

VCの視点から見た スタートアップの現状と課題

総務省情報通信審議会
総合政策委員会



2023年2月17日
坂本 教晃

自己紹介



坂本 教晃

Noriaki Sakamoto 取締役COO、Partner/Managing Director

- 専門分野 IT/AI、ファイナンス、ライフサイエンス
- 学歴、職歴 東京大学(経)卒、コロンビア大学MBA

- 経済産業省では中小企業金融円滑化関連法案や家電リサイクル法の法案作成業務に従事。IPAを通じたベンチャー企業の育成支援、未踏ソフトウェアプロジェクト等の展開
- 実家の繊維問屋(創業130年)の社長・副社長として企業整理・新規事業等を統括
- マッキンゼー・アンド・カンパニーでヘルスケア、自動車、ハイテク等の業界各社に対し、営業・マーケティング、新規事業、M&A戦略等に従事、マッキンゼー「企業価値評価」を訳
- UTEC2014年入社。Forbes Japanが選ぶ「日本で最も影響力のあるベンチャー投資家BEST10」 2020年6位 2021年3位 2023年 2位

※本発表は個人の見解に基づくものであり、所属組織を代表するものではない。

Science/Technologyを軸に、資本・人材・英知を還流させ、
世界・人類の課題を解決するためのフロンティアを開拓する

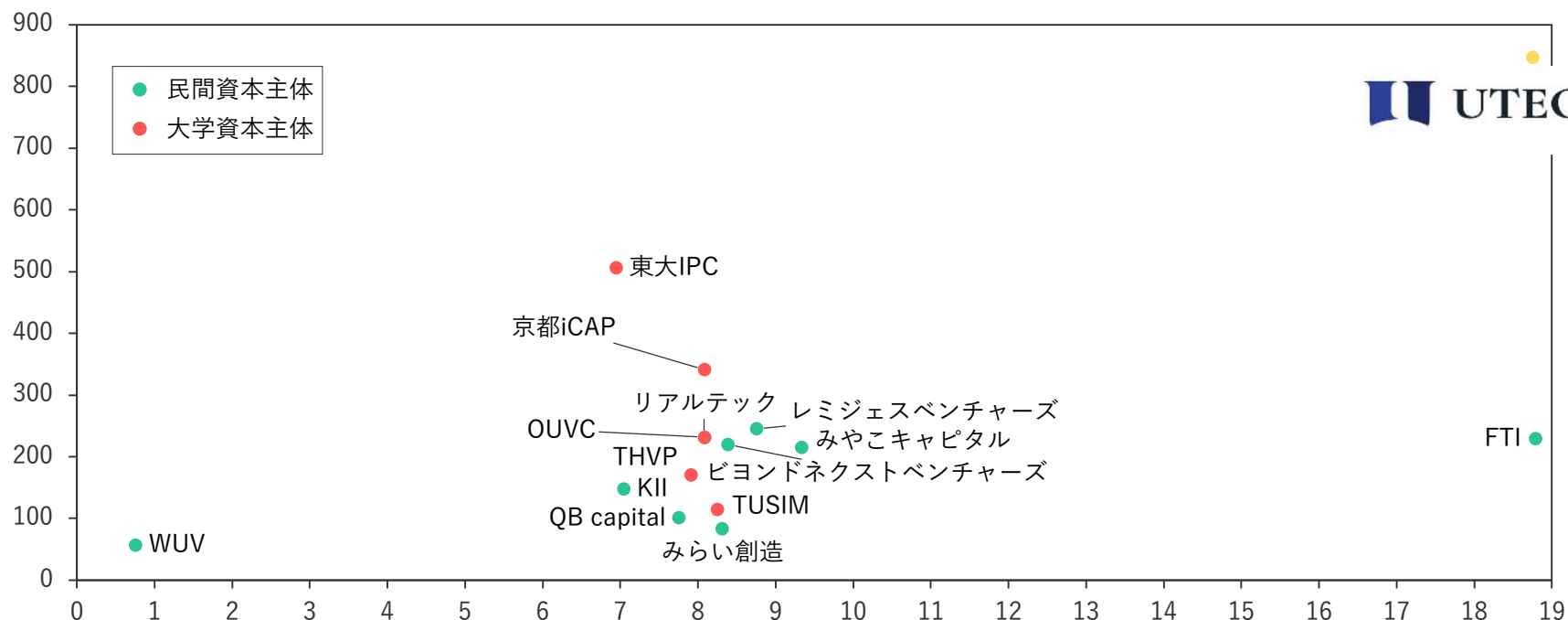
We pioneer frontiers to solve global issues of humankind, by
bringing capital, talent and knowledge, around science and
technology

大学系ベンチャーキャピタルの発展

①機関投資家中心にレイズして投資家規律のもとで独立系プロフェッショナルファームとして活動しながら、②大学と連携して社会的意義のある会社を生み出しリターンを実現

主要産学連携VCのマッピング

縦軸: 累計AUM: 億円、横軸: 設立後年数: 年、2022年12月末現在



出典: 各社発表資料よりUTEC作成 (AUMは公表ベースであり一部の可能性有)

東京大学エッジキャピタルパートナーズに対する誤解



- 東京大学の研究者が関係している技術に対してのみ投資
- バイオ関連や素材関係等、「研究室」テクノロジーに対してのみ投資
- 公的機関からの資本を中心に運営されている

