

VC投資のヴィジョン

長期の困難な仕事

日本テクノロジーベンチャー
パートナーズ投資事業組合

代表 村口和孝

Kazutaka Muraguchi

VC投資経験を振り返る

私がVC投資活動をスタートしたのは、1984年4月である。慶應義塾大学を卒業して、ジヤフコに入社し、投資部員という組織人として、営業外交活動をスタートした。当時はスマホもネットもない時代で、信用録という法人データと、経済新聞や業界雑誌を情報源に、電話と飛び込み営業で、一日3社から5社程度訪問営業を実行した。週10社程度訪問し、週に一社決算書を入手して、開発報告書というレポートを作成して会議で発表した。一年で300社程度起業家面談し、30社程度のレポートを作成した。

それこそ業種はバラバラで、パソコン販売、ソフトウェア開発業、PR事業、証券印刷、半導体ガス、汚水浄化、マンション開発、電子部品製造業、食品販売、ビル管理、エレベータ製造、歯科チエア製造、特許取引所など様々であった。当時はネットもなかったから、上場企業とは知らずに訪問して、投資の説明を何回かしたあと、上場会社と気が付いた、などというおかしなこともあった。スマホがなかったから、手帳の大きさの地

団を持っていた。メールやメッセンジャーではなく、名刺と入手資料、メモをアナログで整理した。

これを、東京で2年半、北海道で7年半、合わせて10年間継続した。訪問3000社と300社のレポート作成である。その中から、年間

2社程度、10年間で20社程度、投資委員会の詳細レポート（投資推薦書）を作成し、数億円づつ

投資した。そこから、3年から8年くらいで、10社程度上場を支援し、IPOを体験することが出来た。私の25歳から35歳位までの10年間にVC活動の基礎が出来た、と言えるだろう。28歳の年（87年）に投資したアンファーマシーズが、35歳の年（94年）に上場し、現在売上3000億円規模、時価総額2700億円となっている。

現場活動の強さは 大学ゼミ活動から

外交活動の基礎となつたのが、大学のゼミ（高橋潤二郎ゼミ）活動で、社会科学研究の方法としてフィールドワークを重視していたことと、一応経済学を勉強していた素養が役に立つたようと思われる。ミクロ経済、マクロ経済を勉強して仮説モデルを作つたうえで、大量にフィールドワークを実行して、データをまとめてレポートする、というのがお決まりの処理である。

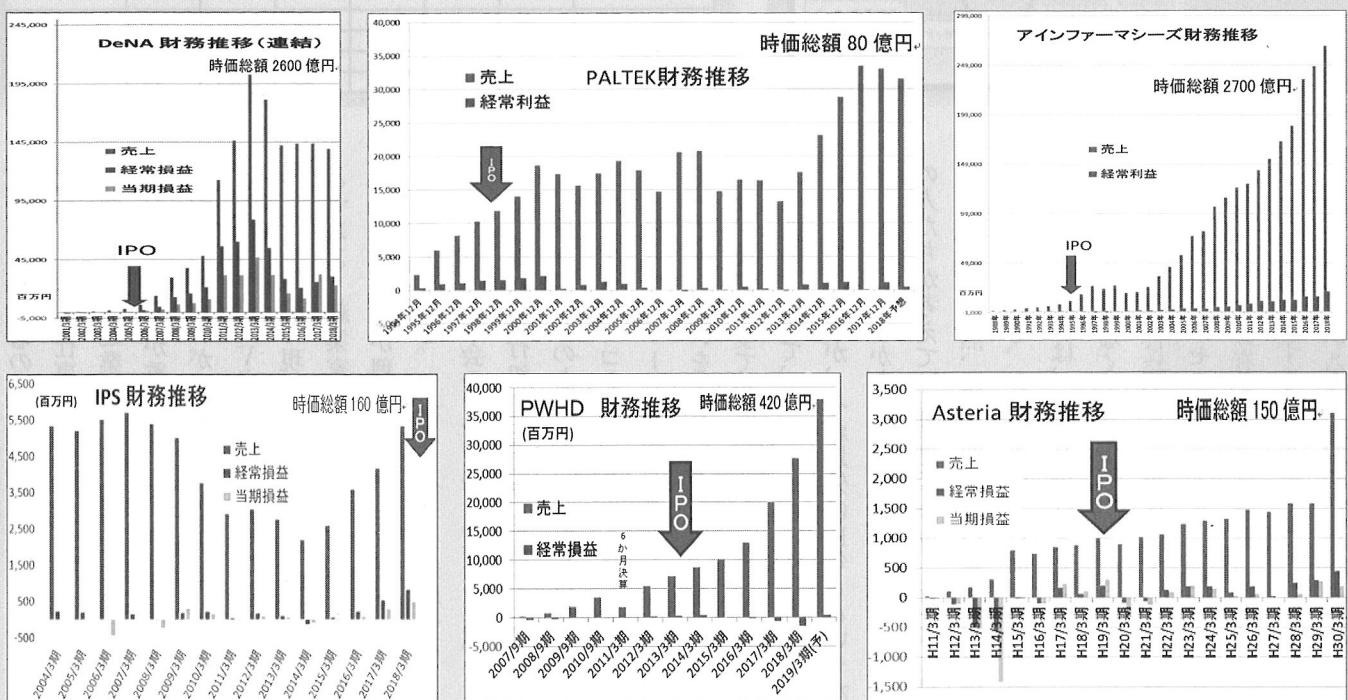
VC会社に就職する前に、83年シリコンバレー39歳の年に独立してNTVPを創業。個人で代表する個人型のVC投資組合を、日本ではじめて設立登記した（98年11月）。99年に、インフィオテリアやDeNAに投資して、2005年DeNA上場（時価総額2600億円）、07年インフォテリア上場（アステリア時価総額150億円）。06年IPS、PWHに投資して、13年PWH上場（時価総額420億円）、18年IPS上場

