

米国VC視点から見た日本の スタートアップエコシステム

SOZO VENTURES
KOICHIRO NAKAMURA

米国市場でポジションを確立した 「プラットフォームプレーヤー」のグローバル展開 をサポートし投資機会を獲得する。

シリコンバレー

日本市場

SOZO VENTURES

- ・ 本社シリコンバレー
- ・ 創業2012年
- ・ 社員数 約30人
- ・ 3号ファンド（約900億円）を
立ち上げ中



WHO IS SOZO?

スタートアップ投資の世界ランキング『FORBES MIDAS LIST』で、2021年に日本人として72位に初めてランクイン。2022年には63位。

Koichiro Nakamura

FIRM: SOZO VENTURES

NOTABLE DEAL: COINBASE

Koh Nakamura makes his debut thanks to his investments in cryptocurrency exchange Coinbase and enterprise software business Palantir. Once a founding team member at Yahoo Japan, Nakamura co-founded Sozo Ventures in 2012 to help founders expand into the Japanese market and Asia more broadly. He's helped dozens of businesses since, including Square.

[READ MORE →](#)



72

本日の内容

1. VC投資「3つの誤解」
2. VCの基本的な仕組みと最近の流れ
3. 日本のスタートアップ投資の問題点
4. 日本のVC投資の問題点
5. 解決策（案）
6. 参考にすべき事例

1

日本のVC投資 「3つの誤解」

MISUNDERSTANDING #01

スタートアップ投資は 『目利き（直感）』と『スピード』 が大事



……. 実際は膨大なデータ分析や、過去の実績などを細かくウオッチし、しっかりビジネスモデルや財務状況を精査し、モデルを立てて投資している。



MISUNDERSTANDING #02

スタートアップ投資は運に
左右される、数が大事。



……. スタートアップ投資はファンドアセットの中で最も成功
ファンドの継続的な成功率が高く、成功したシステムがあるかどうかで成否が分かれる。また、投資先も50%近くを投資を成功させないとファンドとしては成立しない。

