

「独立ハンズオンVCは、未上場株ファンドでない」  
 金商法準拠と悪用されない詐欺ファンド撲滅処方箋  
 (体験を振り返り、日本の成長戦略につなげる)

2014年10月24日金融審・投資運用等WG

## 独立ハンズオンVCは 未上場株ファンドではない

金融商品取引法との関係で、似て非なる  
 →VCを金商法から除外し、悪用されなくすべきだ

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  
 無限責任組合員  
 村口和孝

2014/10/24

NTVP著作権

1

## 1. 30年間の VC現場体験談

2014/10/24

NTVP著作権

2

## 南海大地震津波の被災者二世

- 1958年徳島県海部郡海陽町生まれ
- 中学：水泳選手、県立富岡西高校、二浪
- 慶応義塾大学経済学部（シェイクスピア研究会でテンペスト演出し留年→高橋準二郎ゼミ）
- 1982年計画経済体制崩壊を確信しVC志す
- 1984年学生旅行でシリコンバレー訪問
- 1984年ジャフコ入社（半沢直樹のように働く）
- 1998年独立（子供4人いる一番上26歳一番下6歳）

**要注意：田舎者でもキャピタリストになれる**

2014/10/24

NTVP著作権

3

## 1984－1998 “You are NOT venture capitalist!”

組織VCのサラリーマンだった1990年頃、日本での組織的VC活動を説明するとシリコンバレーのVCに言われショックを受けた！

2014/10/24

NTVP著作権

4

## 志（日本から逃げず）

- 日本の出資者による
- 日本の制度下での
- 日本のベンチャーキャピタリストによる
- 日本のVC投資組合で
- 日本の無名な起業家を
- ゼロ状態から支援して、会社・事業立上げ
- フロンティア領域の新産業を興す
- かの地に匹敵する独立ハンズオンVC活動を

2014/10/24

NTVP著作権

5

## ひたすら遵法精神で！

悪事と交わらず、  
 いかに正しく経済活動で成果を上げるか？  
 と、長年取り組んできた！

2014/10/24

NTVP著作権

6

「独立ハンズオンVCは、未上場株ファンドでない」  
 金商法準拠と悪用されない詐欺ファンド撲滅処方箋  
 (体験を振り返り、日本の成長戦略につなげる)

### 1984-1998 組織人として 地方・新産業誕生に投資成功実績

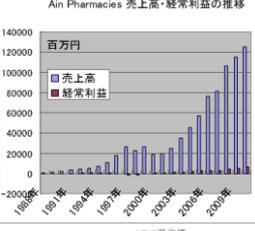
地方の企業の上場デビュープロジェクト  
 帯広：共成レンテム、フクハラ、伊達紋別：ナガワ、小樽：和弘食品、札幌：土屋ホーム、松本建工など  
 新産業立ち上げ  
 調剤薬局：アインファーマシーズ、老人介護：ジャパンケアサービス、萌系：ブロッコリーなどなど  
 (組織人としては、社内調整で「ドラマ半沢直樹」のように働けど、働けど、苦勞の連続)

**要注意：組織稟議では未来仮説に大胆投資困難**

2014/10/24 NTVP著作権 7

### アインファーマシーズ 代表取締役社長 大谷 喜一氏

- 昭和26年生
- 北海高等学校 卒
- 日本大学理工学部薬学科卒
- 大学卒業後、**薬剤師**として**杏林製薬**に勤務。
- オータニ、第一臨床検査センター社長を経て現職
- 上場後、多角化に失敗し、臨床検査業から調剤薬局に業種転換し成功。
- コーカードグループと提携

2014/10/24 NTVP著作権 8

### ジャパンケアサービスの 介護サービスに1992年に投資



**当時「画期的(信じられない)」先行投資案件！**

**サラリーマン時代の先行投資の開発案件**

2014/10/24 NTVP著作権 9

現場体験した私からすると何でこうも、  
制度や一般常識が矛盾だらけなの？

もっと良い制度にならないものか？

2014/10/24 NTVP著作権 10

### 未来は予言できないが、 VCは詐欺じゃない

新しい時代が来る、と言われ、予想されたことが

- その通りになる
- その通りにならない

結果的に、両方ある。

計画作れず状況に対応する行動と経営が問われる  
 →ハンズオンの関与が、長期投資のVCでは重要  
**「ハンズオン：取締役等に就任して経営に関与」**

**要注意：ここが一般のファンドと抜本的に異なる点！**

2014/10/24 NTVP著作権 11

### 1998年 組織を独立 手持ちの金もないのに 日本初の 独立ハンズオンVCを目指す

山一、拓銀、長銀がおかしくなった頃

2014/10/24 NTVP著作権 12

「独立ハンズオンVCは、未上場株ファンドでない」  
 金商法準拠と悪用されない詐欺ファンド撲滅処方箋  
 (体験を振り返り、日本の成長戦略につなげる)

