
アメリカを創ったベンチャー・キャピタリスト

装幀 戸田ツトム

Done deals :Venture capitalists tell their stories by Udayan Gupta.
Copyright©2000 by the President and Fellows of Harvard college.
All rights reserved.

Japanese Translation rights arranged with Harvard Business School Press in Boston, MA
through The Asano Agency,Inc. in Tokyo.

本書を推薦する言葉

アメリカのベンチャー投資界の興奮と、
経済に与えた影響の大きさが伝わってくる。

本書から、90年代、アメリカが勝ち

日本が負けた理由が読み取れるだろう。

ベンチャー・キャピタリストはもとより、

起業家にとっても必読の書である。

株式会社インスパイア代表取締役社長 成毛眞

的を射て、かつタイムリー。

本書はベンチャー・キャピタリストたちの生の声を紹介し、
ベンチャー投資業界の全体像と諸説を披露している。

ロンドン・ビジネススクール学長 ジョン・A・クウェルチ

グプタは往年のベンチャー・キャピタリストたちの
体験談を数多く取り上げつつ、

若い世代に必須の教訓も披露してくれた。

わたしが業界入りする前に

出版してもらいたかった！

インテグラル・キャピタル・パートナーズ ゼネラル・パートナー
ロジャー・マクナミィ

ビジネスプランを書く前に、この本を読もう。
売り込む相手を知れば、おのずと結果に差が出る。

本書はズバリ、ベンチャー投資の業界人が語る
ニューエコノミーの実践ガイドだ。

ベンチャー・ワイアー編集長 リチャード・A・シェーファー

ベンチャー投資業務の興奮と機微を

伝える本がついに登場！

ベンチャー投資に関する知識を駆使し、

業界屈指のベンチャー・キャピタリストたちを取材することにより、
グプタはインターネット後の時代における

ベンチャー投資業界について、

洞察力にあふれた説得力のある未来像を描いている。

プライベート・エクイティ・アナリスト発行人 スティーヴ・P・ガラント

アメリカを創ったベンチャーキャピタリスト 目次

本書を推薦する言葉 3

まえがき 9

序章 12

第一部 最新のベンチャー事情 29

ロバート・ケグル ベンチマーク・キャピタル 30

ミケランジェロ・ヴォルピ シスコシステムズ 48

ボブ・ノックス コーナーストーン・エクイティ・インベスターズ 60

クリーヴランド・クリストフ TSGキャピタル・グループ 73

アン・ウインブラッド ハマー・ウインブラッド・ベンチャー・パートナーズ 88

ジェフリー・ヤン レッドポイント・ベンチャーズ 104

ミッチ・ケイパー アクセル・パートナーズ

117

第二部 ベンチャー投資の先駆者たち

131

ベノウ・シユミット J・H・ホイットニー&カンパニー

132

ユージー・クライナー クライナー・パーキンズ・コーフィールド&バイアーズ

138

ピーター・クリスプ ヴェンロック・アソシエイツ

148

ライオネル・ピンカス ウォーバーク・ピンカス

156

ハーバード・ウィルキンズ シンコム・キャピタル

169

サンフォード・ロバートソン ロバートソン・ステイヴンズ

178

アーサー・ロック アーサー・ロック&カンパニー

192

第三部 西海岸のベンチャー・キャピタリスト

207

ポール・ウエス サッター・ヒル・ベンチャーズ

208

ドン・ヴァレンティン セコイア・キャピタル

227

リード・デニス インステイテューション・ベンチャー・パートナーズ

245

第四部

東海岸のペンチャー・キャピタリスト

.....

305

チャールズ・ウエイト グレイロック・マネジメント.....

306

リチャード・M・バーンズ・ジュニア チャールズ・リヴァー・ペンチャーズ

326

ピーター・ブルック アドヴェント・インターナショナル.....

336

ケヴィン・ランドリー TAアソシエイツ.....

354

ウィリアム・イーガン バー・イーガン・デリージ.....

369

ステイーヴ・アーノルド、ジョナサン・フrint、テランス・マグワイア

384

ボラリス・ベンチャー・パートナーズ.....

384

モートン・コリンズ DSVパートナーズ.....

403

エドワード・マサイアス カーライル・グループ.....

430

リチャード・クラムリック ニュー・エンタープライズ・アソシエイツ.....

264

グラント・ハイドリッチ、ケヴィン・フォン メイフィールド・ファンド

281

ラリー・シンソーニ ウィルソン・シンソーニ・グッドリッチ&ロザーティ

292

第五部 ベンチャー投資業界の未来

453

ジェームズ・ブライヤー アクセル・パートナーズ

454

ジョン・キアラハン アット・ベンチャーズ

479

ステイヴ・ラザラス ARCHベンチャー・パートナーズ

492

ジョン・ドウア クライナー・パーキンズ・コフィーールド&バイヤーズ

511

解説 濱田康行

547

索引

552

九〇年代半ば以降、金融市場が好景気の波に乗っている。昨今の経済繁栄を象徴するのは、テクノロジー分野の強気相場とネット関連株の活況ぶりだ。いずれも、火付け役はベンチャー・キャピタルである。

近年、ベンチャー・キャピタルの支援を受けた代表的な企業といえば、ウェブ・ブラウザの先駆けネットスケープ、ネット通販の草分けアマゾン、検索エンジンのヤフーとライコス、さらにイーベイやプライスラインなどもある。極めつきは、メディア大手のタイム・ワーナーを買収したネット業界の新興勢力、アメリカ・オンラインだ。

今や年間三百億ドル以上の資金が集まる投資事業において、事実と虚構を隔てるのは難しくなっている。マスコミ報道も当てにならない。案にたがわず、ベンチャー・キャピタリストに対する毀誉褒

既に終始して、五十年以上にわたってアメリカ経済に与えた本来の影響^{へい}力については、ほとんど取材されていない。報道されるのはたいいてい、型にはまった記事か、目新しい「最新事情」だ。

ベンチャー投資の歴史に関する書籍は、すでに何冊か出ている。第一次ハイテク・ブーム後の一九八五年、ビジネスウィークのジョン・W・ウィルソン記者が『ニュー・ベンチャラーズ』を出版した。これは業界発展の経緯を記録した好著だが、いかんせん、取材先のほとんどがシリコンバレーで、それ以外の地域におけるベンチャー投資の功績にはあまり触れられていない。さらにその後、資本総額と事業者数が激増している。ここ一年かそこらで、特定のベンチャー・キャピタリストや起業家に焦点を当てた新刊が数多くお目見えしたものの、業界全体に当たる光はおぼろげだ。

ベンチャー・キャピタルが好調なアメリカ経済の牽引役を務めたことを考えれば、業界の起源とともに現代のベンチャー投資のダイナミズムをとらえ、なおかつ往年のキャピタリストと第一線で活躍中のキャピタリストの声を取りあげることが肝要だろう。というわけで、本書ではベンチャー・キャピタリスト本人に体験談を語ってもらい、過去と現在を融合させることにした。

取材が始まったのは一九九八年、ハーバード・ビジネススクールのビル・サールマン教授と意見交換したあとだ。ベンチャー投資事業はまたたく間に、アメリカにおける技術進歩の原動力となった。サールマン教授とともに、このベンチャー投資業界の爆発的な成長ぶりをどのように書き著そうかと思案した結果、ベンチャー・キャピタリスト自身の言葉で語ってもらうというアイデアがひらめいた。取材対象は、ベンチャー投資の歴史全体に及ぶ。九八年九月から翌年九月にかけて、直接あるいは電話インタビューを実施し、書き起こしてから編集した。それを各人に見直してもらい、意見を聞いて正確を期した。ほとんど取材内容そのままの原稿もあれば、大幅に修正したものもある。こうして、

