



研究レポート

No.297 September 2007

Web2.0 企業の実態と成長に関する研究

上級研究員 湯川 抗

富士通総研（FRI）経済研究所

Web2.0 企業の実態と成長に関する研究

上級研究員 湯川 抗
kou.yukawa@jp.fujitsu.com

【要 旨】

1. 近年、「Web2.0」というコンセプトに対する関心が高まると共に、「Web2.0 的ビジネス」を行う企業が注目を集めている。本研究では、こうした Web2.0 企業を定義し、既に上場を果たした 17 社に関し、設立以降の資金調達の方法や、これらの企業に積極的な投資を行った VC（ベンチャー・キャピタル）や事業会社等の投資家、及びこれら企業の成長過程に関する分析を行った。
2. 分析対象とした Web2.0 企業は、株式公開時には、市場からバブルともいえるような非常に高い評価を獲得し、大規模な資金調達に成功している。そして、これらの企業が成長する過程では事業会社との資本的關係は欠かせないものであったといえる。また、これらの企業は非常に速いスピードで意欲的な資金調達を行うと共に、資金調達後の成長も極めて早い。

目 次

1.	問題意識と研究の目的	1
2.	研究方法	1
2.1.	Japan Venture Research (JVR) に関して	1
2.2.	Web2.0 企業の定義	2
2.3.	Web2.0 企業の抽出方法	3
3.	Web2.0 企業の実態に関する分析	5
3.1.	ICT企業とWeb2.0 企業の比較	5
3.2.	Web2.0 企業にIPOまでに流入したリスクマネー	6
3.3.	Web2.0 企業に対するVCの投資効果	6
3.4.	VCの投資実績	7
3.5.	事業会社の投資実績	8
3.6.	Web2.0 の本質を考える	10
4.	Web2.0 企業の事業成長に関する分析	11
4.1.	事業成長の全体像	11
4.2.	資本政策と投資政策のベンチマーク	14
5.	まとめ	16
	(参考文献)	17

1. 問題意識と研究の目的

2004年以降、「Web2.0」というコンセプトに対する関心が高まると共に、「Web2.0的ビジネス」を行う企業が注目を集めている。Web2.0的ビジネスとは、「ユーザー参加型」の仕組み、あるいはそのために必要な技術開発を行うビジネスと捉えることができるが、国際的に見ても、こうしたビジネスを行っているのは既存のICT企業ではなく、主にベンチャー企業である。

海外では、Web2.0企業に対する投資動向等が、次第に明らかにされ始めているものの、わが国においては、Web2.0企業に対して一定の定義を与えて分析した調査は行われておらず、Web2.0企業の実態はもちろん、成長の過程も把握されていない。したがって、これらの企業が成長するための方法や、VCや大企業の関わり方、あるいは成長を促すための施策も不明なままである。

本研究は、Web2.0企業に対して一定の定義を与え、設立から上場に至るまでのデータを分析することで、(1) ICTベンチャー企業との比較、投資家の動向といった観点からWeb2.0企業の実態を明らかにする、(2) Web2.0企業の資本政策、あるいはこうした企業に投資を行う投資家の投資政策のベンチマークを提示することを目的とする。

なお、本研究は、富士通総研と特定非営利活動(NPO)法人Japan Venture Research (JVR)の共同研究の成果を富士通総研がまとめたものである¹。

2. 研究方法

本研究では、既に上場を果たしているWeb2.0企業に関し、JVRの保有するデータベースを用いて、資金調達の方法、時期、投資家に関して、様々な観点から分析すると共に、VC、起業家、事業会社の投資担当者に対するインタビューも適宜実施した。以下では、分析に用いたJVRのデータベースに関して述べた上で、企業の定義とその抽出方法に関して詳述する。

2.1. Japan Venture Research (JVR) に関して

一般に、上場を目指すベンチャー企業は、株式公開に向けた株主構成や資金調達等に関する計画に関して検討する必要がある。起業家は、一般に同業他社の成長過程や企業価値の向上の状況などを参考にして自社の資本政策を立案することになるが、企業が上場に至るまでの経営状況や資金調達の過程は必ずしも一般に公開されておらず、したがって、ベンチャ

¹ JVRプレスリリース:「特定非営利活動法人Japan Venture Research と株式会社富士通総研との共同研究「Web2.0 企業の実態と成長の動向」 調査レポートを発表
<http://www.jvr.jp/topics/docs/20070830FJ.pdf>

一企業の成長の過程や企業価値の変化に関するデータの整備もなされていないため、起業家は、これまで同業他社のデータに関して自ら分析せざるをえなかった。

同様に、投資家からみても、ある業種に属するベンチャー企業が、その成長過程のどの段階で、誰からどの程度の資金調達を行い、その結果、企業価値がどの程度向上したのかを把握することは非常に困難である²。

JVRはこうした問題に対応するため、ベンチャー企業が上場に至るまでの詳細なデータを収集し、我が国で唯一のベンチャー企業の資金調達状況に関するデータベースを構築している。現在、JVRデータベースには、2000年から2007年までに新興市場に上場したベンチャー企業のうち、VCが出資を行ったベンチャー企業、約450社のデータ、及び内外のVC約150社と440のファンドの投資内容が蓄積されている。本研究では、JVRデータベースを用いて、Web2.0企業に関して分析を行う、