MISUNDERSTANDING #03



日本の問題はリスクマネーが足りないこと

……. 有望な起業家、VCは資金調達に困っていない。成功しないモデルを拡大生産しても成功モデルは出てこない。問題は成功モデルを作るシステムがないこと。

2

VCの基本的な仕組みと 最近の流れ

KEY POINTS

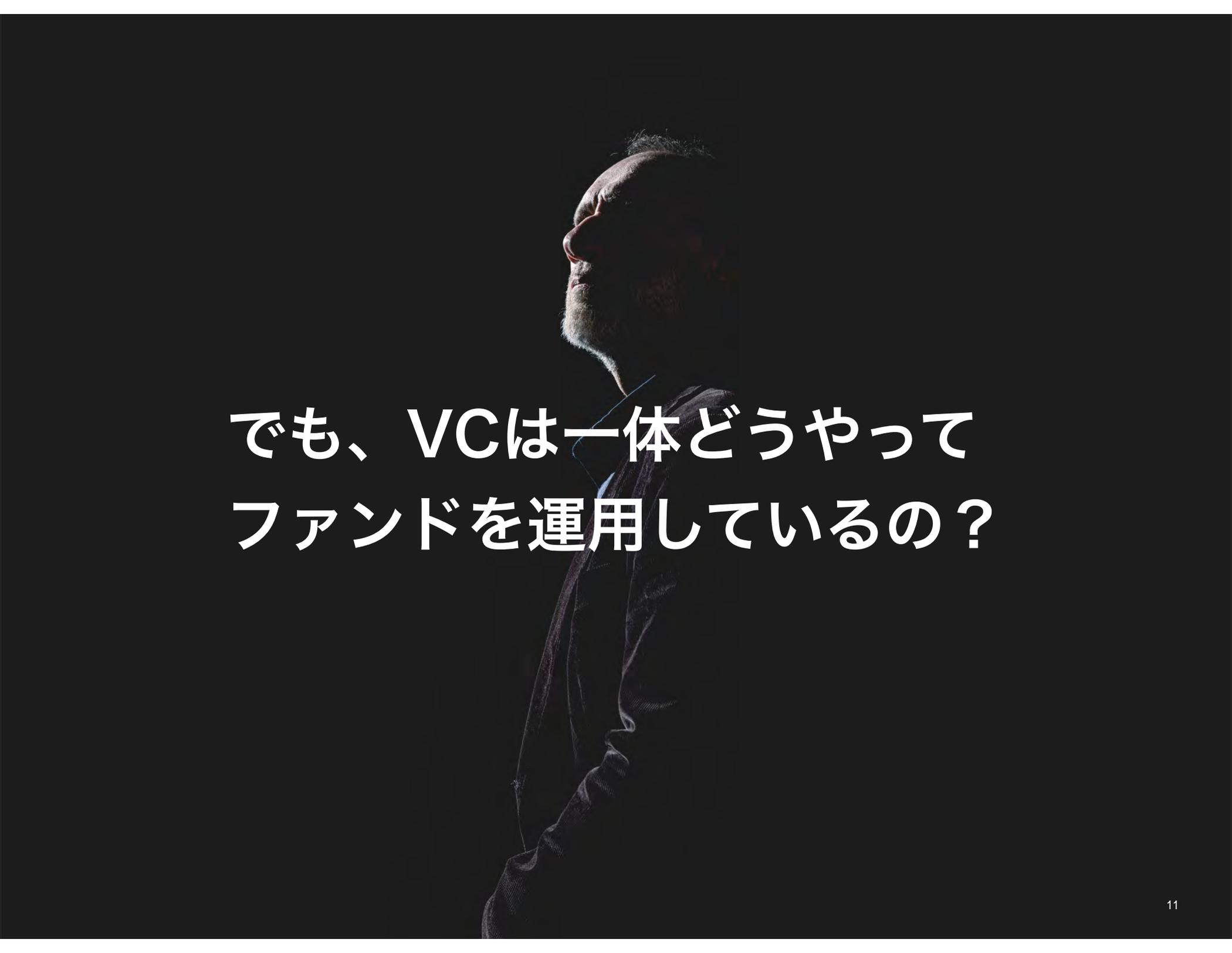
- ➔ 世界のVC産業（スタートアップ投資）は巨大化している
- ➔ 米国以外の欧州・アジア・南米で、激増している
- ➔ VCの産業構造は、トップファンドが利益を独占している
- ➔ 預かったお金を、10年で3倍にするのが「基本ルール」

シリコンバレー「一極集中」から 世界の成長エンジンに発展したVC産業

[図表1] 世界のユニコーン企業959社の分布 (2021年12月末)



※日本のユニコーン数は10社(2021年10月末時点)

A man with a beard is shown in profile, looking upwards and to the left. He is wearing a dark jacket. The background is dark, and the lighting highlights his face and the texture of his clothing. Overlaid on the image is white Japanese text.

でも、VCは一体どうやって
ファンドを運用しているの？

VCの投資家は、ダイヤの原石を絞り込む専門家 1年間で600人以上の起業家とミーティング

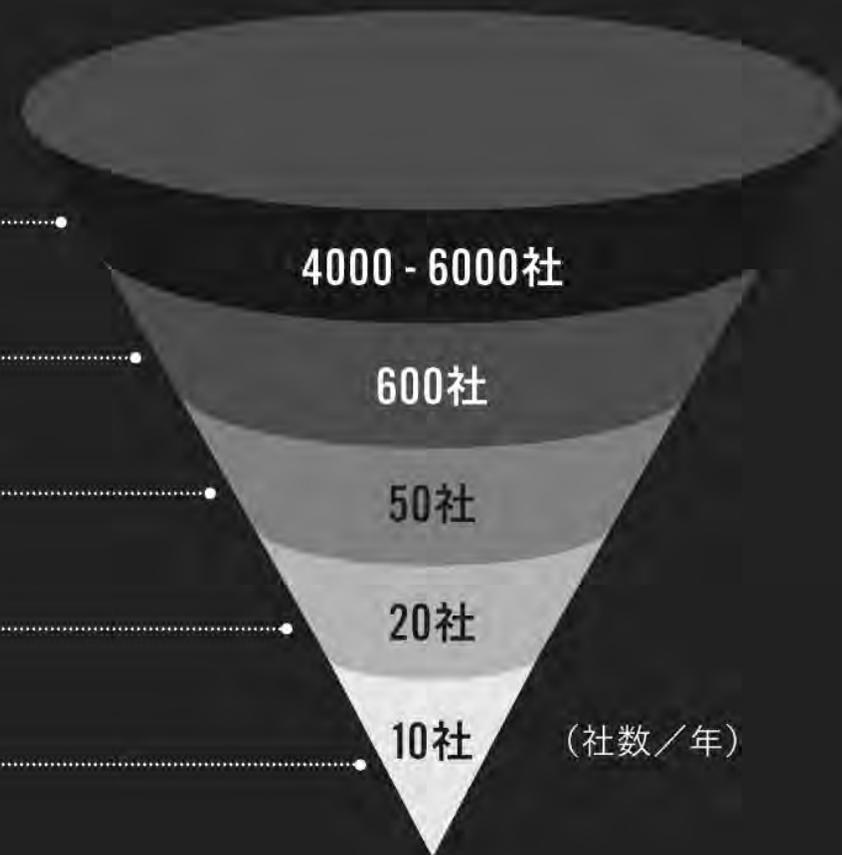
1. ソーシング(投資先候補の調査)

