

# 日本の情報産業を支えるソフトウェア産業における ベンチャー企業のリスクと成長性の類型化の研究

高柳 寛 樹

## 要旨

本論は、ソフトウェア産業におけるベンチャー企業の実証的に類型化することで、類型化されたそれぞれの課題を明らかにし、将来の発展に寄与することを目的とする。本論で便宜的に利用するベンチャー企業の類型には「受託開発型」「製品開発型」、さらに、「ハイブリッド型」の3類型を提示する。それぞれの詳細な定義は後述することとして、「ハイブリッド型」とは、いままで明確に類型化されてこなかった分類で、後述する諸所の事由により「受託開発型」と「製品開発型」の、それぞれの特徴を併せ持った、ソフトウェア産業のベンチャー企業のことを指す。この「ハイブリッド型」は近年、増加傾向にあると推測され、その背景にある諸事情は、必ずしもベンチャー企業発展のために存在していると考えられる、ベンチャー企業を取り巻く環境が上手く作用していないことを明示している。従って、本論では主たる争点にはしないが、米国との比較において、圧倒的に日本のソフトウェア産業を担うベンチャー企業に特徴的な類型がこの「ハイブリッド型」である。

## Abstract

This thesis aims to address and highlight the challenges that the Japanese software industry is facing in order to contribute to the future development of the industry. Our approach is by

analyzing the software development venture companies in categorizing them in to three types to typical business models. Following three typical business model types are identified for the purpose of our discussion in this thesis: "Order - made Software Development Type ("Order-made Type"), "Software Products Type ("Products Type")," and "Hybrid Type." The analyses of the three business model types will be discussed in detail later on in this thesis. However, I would like to note that Hybrid Type is a business model type that has not been identified until recently when we began to see the software development venture business model that has the characteristics of both Order-made Type and Products Type. The increasing number of such Hybrid Type venture companies signifies not the maturing of venture business development, but the effect of the unhealthy functioning of venture business environment in Japan. We will not discuss in detail about the software development venture company environment in the US and comparison between that of Japan. However, the trend is apparent in comparison between the environments in US and Japan that the percentage of Hybrid Type software development venture companies is dominant in Japan.

## 1. 語意の定義 (1) : 「ソフトウェア産業」

まず、「ソフトウェア産業 (software industry)」とは、日本国内におけるそれを指し、IBM など IT 統合型の企業群のことではなく、あくまでも、ソフトウェアそのもの、つまり、プログラマーやシステムエンジニアといった技術者集団が、プログラムをコーディングすることによって、アプリケーションを開発することでビジネスを成り立たせている産業を言い、無論、ハードウェア産業はそれから除くこととする。

### 1.1 「ソフトウェア産業」のビジネスモデルの分類

これらのソフトウェア産業を、ここでは大別して、「受託開発型」と、「製品開発型」の2つに便宜的に分けることとする。

「受託開発型」の企業とは、文字通り、開発を発注する企業から、開発依頼を受け、その開発を受託するビジネスモデルである。従って、その開発内容からは受託した企業の恣意性は全く排除され、発注元企業の意味をそのまま受け継ぎ、発注元企業の定義した仕様の通りに開発することで対価を獲得し、売上げとする企業のことを指す。一方の「製品開発型」の企業とは、自社の意思により企画・提案された製品 (プロダクト) を、自らの資金による投資により開発、製品化し、その販売までを一貫して行う企業のことを指す。いわゆる、ソフトウェアメーカーのことを言い、米国では ISV (Independent Software Vendor) と呼称されているものを指す。ただし、この2分類は、論文展開上、便宜的に分けているだけであり、現場において、綺麗に2分することはなかなかできない。そこには、ソフトウェア産業のトレンドの影響を受け、そのハイブリッド型の企業や、中間的な開発投資体系をとる企業など、さまざまな企業が存在することは周知の通りである。

### 1.2 語意の定義 (2) : 「ベンチャー企業」

さて、ここで翻って自明とも思われるが「ベン

チャー企業」という語意の再定義をここでしておきたい。早稲田大学アントレプレヌール研究会はその定義を「高い志と成功意欲の強いアントレプレナー (起業家) を中心とした、新規事業への挑戦を行う中小企業で、商品、サービス、あるいは経営システムに、イノベーションに基づく新規性があり、さらに社会性、独創性、普遍性を持った企業」としている。本論においても、原則、この定義をそのまま採用するが、更に簡便にいうと、「唯一性」と「成長性」を持った創業企業と位置づけたい。また、同研究会の定義の中では、ベンチャー企業は中小企業の一部として定義づけられているが、ベンチャー企業の場合は、ファイナンス面の特性において、前出のアントレプレナーと連携した投資家の存在があり、資金調達の方法として借入 (debt) による資金調達よりも、エクイティ (equity) による資金調達を行い、従って、その結果として投資家にとってのイクジット (exit; 現金化) も創業当初から想定されていることを付け加えておきたい。このレバレッジが、同研究会の言う「成功意欲」の原動力となることは、すでに多くの先行研究が指摘している通りである。

