

日本のVCとStart-ups



技術創業支援型の可能性



日本テクノロジーベンチャーパートナーズ
投資事業 有限責任組合
ベンチャーキャピタリスト
村口和孝

I. 現代史の問題

2000年
アメリカVCは
間違ったか？
目利きが居る
との神話は？

2001年2月



日本の歴史的転換点

● 日本の **社会主義投資型** 資本主義経済

- 特徴) 固定為替、固定労働、官主導の制約主義
 - 貯蓄は郵貯・銀行で吸い上げて一元管理、計画投資
- 敗戦からの復興期(1945～1960年)
- 高度成長期(1960～1970年)
- 円高・バブル期(1970～1995年)

● 日本の **国民投資型** 資本主義経済

- 特徴) 変動為替、労働移動、国民多様の競争主義
 - 貯蓄は、国民自らが、多様に賢明に投資運用を競う
- 経済体制移行 混乱期(1995～現在)
- 確立本格稼働期(2003年～)



日本Start-ups夜明け

1. 産業構造変化：ベンチャーと大企業
(IT革命・高齢化・グローバル化)

2. 産業の新たな担い手

3. 投資ストラクチャー整備

3年前と
様変わり

投資資金の流入と再整備要請

LPとエンゼル税制、ストックオプション

優先株、しかしLLCや税制ダメ

4. ビジネスモデルと事業計画策定の普及
(ただ肝心の資本教育欠落…)

5. 新公開市場と先行評価インフラ

アナリストとVCLレベルアップは課題

6. 大学改革・大企業リストラの役割

TLOも・・・どう充実するか？

7. 独立ベンチャーキャピタリスト登場

8. 投資資本循環形成（篤志家→VC→ 起業家→株式公開→篤志家）：税制ダメ

21世紀、日本で初めての独立個人創業支援環境が整いつつある？

2003年ベンチャーの景色

ベンチャー第二の発展段階へ

- IPO不調と、短月黒字要請
- 証券界の過剰反応（累損一掃条件は不当！）
- 厳しい選別投資局面へ（現金残高に注意）
- 2002年生き残りベンチャー発展の年
 - IT革命需要旺盛
 - VB経営改革期後、次の発展段階に
 - 生き延びたベンチャー有望
 - 本物のケーススタディー生まれ始める

日本の投資教育欠落

- 「**投資家**」の資金で、未来に事業投資できることを教えていない
- 「**株式**」本来の事業資本調達機能を、教育で教えていない
- 「**株式会社**」を自由に設立し、自由に株式を発行して事業資金を調達できることを教育で教えていない
- 株式会社「**運営のサイクル**」、監査、利益配当を教育で教えていない
- **セカンダリー**マーケットのことを教えていない

少年少女起業体験キャンプ(1)



計画策定

少年少女が
チームを作って、
会社の創業計
画を策定します。

親は懸念して
たけど、僕ら
でも出来たよ



発表・会社設立・増資

学生VCの前で、
投資家から質問
を受け計画修正。
株券を作り、登記
し、増資、借り入
れします。



仕入・売り場作り

現金で値切りな
がら町で仕入れ
ますが、いきなり
計画変更を余儀
なくされること
も..

「未来は、自ら拓くもの」

少年少女起業体験キャンプ(2)



