

Press Release

2022/6/13

株主提案に対する当社の考え方について

この度の株主総会に向けて、株主、関係者の皆様に代表取締役社長である私の考えをお伝えできるよう、マスメディアの皆様も含め現在鋭意コミュニケーションを取っております。株主やメディアの皆様とやり取りさせていただく中で、特に頻繁にご質問いただき、お答えしている内容をFAQとして、以下に公開させていただきます。

【金氏を含む株主様とのコミュニケーションについて】

Q 金氏が株主提案で全員交代を求めている事に対して、どう受け止めているか。

A 正直驚いている。金氏とは一年以上前から定期的にコミュニケーションを取ってきた。金氏の主張の変遷も追ってきたつもりだった。我々も反省点はある。事業の土台づくりをして、これから大きな成長に向けていよいよ発射できるというタイミングだった。株価が投資先の期待によって変動する中、事業についてのビジネスモデルや将来性についての説明が不十分であった。

業績や株価を向上させる自信はあるので、今後広く発信していきたい。

金氏と昨年4月に初めてお話した時、金氏の主張の一つ目は、資本コストを意識した経営をすべきということ。二つ目は、自分を取締役に入れれば、上場会社への投資を通じて企業価値を高めていけるということ。一つ目の提案は、資本コストに見合った利益を出す事については、2021年3月期ではまだまだ十分ではなかったが、進行期に十分利益を出せる自信があったので、ビジネスモデルの説明と合わせて今後の業績で示していく事を伝えた。また、二つ目の提案に関しては、これまで当社が何年もかけて積み上げてきた土台（ネットワークや社内リソース）を全く活かさないものであり、金氏自身の能力も未知数であったため、お断りをした。その際、経営陣とは敵対しないと言われており、実際に昨年の株主総会では提案はなされなかった。その後、四半期決算の発表毎に金氏と面談を行い、2021年11月の第2四半期で好決算を発表し株価が782円の最高値をつけた直後に金氏と話したときは、「松本社長のビジネスモデルで実績も確認できた。経営者としてリスペクトします。他にやることも出てきて忙しく、次の面談の際にはもうFVCの株主ではなくなっているかもしれない。」と言われた。その直後にマザーズ指数が大幅に悪化し、当社の株価も引きずられるようにして下がった。その後2月に第3四半期決算の説明を金氏にさせて頂いたが、短時間で終了した。今回の株主提案の内容についてのほめめかしも無かった。そんな中、3月末に金氏からご連絡をいただき、4月頭に経営陣全員の交代という内容の株主提案を受けたので、大変驚いた。

Q 株主とのコミュニケーションについて反省することはあるか。

A これまでのコミュニケーションについては大いに反省している。数年前から自社のビジネスモデルについて理解をしてもらおうと決算説明資料等を工夫していたが不十分であっ

た。決算予想も出していないためコミットメントが低いと言われても仕方がない。一方で、どんな崇高なビジョンも高い目標も、赤字の状態でも何を言っても説得力がないことを懸念し、まずは業績で示したうえで今後展望を伝えていこうと思っていたのが正直なところ。結果的に今回株主提案を受けたタイミングや過去最高益を出せたというタイミングで株主様とのコミュニケーションを強化していくという後手後手の対応になったことを反省している。

【株主提案の内容に対する見解について】

Q 金氏が指摘する「ファンドの多さ」に対する意見は？

A そこに当社のオリジナリティがある。金氏は 10 本未滿に集約するように主張されていたが、当社のファンドはとりあえず儲ければ良いという性質の資金を多数の機関投資家から広く集めてファンドを組成しているわけではない。特に地方創生ファンドは、地域金融機関が地域課題解決企業や若者、女性起業家など、地域活性化に必要な企業に対して資金を供給したいという想いで作られている。現在運営している 50 本のファンドの半分近くは地域金融機関と当社だけで運営するいわゆる「2 人組合」である。出資者のニーズや想いに対して投資方針をカスタマイズできる。なので、そういった想いや投資運用方針が異なるファンドを一つに集約することはできない。契約上も出来ない。出資者の方の理解も得られない。これらを 10 本未滿に集約するということは、集約できないファンドを解散する事を意味する。これは当社の企業価値を毀損させるという事だと理解している。

Q 「低空飛行」と言われていますが、収益性が低いのでは？

A 現在のビジネスモデルが非効率だとは思っていない。それは 2022 年 3 月期の決算で証明された。我々の収益源はファンドを運営する事で得られる長期安定的なストック収入と、ファンドのリターンから得られるフロー収入の 2 種類があり、2022 年 3 月期の決算ではフロー収入がほぼゼロだったにもかかわらずストック収入だけで売上高営業利益率が 10%、売上高経常利益率 30%の水準を達成した。フロー収入がなくても高収益な財務体質が構築できている。ストック収入はさらに今後積み上げ型で増えていくものであり、顧客満足度が維持できれば減ることはほとんどない。一つ一つのファンドが 10 年という長期の安定収益源。まさに VaaS 型である。