## ほれや！(1998)

1998年、堀場雅夫氏に新しい独立VC構想を説明し始めて、10分経ったところで堀場氏が叫んだ！

2014/10/24

NTVP著作権

13



## NTVP i-1号投資事業有限責任組合 (i: independent individuals 1998年)

- 1998年独立
- シリコンバレーでLPをWSGRなどで調査
- 同時期画期的な、投資事業有限責任組合法が出来る
- 堀場雅夫氏ほか、親戚、旧友、知人などの協力により、個人独立VC投資事業有限責任組合を日本で初設立
- 日本で大胆な創業スタートアップ投資が可能に

**要注意: 誰も、立上げは、親戚、知人の資金が重要**

2014/10/24

NTVP著作権

15

## 「独立VCなど小さな活動では日本は変わらないよ」と批判され

1999年私が独立した頃、ある有名人から言われたが、独立VCを創設して道なき道を進んだ

2014/10/24

NTVP著作権

16

## 祝1998年独立VC元年: 創業投資、取締役就任ハンズオン活動始動

1999年池上本門寺で起業体験教育プログラム開始

インフォテリア、エイケア、DeNA創業期に数億円規模で、大胆投資(南場さんの「不格好経営」)

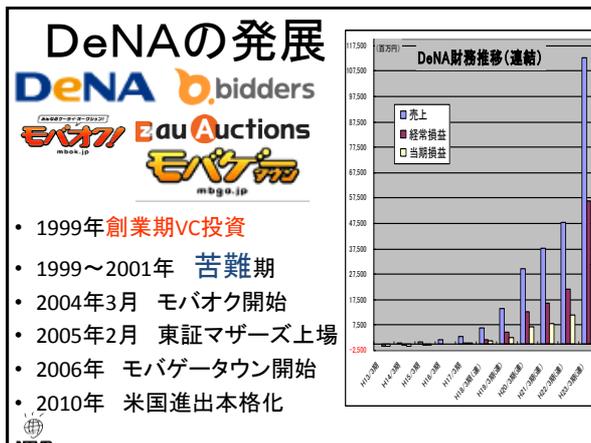
その他、創業支援と、ハンズオンで大胆活動

**要注意: 起業もVCハンズオンも、途中大変不格好だ**

2014/10/24

NTVP著作権

17





「独立ハンズオンVCは、未上場株ファンドでない」  
 金商法準拠と悪用されない詐欺ファンド撲滅処方箋  
 (体験を振り返り、日本の成長戦略につなげる)

### 失われた5年間→「日本VC勢力縮小」

- 2006年ホリエモン事件で上場審査が厳しく矛盾
- 以降、五年間新興上場が超低迷「失われた5年」
- 多くのVCが活動を縮小し、仲間たちが業界を去る
- 2009年投資先エイケア、泣く泣く、英社に売却  
→矛盾感じ、あちこち上場審査不合理改革を遂行
- 2010年ようやくマザーズ改革東証が発表  
→「反市場的勢力(魔女狩り)審査」取り下げ宣言

**要注意: IPO市場不調で、VCが壊滅状態に**

2014/10/24      NTVP著作権      25

### IPO市場の失われた5年間

2013年度以降、ようやく、上場社数が増加、株価が回復

2014/10/24      NTVP著作権      26

### 2010年5月、詐欺撲滅の為と称し、未上場会社への増資禁止未遂事件

- 未上場企業を使った詐欺事件で個人投資家が騙されてしまわないように(目的)
- 原則として個人投資家が出資している会社は、上場できないルールを証券業協会が内部決定
- パブリックコメントで、あちこちから大反対が起り、取り下げる、という大事件が起きた。

2014/10/24      NTVP著作権      27

### 2010上場審査やっとな改革、IPO回復 VC組合活動二周目

- 2012年投資先阿波製紙上場
- 2013年投資先ウォーターダイレクト上場
- 東京オリンピック開催決定
- 2014年投資先ジャパンケーブルキャスト上場延期

