

ハイテク・ベンチャーの資本構成リストラクチャリング

シリコンバレー・ベンチャーの再出発事例を通しての分析

Capital structure restructuring in high technology startup companies

- Analysis through the restart of Silicon Valley startup companies -

早稲田大学 長谷川 克也

要旨

シリコンバレーのハイテク・ベンチャーでは、事業展開が順調に進まず当初計画の抜本的見直しを迫られた場合、資本構成の再構築（リストラクチャリング）により再出発を図ることが多い。本論文ではシリコンバレーにおいてリストラクチャリングがどのように行われるかを分析する。

資本構成のリストラクチャリングは既存投資家の一部が主導する場合が多く、他の既存投資家および創業者等の持株比率を極端に希釈化して実質的にその経済的価値を消失させるような資金調達によって実施される。また資本構成の変更に伴って、ビジネスモデルの変更、事業分野の変更、経営陣の交代などが合わせて行われる場合が多い。

資本構成のリストラクチャリングによるベンチャー企業の再出発は、それまでの投入資金や事業に至らなかった開発技術を有効活用して、新規事業への再挑戦を可能にする手法として有用であり、シリコンバレーにおけるリストラクチャリング手法は日本においても活用が必要と考えられる。

キーワード：リストラクチャリング、資本構成、リスタート、事業再生、シリコンバレー

Abstract

High-tech startup companies in Silicon Valley often restart themselves by restructuring their capital structure when their business does not progress as originally planned. In this paper, we will analyze the restructuring method which is relatively well-established in Silicon Valley as the restart mechanism of startup companies.

Restructuring of capital structure, usually lead by one of the existing investors, is done by new financing which dilutes the ownership of existing

investors so severely that their economical value becomes virtually worthless. In many cases, restructuring is accompanied by changes in business model, business field and management.

Restructuring is an useful tool to generate new businesses utilizing prior funding and developed technologies which did not materialized into an originally planned business and it should be able to be applied to startup companies in Japan.

Key words : Restructuring, Capital structure, Restart, Turnaround, Silicon Valley

1 はじめに

昨今の日本では、リストラという言葉は人員削減と同義語の感があるが、目標を達成できなくなった企業が今まで継続してきた「何か」を構築しなおした上で再出発する作業は、本来は皆「リストラクチャリング（再構築）」である。シリコンバレーでベンチャーのリストラという場合は通常「資本構成のリストラクチャリング」を意味し、多くの場合、当初の目論見通りに開発や事業が進まなくなったベンチャーが、新規資金を呼び込むために株主構成を大きく変更させた上で会社を再出発させることを指す。

第2章で詳述するように、シリコンバレーではベンチャー・キャピタル投資の5～10%が資本構成のリストラクチャリングを伴い、ベンチャー企業の再出発手法として広く実施されているが、再出発という性格のため内容が公にされることは少ない。

例えば、Harvard Business School のケース・スタディーでの事例報告もあるが、必ずしも本格的な再出発事例とは言い難く(Leamon,2000)、リストラクチャリングの具体的な手法に関する先行事例研究は少ない。本論文は、シリコンバレーのベンチャー・キャピタルが、資本構成のリストラクチャリングによってベンチャー企業を再生する手法およびその背

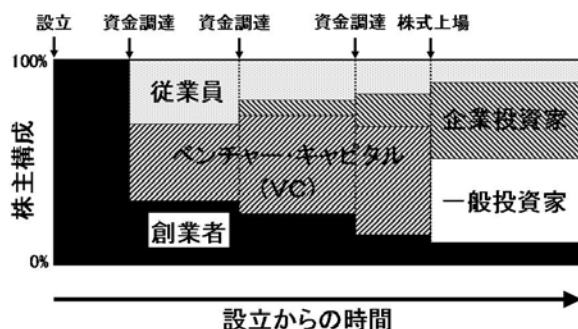
景を、事例を通して分析、研究するものである。

本論文の構成は以下のとおりである。第2章ではシリコンバレーのハイテク・ベンチャーにおけるリストラクチャリングが実際にどのように実行されるかを分析し、第3章ではリストラクチャリングに伴う事業そのものの変更を分析する。第4章ではリストラクチャリングに伴う課題を分析し、以上の分析に基づくリストラクチャリングのメカニズムや背景についての考察を第5章で行い、結論と今後の研究課題を第6章にまとめる。

2 シリコンバレー・ベンチャーにおける リストラクチャリング手法の分析

一般にベンチャー企業はエグジットするまでの間に複数回の資金調達を行い、それに伴って株主構成が図1のように推移していくのが一般的である。

図1 ベンチャー企業の一般的な資本構成の推移

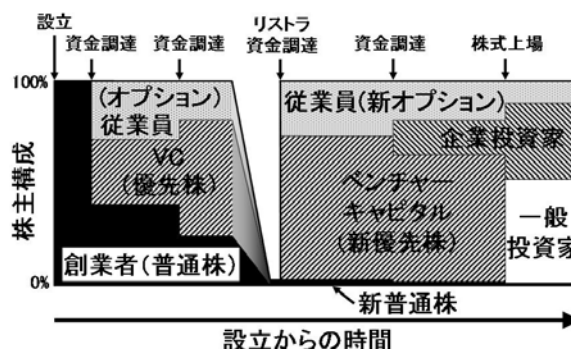


シリコンバレー・ベンチャーの場合には通常、創業時には創業者が普通株(Common stock)を持ち、資金調達に伴って出資者が優先株(Preferred stock)を購入し、従業員はストック・オプション(Stock option)の形でベンチャー企業の所有権を持つ(Timmins, 2004; Bygrave and Timmons, 1992)。