販売活動

在庫と売れ行きを見ながら、売値を調節したりします。出足は天気に左右されます。



決算書づくり

現金と売れた数とがなかなか合いません。会計士から監査報告書を発行してもらいます。



株主総会営業報告

利益が出たら、配当します。意外と成績がよいのは学校の優等生チームではありません。

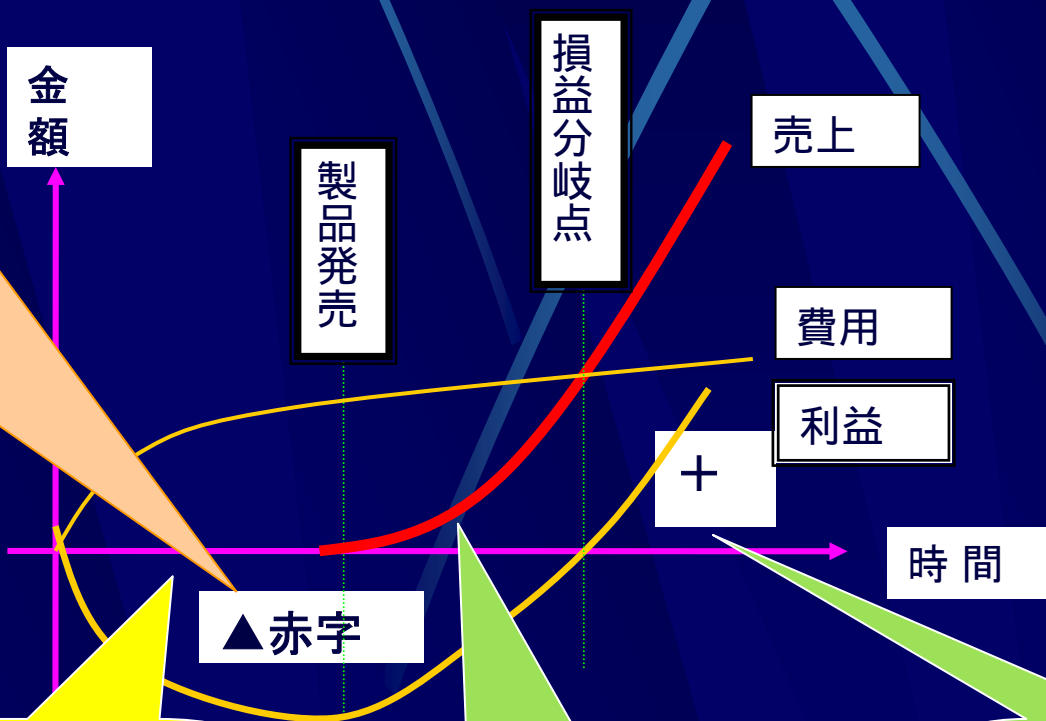
「未来は、自ら拓くもの」

Ⅱ. デスバレー踏破支援

Jカーブと発展段階別のVC支援

約5年で株式上場目指す

必要資本(デスバレー)
もっと深く掘れる
仕組み
必要



創業段階

拡販段階

公開段階

デスバレー踏破行程(1)

- スタートアップ(技術開発)段階
会社を設立し、事業化のための基礎技術を確立します。
- アーリー(商品開発)段階
販売向けの商品・サービスを開発し、製造ノウハウをととのえ、販売活動開始。商品サービスが確立。赤字が継続します。

デスバレー踏破行程(2)

- ミドル(事業開発)段階
本格的に販売活動を展開する段階。営業組織の整備がなされ、会社が進化。目標も売上の成長と損益分岐点の突破がテーマとなります。事業の形が出来上がってくる。
- パブリック(組織開発)段階
徐々に原価計算月次管理など内部体制の整備。証券会社や監査法人との打ち合わせを通じ、株式公開のシナリオ作り。

必ず大変化＝投資必要

変化＝「成長点」先行投資

十年前の産業社会・国民生活



人口の変化

戦争

為替変動

現在の産業社会・国民生活



技術の進歩

消費の変化

国家の衰亡



十年後の産業社会・国民生活

Ⅲ. NTVPの 戦闘的投資活動

変貌する世界に付加価値提供
日本発創業の戦うNTVPポートフォリオ
NTVPの戦闘的辛口独立支援思想 「i」

independent individuals



NTVPとは？

「日本の技術の世界へ」

- NTVP投資事業組合：堀場氏等「辛口独立個人」資本
 - ベンチャーキャピタル投資（60億円、現場10人）
 - 大半創業期投資（14社）
- NTVPサポート
 - ファイナンスサポート
 - 株式公開準備サポート
 - 事務所立ち上げサポート
 - カンファレンス開催
- 少年少女起業体験プログラム・起業準備センター（本郷）



1998年4月独立

- 14年間勤めた大手証券系VCを独立
- 「個人」こそ独立・創造の源では？
- 独立・個人型のVC組合を
- たまたま投資事業有限責任組合法施行にでくわす

投資とサポート

●カバ―領域

- ネットEnabler
- システムEnabler
- 健康Enabler



● <総合的創業支援ノウハウの蓄積>

- 1999年春～2000年夏「新規投資期」
- 2000年秋～「追加投資・サポート期」
- 2002年～「事業業績が出始める」

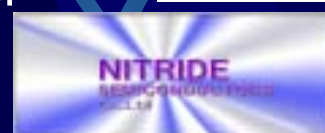
●可能な限り現場密着投資活動



NTVPの投資活動



www.bidders.co.jp



Mathematec

ATICN



- 02年9月末までに14社投資(98年9月有力企業独立組によるXML関係インフォテリア、99年3月設立ネットオークションDeNA、99年12月設立UBIT、トリニティーセキュリティーシステムズ、00年4月設立マセマテック、ナイトライドセミコンダクターなど、ハイテック・ネット系スタートアップ)、2002年12月10日ノース上場。
- 「事前準備」、関与＝「社外取締役」就任