2.2. Web2.0企業の定義

我が国においては、Web2.0企業に関する包括的な調査は未だ行われておらず、Web2.0企業の定義も未だ確定していない。これは、“Web2.0”という言葉がなにを指すのかということ自体、定義が未だなされていないことを考えれば当然ともいえよう。

一方、米国ではこうした企業の実態を明らかにしようとする試みが進み始めている。2007年3月にVenture Oneは“GLOBAL VENTURE CAPITAL INVESTMENT IN WEB 2.0 COMPANIES ON THE RISE”というレポートで、VC経由でWeb2.0企業に流入するリスクマネーが世界的に増大していることを指摘している³。ここでVenture Oneは、調査対象企業の抽出方法に関し、「Web2.0企業を分類するにあたっては、厳格な研究手法を用い、特定の基準に適合するのかどうかをケース・バイ・ケースで調査した。」としている。これまで、定義が困難な多数のベンチャー企業を扱ってきたVenture Oneですら、こうした表現の仕方をしていることが、Web2.0企業を定義することの難しさを物語っているといえよう。

ただし、こうした表現の後、「この調査対象の企業にはUGC (User Generated Contents)、ネットワーキング、コラボレーションなどの方法を通じて、ユーザーの参加を促進する動的なインターフェイスを中心にビジネスモデルを展開している企業が含まれている。アプリケーションには、ポッドキャスト、タギング、SNS、マッシュアップ、wikiが含まれる。これらのアプリケーションに使用されるテクノロジーには、AJAX、RSS、SOA、CSS、XHTML、Atomやその他のリッチなインターネットアプリケーションが含まれる。」として、

² 長谷川 (2007) においても、このような問題意識からベンチャー企業の成長とVCとの関係に関して分析がなされている。

³ Venture One 2007 Press Releases (http://www.ventureone.com/ii/V1_EY_FY'06Web2.0PR.pdf)

調査対象としたWeb2.0企業に一定の定義を与えている。

もちろん、Web2.0企業の定義に関しては、様々なものが考えられる。投資家によってはこれとは異なる定義をしている場合もあろう。しかし、本研究の目的を勘案すると先行研究として、このVenture Oneの定義を解釈、準用することが最も現実的だと考えられる。よって、本研究では、Web2.0企業を「ユーザー参加を促すことで企業の価値を向上させているICT企業、及びそのためのアプリケーション開発、技術開発を行っているICT企業」と定義し、Venture Oneの調査で把握されているようなアプリケーションや技術開発を行っている企業についても調査を行った⁴。

この定義は、Web2.0という言葉自体がインターネットの進化の一部を表現したものであり、こうした現象をビジネスの一部として取り込んでいる企業は自ずとICT企業に分類される可能性が高いとの考えに基づいている。

一方で、インターネットの与える影響は、あらゆる産業分野に及んでおり、インターネットを活用したビジネスを行う企業が全てICT企業に分類できるわけではない。そこで、ICT企業の定義自体も、既存の産業分類を超えて行う必要がある。これは、既存の産業分類、あるいは既存の産業分類を基にした、各証券取引所の規定する業種分類ではICT企業に、インターネットを用いたビジネスを専業とする企業（例えば、インターネット広告業等）が含まれない可能性があるためである⁵。

そこで、本研究では、ICT企業を「業種分類が情報通信業に属する企業及び、インターネットを用いたビジネスを専業としている企業」と定義し、既存の産業分類ではICT産業以外に分類されている企業もICT企業として網羅的に把握している。

2.3. Web2.0 企業の抽出方法

以上のような定義を基に、企業を抽出する必要があるが、わが国の全企業の中からこうした企業を正確に抽出するのは現実的ではない。そこで、本研究では、調査対象とする企業の設立年、上場年、上場した市場を確定した後にICT企業、Web2.0企業の抽出を行った（図表1）。

⁴ 本研究においては、「ユーザー参加を促すことで企業の価値を向上させている」企業とは、ユーザー自身がコンテンツを作成しているかどうか、つまりユーザーの参加により、その企業にとってのユーザーに対する付加価値が向上しているかどうかを考慮した。

⁵ 既存の産業分類を超えたインターネット企業の定義に関しては、湯川（2004）を参照。

図表1 調査対象企業の設立年、上場年と上場市場

上場年	2003年1月1日～2007年3月30日
設立年	1994年1月1日以降設立
市場	JASDAQ、東証マザーズ、大証ヘラクレス、名証セントリックス、札証アンビシャス、福証Q-Board

(出所) 富士通総研、JVR

上場年を2003年以降としたのは、主に利用できるデータの制約によるものであるが、企業の設立年を1994年以降としたのは、インターネットを一般の個人ユーザーが活用できるようになって以降設立された企業のみを把握するためであり、1994年以降設立の企業に関してみると現在のインターネット企業のほとんどを捕捉できると考えられる。

対象市場を東証マザーズなど6つの市場に限定したのは、先に述べたように、Web2.0的ビジネスを行う企業が主にベンチャー企業であり、ベンチャー企業の実態や成長の観点から分析を行う必要があるためである⁶。

以上のような条件を基に、まずJVRデータベースから条件に適合する企業287社を抽出した。次に、これら287社全てのホームページを閲覧、各社の「業務内容」、「サービス/製品の内容」、「ビジネスモデル」等を検討した上で、ICT企業の定義を基にICT企業120社を抽出し、最後に、同様の方法でICT企業120社の中から、Web2.0企業の定義を基に17社を抽出した。