本論文で論ずる資本構成のリストラクチャリングは、既存株主の経済的価値をリセットして新規資金を呼び込み、ベンチャーの再出発を図る処置であり、図2はその概念図である¹⁾。ベンチャー企業の資金調達は個々の事例毎に状況が異なり、特にリストラクチャリングでは固有の経緯がある場合が多く一般化は必ずしも容易ではない。しかし図2に示すような資金調達により、既存の発行株式を大幅に希釈化し、新たに大量発行する優先株を新規投資家に割り当てて資本構成および支配権の変更を施すことは、

シリコンバレーにおけるリストラクチャリングの一般的手法である。その際、既存の優先株は普通株に強制的に転換されることが多い。強制転換まで至らず優先株の普通株に対する優位性が維持される場合もあるが、この場合でも既存優先株の liquidation preference（残余財産分配優先権）は新規発行優先株に比べて低く設定され、新優先株との間に明確な経済的価値の差異が付けられるのが一般的である。

図2 ベンチャー企業の資本構成
リストラクチャリングの概念図



2.1 リストラクチャリングの実際

シリコンバレーのベンチャー企業におけるリストラクチャリングの具体的事例（A社と呼ぶ）を表1に示す²⁾。表1(a)はA社のリストラクチャリング前の資金調達および株主構成を示す表であるが³⁾、2回の優先株発行により複数のベンチャー・キャピタルから\$4M 調達している（シリーズA、Bそれぞれの株価は\$0.10、\$0.15である）。創業者およびCEOは各4~5%の普通株を持ち、総株数の16.5%は従業員向けストック・オプションに割り当てられている。

表1(b)は、シリーズAA優先株の発行⁴⁾によるリストラクチャリング後のA社資本構成である。リストラクチャリングに伴い、シリーズA、B優先株は全て普通株に強制的に転換され、今までの発行株式数の30倍近い株数のシリーズAA優先株を、シリーズBの1/60の株価（\$0.0025/株）で発行し、創業者や従業員のオプション分も含めて既存全株主の持株比率を3%にまで希釈化している。新規投資家は、既に\$4Mが投入されて\$7M近い価値のあった会社を、\$1M以下の価格で手に入れることになる。⁵⁾

このリストラクチャリングにより、シリーズA、Bで投資しシリーズAAに不参加のベンチャー・キャピタルVC1、VC2は、持株比率を十数%からそれぞれ0.4~0.5%に落とし経済的価値を大きく失ってい

る。一方でシリーズ AA の主たる出資者であるベンチャー・キャピタル VC3 (既存投資家) と VC5 (新規投資家) は、それぞれ 30% 前後の持株比率を得ている。つまり既存株主が会社の所有権をほとんど失い、新たな出資者に会社を明け渡したことになる。

資金調達直後には 100 株を 1 株に併合する 100:1 の reverse-split (株式併合) を行い、株価を \$0.25 / 株としている。reverse split そのものには経済的な意味はないが、極端に安価な株価での大量の発行株数を正常な範囲内に戻すための調整である。

多くのリストラクチャリングでは既存ベンチャー・キャピタルがリード・インベスターとなって再投資し、その際、持株比率を上昇させて支配権を強めることが多い。A 社の事例においても VC3 がその例に当たる。

2.2 リストラクチャリングに至る過程

リストラクチャリングは、通常新たな資金調達に失敗したベンチャーがやむを得ずとる選択肢である。

A 社の場合、シリーズ B で調達した \$3M は 12 ~ 15 か月分の運転資金と見込まれ、製品販売が立ち上がる計画とはいえ、この段階で大きな売上は期待薄なので、9 ~ 12 か月後を目処に次回資金調達を行う予定であった。シリコンバレーの研究開発型ベンチャーでは、マイルストーン投資を前提に、調達した資金は次回資金調達までに主に開発費として使い切ることを想定した資金計画は珍しくない。

A 社の場合も、商品開発を完了し上場体制を整備するためのシリーズ C は当初よりの計画であり、シリーズ B 終了直後から募集を開始したが、なかなかリード・インベスターを見出せなかった。A 社はシリーズ B の拡張、再募集を模索したり、事業売却の道も検討したが、いずれも思うようにいかなかった。

資金ショートによる廃業のシナリオが現実味を帯びる中で A 社の最終的な生殺与奪の権を握るのはボード (取締役会) だが、その中心となる既存投資家たるベンチャー・キャピタリストは微妙な立場に置かれる。新規リード・インベスターが付かないのは投資先に対する客観的評価が低いことを意味するが、それはボード・メンバーとして投資先を管理監督してきたベンチャー・キャピタリスト自身に対する第三者の評価でもあるからである。また個人的には追加支援の価値がある案件だと考えても、新規リードの付かない会社への追加投資に対して、所属するファンドの他パートナーの合意を得ることも必ずしも

表1 シリコンバレー・ベンチャーA社における
資本構成のリストラクチャリング

(a) リストラクチャリング前の資本構成

	普通株 (株数)	ストック オプション (株数)	シリーズA 優先株 (株数)	(%)	シリーズB 優先株 (株数)	(%)	総株数 (株数)	(%)
普通株								
創業者A	1,900,000						1,900,000	4.2%
創業者B	1,900,000						1,900,000	4.2%
創業者C	1,900,000						1,900,000	4.2%
CEO	2,300,000						2,300,000	5.1%
オプション株		7,500,000					7,500,000	16.5%
優先株								
VC1			5,000,000	50.0%	3,000,000	15.0%	8,000,000	17.6%
VC2			4,000,000	40.0%	1,500,000	7.5%	5,500,000	12.1%
VC3					12,500,000	62.5%	12,500,000	27.5%
VC4					3,000,000	15.0%	3,000,000	6.6%
エンジェル1			300,000	3.0%			300,000	0.7%
エンジェル2			700,000	7.0%			700,000	1.5%
総株数	8,000,000	7,500,000	10,000,000	100.0%	20,000,000	100.0%	45,500,000	100.0%
株価			\$0.10		\$0.15		\$0.15	
投資額			\$1,000,000		\$3,000,000		\$4,000,000	
Post-\$ valuation			\$2,550,000		\$6,825,000		\$6,825,000	
Pre-\$ valuation			\$1,550,000		\$3,825,000			