NTVPの技術投資

- NTVP創業支援型VCの手法
- 十分な立ち上げ資金の供給
- 独立ファンドで先行投資支援
 - 独自の視点での投資(技術)
 - 大企業からの独立を支援できる
- 適切な発展段階マネジメント
- 適切な役員会活動とハンズオン
- 結果が出始めている(ノースの上場)

NTVPのデータ

- 基金60億円(うち2/3以上が個人資産)
- NTVP投資開始99年、投資先14社
- 投資金額は一社当たり2億円~7億円
- 2/3売上ゼロ赤字投資,大学関係創業20%
- 大半が社外役員就任で役員会活動
- 創業投資の半数が短月黒字化達成はじめた
- 経営者が自主的にバトンタッチするケース有

IV. 投資回収実現 仕組み知る事

「忠実義務」

IMAGINE

「シェアの精神」

「教育」も
投資の代
表選手だ

「独立性」

「ガバナンスの質」

投資と融資の違い

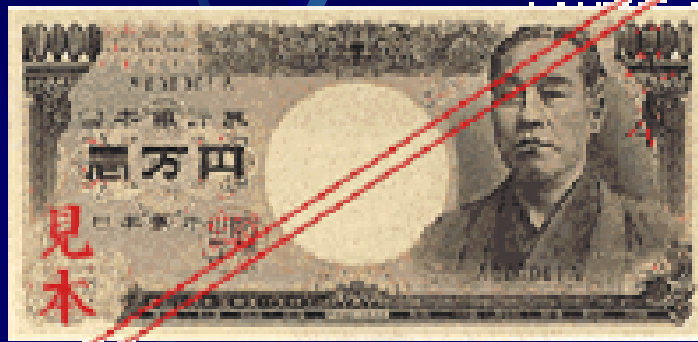
- **投資**...リスクのある将来を見据えて、「一部の経営権と引き換えに、資金を無担保、無保証、返済予約無し、金利無しで提供」し、
事業リターンがあれば、その回収成果から配当を受ける(上限無)か、別の投資家に一部の経営権を売却する事で回収を図る資金提供。(資金リスクは投資家に)
- **融資**...リスクある将来を見据えて、「事業そのものとは一定の距離を置き、資金を有担保、有保証、返済計画、金利付きで提供」し、
事業リターンがあろうがなかろうが、貸付証書通りに、利息(上限有)をつけて資金回収する資金提供。(資金リスク起業家に)
- 日本は投資を教えないで戦後の経済運営が行われた。

ヴェニス商人はなぜ面白いのか？ リスクある事業と融資のミスマッチ

- 投資家アントーニオ
- 融資家シャイロック
- 投資すべき事業を融資で行う愚
- 投資選択の妙

- 金
- 銀
- 鉛

- 「**輝くもの必ずしも金ならず** (All that glitters is not gold)」
- (二幕七場)



戦う取締役会の重要性

人事活動

投資活動

経費の投入

販売:回収

執行役員会の事業運営

取締役会の運営・支持

株主総会の運営・支持

資本と知見
の集合

諸規定

定款



報告
決済

投資契約
優先株

配当

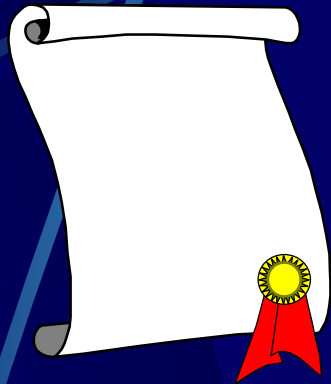
NTVP投資事業組合

他のLP、取締役等

(出資者総会)



投資事業有限責任組合 (資本主義の基本構造)



ベンチャー企業 → ベンチャーの発展
株式公開、他の
投資家への売却

投資 ↑ 社外役員就任等の関与

アカウントビリティ

有限責任組合員

無限責任組合員 (本来個人)