図表2は、これら17社のビジネスに関し、ユーザー参加を促すことで企業の価値を向上させているかどうか、あるいはそのためのアプリケーション開発、技術開発を行っているかどうかという観点からまとめたものである。本研究では、これら17社を主な分析対象とする。

図表2 Web2.0企業 17社の概要

コード	社名	参加型	アプリ	技術	備考
2121	ミクシィ	○	○	○	SNS。アプリケーション、技術も開発
2122	インタースペース		○		アクセストレード運営。ブログサイトにも対応
2138	ウェブドウジャパン	○		○	携帯サイト運営者に運動型広告配信サービスを提供
2371	カカココム	○			ユーザー参加は企業の生命線。食ペログも運営。
2432	ディー・エヌ・エー	○	○		ビッターズはユーザー参加が事業の本質。モバゲータウン運営。
2450	一休	○			ユーザー参加によるクチコミ情報の収集
2477	比較.com	○			ユーザー参加によるクチコミ情報の収集
2489	アドウェイズ		○		RSS 広告、ブログサイトにも対応
3319	ゴルフダイジェスト・オンライン	○			ブログサイト運営。クチコミ情報の収集
3328	ネットプライズドットコム	○			ユーザー参加によるクチコミ情報の収集。
3730	マクロミル	○			一般ユーザーの意見をアンケート調査結果として公開
3754	エキサイト	○			ブログ、コミュニティなどを運営
3758	アエリア		○	○	事業内容は多岐。リッチコンテンツ開発。ネットストリート運営
3789	ソネットエンタテインメント	○			ブログサービス運営
3793	ドリコム	○	○		ブログサービス、アプリケーション開発
3808	オウケイウェイヴ	○			ユーザー参加型コミュニティの形成
3843	フリービット			○	Ajax技術を活用したユーザーインターフェース、「UbiqMail4.0」サービスを提供。

(出所) 富士通総研、JVR

⁶ 東証1部、2部等の既存市場に上場するベンチャー企業もあるが、これらの企業は、様々な面で平均的なベンチャー企業から逸脱している可能性が高い。

3. Web2.0 企業の実態に関する分析

以上に述べたような分析対象企業に関し、IPO時点における企業価値の比較、IPOまでのリスクマネーの流入状況、VCの投資効果、及びVCと事業会社の投資実績に関してデータを基に分析する。

3.1. ICT 企業と Web2.0 企業の比較

図表3は本研究で分析対象とした17社のWeb2.0企業と103社のICT企業に関して、主に公開時のデータを基に比較したものである。公開時のPERからも、これらの企業が市場から高い期待をかけられていたことがわかる。実際に17社の時価総額の合計は1兆円を超えており、この時点では非常に高い価値を創出したといえよう。ICT企業と公開時の平均時価総額を比べても、Web2.0企業はICT企業の約2.3倍の市場価値を生み出している。この結果、Web2.0企業は、公開時にICT企業の約1.3倍の資金調達に成功している

ただし、公開時におけるこれらの企業の平均PERが高すぎることは否めない。少なくとも、公開時においてはWeb2.0企業の株価はミニバブルであったと思われる⁷。

また、Web2.0企業は社長の年齢がICT企業や一般のベンチャー企業よりも若く、株式の持分比率が高いという特徴がみられる。

図表3 IPO 時点における Web2.0 企業と ICT 企業の比較

	Web2.0(17社)	ICT(103社)
公開時の合計時価総額	1兆400万円	2兆6,411億円
公開時の平均時価総額 (初値ベース)	611億85百万円	256億42百万円
公開時の平均調達金額	23億9,700万円	18億9,500万円 (2006年マザーズ:13億7000万円)
公開時のPERの平均 (初値ベース)	301倍	229倍 (2006年マザーズ:155倍)
IPOまでの平均調達額 (=流入したリスクマネーの平均)	10億1400万円	12億47百万円
公開時の平均VC比率	12.44%	17.96%
公開時の社長の平均持分比率	36.64%	21.92% (2006年マザーズ:38.00%)
IPOまでの年数時期	6年	6年 (2006年マザーズ:9年)
社長の年齢	36歳	45歳 (2006年マザーズ:46歳)

(出所) 富士通総研、JVR

⁷ インターネットバブル(1999年当時)には、一部インターネット企業のPERが500倍~600倍に達する現象も起こっている。

3.2. Web2.0 企業に IPO までに流入したリスクマネー

Web2.0企業は、市場からの非常に高い期待を背景に、IPO時点においては、多額の資金調達に成功している。以下では、これらの企業がIPOに至るまでに流入したリスクマネーに関して分析する。図表4は、今回分析対象とした17社のWeb2.0企業にIPOまでに流入したリスクマネーの内訳を示したものである。

図表4 Web2.0 企業に IPO までに流入したリスクマネーの内訳

	合計	平均
IPOまでの調達金額	152億1200万円	10億1400万円
うち、第三者割当増資の合計調達額	123億1700万円	8億2100万円
VC投資額（延べ70社）	48億3,500万円	6,907万円
事業会社投資額（延べ69社）	89億6,700万円	1億3千万円

(出所) 富士通総研、JVR

これらの企業は、IPOまでに152億1200万円を調達しているが、その大部分は123億1700万円の第三者割当増資によるものである⁸。そして、この第三者割当増資における出資者では、事業会社の占める割合が大きいことがわかる。