ベンチャー・キャピタリストたちと編者である私との共同作業によつて、本書が完成した。

時間と労力を惜しげもなく提供してくれた大勢の関係者の協力がなければ、本書は日の目を見なかっただろう。本書に登場するキャピタリストたちはもとより、陰ながら貢献してくれたすべての協力者に感謝を捧げたい。

ひと昔前まで、ベンチャー投資業界について説明を求められた者は、たいてい言葉に詰まったのではないだろうか。ウォール街の駆け引き、LBO（レバレッジド・バイアウト 訳注：借入金を使って、会社または会社の部門を買収する方法）、投資銀行業務が耳目を集める中、ベンチャー・キャピタリストがレーダーに引つかかることはまずなかった。八〇年代半ばにさえ、経済界の片隅でひっそりと業務を営み、投資業界の外では知られざる存在だった。それでも彼らは有力なデールメーカーであり、経済界を動かしていた。

この業界もずいぶん様変わりしたものだ。今や「ベンチャー投資」という言葉は、起業家、投資家、ジャーナリストなど、理想を追い求める者ならだれでも一度は口にする。インターネット・ブームに沸く今の時代は、ベンチャー・キャピタリストや起業家にとって至福の時かもしれない。九〇年代後

半には、数多くのファンドが八十パーセントから九十パーセントの収益率を享受し、アマゾンのジェフ・ベゾスやイーベイのメグ・ホイットマンといった代表的な起業家が、会社を株式公開して一躍富豪になっている。

前代未聞の熱狂ぶりをもたらしたのは、まぎれもなくインターネットだ。少なくとも株式市場にいる投資家から見れば、ビジネス界に進出してきたドットコム企業の可能性はとてつもなく大きい。とはいえ、投資家がベンチャー・キャピタルの投資先企業に桁外れの高値をつける気にならなければ、ベンチャー投資のパートナーシップが次から次へと記録的なリターンを生み出すことなど、まずありえない。

成功はさらに大きな成功の呼び水になる。ベンチャー・キャピタルがほかの資産クラスをはるかに凌ぐリターンをもたらすにつけ、機関投資家はさらに多額の資本をつぎ込む。以前は資産総額の二パーセントをしるしづベンチャー投資に振り向けていた投資家が、今では五パーセントも辞さない。おまけに、以前は五年から七年ごとに資本を新規募集するのが常だったベンチャー・キャピタル側も、昨今は二年ごとに資金調達している。しかも、その多くはかつての二倍、三倍という規模だ。

ベンチャー投資業界の規模は、過去十年でほぼ二倍になっている。プライベート・エクイティ・アナリスト誌のステイヴ・ガラントによると、二〇〇〇年にはプライベート・エクイティ投資業者の数が七千五百人にまで膨れあがるといふ。その中には一般のベンチャー・キャピタリスト五千人と、トーマス・リーやヘンリー・クラヴィスのような、すでに投資機関を構えている企業買収のベテランもいる。当然ながら、投資金も巨額になってきた。九〇年代初頭に調達された三十億ドルのうち、投資額は約半分にすぎなかったものが、九九年には、三百億ドルにのぼる調達資金がほぼそのまま投資

されている。

■最初の五十年

第二次世界大戦後のアメリカに登場したベンチャー・キャピタリストたちは、ハイテク産業が産声をあげたところから投資していた。ちょうど株式市場では、「新銘柄」としてテクノロジー関連株が公開されるようになった時期でもある。

当時のキャピタリストたちは、志の高い風雲児だ。主な出資者といえば、ロックフェラー家、ホイットニー家、フィップス家といった資産家や、財団および大学で、商取引に新しいテクノロジーを活用し、経済環境を刷新することに意欲的だった。リスクをいとわないそうした選り抜きの投資家に対し、ベンチャー投資は新しい資産クラスとして、株式投資より多額のリターンを約束した。

昨今の投資環境と慣習は、当時とは異なる。今どきのベンチャー・キャピタリストは、わずかな例外を除いて、巨額のリターン——ホームラン、十塁打、グランドスラム級——を生み出すことも、莫大な出資金を集めることもできると豪語する。かつての投資業界では当たり前だった協力関係や事業構築に代わり、ときには熾烈な競争や、われ先に取引をものにする積極性が重視されている。ただし、東海岸と西海岸の違いは、新旧の違いよりも著しい。

世界の金融の中心地である東海岸の場合、すでに金融手段が定着していた。かの地では、投資先の組織化を優先し、企業の中身とか、どうすれば長期にわたる成功をものにできるかという問題がおろそかにされ、税制上の優遇措置や収益を重視する傾向がある。それとは対照的に、西海岸では科学と

テクノロジーにおける革新が推進力になった。東海岸から流れてきた科学技術者や投資家が、スタンフォード大学やカリフォルニア工科大学に集まり、ニューエコノミーと起業文化を創造したのだ。やがて、サンフォード・ロバートソン、ジョージ・クイスト、ウィリアム・ハンブレヒト、トーマス・ウィーゼルといった投資銀行家や、ラリー・ソンシーニなどの法律家があとに続き、金融および法律面から支援して、すばらしいアイデアを伝説的な事業に変えた。

ベンチャー投資の戦略が単純明快だったころは、ベンチャー・キャピタルが企業に自己資本を提供し、安全志向のデットと値上がり期待のエクイティを組み合わせて、株式公開か売却によつて投資回収したものだ。そんなふうに「退場」できない場合は、回収不能として処理される。このようなことをいくつかやり、損失を上回る利益を、優良案件に期待するのだ。

かつてのベンチャー投資業界は、業者間の結びつきが強く、情報、案件、ともすれば有能な起業家まで共有していた。この節は、もつと多様化している。地理的にも、ボストンのルート一二八沿い（訳注：ボストン郊外を通る環状高速道路で、ハイテク企業が集中している）、シリコンバレーのサンドヒル・ロード（訳注：シリコンバレーにある、ベンチャー・キャピタルが多く集まる通り）などのベンチャー資本源の枠から大きくはみ出して分散し、集まってくる人材も、先達と同じ鋳型から鋳出されたタイプばかりとは限らない。投資手法にしても、これといつて特定の組織のやり方を踏襲するわけではない。もつと顕著なのは、ベンチャー資本の供給が、もはや従来の独立系ベンチャー・キャピタルに一任されていないことだ。代わつて大口個人投資家、企業系ベンチャー・キャピタル、年金基金、財団、大学の基金が、新興企業に直接出資している。われもわれもと参入し、資本金額が急増する中で、特に大手機関投資家の存在が目立つようになってきた。好調なファンドには惜しみなく資本を増額したり、いつそ手仕舞いして、

九九年末にインスティテューショナル・ベンチャー・パートナーズ（IVP）から離脱したジェフリー・ヤンがレッドポイント・ベンチャーズを設立したように、新たな投資機関を立ち上げることもある。

新しい資金源と投資機関が圧倒的に増え、投資戦略も多様化している。成長初期のテクノロジ^{アーリーステージ}関連企業に投資するのも、新興企業に手広く資本提供するものも、もはやベンチャー・キャピタルだけではない。アーリーステージ専門のベンチャー・キャピタルが消えることはないが、投資業界はおおむね複合的な投資——アーリーステージとレイトステージ、買収と方針転換——を行っている。そうすれば、ある程度の安全性を確保したうえで、高いリターンが得られるからだ。たとえば、ベンチャー投資を受けて敗者復活を目指す企業を値踏みしようと、多くの投資家が公開市場に走った。これはテクノロジ^{アーリーステージ}企業の買収を手がけるシルヴァー・レイク・パートナーズ立ち上げの要因となった戦略である。クライナー・パーキンズなどの投資機関は、二十三億ドルでプライベート・エクイティ（未公開株投資）による買収や増資を実施した。何十億ドルも運用するベンチャー・キャピタルは、複合投資に傾きがちな。投資機関が公開、未公開いずれの市場にも投資しており、未公開企業だけに投資するという最初の趣旨から離れつつある。