↑ (管理報酬)

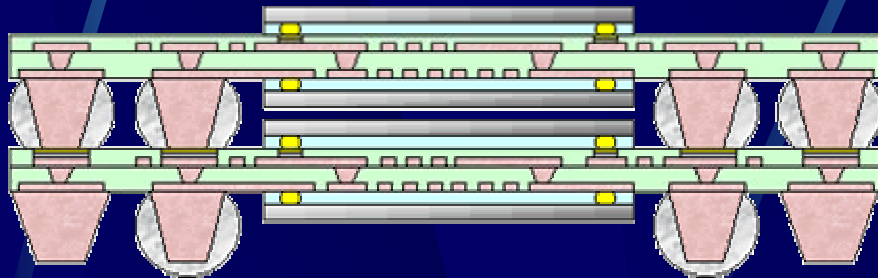
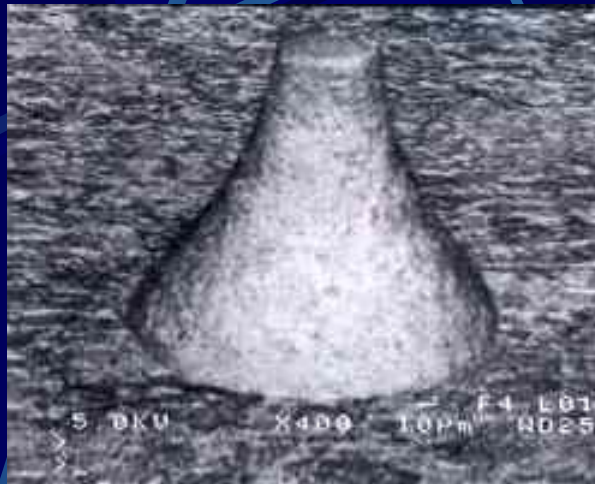
有限責任組合員

有限責任組合員

(黒字主体: 投資家)

重要性増す「独立性」

V. ノースへの投資



革新的な精密3D実装技術を評価

ノースの事業

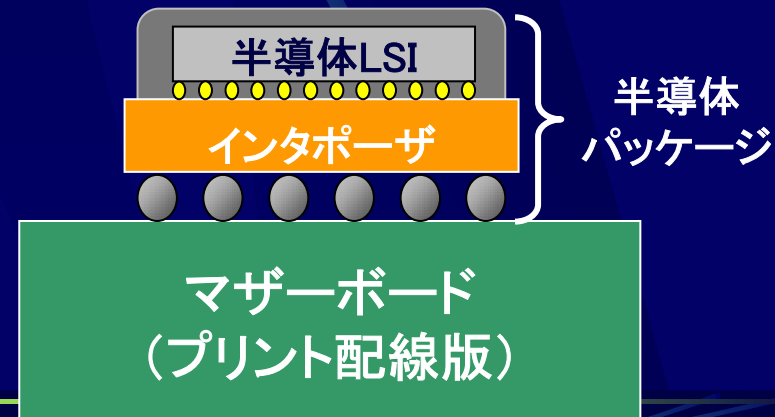
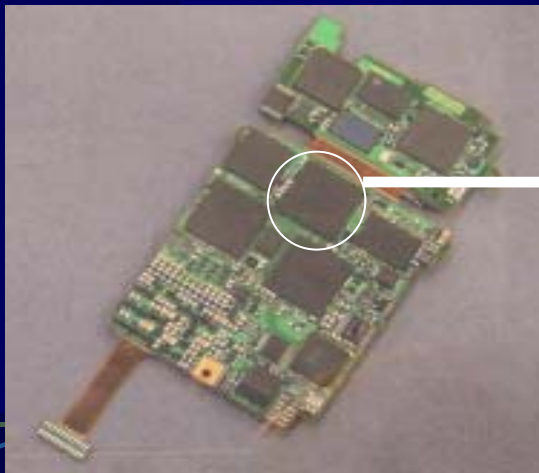
多機能化対応の半導体パッケージ部材の開発