株種別内訳	株数	(%)	株主別内訳	株数	(%)
普通株	8,000,000	17.6%	創業者等	8,000,000	17.6%
優先株(A)	10,000,000	22.0%	オプション株	7,500,000	16.5%
優先株(B)	20,000,000	44.0%	VC1	8,000,000	17.6%
オプション株	7,500,000	16.5%	VC2	5,500,000	12.1%
総計	45,500,000	100.0%	VC3	12,500,000	27.5%
			VC4	3,000,000	6.6%
			エンジェル1	300,000	0.7%
			エンジェル2	700,000	1.5%
			総計	45,500,000	100.0%

(b) リストラクチャリング後の資本構成

	普通株 (旧優先株含) (株数)	ストック オプション (株数)	シリーズAA 優先株 (株数)	(%)	reverse-split 後 総株数 (株数)	(%)
新普通株						
創業者A	1,900,000		2,500,000	0.2%	44,000	0.3%
創業者B	1,900,000		2,500,000	0.2%	44,000	0.3%
創業者C	1,900,000		2,500,000	0.2%	44,000	0.3%
CEO	2,300,000		2,500,000	0.2%	48,000	0.3%
旧オプション株	7,500,000				75,000	0.5%
新オプション株		250,000,000			2,500,000	16.7%
VC1	8,000,000				80,000	0.5%
VC2	5,500,000				55,000	0.4%
エンジェル1	300,000				3,000	0.02%
エンジェル2	700,000				7,000	0.05%
新優先株						
VC3	12,500,000		500,000,000	41.7%	5,125,000	34.3%
VC4	3,000,000		150,000,000	12.5%	1,530,000	10.2%
VC5			400,000,000	33.3%	4,000,000	26.7%
企業1			40,000,000	3.3%	400,000	2.7%
企業2			100,000,000	8.3%	1,000,000	6.7%
総株数	45,500,000	250,000,000	1,200,000,000	100.0%	14,955,000	100.0%
株価			\$0.025		\$0.25	
投資額			\$3,000,000		\$7,000,000	
Post-\$ valuation			\$3,738,750		\$3,738,750	
Pre-\$ valuation			\$738,750			

株種別内訳	株数	(%)	株主別内訳	株数	(%)
新普通株	455,000	3.0%	創業者等	180,000	1.2%
優先株(AA)	12,000,000	80.2%	旧オプション株	75,000	0.5%
新オプション株	2,500,000	16.7%	新オプション株	2,500,000	16.7%
総計	14,955,000	100.0%	VC1	80,000	0.5%
			VC2	55,000	0.4%
			VC3	5,125,000	34.3%
			VC4	1,530,000	10.2%
			エンジェル1	3,000	0.02%
			エンジェル2	7,000	0.05%
			VC5	4,000,000	26.7%
			企業1	400,000	2.7%
			企業2	1,000,000	6.7%
			総計	14,955,000	100.0%

簡単ではない。旧来のベンチャー・キャピタルであれば個々のパートナーの独立性が高く自由度も大きかったが、近年はベンチャー・キャピタルも大型化、機関投資家化し、またファンドとしての LP への説

明責任も重くなっている、個々のパートナーの思いだけで安易な追加投資を行なうことは難しい。

しかし最終的に廃業の決断を迫られる段階まで事態が至ると、リストラクチャリングという選択肢が浮上する。つまり、通常の投資案件としては追加投資するだけの価値が無い案件でも、ゼロからスタートする会社と同列の「新規案件」としてであれば、投資する価値が生じる。リストラクチャリングを前提として valuation(会社価値)がゼロ近くまで下がれば、成功時に期待できるリターンが著しく大きくなり、(投資対象のリスクに変化がなくとも)投資家にとってのリスクとリターンのバランスは全く別ものとなり、投資する価値が復活するのである。多くの場合、このようなリストラクチャリングの価値を見出して主導するのは既存投資家であり、その思考や行動に関しては第5章で改めて詳しく分析する。

一旦リストラクチャリングを主導するリード・インベスターが手を挙げると、既存投資家にしろ新規投資家にしろ、それぞれの投資方針に従ってリストラクチャリングに参加するか否かを判断することになる。その際、ファンドの内部事情(ファンドのリターン実績、担当パートナーのファンド内での地位、ファンド組成からの古さ等)が影響することもあるのは通常の投資判断の場合と同様であるが、例えば事業会社系の投資家にはリストラクチャリング案件には投資しない方針を採るもの等もあり、通常の投資とは異なる判断基準が入ることもある。

2.3 創業者の扱い

創業者は、通常リストラクチャリングにより会社の所有権をほとんど失うが、再出発に際しても重要な役割を担う場合(基幹技術者の場合など)は、代償として相応の処遇が施される。経済的価値が消失する創業者株に代えて新規に設定し直されたストック・オプションが付与されることが多いが、A社の場合にはシリーズAA新優先株を割り当てている。各創業者からも数千ドルの出資を求めて0.3%の所有権を付与し、創業者やCEOの引き続きの貢献に対するインセンティブとしている。各創業者の持株比率がリストラクチャリング前に比べて大きく下落するのは一般的であり、A社の場合には普通株から優先株への「格上げ」補償処置が施されている。