Q なぜ 50 本ものファンドを 34 人の社員でまわせるのか？

A こんなに多くのファンドを同時に運営している VC はない。システム化、人的なノウハウの積み重ね。我々のノウハウと一緒にファンドをつくる出資者にも提供している。ファンド運営の、投資先を発掘して育成して回収するという工程をファンドの出資者にも関わってもらいながら協働する形でやっている。リピートファンドが増えていくと、当社の工数が大きく増えないままでファンド運営を行うことができる。VaaS のリピートが増えるほど利益率が上がっていく仕組み。なので、単純にファンドの数が 50 本だから非効率というわけではない。逆に初めての出資者と組成するファンドはかなりコストがかかるが、リピートファンドの組成によって高収益な事業になるよう設計している。

Q 金氏はファンドサイズを大きくすると主張しているが？

A どうやってファンドサイズを大きくするかと言及されておらず、それが現経営陣ではなく金氏ならできるという根拠がない。

Q 金氏が指摘する「投資領域の狭さ」に対する意見は？

A 正直、何をもって狭いと言っているのかわからない。むしろ他社 VC と比べるとかなり広い。他社は IPO を目指している会社にしか投資できない。当社は IPO を目指していなくても、売上利益を上げるビジネスモデルの可能性のあるものには投資ができる弊社オリジナルな投資手法を開発した。東京一極集中の投資だけでなく、地域金融機関と一緒にチャレンジしている会社に投資できるビジネスモデル。それらの投資も組み合わせることでユニコーンだけでなくゼブラを目指す会社にも投資が可能となり、直近で約 400 社の企業に投資できている。他にも、事業承継のタイミングで、後継者が直系親族ではない場合に、株式を円滑に後継者にバトンタッチできるスキームを作り、そのような企業への投資も行っている。

Q 金氏の主張する再生領域というのは不良債権買取の事だと H P でも主張しているが、今の F V C ではそれはできないのか？

A そもそもモラトリアム法の実施以降不良債権は増えておらず、コロナ融資も 100%保証されているので、そもそも債権を売りたいというニーズが現時点では金融機関にない。過去たくさんいた再生ファンドのプレイヤーも今は数を減らしている。我々はそんな単純な企業再生手法ではなく、今後コロナ融資の出口戦略にあたって債権のエクイティ化等の動きが出てくる可能性があり、その際に様々な株式の投資手法について当社はノウハウを持っているため、当社が金融機関に対して良いソリューションを提供できると考えている。

Q 種類株式を活用した投資スキームは他にも真似されないのか。

A どんどん真似してもらって普及してほしいと思っているが、真似されない。ひとつはやり方が難しい。所有株式の発行の仕方、取引先にご理解いただいて定款を変更するという手続きはやったことがないと 1 社 1 社相当な手間がかかる。我々の投資金額は知れていて小口の投資が多いのでそこまで手間がかけられない。アベノミクス以来、他の VC はそんなことをするよりもファンドを巨大化させてユニコーン志向のスタートアップに投資を集中する方策を取ってきた。我々はリーマンショックでそういった集中投資がもろくも崩れ去るのを体験しているため、持続可能性を追求する中で市況に依存せずにリスクマネーを供給できるインフラの構築に努めてきた。

Q 金氏は企業統治に不備のある上場会社への投資をしていくと主張しているが、どのように受け止めているか？

A アクティビストの活動そのものであり、それを事業としてやろうという主張だと思うが、当社がその事業をやる必然性はない。事業と捉えた場合、それを成功させる戦略や人的リソースについて言及されていないし、株主提案で示された取締役候補者でそれができるといった蓋然性は感じられない。アクティビストとしての活動がやりたいのであれば、金氏ご自身でファンドなり会社を立ち上げて投資家を募るべきで、当社の株主様を巻き込んでやるという姿勢に違和感を覚える。

Q 金氏が指摘する「手数料依存体質」に対する意見は？

A 「依存」しているという悪い言い方をされているが、この安定収益源があるので今後攻めの経営ができる。将来的に無くなることが見えているのであれば依存と言われるかもしれないが、今も積みあがって今後増やしていく方針なので、何が悪いのか疑問。