2. ミーティング

3. タームシート(出資条件)の提示

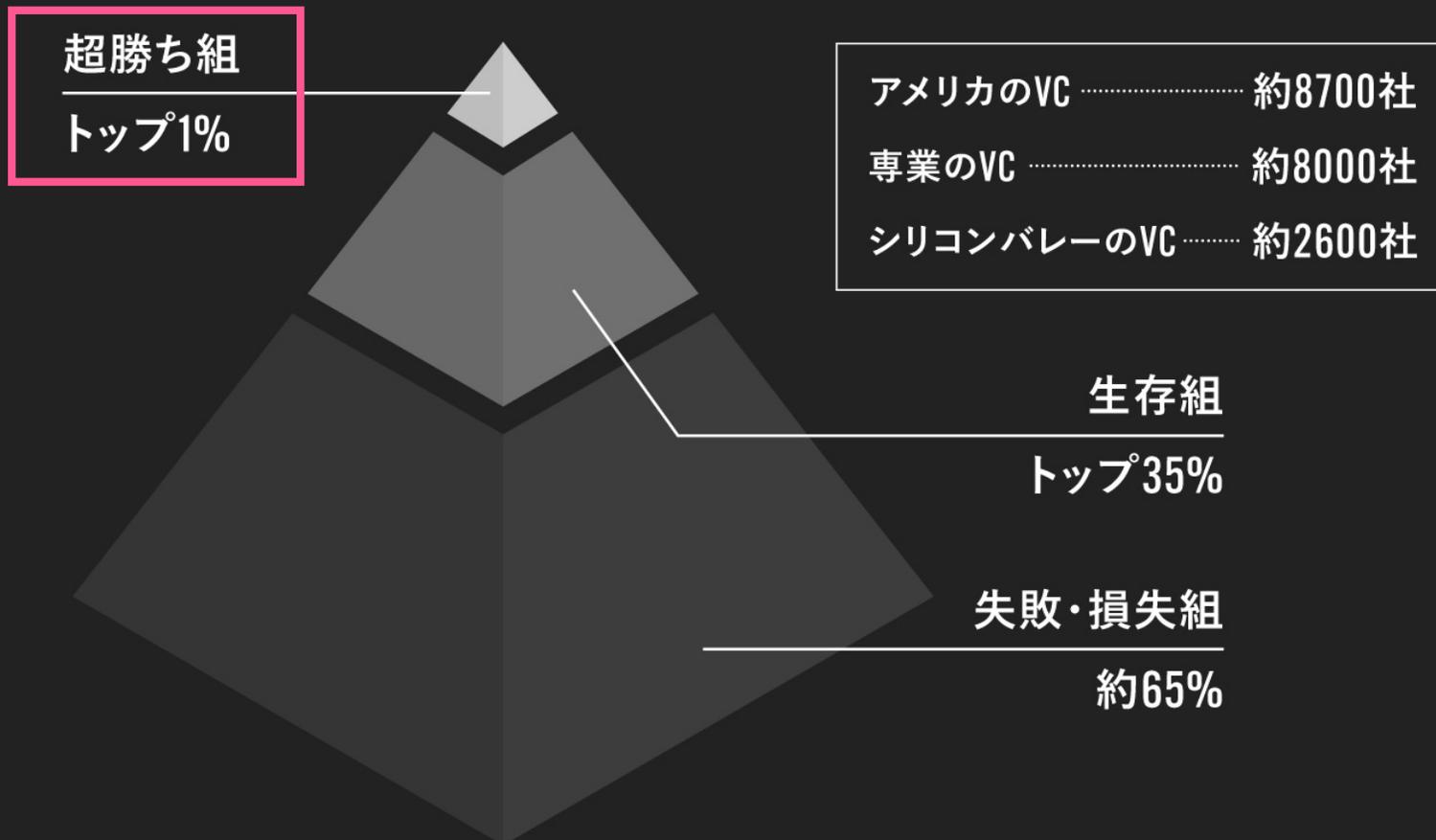
4. デューデリジェンス(事業調査)