しかしながら、日本におけるベンチャー企業は必ずしも、レバレッジを効かせた創業企業が多いわけではない。これは、日本のマーケットの発達度や日本に独特の金融業界の状況にも左右されるが、資金調達を銀行借入 (debt) から行った方が結果として資金の調達コストが安く済む場合も多く、エクイティでの調達を行わないまま、私企業あるいは同族企業としても、ベンチャー企業の特長、つまりは、「唯一性」と「成長性」を併せ持っている企業が多く存在することも指摘しておきたい。本論では、これらの企業群もベンチャー企業と呼ぶことにしたいと思う。

従って、本論のタイトルの一部にもなっている「ソフトウェア産業におけるベンチャー企業…」とは、上述の語意の定義 (1) (2) の性質を併せ持つ企業であり、一般的に、情報産業において、

ITベンチャーやネットベンチャーなどの総称で呼ばれている企業群を指す。またこれらの中には、極めて創業期に近いアーリーステージのベンチャーもあれば、上場を目指して数年から十数年経過している企業もある。また、ベンチャーキャピタル業界で「リビング・デッド (living dead)」と揶揄される、投資家から見た上場やM & Aなどのイグジットのタイミング逸した企業も多くあり、それでも尚、何らかの新たな目的を再設定して、その目的達成のために経営を継続している企業も多く含まれるだろう。一方で、国内の新興市場に上場を果たし、初期の投資家から見たイグジットを完了させ、さらに次のステージに向かっている企業も含む。従って、資本金や貸借対照表上の資本の部の大きさ等には縛られない、大きなくくりで、「ソフトウェア産業におけるベンチャー企業」の分類に関する考察を行ってみたいと思う。

## 2. 経営財務基盤の基本的な分類

さて、ここで先に大別した「受託開発型」と「製品開発型」のベンチャー企業を、経営財務基盤の側面から分類してみたい。

### 2.1 「受託開発型」ベンチャー企業の経営財務基盤の特性

「受託開発型」ベンチャー企業の経営財務基盤の特性は、一言でいうならば、その「安定性」に他ならない。無論これは、発注元、つまりベンチャー企業のカウンターパートである顧客をしっかりと囲い込んでいることが前提となる。技術者を数名から数十名規模で雇用しているベンチャー企業にとってみると、これらの社員である技術者を雇用し、その上で利益の見込める単価で仕事を受注できる顧客を持っていることは、この上ない安定となる。特に、顧客が大手であり、初期の実績により、繰り返し発注の来る、いわゆる、リピート・クライアントであるならば、なおさら経営財務基盤は安定する。その上、リピート・クライア

ントは、すでに現場での仕事上のコンセンサスが強く取れているため、プレ・セールスの活動を必要としない。仕事を受注し売上化するまでのプロセスが、自然と、極めて合理的なプロセスになっていることが多い。この場合、受注の体系は随意契約がほとんどで、その理由も、いままでの実績と信頼をベースに構築され、それにより発注者の開発発注リスクを低減させているので、両者にとって良い結果を生み出す。

このように「受託開発型」ベンチャー企業は、経営財務基盤が安定する一方で、失うもの — つまり、ベンチャー企業の場合それが企業経営リスクと直結することが多いが — もある。それは、ベンチャー企業の特徴の一つであるはずの「成長性」である。リピート・クライアントからの定期的な受注、あるいは年間のバジェットを貰うことで、安定的な売上げと一定の利益を確保できるが、その活動に技術者のほとんどを使ってしまう受託系ベンチャー企業が多い。繰り返しになるが、受託開発のビジネスモデルの優れている点は、顧客をしっかりと確保していれば、その間は極めて「安定的」な企業経営ができる点にある。しかしながら、一方で、受託開発の場合、いわゆる利益の「アップサイド (up side)」を期待することが難しい。開発会社の見積りの仕方はいくつか典型的なものがあるが（ここでは、その詳細は本論からそれるため割愛する）、何らかの特別な理由が無い限り、大幅な利益を上乘せした見積もりを通すことは通念上、不可能に近い。あるいは、最初の受託から、後半の受託にかけて、利益率が上がっていくということは理論上あり得ない。もちろん、社内の「改善」活動に代表される合理化や、技術的なフレームワークの採用などで多少利益率を上げることができたとしても、発注元、つまり、顧客の仕様に則って、仕様そのままを開発するだけの「受託開発型」のビジネスモデルは、利益が一定なのである。その上、高い利益率は見込めない。従って、利益の絶対的な幅を大きくしたい場合は、社員（技術者）を増やして、顧客か

らの発注を増大させ、売上げをあげるしか、成長の方法はないのである。人材の採用には、リスクはつきものである上に、必ずしも、プレ・セールスの必要がない優良顧客ばかりがこのベンチャー企業の顧客になるとは限らない。経営の更なる安定を図るため、いままでの優良顧客の売上げを「相対的に」小さくすべく、新規の顧客獲得にひた走る「受託開発型」ベンチャー企業は少なくない。そうした場合、プレ・セールス、つまりは、仕事を獲得するまでの営業活動にコスト（リスク）がかかってしまい、結果として売上げは微増するも、利益は少なくなるか、最悪の場合、その新規顧客においては、赤字になってしまうこともままあり得る。これが、典型的な「受託開発型」ベンチャー企業の経営財務モデルの限界であり、矛盾である。成長を目指せば目指すほど、利益率が低下するという現象が論理的に（また、筆者の観察の結果からも）あり得るのである。従って、このような企業が、ベンチャー企業であり続けたい場合は、この「受託開発型」のモデルからの脱却を図ろうとするのが常である。その脱却の方法と企業分類については後述したい。