また、VCの初回出資ラウンドの平均が2.08回目であるのに対して、事業会社は2.54回目のラウンドが初回のラウンドである。つまり、これらWeb2.0企業に対してはVCのほうが事業会社よりも若干早い段階で投資を行っている。一方で、事業会社の1回平均投資金額は1億3千万円であり、これはVCの1回平均投資金額である6,907万円の2倍近い額となる⁹。

こうしたことから考えると、今回分析対象としたWeb2.0企業は、まずVCからの資金を確保した後に事業会社から出資を受けているが、これらの企業にとっては、事業会社からの出資はその後の成長にとって必須であり、そのためには事業会社との間でなんらかの事業アライアンスなどに関する合意等がなされている可能性が高い。

3.3. Web2.0 企業に対する VC の投資効果

Web2.0企業がIPOするまでに、VCは約50億円、事業会社は約90億円ものリスクマネーをこれらの企業に投じているが、VCのWeb2.0企業に対する投資効果は非常に大きかったと考えられる¹⁰。これらの企業にVCが投じた投資総額は48億3,500万円であるが、公開時初値ベースでみた時にVCが保有していた企業の株価の時価総額は1,293億9,400万円にもものぼる。VC一社の一回の投資あたりの平均投資額は6,907万円、公開時初値ベースの平均時価総額は18億4,800万円となり、VCはこれらの企業に対する投資によって約27倍ものリターンを得

⁸ IPOまでの調達金額と第三者割当増資の合計額の差額は主に、資本金やワラントの行使等と考えられる。

⁹ VCや事業会社は第三者割当増資以外の手段で資金供給を行うケースもあるため、VC投資額と事業会社投資額の合計額が第三者割当増資の合計調達額を上回る。

¹⁰ 事業会社の投資効果に関しては、公開時の株式の倍率のような単なるリターン以外の側面が重要視されるため、本研究においては、VCの投資と同様の観点からは分析していない。

ていたことになる。

図表5は、第三者割当増資の各ラウンド後の時価総額別に、VCが投資したWeb2.0企業の株価がIPO時点で何倍になったのかを、ラウンド毎に示したものである¹¹。

図表5 IPO 初値ベースで比較した各ラウンドへの増資参加者の株式の倍率

#1 ラウンド時			
時価総額	社 数	%	平 均
5 億円未満	6 社	43%	805 倍
5～10 億円	3 社	21%	140 倍
10 億円以上	5 社	36%	16 倍
#2 ラウンド時			
時価総額	社 数	%	平 均
5 億円未満	6 社	50%	201 倍
10 億円以上	6 社	50%	15 倍
#3 ラウンド時			
時価総額	社 数	%	平 均
5 億円未満	5 社	41%	115 倍
10 億円以上	7 社	59%	10 倍

(出所) 富士通総研、JVR

時価総額5億円未満のWeb2.0企業6社に対して第1ラウンドで投資を行ったVCが取得した株式はIPO時点で平均805倍、第2ラウンドでは平均201倍、第3ラウンドでは平均115倍と、非常に高い倍率になる。一方、時価総額10億円以上のWeb2.0企業に対して第1ラウンドで投資を行った場合はIPO時点で平均16倍、第3ラウンドでは平均10倍だが、なかには1-2倍にしかならなかった例もある。

こうした分析結果からみると、Web2.0企業に投資したVCは最大で805倍、平均でも約27倍ものリターンを得ていることになる。通常、VCの行う投資は10倍程度のリターンでも非常に収益性の高い投資と考えられるため、今回分析対象としたWeb2.0企業に対する投資は極めて収益性の高いものだったと考えられる。

3.4. VC の投資実績

このように、本研究において分析対象としたWeb2.0企業に投資を行ったVCは、非常に高い収益を得ていることがわかったが、これらは具体的には、どのようなVCであったのだろうか。

図表6は、Web2.0企業に対する投資額総額が1億円以上であったVCに関して、投資総額順に投資企業数、投資回数を整理し、それぞれの平均投資額をまとめたものである。Web2.0

¹¹ 時価総額にはポストマネー（投資後の時価総額）を用いている。以下、本研究におけるIPO以前の時価総額による分類は全てポストマネーの価格を用いる。

企業に積極的に投資をしていない大手VCがある一方で、積極的にWeb2.0企業に投資をしている銀行系のVCもあることがわかる。

通常、我が国のVC大手4社とはジャフコ、SBIインベストメント、エヌ・アイ・エフSMBCベンチャーズ（SMBC）、日本アジア投資（JAIC）を指すが、SMBCベンチャーズは、分析対象としたWeb2.0企業には全く投資をしていないことが明らかになった。また、投資件数、投資社数から考えれば、SMBCも積極的とはいえない。

一方で、三菱UFJキャピタル、みずほキャピタルの2社は、2億円以上の投資を行い、投資実績では4位と5位である。投資社数や投資件数でみると、これら2社のVCは、今回分析対象としたWeb2.0企業には最も積極的に投資を行っていたVCであることがわかる。銀行系のVCが、Web2.0企業のようなハイリスクの投資案件に対して消極的なイメージがあるが、本調査の結果は、こうしたイメージとは異なるものである。