市場は活況を呈しているが、以前より優れた才能がこの業界に結集してきているわけではない。往年のベンチャー・キャピタリストはテクノロジ分野のベテランであり、マネジメントの経験者だったが、昨今は半人前の新人キャピタリストたちが、手っ取り早く儲かりそうな、熟練者の少ない業界に殺到している。おまけに、名だたるベンチャー・キャピタルが見事な功績によってそびえ立っているせいで、大多数の投資機関が日陰の身に甘んじている。案件を引きつけて投資するには、認知度が

絶対条件だ。ちょうど二十年前、業界全体の投資総額十億ドルのうち、七億ドル弱が独立系のパートナーシップによつて集められた。プライベート・エクイティ・アナリスト誌によると、二〇〇〇年には、三百億ドル以上だった前年の投資額に、三百億ドルの調達資金が上乘せされるという。

昨今は投資機関が掃いて捨てるほどあるせいで、以前はベンチャー・キャピタル内で語られることのなかったマーケティングが、いよいよ重要になつてきた。クライナー・パークインズやベンチマークのような大手ならともかく、並みのベンチャー・キャピタルの場合、事業を営むうえで、有望な起業家に対する売り込みが欠かせない。

新しい投資機関が増え、未公開企業の評価額が急騰し、巨額の資本金が投入されれば、またもや業界が淘汰されるだろうと見る向きもある。六〇年代初頭に初めて起こつた淘汰現象は、資本金の殺到と未熟な投資戦略が原因だった。また、八二年から八三年にかけて株式市場に莫大な資金が流れ込んだ結果、未公開企業の取引価格が急騰し、投資回収できずに終わつている。特に株式市場では一気に熱が冷め、新たに資本調達できない投資機関が少なからず立ち消えになつた。残つた投資機関のパートナーたちは、そのまま業務を続けるか、あつさり手を引いた。最終局面の結果がどうあれ、ベンチャー投資業界は明らかに新たな段階に入つた。ベンチャー投資のパートナーシップとは、単に資本金を調達して投資するだけの集まりではない。じれつたいほど融通がきかないこともあるが、経済基盤と効果的な事業プロセスを必要とする本格的な投資機構であり、いかにしてよそに差をつけるかが決め手になる。

先駆者たちの話にもあるように、第二次世界大戦後のベンチャー投資は自由経済を推進し、経済環境を変えろという崇高な事業だった。たいして手もかけずに、若い企業を一番高値をつけた買い手に

売却する投資銀行とは違う。そうした環境では、投資銀行と取引先ばかりが懷を肥やし、株主が元を取れば儲けものだ。

ライオネル・ピンカスのような草分け的なベンチャー・キャピタリストたちは、そうした慣習に背を向けた。彼らにとってベンチャー投資とは、起業家に資本提供し、事業を軌道に乗せるために協力したうえ、株式公開か売却によって利益を得る手段だ。新しいアイデアに取り組み、成果をあげ、首尾よく利益を獲得する事業は、この上なく刺激的で、何よりも意気を高めてくれる。

当初、ベンチャー・キャピタリストのほとんどは、起業家にアイデアを期待する実務家だった。金融面の知識はあるものの、経営やテクノロジーに関しては、必ずしも詳しいとは限らなかった。テクノロジー産業は、やがてベンチャー投資事業の中心となる。ユージーン・クライナーやアーサー・ロックといった先駆者にとって、ベンチャー投資の黎明期は、めくるめく転機と恩恵の時代だった。クライナーはバイオテクノロジー分野——ほとんど無知だったと本人は認めている——に進出し、ジェネンテックやハイブリテックといった企業の設立に手を貸した。インテルとアップルに初期投資したアーサー・ロックの場合、新しい世代に好機を与えることに意欲的で、テクノロジーと同じぐらい人材にも賭けていた。ライオネル・ピンカス、ピーター・クリスプ、ピーター・ブルックなども金融の専門家であり、企業経営の経験を積んでいない。ただし、彼らには共通の考え方があつた。しかるべき人材を集め、効果的に事業構築すれば、ちゃんと成果があがるということだ。それはたいいてい中している。

アーサー・ロック、ピーター・クリスプ、チャールズ・ウェイト、ステイヴ・ラザラスなど初期のベンチャー・キャピタリストたちは、ハーバード・ビジネススクールのジョージ・ドリオット教授

のもとで、ベンチャー投資のノウハウを学んだ。フランス出身のドリオットは、四〇年代と五〇年代に起業家精神の基礎を確立し、大勢の教え子を集めて、公開ベンチャー投資機関であるアメリカン・リサーチ&デベロップメント（ARD）を設立する。ただし、ドリオットはビジネス一辺倒ではなかった。ARDの設立には、アメリカ経済の環境、ひいては世界経済の環境を向上させるという目的があった。彼は教え子やスタッフに、ビジョンの共有を求めた。ドリオットの当時の講義ノートを見ると、精選された名文句が並んでいる。

利益につながるよう、効率よく建設的に組織を運営することが望ましい……これは組織を設立するときにも当てはまる。

経営とは、人あるいは人の行為——姿勢を指す。形ばかりの組織ならともかく、組織を活気づかせて効果的に運営するには、人材を選びすぐり、業務内容と適性を考えて、適所に配すべきである。

仕事とは、人生の一部である。生活のために働くのではなく、仕事が生きていたと言えるようになりたいものだ。

人材とアイデアを品定めする必要がある。二つを切り離してはいけない。さつそく、今日から人材に加えてアイデアを品定めしよう。それだけでもたいへんだが、むしろわれわれの

課題は人材とアイデアを活用することなので、方針や目標を決め、人材とアイデアにかかわる問題を解決していく必要がある。これは不変の考察ではない。未来に待ち受ける人生についての考察である。きびしく過酷な競争社会が待っているのだ。

現状において、人物を判断、値踏み、査定するのは、さほど難しくない。過去の実績を見ればいい。はるかに厄介なのは、新しい環境に即した技術なり手法なりアイデアを編み出す必要がある場合に、企業を設立して育成する候補者が、変化の激しい慣れない環境でどう振る舞うかを予測したいときだ。

ドリオット教授など初期の専門家たちの意見によると、ベンチャー投資は人材しだいだという。すべての要素がうまく機能すれば——人材、アイデア、市場が一つになれば——未来は好転するはずだ。

■東海岸の先駆者たち

ベンチャー投資業務を始めたのは資産家だが、一九五八年に中小企業投資会社法が制定されてからは、さまざまな出資者や投資目標がベンチャー投資を形成していく。法制定の裏には、税制上優遇された資本によって経済を活性化させようという政府の思惑があった。ロシア経済の急速な発展スピードに遅れまいと、アイゼンハワー政権が法制定を強硬に推し進めた結果、ベンチャー資本を求めてやまないテクノロジ産業にとって、銀行などの金融機関、大学の基金、財団が資金源の中心となる。

支援策として、中小企業庁が借入金でてこ入れた。こうして集められた資本金は、すべて投資に回された。

政府のてこ入れが効いて、しばらく投資機関の参入が相次いだものの、落とし穴が待っていた。先発組の中小企業投資会社の多くが、お粗末な経営とさらにお粗末な投資決定のせいで脱落していったのだ。中小企業庁はいかにも政府機関らしく、起業家精神を育むより、帳尻合わせを重視したと見える。あまたの規約や規制のせいで、これからというときに、中小企業投資会社によるテクノロジー企業への投資にブレーキがかかった。そうした企業に投資すれば、未知数のハイテク事業より成熟した事業に目が向いていた中小企業庁のガイドラインに反しかねない。おまけに、違反を犯せば破滅への道をたどることになる。

おそらく、中小企業投資会社が増えすぎ、しかもその大半が中小企業庁に縛られていたせいで、特に西海岸の同業者と比較して、東海岸ではできるだけリスクを避けようとする動きが強かった。さらに顕著なのは、投資機関の多くが、それまで守ってきたパートナーシップ方式を敬遠するようになり、代わりに序列のある事業形態をとったことだ。