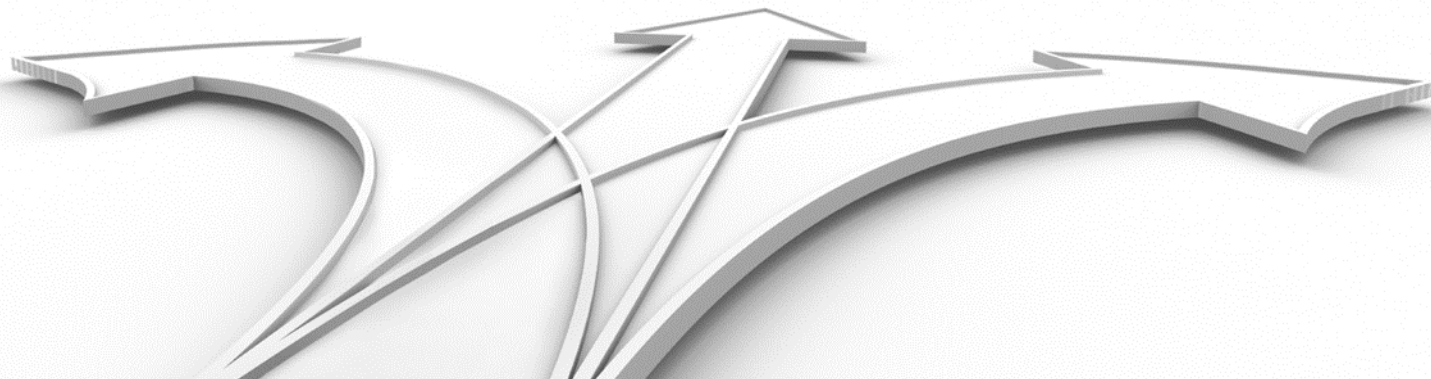
マーケット は劇的に下がった

→ 上場 は大きな影響を受けている

→ ベンチャー投資 には陰りが見え始めている

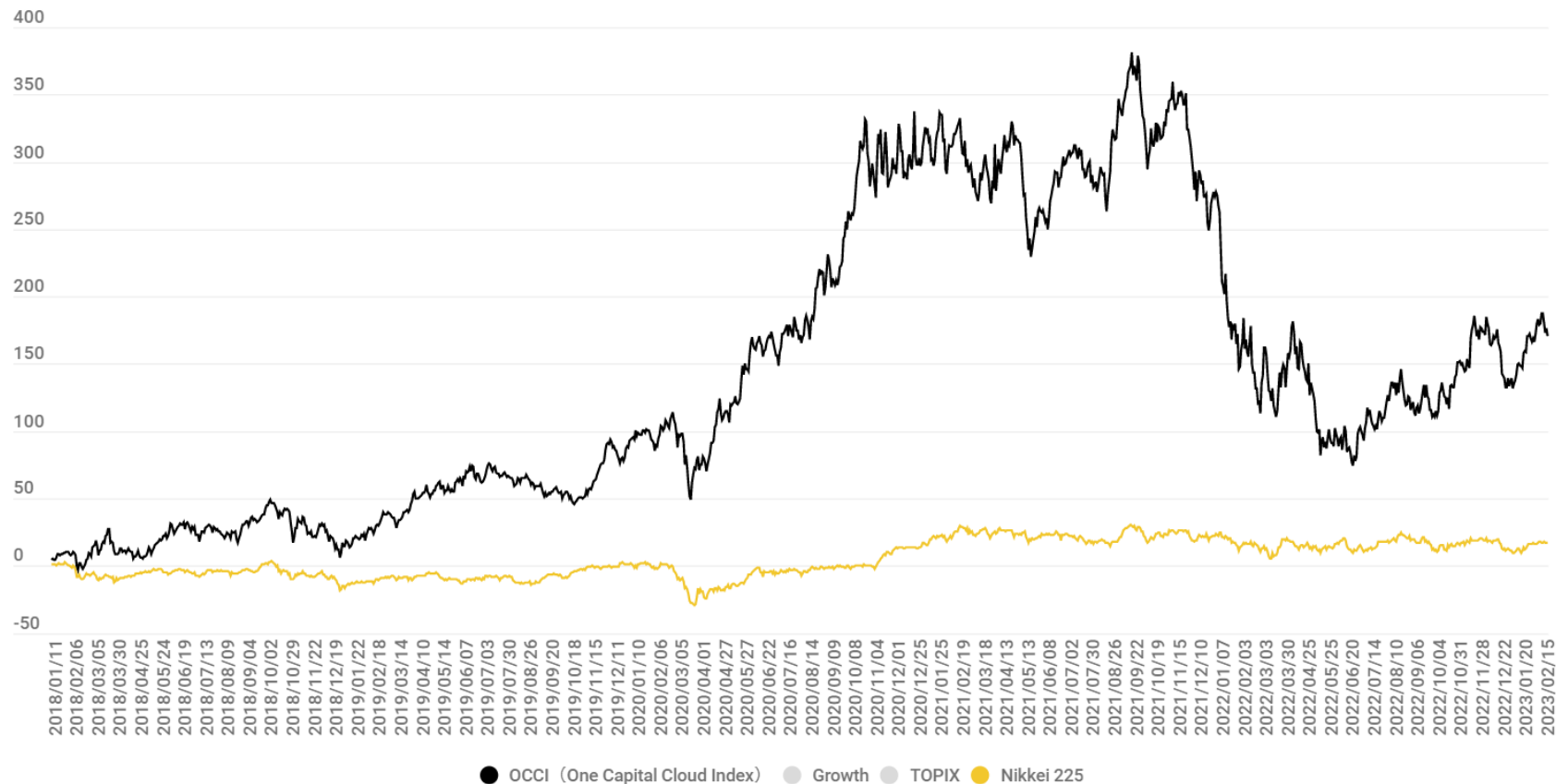
→ 人材 の質は明らかに向上

→ 政府 からの期待は大きい



マーケットの影響:まずは株価に大きなインパクトが出始めている

過去5年のインデックス推移



Source: one capital cloud index