図表6 VC投資実績ランキング（投資総額1億円以上）

		(千円)	社数	回数	1社平均	1回平均
1	アイシーピー	805,000	1	2	805,000	402,500
2	ジャフコ	708,000	2	8	354,000	88,500
3	日本テクノロジーベンチャーズパートナーズ	480,000	1	2	480,000	240,000
4	三菱UFJキャピタル	239,206	6	10	39,868	23,921
5	みずほキャピタル	220,852	5	12	44,170	18,404
6	サンブリッジ	206,000	2	4	103,000	51,500
7	ネットエイジキャピタルパートナーズ	187,200	1	6	187,200	31,200
8	日興アンファクトリー	180,000	2	2	90,000	90,000
9	オリックス・キャピタル	160,020	4	7	40,005	22,860
10	SBIインベストメント	150,000	1	2	150,000	75,000
11	日本アジア投資株式会社	109,000	4	8	27,250	13,625

(出所) 富士通総研、JVR

3.5. 事業会社の投資実績

図表7はVCと同様にWeb2.0企業に対する投資額総額が1億円以上であった事業会社に関して、投資総額順に投資企業数、投資回数を整理し、それぞれの平均投資額をまとめたものである¹²。総合商社の一部がWeb2.0企業に積極的に投資をしている一方で、既存の大手ICT企業、SIerはWeb2.0企業にほとんど投資を行っていないことがわかる。

¹² ソニーの投資実績のうち、9,529,344千円は子会社であるソニーコミュニケーションズ（現ソネットエンタテインメント）への出資。

図表7 事業会社投資実績ランキング（投資総額1億円以上）

		(千円)	社数	回数	1社平均	1回平均
1	ソニー	9,858,544	2	2	4,929,272	4,929,272
2	伊藤忠商事	3,514,016	1	7	3,514,016	502,002
3	サイバーエージェント	1,278,136	5	10	255,627	127,814
4	住友商事	960,000	1	1	960,000	960,000
5	デジタルガレージ	818,800	1	3	818,800	272,933
6	スカイパーフェクトTV	449,800	2	2	224,900	224,900
7	USEN	350,000	1	2	350,000	175,000
8	伊藤忠テクノサイエンス	346,000	1	2	346,000	173,000
9	フォーバル	330,000	1	1	330,000	330,000
10	インデックス・ホールディングス	284,300	2	3	142,150	94,767
11	シーテーシクリエイト	250,000	1	1	250,000	250,000
12	アットホーム・コーポレーション	240,000	1	2	240,000	120,000
13	ソニーコミュニケーションネットワーク	238,428	1	2	238,428	119,214
14	オービックビジネスコンサルティング	205,950	1	3	205,950	68,650
15	ビーエス	199,800	1	1	199,800	199,800
16	トランスコスモス	188,250	2	3	94,125	62,750
17	楽天	139,600	2	2	69,800	69,800
18	大日本印刷	137,260	2	2	68,630	68,630
19	いい生活	135,000	1	1	135,000	135,000
20	インプレスホールディングス	103,000	1	2	103,000	51,500

(出所) 富士通総研、JVR

これらの事業会社には、サイバーエージェント、インデックスホールディングス、アットホーム、楽天、いい生活のような、自らがWeb2.0的なサービスに近い事業を行っているため、新たなWeb2.0企業と資本関係を結ぶことに積極的だと思われるインターネット企業や、デジタルガレージ、トランスコスモス、インプレスホールディングスのような、事業会社というよりはインターネット企業への投資に特化したVC的な事業を行う企業が目につく。

しかし、一方ではNEC、富士通、日立といった既存の大手ITベンダーは、今回分析対象

としたWeb2.0企業に対しては、ほとんど投資を行っていない。このような結果をみると、Web2.0的なビジネスは、技術というよりもサービスと捉えられている可能性が高いと思われる。そして、Web2.0をインターネットビジネスの新たなサービスとして捉えた場合、サイバーエージェントのような、大手のインターネットビジネス事業者にとって、これら新興のWeb2.0企業は、自らが成更に成長するための有力なパートナーとして捉えられる。

3.6. Web2.0の本質を考える

図表8はWeb2.0企業の設立年と上場年の分布を示したものである。本研究において分析対象としたWeb2.0企業には2004年以降に設立された企業は含まれていない。

Web2.0という概念が一般に明らかになったのは、2004年にサンフランシスコで開催された“Web 2.0 Conference”以降であり、その後この概念が爆発的に普及したのは、2005年にTim O’Reillyが“What Is Web 2.0: Design Patterns and Business Models for the Next Generation of Software”という論文を発表した後のことである。

このような背景を考えると、調査対象とした17社の中には、Web2.0というコンセプトが爆発的に普及し始めた2004年以降に設立された企業は含まれていなかったことは興味深い。上場までに必要な期間を考えると、これは当然のこととも考えられるが、これら17社の中には設立当初から一貫してユーザー参加型のビジネスを行ってきた企業もあり、起業家や投資家の一部は“Web 2.0”という言葉が流行する以前から現在のWeb2.0ビジネスに注目していた可能性が高い。

図表8 設立年と上場年の分布（単位：社）

年	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
設立	0	1	0	2	1	4	4	2	2	1	0	0	0	0
上場	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1	5	3	6	2

(出所) 富士通総研、JVR

1990年代後半以降、インターネットの普及とその影響は様々な識者によって予見されてきた。例えば、ネグロポンテは1995年に著した「ビーイング・デジタル」で「オンデマンドの拡大」、「一人ひとりがテレビ局」という言葉を用い、インターネット経由での個人の映像配信を予測している。もし、素直にネグロポンテの予測、言い換えればインターネットの普及とそれによって開かれる未来を信じていれば、YouTubeの出現や、同種のビジネスが大きな影響力をもつことは予想できたのではないだろうか。

