

制度委員会（報告）事例紹介

日本のベンチャーキャピタル(VC)の課題

制度委員会委員長（國學院大學教授） 秦 信行

日本テクノロジーベンチャーパートナーズ代表 村口 和孝

本日は「一番古いことを知っている最古参のベンチャーキャピタリストの1人」としてお話しさせていただき、「和製ベンチャーキャピタル（VC）の問題点」について構造的に明らかにできればと考えている。

明日2018年6月19日にいよいよメルカリが上場するが、来週6月27日には日本テクノロジーベンチャーパートナーズ（NTVP）の投資先であるアイ・ピー・エスという会社が上場する予定だ。同社の上場はこれまで何度も延期となり、投資から実に13年掛かっている。さらに、来年以降の上場予定企業には投資から15年、18年といった会社もある。私は昨年、投資ファンドによる支援企業が上場まで10年以上も掛かっていいのかという問題提起を「起業支援『シンガリVC』の戦い 死の砂漠を越え、油田を見つけろ」（企業家倶楽部、2017年1/2月合併号所収）という論文に書かせてもらったが、この辺りに日本の起業支援の歴史的課題が浮き彫りになっているのではないかな。

NTVPの投資・公開実績としては、例えば南場智子氏が興したディー・エヌ・エー（DeNA）を支援した。同社の場合は起業から6年で上場を果たしており、これは早いほうでむしろ日本では例外に近い。私はベンチャー支援というものを数字で表すと、「0→1、1→2、2→3、3→4、4→0」といった感じになるのではないかなと思っている。ベンチャー支援は「0→1→2→3→4」のように予定通りにはなかなか発展しない。事業計画も当初のままに進むことはまずないし、上場後も法改正等によって有価証券報告書さえ修正を余儀なくされたりと、スタートアップ企業の活動もベンチャー投資も、決して予定通りには進まないものである。シリコンバレーでも事情は同様で、このVC投資についての基本認識をまずは共有しておく必要がある。「スタートアップの成長モデルに従って政策や法制度を整備すれば、日本にも計画に基づくエコシステムが作れる」などという単純なものではないのだ。時代に翻弄される作業であることを出発点にしなければならない。

さらに日本のベンチャー政策自体に一貫性がないことも問題だ。日本のベンチャー支援の歴史を振り返ってみると、政権交代や当局の人事異動のたびに新しい政策が打ち出され、その都度ベンチャーブームが起き、またすぐに火が消えて人事異動といったことが繰り返されて来た。

エスの軌跡を紹介する。同社は国際通信サービス、フィリピン国内の通信サービス、を基軸に、在日外国人（主にフィリピン人）向け通販事業や介護人材派遣などの事業を展開しているユニークな企業だが、過去に2回倒産しかかった経験を持つ。経営危機の度に投資した多くのVCが引き上げてしまい、当社などの残ったVCでなんとか支えてきた。今年3月期は約8億円の経常利益を見込むが、過去純資産は大幅減少し、投資家側で減損処理を終えた現在は、10億円を超える水準まで回復し、さらに上場の公募によって、純資産が大幅に充実し強力な財務体質になった。

我々からすると、株式会社アイ・ピー・エスのように上場まで紆余曲折を経て10年以上もかかるケースは決して珍しくない。にもかかわらず、日本の投資ファンド（投資事業有限責任組合）は「期間10年」と定められている。これは誰が決めたのかと言いたくなる。当時シリコンバレーで行われていたモデルを、経営環境が全く異なる日本に馬鹿正直にそのまま輸入した結果、日本のVCは頑なにこれを墨守し、そのため戦っている日本の長期の現場と、後方の兵站が10年縛りで形式的なために、常にぎくしゃくするという事態に陥り、VC業界は不況に陥るごとに屍累累という惨状になったのである。私はさながら特攻隊の生き残りのようなものだと思っている。

ネットバブルの2000年頃には、上場時の時価総額1兆円を超えるベンチャーも誕生し、楽天等もまだ年商20億円程度で上場を果たし、巨額の公募資金調達に成功、その後の成長に結びつけた（それも一年後にはドットコムバブル崩壊と呼ばれる状態に陥った）。