しかし、リストラクチャリング時の創業者の扱いは必ずしも本事例のように友好的とは限らず、創業者の持分が実質ゼロになることもある。このような

場合、創業者と新規投資家の間での対立が起こることもあるが、これについては第4章で述べる。

2.4 スtock・オプションの扱い

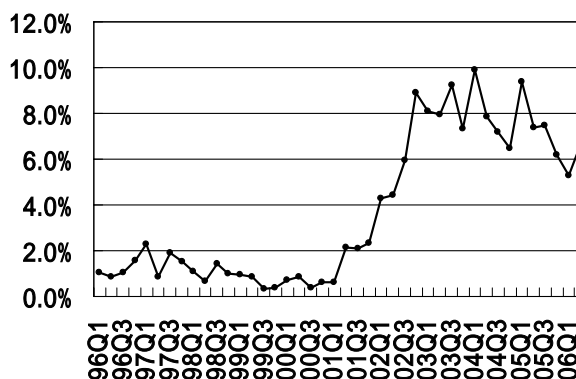
リストラクチャリングに伴い、従業員のストック・オプションも通常その経済的価値が消失する。周知のようにシリコンバレー・ベンチャーではストック・オプションはベンチャーが優秀な人材を雇用するための本質的な仕組みである。オプションの経費計上を義務化する会計基準の変更により、上場企業では近年オプション制度そのものを見直す動きが盛んだが、目下のところベンチャーには及んでいない。従って、リストラクチャリングに伴って従業員のインセンティブの価値が無くなれば、必要な人材を一斉に失う危険がある。そのような事態を防ぐために、リストラクチャリングに際しては新しい資本構成の下で新たなオプション枠を設定し直す。

前述のA社の事例では、16.7%の株式をオプション枠として確保している。ベンチャーワン社の調査データでは最近のストック・オプション枠の平均値は15%なので(Dow Jones, 2005)、標準的な設定と言える。リストラクチャリングに伴って創業者の持分が減少することが多いのに比べて、ストック・オプション枠に大きな変化がないのは特徴的である。

2.5 リストラクチャリングの発生頻度

ベンチャーワン社の調査データによると、2005年中の2228件のベンチャー・キャピタル投資のうち168件(7.5%)がリストラクチャリングと分類されている⁶⁾。図3は全ベンチャー・キャピタル投資に占めるリストラクチャリングの割合を、過去10年間に渡って件数ベースで四半期毎に追跡したデータ

図3 全ベンチャー・キャピタル投資案件に占めるリストラクチャリングの割合



(Dow Jones/ VentureOne, 1996～2006)であるが、2002年以降、その割合は5～10%である。

1996～2001年の間は一貫して1%前後であったのと比較すると、それ以降の急増が顕著である。1999～2000年のネット・バブル期に設立されたベンチャーには、数年後にリストラチャリングを余儀なくされたものが多いことが統計的にも裏付けられる。このようなリストラチャリングは2003年をピークに漸減傾向にあるが、今後バブル以前の水準まで減少するかどうかは、現時点では予測は難しい。

3 リストラチャリングを伴った ハイテク・ベンチャーの再出発

前章で述べたようにシリコンバレーのハイテク・ベンチャー企業における資本構成のリストラチャリングは、円滑な追加資金調達に失敗したベンチャーに対して、既存株主の持株比率を極端に希釈化するような資金調達によって実施される。しかしリストラチャリングは、技術開発や事業展開に何らかの問題があり止むを得ず行われるのであり、資金調達と株主構成の変更という財務面の対策のみで事業が軌道に乗ることは通常ない。(吉野,2004)

資本構成の変更に伴って多くの場合、ビジネスモデルの変更、事業分野の変更、経営陣の交代などが合わせて行われる。事業そのものの変更は、それぞれのベンチャーの技術、事業、固有の歴史や事情などに依存し、普遍化することは難しいが、本章では最も一般的と考えられる事項を分析、検討する。

3.1 事業領域(マーケット)の変更

ベンチャーにおける事業見直しの一つの典型的パターンは、開発した技術を異なるマーケットに適用する手法である。これは、リストラチャリング以前に技術開発がある程度進展している場合によく見られる。技術はあっても、当初計画した製品やサービスの市場が予想通りに立ち上がらなかったり、他社に先行され参入機会を失った場合などには、開発技術の応用分野を変更して再出発する場合がある。

例えば、光デバイス技術を持ったB社の例が挙げられる。B社は当初ディスプレイ向けの光デバイスを開発していたが、大手企業との競合が激しく事業展開がうまく図れなくなった。B社は資本構成のリストラチャリングと共に、開発製品を基幹通信網

に用いられる光通信機器向けの光デバイスへと一新して新たな事業展開を図った。この事例は、リストラチャリング前に開発を進めた光デバイス技術をコア技術として生かしつつ、新たなマーケット領域への事業転換を図った例である。

このような展開が可能なのは、開発したコア技術にある程度の汎用性が必要だが、リストラチャリングが有効なパターンの一つと考えられる。

3.2 ビジネス・モデルの変更

製品内容は同じでも、その販売方法や販売チャネルを大幅に変更して事業の再生を図る場合もある。例えば企業向けソフトウェアの開発製造企業C社の事例がそれに該当する。C社のビジネス・モデルは当初、ソフトウェアを自社サーバーに置き、顧客企業がソフトウェア利用時にC社サーバーにアクセスするASP(Application Service Provider)モデルであったが、種々の要因により売上があがらず事業計画の大幅な見直しを迫られた。その結果、資本構成のリストラチャリングを通して、顧客企業のサーバー内にC社ソフトウェアを設置して顧客企業が運用するソフトウェア・ライセンス・モデルへとビジネス・モデルを変更した。この場合にも、コア技術をそのまま生かせ、製品レベルでもリストラチャリング前の技術を流用できるが、事業としては販売方法、収入構造、マーケティング手法などが大きく変化し、それに対応した経営陣や従業員の人入れ替えも含めて、大きな事業構造の変更であった。

3.3 ボード(取締役会)メンバーの交代

資本構成の変更はボードの構成変更を伴う。シリコンバレー・ベンチャーでは、資金調達シリーズ毎にリード・インベスターが新たなボードに加わっていくのが通例であるが、リストラチャリングの場合にはボードの構成もリセットされ、通常リストラチャリングを主導するベンチャー・キャピタルがボードの実権を握る。例えば前掲のA社の場合には5人のボードのうち、3人は新優先株主が占め、CEOと第三者が残り2席を占めている。