マーケットの影響：SaaS企業への期待は現在大きく低下

SaaS上場企業の売上マルチプル推移（2018年来）



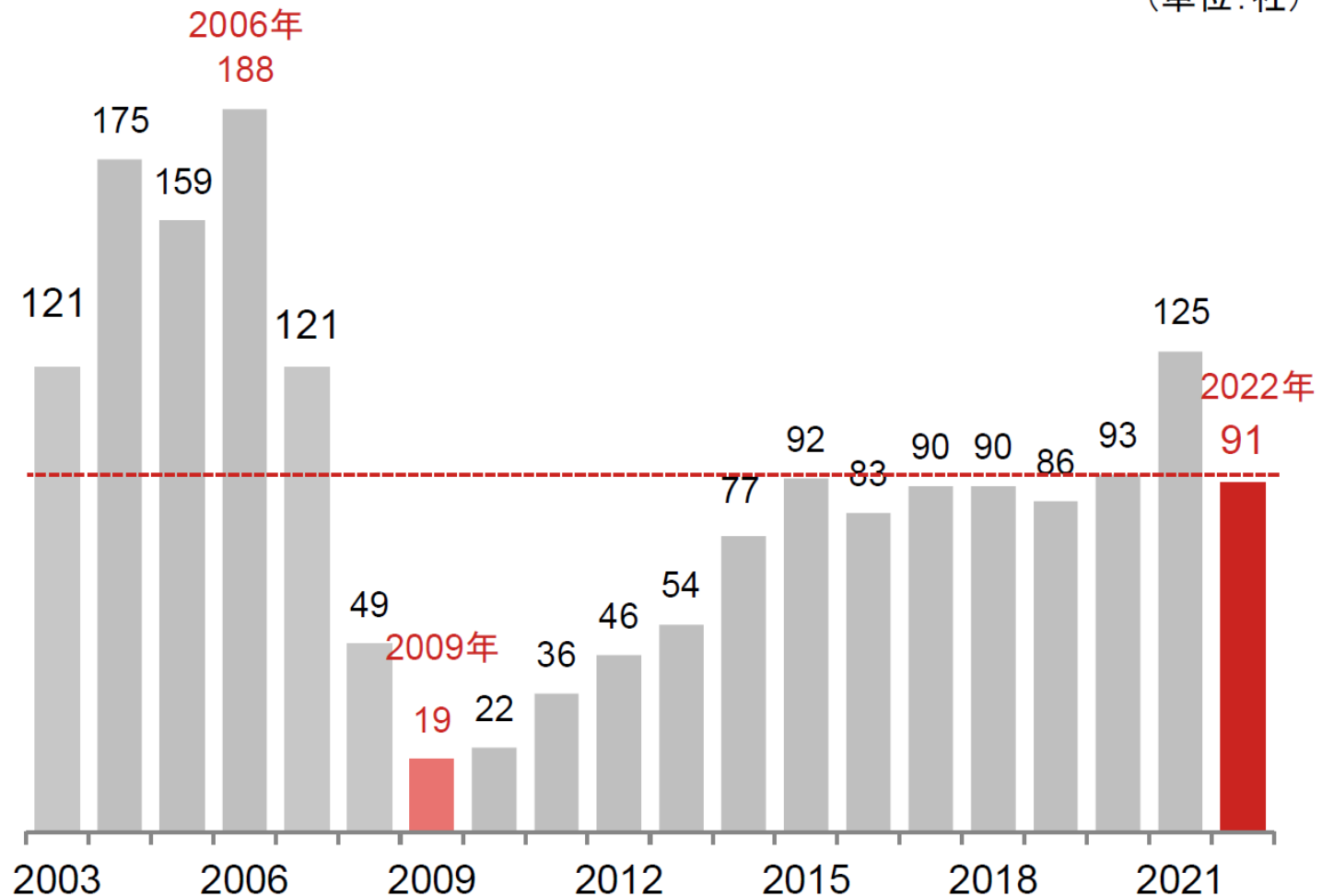
X 4.8

Source: one capital cloud index

上場への影響: 上場企業数において13年間で実質初めての逆回転が起きた

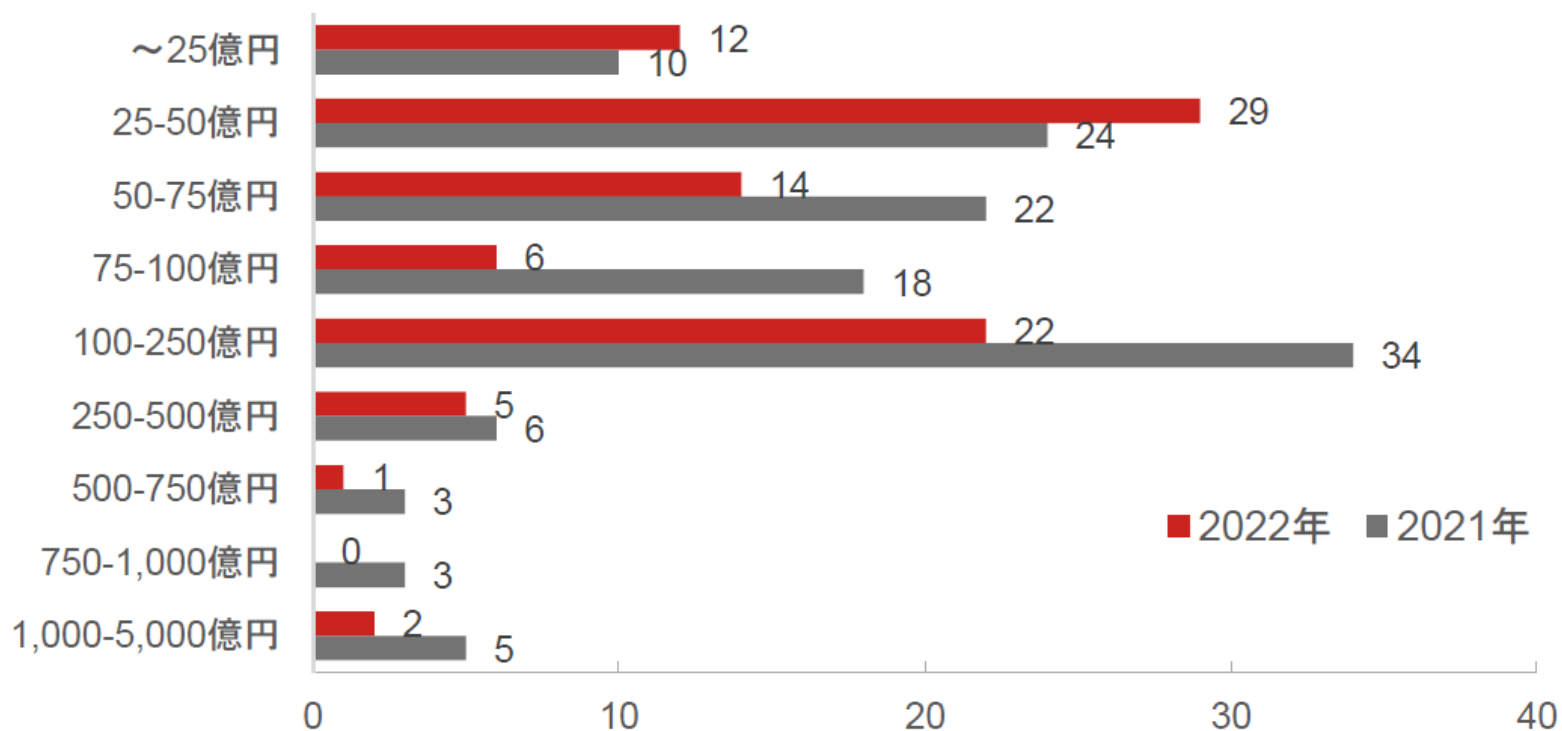
過去20年の上場企業数の推移

(単位: 社)



