う御座いました。



菅原 俊子（株式会社ハート・オーガナイゼーション 取締役）

当社では、現在までに培った医師のネットワークを活用し、医療技術を可視化・共有するためのSNS事業を新たに構想しており、ベンチャーファイナンス実践塾には、新規事業のビジネスプランを、多くの事業を評価している専門家にも納得、評価してもらえるようなものになりたいと思い参加しました。受講期間中は、テキストに沿って知識を習得しつつ、各々の事業についてフレームに沿って整理・議論することを繰り返し、ビジネスモデルを磨くことに力を注ぎました。私の場合、新規事業ということで、財務モデルをつくる作業がとても難しかったのですが、この作業を通して何が重要な点なのかということ、またその対応策について具体的に考えることができました。よく考えると当たり前のことなのですが、企業の成長も事業をとりあえずやってみてこれくらいの成長ができた・・・というのではなく、まずは目標を決めて、目標達成のためにどうするのか、といったバックワードで考える重要性を実感しました。アントレプレナーファイナンスについては、今まで何冊かの本を読みましたが、なかなか自分1人では十分な理解ができませんでした。その点、このベンチャーファイナンス実践塾では、講義で説明されたことを、最終のプレゼンテーションで実際に自社の状況にあてはめて使ってみることで、理解を深めることができたと思います。また、講義後には食事をしながら忽那先生をはじめ実践塾に参加している皆さんと様々な話ができることもこの講座の魅力だと思います。忽那先生の仕事に対するプロフェッショナルな考え方を聞きできたり、アシスタントの学生の皆さんの柔らかい発想に驚いたり、普段自分の周りにはない刺激を受けて、多くのことを吸収することができたと思います。ベンチャーファイナンス実践塾は、私にとっては、楽しく、つらく、そして最後には成長を実感できた、貴重な3カ月でした。最後のプレゼンテーションの準備ではよい発表ができないのではないかと自信をなくしていたのですが、忽那先生から「とりあえずベストを尽くす。それで足りないところはまた努力する。それでいきましょう。」と励ましのメールを頂き、なぜか心の中に落ち着きを取り戻したことを覚えています。もちろん、発表を終えた今も、まだまだ努力してビジネスプランに磨きをかけたいと思っています。最後になりましたが、忽那先生、アシスタントの皆さん、最終プレゼンを見に来ていただきました先輩方、同期の金本さん、畠山さん、本当にありがとうございました。



多久島 裕一（スペクトロニクス株式会社）

弊社からはCEOとCFOの2名が実践塾に参加しており、小職で3人目の受講生になります。普段はファイナンスとは縁遠い技術開発をしておりますが、自社開発レーザ事業の立ち上げの時期にあり、ファイナンスの知識を広く共有しようという社内方針で参加いたしました。受講前には予備知識はほとんどなく、また、実践塾のスコープが起業家とベンチャーキャピタリストへ向けられておりますが、起業家ではない小職のようなものに対しても、非常に有益な講義でした。この講義では、ビジネスモデルといった数量化しにくいものを客観的に評価する技術、それをベースにした事業計画の立案とリスクや不確定性を考慮した分析手法を学び、それらを生かすための資金計画やディールを講義と演習を通じて学びます。講義は洗練されており、短い時間で実践的な知識・考え方が身につくように工夫されています。また、ファイナンスに疎いものに対しても、決して放り出すようなことはせず、丁寧に教えてくれるほか、興味のわいたところについては、先の専門的な指導が得られました。重要な点は、テクニックというよりは、考え方をいろいろと教わったことであり、本講義を受けたおかげで物事を評価するときの座標軸がいくつも増えたような気がします。また、例題や受講生の実例による演習に多くの時間が割かれており、同期の受講生やアシスタントの学生と議論を重ねることができたのは、非常に刺激的な経験でした。特に、アシスタントの学生は、いい意味でお行儀が悪く、忌憚のない質問やコメントを手加減なく投げかけてきます。おかげで、はっ、とするような発見がいくつもありました。社内から4人目を出すかどうかは議論の余地がありますが、起業する・しないにかかわらず、貴重な経験が得られました。更に一言付け加えさせていただくとすれば、このような知識をもっと若い人、特に理系を志望する中高生・大学生に広めるべきではないかと強く感じます。理系のキャリアパスに対するイメージも変わりますし、科学技術のもつ価値を正に評価する指標も得られ、理科ばなれも減るのではないかと。社交辞令抜きに、技術系の人にも広くお勧めします。