## 2.2 「製品開発型」ベンチャー企業の経営財務基盤の特性

自らの企画を製品という形でマーケットに売り込む「製品開発型」ベンチャー企業の特性は、「受託開発型」のそれと性質を180度異にするといいても良いくらい、リスクが伴う。あえて言えば、経営財務基盤においては、「受託開発型」の「安定」と「製品開発型」の「リスク」ともいえる。しかしながら、そもそも、このリスクに対して、いわゆる「リスク・マネー」を投じるのが、エンジェルやベンチャーキャピタルといった投資家であり、ある程度の対投資効果を得ようとする投資家が投資をする、「製品開発型」のベンチャー企業が、先に定義した「ベンチャー企業」たる企業であるともいえなくもない。つまり、「製品開発型」のベンチャー企業は、そのビジネスのコ

アとなる製品を開発するための手元資金が必ず必要になり、まずこれを確保するところからはじまるのが、「受託開発型」とは大きく異なる点である。資金調達の方法としては、簡単に前述したが、その詳細は、本論から路線が離れるため別の研究に譲ることとする。

さて、「製品開発型」のベンチャー企業の場合、ビジネスのコアとなる製品を開発することが、まず着手すべく仕事であるが故に、資金調達が必要となることは先に述べたが、この資金が、間接金融による調達（銀行借入など）または、増資などのエクイティによる調達であっても、自社自身で内部留保した資金での開発でないという意味においてはリスクが伴う。また、どんなに良い技術であっても、どれだけ事前のマーケティングを行っても、「必ず投下資本を回収して、利益を生む」とは、当初の段階で言い切れない。これがいわゆる、不確実性の残る経営である（亀川 2006）。ベンチャー企業の場合、その成功にあまたの不確実性が付きまとうのが常であり、比較的ベンチャーの市況が良かった、平成14年度の統計を見ても、ベンチャーキャピタルの投資先の上場成功例は約3割程度<sup>1)</sup>にとどまっている。しかしながら、多くのベンチャー企業はこの「製品開発型」を目指す。そこには、つまり、開発した製品が、十分に、または、十分でなくても、投下資本を回収し、余りある利益を出す可能性を十分に秘めているからである。経営財務基盤という視点において、「製品開発型」のベンチャー企業の場合を、「受託開発型」のそれと比較してみると、明らかに、製品が売れ出してからの利益率に大きな差が出てくるのは理論上説明がつく。従って、特に、本論で取り扱っている「ソフトウェア産業」の場合、その原価は、ほとんどが開発する際の人件費（エンジニアの給与及びその周辺経費）ということになる。特に、近年は、ソフトウェア開発にあたって有償のツールを使うことは少なく、その多くを、オープンソース<sup>2)</sup>の恩恵に預かるため、製品の開発原価は、ほぼ人件費になる。その人件費を費やし、

完成した製品（ソフトウェア）は、1本売れても、100本売れても原価は変わらない。つまり2本目以降は、すべてコピーであるからだ。さらに、近年、売り切りパッケージ型のソフトウェアに加えて、ASP<sup>3)</sup>やSaaS<sup>4)</sup>といった販売体系が出てきたことで、売り切りパッケージ製品時代には、1本売って、次の1本を売るまでは、売上げ利益が立たなかったのに比べ、1回売ってしまえば、その1回のランニングの料金が、例えば月単位で入るなど、中途解約を想定しなければ、永続的な積み上げ型の売上げ利益形態に変貌しつつある。また、同時に、販売方法においても、その違いは明らかで、パッケージ製品が、いわゆる旧来からの量販店をベースとした流通網を利用するのに対し、ASPやSaaSは、ウェブによるマーケティングや営業が主で、営業コストをあまりかけることが無い。更に、在庫リスクに関しては皆無である。同時に、ASPやSaaSのアプリケーションを管理するサーバーやインフラのコストが飛躍的に低価格化している中で、そのコストは縮まる一方である。これらの事象から、「製品開発型」のベンチャー企業の中でも、そのサービスが、パッケージ製品から、ASPやSaaSといった形態にシフトしはじめているのは事実である。ちなみに、パッケージ型の代表企業としては、業務系パッケージソフトウェアの老舗である、株式会社オービックビジネスコンサルタント（東証1部：4733）や、同業種である弥生株式会社（未上場）があげられる。また、ASPやSaaSの代表格としては、米国のCRM<sup>5)</sup>大手ベンチャー企業である、Salesforce.com社（NYSE：CRM）などが有名である。

従って、「製品開発型」のベンチャー企業の特徴は、投資リスクはあるものの、そのリスク、つまり、不確実性を、できる限り排除することで、リスクを最小化できるならば、さほど大きなリスク・マネーを投じなくとも、投資回収はもちろん、利益を上げることも可能である。しかしながら、不確実性の問題は、必ず付きまとい消えることはないため、大別すれば、リスクのある側の分類に