3.4 経営陣の交代

経営の監督と執行の分離が明確なシリコンバレー・ベンチャーでは、取締役会による経営の管理、監督はあくまでCEOを通して行われる。事業や開発の抜本的見直しが必要なリストラチャリングは、

取締役としてのベンチャー・キャピタルの CEO への助言やアドバイスが有効に機能しなかった結果なので、新取締役会は CEO を入れ替えることが多い。また CEO の交代に伴って経営陣にも変化が生じることが多い。経営陣は小チームであり、新 CEO が相性の合う人材を引き入れることが多いからである。

リストラクチャリングを経ても CEO が残留する場合もあるが、再出発の内容に合わせて、例えば技術開発に問題がある場合には VP of Engineering を、販売に問題がある場合には VP of Sales を入れ替えるなど必要な補強が行われる。3.1、3.2 節で述べたような事業領域やビジネス・モデルの変更が伴う場合には、新領域に関する専門能力を持つ人材や新たなターゲット顧客との人脈を持つ人材の補強もよく行われる。またコアとなるメンバーだけを厳選して一般従業員の人員削減が行われることも少なくない。

3.5 社名の変更

リストラクチャリングに伴って社名を変更することも多い。名称変更自体に直接的な経済的意味はないが、再出発に際して企業イメージを一新し、過去とは一線を画した姿を、社外（顧客や投資家等）にも社内（従業員等）にも明確にする効果がある。一般に社名変更はコストもかかり、ブランド力や知名度にはマイナスだが、多くのベンチャーはブランド確立まで至っておらず、プラス効果の方が大きい。

4 リストラクチャリングに伴う問題

第2、3章で見たように、シリコンバレーのハイテク・ベンチャーでは、資本構成のリストラクチャリングおよびそれに伴う事業変更によってベンチャーの再出発を図る仕組みが、ある程度定式化されて定着している。しかしながら、リストラクチャリングは、既存の利害関係者の経済的権利や支配権を剥奪して新規の関係者に再配分するものであり、関係者間に対立や衝突を生ずる可能性が常にある。

以下の節では、株主間の対立および起業家と投資家間の対立を取り上げ、そのメカニズムを分析する。

4.1 既存投資家と新規投資家との対立

既存投資家と新規投資家の顔ぶれが全く異なる場合には、事態は比較的単純である。既存投資家がリストラクチャリングに不満なら自ら資金を投入すればいいわけである。追加投資をしないのは投資先を

見捨てることを意味し、優先株主として如何に強い権利を有していても、新たなリスクを背負って資金投入する新規投資家に対する交渉力は弱い。リストラクチャリングに同意せずに投資先を廃業させ自身の経済的価値を完全に消滅させるよりも、僅かでも投資価値を残す方が経済合理性に従った判断となる。

事態が複雑になるのは、第2章で述べたように既存投資家の一部がリストラクチャリング時の資金調達をリードする場合である。このような場合、リストラクチャリングを敢行するベンチャー・キャピタルは、持株を著しく希釈化される既存投資家の利害と、大きな支配力を持つ新規投資家の利害を併せ持ち、既存投資家との間で対立が生じる可能性がある。

しかし最終的には資金を出さない側の発言権は弱い。過去にいかに資金提供し経営貢献していても、将来にコミットしない者は経済的価値を失い、新たなビジネスに挑戦するリスクを共有する者だけが再出発のチャンスと成功時に報酬を得る権利を与えられることになる。過去は速やかに清算して再出発するという、リストラクチャリングの原点に忠実な市場原理が、ベンチャー・コミュニティのルールとして定着していると言える。

なお、ボード・メンバーとしての投資家の利益相反の危険性に関しては、法的な側面からの分析が行われている(Aggarwal, 2003; Jaffe, 2002)。会社の清算をも視野に入れざるを得ないリストラクチャリング段階では、投資家は、ボード・メンバーとしての投資先企業への義務と、投資家としての LP への義務だけでなく、さらには債権者に対する義務など、複雑な利害関係を持つ様々なステークホルダーの利害を同時に代表する立場に立たされる。その既存投資家がリストラクチャリングを敢行する際には、全ての投資家に対してリストラクチャリング・ラウンドへの参加機会を平等に提供すべきこと(Aggarwal, 2003)や利害関係者毎に顧問弁護士を分けるべきこと(Jaffe, 2002)等が法的実務面からは肝要であると指摘されており、リストラクチャリングに伴う複雑な利益相反も、あくまで市場原理に従って処理されるとの本節の考察とも一致するものである。

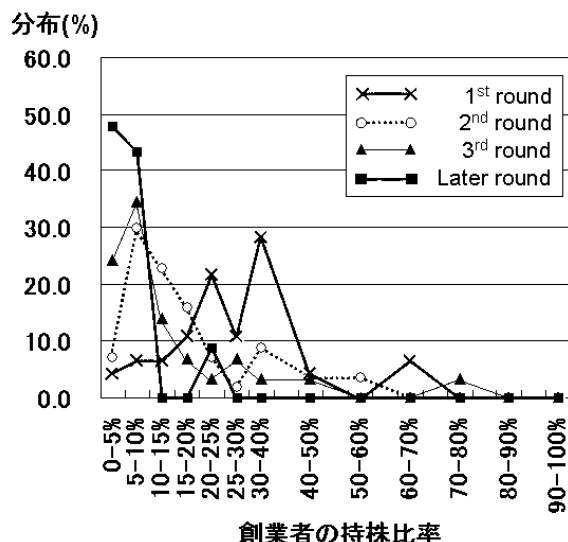
4.2 創業者や経営者と新規投資家との対立

投資家間の対立に比べ、投資家と起業家（創業者や経営者）との関係はより複雑である。2.3 節で述べたように多くの場合リストラクチャリングにより創業者株の経済的価値は無くなる。第2章で取り上げ