1. バンプインターコネクション(NMBI)事業

プリント基板の多層化・高密度化

2. インタポーザ(UFPL、NMTI)事業

半導体パッケージの3次元化

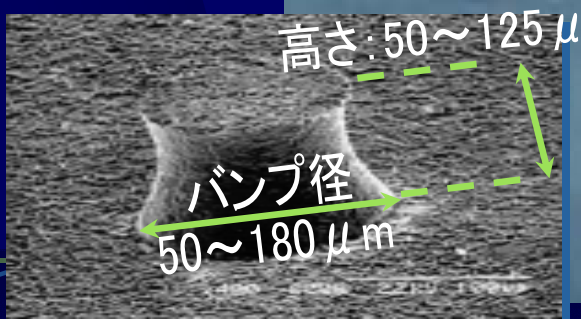


I. NMBI (Neo Manhattan Bump Interconnection)

～プリント基板の多層化・高密度化～
エッチング技術と世界初の**大気中銅銅接合技術**に
基づく銅バンプ

NMBI の工程

エッチングで製造された銅バンプ



NMBIのビジネスモデル

協調関係

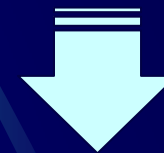
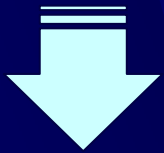
トータル
コントロール