上場への影響: 足元では上場企業の時価総額は大きく沈んでいる

上場時時価総額の分布



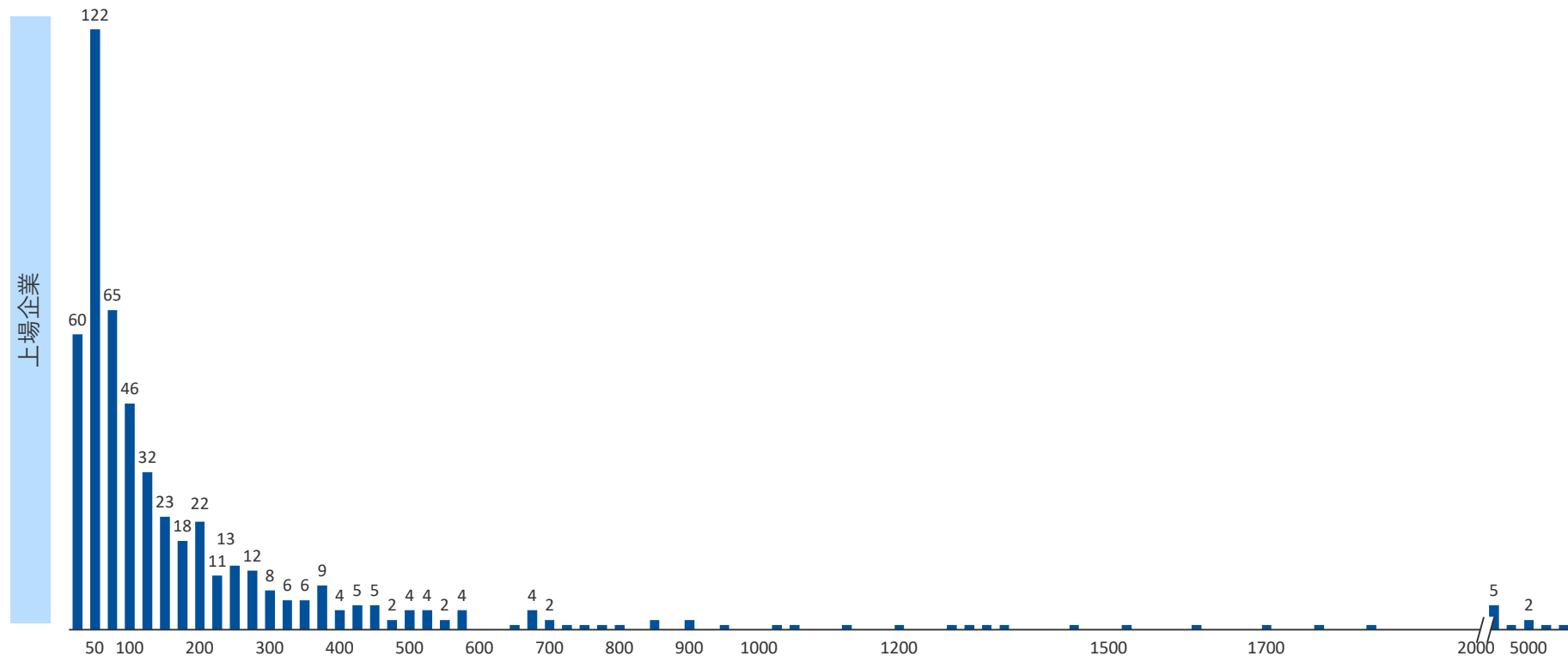
そもそも日本はスモールな上場企業が多い

中央値は100億円程度であり、100億円以下の時価総額が56%を占める

2022年12月31日時点

上場ベンチャー企業¹の時価総額

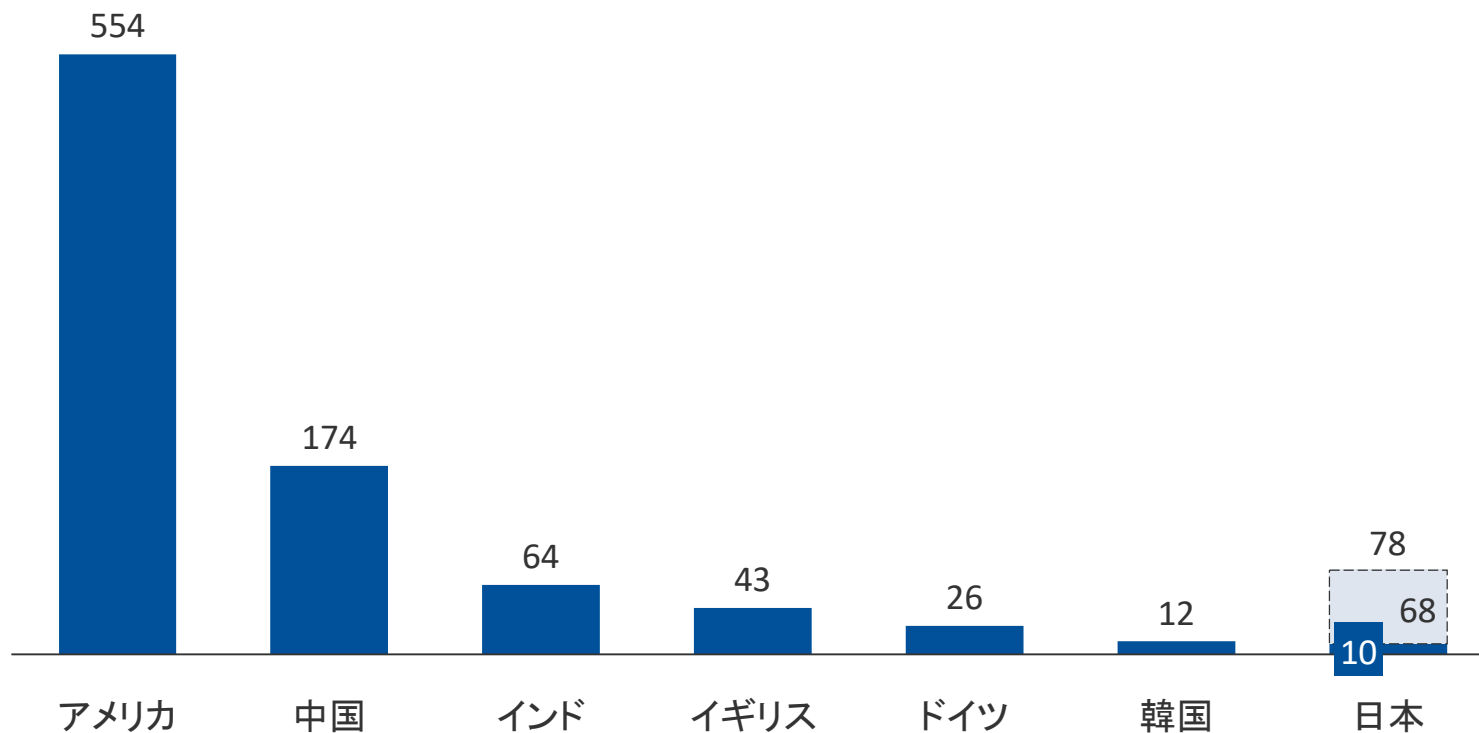
社数；2001年以降創業・国内上場の523社(HD・子会社上場等除く), 25億円刻み(2000億円以降は1000億円刻み)



