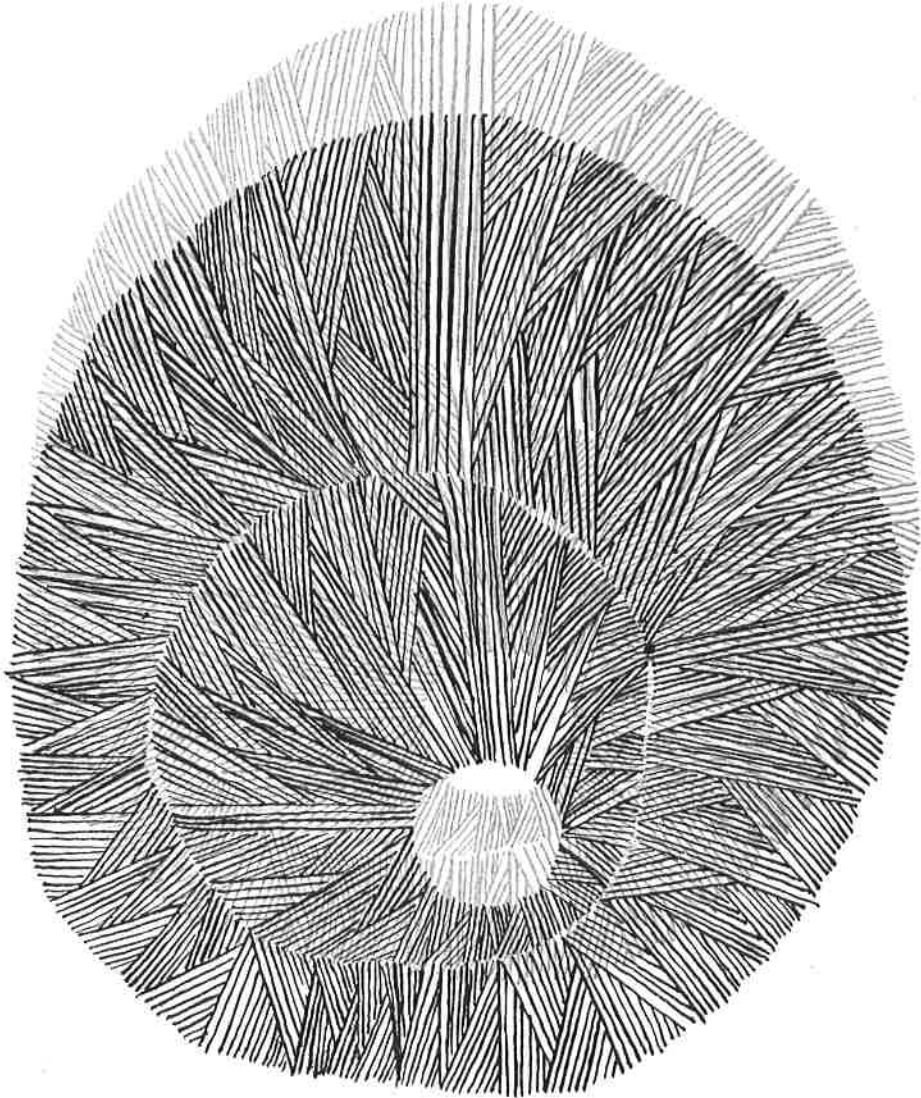


経友

No.191 / 2015.2

東京大学経友会



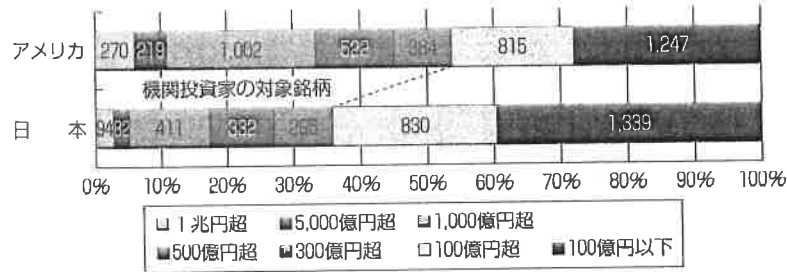
ベンチャー企業のCFO雑感

関 口 裕 一

私は、金融機関に約一五年務めた後、実業に転じ、以来数社のベンチャー企業のCFOや経営企画担当役員を務めさせていただきました。

私の所属していた金融機関は、所謂長期信用銀行でありましたが、一九九八年に国有化となり、その後、一年間不良債権の処理を行いつつ、「やはり日本変わっていくためには、実業の助けになりたい。」との想いを持ち、その後ベ