それでも東海岸のベンチャー・キャピタリストたちは、アメリカ国内はもとより世界に先駆けて、ベンチャー投資に対する意欲と、株式市場を超える収益率に目覚めた。また、真つ先にアーリーステージ投資からプライベート・エクイティ投資に乗り換え、アーリーステージおよびレイトステージ企業への投資から、私募、公開株、ロールアップ（（訳注：投資家の資金をまとめて大型投資をする方式））、合併まで、あらゆる手段を講じている。アーリーステージ企業への投資に限定している生粋のベンチャー・キャピタルは、むしろ東海岸では珍しくなりつつある。昨今の投資機関は、たいがい公開市場のいわゆる

特殊状況の中で投資している。過去にベンチャー投資を受けて過小評価されている企業や資産、注目されていない企業が対象だ。

この節、東海岸のベンチャー・キャピタリストは低くみられがちだ。だが、東海岸のベンチャー・キャピタルからの多額の資本提供がなければ、西海岸の案件の多くは、日の目を見ることなく消えていただろう。何はともあれ、ベンチャー投資は東海岸で唯一の資産クラスであり、西海岸の文化でもある。

■独自路線を行く西海岸のベンチャー・キャピタル

西海岸のベンチャー・キャピタリストは、東海岸の同業者と異なる横顔を持つ。彼らの投資哲学や投資スタイルを見ると、ハイテク環境にありながら、アトリエにいる芸術家と変わらない。サッター・ヒル、メイフィールド、インスティテューショナル・ベンチャー・パートナーズ、クライナー・パークインズといったベンチャー・キャピタルは、未知数のテクノロジー企業がいずれ成功することを見込んで、アメリカのテクノロジ業界に道筋をつけた。

とはいっても、ひと昔前までは、むやみに投資するのは無責任だと批判され、東海岸の同業者からの風当たりが強かった。その一方で、企業を構築してアイデアと人材を適所に導いた洞察力のあるハイテク専門家として、高く評価された。東海岸では、そうした案件は吟味することなく却下されるのが落ちだ。西海岸と東海岸では、投資スタイル、リスクの負い方、達成した業績のレベルが異なる。また、おそらく西海岸の方が、直観、誇大宣伝、業界用語——どれが目標に最適かはさておき——に

慣れ親しんでいるのかもしれない。

従来、シリコンバレーの投資といえば、スタンフォード大学の教授に師事した学生たちが、サンドヒル・ロードの専門家の手に委ねられるのが普通だった。デイヴィッド・パッカードとビル・ヒュレットの時代以降、やり方が変わったとはいえ、基本型はそのままだ。相変わらず創業まもないテクノロジー企業に賭け、技術者を育成している。方針に合うと思ったら、すかさず企業を育成して製品開発する。

テクノロジー関連の投資がシリコンバレーで盛んになったのは、投資環境が新しいアイデアに寛容だからだ。スタンフォード大学やカリフォルニア大学が、未開分野の開拓に必要な財源と人材を提供してきた。スタンフォード大学の工学教授であり、シリコンバレーのドリオット教授と呼ばれるフレデリック・ターマンが、教え子のヒュレットとパッカードに救いの手を差し伸べた。会社が長続きするよう指導し、価値を高め、金融支援に必要な人脈を駆使したのだ。一九〇九年にカリフォルニア初のテクノロジー関連企業である連邦電信会社を共同設立したリー・ド・フォレストと、のちにインテルを設立するロバート・ノイスの働きもあって、五〇年代と六〇年代のアメリカの、とりわけ東海岸を支配していた企業文化の束縛から逃れようとする者たちを、この細長いシリコンバレーの地は温かく迎えた。

続いてインテル、ヒュレット・パッカード、ナショナルセミコンダクターといった企業が、次世代企業を変える原動力となる。クライナー・パークィンズ・コーフィールド&バイヤーズのトム・パークィンズやジョン・ドウアなどのベンチャー・キャピタリストは、そうした企業でテクノロジーの洗礼を受けた。新企業の設立に着手した大勢の起業家もしかり。成功を手にした企業が現在も利益を享受

し、シスコやボーイング、マイクロソフトを含む大手ハイテク企業が大量のテクノロジーを生み出した。西海岸は今後も率先して、テクノロジー系の新興企業に資金を提供していくだろう。

■その後の五十年

産業が発展するにつれ、必然的に細分化が進む。ベンチャー投資業界も例外ではない。かつて新興のテクノロジー分野で負ったリスクが利益につながった。八〇年代に初めて資金が殺到した結果、ベンチャー投資業界はレイトステージの投資に走り、過小評価されている公開株に資金が流れた。とはいえ、投資規模が極端に変わったわけではない。アーリーステージの投資は相変わらず規模が小さめで、レイトステージの規模は膨らんでいる。それもそのはず。二、三パーセントの運用手数料と、収益の四分の一に当たる成功報酬を稼ぐチャンスだからだ。似たような仕事をしている株式投資信託のファンド・マネジャーの稼ぎは、その手数料の何分の一でしかない。

だが、この節は、アーリーステージ専門の投資機関でも数億ドルの資本を運用しており、果たして年間三、四十回も集中してシード期（訳注…まだ机上プランがあるだけで、会社の体をなしていない段階）の投資をすることが可能なのだろうかという疑問が湧いてくる。そのシナリオは、ベンチャー・キャピタリストの役割について、こういう懸念を抱かせる。最終的に、テクノロジー関連企業の中で高騰した株を売るという駆け引きに出るつもりだろうか。それとも、初心に返って企業設立を支援し、高いリターンを得るつもりだろうか。

伸びる可能性を秘めたテクノロジー——従来の財務分析をものとしめない底力を持つもの——は、

ベンチャー・キャピタリストにとつて申し分のない投資対象であるだけに、テクノロジーは今後もベンチャー投資業界の支柱になり続けるだろう。アーリーステージのテクノロジー系企業を見極める能力、とりわけ事業計画のあいまいさを見抜く能力が、ベンチャー・キャピタリストの最終兵器であるという事実は変わらないが、競争を有利に進めるためには、どんどん専門化していくしか道がない。すでに、クライナー・パークインズが立ち上げたJavaファンドのような特化型ファンドがお目見えしており、インターネット専門ファンドも急増している。もちろん、専門化したからといって、難問がすべて解決するわけではない。八〇年代にバイオテクノロジー専門ファンドが現れては消えていったように、専門化にも危険な落とし穴がある。ひところ鼻息の荒かったデルファイ・バイオベンチャーズやCWベンチャーズもすっかり影が薄くなり、鳴り物入りでゲノム分野に取り組んだヘルスケア・インベストメント・コーポレーションでさえ、ベンチャー投資業界では物の数に入らない。

存在する間はせつせと投資するが、消えてしまったらどうするか。楽観的な意見に混じつて、将来を悲観した予想も出ている。ベンチャー・キャピタリストを、史上最高額の資本を持つならず者集団と見る向きもある。ただ報酬を絞り取るために起業家とテクノロジーをくつつけるばかりで、投資先の事業が妥当かどうか、起業家に運営能力が備わっているどうか、といった問題がおそろかにされているという。一方、ベンチャー投資はもはやテクノロジーを発展させる魅力的な資金調達手段ではないが、レバレッジド・バイアウトや貯蓄貸付と同等の資産クラスに入るといふ説もある。さらに、技術革新は時間集約的であつて資本集約的ではないと考える関係者は、アイデアの商品化を急ぐことに關して、短期的にぼろ儲けできる可能性がある——インターネット関連企業がそうだった——一方で、次世代のベンチャー企業を生み出すために必要な永続性のある企業やビジネスがないがしろにされか