DeNAの場合は創業間もない1999年暮に投資し、一旦ドットコムバブル崩壊に見舞われたあと、6年後の2005年に上場を果たし、当社も多額のキャピタルゲインを得ることができた。いわゆるドットコム企業が乱立したITバブルの時代で、Googleが上場したのも2004年である。DeNAも当初は事業の方向性がなかなか定まらず、10億円を超える赤字を出し、多くのVCが撤退した。それでも売上高20億円くらいだった2005年に上場を実現した。現在では年商約1,500億円に成長している。ただ、DeNA上場もつかの間、いわゆるホリエモン事件が起これ、さらにリーマンショックでベンチャー市場はIPO困難な5年間という氷河期に入ることになった。

1. 上場まで10年以上掛かる日本のベンチャー投資の実情

次に1つの事例として、来週上場する株式会社アイ・ピー・

2. 独立系VCとして「フロンティアに投資する」を实践

この他の投資先の公開企業をいくつか紹介すると、2014年に

は仮想通貨の将来性に注目して、ブロックチェーン技術のスタートアップ企業に投資している。4年前の当時は一部の人们から「村口も焼きが回ったな」と揶揄されていたようだが、これが一昨年の資金決済法改正（いわゆる仮想通貨法）の1つのきっかけになった。

当社の投資先はIT関連企業だけではない。例えば、2006年にはミネラルウォーター宅配事業のプレミアムウォーターホールディングスに投資している。世界各国では水資源の重要性が叫ばれ、水需要の拡大を見込んだニュービジネスが続々と誕生している。ところが、水の豊かな日本ではなかなかそうした認識が生まれなかった。そんな中で、当社はいち早く水関係のスタートアップを発掘したのだが、同社はリーマンショックと東日本大震災を乗り越えて、2013年に上場を果たしている。

ロボット関連では、産総研から生まれたライフロボティクスという会社に出資している。同社はピッキング用ロボットの製造販売を手掛けるベンチャーで、今年1月にファナックに売却している。

介護ビジネスや調剤薬局にも、VC業界で初めて投資し上場させている。また、いわゆる萌え系の会社にもVC業界で初めて投資している。これらのVC業界の成果は、単に「初物好き」というよりも、「フロンティア領域に投資するのがVCである」という私なりのVC観をまじめに実践してきた証左だと思っている。つまり、一つのVC産業の正常な在り方だと考える。

その結果、VC投資先が新しい業界なので、将来を見据えて、投資した業界自体の十年以上のよりダイナミックな超長期の息長くお付き合いができることになる。例えば、今月（2018年6月）に上場するアイ・ピー・エスの場合は「アジアと連携するスタートアップが出てきてもいいのではないか」と発想して13年前に投資したわけだが、ちょうど再来年の東京五輪・パラリンピックの開催直前のタイミングで上場を実現することができた。

こうした本業の投資事業の他、当社ではCSR（企業の社会的責任）活動として、青少年向けの「起業体験プログラム」を定期開催している。これは、子どもたちに事業計画を作らせて模擬会社を設立し、それに対して実際に投資家から出資を仰ぎ、販売活動を行い、貸借対照表と損益計算書をまとめて決算書をきちんと作って、公認会計士の監査を受け、株主総会で報告して利益を分配するというもの。1999年から全国各地の大学などと連携して開催し、これまでに1万人以上が参加している。最近ではJPXも社会貢献活動として取り入れている。

ベンチャーキャピタリストとしては、投資先が上場して得たキャピタルゲイン（キャリー）を元に、さらに次にいかに活用するかが大きな課題だと思っている。

3. “日本の投信的VC1.0” から真の「ハンズオン型VC」への脱却を

私はサラリーマンとしてのベンチャーキャピタリストを14年経験し、独立したベンチャーキャピタリストとしては20年になるが、この間、様々な環境変化に直面してきた。40年前にはシ