¹ HD会社、非ベンチャー企業子会社、統合会社等は除く。開示情報ベースでSPEEDA調べ

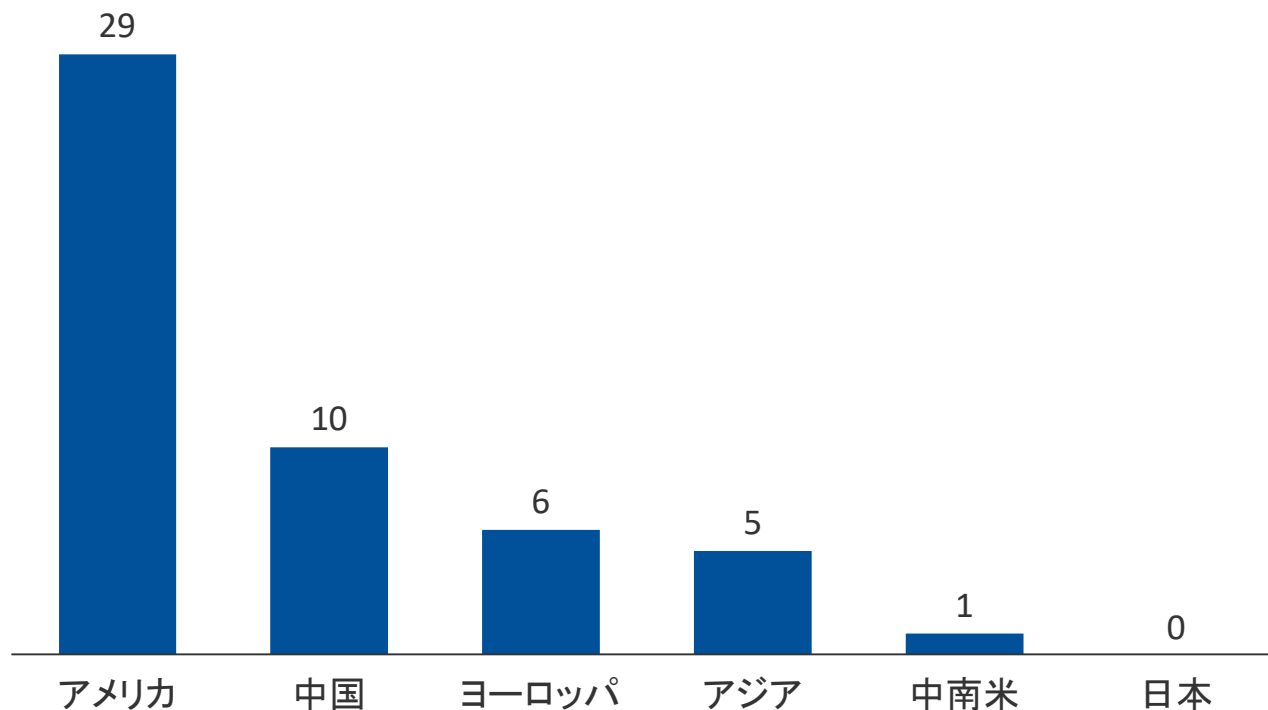
日本の「ユニコーン」は海外と比べて少ないのか

国別ユニコーン数比較
社数；2022年6月時点



一方で、日本の「デカコーン」は明らかに海外と比べて少ない

国別デカコーン数比較
社数；2023年1月時点



※上場して1兆円を超えている会社は140社程度。21世紀に入って創業された会社は0。米国の代表的なスタートアップであるテスラは50兆円程度の時価総額

※CBInsight、Initial

ベンチャー企業投資への影響：依然として高い水準を保っている

国内スタートアップ資金調達額・調達社数推移



注1) 各年の値は集計時点までに観測されたものが対象

注2) データの特性上、調査進行により過去含めて数値が変動する。調査進行による影響は金額が小さい案件ほど受けやすく、特に調達社数が変化しやすい出所) INITIAL (2023年1月19日時点)

※米国は2021年、3,300億ドル、17,054件の投資(NVCA)、金額で47倍、件数で6倍程度。

ベンチャー企業への投資:日本のVCは海外と比べてダメなのか

ベンチマーク国際比較

5年、7年、9年の運用期間別リターン(TVPI中央値)において、日本VCが米国VC・欧州VCを上回る

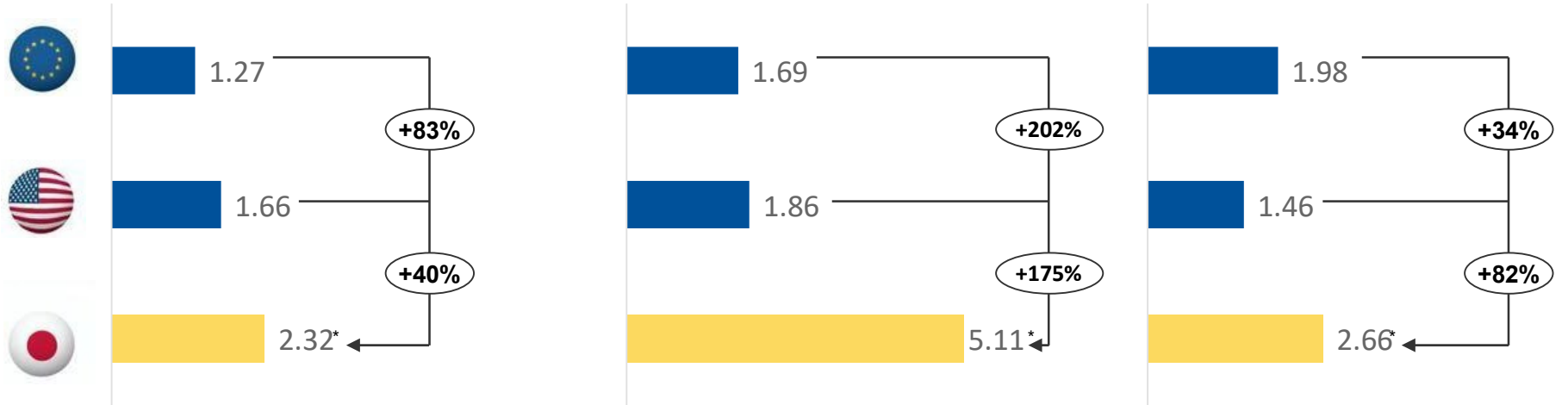
Fundの運用期間 (年数)