当時教科書とされたような本を読み返すと、数千人のマーケティングチームを組織するよりもグーグルの検索結果で上位に表示されることの方が効率的であるという、今では極めて当たり前のこともずいぶん以前から予想されていたことが再認識できる。

こうした、1990年代後半に書かれ、情報化社会を予見した書籍の多くは、その文中の「イ

「インターネット」という言葉を「Web2.0」と置き換え、今読み直してみても違和感がないだけでなく、昔よりも容易に理解できる。

ベンチャー企業の関係者など、業界内部ではWeb2.0というコンセプトの流行自体は歓迎されているものの、なにが新しくなったのかは必ずしも認識されていないように思われる。業界内部の人たちよりも、むしろ大企業に勤めるビジネスマンの方がWeb2.0に関する一般的概念を理解しているのではないかと感じるのは皮肉なことだ。恐らく、昔からインターネットとインターネットによって開かれる未来を信じてビジネスに取り組んできた人たちにとっては、今更「Web2.0」などと言われてもピンと来ないのではないのだろうか。事実、本研究においてインタビューを行った起業家のうち数名からも同様の意見が聞かれた。

1990年代後半に語られた将来像に基づき、当時のインターネットビジネスに対する過大評価がなされ、過剰な投資が行われて、いわゆるインターネットバブルを引き起こした。しかし、バブル崩壊後、特に大企業においてはインターネットビジネスに対する過小評価が常となってしまうように思う。つまり、その後インターネットとインターネットが開く未来は、一般的にはあまり信じられていなかったのではないか。だから、今になって、かつて語られたとおりの未来を拓きつつあるインターネットに焦りを感じ、「Web2.0」の大流行を呼んでいる。

一方で、本研究で分析対象としたような、現在成功しているベンチャー企業は、かたくなにインターネットの拓く未来を信じてきたからこそ、現在の成功をつかんだのではないか。こうした企業に関係する人たちにとって、Web2.0という言葉自体は、あまり大きな意味をもたない。

もし、Web2.0が本来の姿を現しつつあるインターネットの断面だとすれば、Web2.0的ビジネス、あるいはもっと先のインターネットビジネスの将来像を考える上では、かつて語られたインターネットがもたらす民主化の流れといった、その本質を考えることが重要だろう。

4. Web2.0 企業の事業成長に関する分析

以下では、本研究が分析対象としたWeb2.0企業が第三者増資によって資金調達を行った後にどのように成長しているのかを分析し、分析結果を基にWeb2.0企業の資本政策、及び投資家の投資政策のベンチマークを検討する。

4.1. 事業成長の全体像

Web2.0企業の各ラウンド後の事業成長の様子をみてみたい。図表9は、第三者割当増資

の各ラウンド後の時価総額別に、Web2.0企業の設立後の平均経過年数、平均調達額を示すと共に、資金調達後の平均売上高と平均従業員数の変化を第三者割当増資のラウンド毎に整理したものである¹³。

図表9 各ラウンド後の事業成長

#1 ラウンド							
時価総額	社数	設立後 平均年数	平均 調達額(千円)	平均売上高の変化 (千円)	%	平均従業員 数(人)	%
5億円未満	6	1.06	19,567	28,973→75,641	261	3→9	300
5～10億円	3	3.0	263,043	265,386→716,286	269	22→32	145
10億円以上	5	1.65	803,739	668,755→1,410,969	210	45→55	122
#2 ラウンド							
時価総額	社数	設立後 平均年数	平均 調達額(千円)	平均売上高の変化 (千円)	%	平均従業員 数(人)	%
5億円未満	6	1.58	35,040	42,410→127,150	299.8	5→14	280
10億円以上	6	1.91	318,230	533,642→1,291,338	241.98	35→53	151
#3 ラウンド							
時価総額	社数	設立後 平均年数	平均 調達額(千円)	平均売上高の変化 (千円)	%	平均従業員 数(人)	%
10億円未満	5	2.17	116,100	166,009→447,558	269	13→24	184
10億円以上	7	3.14	266,632	1,424,904→1,749,312	122	48→60	125
#4 ラウンド							
時価総額	社数	平均 設立から	平均 調達額(千円)	平均売上高の変化 (千円)	%	平均従業員 数(人)	%
10億円未満	5	2.5	118,100	230,255→568,384	246	18→33	183

(出所) 富士通総研、JVR

このようにみると、各ラウンドにおける資金調達の結果、売上、従業員は、平均2-3倍の成長をしており、急激な成長を実現していることがわかる。また、第3、第4ラウンドは会社設立から2-3年程度を経過した時点で行われており、Web2.0企業がこのような急激な成長に合わせて、早い段階での意欲的な資金調達を行っていたと考えられる。

こうした成長過程を分析する上では、図表9の、第1ラウンド後の時価総額5億円未満の企業（6社）に注目してみるとわかりやすい。これら6社（第3ラウンド後は5社）だけに関してその成長過程を更に詳しく分析したものが、図表10である¹⁴。

これらの企業の成長過程をみると、まず、非常に速いタイミングで資金調達を行っていることがわかる。合計4回の第三者割当増資のラウンドを会社設立から2年半以内に行っており、特に売上が1.5億円を超えた後、第3ラウンド、第4ラウンドにおいて1億円以上の調達を行い、その結果、第3ラウンド後の時価総額も5億円近くになっている。