なることになる。

### 2.3 「受託開発型」と「製品開発型」の比較のまとめ

このように、「受託開発型」は、財務的に安定はするが、利益が一定にとどまるため、急成長は望めない。もし急成長をするのであれば、エンジニアの人数を増やし下請けに徹することしか手はなく、そのようなビジネスモデルが、先述のベンチャー企業の定義に当てはまるかどうかは微妙になってくる。無論一方で、純粋な開発以外にも、コンサルティングや、付加価値の高い技術を用いることで、利益幅を大きくすることは事実上可能であるが、そのモデルが受託開発である以上、急速な利益の拡大を望むのは難しい。

一方の「製品開発型」は、初期投資が必要になり、その部分がリスクファクターとなるが、一度、投資開発した製品が売れ始めれば、利益の幅は急速に大きくなるため、理想の企業の成長曲線が望める。しかしながら、「作ったものが、売れるか、売れないか」といった、不確実性は最後までつきまとうため、オープンソースによる開発コストの圧縮や、サーバーなどの運用コストの低価格化といった後押しがあったとしても、最後までリスクファクターは拭えないのが実情である。

### 3. 「受託開発型」と「製品開発型」の中間的分類の登場

このような状況の中、「受託開発型」と「製品開発型」のハイブリッド型のベンチャー企業が登場しつつある。その発展形態はさまざまであるが、多くは、受託開発で経営を安定させておいて、自ら資金を確保した段階で、開発リソースの一部を使って、製品開発にチャレンジをする、といったものである。製品開発をしている段階においても、受託開発は平行して進めているため、財務基盤は安定したままである。いわば、創業初期の段階において、受託開発で貯めておいた資金を、無理な

く製品開発の原資にすることで、リスクを回避しよう、といった類のベンチャー企業である。

この場合、「受託開発型」でそのビジネス発展の争点となっていた、利益率の停滞と、「製品開発型」で同じく争点となっていた、初期投資のリスクファクターの両方を排除することができ、中期的には、ベンチャー企業の不確実性を一気に払拭できる構造となる。

こういったベンチャー企業を、ここでは「ハイブリッド型」と呼ぶこととする。

### 3.1 M & Aによる「ハイブリッド型」の誕生も

このような「ハイブリッド型」のベンチャー企業は、そもそも創業時から、「ハイブリッド型」のビジネスモデルを想定して、そのマイルストーンの通りに発展している企業がある一方で、M & Aにより、「受託開発型」と「製品開発型」を経営統合することで、後から作り上げる例も出てきている。

1994年創業のサイバースペース・ジャパン株式会社（以下、CSJ）は、日本初の検索エンジン「CSJ インデックス」でインターネットベンチャーとして創業をした。しかし、折からの検索エンジンブームで、欧米列強から、Yahoo!をはじめ、Googleなどの競合が上陸し、国内でも、NTTレゾナント（当時のNTT-X）の「goo」などが大きな資本力を武器に検索エンジンマーケットに参入してきたことで、2000年に米国大手ネットベンチャーに会社を売却している。その後、CSJは、日本のインターネット黎明期に知れたブランドとなった会社名を買い戻し、事業を続けるが、それまでの業態を転換して、日本初の検索エンジンを運営していた際のノウハウと開発力を元に、大手企業のネット進出を開発の側面からサポートする「受託開発型」のベンチャー企業となり、「ぐるなび（<http://www.gnavi.co.jp/>）」をはじめとする多くの有名サイトの開発・運営をしてきた。

一方、1997年に創業した株式会社ウェブハット・コミュニケーションズ（以下、ウェブハット）は、創業当初、創業社長を含むすべてのメンバーが学生であったことを武器に、新しい技術に柔軟に対応し、モバイル（携帯電話）のウェブシステム開発を中心にビジネスを構築しはじめていた。しかし創業から2年が経過し、本格的にビジネスに取り組むようになってから、「製品開発型」のベンチャー企業へと転進し、銀行借入を主とする資金調達を行い、この資金を元手に、自社製品の開発に全リソースを注いだ。従って、創業当初行っていた受託開発もストップし、すべてのリソースを製品開発に向けたため、財務体質は一気に悪化していき、借金・赤字体質になっていく。しかし、2001年に携帯電話とウェブシステムを利用した、人材のジョブ・スケジューリングのシステムである「JobCommunicator®」をASPとして製品化に成功して以来、そのシリーズを次々と開発していき、徐々に財務状況を好転させていった。

この対照的な2社は、その後、JobCommunicator®のリリースと時を同じくして接近し、2001年に、CSJがウェブハットに第一回目の第三者割当増資を行い資本提携をしている。この段階では、まだ資本提携をしたに過ぎなかったが、ウェブハットが、2004年末に相次いで、業界大手のオービックビジネスコンサルタント社とネオジャパン社に第三者割当増資を実施した後、2006年2月末に、CSJとウェブハットは1:1の対等合併を行い、社名を株式会社ウェブインパクトと改めている。当時の業界メディアはこの経営統合を「(2社それぞれの)事業はプロダクト開発と受託開発であり、互いのノウハウを共有することで更なるシナジーが期待できる」<sup>6)</sup>と伝えている。

