

未上場・上場成長企業を取り巻く環境 ～持続可能な成長産業の創出に向けて～

2021年5月14日

シニフィアン株式会社
共同代表 村上誠典

CONFIDENTIAL AND PROPRIETARY
Any use of this material without specific permission of Signifiant Inc. is strictly prohibited

自己紹介： シニフィアン株式会社 共同代表 村上誠典(むらかみたかふみ)



- ゴールドマン・サックス(GS)東京・ロンドンの投資銀行部門に約15年勤務。ITテクノロジー業界責任者。TMTとM&Aの2グループを兼任、大型投資も複数実行
- 東京大学・同大学院では航空宇宙工学を専攻(自律制御・軌道工学)、超小型衛星開発・打ち上げ。宇宙科学研究所(現JAXA)で深宇宙探査機(はやぶさ等)の研究に従事
- 2017年シニフィアン創業、現在共同代表。2018年VC設立、2019年グロス・キャピタル(「THE FUND」)設立。現在各ファンドのパートナー(GP)を務める
- 経営者、投資家、アドバイザーの立場で上場・未上場成長企業の経営に従事
- 株式会社SHIFT/ベルフェイス株式会社社外取締役、SmartHR他ボードオブザーバー

グローバル

宇宙開発

ロンドンでEMEA地域担当

GS投資銀行にてグローバル企業を担当

シニフィアン創業

テクノロジー
業界

宇宙開発

20年超に渡り旧産業・新産業双方のテクノロジー業界にコミット

ファイナンス
/M&A

GS M&AグループとTMTグループを兼任。大企業カバレッジ

上場前後のスタートアップのM&AやIPO/資金調達支援

企業投資

大企業投資・バイアウト(例:三洋電機等)

ファンド設立・運営

経営/
経営支援

成長企業投資(グロス投資)