単位: 倍(X)

5年

7年

9年



Note:

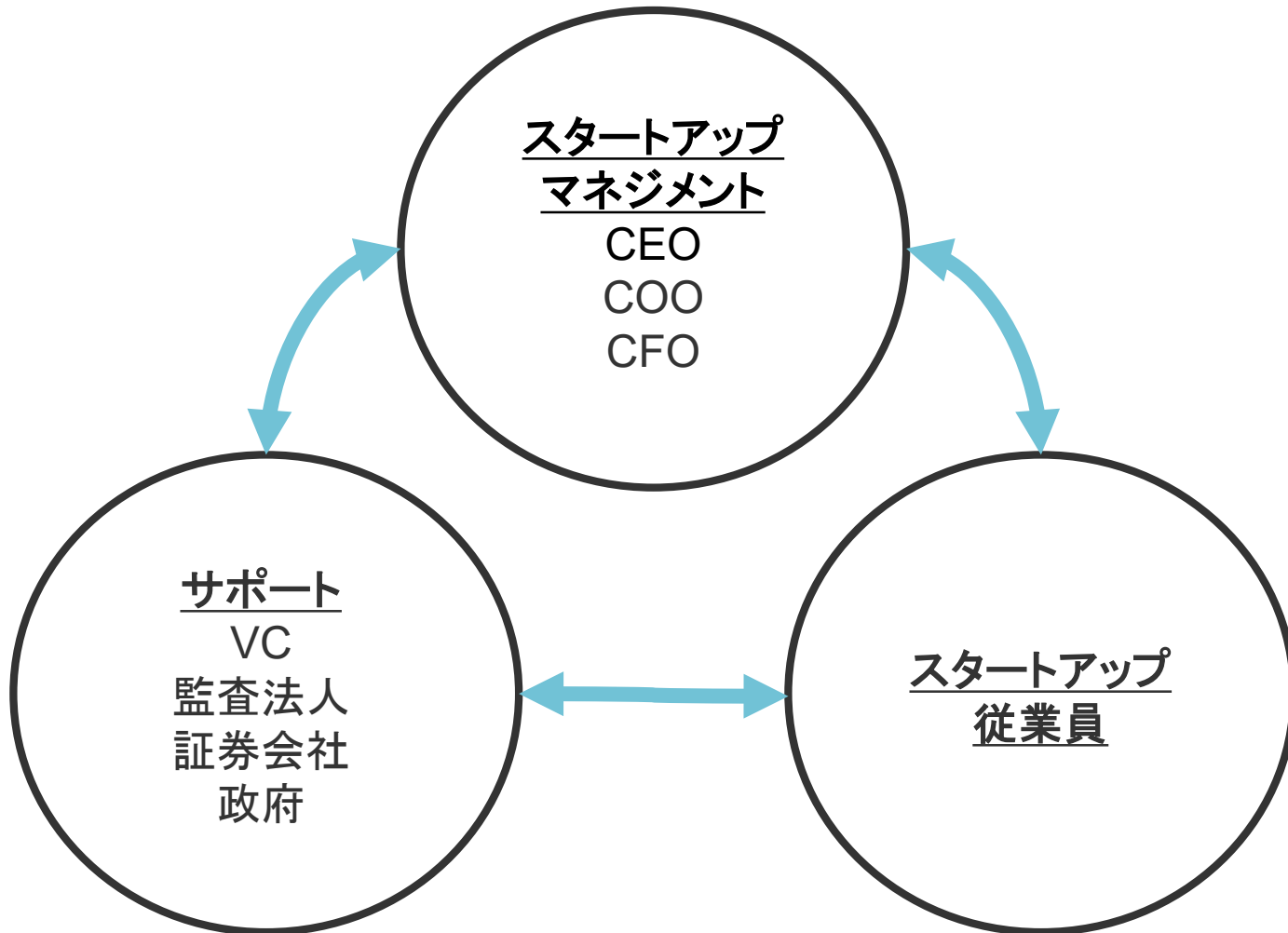
各データは2019年12月31日時点集計。設立時からの各期間は、5年=2014年から2019年、7年=2012年から2019年、9年=2010年から2019年

*Preqin-JVCA国内VCベンチマーク調査(2020年9月実施)はIFRS, GAAP, FAS 157, IPEV guidelinesに準拠していないポートフォリオ評価を行うファンドが含まれる。

なお、本ベンチマークと基準の異なる他の国・地域・グローバルベンチマークとの直接比較については必ずしも適切でない(Preqin)

Source: Preqin (日本はPreqin-JVCA国内VCベンチマーク調査(2020年9月実施))