従って、このケースから読み取れることは、前述してきた「受託開発型」ベンチャー企業と、「製品開発型」ベンチャー企業が、それぞれの強みを共有し、一方で、それぞれの弱みを補完し合い、強いビジネスモデルと財務基盤を確保しようとした軌跡である。

従って、このケースから読み取れることは、前述してきた「受託開発型」ベンチャー企業と、「製品開発型」ベンチャー企業が、それぞれの強みを共有し、一方で、それぞれの弱みを補完し合い、強いビジネスモデルと財務基盤を確保しようとした軌跡である。

### 3.2 ハイリスク・ハイリターン型からローリスク・ミドルリターン型への転換

このように、近年のウェブ系ソフトウェア開発のベンチャー企業の潮流は、旧来の「受託開発型」および「製品開発型」といった2項モデルを脱皮し、「ハイブリッド型」も多くみられるようになってきた。あるいはそれが主流といっても良いかもしれない。投資家サイドに立ってこの状況を見てみても、コアコンピタンスの1点に、経営資源を集約し、そこに集中的に投資を行うといった、ハイリスク・ハイリターン型の投資から、安定した財務基盤も「併せ持つ」、ローリスク・ミドルリターン型への転換が見て取れる。

無論、米国のベンチャー企業などは、未だ、コアコンピタンス1点にその焦点を絞り、多くの資金をベンチャーキャピタルから調達し、その勢力を拡大しているベンチャー企業も少なくない。例えば、本論で述べてきている「製品開発型」の例で前述したSalesforce.com社などもその急先鋒で、自ら投資開発してきたCRMのSaaSである、「Salesforce」にその経営資源を集中させており、さらに近年は、PaaS<sup>7)</sup>の概念を打ち出し実践をする中心的企業になっている。Salesforce.com社の場合は、株式を公開し、その時価総額が6千億円を超えるような巨大企業に成長したわけだが、その歴史を振り返ると、典型的な「製品開発型」のベンチャー企業であったことは周知の事実である。また、WEB 2.0時代の初頭に話題になった、インターネット上の3Dバーチャル空間である「SecondLife」を提供する、リンデン・ラボ社も同じく、まだインターネット上の3D技術がおぼつかない時代から、コンセプトをはっきりとさせ、そのコアコンピタンスに経営資源を集中させ、同様に、開発や運営にかかる巨額の資金を調達してきた。これらの企業の「企業精神」には、本論でいう「ハイブリッド型」といった考え方は存在しない。投資家の立場で考えれば、いわば、ハイリスク・ハイリターンの投資先に他ならない。

一方、目を国内にうつしてみると、このように、

「製品開発型」のベンチャー企業は、特に、いわゆる、ドットコム・バブルの崩壊以降、少なくなってきたという感触を受ける。

### 3.3 なぜ「ハイブリッド型」は日本のソフトウェア産業におけるベンチャー企業に特有か？

「なぜ『ハイブリッド型』は日本のソフトウェア産業におけるベンチャー企業に特有か？」という仮説に対して、まず想定される回答は、「ベンチャー投資の冷え込み」という回答だ。2008年の第1四半期にIPOをした企業数は33社で、前年の同じ時期の55社から大幅に下落している。従って、投資家からみたイグジットの成立は確実に低迷しているといえる。また、ライブドア事件以降、東証マザーズ、大証ヘラクレス、札証アンビシャス、名証セントレックス、福証Qボード、JASDAQといった新興市場の冷え込みは激しく、株式公開時の平均時価総額は2005年の230億円をピークに、2006年172億円、2007年93億円、2008年の第一四半期には79億円までに低下している。これと同時に、「公開時に企業の平均調達金額も減少を続け、2008年1月から～3月においては10億円に満たない」（長谷川2008）という。従って、公開時にいわゆる「公募割れ」を起こす企業も後を絶たない。一方で、ライブドア事件に代表されるような、粉飾決算などの偽計による刑事事件も後を絶たず、新興市場の上場基準の見直しがされるまでになった。しかし、これがさらなるIPOへのブレーキをかける要因になっていく。いわゆる、J-SOXへの対応と、監査報酬の増大である。内部統制にかかる費用は莫大で、時価総額が10～20億前後の株式を公開しているベンチャー企業にインタビューを行ったところ、上場維持にかかる諸費用で年間1～2億円という答えが返ってきた。例えば、売上げ20億円で、実質の利益が3億円のベンチャー企業があったことを想定すると、その利益の半分が、上場維持費という、実ビジネスと関係の無い諸費用に消えてい

くことになる。

この状況の見方は2通りある。1つは、高い上場維持費を払ってでも余りある利益を出せる企業だけが、上場できる、という事実上の上場基準の底上げの成果、という考え方である。一方で、調達も十分に出来ず、時価総額は極めて低く、株式の流動性も低い。挙句の果てに、実質的利益の多くを、上場維持費に持っていかれるのであれば、上場している意味がそもそも無い、と考えるベンチャー企業も出始めており、携帯コンテンツ事業を展開する、サイバードホールディングス社などは、2008年3月に「中長期的な観点で企業価値の向上を達成するためMBOを実施し、上場廃止」<sup>9)</sup>している。