た A 社の事例のように創業者が新優先株の割当てを受けたり、新たなストック・オプションでインセンティブが確保される場合は問題も少ないが、新規投資家がリストラクチャリング後の会社に創業者や今までの経営者の価値を認めない場合には、多分に感情的な要素が入り問題がこじれる可能性がある。

ここで注意が必要なのは、シリコンバレーのベンチャー・キャピタル投資では、順調な資金調達であっても創業者の持株比率は決して高くない点である。図 4 は 2004 年度中のベンチャー・キャピタル投資 155 件での創業者の持株比率の分布を、資金調達ラウンド毎に調べたデータ (DowJones, 2005) であるが、ベンチャー・キャピタルが入る 1st round から既に大多数の案件で創業者の持株比率は 50% を切り、4 回目以降の資金調達ともなると 90% を越す案件で創業者の持分は 10% を切る事がわかる。

図 4 創業者の持株比率



このような株主構成がベンチャー・キャピタルによるリストラクチャリングを可能にしているわけだが、起業家と投資家の対立は、再出発に際して「過去はリセットする」投資家の価値観と、再出発も「過去の蓄積あつてのこと」という起業家の価値観の衝突と解釈することができる。

交渉により起業家への何らかの補償が成されることもあるが、最終的には起業家側は支配権を持つ投資家に従うのが普通である。起業家のこのような行動も、共同体的性格の強いベンチャー・コミュニティの暗黙のルールと言える。その背景には、元来、ベンチャー・キャピタルは高い倫理観と公正さの上に存在しているという前提 (Gompers and Lerner,

2001) と、ベンチャー業界で生きていくには、投資家との決定的な対立は避けた方が自身の将来にとって得策だとの現実的な考慮とがあると考えられる。

4.3 起業家によるベンチャー・キャピタル提訴事例

しかし近年、リストラクチャリング等により経済的価値を失った起業家が、ベンチャー・キャピタルと法廷の場で争うケースが出てきた。Storage Area Network の開発ベンチャー Nishan Systems の創業者が主要出資者である ComVentures と Lightspeed Ventures およびボード・メンバーを 2003 年に訴えた事例 (Sagy, 2004) では、Nishan 社の McData 社への売却直前の bridge loan が、創業者はじめ普通株主の経済的權益を故意に著しく損なう不当なものだというのが創業者の主張であった。

またオンラインのワインショップ Wine.com の前 CEO が元経営陣や投資家を訴えたケース (San Jose Mercury News, 2006) では、主要出資者の Baker Capital は、2005 年中頃に提示された Liberty Media Corp. による \$67.5M での Wine.com 社買収提案を、他投資家や経営陣の決定を覆して拒否し、そのかわりに追加投資により自身の持株比率を高めたとされる。さらに VentureWire (2006) によると 2006 年夏には Baker Capital は \$120,000 の pre-money valuation で \$12M を投資し、シリーズ A-1 優先株発行によるリストラクチャリングを行ったとされる。訴えが事実とすれば、経営者も含め全株主が利益を得られる買収の機会を一投資家が拒否し、リストラクチャリングにより他株主を排除して投資先を我が物にしたことになる。

Nishan のケースは条件が未公表のまま和解し、Wine.com のケースは係争中であるが、このような対立が法廷に持ち込まれること自体が従来は珍しかった。これは、シリコンバレーのベンチャー・コミュニティの共同体的性格 (Lee, 2000) が近年変質してきた結果と考えられる。バブル期以降、ベンチャー・キャピタルの大型化、機関投資家化、世代交代が進み、その倫理観や公正さが必ずしも共通の価値観とは言えなくなってきた一方で、起業家側も従来に比べて経済的余裕のある者が増え、またキャリアパスも多様化したため、ベンチャー・キャピタルとの争いが必ずしも起業家の将来のキャリアを断つものでなくなってきたものと考えられる。このような変化が近年起業家と投資家の対立が表面化する例が多い背景と考えられる。

5 考察

第2章から第4章まで、シリコンバレーのハイテク・ベンチャーにおける資本構成のリストラクチャリングとそれに伴う再出発の手法を、事例に基づいて分析、整理した。本章では、これらの手法が機能するメカニズムや背景に考察を加える。

5.1 リストラクチャリング手法確立の背景

シリコンバレーでリストラクチャリングが一般的な手法として定着している背景は、シリコンバレーの文化、風土なども大きな要素であり単純ではないが、以下の2点が大きな要因と考えられる。

一点目はハイテク・ベンチャーの比較的単純な財務構造である。多様な資産や債務を有する上場企業と異なり、開発段階のハイテク・ベンチャーには売上も在庫も融資もない。基本的にはベンチャー・キャピタルからの投入資金が開発資金として使われ開発成果という無形の価値に転化されていく単純な財務構造である。従って、少数の優先株主の同意による資本構成のリストラクチャリングだけで財務構造のリセットが可能である。これは資本構成と共に債務や資産の構成も合わせて再構築する必要のある一般的な企業再生とは大きく異なり、シリコンバレーでハイテク・ベンチャーのリストラクチャリング手法が比較的定式化されている主因と考えられる。

二点目は、ベンチャーでの投資家と創業者との力関係である。4.2節で述べたようにシリコンバレー・ベンチャーでは、ベンチャー・キャピタル資金を受け入れることは、すなわち投資家に会社の支配権を明け渡すことを意味する。つまり、創業者の個人的な思いとは切り離された経済合理性に基づいたリストラクチャリングが将来行われる可能性が、ベンチャー・キャピタルが投資した時点で既にバックアップ・プランの一つとして組み込まれていると言える。

5.2 投資家にとってのリストラクチャリングの意義

本節では、リストラクチャリングを行うベンチャー・キャピタル、特に、今までの自身の投資も無価値化した上で新規投資を行う既存投資家の、一見自己矛盾した行動に考察を加える。