グローバル企業の経営アドバイザー

企業経営

スタートアップの経営アドバイザー

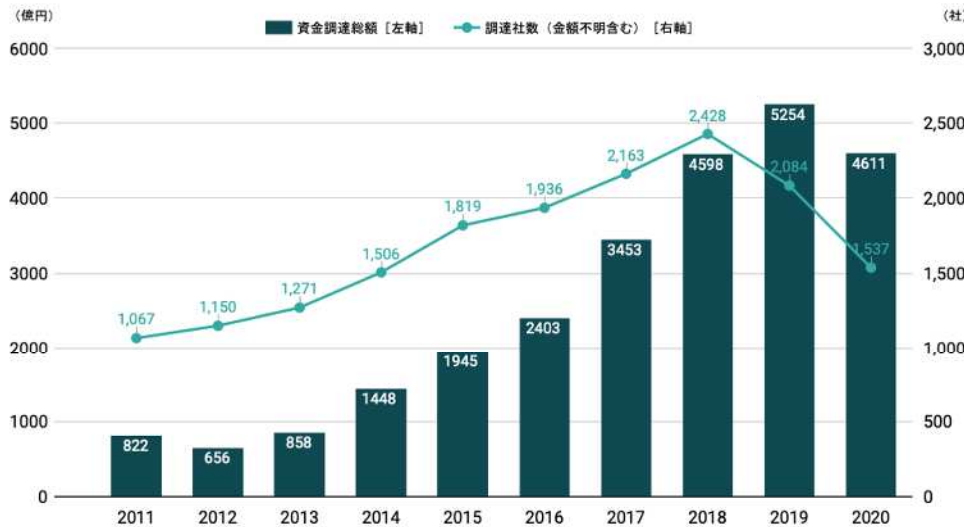


- 未上場・上場成長企業を取り巻く環境変化
- 持続可能な成長産業の創出に向けた課題



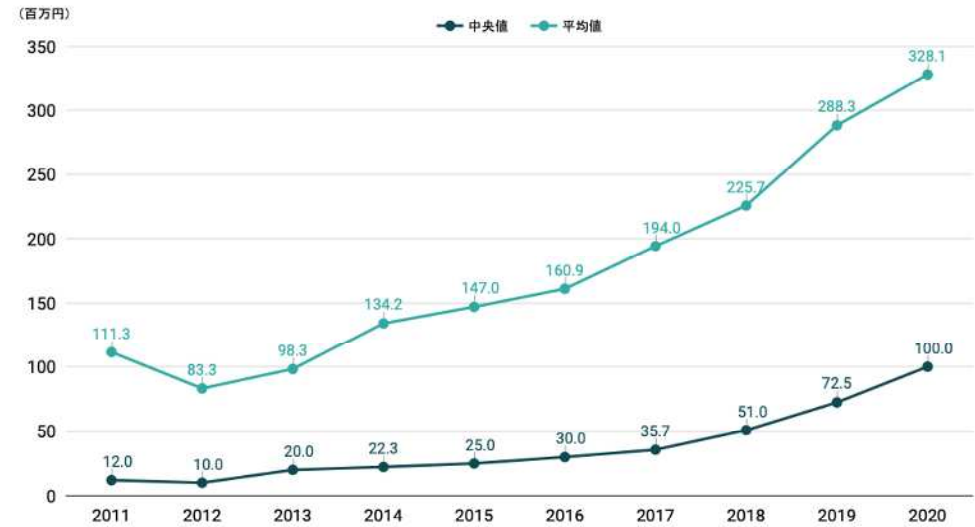
国内の未上場スタートアップへの資金供給量は過去10年足らずで7-8倍まで増加。2019年以降はスタートアップの選別および調達額の大型化がより一層顕著になっている。日本の市場の魅力を背景にレイトステージにおける海外VC・機関投資家の投資も着実に増加

国内スタートアップ資金調達額・調達社数推移



注1) 各年の値は基準日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小さく、特に調達社数が変化しやすい
 出所) INITIAL (2021年1月25日時点)

1社あたりの資金調達額推移(平均値/中央値)



注1) 各年の値は基準日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小さく、特に調達社数が変化しやすい
 出所) INITIAL (2021年1月25日時点)

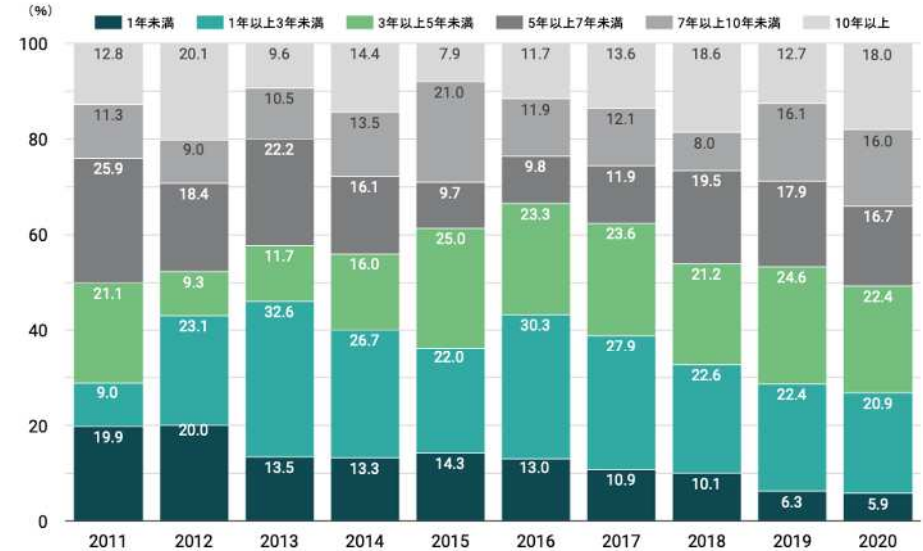
ミドル・レイトステージへの資金供給も順調に拡大

1億円以上、5億円以上のラウンド規模の割合が着実に増加。設立3年目以降の企業への投資割合も増加しており、シリーズB/C以降のミドル・レイトステージへの投資額が増大