5. 投資決定



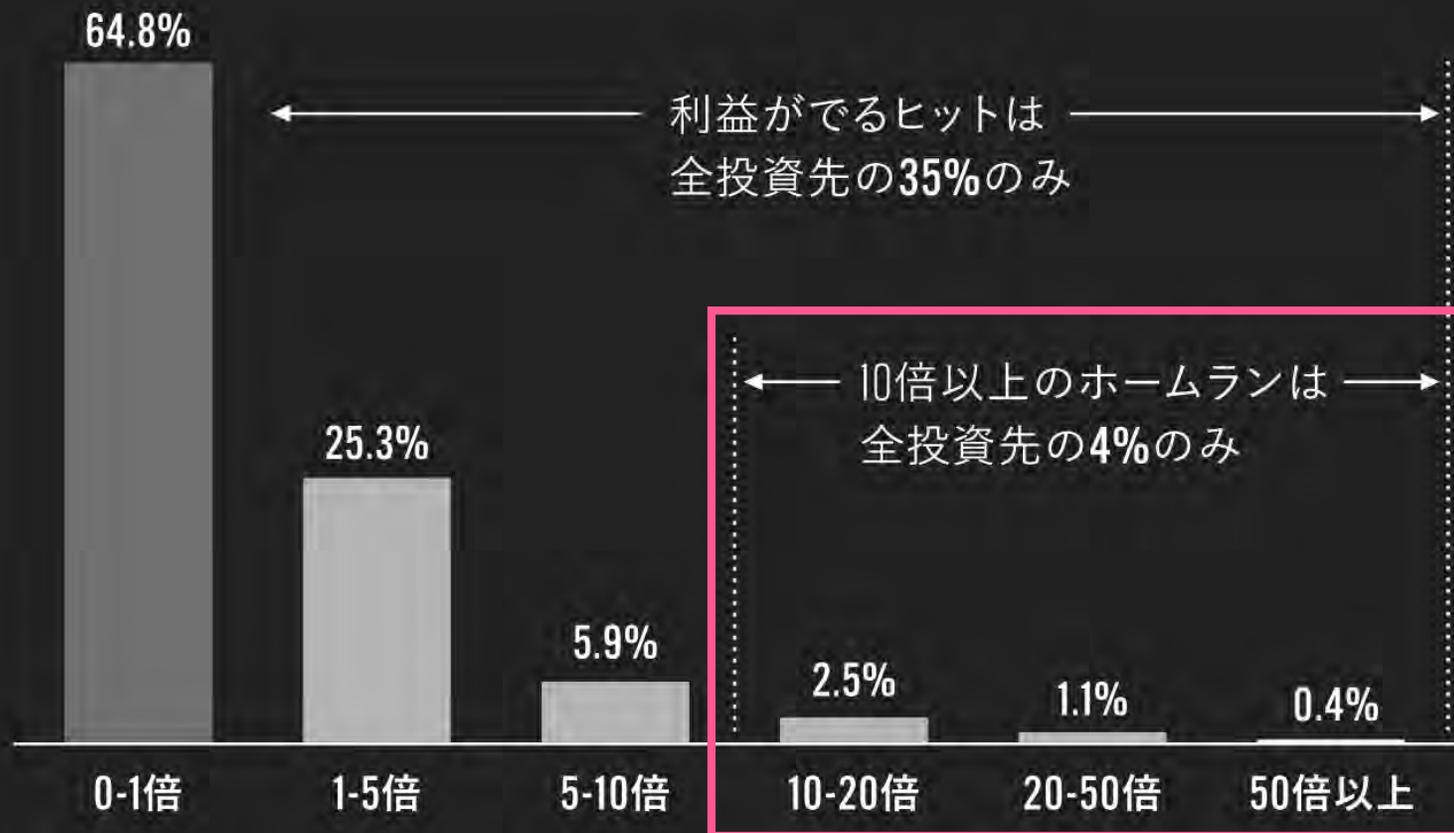
しかし、その競争はとても過酷であり
上位1%の超勝ち組と、下位65%の失敗組に分かれる