これらの状況は、短期的に見ると、IPOに対する創業者のインセンティブを削ぐ結果になっており、IPOを目指さずとも、しっかりと安定的な利益を出せるのであれば、上場を維持するのにかかる「余計な経費を削減し、その分、給与を十分にとっていた方が、創業系経営陣としてもメリットを感じる」<sup>9)</sup>といった、現象を引き起こしている。ただし、誤解を招かないように付け加えるなら、日本の新興市場においておこっている前述の状況は、あくまでも短期的な視野にたつて、アントレプレナーに対して、ネガティブに映っているのであると筆者は考える。無論、そんな中であっても、大きな利益を出す会社が、上場する企業数は少なくなっているといっても、しっかりと上場を果たし、資金調達をすることで次のステージへ向けて更なる企業努力をしていることは事実としてある。

しかしながら、このようなIPOマーケットの急激な冷え込みが、ベンチャー企業に対して、どこか「安定」を求める結果となっているのではないかと考察する。同時に、投資サイドからも、「製品開発型」のベンチャーに特有のリスクを、手放して由としない風潮も現れ始めていることも事実で、その中に「受託開発型」のような、一定の財務的な「安定」を求めている事実もあるであ

ろう。これらの要因が複合的に混ざり合って「ハイブリッド型」のベンチャー企業を排出する結果となっていることが推測される。

### 3.4 「ハイブリッド型」ベンチャー企業に必要なもの

ここまで、「受託開発型」「製品開発型」そして「ハイブリッド型」と、日本のソフトウェア産業におけるベンチャー企業を分類してきた。その中で「ハイブリッド型」においては、その財務体質がリスクを最小化し安定しながらも、製品開発の部門においてアップサイドが狙えるという優位性を指摘してきた。しかし、一方で「ハイブリッド型」ベンチャー企業の問題点も指摘しておきたい。

「ハイブリッド型」ベンチャー企業は、受託開発を行いながら、そこで得られる安定的な利益を製品開発に再投資することで、「製品開発型」ベンチャー企業特有の利益幅の拡大を狙うことが理論的に可能な形態の企業とっていい。しかし一方で、製品開発の事業が上手くいなくなると、つまりは、製品の開発に失敗したり、思ったように作った製品が売れないなどの状況に陥ることも十分に考ええる。その場合、企業を支えるのが、受託開発の安定した利益ということになる。しかしながら、一方、人的資源や人的統制に目を移すと、受託開発部門であげる利益が、製品開発部門に吸い取られ結果として会社全体としては利益があがらない、または赤字になるといった事態に陥ることで、従業員のモチベーションの低下が懸念される。この状況が長く続くと経営者のリーダーシップが問われはじめたり、製品開発部門に必須となる営業人材のコスト化も問題になってくる。従って、いくら「ハイブリッド型」のベンチャー企業といえども、中期的には、製品開発部門においてしっかりとした利益をあげて、会社全体の成長に貢献することが必要となってくる。

### 3.5 「ハイブリッド型」ベンチャー企業の本質

従って、「ハイブリッド型」ベンチャー企業は、



本来、「製品開発型」ベンチャー企業であれば、「時間を株で買う」という意味において、増資を行い、創業経営陣のシェア低下と引き換えに、資金を集め、その資金を使い、製品開発だけに没頭するわけだが、「ハイブリッド型」のベンチャー企業の場合は、「時間を資金で買わない」分、時間をかけて、自前の資金力、つまり、受託開発部門からあがってくる安定的な利益を長期に渡り利用しながら、製品開発からマーケットインまでの戦略を、あくまでも長期で進めているのが「ハイブリッド型」ベンチャー企業の実質的な活動形態であると想定される。

「ハイブリッド型」ベンチャー企業誕生の背景のメカニズムの一部として、マーケットの冷え込みがあるという指摘は先にした通りだが、日本のベンチャーキャピタルの投資回収スパンにもその一因が見られなくも無い。海外のベンチャーキャピタルと日本のベンチャーキャピタルの比較に関しては、本論では主題でないため触れないが、少し、本論との関係において、ベンチャーキャピタルについて触れておきたい。ベンチャーキャピタルにとっては、その回収こそが、彼らのビジネスモデルである。多くの投資ポートフォリオを作り、そのうちの数パーセントから十数パーセントがIPO（や、その他のイグジット）することで、全体としての利回りを得るのがベンチャーキャピタルの仕組みであるが、その投資ファンドの「償還期間」が問題になるケースが多い。

前述した、インターネット上での3Dバーチャル空間である「SecondLife」を提供している、リンデン・ラボ社の場合、その創業は1999年である。この頃に「セカンドライフ」のベースをなす技術の開発に着手をしていることが想定される。資金調達フェーズについて詳しく知る術を持ち合わせていないが、仮に、この段階で資金調達をしていた場合、2008年現在で、約10年が経過している。しかし、同社は現在、M & Aを含めたイグジットをしていないため、投資家サイドは何ら利益を得ていないことが考えられる。近年、経