表1 (10月17日現在、ストラテジック・アイアール・インサイト調べ)



ンチャー企業のCFOや経営企画担当役員として従事し、現在は主としてベンチャー上場企業に対し、資本政策やIRRを基軸としたCFOの補佐役としての経営コンサルタントを営んでおります。

本稿は、論文ではありませんので、詳細な数値解釈などを除外し、飽く迄も雑感として述べさせていただきますが、以下日本の事業構造のリアル(表現としては古いかもしれませんが)を基にCFOの在り方について自身の経験を基に語りたいと思います。

一、新興上場企業のリアル

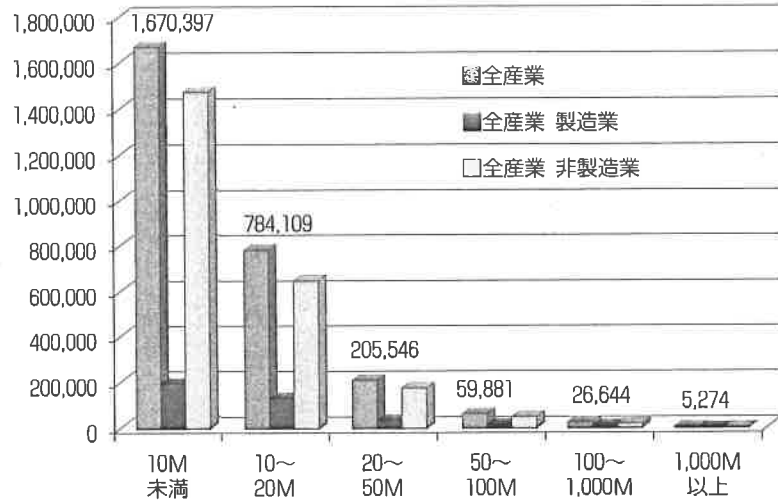
皆さまは驚かれるかもしれませんが、アメリカカンドリームのような米国の起業創造に比し、日本での未成熟な上場は比較的少ないとお考えではありませんか？

時価総額を企業価値として評価し、その上場企業における比率を日米で比較したときに、時価総額で三〇〇億円以下の企業、即ち機関投資家の投資対象外となっている企業の割合(マイクロキャップ企業と総称されます)は全ての上場企業の六〇%を超えているのが実態です。(表1)

一方、アメリカでは上場企業の半数以上が機関投資家の投資対象基準に合致する、成熟した企業とみられています。

表2 (出所：財務省財務総合政策研究所：H 23 年度法人企業統計)

(単位：社)



たものが日本企業の資本金別の構成です。ベンチャー企業は創業者の「強烈な想い」によって起業され、それが世の中のニーズに合致することから企業存続のための「利益」が生み出される構造を持つことができる、ということによって成長していく事が基本構造です。表2グラフは、そのような想いを持った起業家が立ち上げた事業の推移を表現していると考えられます。グラフに示す通り、多くの企業が設立される一方で、「創業者の想い」と「世の中のニーズ」がうまく折り合わないこと等から、創業後（特に非製造業）で資本を拡大することなく消え去っている構造がうかがい知れます。

もちろん、事業として世の中に受け入れられないような構造を内包していて、多数の起業家たちが消え去っていたことは否めません。しかし、IPOを含め、事業家として成功する確率は、（例えば表2に示す一六〇万の一千万未満の資本金で起業した経営者が一億円以上の資本金を手にする確率が上記数値から）一・九%であっても、その後の企業価値が上がらない理由には、以下に示すような重要な課題が内包されていると考えられます。