Q 中期ビジョンで示された、運用額を10年間で10倍にするとの根拠に金氏は疑問を持っているようだが、その根拠は？

A 前提として、計画ではなくてビジョン。地方創生ファンドのマーケットポテンシャルとして十分にマーケットがあることを表現したかった。10年で10倍という事は数値上年率30%で成長していくことができれば実現可能。2022年3月期の地方創生ファンドの伸び率は前期比45%成長。十分達成できる数字。方法論としては、地域金融機関と作っているファンドについて、金融機関のシェアはまだ10%程度しかない。残り90%の新しい金融機関を獲得していく、面の広がりが見込める。更に、それぞれの金融機関の深堀り(アセットの積み上げ)が進んでいる。例えば現在大阪信用金庫様とは5本のファンドで合計25億円のファンドを運営している。ファンド1本であれば5億だが、2号ファンドといった継続ファンドや、新たなテーマのファンドを組成することで預かり資産を増やしていく。面と金額どちらも拡大余地がある。これらがダブルで運用総額が積み上げられると考えている。金融庁の政策も、地域金融機関が地域企業に投資しやすい流れを作っている。地域金融機関の融資総額で何百兆円とある中で、たった1%が未上場のエクイティ投資に代わるだけで大きなエクイティマネーが日本全域に流れることになる。これまで未上場株を地域金融機関が積極的に持っていない理由は、エグジット手段がないから。流動性がない、つまり現金に変えられない。我々の投資手法はそれを可能にしている。

Q 米国への進出について、ガバナンス不全を指摘されていますが、その責任については。

A ガバナンス問題に関してはむしろ効いたと捉えている。チャレンジとしては失敗したが、被害を最小に抑えられた点でガバナンスは機能している。責任は社長である自分にあると考えたので減給も行った。

【昨今のスタートアップを取り巻く環境について】

Q 最近のスタートアップを取り巻く環境はどうか？

A SaaS 銘柄を中心に、マザーズ指数が大きく低下し、スタートアップにも投資側にも厳しい状況になっている。スタートアップ側もアップラウンドでのファイナンス(株価を上げての増資)が難しくなってきた。

Q 株式市場や経済の全体的な冷え込みが続くと、事業が立ち行かないスタートアップも出てくると思われるが、その影響は？

A ファンドに対するFVCの出資持ち分を抑えているので、投資先の業績が悪くなったとしても当社に大きく損が出ない仕組みになっている。これがVaaSモデルの強み。数年前からいつ市況が悪化してもおかしくないと考え、市況悪化に備えたビジネスモデルを構築してきた。もちろん投資先の業績が悪化すれば、当社の今後の成長スピードに影響が出てくる可

可能性はある。ただ、投資のうち半分が IPO しなくても回収できる仕組み。IPO 市況が悪くなくても、地域課題を解決する会社が一定成長すればリターンは上がる。一極集中のビジネスモデルから転換できた。

Q 岸田政権になってからも引き続きスタートアップは重要とされている。どのような見解を持っているか？

A 政策のひとつひとつの効果に過度な期待はしていないが、「新しい資本主義」という概念に期待感を抱いている。これまで一般的な企業評価は DCF、つまりどれぐらいのキャッシュフローを生み出していくかが重要な指標であったが、企業の社会的価値についての企業評価ができる新しい物差しが求められており、当社もそれを検討している。また、未上場会社の企業価値はこれまで顕在化していないと考えており、これを正しく評価する事で大きなマーケットが顕在化できると考えている。具体的には、未上場会社では節税や会社承継のため、企業価値を下げることにオーナー経営者のインセンティブが働いてしまう。社会の構造としておかしい。議決権と財産分与権を分けたいうで、例えば地域金融機関が取引先の無議決権株主として入れば、地域金融機関と地域企業が win-win 関係を構築できる。現状の融資という関係では、貸し手が借り手を支援するインセンティブが少なすぎる。場合によっては融資先を支援して融資先の格付けが上がれば貸付の金利が下がるといった逆のインセンティブもある。地域金融機関が融資だけでなく、当社のエクイティノウハウを活用して地域企業の株主になる事で、地域金融機関が地域企業を支援する事に正しいインセンティブが働くようにしたい。それが新しい資本主義の一つの在り方だと考えている。

Q これまでなくて新たに強化していくものは？

A ソーシャルインパクトファンド強化と、ファンドのオペレーション受託サービスの強化。前者についてはソーシャルインパクトの創出・拡大を地域金融機関、大企業のどちらも指向している。

また、ソーシャルインパクトの増大が企業価値に直結する時代が到来している。社会のすみずみに豊かさを実現するという新しいミッションを策定し、それに注力していく。

後者については、例えば株式発行の部分など、投資の実務オペレーションノウハウを他社に対しても 提供していくもの。これまでもやっていたが、積極的な営業をしていなかった。

以上、皆様からのご質問の一部をご紹介させて頂きました。是非、当社並びに代表取締役社長松本の考え方をご理解頂き、引続きご指導、ご鞭撻を賜りますようお願い申し上げます。

以上

本件に関するお問い合わせ

フューチャーベンチャーキャピタル株式会社

電話 : 075-257-2511 メール : fvc-kyoto@fvc.co.jp