リコン革命やニューメディアの登場、30年前には流通革命とニューサービスの台頭があり、それらをテーマに「何か新しい案件はないか」と模索した。ドットコム企業ブームとITバブルの崩壊、バイオ革命、iモード、スマートフォンなどのモバイル革命、新興市場ブームがあった。そして、リーマンショック後には「もう株式公開は出ないのではないか」というほどの長いIPO氷河期がやって来て、多くのVCが撤退を余儀なくされ、とりわけ古い銀行系のVCはバブル崩壊後にほとんど絶滅したと言っている。その後東証と大証との経営統合、マザーズ市場の改革といったIPO大改革がなされ、ようやく一息ついた。当社で言えば、DeNAの上場から次の上場企業が現れるのに5年以上もの恐ろしいブランクの期間があった。

私がVC業界に携わった三十数年間で大きな浮き沈みは10回以上あったように思う。その理由の1つは、ベンチャー政策が経済政策、金融政策の一番端っこに位置付けられてきたためではないかと考えている。多くのベンチャーやVCが本来の政策とは無関係の事由でパッシングに遭い、減んでいったとさえ言える。育成政策のベースをいわば「サラリーマン構造のVC」にしてしまったことも政策の振れ幅を大きくした要因だ。大きな金融グループの中に子会社としてVCをつくり、数年周期の人事異動をベースにしたVC運営をやっている、上手くいくはずがない。長期に産業のフロンティアに関与する「ハンズオン投資」を進めてきたシリコンバレーとは真逆の政策が採られてきたのである。

今年1月に書いた「日本の投信的VC1.0欠陥論 中国に追いつけない理由」（企業家倶楽部、2018年1/2月合併号）という論文で、私はVCを1.0、2.0、3.0の3段階に類型化した。シリコンバレーで発展したのは「VC3.0」だ。これはちょうど会計事務所や弁護士事務所のように個人が設立するVCで、ベンチャーに1度出資をしたら、後は出口で売るだけ、つまり数年間に2度の株式売買しかない。追加投資をした場合でも3回だけだ。これは投資信託業ではない。ところが、日本ではVCは「未上場企業に投資する投信のようなもの」という解釈で整備が進められた。私の理解では、実際のところ、1980年代当時はこうした説明の仕方であれば、未上場企業に投資する人などなかったからだと思う。そうして大手金融機関が「金融のニューサービス」として立ち上げたのが日本のVCだった。これはやむを得ない面もあったと思う。

しかし、「VCは上場投資信託みたいなもの」という解釈で、困ったのが金融機関だった。「投資でハンズオン（癒着）してはいけない」という伝統的な日本の金融政策の中で、ハンズオンが必要なVCをどう育てるか。そこで当時のジャフコなどはさらに抜け道を考案して、「コンサルティング付き未上場版投信」というニューサービスを、有限責任組合方式で実現させたと言っている。これが「日本の投信的VC1.0」ということである。

こうした発展過程の途中で私はジャフコを退社し、改めてシリコンバレーに行って米国のVCのあり方を学び、もう一度基本に立ち返って、シンプルな発想で1998年に日本テクノロジーベンチャーパートナーズを設立し、出資者を募って最初のフ

ファンドを組成した。これが投資事業有限責任組合形態の第1号ファンドとなったのである。これが当社をして「日本初の独立系ハンズオン型VC」を謳う理由である。これを「独立VC3.0」として説明し、日本で、スタートアップのエコシステムを世界の中で、欧米や中国に追いつくため、これまでの日本のVCの旧業態と区別し、質量ともに、本気で強化すべき新しいVCの業態と考える。(2018年6月18日 制度委員会)

論点整理

<論点整理について>

日本ベンチャー学会「制度委員会」では、「日本における起業家・ベンチャー支援の現状と課題」を大きなテーマとした定例研究会での議論について、ゲスト講師の話を「事例紹介」の「事例」として掲載すると同時に「論点整理」を付けさせて頂いている。その目的は、日本における起業家・ベンチャー支援活動に関して、「事例」をお読み頂いた方々にも考えて頂きたい論点を整理して挙げさせて頂き、制度委員会委員長である秦なりのコメントも付け加えることで、皆さんと一緒に議論を深めていきたいと考えたからである。同時に、そうしたプロセスを通じて、日本での起業家・ベンチャー支援活動に対する理解が深化し、活動自体がより効率的なものになって欲しいと考えているからである。

今回は、2018—2019年度「制度委員会」の第3回研究会(2018年6月)にゲスト講師としてお招きした独立系VCである日本テクノロジーベンチャーパートナーズ(以下、NTVP)代表の村口和孝氏のお話を「事例紹介」の「事例」とさせて頂いた。