部材供給

電機メーカー・基板メーカー
双方との協調関係を構築

材料・機械メーカーと協調して
技術流出を防止

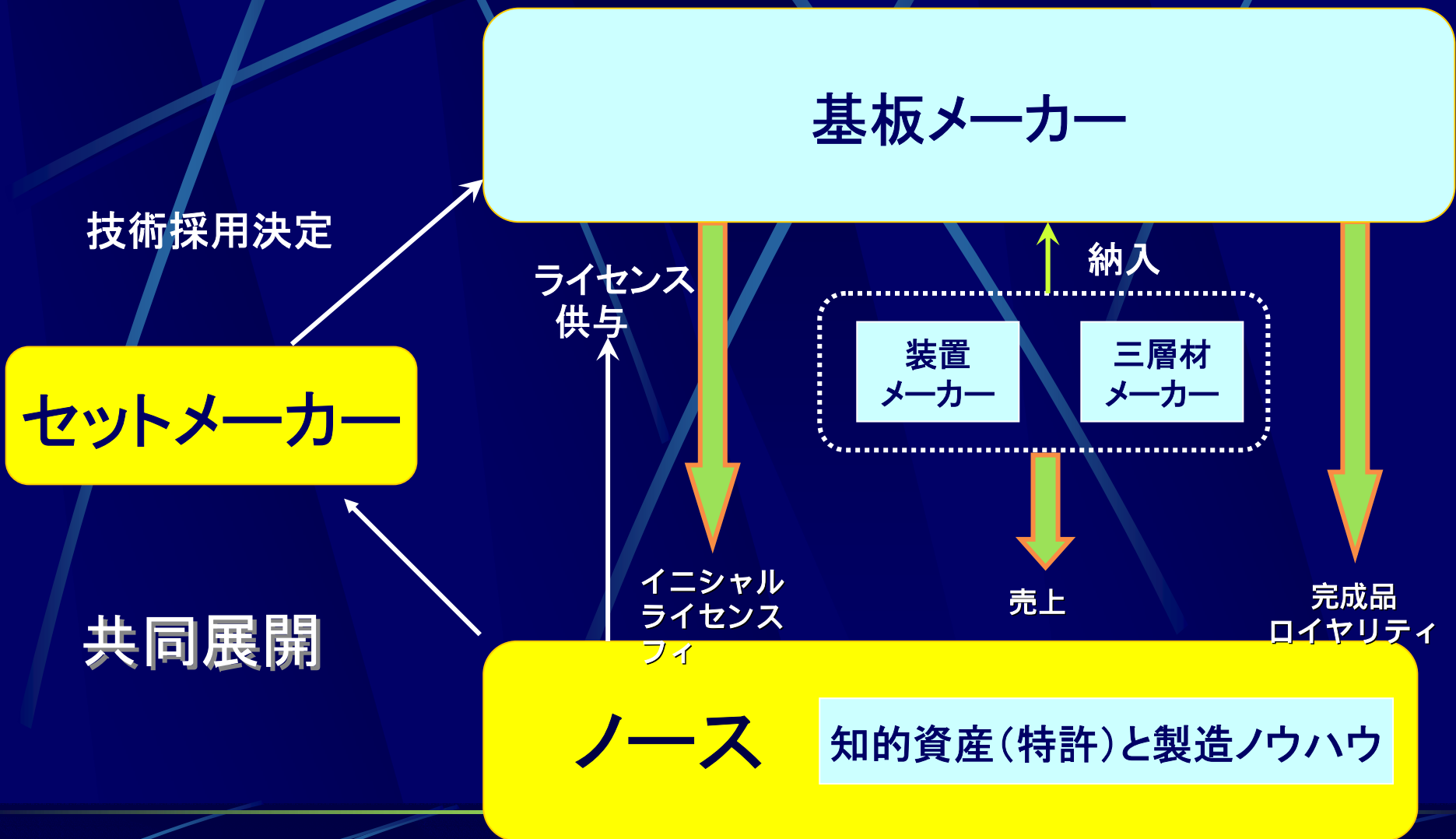
最終製品は作らず部材を生産
ノーマルコンペティター



ライセンスビジネス

特許技術・製造ノウハウによるロイヤリティ収入

知的資産に基づくビジネスモデル



2002年12月 ノース株式マザーズ上場

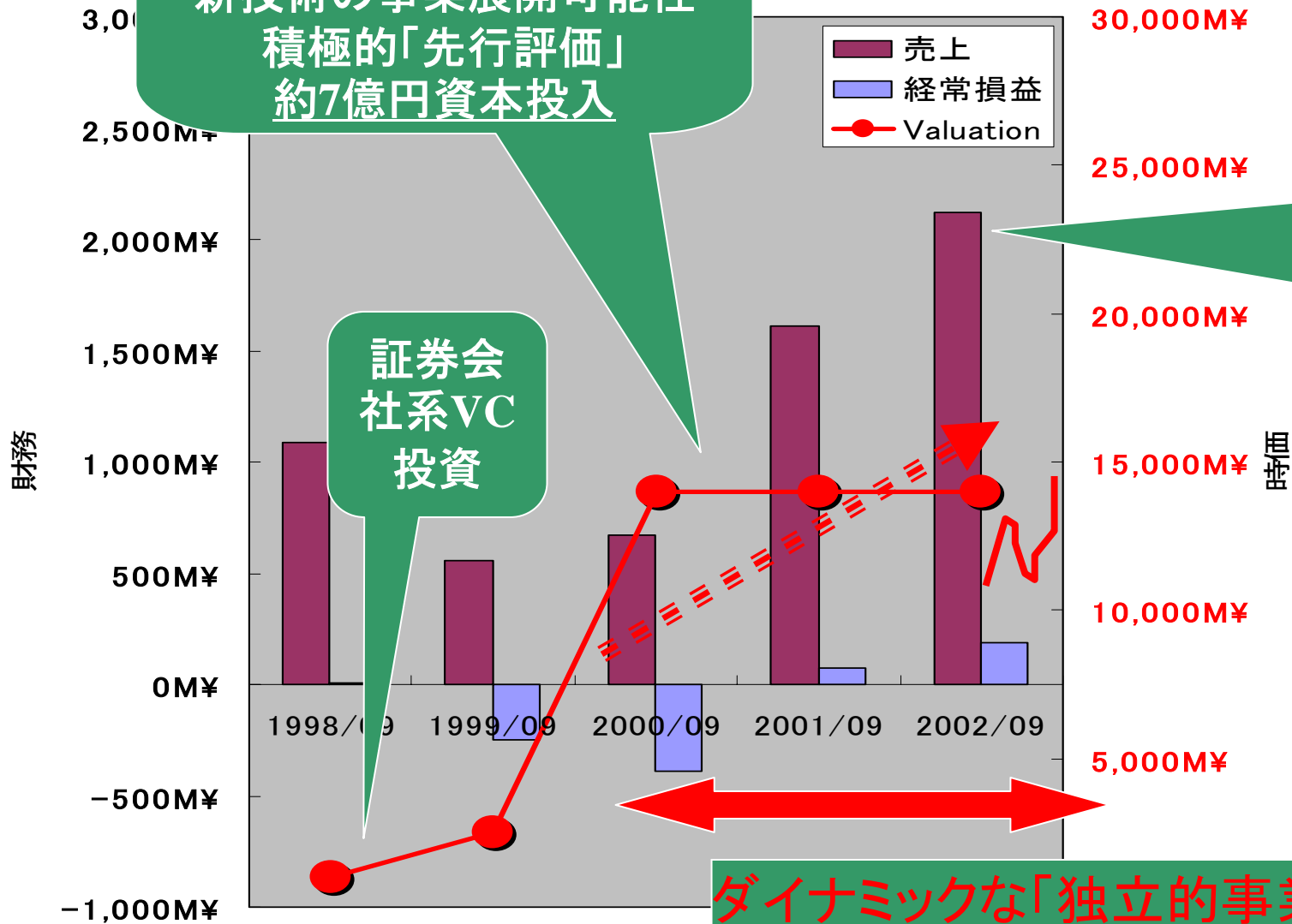
- 製造業関係の世界的技術の事業ポテンシャルを先行評価された
- まとまった金額のVC投資が、日本でも実現した結果上場を達成
- ハイテクベンチャーの新しい歴史