資金調達規模別の調達社数割合推移



設立後経過年数別の調達額割合推移



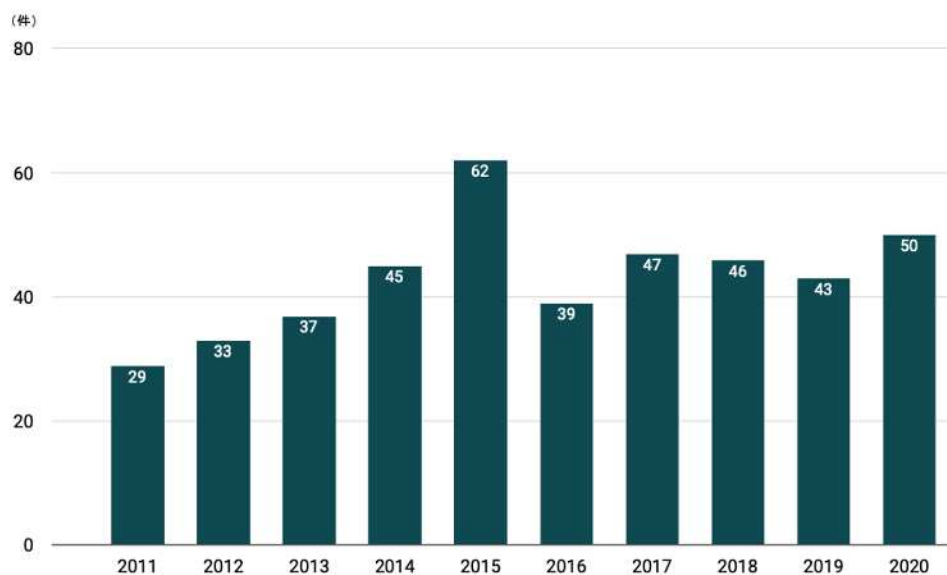
注1) 各年の値は基準日時点までに観測されたものが対象
 注2) データの特性上、調査進行により過去含めて数値が変動する。調査進行による影響は金額が小さい案件ほどやすく、特に調達社数が変化しやすい
 注3) 該当年の企業ごとの資金調達総額を対象としている
 注4) 調達年月日及び調達額の確認が取れる場合に登記簿原本情報を優先とする
 注5) 資本増加を伴う資金調達のみを対象とし、事業証券化、グリーンボンド等の債券発行、キャピタルコール特の設定、株式の移動、借入による調達を含めない
 出所) INITIAL (2021年1月25日時点)

注1) 各年の値は基準日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やすく、特に調達社数が変化しやすい
 注3) 設立後経過年数はラウンドごとに設立年月日と資金調達年月日から経過した日数をカウントし算出している。同一企業かつ同一年内のラウンドでも設立後経過年数が異なるラウンドは、別カウントとする
 出所) INITIAL (2021年1月25日時点)

未上場スタートアップ投資のExitの状況(1/2)

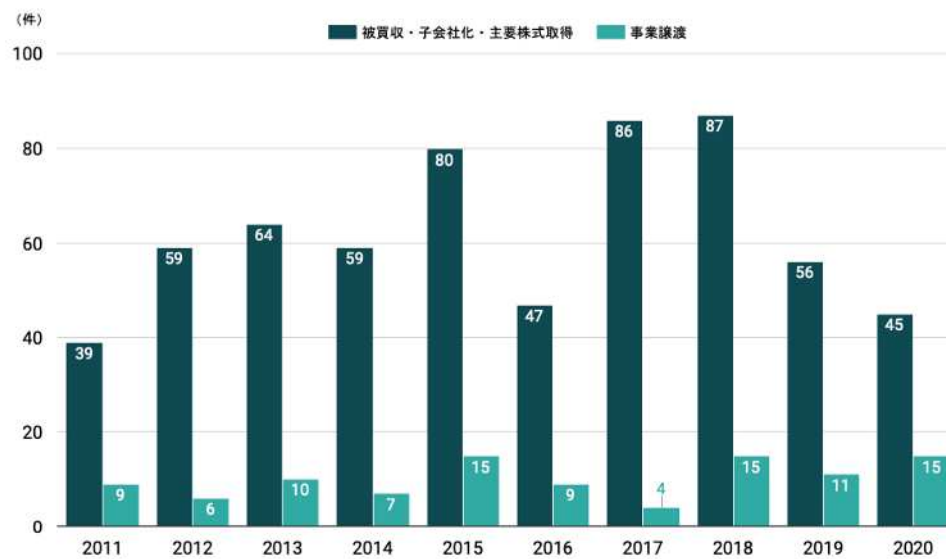
新規上場は安定的に推移しているものの、スタートアップの社数が増加するにつれ徐々に件数のキャップが近づいている状況。一方で、海外では大多数のExit先であるM&Aは日本では引き続き少数にとどまり、足元も件数は減少傾向とも言える

スタートアップの新規上場数推移



注1) テクニカル上場や転替は含まず
 注2) スタートアップのIPOは、INITIALが定義するスタートアップに加えて、上場時の有価証券届出書において、VCからの資金調達を行っていることが判明した企業を集計対象としているため、過去の数値に変動がある
 出所) INITIAL (2021年1月25日時点)