**要注意: 二周目、三周目となると、VCも見える景色が変わってくる(アメリカは五周目あたり、日本はやっと独立系がやっとな二周目超えたあたり)**  
 中国インドはすでに二周目三周目に入っている  
 VC世界は、未だにジャパンパッシング

2014/10/24      NTVP著作権      28

2013年3月ウォーターダイレクト上場

2014/10/24      NTVP著作権      29

### 苦難の挙句、ようやく日本でも独立ハンズオンVCが少しずつ台頭しかけている

それでも、中国、韓国のVCがすでに日本よりも進んでしまっている現実

2014/10/24      NTVP著作権      30

「独立ハンズオンVCは、未上場株ファンドでない」  
 金商法準拠と悪用されない詐欺ファンド撲滅処方箋  
 (体験を振り返り、日本の成長戦略につなげる)

## 2. 成長戦略と 独立ハンズオンVC

2014/10/24

NTVP著作権

31

真の成長戦略＝  
スタートアップを質量とも豊かに

- 成長戦略の根幹はイノベーション実現
- 変化する顧客市場、
- 入れ替わる商品供給元経済主体、
- 進化し続ける新しい商品提供技術、

**要注意: 起業家とベンチャーキャピタリスト  
の活躍が必要**

2014/10/24

NTVP著作権

32

技術やリスクマネーだけでは、  
何も起こらない

金融資本や新技術は、世の中に溢れ返っている  
多様な起業家による、会社と事業の経営が必要  
独立ベンチャーキャピタリストによるプロデュース必要

起業家とVCと政府は、21世紀、重要な補完関係  
世界の政府が、VC新興を成長の核にしている

スタートアップ開業のVC支援は、新産業育成のエンジン  
(独立キャピタリスト質量とも増やしたい)

**要注意: なぜ産官学が一般にはうまく行かないか?**

2014/10/24

33

VCは一見金融ファンドみたいだが、  
そうじゃない

1984年シリコンバレーで言われた

2014/10/24

NTVP著作権

34

もっとも大事にしたい考え方

「朕は、国民と共に、全力をあげ、**相携へて**、  
この憲法を正しく運用し、**節度と責任**とを重んじ、  
**自由と平和**とを愛する文化国家を建設する  
やうに努めたいと思ふ。」

日本国憲法公布記念式典の勅語 (昭和21年11月3日)

→その後、国民それぞれの自由・創造的なスタート  
アップ活動によって、敗戦した日本は、経済的に奇跡  
的復興を遂げ、東京オリンピックを成功させた

2014/10/24

NTVP著作権

35

成長戦略に、自由なVC組合活動必要

- 独立ベンチャーキャピタリストのプロデュース活動は、  
日本が未来に向かって、自由に資本と人的物的経営  
資源が高度に結合する、国家の成長戦略における、ミ  
クロ政策の核心でなければならない
- VC組合はファンドなので金融庁、いや、スタート  
アップなので経産省、詐欺の関係で消費者庁、組合だ  
から法務省、などと省際の綱引きをしている場合じゃ  
ない

**要注意: 各省庁の省益を超えての戦略必要**

2014/10/24

NTVP著作権

36

「独立ハンズオンVCは、未上場株ファンドでない」  
 金商法準拠と悪用されない詐欺ファンド撲滅処方箋  
 (体験を振り返り、日本の成長戦略につなげる)

### 独立ハンズオンVCの機能は多様だ

1. 未来の新しい事業を発見機能
2. フロンティア産業を誕生させる機能
3. 無名な若者・起業家候補を発見し、経済社会にデビューさせる機能
4. 会社・経営の立ち上げをバックアップする機能
5. 社会に散在する経営資源を未来に結合する機能
6. 事業の立ち上げに資本を提供する機能
7. 上場を支援する機能
8. ハンズオンで役員会を充実させる機能
9. 世の中の余剰資本を集め、投資し、回収する機能

**要注意: VCの機能でファンド的なものは一部である**

2014/10/24

NTVP著作権

37

### 注意: 独立ハンズオンVC組合は、 未上場株ファンドではない

1. VC組合は、会社・事業立ち上げ出資される
2. めったに株式の売り買いしない
3. GPも資金を出資しないとイケないし、無限責任だ
4. 通常10年以上の非常に長期契約である
5. ハンズオン前提 (普通のファンドとは、真逆だ)
6. 関与に手間かかり、局面ごとに、様々なことがある
7. 誠実に努力するが、結果は分からない
8. 未上場ファンドとは言い難い (ファンドは形だけ)