[図表2] アメリカVC産業のヒエラルキー

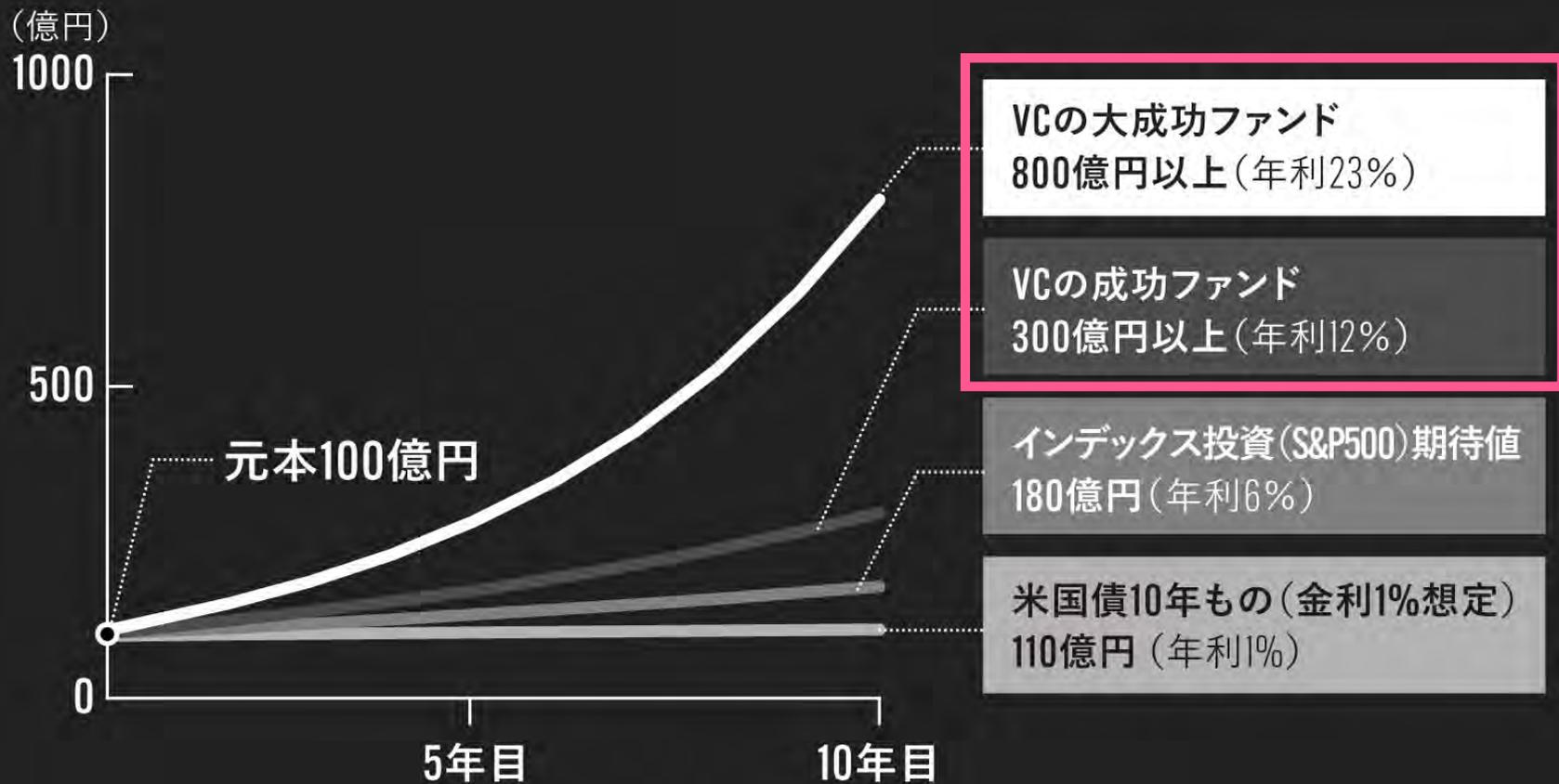


圧倒的な利益を生み出すホームラン案件は スタートアップ全体の4%未満に過ぎない

[図表6] スタートアップ投資のリターン分布図



出資者から預かったお金を、 10年間で3倍にしないとVCは生き残れない



3

海外のVCから見た日本のスタート アップ投資の問題点

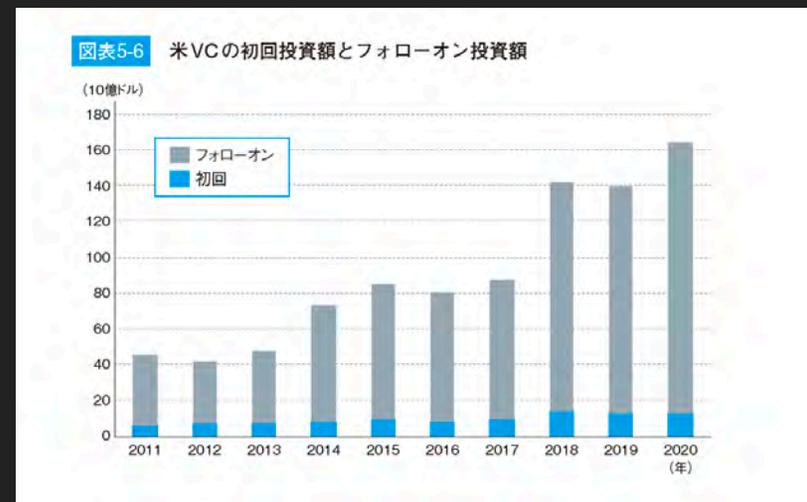
(なぜ海外のTOP VCは日本のスタートアップに投資し難いか)

ファイナンシャルストラクチャーの問題

例：海外VCは既存の投資家が継続投資をしない
『見切られた案件』や、中核投資家がない案件
には投資検討をしない

海外のVCは一般的には投資先で順調に成長をしていく会社には追加投資をしていき、起業家もある程度の割合を継続投資してもらえる中核投資家で投資家を構成する。

それに対して日本のVCの多くが継続投資の割合が非常に低く、クラウドファンディング的な投資しか行わないので、そのような案件は見切られた案件と判断されてしまう。



制度、契約上の問題

**例：海外VCは標準的な契約条項、標準的な制度、
ストラクチャー以外を敬遠する**

日本のスタートアップは日本独自の多くの場合は非常に投資家優位の契約条項（買取条項や上場への努力義務規定）やストックオプション制度についても設定、行使期間や条件が限定的という日本独自の契約条件や制度が多く設定されている。投資家優位な条項は一見するとVC投資を促進するように見えるが、上述のリスクの観点に加え、そのような不平等条件を課されているスタートアップは相応の理由がある、もしくはそのような契約条件が将来の制約になると見られ、そのような制度や契約条項があるだけで投資検討の対象にならない原因となる。