一方で、スタートアップに関わる人材は10年前と劇的な変化



過去の社外取締役としてのバリューアップ具体例

CXOの採用

3年間で85名(CxO・日本支社長40名、役員クラス45名)の採用を支援

役職	投資先	領域	略歴	CMO/ CBO	A	HC/LS	日系製薬	
CEO	A	HC/LS	素材メーカー・外資銀行・バイオベンチャーCEO	CMO/ CBO	B	HC/LS	外資医療用分析機器	
	B	IoT/AI	商社・アパレル大手		C	HC/LS	石油・石炭製品	
	C	HC/LS	バイオベンチャー取締役		D	IoT/AI	日系自動車・大手ECサイト運営	
	D	HC/LS	商社・バイオベンチャー		E	IoT/AI	外資金融・ファッション・戦略コンサルティング	
	E	HC/LS	日系製薬海外		CFO/ CAIO	A	IoT/AI	UTEC投資先IPO済ITベンチャーCFO
	F	PS/E	商社海外			B	IoT/AI	監査法人・日系証券・UTEC
	G	HC/LS	戦略コンサルティング			C	IoT/AI	日系証券・ベンチャーCFO・UTEC
COO	A	IoT/AI	コンピュータ関連サービス・戦略コンサルティング	D		HC/LS	日系製薬・バイオベンチャー	
	B	PS/E	外資化学	E		IoT/AI	日系証券	
	O	HC/LS	外資製薬・医療用画像診断機器	A	IoT/AI	監査法人・M&Aアドバイザー・UTEC		
	D	IoT/AI	戦略コンサルティング・IT大手海外	B	IoT/AI	日系証券海外		
	E	PS/E	素材メーカー・戦略コンサルティング	C	IoT/AI	外資金融・戦略コンサルティング		
A	HC/LS	日系製薬・バイオベンチャー取締役	CTO/ CDSO/ CAIO	A	IoT/AI	ネット系上場企業・ベンチャーCTO		
	B	HC/LS		B	IoT/AI	戦略コンサルティング・ベンチャー創業		
CSO	A	HC/LS	IT系戦略コンサルティング・医療データベンチャー	C	IoT/AI	IT系戦略コンサルティング・人材系企業・AIベンチャー		
	B	IoT/AI	戦略コンサルティング・ベンチャー・PE	JPN GM	A	IoT/AI	商社・IT系戦略コンサルティング	
	C	IoT/AI	IT系戦略コンサルティング		B	IoT/AI	日系メーカー海外・ものづくりベンチャー・メーカー	
	D	IoT/AI	商社・エネルギーベンチャー取締役		C	IoT/AI	シリコンバレー大手ITベンチャー複数	
	E	IoT/AI	建築事務所・戦略コンサルティング		D	IoT/AI	自動車・ネット系上場企業・コンピュータ関連サービス	
					E	IoT/AI	商社	

政府のスタートアップ施策は経済政策の「一丁目一番地」、シーズが中心

- スタートアップへの投資額を2027年度には10兆円規模に引き上げる
- スタートアップを10万社創出し、その中からユニコーン企業を100社創出

1. メンターによる支援事業の拡大・横展開
2. 海外における起業家育成の拠点の創設(出島事業)
3. 米国大学の日本向け起業家育成プログラムの創設などを
含む、アントレプレナー教育の強化
4. 1大学1イグジツト運動
5. 大学・小中高生でのスタートアップ創出に向けた支援
6. 高等専門学校における起業家教育の強化
7. グローバルスタートアップキャンパス構想
8. スタートアップ・大学における知的財産戦略
9. 研究分野の担い手の拡大
10. 海外起業家・投資家の誘致拡大
11. 再チャレンジを支援する環境の整備
12. 国内の起業家コミュニティの形成促進

1. 中小企業基盤整備機構のベンチャーキャピタルへの出資機能の強化
2. 産業革新投資機構の出資機能の強化
3. 官民ファンド等の出資機能の強化
4. 新エネルギー・産業技術総合開発機構による研究開発型スタートアップへの
支援策の強化
5. 日本医療研究開発機構による創業ベンチャーへの支援強化
6. 海外先進エコシステムとの接続強化
7. スタートアップへの投資を促すための措置
8. 個人からベンチャーキャピタルへの投資促進
9. ストックオプションの環境整備
10. RSUの活用に向けた環境整備
11. 株式投資型クラウドファンディングの活用に向けた環境整備
12. SBIR制度の抜本見直しと公共調達促進
13. 経営者の個人保証を不要にする制度の見直し
14. IPOプロセスの整備
15. SPACの検討
16. 未上場株のセカンダリーマーケットの整備
17. 特定投資家私募制度の見直し
18. 海外進出を促すための出国税等に関する税制上の措置
19. Web3.0に関する環境整備
20. 事業成長担保権の創設
21. 個人金融資産及びGPIF等の長期運用資金のベンチャー投資への循環
22. 銀行等によるスタートアップへの融資促進
23. 社会的起業のエコシステムの整備とインパクト投資の推進
24. 海外スタートアップの呼び込み、国内スタートアップ海外展開の強化
25. 海外の投資家やベンチャーキャピタルを呼び込むための環境整備
26. 地方におけるスタートアップ創出の強化
27. 福島でのスタートアップ創出の支援
28. 2025年大阪・関西万博でのスタートアップの活用

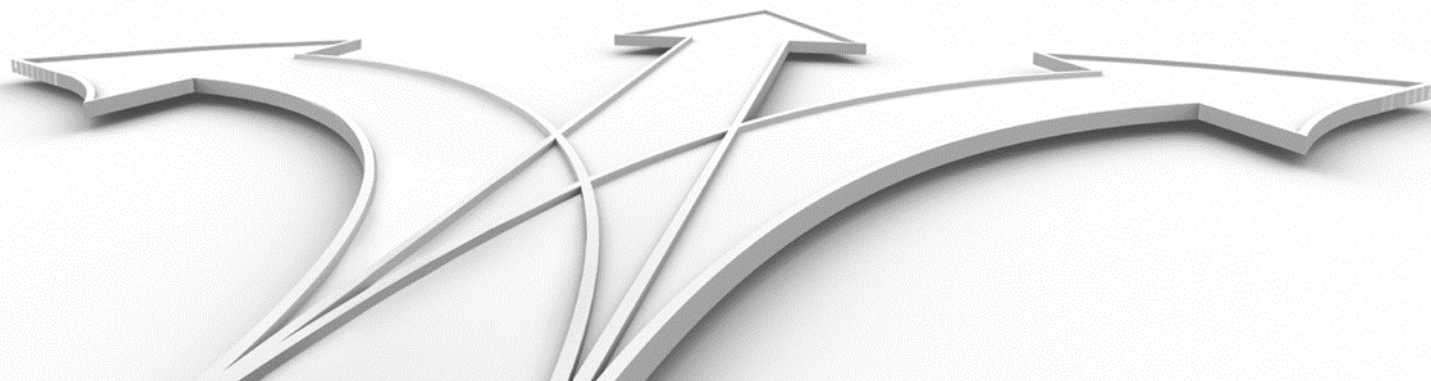
マーケット は劇的に下がった

→ 上場 は大きな影響を受けている

→ ベンチャー投資 には陰りが見え始めている

→ 人材 の質は明らかに向上

→ 政府 からの期待は大きい



スタートアップの現状を踏まえた課題: 数よりサイズ

よく言われる課題



- 日本の文化的・制度的な要因により、起業数が少ない。起業家を「目利き」するベンチャーキャピタルも少ない
- 日本企業は商売の仕方が下手。マーケットも国内志向
- 日本においては「ユニコーン」が少ない。アメリカ・中国だけでなく、ヨーロッパ諸国や韓国よりも少ない
- ベンチャーへの投資資金が少ないので、投資資金そのものを増やすべき(シード・アーリー・グロース・レイター全ての分野)