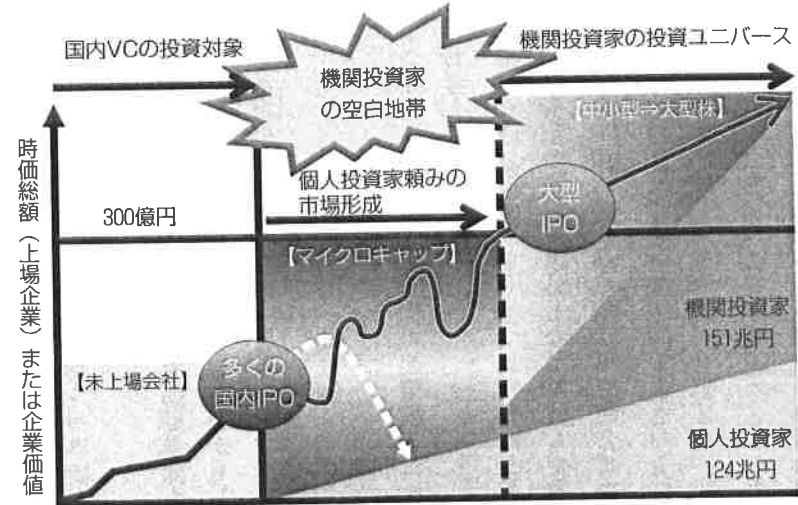
この資本市場構造を（図1）で示すと以下ようになります。マイクロキャップ企業は、IPO後も機関投資家からの投資を受け辛い状況が継続し、成長性を明確に示すことで個人投資家からの支持を集めることで時価総額を拡大しない限り、「単に上場しているだけの会社」として、会社四季報の四分の一ページに記載されているだけの位置付けから脱することが出来ません。

このような構造を招いてしまったのは、日本における上場基準の緩和であったと考えられます。「ちょっと事業に成功すれば上場できる」という考え方が、創業者に吹き込まれ、「上場企業になりたい」という気持ちで勝り事業が未成熟なまままで上場する傾向が、却って企業の成長を押し留めているように思われます。株式を上場することは即ち、資本市場からの調達を可能にするという考え方からは、現状が乖離していると考えざるを得ない状況が起きているのが現実と思われれます。

二、ベンチャー企業のリアル

一方、平成二三年の企業統計で恐縮ではありますが、表2に示し

図1 日本の上場企業の構造



三、マイクロキャップ企業（上場した時価総額三〇〇億円以下のベンチャー企業）の実態

① モノカルチャー企業

ベンチャー企業は前項に述べたように「強い創業者の想い」によって起業され、その想いが事業化された事によって成立します。しかし、これは創業者の「思い付き」がヒットし、いきなり収益を生んでしまった、という場合も包含されます。

企業として利益が生まれ、収益源が確保でき、証券会社や取引所の審査に通ってしまえば、晴れて新興市場（マザーズ等）でのIPO（株式上場）が可能となります。

しかし、このような企業では往々にして「モノカルチャー（単一事業を収益基盤とする）企業」であったり、「キャズムを超えられていない（一部の先進的な消費者受けする商品を提供しており、それが一般的な消費者に普及していない商品・サービスを提供している）企業」である構造が発生しています。

このような事業構造のまま上場した場合、上場後それまでの成長性を維持することが困難になるケースが多く見受けられます。

新興市場での上場は、資本市場での資金調達を容易にする点で重要な意味を持ちますが、それを有効に活用するためには、さらなる成長のストーリー（エクイティストーリー）を持つことが求められます。

その成長ストーリーを着実に実施するためには、現業を柱とする事業の多様化が必要です。

それを実現する為に必要なことは①現業の横展開（現状提供している商品・サービスを他の業界でも展開する事）、②現業の海外展開（現状提供している商品・サービスを海外でも展開する事）の二つに絞られると感

じています。

私は、このようなタイプの企業が上記のような成長のストーリーを作らないまま上場するケースに複数関わってきましたが、その後一社は競合会社を買収され、もう一社は大企業の支配下に置かれることを余儀なくされています。