2014/10/24

NTVP著作権

38

### 独立ハンズオンVC組合の活動局面

- 組合員候補集め、組合設立局面 (ファンドみたい)
- 投資先への出資局面 (ファンドみたい)
- 監査を受け、出資者に報告 (ファンドみたい)
- 役員就任等によるハンズオン支援局面 (ファンドじゃない)
- 上場作業局面 (ファンドじゃない)
- 売却局面、一部は上場後も役員で留まる (ファンドじゃない)

2014/10/24

NTVP著作権

39

### 日本の非独立系の従来型VCは、 アメリカではVCと呼んでいない

パススルーのインセンティブある  
 長期ハンズオン型投資組合のみがVC

2014/10/24

NTVP著作権

40

### 組織型VCと独立型VCとの違い

(就業規則で活動、人事異動あり取締役就任面倒で、長期のハンズオンは困難) → 「旧来の日本のVC」と言われた業種

- 金融機関の関係会社型VC
- 事業会社のVC
- 公的機関のVC

(組合契約で活動、人事異動なしハンズオンが大前提)

- 独立ハンズオン型VC (現在まだ日本でマイノリティー)

**要注意: シリコンバレーではハンズオンし  
ない組合はVCとは呼ばれない**

2014/10/24

NTVP著作権

41

### アメリカ政府と 独立ハンズオンVCは 成長戦略で深く繋がってる

シリコンバレーで聞いた話  
 残念ながら日本ではそうなっていない

2014/10/24

NTVP著作権

42

「独立ハンズオンVCは、未上場株ファンドでない」  
 金商法準拠と悪用されない詐欺ファンド撲滅処方箋  
 (体験を振り返り、日本の成長戦略につなげる)

### 3. 金商法とVC

2014/10/24

NTVP著作権

43

リーマンショック後ファンド規制で  
 米国は賢明にも、  
 VCを別扱い(適用除外)とした

日本は金商法でVCを規制した  
 海外で日本の事を話すのが恥ずかしい

2014/10/24

NTVP著作権

44

#### 要注意: 金商法のVCの届出制が 悪用されてる

組合の出資口数は、合有不可分だが、譲渡可能で、株式の扱いに似ているので、金商法で有価証券にされた

ファンド運用業は、原則ハンズオン禁止発想である  
 「VCの届出制」を作った(アメリカは金商法除外)

その結果、届出制を悪用した「金商法準拠の詐欺組合」が横行

→VCを一般の未上場ファンドと同じように規制すると、VCらしい活動不能(世界のVCは日本に寄り付かず)

2014/10/24

NTVP著作権

45

#### 独立VCを正しく活躍させなければならぬ

- 成長戦略のミクロ政策の中核にしなければならない
- 詐欺ファンドが横行するからと言って、ハンズオン禁止原則の金商法であれこれ規制をしてはならない
- VC組合を金商法から除外するのがよい(VCが未上場ファンドと違うため、これまでのように金商法に例外を作って処理するのにそもそも無理があり、例外が悪用される)
- VC組合は「金商法投資家保護除外」表示を義務付ければ、高齢者等の人が詐欺にあう事もない

2014/10/24

NTVP著作権

46

#### 《重要》VCのスタートアップ開業を 阻害するな

起業家の起業と同じで、VCの若手の出発も同じ  
 最初信用がない

親戚、同郷、同窓、同期などによる少額出資  
 徐々に経験を積み、信用が出来るようになる

要注意: 金商法で金融資産1億円等出資者規制を  
 すると、日本から、独立するVCは、居なくなっ  
 てしまうだろう

2014/10/24

NTVP著作権

47

金商法改正で  
 「日本の独立ハンズオンVCは  
 日本から出て行け」、  
 と言われているように感じる

そうじゃなくて、  
 「日本の独立ハンズオンVCよ、もっと働け」  
 でしょ?

2014/10/24

NTVP著作権

48

「独立ハンズオンVCは、未上場株ファンドでない」  
 金商法準拠と悪用されない詐欺ファンド撲滅処方箋  
 (体験を振り返り、日本の成長戦略につなげる)

## 4. 金商法準拠 詐欺対策の是非

2014/10/24

NTVP著作権

49

## 詐欺師には 金商法の届出制は 実に美味しい

届出制はまともなVCには無意味  
 詐欺師には「金商法準拠」とうたえる

2014/10/24

NTVP著作権

50

### 詐欺ファンドの手口は？(実体験)

- ・「金商法準拠」をうたって、高齢者等を安心させる  
→ 制度が保護してくれる安心感
- ・「VC組合のための金商法の届出制」を利用し、金商法準拠の詐欺組合設計出来てしまう！
- ・国民が、自由に出資出来なくする規制は詐欺撲滅には有効ではないように思われる(そもそも憲法違反?)
- ・被害者が安心して投資できないようにすればよい

→要注意:むしろ「景品表示法」「特定商品取引法」か何かではないか?