スタートアップのM&A件数推移



注1) 被買収・子会社化は完全子会社化などにより、調査終了となったもののみを対象として集計
 注2) 事業譲渡は、事業譲渡後に、法人としての活動が確認出来ない、解散しているもの等のみを対象として集計
 注3) 被買収・子会社化、事業譲渡については、上場企業等の開示に基づくため、調査進行の影響を受けやすく、特に2020年の値については、今後変動する
 出所) INITIAL (2021年1月25日時点)

未上場スタートアップ投資のExitの状況(2/2)

大型IPOも年々増加し、IPO初値時価総額が累計6,263億円に達する(v.s.2020年累計投資額4,611億円 v.s. 2012年累計投資額656億円)、一方M&Aは10億円を超えるExitが5件程度とかなり小規模にとどまるのが実態

2020年の主なスタートアップのIPO

企業名	事業内容	IPO年月日	IPOまでの年数	初値時価総額
ブレイド	CXプラットフォーム「KARTE」	2020-12-17	9.2	1178 億円
ウェルスナビ	国際分散投資ロボアドバイザー「WealthNavi」	2020-12-22	5.7	776 億円
ニューラルポケット	AI解析を用いた、サイネージ、ファッション事業	2020-08-20	2.6	703 億円
モダリス	ゲノム編集技術「CRISPR-Cas9」を用いた遺伝子治療薬開発	2020-08-03	4.6	685 億円
ヤプリー	クラウド型アプリ運営プラットフォーム「Yappli」	2020-12-22	7.9	611 億円
Speee	マーケティングDX総合支援サービス「PAAM」、不動産査定サービス「イエウール」	2020-07-10	12.6	502 億円
アイキューブドシステムズ	法人向けモバイルデバイス管理サービス「CLOMO」	2020-07-15	18.8	487 億円
トヨクモ	法人向け安否確認システム「安否確認サービス2」	2020-09-24	10.2	451 億円
Sun Asterisk	新規事業・プロダクト開発支援、IT人材プラットフォーム	2020-07-31	7.4	438 億円
ロコガイド	チラシ・買い物情報サービス「トクバイ」	2020-06-24	4.0	432 億円

注1) テクニカル上場や軟替えは含まず
 (出所) INITIAL (2021年1月25日時点)

2020年の主なスタートアップのM&A

企業名	事業内容	設立年月日	金額	買収先
xbs	Webおよびアプリ領域における、開発・UI/UXデザイン・Webサイト制作	2010-03-31	17.0 億円	SHIFT
Modern Standard	高級賃貸サイト「Modern Standard」	2009-09-01	14.4 億円	GA technologies
アール・アンド・エー・シー	入金消込・債権管理自動化システム「Victory-ONEシリーズ」	2004-11-01	13.3 億円	マネーフォワード
アナグラム	運用型広告コンサルティング	2010-04-28	12.5 億円	フィードフォース
ミーカンパニー	医療機関、調剤薬局、介護事業所のオープンデータを統合したデータベース「SCUEL」	2010-12-03	10.5 億円	JMDC