鳥潟 幸志（ビルコム株式会社 取締役兼COO）

今期の受講で私が学んだことは大きく6点ある。その6点について、一つ一つ解説していく。(1)ビジネスモデルの客観評価の重要性を改めて認識：フレームワーク分析、アトリビュートマトリクス分析を活用。経営者は、概して「自己視点」になりがち。それを客観的に評価し、自己を省みることができる。その発見は大きかった。(2)最終ゴールに最も影響する因子を見定め、その改善に資源配分することの重要性：一言で「利益をあげる」といっても、その道は何千とおりもある。経営者の勤を頼りに戦略を練るのではなく、数学的アプローチで最も影響のある「因子」に経営資源を投下するという発見が大きかった。(3)新規事業では、明確なマイルストーンの設定と、成功・失敗時の対策が重要：事業は成功よりも失敗の比率が高い。しかしながら、事前に失敗時の対策を立てるケースが少ないことに気づいた。成功・失敗の比率を算出し、失敗時の対策を事前に立てておくことで、大きな失敗を避けることができる。(4)資金調達の選択肢と、調達先の視点・価値観を理解：資金調達に関わる基本的なフレームワーク、ステークホルダーの常識・非常識を学ぶことができた。そのことで、実務においてもリスク・チャンスを見極めることができるようになったと確信している。(5)ファイナンスのシナリオ、手法、注意点を理解：この分野は自分がかつても知識が浅かった分野。基本的な考えを理解できたため、さらに深い学習を重ねようと思っている。(6)モンテカルロシミュレーションをマーケティング領域に応用転換：ファイナンスの概念を、自社の事業ドメインであるマーケティングに応用できることを感じた。現在、事業化に向けて模索中だが、とてもすばらしい発見

だった。最後に、本講座を主導されている忽那教授のビジョンに私は何よりも共感した。経営者は全ての責任を担うべき存在でありながら、その意思決定は、自らの勘・経験に頼ることが大きい。教授は、その経営者をアカデミックなアプローチで支援しようとされている。これからの10年は、過去の成功体験を捨てて、新たな価値創造が求められる。日本の未来を創造するのは、まさに私たち経営者なのだと思う。自己研鑽を怠らず、常に前を向いて経営をしていくこと。今後、この講座を受講される皆様と、どこかで意見交換できることを心より楽しみにしています。本当に学び多き3ヶ月間でした。



仲田 尚史（株式会社メディプラン 代表取締役）

忽那先生とは大阪商工会議所でのビジネスプラン発表会でのご縁で知り合うことができました。お陰さまで経営学、特にCF0の重要性についての認識を新たにさせられました。以前はファミリー企業としてそれほど注目はなかったのですが、事業展開をしていくなかで、弊社の事業が社会性を帯びてくるようになり、各関係者に対する信用力が非常に重要性を増して来ました。そこで現在当社は、事業の再編成とファイナンスという問題に取り組んでおります。一昨年のサブプライムローン問題に端を発した世界経済不況という状況を経験し、実際に資金調達ができなければ黒字倒産の手前まで行き、やっとのことで融資に漕ぎ着けるという蒼白状況の経験もいたしました。今後の事業展開を考えるうえで重要なことは、財務体質の強化と信用力の強化、多様な資金調達手段を有するという意味でのIPOであると考えています。実際に事業継承を済ませ、子会社の合併、その後の資本政策を考える上でのVCやその他投資家からの直接金融を簡単に考えていたのですが、今回の実践塾ではじめてディールストラクチャーというものを知り勉強になりました。事業は取舍選択の繰り返しで、その判断は様々なリスク分析による判断が必要であり、その意味においてのCF0は非常に重要なポジションであるとの認識を新たに更に学んで行きたいと思っておりますが、同時に投資家に対するIR、事業戦略構築、人事統括という意味合いでのCEOも大切であり、私はどちらかと言うと後者かもしれません。私には忽那先生というCF0ができたことが嬉しく感じます。今後もよろしく願います。