ノース資本政策

2000.6 NMBI 開発に成功
⇒ NTVP

新技術の事業展開可能性
積極的「先行評価」
約7億円資本投入

NOK子会社
日本メク
トロン等と
の契約成
立



証券会
社系VC
投資

ダイナミックな「独立的事業活動」
戦略展開が可能に

日本のベンチャー発展史上の意義

- ニッチマーケットではなく大手企業がひしめく先端市場において、大手企業を先導して日本発世界的デファクトスタンダードを狙う技術系ベンチャー企業の、初めての上場である。
- 研究開発型企业であり資金需要旺盛であるところで、先行評価による資金調達メリットを存分にいかし、世界的競争力を獲得することに成功した。
- 成果のであるのが遅い製造業界であるが、ビジネスモデルをたくみに構築し、極めて短期間にて上場にたどりつけた。

本事例の特徴(ノース)

- 新技術を、実績がない段階で先行投資
 - 新しい分野はデータない、信じる人が少ない
- 先行投資＝競争ない状態で準備可能

考えてみれば当然

- まとまった先行準備資本があると、独立的な事業運営を守れる
- 経営者の高度な事業集中力
- 結果的にユニークな技術を事業化できる

VI. VVCを運営して

- ベンチャーキャピタル活動は、勘が悪いとダメみたい
- 運用者によって成功に偏りあり
- あまりに複雑かつ動的、人間的
- 定式的報告体系に限界
- VCには、出資紹介が多い
- 人間的覚醒(心の深い理解)が必要



成功ベンチャーの条件

- 経営者：覚醒した人間、バランス感覚
 - リーガルマインド・リスク感覚「**質実剛健**」
 - 成長段階を理解・顧客志向マインド
- 経営陣にコアメンバー
- 市場が中期的に追い風で、規模あり
- 商品サービスに明らかな優位性
- 実は：**根性**、1000日の集中力、闘争心

VII. 金融問題



- 平成の世では、直接活動すべきは行政でなく、多様なそれぞれの自由な国民である
- 昭和時代の社会主義型の政策は、結局国民の自由創造的な活動を締め出し、芽を摘み、国民活動を弱体化させる
- 「国民の多様な活動を思い切り引き出す誘導策」が重要となる⇒そのカギは**国民投資活動**
- ベンチャー政策は、新時代に中小企業施策ではなく、国民的国家政策でなければならない

日本の高齢者の休眠巨大預金

- 相続税「納付後」資産維持したい為に過大預金
 - 消費性向が弱く、資産効果小さいセクター
 - 預金が生む僅かな金利しか税収に貢献せず
 - 結果的に高齢者の預金は、不良債権抱える銀行への生産世代による税金投入で、救われている
- 節税安全志向が強く、贈与税、相続税に関心
 - 資産があれど年金に関心、それを更に預金
 - リスクある株式投資は回避、郵貯等に関心
 - 安全志向で**財政投融資等非効率部門支える**
- 未だに「昭和型」＝平成の資本偏在休眠の元凶

「中小企業の財務構造問題」

- 上場企業の自己資本比率国際水準になった一方、日本の中小企業の自己資本比率低迷、**借金依存度が高い**。(財務弱くては、変化への対応困難)
- 更に悪いことに上場企業と異なり、借金するとき、「個人の資産と連結」して(**個人担保提供、保証人提供は金融機関が要請**)おり、健全部分の営業譲渡など構造的に出来ない。(経営者交代は困難)
- 事業は健全でも、バブル期の投資失敗で財務に問題があるが、**構造改革に対応する体力はない**。
- 銀行からの融資打ち切りへの**倒産抵抗力が低く**、不良債権が連鎖発生しやすい。(個人にも連鎖)