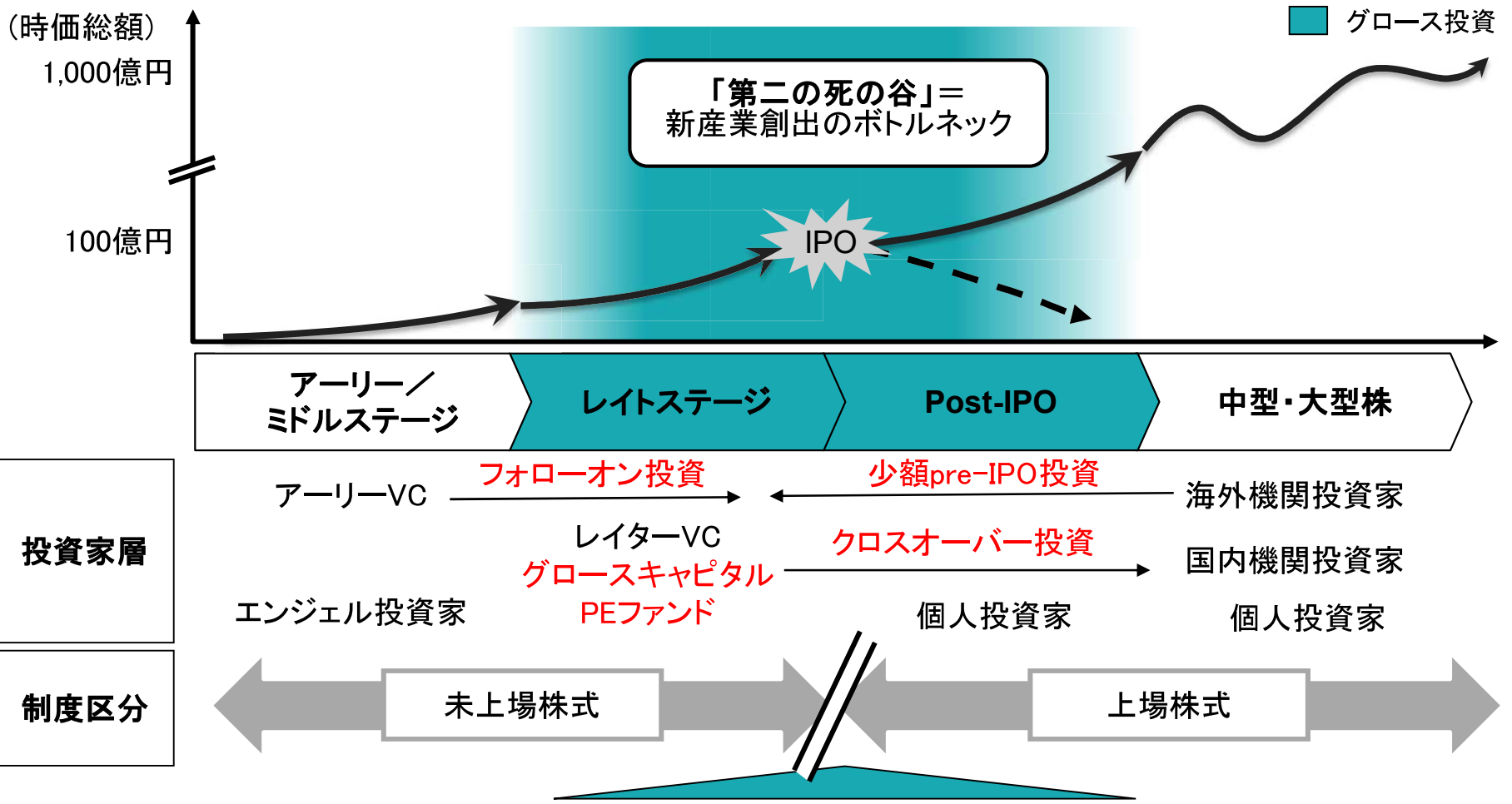
注1) 買収金額は推測含む
 注2) 完全子会社化などにより、調査終了となったもののみを対象として集計
 注3) SHIFTによるxbsの買収は、グループ会社ナディアの買収金額を含む
 (出所) INITIAL (2021年1月25日時点)

出所: Japan Startup Finance 2020

リスクマネーは上場前後での分断が課題であるものの、資金調達の実選択肢は拡大



スタートアップの成長イメージ



- 機関投資家のアセットオーナー(LP)において上場前後でアセットクラスの分断が生じていた
- 足元資金提供者の柔軟性の高い投資家がクロスオーバー投資を始めたり、 α 創出を狙い上場株機関投資家が一部資金を未上場スタートアップに振り向ける動きが始まっている

マザーズ上場の時価総額上位スタートアップの調達状況

世界中のカネ余り、スタートアップブームを背景に海外機関投資家のマネーが一気に日本の新興上場企業へ流入。時価総額500億円超の企業にとっては上場後の大型資金調達(例:海外オフリング/ABB)も現実的な選択肢になってきている