ねないと警鐘を鳴らしている。

今後の数十年に目を転じると、解決策より疑問の方が多く湧いてくる。史上最大の利益が出ているときに、永続的な安全性などという退屈な理念が、経済環境の抜本的变化とか、新種の経済の担い手の登場とか、株式市場を凌ぐリターンとかいう華やかな神話に打ち勝てるものだろうか。

■それぞれの体験談を語る

ベンチャー投資業界が誕生してから五十年の談話を集めた本書には、大きく分けて二つのテーマがある。まずは新旧のベンチャー・キャピタリストの対立した対照。そして西海岸と東海岸におけるベンチャー投資の文化と実務の違いだ。本書に三十一のベンチャー・キャピタルから三十五名のベンチャー・キャピタリストが集うことで、業界発展の全貌があらわになると同時に、彼らの多様性が、移り変わる業界の実態を浮き彫りにする。

本書は五部構成になっている。第一部では、ロバート・ケイグル、ミケランジェロ・ヴォルピ、ボブ・ノックス、クリーヴランド・クリストフ、アン・ウインブラッド、ジェフリー・ヤン、ミッチ・ケイパーが登場し、最新のベンチャー事情を語る。テクノロジー全盛の業界ではあるが、ベンチャー投資の哲学はそれぞれ異なる。第二部では、ベンチャー投資の先駆者たち——故ベノウ・シュミット、ユージン・クライナー、ピーター・クリスプ、ライオネル・ピンカス、ハーバート・ウィルキンズ、サンフォード・ロバートソン、アーサー・ロックがスタートを切った経緯と、最近の業界における成功と悪評についての印象を語っている。第三部は、西海岸にスポットを当てた。最初の四十五年とこ

こ五年の対比を見せてくれるのは、長らく活躍してきたポール・ウイス、ドン・ヴァレンタイン、リード・デニス、リチャード・クラムリック、グラント・ハイドリッチ、ケヴィン・フォン、ラリー・ソンシーニだ。往年のシリコンバレーを振り返り、起業プロセスを發展させた独特の投資環境について述べている。第四部には、東海岸のベンチャー・キャピタリストたちが登場する。チャールズ・ウエイト、リチャード・バーンズ、ピーター・ブルック、ケヴィン・ランドリー、ウィリアム・イーガン、モートン・コリンズ、エドワード・マサイアスら初期のキャピタリストに加えて、後発組のボラリス・ベンチャー・キャピタルからステイヴ・アーノルド、ジョナサン・フリント、テランス・マグワイアも参加している。最後に、第五部ではベンチャー投資業界の未来に焦点を当ててみた。今後五十年の展望を語っているのは、ジェームズ・ブライヤー、ジョン・キャラハン、ステイヴ・ラザラス、ジョン・ドウアである。いずれも、今日のベンチャー投資業界をリードする実力者たちだ。

*1 ジョージ・F・ドリオットの講義ノート。一九二七・六六年、ハーバード・ビジネススクール。フレンチ・ライブラリ・オブ・ボストン、評議員会編

第一部 最新のベンチャー事情

ロバート・ケーグル

——ベンチマーク・キャピタル

一九九五年に発足して以来、ベンチマーク・キャピタルは、投資先のイーベイ、イー・ローン、アリバといったインターネット関連企業がめざましい成果をあげたことから、一流のベンチャー・キャピタルとして一目置かれるまでになった。リターンの規模を見るかぎり、イーベイに対する投資は、ベンチャー史上最高レベルの成功例だ。初期投資した五百万ドルが、一九九九年半ばには四十億ドルを軽く超えている。

これはまぐれ当たりではない。ほとんど横並びのベンチャー・キャピタル業界において、ベンチマーク・キャピタルは同業者に差をつけるべく、戦略を練ったうえで事業に乗り出した。出資者たる有限責任^{リミテッド}パートナーには有名大学の基金や財団が名を連ね、法人パートナーはモエヘネシー・ルイヴィトンなど、小売業界の一流企業だ。幹部候補者の発掘にかけてはシリコンバレーで

も指折りのスカウトマン、デイヴィッド・バーンをパートナーに迎えたことから、ベンチマークは大リーグ級のベンチャー・キャピタルとして、いつそうの注目を集めた。つい先ごろの発表によれば、インターネット業界の勢いづけのために、新たに十億ドルを資金調達したという。

ベンチマークは分散投資には背を向け、むしろテクノロジ系に的を絞って、とりわけアリバ、イーベイ、イーバックス、プラネットRX、サイエントといったネット関連のeコマース企業への投資を強化している。つい最近まで「一千万ドル級」の高額小切手の振り出しを避け、もつと小規模な成長初期企業^{アーリーステージ}への投資に特化していた。マーケティング志向の強いベンチマークは、広報活動の必要性や、同事務所および投資先企業向けのブランド戦略の重要性を常に意識している。創業時からのパートナーの一人、ロバート・ケーグルは、ベンチマークがまたたく間にシリコンバレー屈指のベンチャー・キャピタルとなり、ネット関連企業に的を絞って驚異的なリターンを得るまでの経緯を語っている。



ベンチャー投資業界には、まさに入るべくして入ったと言える。私はボストン・コンサルティング・グループに所属していたが、仕事に不満を覚えるようになっていた——三カ月経ったころには、すっかり幻滅していた。不満の理由は二つある。その一、自分のアイデアが生かされないこと。その二、クライアントとの付き合いが長続きしないこと。せっかく知的好奇心を刺激する案件や、やりがいのある仕事に携わっていても、さつさと次のプロジェクトにまわされてしまう。そこで私は、ス

タンフオード・ビジネススクール時代の友人、デイヴ・マルカードに会って、マーケティング担当の幹部社員として自分にふさわしいテクノロジー系の新興企業はないかと、尋ねてみた。私はもともとマーケティング志向、というより実は消費者マーケティングひと筋だったのだ。

デイヴに何社か紹介してもらい、会社訪問をした。二、三社訪問し、テクノロジー系の企業は、やりがいがありそうだと思っていたところ、デイヴに声をかけられた。「ベンチャー投資事業をやってみる気はないか」。私の返事は、「デイヴ、こつちは『地に足のついた』仕事を探してるんだけどね」

コンサルタント業務よりつまらない仕事といえば、金融サービス業ぐらいしか浮かばなかったほどだ。幸いデイヴのおかげで、ベンチャー投資事業が自分の考えているようなビジネスとは全く異なり、コンサルタント業務で味わった知的興奮や多彩な経験に加えて、息の長い人間関係を築く能力を生かすことができ、ベンチャー投資につきものの重責を担うチャンスだとわかった。最終的には、投入資金と回収資金の差額を見積もったうえで、投資するか否かが決まるとのことだったが、投資先企業の取締役会に参加して、五年から六年、場合によっては七年以上も関与する点が気に入った。

私はデイヴの話にのり、一九八三年、バート・マクマートリーやジム・ボクノウスキーのいるテクノロジー・ベンチャー・インベスターズ(TVI)に入って、それきりうしろを振り返らなかった。

■試練の滑り出し

私がベンチャー投資業界に入った当時は、折悪しく景気が低迷していた。負債をかかえる産業は数知れず、予備軍もたくさんいた。二桁にのぼるハードディスク製造業者が、こぞって融資を受けてい

た時期でもある。その点は、昨今の投資環境に似ているが、今は資本が潤沢にあつて、投資審査や調査といった手続きがだいぶゆるくなっている。

あのころは審査が厳しかった。事業から撤退する企業が相次ぐ一方、資金繰りに苦慮する企業も出た。死と隣り合わせの時期だった。昨今のベンチャー投資業界を見ていて気になるのは、ベンチャー・キャピタリストの大半が、そうした修羅場を体験していないことだ。猫も杓子もベンチャー投資事業で成功している。彼らの多くは、弱気相場をじかに体験したことのない投資信託のファンド・マネジャーと同じで、過酷な投資環境を知らないのではないか。