村口氏には以前ゲスト講師として制度委員会で講演頂いたことがある。その節には、村口氏がサラリーマン・キャピタリストであった証券系VCジャフコを辞めて独立した経緯などについてお話し頂いた。今回の村口氏の講演は、彼の約30数年に亘るベンチャーキャピタリストとしての実体験を通じて感じている現状の日本のVCの問題点、更にはそれを少し膨らませて日本のベンチャー・コミュニティの問題点にも焦点を当てた話だった。ここではそうした話を整理する前に、村口氏が1998年に始めたVC及びファンドについてその特徴を述べた上で、村口氏が言う「VC3.0」についての論点を指摘させて頂いた。

論点1 独立系VCの嚆矢

村口氏は1998年、勤めていた証券系VCジャフコを辞め、村口氏個人が無限責任のゼネラルパートナー(無限責任組合員=GP)となるVCファンド「NTVP i-1号」を組成し運用を始めた。

日本のVCファンドは1982年、日本合同ファイナンス(現ジャフコ)によって「民法上の任意組合」として初めて作られた。しかし、民法上の組合では法律上、運営者である組合員(業務執行組合員)も資金提供する組合員(出資者)も共に無限の責任を負う無限責任組合員にならざるを得ないという問題があった。

そのため、日本合同ファイナンスはその「民法上の組合」が借入れをしないことを出資者に約束する形で出資者に投資をお願いする形を採った。その結果、「民法上の組合」としてのVCファンドは出資者を得て日本でも増えていった。とはいえ、法律上出資者も無限責任を負うという問題は解消されずに残ることになった。それが法律的にも解消されたのが1998年で、この年ようやく「投資事業有限責任組合契約に関する法律」が制定され、「投資事業有限組合」が制度化された。実は1998年村口氏が立ち上げた「NTVP i-1号」ファンドは、「投資事業有限責任組合」形態の最初のVCファンドなのだ。

加えて当時、日本のVCのほとんどは金融機関や事業会社の子会社・関係会社として株式会社形態で作られており、VCファンドの運用者もそのVC(=株式会社)が当たるのが通常であった。その中で村口氏のVCファンド「NTVP i-1号」は、村口氏個人が運用し投資活動の全責任を負う形で運用される極めて珍しいVCファンドであった(現在でも珍しい)。同時に、上記したように当時の日本のVCのほとんどは広義の金融機関や事業会社の子会社・関係会社である株式会社形態のVC、すなわち系列VCであった中で、独立した個人のVC、すなわち独立系VCとして登場したという意味でも珍しいものであった。

最近でこそ系列VCに代わって若手のキャピタリストを中心に独立系VCが日本でも増えているが、その嚆矢となったのが村口氏のVCなのだ。それが故にキャピタリスト志望の若者の多くはVCファンドを立ち上げる際に一度は村口氏のもとを訪れるという。

論点2 VCの理想型は「VC3.0」か

上記したように1998年に創業された村口氏のVCは当時としては珍しい独立系VCで、加えて自身が個人で無限責任を負う形で業務執行を行う、これも珍しいVCファンドであった。更にキャピタリストが長期に亘って起業家の横で経営にあたる「ハンズオン型VC」、村口氏は当時からこうしたVCの形態、米国の多くのVCがそうであるVC(村口氏が「VC3.0」と呼ぶVC)が理想的なVC、ベンチャー育成にあたって最も効率的でそれに相応しいVCだと主張されてきた。この点は本当にそうなのだろうか。

日本のVCは、米国と違って多くが系列VCとして誕生し、その比重が大きい状態が長らく続いた。それは、日本でVCファンド運用者の信用力の問題や、それに付随した出資者を確保することの困難さなどが原因だと思われるが、そうした日本のVCを本当に村口氏が言うような「VC3.0」型に脱却させるべきなのだろうか。系列系VCの後ろ盾になっている大企業や金融機関を上手く使う方法はないのか。加えて、「VC3.0」が理想郷だとしても、ではどうすれば「VC3.0」型に脱却できるのか。色々な方法が考えられると思われる。こうした問題について皆さんで議論していただきたい。