運用不全の銀行・郵貯の 個人預金

- 銀行・郵貯に巨大な個人預金が滞留
- 銀行・郵貯の**資本仲介機能がオーバーフロー**
- 一方、株を持ちすぎ、リスクが高くなっている
- 中小企業に貸すとき、経営者の個人保証、担保を求めている、貸し過ぎになっている。
- 税金が銀行・郵貯の**資本仲介機能不全**を救っているが、健全な縮小均衡が必要
- 資本が有効に投資されてはじめて雇用創出

VII. 平成型「投資日本人」 活動支援政策が必要

- 莫大な日本人の金融資産の投資運用管理が出来なければ、日本は低迷する
- 日本人はもはや金融資産を、国や特殊法人に運用を委ねることは時代遅れ
- 基本は、**日本人個人個人自ら運用する時代**
- **国民投資時代の「投資日本人」を定義する**
 - 投資日本人の属性として、高齢者が多い
 - とくに「高リスク負担可能投資家」

まとめ

「国民創業投資活動促進法」(案)

- 確定申告制度を整備「投資活動申告ページ」を新設し、国民の創造的投資活動を政策統合・本格支援
(エンジェル税制等を含む又は統合する)
- 特にベンチャー開業・新規投資をした場合、管理段階、売却段階、倒産の事態を強力に税的支援
- さらに、組合等を通じて本格的に投資活動を行った場合、管理報酬損金化等の税的整備
- 優先株価と普通株価の差異容認する
- 公的投資機関の大学への機能移管
- VC運用組織のLLC法制整備、投資教育

申告者指名〇〇 ⑩

税理士〇〇 ⑩

確定申告書「国民投資活動のページ」(一般用)

期中新規投資一覧表

うち期中ベンチャー新規投資一覧表 → 所得又は税額控除

期末投資資産残高一覧表

うち期末ベンチャー投資残高表 → 相続資産減額

期中譲渡所得・配当等計算表

うち期中ベンチャー譲渡所得等計算表 → 非課税又は減額

期中倒産等償却計算表 → 譲渡所得通算可能、ただし税理士署名必須

期中VC組合投資管理経費等計算表 → 所得損金処理

Ⅸ. さいごに



- 「プロジェクトX」の主人公はなぜ貧乏？
- 日本には、1400兆円資本も、商人精神文化も、技術も、人材も豊富
- 「**未来に対するまじめな戦い**」重要
- デカルト方法序説：真理と俗説との戦い

ドッグイヤーなんて呑気すぎ！

ヴェニス



(人間主義の追求)

- ロミオとジュリエットは出会って三日で、恋をし、駆け落ちし、死んだ..
- シリコンバレーのドッグイヤー(二ヶ月が一年)なんて、遅すぎる。
- 文化の問題でもなく、人間主義の観点に立てば、人種、宗教に関わらず、人間は底知れない対応スピード

創業不全症(救い難い思い込み) 1

- 日本人は農耕民族で保守的だ
- ベンチャーは、大企業のミニチュアだ
- 赤字を出すのはとにかく危険で不健全だ
- 創業時点の増資は額面でないと非常識だ
- MBAを出るかサラリーマンを究めないと、取締役になったり株発行するのは普通には難しい
- ベンチャーの経営者や投資家、支援者は米国人のように大いなる寛容さと勇気が必要だ
- 米国銀行は将来性に賭けた大胆な融資実行
- 米国には目利きがいて、日本にはいない

創業不全症(救い難い思い込み)2

- VCから融資を受けるには担保が必要だ
- 事業計画を変更するようでは経営力がない
- 競争は規模やブランドや伝統で決まり、市場はすでに全て調査され、刈り尽くされている
- 計数で管理可能な財務分析がもっとも大切
- 経営者の独裁を排除した会社が良い会社
- ベンチャー社長は高給で資産を築く
- 未来への投資は危険、株価はバブルだ
- 金利は国が産み、事業投資回収は危険だ

新しい日本のキャピタリスト像

- 時代の変化に敏感
- 先行投資という投資家の使命
- 俗説に左右されない、自分なりのベンチャー投資ピクチャー
- 事業投資の(証券投資でない)観点で出資をし、役員会活動
- 役員に相応しい事業センス
- ベンチャー発展段階を熟知
- 遵法精神、正義感が強い
- 成功への執念