例え上場できたとしても、それが「通過点」であることは上場を志すベンチャー企業経営者が等しく認知すべきポイントであると考えます。

② 「守り」に入る心理構造

前に述べたような「モノカルチャー企業」のような企業が上場すると、現状事業が果てしなく拡大すると言う錯覚に陥りがちです。

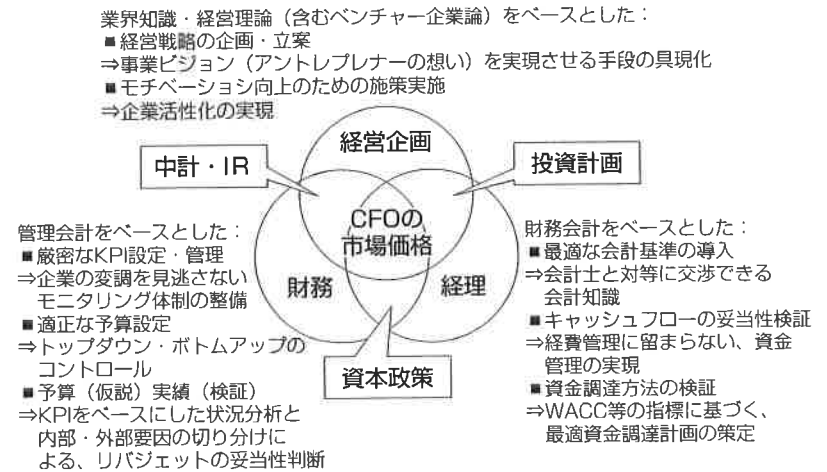
このような企業が①に述べたような事業展開を目指すなかで、統計や市場調査を無視した無理な事業計画に基づいて年次予算を策定し、結果上場直後に大幅な下方修正を行わざるを得ないような局面に陥るケースが往々にして存在します。

このような局面を迎えたベンチャー企業では、管理部門の権限が強大になり、成長戦略を描くことではなく、現業に見合った組織再編などを実施することに偏りがちになります。

これは、組織防衛という観点から理解できない考え方ではないのですが、企業としての存続を短期的に守ろうとする動きであり、シユリンクする行動が次の成長戦略に結び付くものでない限り、意味性は見出せません。

「より良い商品・サービスの提供」に対して顧客が「喜んで」対価を払っていただけると、ということ

図2 CFOの概念図



「どれだけ拡大できるか」がその企業の社会的存続理由ですから、現状の商品・サービスに閉じ籠ることなく、世の中（国内のみでなく世界を含め）の状況を把握し、攻めの姿勢を持ち続けることが必要になります。

その観点からも、①に述べたような成長志向を持ち続けつつ、経営学で研究されている様々な手法を使って、企業の成長可能性を探ることが重要であると思っております。

四、CFOの重要性

前項までで述べたように、ベンチャー企業が成長し存続し続けるためには、明確な「今現在の当社自身の位置付け」を見極めることが必要になります。

その上で、企業がどのような方向に進もうとしているのか明確な方針設定をする必要があります。

このような場面では、例えば企業が船であると考えた場合「船長」であるCEO（起業者）と二人三脚で手を携える「一等航海士」としてのCFOの存在が何にも増して重要になります。

CFOは、CEOに対し明確な自社の市場における位置を定量的に示す一方で、今後企業が進む方向の成功可能性を示す必要があります。

その為には、現在会社が居る位置と将来に向けての「海図」を示すことと、今後の目標に向かっての「羅針盤」機能をCFOが担うことが求められます。

そのCFOの在るべき姿を示したものが図2になります。

特にCFOの役割は、経営企画と連動したKPI（Key Performance Indicator; 主要指標）をどのように設定し、それを継続的にモニタリングして行くかが最も重要な位置を占めることになります。以前私が関わった企業でも、KPIのモニタリングによって、事業の状況（悪化局面）が未然に察知され、対策が取れたケースもありました。

現在ベンチャー事業が成長し始め、IPO市場においても活性化が進む中で、日本経済の原動力となる新たな企業の発生・成長が望まれていると考えられます。

このような「失われた二〇年」に対するパラダイムシフトを実現する為には、前項三、①・②の視点を持ち、CFOとしての役割を果たせる存在が今後重要になってくると考えています。

現在私がアドバイスを行っている企業は、上場企業であっても、このような人材が払底しているのが現状です。日本経済の再生のため、本学の卒業生からこのようなベンチャー事業の良き参謀役が続々と生まれ出てくることを期待して止みません。

（昭和六十年経営学科卒、ストラジック・アイアール・インサイト代表取締役）