（時価総額160億円）、といった具合に、VC投資支援を進めてきた。

な著名人で大資産家になつていて、私は無名で貧乏な新人サラリーマンだったのだ。どんなゼロ状態の人間も、未来を想像してよりよい未来を強烈にイメージする」とは重要だ。

シリコンバレー訪問で、VCを訪ねてある人に「What is important to become a venture capitalist?」と聞くたら、「Human-understanding」を答えてくれた。私が、大学でシェイクスピアを演出したと語ったら、その人が、「That's it!」と語ってくれたのも、重要な一瞬だった。

私は81年10月六本木自由劇場で、テンペストを演出した。79年に一浪して慶應大学経済学部に入学したが、シェイクスピアに夢中になつて、3年生に進学できず留年した年の演出だった。アップル社が上場してジョブズがPCビジネスの立ち上げで成功したのと、私は金もうけに全く縁のない、シェイクスピアに夢中だったのだ。確かに、シリコンバレーのキャピタリストが言つた通り、スタートアップ活動は、ゼロからの人間活動が基本であることを、痛いほど気付かされた。



私が体験した投資先の、財務推移を見てほしい。会社の発展には長い時間がかかるのだ。

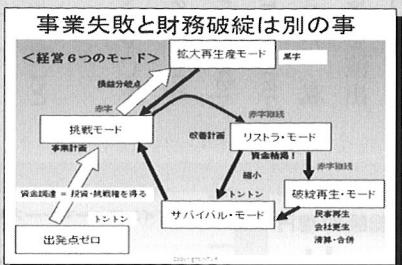
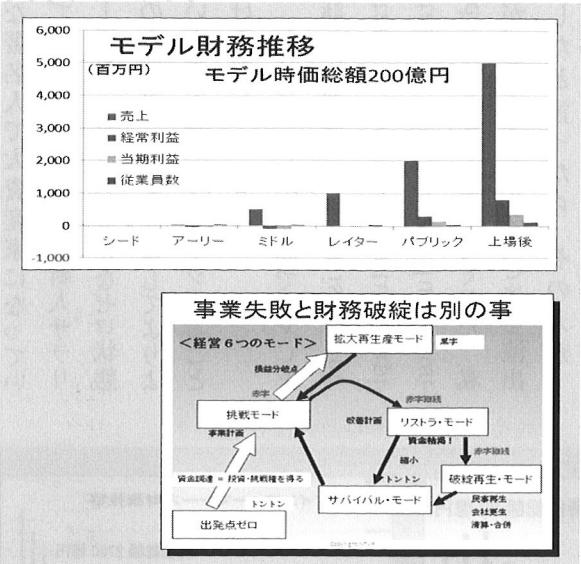
典型的なゼロから発展モデル

様々な過去の体験を、モデル化すると、以下のようになるだろう。(次のページ参照)

- 1 ポテンシャルある案件に、時価総額5~10億円で、初期投資A(持株比率10~30%)
1~5年で、商品化、事業計画、本格増資B
- 2 2~7年で、事業化、収益化、成長増資C
2~7年で成長モデル、組織化、上場-IPO
- 3 5~10年で成長モデル、組織化、上場-IPO
(時価総額20~500億円)
- 4 5~10年で成長モデル、組織化、上場-IPO
(時価総額100億~5兆円)
- 5 IPO後5~10年で、上場後の発展、市場ポジション獲得、事業規模5~100倍(時価総額100億~5兆円)