営陣の交代が続き、IPOに向けた準備にも見受けられる<sup>10)</sup>が、依然、現在のところ株式は未公開の状態である。

一方、国内のベンチャーキャピタルに目を移すと、そのファンドの償還期間の平均が5年程度であると言われる。従って、ベンチャー企業の経営者は5年でその結果を求められることとなる。リンデン・ラボ社の10年とくらべると約2倍もの差がある。ベンチャーキャピタルが、その会社のコアコンピタンスに共感をし、出資をしてから回収するまでの期間を十分に検討しないと、「リビング・デッド」と呼ばれる状態になるベンチャー企業が増える。償還期間末期には、なんとか現金化したいベンチャーキャピタルがさまざまな手法でその株を売り抜けようとする。これはしごく当然の結末である。その結果、そのベンチャー企業の芽が出る前に、投資を引き上げてしまうことになる。

リンデン・ラボ社のようなケースでは、そもそも投資家（ベンチャーキャピタルも含む）が投資する際に、償還期間を長く見ている可能性が高い。つまり、投資家自身が、この会社が延びるコアコンピタンスを持っていると判断したなら、長期で育てる決断を出資の時点で行っている。この場合、経営陣は落ち着いて事業計画が立てられ、大きなビジネスを育てることができる。しかし、償還期間が短かった場合、そもそも短い年数でのビジネスの成長が難しいと考えるならば、経営者はベンチャーキャピタルからの直接投資を考えなくなることが予想される。そのような場合、「ハイブリッド型」のベンチャー企業が、比較的長い年数をかけて、次のステージを迎える準備を続けるという選択肢が残されるのである。この視点もまた、日本のソフトウェア産業における、「ハイブリッド型」ベンチャー企業誕生の要因のひとつと考えられるのである。

この章では、リンデン・ラボ社の事例を用いながら、日本の「ハイブリッド型」ベンチャー企業との対比をさせてきたが、ここに興味深い数字が

ある。ソフトウェア産業（Software Industry）の括りで、本論で言う「受託開発型（Order-made Software Development）」と「製品開発型（Software Products）」の量的比較の数字である。これによると、日本の場合、「受託開発型」企業の割合が、全体の83.1%と圧倒的に多く、残りの16.9%が「製品開発型」企業となっている。一方の米国の場合は、「受託開発型」企業が全体の34.9%で、「製品開発型」企業が65.1%と大きく過半数を超えている<sup>11)</sup>。無論、この比較には本論で言う「ハイブリッド型」に対する言及は無いが、前述した文脈を裏付けるように、日米ソフトウェア産業の特徴の違いが明らかに出ているのである。尚、日本国内におけるソフトウェア産業のカテゴリー別の売上げ率では、やはりトップが「受託開発型」になっており、全体の46.3%と、ずば抜けて高くなっている。一方の「製品開発型」は全体の9.4%と、「受託開発型」に比べると極端に少ない数字だが、全体の4番目に位置している<sup>12)</sup>。これらの数字から読み取れることは、いかに、日本において「受託開発型」のソフトウェア産業（企業）の割合が大きいかということと、「製品開発型」も、その存在感を出してはいるものの、売上げベースで見た場合、まだまだ、極端に小さい産業であることがわかるのである。ただし、留意しなくてはならない点は、「受託開発型」に位置している企業の中には、「ハイブリッド型」でありながら、まだ製品開発部門の芽が出ずに努力を重ねている企業が埋もれているであろう部分である。今後は、この埋もれている「ハイブリッド型」のベンチャー企業を明確に分類し、その成長に着目することで、日本のソフトウェア産業の将来をはかることができるのではないかと考察するのである。

#### 4. なぜ、ベンチャー企業が「製品開発型」にこだわるのか

「なぜ、ベンチャー企業が「製品開発型」にこ

だわるのか」というのが、本論の最後の問いになる。その答えの一部は前述してきたとおりで、簡単にまとめると、「受託開発型」よりも利益率の幅が見込める、というものである。しかし、これはあくまでも、財務的な要因から導き出した答えに過ぎない。「ものづくり」という観点から見ると、また違った視点が必然的に浮かび上がる。それは一重に会社の構成員、人財たるエンジニアと、経営者たるアントレプレナーのモチベーションである。

これは、私の10年強の経営の経験ではあるが、新卒を採用する際に、「当社は、受託開発の会社です」と説明するのと、「当社は、独自の製品を開発している会社です」と言うのでは、明らかに学生の食いつきが違ってくる。従って、推論するに、「受託開発＝下請け」といった、モチベーションの低い印象が強くなるのだと思う。一方で、「独自製品の開発＝クリエイティブでやりがいのある」というのが後者の印象であろう。実際に、グループインタビューをしてみても、学生の質問の中で最も多いのが、独自製品への質問と、その評価である。受託開発に関する質問はほとんど出ないというのが、これまでの経験である。この現象はそのまま、ソフトウェアを開発するベンチャーの財産である、エンジニアにも言える。受託開発は、決まった仕様をただただコーディングすることに明け暮れる仕事になる。一方の製品開発は、クリエイティビティが要求され、自分の意見も反映させることができる。両者を比較した場合、多くの優秀なエンジニアは後者に魅力を感じる人が多いようである。無論、こつこつとひたすらコーディングを繰り返すことを好むエンジニアも存在することは事実だし、受託開発であっても、前述したように、その開発が新しい技術に絡むものであったり、自分にしかできない高度な技術であったりした場合、それがモチベーションにつながることもあるが、おしなべて、受託開発の方が「地味」に映るのが常である。これは、なにも、エンジニアに限ったことではない。投資家から見