農山 佳那（池銀キャピタル株式会社 投資部 キャピタリスト）

ビジネスモデルの論理的な分析手法を学べたことが大変参考になった。アントレプレナーとVCがファイナンスについて1つのテーブルで議論することにより、アントレプレナーの考え方やファイナンスについての知識の差異を実感することができた。今後はアントレプレナーとVCの両者にとって良いファイナンスを実行できるよう、実践塾で学んだことを実務に生かしていきたいと思った。第1回のビジネスプランニングでは、ビジネスモデルの分析手法として「ビジネスモデルのフレームワーク」、「ビジネスロードテスト」、「アトリビュート分析」の3つを学んだ。ビジネスモデルを分析するには、複数の手法を用いること、経営陣および製品特性を把握する力が必要であると感じた。「ビジネスモデルのフレームワーク」における事業機会について、「対象とする市場が急速に伸びているのか」、「対象とする産業は構造的に魅力があるのか」という2点について考慮することを改めて考え直す契機となった。短期的には利益が出るビジネスであっても、中長期的に考えた場合、「市場の伸び」と「産業構造的な魅力」は不可欠であり、ブレイクスルーカンパニーとなるには長期的に成長可能であることが必要と感じた。第2回のビジネスプランニングのリスク分析では、シミュレーション用ソフトウェアを用いたリスク分析およびリアルオプションを織り込んだデシジョンツリー分析の活用方法を学んだ。投資の最初の段階から良いシナリオと悪いシナリオの双方を織り込んだ収益計算を行なうことは、アントレプレナーが作成した事業計画をVC側で再考する際の参考となった。第3回のバリュエーションでは、講義冒頭での銀行の融資とVCの投資の違いの説明において、VCの投資では何社が失敗したかではなく、成功した企業が「どの程度の成功」を収めたかが重要となるということを確認できた。バリュエーションについて、複利で考えるNPV法、IRR法の理論と、エクセルでの計算方法を学んだ。ハイリスクハイリターン基礎とも言える「割引率＝リスク＝期待収益率＝資本コスト」という考え方を理解できた。第4回のディールストラクチャーでは、投資契約を結ぶ意義（モラルハザード対策や各種権利の獲得等）と各契約条項の意味合いを改めて確認することができた。種類株式の利用によるリスクヘッジの手法（ラチェット、ベスティング等）を学んだ。希薄化防止条項を活用してシェアを維持することが投資家の収益率向上には不可欠である反面、実際に投資先の事業が上手く行かずダウンサイジングとなった場合、「後続ラウンドで資金供給する投資家の立場」と「シェアが著しく低下するであろうアントレプレナーの意欲」を考慮した資本政策を立てた上で、ラチェット条項等の種類株式を利用すべきだと感じた。第5回の新規株式公開（IPO）の基礎では、新規株式公開におけるコストの計算方法および新規公開後の株価パフォーマンスの計算方法（超過収益率とボラティリティ）を学んだ。初値収益率について、VCの立場では高いほど良いと考えていたが、アントレプレナーの立場に立った場合、アンダープライシングが問題視されることを改めて認識した。第6回・第7回のビジネスプランの発表と全体討論では、各々のビジネスプランについて、焦点を絞った討論を行なったことは有意義であると感じた。



檜山 洋子（エートス法律事務所 弁護士・株式会社アキラ 代表取締役）

あっという間の楽しい時間が終わってしまいました・・・。神戸大MBAスクール時代にはちんぷんかんぷんだったことが、忽那先生の易しい（優しい）講義ですんなりと理解することができました。特に、リアルオプションとモンテカルロシミュレーションのほとんどは、今回の塾で概略をつかむことができました。実践塾には、弁護士として法律の専門家の視点でのアドバイスをすることを大いに期待されていたものと思いますが、その期待を大きく裏切ってしまいました。自分でスタートするビジネスのことについて、真剣に皆さんのアドバイスを求めることになったのです。そのため、忽那先生の講義も、一つ一つの言葉に身を切られるような思いで真剣に聞きました。課題図書を全部読み、宿題を稚拙ながらも何とか提出することができたのも、切羽詰まった状況にあったからだと思われ。塾は2週間に一度、土曜日の午後1時から6時までの長丁場でしたが、一度たりとも「長い」と感じることはなく、むしろ、もう少し長くやって欲しいとさえ思えるくらいでした。実践塾での教えを受けるまでは、「分析したって無意味だ。当たって砕けろだ。」と思い込んでいたのですが、塾が終わりに近づくにつれ、分析力なくしてビジネスを立ち上げ持続させることは、到底不可能であると感じるようになりました。それほど説得力のある塾でした。塾の後