¹³ 売上高、従業員数、共に資金調達時点のものと、次の決算期のものとを比較した。

¹⁴ これら6社は第3ラウンド、第4ラウンドの時価総額10億円未満の企業5社と同一企業である（6社のうち1社は第3ラウンドにおいて、時価総額10億円以上のグループに分類されている。）。

次に、非常に速いスピードで成長していることがわかる。会社設立から2年半の間に、従業員数は6倍に、売上高は約8倍へと増加している。このように極めて速いタイミングでの資金調達を行いつつ成長を遂げる一方で、利益はほぼ一貫してマイナス成長している。

図表10 第1ラウンド後の時価総額5億円未満の企業の成長過程

	時価総額 (千円)	平均 調達額 (千円)	ラウンド直前 決算の売上 (千円)	ラウンド直前 決算の利益 (千円)	ラウンド直前 決算の 従業員(人)	設立後 平均年数
第1ラウンド後	49,583	19,567	28,973	-4,446	3	1.06年
第2ラウンド後	138,990	35,040	42,410	-6,133	5	1.58年
第3ラウンド後	492,475	116,100	166,009	-5,764	13	2.17年
第4ラウンド後	980,660	118,100	230,255	-31,887	18	2.5年

(出所) 富士通総研、JVR

この分析結果は、Web2.0企業とICT企業とを比較したものではないため、Web2.0企業が一般のICT企業より資金調達のタイミングや成長のスピードが早いのかどうかを議論することはできない。しかし、少なくとも、このような速いタイミングでの資金調達と急速な成長は、今回分析対象としたWeb2.0企業には一般的なものとも考えられる。図表11は、第1ラウンド後の時価総額が5億円以上10億円未満の企業（3社）に関して、同様の分析をしたものである。

図表11 第1ラウンド後の時価総額5～10億円の企業の成長過程

	時価総額 (千円)	平均 調達額 (千円)	ラウンド直前 決算の売上 (千円)	ラウンド直前 決算の利益 (千円)	ラウンド直前 決算の 従業員(人)	設立後 平均年数
第1ラウンド後	790,960	263,043	265,386	-54,775	22	3.0年

(出所) 富士通総研、JVR

これらの企業は、会社設立から平均3年で第1ラウンドの資金調達を行っているが、この時点の売上、利益、従業員数と時価総額のレベルは、先に分析した第1ラウンド後の時価総額5億円未満の企業の第4ラウンド後の状況に近い。つまり、これら3社は図表10で分析した6社と1回目の増資ラウンド時の規模は違うものの、IPOに向けてはどちらのグループに属する企業も同様の成長曲線を辿っていると推測できる。

このような事業成長に関する分析結果から、第1ラウンド後の時価総額5億円未満の企業をWeb2.0企業のIPOに向けた成長のモデルケースとして捉え、これら企業のIPOまでの資金調達の内訳を分析したのが、図表12である。

図表12 第1ラウンド後の時価総額5億円未満の企業の総調達額と内訳

	総調達額	第3者増資	VC	ラウンド数
Total	1,787,470千円	1,474,154千円	473,080千円	22回
Ave	297,911千円	245,692千円	94,616千円	3.66回

(出所) 富士通総研、JVR

これらの企業は、設立からIPOまで資本金を含み約3億円を調達している。具体的には、3回から4回の第三者割当増資を行い、2億5千万円を調達しているが、このうち1億円はVCより調達している。

4.2. 資本政策と投資政策のベンチマーク

これまで、IPOを果たしたWeb2.0企業に関して、第三者割当増資の調達金額、売上高や従業員等の成長の度合い、設立後の経過日数等を詳細に分析してきた。以下では、こうした分析結果を踏まえ、Web2.0企業からみた成功のための資本政策のベンチマークの仮説を提示する。また、同様に、投資家（主にVC）の立場からみた場合の、Web2.0企業に対する投資政策に関するベンチマークの仮説も提示する。

4.2.1. Web2.0 企業の資本政策ベンチマーク

1. 会社設立から1年後には第1回目増資ラウンドを実施
したがって、設立から1年未満の時期に増資可能な状況、例えば、起業家や経営チームの考えるビジネスモデルが、部分的にでも実際に実施されていることを示す必要がある。
2. 約1年半後には2回目の増資ラウンドの実施
これまでの2回のラウンドで合計5,000-7,000万円を調達する
3. 約2年後に3回目の増資ラウンドの実施
このラウンドでは、1億円を調達する。したがって設立から2年で第三者が評価可能事業実績、または事業実現性（例えば、ユーザー数の増加、あるいは同様のビジネスモデルの企業が、アメリカでは成功している等）を作り出す。2年目の業績として売上1-2億円、利益-500万円~-600万円レベルを実現する。
4. 約2年半~3年後、4回目の増資ラウンドの実施
このラウンドでも、1億円を調達するが、増資以前に売上2億5000万-3億円レベルになっていることが必要。また、おおよそ設立から3年をメドに3億円を調達。事業立上げの目処を立てる。
5. 上記2、3のラウンドにおいて、60%程度は事業会社からの出資（資本業務提携）を得る。
6. およそ会社設立から6年後のIPO直前期の決算で、売上8億5,000万円、利益1億5,000万円、従業員40人程度に企業を成長させる（平均：売上813百万円、利益144百万円、従業員37.6人）。