一つの産業にせつせと資本を投入し、他業種への出資がおろそかになれば、ベンチャー企業は専門分野に集中せず、もつと手を広げようとしがちになる。潤沢な資金があるために、かえつて自社の得意分野や存在意義を追求しなくなるのだ。分野を絞らずに頓挫した企業を、私はいやというほど見ってきた。逆に、専門分野に的を絞つて頓挫した企業には、ほとんどお目にかかつていない。

このインターネット時代にあつて、われわれは八〇年代初頭に逆戻りしたように見える。一部の企業が利潤に目を向けまいとしているのは、ウォール街のアナリストたちから、こんなふうこそおかれるからだ。「利益が出ている企業は、業界トップを目指してがむしやりに努力していないということだ。会社のサービスや製品向けのマーケティングおよびブランド戦略に積極的に投資すれば、業界トップの座を確保できる。今は利益が出なくても、いずれ黒字になるだろう」

TVIには、十二年間在籍した。一九九五年初め、組織としての資金調達業務を打ち切る決定が下された。いわば組織全体の意思決定であり、われわれは事業から撤退するにあつて勝利宣言をした。とてつもない業績をあげたからだ。投資先には、マイクロソフト、サン、コンパックの名があつた。

ときには投資先の二十五社それぞれの時価総額が二億五千万ドルを超え、市場の天井に達したこともある。投資先企業は相次いで大成功を収めた。しかし、投資グループとしてそのまま業界トップを目指すという共通の目標がなかった。おまけにパートナーの年齢層が幅広く、長老のバート・マクマートリーを筆頭に、デイヴ・マルカードから最年少の私まで、世代がばらばらだった。

■ベンチマーク設立

業界一のベンチャー・キャピタルを立ち上げる好機だと思った私は、考えを同じくする四人の仲間と、ベンチマークを設立した。パートナーのうち、アンディ・ラクレフとブルース・ダンレヴィーの二人は、シリコンバレーにあるテクノロジ系ベンチャー企業、メリル・ピッカードの元社員だ。創業時のパートナーの一人、ケヴィン・ハーヴェイは、二度にわたって起業を成功させた経験を持つ。ケヴィンは学生時代に初めて興じた会社をアップルコンピュータに売却、二度めに設立したアプローチ社（ブルースも取締役会に籍を置いていた）をロータスに売却している。五人めのパートナーのヴァル・ヴァーデンは、のちにベンチマークを去った。

TVIが勝利宣言しようとしていたちょうどそのころ、私はジェームズ・C・コリンズの『ビジョナリー・カンパニー』を読んでいた。TVIが大成功を収めていながら、事業の継続を目指さないことが残念だった。本の内容とコリンズの信条を改めて検討したところ、ベンチマークをまとめるにあたって、コリンズの思想を取り入れるべきだと思った。そうすれば、パートナーの寄せ集めではなく、一つのチームが作れるし、価値も長続きする。そこで、じっくり時間をかけて、組織の土台となる価

値観と方針について話し合い、ごく基本的な方針を二つ設定した。

ベンチマークが最高の投資先と考えたのは、永続性のある企業だ。長続きする会社には、たいいていそれなりの企業文化がある。われわれはこう自問した。同業者と一線を画し、ベンチマークが業界で比類なきベンチャー投資機関となるには、どうすればいいだろうか。

■ベンチマークの方針

ベンチマークには、市場に関する着眼点と指針が二つずつあった。市場に関する着眼点とは、初期投資すれば、つまりその企業の創設に立ち会えば、座席がちゃんと用意されている、というものだ。そこで、アーリーステージ企業に的を絞ることにした。

折しも、ありとあらゆるベンチャー・キャピタルが際限なく資金調達していた時期でもある。億単位の資本に、さらに億単位を上乗せしていた。ここでまた自問する。そういうキャピタリストたちは、アイデアを書いた紙ナプキン一枚、社員一人きりの会社に百万ドルの小切手を切ることができるだろうか。大金を投じるとなると、小規模な事業を相手にするわけにはいかないだろう。そこで、調達金額を一億ドル以下に抑えることにした。それなら、回収不能に陥った場合の損失も小さくてすむ。パートナー一人当たりの資本金額は、業界でも最低レベルになるはずだ。おかげで罪の意識もなく、五十万ドルの小切手を切ることができる。そうした基本方針のもとに、ベンチマークは資金調達した。

業界トップを目指すという目標と、労働集約型の事業を営むという方針を貫き、われわれは投資利益の割り増しを求めた。口先だけでなく、ずっと投資していくつもりでアーリーステージ企業に労力

を注ぐのなら、それなりの見返りが欲しいということだ。後発組でありながら、三十パーセントの成功報酬を得ることができたのは、前代未聞ではないだろうか。

二つめの着眼点は、消費者市場にテクノロジー関連事業が参入し、テクノロジーの消費拡大と普及が基本中の基本になるだろう、というものである。

■対等なパートナーシップ

ベンチマークの設立にあたっては、一人でも不公平を感じることはない、対等なパートナーシップを心がけた。そのためには、最高の権限が与えられているという意識を、全員に持つてもらおう。そもそも起業家があえて会社を興すのは、他人の下につきたくないからだ。彼らは指図されることを嫌う。ベンチマークのパートナーも投資のプロとして、またスタートアップ集団として、全員がそうした起業家精神を持たなくてはならない。全員が経営者意識と目的意識を持つ必要があるのだ。

ベンチマーク内に真の協調性が生まれたおかげで、常に目標達成に向けて協力し合っている。仲間を押しつけてまで、パイを余分に奪い取ろうとはしない。TVIとメルル・ピッカーズの例を見ても、不公平な待遇が建設的でないことは一目瞭然だ。

対等なパートナーシップとは、あらゆる面で完全に平等であるということだ。組織における利益配分、報酬、投資決定にかかわる投票権まで、すべてが平等でなければならない。初めて資金調達したとき、周囲から、ベンチマークの組織体系は社会学の実験だと言われた。その実験がうまくいっているのは、ベンチマークでは共同運営という形をとりながら、パートナー個人にかなりの自由裁量権が

与えられ、責任の所在もパートナー側にあるからだ。それが全員能力を引き出すのだと思う。

対等なパートナーシップにおいて財務面の増益効果が表れるのは、既存のパートナーより有能な人材を新たに雇い入れる場合だけだ。パイを今より大きく奪い取るには、それしかない。そんなわけで、ハイテク関連の人材スカウトでトップクラスのデイヴィッド・バーンを迎え、さらにビル・ガリーを採用した。両者のおかげで、ベンチマークはとんとん拍子に伸びている。もし自分たちの「言いなりになる」人材として、アソシエイトやジュニア・パートナーを採用し、まずい仕事ぶりで資本を台なしにしていたら、今ごろは低迷していたはずだ。これこそ、ベンチャー投資業界が長らく引きずってきた悪弊ではないだろうか。

目下、ベンチマークではまったく対等な六名の無限責任^{ベネラ}パートナーがファンドを運用しており、アソシエイトは存在しない。起業家と付き合う場合、相手企業の取締役会に参加し、発言力の強いパートナーの一人として、企業の意思決定役を担うことになる。

発足当時、ベンチマークは後発組だったので、まずはエンジンをフル回転させ、できるだけ有望な投資チャンスを狙って、がむしゃらに突き進んだ。そこへ、イーベイの創設者——TVIが出資していたEシヨップという会社で、ブルースと一緒に働いていた——が売り込んできた。これはコネを利用したお決まりのケースだ。