チーム構成の問題

例：海外VCはスタートアップの経営陣が日本人のみで構成されている場合、海外へ拡大する能力に欠けると判断する

海外のVCの最重要視する点の一つが、スタートアップのチームが関連する適切な業務経験を持つメンバーで構成されているかという点。日本のスタートアップの多くが海外市場を目指すと言っているにもかかわらず海外市場での経験がある経営陣が含まれていない場合は非常に大きな考慮点となる。従ってグローバルな市場を目指すスタートアップには外国人を含めた人材の誘致や留学生を含めた海外との交流が極めて重要になる。

図表1-2 中心的な人材に求める素養



業界経験

>



突出した能力

>



スタートアップの
勤務経験

>>>



その他
(情熱、チーム
構築力など)

4

海外VCから見た 日本のVC業界の問題点

ファイナンシャルストラクチャーの原因

例：VCの必要な経験がないと投資先管理ができず、結果として少額の継続性のない投資しかできない

VCもスタートアップの経営陣チームと同様に投資から投資先の評価、管理、売却等の必要な機能の経験があるチームで構成する必要があり、そのような機能の経験がないと、適切な投資の設計、実行、管理ができないことになる。日本における大きな問題の一つが、VC投資、投資先管理に必要な経験を持った人材の不足。もっというならそのような必須な人材が欠けているかどうかの議論がされずにファンドが組成され資金が投下されてしまうという問題。