(1) 蓄積のあるベンチャーへの安価な投資

リストラクチャリング・ラウンドに投資するベンチャー・キャピタルにとっての魅力は、投資先の今までの蓄積である。投資先は当初計画通りには進ま

なかったとはいえ、相当額の資金が既に投入され、一定の技術開発が進んでいる。事業として必ずしも順調でない場合でも、特定の市場や業界についての知識、経験は蓄積され、また人材に関しても経営陣や技術陣は既に一定の実績と経験を持ったチームが存在している。2.2節でも述べたように、投資家がリストラクチャリングを敢行するのは、このような一定レベルの案件に新規立ち上げのベンチャーと同程度の（場合によってはさらに低い）Valuationで投資できるからである。つまり技術開発も市場開拓も経営陣の整備もこれから、というようなシード期のベンチャーへの投資と比較した場合、リスクの少ない案件への格安のValuationでの投資と考えることができる。

このような考え方の背景には、失敗も貴重な経験だとプラスに評価するシリコンバレーの風土、文化が大きく影響しているものと考えられる。

(2) 既存投資家の主導によるリストラクチャリング

第2章のA社の事例にも見られたように、多くのリストラクチャリングにおいて既存投資家がリードを取る。これは、既存投資家はそのベンチャーの開発技術や事業内容などの内部事情に精通しているからである。計画通りに事が進まず再出発が必要なベンチャーには何らかの問題点があり、しかもそれは数多くのベンチャーを見てきたベンチャー・キャピタルでも事前には予測できなかったものである。多くの場合、問題点は、技術、市場、人材、財務、外部情勢など複雑な要因が絡み合い、また各々のベンチャー固有の課題を含む。このような複雑なパラメーターを正確に理解、分析して、再出発の道筋を立てることは、新規の投資家では、たとえ経験豊かなベンチャー・キャピタリストであっても容易ではない。内部事情に精通した既存投資家がリストラクチャリングのリードを取ることが多いのは、このような理由によるものと理解することができる。

(3) ステークホルダーの再編成

リストラクチャリングのことを wash-out と呼ぶこともあるが、リードするベンチャー・キャピタルにとっては、他投資家、創業者、もしくはCEOの wash-out が目的のこともある。当初は考えを同じにするパートナーと思っていたものの、実際に事業経営を共にしてみても経営哲学や経営手法が相容れないことが判明した共同投資家や経営者、創業者が居た場合、リストラクチャリングはそのような参加者を会社運営面だけでなく、株主構造としてのステー

クホルダーからも実質的に除外する手段となる。

このような場合は、第4章で述べたような対立が生じる可能性があるが、リスクの多いベンチャーの成功には、投資家、経営者、従業員等関係者の経営に対する考え方や方針のベクトルが合っている必要があり、リストラクチャリングによるステークホルダーの再編成は、その手段と解釈することができる。

(4) 会社価値の外部要因への調整機能

リストラクチャリングが行われるのは、必ずしも失敗ベンチャーとは限らない。順調に発展するベンチャーでも、会社価値を株式市場の実態に合わせるためにリストラクチャリングが行われることがある。

一般にベンチャー・キャピタル投資時の会社価値(Valuation)は、数年後の予想されるエグジット価格を考慮して決められる。IPO市場の高騰に合わせてValuationが上昇した後、市場の急落に対応してValuationも現実的なレベルまで引き下げる必要が生じた場合、その下げ幅が大きいと単純なダウン・ラウンドでは対応できない場合が生じる。既存優先株のanti-dilution(希釈化防止)条項が発動されて、新規投資家が投資するインセンティブが十分に働かないからである。このような場合には既存優先株の優先権をリセットして資本構成を再構築することが有効な手段となる。

1999~2000年のインターネット・バブル以降のリストラクチャリングには、バブル期に異常に高くなった投資先のValuationを引き下げる目的のものが多く、なかには既存株主が揃って再投資しながら、Valuationの調整のためにリストラクチャリングを敢行した事例もあったようである。

5.3 日本でのリストラクチャリング手法の展開

本論文では、シリコンバレー・ベンチャーにおけるリストラクチャリングについて述べてきたが、最後に日本のベンチャーへのリストラクチャリング手法の適用に関して考察する。

日本ではベンチャーの資金調達に関するデータが少なく、リストラクチャリングの実施実態は不明だが、シリコンバレーのような形で定式化されていないと考えられる。単純な比較はしにくいですが、5.1節で述べたリストラクチャリング手法の確立要因に立ち戻ってその背景について考察を試みる。

5.1節では創業者と投資家の力関係に言及したが、日本ではIPO後ですら創業者が50%以上の株式を保有することも珍しくなく、創業者の持株比率の実

態はシリコンバレーとは大きく異なる。創業者が会社の絶対的支配権を持てば、自身の経済的価値が消失するようなリストラクチャリングが行われにくいことは想像に難くない。

また日本の場合には研究開発型ベンチャーがまだ少なく、ベンチャーと言えども売上や在庫を持ったり融資や助成を受けるなど、上場企業並みの多様な要素を財務構造に持つことが多い。そのような状況下では、単純に資本構成をリストラクチャリングしただけで会社をリセットすることは容易でない。さらに優先株の利用が必ずしも常態化していないので、少数の優先株主の意志だけでは会社を再出発させることができない場合も多いと思われる。

また、投資家間の対立や投資家と起業家の対立は、市場原理とベンチャー・キャピタルの倫理性といったベンチャー・コミュニティの暗黙のルールで抑えられている面が強いと第4章で述べたが、日本では同様のベンチャー・コミュニティが十分に発達しておらず、リストラクチャリングが「業界常識」として定着する土壌が整っていないと考えられる。