には毎回懇親会が開かれ、その場も大変楽しくリラックスできる場でした。私は、あつかましくも娘を連れて参加させていただいていたのですが、嫌な顔をされることもなく、むしろ大歓迎ムードでしたので、安心して出席させてもらうことができました。この塾で得た最も大きなものは、人とのつながりです。同じチームでビジネスを検討して下さった田中さんと、学生の岡住君と松村君にお世話になったのはもちろんですが（そして、それはここには書き切れないほどのものなので、どれほどお世話になったのか具体的には書きませんが）、その他の塾生の方や忽那ゼミの学生の方々も、私のビジネス話に辛抱強く暖かく耳を傾けてくださり、有益なアドバイスをたくさんいただきました。卒業生の方たちも真剣にビジネスのことを考えてくださいました。他人のためにここまでできるのか、と、心を打たれることが何度もありました。忽那先生のお人柄に惹かれて集まった人たちは、やはりホスピタリティに溢れる素敵な人たちばかりでした。このような学びと出会いの場をくださった忽那先生には、本当に感謝しております。世の経営者の皆さんには、この実践塾に入塾されることを強くお勧めします！



松野 寛子（大分ベンチャーキャピタル株式会社 企業支援グループ）

遠路大分から全部で8回（神戸7回、東京1回）受けさせて頂きました。毎日が刺激の連続で、モチベーションの高い方々に囲まれて興味を持っている分野の勉強をできることほど学習効果が得られることはないと感じたセミナーでした。今回この実践塾を受講して、ともに勉強した仲間とのネットワーク構築ができたことはもちろんのこと、理論的にベンチャーファイナンスについて学べたことは本当に意義深いものでした。毎回頭をフル回転させて、へとへとに疲れるくらい集中したあの時間は、社会人生活においてなかなか貴重な体験です。そうして頑張れたのは、何よりも自分が好きな勉強であったからであり、周りにも同じ意識を持つくらい必死に頑張っているメンバーが居たから。最終的な答えのない質問や議論が多かったけれど、それをどうにか具現化するためにいろんな思考を張り巡らせ、「これはこうだ、いや違う。」と何度も考え直してよりよい答えを見つけていくというプロセスの中で、「考える力」をひきだす際にはきちんとファシリテートする人が必要であることもわかりました。そしてそれには知識と経験が備わっていなければなかなか為し得られないことだということもよくわかりました。今回神戸会場でもに学ばせていただいた皆さんはそうした能力をお持ちの人が多かったように思います。明るくフランクで好奇心旺盛、パワフル、少しでも自身の経験や知識を発揮しようという前向きな方ばかりでした。そんな方からは不思議と斬新で魅力的なアイデアがひらめくのです。そんな姿に社会人1年目だった私は大きな刺激を受け、かつもっともっと頑張らなければと身が引き締まる思いを毎回しておりました。3か月という短い期間でしたが、皆様とはとても仲良くさせて頂きました。本当に感謝していますし、これからも引き続きお世話になっていきたいと思っております。実践塾を通して学んだこと、ネットワークを今後のVC業務で活かし、自他共に認められるベンチャーキャピタリストになれるように日々精進したいと思います。そして忽那先生、このような素晴らしい場所を提案していただき本当にありがとうございました。大分からの参加でしたが期待以上の成果に満足しております。これはまさに、忽那先生の人柄とそこに惹かれた方々が生んだネットワークの賜物だと思います。そして今回その一員になれて心から光栄に思います。今後ともベンチャーファイナンス実践塾が末永く続き、更なるネットワーク構築の場になることを願っております。そして我々に続く塾生との交流もできることを期待しております。本当にありがとうございました。

修了生 延 137 人