図表4-1 ベンチャー・キャピタル 7つの機能

(1) 投資先にアクセスする	(仕入れ)
(2) 投資先をバリュエーションする	(仕入れ)
(3) 投資条件を詰め、投資を判断する	(仕入れ)
(4) 投資後に価値向上に寄与する付加価値を提供する	(製造)
(5) 投資先をモニターする	(品質管理)
(6) 投資先への追加投資、イグジット戦略を策定・実行する	(販売)
(7) ファンドを運用し、投資家にレポートを作る	(IR)

図表4-9 VCに必要なチーム

■投資チーム

- 案件の探索、リサーチ、獲得
- 投資実行後のポートフォリオ管理
- 投資先企業のフォロー

■デューデリジェンス/ポートフォリオ管理

- 投資前の案件の評価
- 投資実行後の投資先のモニタリング
- エンドユーザー調査など取材
- ファンドオペレーションチームと連携
- ファイナンスチームと連携

■ファンドオペレーション

- 投資やイグジットのタイミング、金額の決定、追加投資予算の確保
- ポートフォリオの状況把握と修正、ファンドとしての投資戦略の実行

■ファイナンス・バックオフィス

- 投資先、投資家、関係当局に関する必要なレポートの作成、情報提供

制度、契約上の問題

例：VCにも弁護士事務所にもVC投資に関する専門知識が欠如しており、日本固有の契約や制度が作られてしまう。

VC投資は非常に専門知識が必要な分野であり、それに伴う契約や制度についても日々進化しており、進化を適切にキャッチアップしていく必要がある。ところが、グローバルではありえない投資家優位の契約条項（買取条項や上場への努力義務規定）や二人組合のような問題が指摘されかねない独自ストラクチャーがいまだに残っている。

ストックオプション等の制度についても税制の観点等から起業家側からしたら不利な形が日本版の制度となっている。

このような制度、契約上の問題の根本原因は、制度設計者、弁護士等のプロフェッショナルファーム、VC、起業家のVC投資に関する知識がある人間が極めて限られている点と考えられる。

日本固有の制度の問題例（ストックオプションの 日米比較）

	日本	米国
行使価格の設定期間	1年以内	次回ラウンドまで（通常数年間）
行使実行期間	1年以内	次回ラウンドまで（通常数年間）
設定時点での役員／社員のインセンティブ	利用可。	利用可
将来採用の役員／社員のインセンティブ（オプションプール）	不可	利用可
退職後の利用	不可	一定期間（通常3-5年程度）在籍後利用可

日本と米国のストックオプションは起業家からみてその使い勝手に大きな差があり、その差により目的にも大きな影響がある。本来のストックオプションの意義は経営陣に十分なインセンティブを与え、必要な経験がある人材の獲得に資することにあるが、日本の仕組みでは、特に将来の人材の獲得という観点からは制約が多く活用しにくい仕組みと言わざるを得ない。また、一定期間勤務後の退職についてもストックオプションの利用を認めることで、特定の成長段階やEXIT等の特定時期に経験がある専門人材を特定期間に獲得するためのインセンティブにもなっている。信託型ストックオプションというような経営陣の負担で将来の米国型の人材獲得、プロモーションに対してのインセンティブを作ろうという日本独自の仕組みもあるがこちらでもスタートアップの経営陣側の負担が大きく活用しにくい。

会計基準、バリュエーションの問題

例：ファンドの会計基準やバリュエーションの公正評価がないことにより日本のVCファンドの評価は難しい

日本のVCへの投資を検討する際に難しい点の一つが日本独自の契約内容に加えてファンドの会計基準やバリュエーション方式のグローバルスタンダードからの乖離となる。ファンドに対しての投資を行う海外の機関投資家の多くは彼らの投資家からこのような会計基準に基づいたレポートの提出が求められ、海外の投資家から投資を受けるためには、米国の会計基準やガイドラインに基づいた公正評価やバリュエーション情報の提出が多くの場合要求されるがこの点の対応ができる会計の専門家が日本では極めて不足している。

この点の対応できないとVCに対しても海外からの投資を受けることが難しい。

投資家（LP）の問題

**例：VC投資を行う投資家（LP)にVCの適切な運営、
評価方法に関しての知見がない**

海外では、PE/VCアセットの投資は専門職でマネージメントに必要な経験や適切なプロセスを評価した上で投資を行う。その結果、VC業界の希望者は実績があるVCで経験を積むか必要な機能の経験者と一緒にファンドを立ち上げる形で適切な運営を目指すこととなる。このような正しいガイダンスの役割を知識がある投資家が果たすことによりVC業界がプロフェッショナル化する。そのようなノウハウがない場合はVCの失敗モデルの拡大生産になりかねず、結果としてエコシステムにネガティブサイクルを引き起こす可能性が高い。