■サービス業としてのベンチャー投資

ベンチマークを設立したとき、われわれはこのビジネスを、投資事業というよりはサービス業とと

らえていた。どうやらベンチャー・キャピタリストの大半が、われこそは世界の中心だと思いがついているようだ。自分は陰の実力者、企業を牛耳る黒幕であり、すべてのパワーと成功の源だ、と。われわれに言わせれば、逆に起業家こそ世界の中心である。職務をきちんとこなしていれば、こちらは黒子で、起業家がスターになるものだ。そうした理念を持ち、企業に投資することはすばらしい特権だと認識したうえで、日ごろから協力を表明し、報酬を得ようとすれば、極上の起業家がよその誘いを蹴って、われわれの元に寄ってくる。こうして起業家との付き合いが始まる。これがサービス中心の理念だ。起業家を支援すれば、彼らの友人、知人に口コミでどんどん噂を広めてもらえる。投資先企業のリストこそ、マーケティングの最高の武器だ。

■IT産業に狙いを定める

われわれは的を絞り込んだ。ベンチマーク設立当初、ヘルスケア関連企業へは投資しないことに決めた。大方のベンチャー・キャピタルは、半分をバイオテクノロジーへ、残り半分をIT（情報技術）関連に投資していた。しかし、ベンチマークは違う計画で推進していった。この方針は、「試験管の中身が理解できないのだから、理解できるふりはしない。投資先はIT分野に特化していく。そうやって同業者よりIT産業、とりわけネット関連への投資を強化し、さらにeコマースへと投資範囲を広げていく」というものだ。

ベンチマーク設立のおよそ一年後、オフサイト・ミーティングで、これからはeコマースが主流になるだろうという結論に達した。われわれは、なんとか揺籃期の波に乗り、先頭に躍り出ることがで

きたのだ。目下、eコマース関連の投資先は十五件ぐらいだと思う。

ここ数カ月でもしろいことが起こった。ネット関連でない有力企業が続々と押しかけてきて、「わが社を『ドットコム』企業にして、eコマースに強くなれるよう協力してくれるパートナーが、どうしても必要なのです。どうすればいいのか見当もつかないので、うちのパートナーになつていただけませんか」と言うのだ。こうした事情もあつて、投資先企業との付き合いが始まり、全体にチャンスが広がった。

つい最近、一流企業と共同で全く新しい事業を始めようという話が出た。目標は有望なeコマース関連企業を育成し、優秀な人材を採用するための機会を与えることだ。大企業の場合、企業文化が邪魔をして、社内で実現するのはむずかしいという。

■出資額

まずは一億ドルを調達し、それを二十二社ぐらいに投資した。予想以上にすばやく投資できたのは、それだけ好機に恵まれていたからだ。さらに、同じ投資家たちから引き続き資金を調達した。個人投資家——われわれにとつての戦略的な共同出資者——から工面できる総額は、初回は一千万ドルほどだったが、ごく最近ではおよそ五千万ドルにまで増えている。ただし、投資額はこれまでとほぼ同額にとどめた。昨年秋季に調達したばかりの三度めのファンドは、一億二千五百万ドルを募集した二度めのファンドとびつたり同額だ。もつと調達することもできたが、余分な資金は集めないことにした。プレッシャーを感じながら一千万ドルの小切手を書く気にはなれない。あくまでアーリーステージ期

の投資にこだわった。

ベンチャー・キャピタリストは通常、一パーセントを投資する。ベンチマークは、初回で三・五パーセントも投資した。それは、付き合いのある投資家たちに自信のほどを見せたかったからだ。その投資の結果、設立から三年間、ベンチマークのキャッシュフローはマイナスになった。

ただし、初回のファンドはそれなりの成果をあげた。現在、一億ドルのファンドが額面上で百倍近くになっている。イーベイへの投資が結果的にベンチャー史上最大のリターンをもたらし、投資額五百万ドルが時価総額四十億ドルを超えたのだ。イーベイの例は、まさに幸運としか言いようがない。われわれは経営陣の採用に尽力したり、重要な戦略的課題の解決に手を貸したりして、同社の成長に貢献した。ただし、イーベイのような成功例はめつたにない。それに、これはロバート・ケグルひとりの手柄ではなく、各パートナーそれぞれが重要な役割を果たしたのだから、ベンチマーク全体の手柄といえる。その証拠に、パートナー個人よりベンチマークの方が、世間によく知られている。それこそが、ベンチマークのブランド戦略と組織形成の成果を測る尺度なのだ。

■アーリーステージ成長初期、ハイテクの黎明期

ベンチマークがアーリーステージ企業に投資するに至った理由は二つあるが、その一つは起業段階からかわった方が見返りが大きいというものだ。起業家との信頼関係や、成長プロセスとのかかわりがあるものと言う。

アリバは素晴らしい可能性を秘めた会社で、ここベンチマークのオフィスからスタートした。キー

ス・クラッチはベンチマーク^{*2}の組織内起業家第一号だ。在職中、キースの下にはフルタイムで働くスタッフが十二人いて、四カ月間にわたり、われわれとがっちり腕を組んでいた。そうした協力態勢や発展的な関係は、カネでは手に入らない。

起業家に欠かせない適性とは？ 実は二つ——いや、おそらく三つある。まず、人並み外れた回復力があること。起業には苦勞が伴う。それから、かなりの柔軟性を備えていること、さらに他人の話にもじつくり耳を傾けること。私が起業家にまず求める特徴は、大きな耳だと言っておこう。なぜなら、最初から正解を知っているほど聡明な人間はいないからだ。投資先企業のほとんどは、設立当初からある程度の目標を達成するまでの間に、抜本的な変革を経験する。われわれの仕事は、できるかぎり目標達成に至るプロセスを推し進め、起業家の顧問として、さらに彼らの計画や事業の発展に協力してくれる投資家との橋渡しをするパイプ役として、支援することだ。

■イーベイ——ネット関連の投資を変えた実例

ちょうどアマゾンがレーダースクリーン上に現れた頃のことだ。われわれはやや遅れてアマゾンの登場を知ったのだが、それよりウェブを見ていて、ある考えがひらめいた。待てよ、こいつがあれば、双方向通信が効率的にできるのではないかと。なぜウェブを利用する業者のほとんどが、テレビ放送のように広告主に依存し、不特定多数の閲覧者に負担をかけるのだろうか。無意味とは言わないが、それではウェブの可能性を存分に活用できない。

ウェブのおかげで、双方向通信が実現可能になりつつある。きわめて価値の高いウェブ関連企業を

見つけて、多少なりともウェブを活用しなければならない。そうした価値を測る最良の物差しは、ウェブで商取引ができるかどうかだ。

そこでわれわれは、商取引の手段としてウェブを検討するようになった。商取引が発生する分野に目を向ければ、持続性のあるオンライン関連のビジネスモデルがきつと見つかるはずだ。そんなふうに考えたおかげで、イーベイと遭遇したとき、同社の価値と将来性を見抜くことができた。イーベイのサイトのアクセス数は膨大だが、バナー広告がなかった。

当初の収益はひと月二十万ドルだった。一九九九年の第二・四半期の収益は、およそ三千万ドル。わずか二年間で、飛躍的に伸びている。われわれは、噂が噂を呼んでいることに気づいた。そのおかげで、みるみる業績が伸びていたのだ。顧客獲得のために、莫大な経費はかけていないにもかかわらず、あれだけ成長したのは、口コミのおかげだ。ものすごい勢いで噂が広まっていったことは、否定のしようがない。自然に伸びていける環境で、事業に勢いさえあれば、莫大な宣伝費を使わなくても、おのずと道は開かれる。

われわれは、オンラインのバナー広告が理想的だとは思わなかった。何が理想かを考えた結果、商取引にたどり着き、ベンチマークは、オンライン商取引を模索するようになった。

eコマース関連のビジネス・チャンスの中で、ベンチマークは数多くの企業を物色している。われわれが求めるのはオンライン向きの分野であって、従来の企業にはできない事業だ。その好例が、イーベイだったのだ。