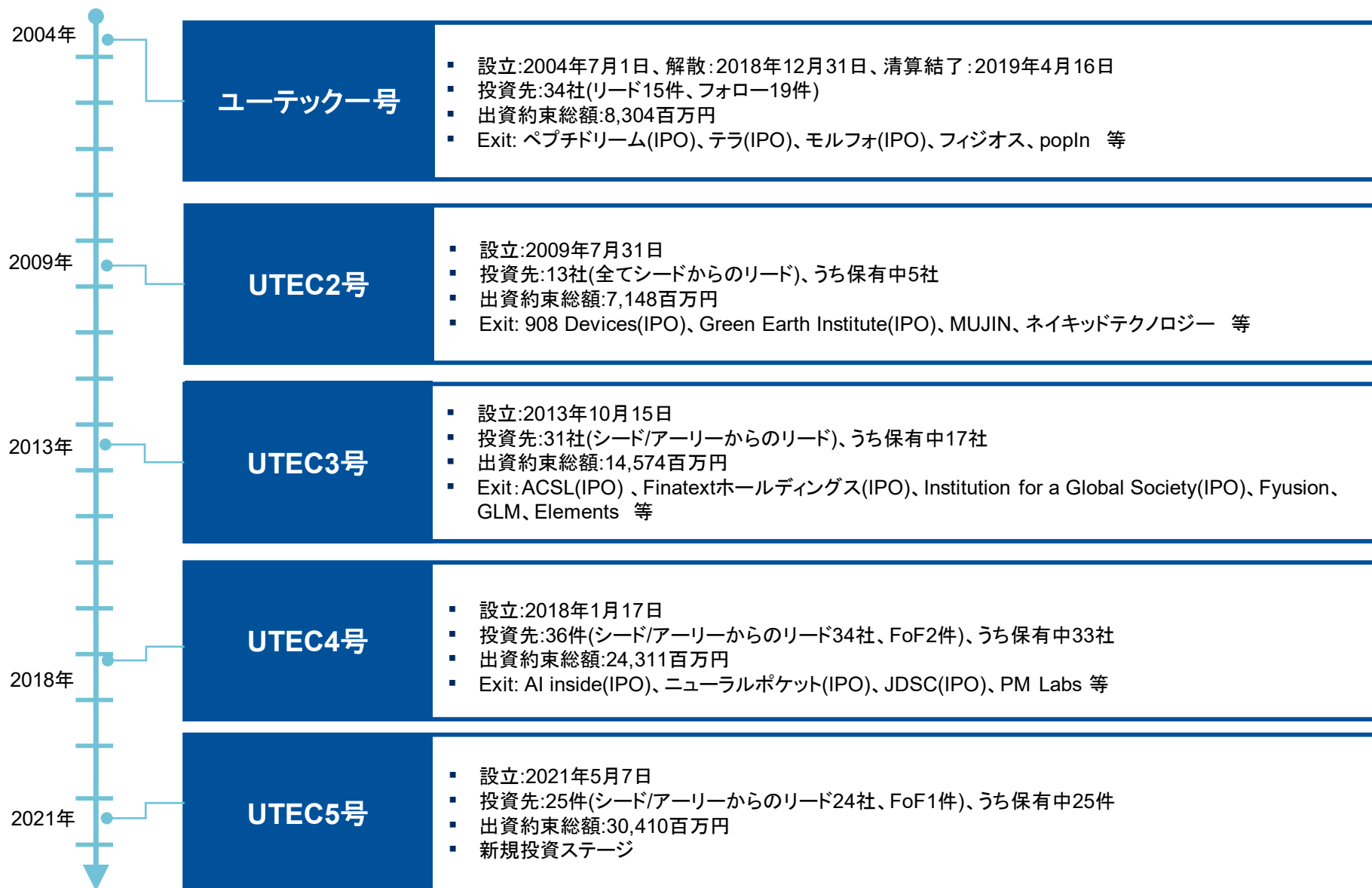
課題



- GDP比で考えると、日本のVC投資件数は少なくない一方、投資金額が圧倒的に少ない
- ベンチャーキャピタル単体で見ればリターンは悪くないものの、サイズが圧倒的に足りない。小さなIPOが多く、グロース資金が無い
- 利益率・マーケット評価が高いビジネス手法の変遷は非常に速い。ディープテックでは大企業や政府を顧客とした売上が圧倒的に少ない
- 未上場市場の時価総額のみを比較することの意味は薄い。一方で、未上場・上場問わず時価総額1兆円を超えるスタートアップが皆無
- VC投資にリターンが出ることが分かれば資本は集まる(2021年の例)。人材が集まり続けることが重要。資金が集まる仕組みを形成するためには循環(=EXIT)が起きることが重要
- このままだとEXITの「大渋滞」が起きて循環が滞る。大企業連携によるM&Aの増大がマスト

Appendix

UTEC各ファンドの概要



2022年国内VCパフォーマンスベンチマーク（抜粋）

※2022年にPreqinにより実施された第4回調査において、JVCA会員49社から計150本分のファンドデータが提出。金額ベースで国内VC市場2.8兆円の内、2.1兆円程度をカバレッジしており、全体の74%を占める。

図表10:運用資産残高(AUM)トップ3*

ランク	企業名	本社所在地	AUM(億円)	運用ファンド数
1	ジャフコグループ株式会社	東京都港区虎ノ門	2,350	6
2	スパークス・アセット・マネジメント株式会社	東京都港区港南	1,415	4
3	株式会社東京大学 エッジキャピタルパートナーズ	東京都文京区本郷	797	4

図表13:設定来ファンド運用成績トップ3(ファンドサイズ:100億円以上)*

ランク	ファンド名	企業名	ビンテージ	ファンドサイズ (億円)	ファンドタイプ	ネット IRR (%)
1	UTEC4号投資事業 有限責任組合	株式会社東京大学 エッジキャピタル パートナーズ	2018	243.11	ベンチャー キャピタル	34.8%
2	グロービス4号ファンド投資 事業有限責任組合	株式会社グロービス・ キャピタル・パートナーズ	2013	115.00	ベンチャー キャピタル	32.6%
3	Japan Ventures I L.P.	Eight Roads Ventures Japan	2015	220.00	ベンチャー キャピタル	31.9%

出所:Preqin-JVCA国内VCベンチマーク調査(2022年5月実施)