外国からの就業の難しさの問題

例：日本に優秀な起業家や投資家が来る際のビザ取得、家族の生活環境の整備のハードルが極めて高い

シンガポールやイギリスにおいては、高度な学歴や職歴を持つ人材や起業や投資に関わる人材に対して移民を簡易化する仕組みや子供の学習環境の整備等のサポートが得られるのに対して、日本においてはそのような特別な対応はなく、ビザの取得、家族の環境サポート、銀行口座の開設、賃貸契約等のライフインフラの外国人向けのプロセス整備、英語での案内等が限定的で非常に難易度が高い。

5

問題を解決するには

政府がやるべきこと（案）

- 最新のVC投資に関する必要知識の教育
- 制度、基準、契約のグローバル標準対応
- 海外からの人材誘致、海外への人材派遣の支援

最新のVC投資に関する必要知識の教育

- LP投資家、VC、起業家、弁護士、会計士、制度設計政府関係者への必要な知識の教育
- グローバルなVC投資、起業家支援組織、大学との連携
- VC投資に知見があるプロフェッショナルファームとの連携、誘致

制度、基準、契約のグローバル標準対応

- ファンドの評価基準、公正価値レポート開示、義務化
- 国際的なガイドラインに沿ったバリュエーション基準の設定
- グローバル標準の契約、制度へ変更可能な関連税制、法規の整備
- グローバル標準にあった標準契約等の作成と開示
- VCファンドに関する登録規制の強化、業務の透明化

海外からの人材誘致、海外への人材派遣の支援

- 優秀な起業家、VCを呼び寄せるための先進的な制度の導入（例 シンガポール VCC、キャピタルゲイン課税の導入）
- 起業家、VC、業務専門家のビザ取得の簡便化
- 来日外国人向けのインターナショナル教育環境の整備／サポート
- 海外大学、大学院留学、海外企業就業の支援
- イノベーション目的の特定地域の海外駐在に対する支援

政府がやるべきでないこと（案）

- 知識、経験がない人間による立ち上がるべきでないスタートアップ、ファンドへのお金のばら撒き
- VC投資の仕組みにそぐわない、制度の設計や変更
（例：集団投資スキームにそぐわない特定の地域・分野等の過度な条件を付したファンドへの投資、上場や売却EXITの障害となりかねない既存株主間以外のセカンダリー投資の緩和）

参考情報

VENTURE CAPITALIST

世界を動かす最強の「キングメーカー」たち

孫正義、ピーター・ティール、モデルナワクチン仕掛け人…

ゼロイチで稼ぐ投資家たちの全手法

ついに解禁!

後藤直義
フィル・ウィックハム
Sozo Ventures 監修

NEWS PICKS PUBLISHING

孫 泰蔵
Mitsuhiko Takemura
Z世代VC/エンジェル代表取締役社長

川 邊 健 太 郎
早稲田大学 教授

田 中 愛 治
慶応義塾大学 教授

伊 藤 公 平

新 浪 剛 史
ソゾ・ベンチャー・キャピタル代表取締役社長

キャピタリスト

ベンチャー

スタートアップ投資
のセオリー

KOICHIRO NAKAMURA
中村幸一郎
Sozo Ventures ファウンダー・マーケティングディレクター

米国のベンチャー・キャピタリストは
何を見ているのか

KAUFFMAN FELLOWS PROGRAM #57
カウフマン・フェローズ・プログラム

THEORIES OF
STARTUP
INVESTMENT

How To Find The Next Unicorn

「マジック・アイ(目利き)」の裏にある基本原則とは?
ユニコーン企業を見いだす
科学的手法がある!

ツイッター、ズーム、スタエア、ハランティア、コインベースなど
そうそうたるユニコーンに投資し、シリコンバレーで躍進する日系VC創業者が
米国随一のベンチャー・キャピタリスト養成機関と実践で学んだことを凝縮

VC/PEファイナンスの権威 シカゴ大学のS.カプラン教授推薦!

ダイヤモンド社