■インターネット——商取引が可能な媒体

将来性のあるウェブは、今回の事業計画の基本要素である。さらにベンチマークが模索しているのは、ユーザーがウェブを使うことによって、さらにオンラインの利用を増やすことのできる市場だ。それについては、多角的に考えている。何よりもまず、利便性が重要である。従来のやり方と比較して、オンラインの方がだんぜん便利なら、ユーザーは魅力を感じるだろう。わかりやすく説明すると、「従来のやり方が歯痛の根源だとしたら、痛みの抑制に効果的なウェブを利用したくなる」ということだ。

オンライン不動産ローンがいい例だ。ベンチマークは、業界トップのイー・ローンに投資している。ローン利用者の話を聞くと、書類が山ほどあり、手続きが煩雑で困っていると言う。しかも、途ざまざまな関門があつて、何がどうなっているのか、次はどこへ進めばいいのか、さっぱりわからない。利用者にとって、実にもどかしい作業なのだ。そこでわれわれはイー・ローンに、「モーゲージ・ナウ」という商品を開発して欲しいという要請を出した。これは、オンラインで申請すれば、一日後に承認され、一週間後に資金が受け取れるというものだ。利用者だけでなく、取引がまとまるかどうか死活問題となる不動産業者にとつても、手放せないものになるだろう。これは、プロセスオンラインの一例であり、従来のやり方とはまったく別の作業のようにさえ見える。しかし、はるかに便利で、はるかに効率的なのだ。

物品の購入を検討する際、賢明な判断を下すために、膨大な量の情報を集める必要がある。そんなときはウェブの出番だ。従来は、探しもの、情報検索、購入を別々にやらなければならなかった。ウ

エブ上でなら、一連のプロセスをまとめてできる。

従来型の市場には、ひどく効率の悪い流通経路を持つ事業がたくさんあり、全国あるいは世界中のさまざまな流通業者が在庫をかかえている。そうした商品はかなり利益率が低く、しかも流通速度が遅い。旅行かばんを例に説明しよう。ベンチマークはちょうど、コロラド州のイーバッグスという会社に投資したばかりだ。この会社は、デパートで旅行かばんを売って、年平均で二倍の利益を得ている。つまり、仕入値五十ドルの商品を陳列して、百ドルで売ることだ。いつその商品を一カ所に集めて販売すれば、年間およそ二十倍から二十五倍の商品がさばける。従来型の小売業者の十分の一の利ぎやで販売が成り立ち、さらに総資産収益率で同じレベルの収益を得られるのだ。

通販利用者に翌日配達で満足してもらうには、品目を選ばなければならない。オンライン向きでない商品が、厳然としてあるからだ。スターバックスのコーヒーが、オンライン通販で大量の注文を当て込めるとは思えない。とはいえ、流通機構とビジネスの経済的側面を抜本的に変えられる品目はたくさんあり、はるかに能率よく効果的な流通手段が目見えするだろう。いずれは翌日配達が即日配達になるはずだ。

ボーダーズ・ボックスのルイス・ボーダーズが、ウェブバンという会社を立ち上げようとしている。食料品、医薬品、その他雑貨を二時間以内に宅配する事業だ。総合流通センターから大型トラックで各地の倉庫に配送し、そこから先は宅配バンが、数時間前に注文した食料品などを配達してくれる。この事業では、ウェブ注文が中心的なテクノロジーになる。そう考えると、受注に使うよそのサイトは、あまりにも使い勝手が悪い。

われわれが目指すのは、クリーニング店までの往復でつぶれるわずかばかりの時間を取り戻すこと

だ。さらに、消費者にその時間を還元して、家庭生活や地域との交流にあててもらおう。こうしたオンライン事業のほとんどは、生活上もつと大切だと思われることに費やす時間を取り戻すために設計されている。

■有望なオンライン企業への投資

ベンチマークは今後も、起業から成長までのプロセスにこだわり、一流企業に育てあげる能力と気概のある経営陣を編成するという具体的な仕事に専念するつもりだ。なんといっても、アーリーステージ期の投資はあまりにも競争が激しいので、投資先企業を早めに目立たせ、ひいきにしてもらうために、光を当てないことには勝ち目がない。いろいろな意味で、ベンチャー投資事業ではかつてないほどブランド戦略が重視されている。いきおい、「マインドシェア」を目指すことになる。アーリーステージ期の投資におけるリターンは常に、先頭に立つ業者へと流れていく。つまり、最初に成果をあげてみせれば、桁外れのリターンが得られるということだ。最初の成果とは、事業の目標達成のことではなく、その成果を業界内で効率的に広め、浸透させることをいう。ベンチャー投資業界では、成功が成功を呼ぶのだ。

七〇年代後半から八〇年代前半にかけては、群雄割拠の時代だったが、現在はそうでもない。オンライン・サービスの草分けだったコンピュータとプロデューサーが、今では姿を消してしまった。ただし、書籍向けのeコマース・ソリューションで初めて大きな成果をあげたオンライン書店、アマゾン・ドットコムもある。同社は見事に成功を収め、業界をリードしてきた。要するに、草分けに

なるのも大切だが、その分野が成熟してくると、一流企業になること、業界のリーダーとして認められることが最重要課題となる。

■前進

ベンチマークの好調ぶりは、並外れて強いチーム・スピリットの賜物だと思う。われわれは業界トップを目指しており、世間からもトップとして認められるようにと願っている。投資先企業にも、われわれと付き合つてよかった、ベンチマークを選んで正解だったと思われたい。この業界にカネはつきもののだが、カネはあまり問題ではない。われわれは初回のファンドで予想以上に稼いでいる。ベンチマークの方針はずつと変わっていない。その証拠に、ベンチマークはいまだにスタートアップ集団だ。社会のために、仲間のために、自分自身のために、まだまだやれるという自負がある。しかも朝目覚めるたびに、そんな思いが頭に浮かんでくる。それは、会社を興すときに湧いてくるのと同じ類のエネルギード。

かねてからブルースには、私はベンチャー・キャピタリストというよりは、むしろ起業家向きだと言つてある。結局、それがベンチマークの方針になった。作つた組織が、たまたまベンチャー・キャピタルだったというわけだ。とはいえ、ベンチマークには新興企業とほぼ同じ魅力があり、みな嫌な顔一つせずに、信じられないほど長い時間を仕事に費やす。朝になるとベッドを飛び出し——だからだら起きたりはしない——、シャワーを浴びながら考えるのは、次なる課題についての戦略であり、ヨーロッパへの次回の出張とか、新しいジェット機のことではない。

われわれに言わせれば、「いや、もうカネは呼びびじゃないよ。そんなものは、どこにでも転がっている。投資先企業には、付加価値を提供しなければならない。先方のために、振り出す小切手の額面よりほかに価値のある仕事をするべきだ」。自分の仕事がサービス業だと思えば、とたんにばかり働いて電話をかけ始めるだろうし、起業家をオフィスに呼び出すのではなく、先方のオフィスで会おうと提案するはずだ。些細なことだが、起業家というものは、もともとかなり抜け目のない消費者だと思う。それに、あくまでパートナーシップ精神を貫くなら、それなりの態度を見せるものだ。たとえば、本当に重要な決断を下す場面で、自分の主張を力説はしても、先方の会社なのだから、先方の判断と決定に従うこと。そうすれば、手を組みたい業者として口コミで広まるだろう。

われわれとしては、ベンチマークをこれ以上大きくするつもりはない。目下、パートナー六名でもて余す規模の案件があるとは思えない。よって今後の課題は、もつと頭を使って仕事を進めることだ。取り組むプロジェクトをさらに厳選し、投資先企業の可能性を存分に高めて発展させることを目指す必要がある。ベンチマークが十億ドル単位の資金を集めたり、根本的に方針を変えたりすることは、まずないだろう。

*1 成功報酬ともいう。投資から出る利益のうち、ベンチャー・キャピタル会社側の取り分のこと。通常は二十パーセントで、三十分の一セントの場合もある。

*2 ベンチャー・キャピタルの多くは、次なるアイデアを育むという前提で、起業家をかかえることが得策だと考えるようになっていく。