しかし日本でも研究開発型ハイテク・ベンチャーが増えつつあり、強い経営力と支配力を持ったベンチャー・キャピタルも今後増えるであろう。リストラクチャリングは直接金融における企業再生手法であり、融資を中心とした間接金融から投資を中心とした直接金融に移行してきた日本のベンチャー業界でも、その活用が積極的に検討されるべきと考える。

6 結論および今後の研究課題

シリコンバレーにおける資本構成リストラクチャリングによるベンチャー企業の再出発手法を分析した結果、リストラクチャリングは多くの場合、既存投資家の一部が主導し、他投資家や創業者の持株の経済的価値を消失させるような資金調達によって実施され、また資本構成の変更に伴って、ビジネスモデルの変更、事業分野の変更、経営陣の交代などがセットで行われる場合が多いことがわかった。一般的な企業再生とは異なり、研究開発型ベンチャーに対するリストラクチャリングに関する先行事例研究は少なく、その具体的手法およびリストラクチャリングを主導するベンチャー・キャピタルの行動および動機を分析し明確にすることができた。

リストラクチャリングは、ベンチャー・キャピタルにとって効率的な投資手法であるだけでなく、新

規産業創出の社会的メカニズムとしても、既に投入されたリスク資金や開発された新技術を有効活用して新規事業への再挑戦を促す手法として有用である。

しかしシリコンバレーでも近年はリストラクチャリングに伴う起業家と投資家の対立が法的係争に持ち込まれるケースが公になっており、旧来の共同体的ベンチャー・コミュニティを前提にしたリストラクチャリング手法が、急速に変貌するシリコンバレーのベンチャー業界においても円滑に機能するかどうかは今後の研究課題である。

また、日本におけるこのようなリストラクチャリング手法の適用実態、事例研究は今後の課題であり、日本固有のベンチャー風土の中で、どのようにそのメカニズムを構築し定着させていくか、その方法論の確立が必要である。

謝辞

本論文は、シリコンバレーでの数多くの起業家およびベンチャー・キャピタリストとのビジネス現場における意見交換の中から生まれたものである。特に様々な情報と貴重な意見を頂いた二人のベンチャー・キャピタリスト：Mr. Charles C. Wu (New America Partners) および Mr. Frank Lin (Newbury Ventures) に感謝する。

本研究は文部科学省科学技術振興調整費「先端科学・健康医療融合研究拠点の形成」プロジェクトの補助により行われた。

【注釈】

- 1) このような資本構成のリストラクチャリングには様々な呼称が用いられる。Corporate Reorganization, Recapitalization, Restart などの用語が一般的だが、これらは本論文で言うリストラクチャリングと同義である。また、既存株主を「洗い流してしまう」という意味で、Wash Out、既存株主を数%の所有権に「押し込めてしまう」との意味で、Cram Down といった表現もよく用いられる。本論文ではこれらも同義語として扱う。
- 2) このような資本構成のリストラクチャリングは、その性格上、詳細が公になることは無く、具体的な社名を伏せた学術目的のデータであってもその開示は難しく、生データの掲載は断念せざるを得なかった。従って、本データは実際の事例を基にして、本論文の論旨およびシリコンバレーにおけるリストラクチャリングの典型例としての特徴を維持した範囲内で、具体的な事例の特定を不可能にするために、若干の加工を施している。
- 3) 本表はオプション枠が全て発行されたと仮定した fully-diluted base (潜在株式調整後) の capitalization table である。
- 4) 通常、優先株の発行は発行順にシリーズ A,B,C ... と名付けられるが、リストラクチャリング時にはシリーズ A1 もしくはシリーズ AA という呼称を用いて再出発の意を明確にすることが多い。
- 5) 新規オプション枠分を除いた issued base で見れば、シリーズ AA の pre-money valuation は \$0.1M 程度である。
- 6) VentureOne 社のデータでは Restart との用語が用いられている。
- 7) 例えば、Early stage 投資を中心に行うベンチャー・キャピタル Draper, Fisher, Jurvetson では、1998~1999 年の投資先のうちの、2003 年時点で 2/3 が事業戦略の変更に伴う社名の変更を実施したとのことである。(Jurvetson, 2003)

【参考文献】

1. Dow Jones (2005) "VentureOne Deal Terms Report 3rd Edition"
2. Dow Jones/VentureOne (1996 ~ 2006) "Venture Capital Investment in US Venture-Backed Companies"; <http://venturecapital.dowjones.com/press/statistics.html>
3. Jurvetson, Steve (2003) Oral presentation at Entrepreneurial Thought Leaders seminar, 2003/10/22, Stanford University
4. Sagy Law Associates LLP (2004), Forth amended complaint, Case 1-03-CV004939 <http://www.sagylaw.com/expertise/corporate/latif/fourth-amended-complaint.pdf>
5. San Jose Mercury News (2006), "Exec more likely to sue if they feel wronged by backers", 2006/2/12
6. VentureWire (2006), "Minority Wine.com Investors Angered by Big Picture", 2006/7/3
7. Gomppers, Paul and Lerner, Josh (2001) The Money of Invention, Harvard Business School Press
8. Timmons, Jeffrey A. (2004) New Venture Creation, McGrawHill/Irwin
9. Bygrave, William D. and Timmons, Jeffrey A. (1992) Venture Capital at the Crossroads, Harvard Business School Press
10. Lee, Chong-Moon et al. (2000) The Silicon Valley Edge, Stanford University Press
11. 吉野忠男(2004) 「ベンチャー企業の再生」 *Japan Ventures Review* No.5, p.53-62
12. Jaffe, David A. (2002) "Pitfalls in Early Stage Company "Cram Down" Recapitalization Transactions" *J of Private Equity*, Vol 5, Issue 3, pp.29-34
13. Aggarwal, Shalini (2003) "Private Company Restructuring: Conflicts of Interest Between Various Stakeholders" *J of Private Equity*, Vol 6, Issue 2, pp.51-60
14. Leamon, Ann (2000) "Framework Technologies Corp." *Harvard Business School Case* #9-801-227