V Cは偶然成功などしない

一社に1~5億円ずつの投資するとして、平均2億円で20プロジェクトを走らせるに、VCはハンズオンをする管理運用報酬が必要なので、2割は経費で見て取つておく必要があるから、一つの投資組合で、50億円程度は出資金が必要になる。業務執行を行うベンチャーキャピタリストと、複数のキャピタリストが投資委員会を組織する場合に、どんな組織にするかルールを設計しなければならない。まず、経験を持つたキャピタリスト



発展モデル	シード	アーリー	ミドル	レイター	バブリック	上場後	備考
自立ミッション	◎	◎	◎	◎	◎	◎	人間的
会社化Partner	◎	◎	◎	◎	◎	◎	司法書士
事務所情報共有	挑戦	◎	◎	◎	◎	◎	SNS
商品化Value	挑戦	挑戦	◎	◎	◎	◎	商品アセット
事業化Vision	挑戦	挑戦	◎	◎	◎	◎	CFO供給
収益化(人事)	挑戦	◎	◎	◎	◎	◎	監査法人
成長モデル	挑戦	挑戦	◎	◎	◎	◎	KPI需要
上場組織開示			挑戦	挑戦	◎	◎	取引所
改革・M&A					挑戦		時価総額
訴訟対応		挑戦	挑戦	挑戦	挑戦	弁護士	
投資ラウンド	設立	A	B	C	公募	M&A	
増資調達額	20	150	500	500	500	500	百万円
純資産	10	200	400	700	1,000	2,000	百万円
売上	0	10	500	1,000	2,000	5,000	百万円
経常利益	-5	-50	-100	0	300	800	百万円
当期利益	-5	-50	-100	0	150	350	百万円
従業員数	0	5	15	30	40	100	人
時価総額	500	800	1,200	1,500	5,000	20,000	百万円
起業家持株比率	90%	70%	60%	50%	40%	30%	
VC投資家比率	10%	30%	40%	50%	60%	70%	

が何人活動するのか、示さなければならぬ。キャピタリストの仕事は、ベースは人間理解であり、人間としての起業に対する理解と、成功体験を持つていることが重要である。起業家がVCになるのが一番良いが、起業家は他人をサポートするのが苦手で、VCに向かない面がある。かと言つてVC組織で現場担当者として経験を積もうとするとき、起業家が客体となつて、なかなか起業家自身の事が理解しづらい、というジレンマのある職業である。だから、優秀な経験のあるキャピタリストが社会の中でなかなか育たない。

VC業務執行組織を設立企画するに当たつて、やつたことのない人が犯しがちな失敗が、ベンチャースタートアップのコンサルタントやNPOの専門家が、アドバイザーで関係するとVC投資がうまく行くと勘違いをすることがある。キャピタリストは、投資先全てが成功すると思って必死で投資をするのであって、成功するところは5～7年くらいで成功するが、それ以外は10年くらいもがき苦しんでも、なかなか成功しない。だから、一般の人たちが考へている常識である、たくさん投資しておくと偶然、確率的に、良い案件が上場して、回収される、というのはVC前線の現実ではない。VC投資は、宝くじではないのだ。

成功が出来なくて長く苦しんでいる投資先については、基本的に取締役に就任しているわけだから、失敗のプロセスもハンズオンで長期に渡り、プロジェクトを応援するエネルギーの、何倍もVCは成功しかねている途中の案件に労力を割いてい

る。撤退するのは簡単だ。だが成功し損ねた案件を、どう前線支援するか、がVCという職業の優劣を分けると言つても過言ではない。だから、ファンダムの業務執行組合員、つまりベンチャーキャピタリストに誰を指名するかで、VC投資組合の長期の成果とレピュテーションは、大きく変わつてくるのだ。正しい創業経験のある数少ないキャピタリストを、いかに見つけて投資事業組合をやってもらうか、VCファンドの立ち上げは、ことのほか難しい仕事である。

ただ、日本でも経験を積んだキャピタリストが育ちつつある。また、積んだ経験を、モデルにして表現し、他人に伝え、議論することが出来るようになってきた。大きな進歩である。日本でも、スタートアップのVC長期経験がようやく一巡してきたのだ。18年メルカリIPOの成功など、業界にプラスの影響を期待されている。これからが、日本のVC産業の本格的発展期になることを期待したい。



著者略歴

日本テクノロジーベンチャー
パートナーズ投資事業組合
代表 村口和孝

『むらぐちかずたか』

1958年徳島生まれ。慶應大学経済学部卒。84年ジャフコ入社。98年独立。日本初の独立個人投資事業有限責任投資事業組合設立。06年ふるさと納税提唱。07年慶應ビジネススクール非常勤講師。社会貢献活動で、青少年起業体験プログラムを、品川女子学院、JPX等で開催。投資先にDeNA、ジバンケーブルキャスト、IPS、グラフ等がある。