以上は、IPOを果たしたWeb2.0企業の成長に関して行ってきた分析結果を基に行った資本政策のベンチマークである。しかし、分析可能であった企業数に制限があるため、Web2.0企業一般に対して常に適用できるかには更なる検討が必要と思われる。また、このベンチマークは、あくまでも分析した企業の成長段階における、様々なデータの平均値を基に検討しているため、上記の値を達成していても、それが必ず上場後の企業の発展に繋がるのかどうかに関しては、疑問が残ることも付け加える必要がある。

例えば、上記6.に関しては、利益が1億5,000万円レベルで上場しても、公開時に調達した資金を使用すると、そのためのコストを計上せざるをえず、単年度では赤字が発生する可能性が高い。このため、せっかく上場しても成長のための投資が積極的にできなくなる。したがって、上場による資金調達による更なる事業の発展を考えるのであれば、資金の一部を活用してもなお、ある程度の利益を確保できるような状態で上場する方が望ましいだろう。

もし、利益が1億5,000万円レベルで上場した場合、短期的には売上や利益に関してコミットするタイプの経営から、上場によって得た知名度を利用して、ユーザー数の増加やコアとなるコミュニティに対してコミットするタイプの経営手法がWeb2.0企業としては適切とも考えられる。

4.2.2. Web2.0 企業への投資政策ベンチマーク

1. 投資対象企業のユーザー参加型ビジネスモデルのビジョン、事業計画、実現力への評価を行うことが前提となる。
2. 投資対象企業が設立後1年半後までには約2回の増資ラウンドを実施し、合計5,000万～7,000万円を調達していることを確認する。投資対象企業はこの時点では従業員3～5人レベルであるが1人あたりの年間売上は1,000万円レベルであり、赤字ながらも成長モデルにチャレンジしている。この時点で投資するかの判断は難しいが、IPO時のリターンは200倍以上期待できる。この時点での投資金額は、2,000万～3,000万円が平均。
3. 投資対象企業が設立後2.5～3年を経過し、直前の決算または直近の半期決算で売上規模は年間レベルで1.5億～2.5億円レベルになっている（例：設立2.17年で1.6億円、設立2.5年で2.3億円）ことを確認する。従業員1人あたりの年間売上は、1,300万円レベルとなり、赤字ながらも前回のラウンドよりも生産性を上げ、ビジネスモデルのチャレンジを示している。投資対象企業はこの時点において1回または2回のラウンドで合計2億～2.5億円を調達することとなる。さらにこのラウンドでは、事業会社によるビジネスモデルの評価を得て、数社との資本提携が必要。そして2億～2.5億

円の50%以上はこれらの事業提携による事業会社からの出資がなされることを確認する。

4. 上記3.で実施したラウンドにより翌年の売上は4.5億～5.5億円レベル（×2.5倍）、従業員数も24～33人レベル（×2.0倍）に成長することを投資における評価ポイントとする。

以上の投資政策のベンチマークも、資本政策と同様、IPOを果たしたWeb2.0企業の成長に関して行ってきた分析結果を基に行ったものであるが、ここでは、投資家が全てのラウンドで投資を行うことを想定していないため、資本政策のベンチマークと表現の仕方が異なる。

先に述べたように、これらのベンチマークには、その基となるデータ数の少なさや、このベンチマークをクリアしたからといって、その後の企業の発展が見通せるわけではないといった問題点がある。しかし、Web2.0企業の経営者の資本政策やこれら企業に対する投資のポイントを再考するにあたっては、起業家、VC、事業会社の投資担当者にとって参考になるとと思われる。

5. まとめ

本研究が分析対象としたWeb2.0企業は、公開時には非常に大きな市場価値を生み出している。そして、公開までのリスクマネーの流入状況をみると、これらの企業にとって事業会社との資本的アライアンスは不可欠であったと考えられる。どのようなVC、事業会社が投資を行ってきたかを分析した結果、積極的な投資家を把握することができたが、こうした投資家には、既存の大手ICT企業は含まれていないのは、意外な結果といえよう。

IPOするようなWeb2.0企業の成長は、資金調達や売上高の増加などのスピードが非常に速く、資本政策にも一定の特徴が見られる。本研究では、資本政策と投資政策のベンチマークを行ったが、これらの企業に資本参加するには適切なタイミングが重要である。そして、このタイミングを見極めるには、これまで以上にVCと密接な関係を結ぶことが重要だと考えられる。

(参考文献)

長谷川博和. 2007. 『決定版 ベンチャーキャピタリストの実務』 東洋経済新報社

富士通総研、Japan Venture Research. 2007. 「Web 2.0 企業の実態と成長の動向」

<http://www.jvr.jp/topics/docs/20070830FJ.pdf>

Negroponte, Nicholas. Barabasi. 1995. *Being Digital*. Alfred A. Knopf. (西和彦・福岡洋一訳 『ビーイング・デジタル - ビットの時代』 アスキー 1995年)

O'Reilly, Tim. 2005. "What Is Web 2.0 Design Patterns and Business Models for the Next Generation of Software?"

<http://www.oreillynet.com/pub/a/oreilly/tim/news/2005/09/30/what-is-web-20.html>

湯川抗. 2004. 「インターネットバブル崩壊後のネット企業」 FRI 『研究レポート』No.187

<http://jp.fujitsu.com/group/fri/downloads/report/research/2004/report187.pdf>