2014/10/24

NTVP著作権

51

## 5. 新しい21世紀 日本人教育論

2014/10/24

NTVP著作権

52

## 21世紀日本人の新しい理想 日本人全員「起業家兼 組織人」 「21世紀ハイブリッド新日本人」

日本国民を全員自立させる、  
 ドイツを参考に導入された源泉徴収制度の廃止と、  
 起業体験教育  
 (私の社会へのご提案)

2014/10/24

NTVP著作権

53

### 模擬店の起業体験プログラムで 「日本人は決算処理苦手」の欠点脱却!

20世紀の教育で、勘定の処理、教えなかった  
 20世紀、学園祭の会計処理も、適当だった  
 21世紀は、企業体を作り、ちゃんと処理  
 20世紀、源泉徴収で決算書主体的に作らない制度  
 →国民を自立させ、決算書作らせ、確定申告を!

21世紀、義務教育で国民が起業体験プログラムを!  
 地方創生、女性活用、起業社会創造の重要基礎教育  
 →東京証券取引所も、このプログラムを実施始めた

→要注意:国民に起業体験プログラムを!

2014/10/24

NTVP著作権

54

「独立ハンズオンVCは、未上場株ファンドでない」  
 金商法準拠と悪用されない詐欺ファンド撲滅処方箋  
 (体験を振り返り、日本の成長戦略につなげる)

|  |      |   |      |  |      |    |       |           |                  |  |
|--|------|---|------|--|------|----|-------|-----------|------------------|--|
| 仲間作り   | 事業構想 | 設立登記  | 資本調達 | 販売準備   | 販売活動 | 営業 | 決算・監査 | 株主総会・利益配当 | 納税・解散            |  |
|  |      |   |      |  |      |    |       |           |                  |  |
| 構想・計画策定<br>チームを作って、<br>事業構想、会社の<br>創業計画を策<br>定します。<br>親は懸念してた<br>けど、僕らでも出<br>来たよ |      | 発表・会社設立・増資<br>学生VCの前で、<br>投資家から質問を<br>受け計画修正。<br>株券を作り、登記<br>し、増資、借入れ<br>します。 |      | 試作・仕入・売り場作り<br>現金で値切りなが<br>ら町で仕入れます<br>が、試行錯誤、い<br>きなり計画変更を<br>余儀なくされるこ<br>とも。 |      |    |       |           | 「未来は、自ら拓くもの」<br> |  |

|  |      |   |      |      |  |    |       |           |       |                  |  |
|--|------|---|------|------|--|----|-------|-----------|-------|------------------|--|
| 仲間作り   | 事業構想 | 設立登記  | 資本調達 | 販売準備 | 販売活動   | 営業 | 決算・監査 | 株主総会・利益配当 | 納税・解散 |                  |  |
|  |      |   |      |      |  |    |       |           |       |                  |  |
| 加工・販売活動<br>ボトルネック解消、<br>在庫と売れ行き<br>を見ながら、売値<br>を調節したりしま<br>す。出足は天気<br>に左右されます。 |      | 決算書づくり<br>現金と売れた数<br>とがなかなか合<br>いません。会計<br>士から監査証明<br>を発行してもら<br>います。 |      |      | 株主総会事業報告<br>利益が出たら、<br>配当します。<br>意外と成績がよ<br>いのは学校の優<br>等生チームでは<br>ありません。 |    |       |           |       | 「未来は、自ら拓くもの」<br> |  |

### もっとも大事にしたい考え方

「朕は、国民と共に、全力をあげ、**相携へて**、  
 この憲法を正しく運用し、**節度と責任**とを重ん  
 じ、**自由と平和**とを愛する文化国家を建設する  
 やうに努めたいと思ふ。」  
 日本国憲法公布記念式典の勅語（昭和21年11月3日）

→その後、国民それぞれの自由・創造的なスタート  
 アップ活動によって、敗戦した日本は、経済的に奇跡  
 的復興を遂げ、東京オリンピックを成功させた

2014/10/24      NTVP著作権      57

2014年10月24日金融審・投資運用等WG

## 独立ハンズオンVCは 未上場株ファンドではない

金融商品取引法との関係で、似て非なる  
 →VCを金商法から除外し、悪用されなくすべきだ

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  
 無限責任組合員  
 村口和孝

2014/10/24      NTVP著作権      58