でも、受託開発は地味に、製品開発は華々しく見える。これは、アップサイドの問題で、それぞれの利益形態の特徴からも言えることである。同時に、投資家と従業員であるエンジニアの両方に語らなければならない経営者たるアントレプレナーは、さらに、この状況を強く感じるに違いない。つまり、彼らアントレプレナーの口からは、会社の特徴として、「安定した受託開発」という言葉は、あまり発せられない。その語りの多くは、「独自の製品開発」に終始するのである。これが、ソフトウェア系のベンチャー企業が「製品開発型」にこだわる、財務以外の大きな理由の一つであることは、紛れも無い事実であろう。

## 5. 今後の研究の展望とその意味

さて、本論のタイトルは「日本の情報産業を支えるソフトウェア産業におけるベンチャー企業のリスクと成長性の類型化の研究」である。ここまで述べてきたとおり、ベンチャー企業が成長するには、リスクがつきものである。当たり前のようについてまわる。そのリスクを踏まえた上で投資をし、最大の利益を回収するのが投資家のファンクションである。しかし、一方で、リスクは小さいに越したことはない。従って、アントレプレナーの仕事の一つには、リスクの最小化という仕事もある。この一連の作業において、マーケットが冷え込んだ近年の日本においては、「ハイブリッド型」のベンチャー企業が多く誕生しているように見受けられる。しかし、この「ハイブリッド型」のベンチャー企業は、類型化されず、なかなか数字として現れてこなかった。今後の研究で、言葉はどうあれ、本論で述べてきたような「ハイブリッド型」のベンチャー企業を、しっかりと類型化し、そしてその成長性をできるだけ長いスパンで追っていくことが重要であると思う。なぜ、期間を長く取るかについても前述したとおりだが、「時間を株で買う」のが、ベンチャーキャピタルからなどのエクイティ投資である。一方で、さま

ざまな理由で — 本論の中では、その一例として「償還期間」を取り上げたが — 「時間を株で買わない」選択肢が出てきた。それが、「ハイブリッド型」の類型である。この「ハイブリッド型」は時間を買わない分、ベンチャーといえども芽が出るまでに、言い換えれば、投資家の観点からするとイグジットするまでに、時間を要する。従って、短期間で結果を見るのではなく、安定しながら、着実に伸びながら、一定の時間をかけて成長し、その結果としてイグジットがついてくるベンチャー企業の類型があっても良いと思うのである。逆に言えば、「受託開発型」のソフトウェア産業（企業）が圧倒的に多い日本にあって、「ハイブリッド型」の類型化は、非常に意味があると考察する。

## 注

- 1) 平成 14 年度ベンチャーキャピタル投資状況調査（経済産業省・経済産業政策局・新規産業室）
- 2) 無料でソースコードが入手でき、自由な再頒布ができる概念
- 3) Application Service Provider の略称
- 4) Software as a Service の略称
- 5) Customer Relationship Management の略称
- 6) 『Venture Now』2006 年 1 月 27 日号
- 7) Platform as a Service の略称
- 8) <http://www.cybird.co.jp/hc/corporate/history.html>
- 9) 筆者が実施した未上場（上場準備に携わっているレベルの企業）及び上場企業、合計 5 社の CEO 及び CFO に対する匿名インタビューにより、上場を維持する意味と新規に上場をする意味について聞いた。
- 10) インプレス R & D (2008) 『インターネット白書 2008』 p. 43
- 11) White Paper on Information and Communication in Japan, July 2007
- 12) Survey of Selected Service Industries 2005, METI

## 参考文献

- 亀川雅人 (2006) 『資本と知識と経営者—虚構から現実へ—』 創成社
- インプレス R & D (2008) 『インターネット白書 2008』
- 社団法人情報サービス産業協会 (2007) 『情報サービス産業白書 2007』 日経 BP 社
- Joseph M. Morris, James N. Brendel, Douglas C. Jerger, Donald P. Keller (2001) “Software Industry Accounting” John Wiley & Sons Inc
- Harvard Business Review DIAMOND ハーバードビジネスレビュー編集部 (2000) 『不確実性の経営戦略』 ダイアモンド社
- 前川徹 (2004) 『ソフトウェア最前線—日本の情報サービス産業界に革新をもたらす7つの真実』 アスペクト
- 神座保彦 (2005) 『[[概論] 日本のベンチャー・キャピタル』 ファーストプレス
- 野中郁次郎 (2002) 『企業進化論—情報創造のマネジメント』 日経ビジネス人文文庫
- 大村敬一・増子信 (2003) 『日本企業のガバナンス革命』 日本経済新聞社
- 梅田望夫 (2006) 『ウェブ進化論—本当の大変化はこれから始まる』 ちくま新書
- Josh Lerner, Felda Hardyman, Ann Leamon, G. Felda Hardyman (2004) “Venture Capital And Private Equity: A Casebook, 3<sup>rd</sup> Edition” John Wiley & Sons
- Rita Gunther, McGrath Ian, MacMillan (2000) “The Entrepreneurial Mindset: Strategies for Continuously Creating Opportunity in an Age of Uncertainty” HARVARD BUSINESS SCHOOL PRESS