会社名	時価総額/上場年/PER			業種	上場(後)調達
メルカリ	8,333	2018	-	EC	IPO大型調達・借入
フリー	5,010	2019	-	SaaS	
JMDC	2,994	2019	134.3	HC	公募(新株発行)
Sansan	2,877	2019	-	SaaS	
レノバ	2,642	2017	144.4		社債
SHIFT	2,223	2017	100.1	通信IT	公募(新株発行)
BASE	2,142	2019	-	EC	公募(新株発行)
マネーフォワード	2,128	2017	-	SaaS	公募(新株発行)
弁護士ドットコム	2,124	2014	-	SaaS	
JTOWER	1,802	2019	-	通信IT	
そーせいグループ	1,587	2004	-	HC	公募(新株発行)
AI inside	1,558	2019	-	AI	
アンジェス	1,452	2002	-	HC	新株予約権
ラグスル	1,328	2018	-	EC	株式・CB
メドレー	1,252	2019	526.7	HC	公募(新株発行)
HENNGE	1,183	2019	612.8	SaaS	
ディーゲービー	1,039	2017	-		
ユーザベース	1,027	2016	148.7	SaaS	公募(新株発行)
PKSHA Technology	997	2017	280.8	AI	公募(新株発行)
ジニエヌアイグループ	992	2007	120.9	HC	
JIG-SAW	916	2015	-	通信IT	
日本アセットマーケティング	899	2004	15.9		
ライフネット生命保険	866	2012	-	FinTech	公募(新株発行)
CYBERDYNE	852	2014	-	HC	株式・CB
ペリオス	851	2015	-	HC	株式・CB
マグアケ	847	2019	179.8	FinTech	公募(新株発行)
サンバイオ	799	2015	-	HC	公募(新株発行)
Jストリーム	684	2007	48.0		新株予約権
GA technologies	680	2018	59.4		
MTG	636	2018	70.3		IPO大型調達
セルソース	625	2019	175.1	HC	
ゲアネット	524	2007	46.2		

*2021年3月16日終値。色は上場年

*緑は2017年以降にマザーズ上場し、東証一部鞍替えした企業 © Significant Inc. All Rights Reserved



GAFAMとの比較： 継続的な投資と持続的な高成長が必要

1社から得られる巨大なリターンがエコシステムに与える影響は甚大。高成長を持続するためには、如何に先行投資を継続できるかが重要

	GAFAM5社合計*	新規上場144社合計**	参考) 日本上場企業計
売上高 / 成長率(%)	84兆円 / 20%	0.89兆円 / 21%	約500兆円 / 0%
営業利益 / 利益率(%)	18兆円 / 21%	0.02兆円 / 2.8%	約40兆円 / 8%
営業CF	23.7兆円	0.02兆円	約60兆円
投資CF 対営業CF / 対売上(%)	9.2兆円 / 39% / 11%	0.06兆円 / 280% / 7%	約52兆円 / 86% / 10%
FCF	14.5兆円	▲0.04兆円	約8兆円
時価総額 / 対営業CF	600兆円 / 25倍	2.5兆円 / 110倍	約600兆円 / 10倍

*過去3年間の平均値の合計。\$=107円。株価は2020/5/22

© Signifiant Inc. All Rights Reserved

**2018年以降にマザーズに新規上場した144社の2018年度数値の合計値。株価は2020/4/13

米国の主なポストIPOスタートアップの上場後パフォーマンス

10社合計時価総額が1,000兆円を超えることも驚きではあるが、その99%の価値が上場後に生み出されたことは注目に値する。如何に上場後も持続的に成長する企業を生み出せるか、それらの限られた企業に長期的なリスクマネーの提供ができるかが極めて重要

会社名	直近時価総額	IPO時価総額	IPO時期	上場後年数	時価総額倍率	時価総額増加額	時価総額IRR
Shopify	138 \$bn	1.3 \$bn	2015/5/21	6.0	109	137	119%
Facebook	869 \$bn	81.0 \$bn	2012/5/18	9.0	11	788	30%
Tesla	595 \$bn	1.7 \$bn	2010/6/29	10.9	350	593	71%
Google	1,547 \$bn	23.0 \$bn	2004/8/18	16.7	67	1,524	29%
Salesforce	199 \$bn	1.1 \$bn	2004/6/23	16.9	181	198	36%
Netflix	220 \$bn	0.3 \$bn	2002/5/23	19.0	709	219	41%
NVIDIA	356 \$bn	0.6 \$bn	1999/1/25	22.3	569	356	33%
Amazon	1,626 \$bn	0.4 \$bn	1997/5/15	24.0	3,712	1,626	41%
Microsoft	1,855 \$bn	0.8 \$bn	1986/3/13	35.2	2,387	1,854	25%
Apple	2,101 \$bn	0.8 \$bn	1980/12/12	40.4	2,729	2,100	22%
10社合計	9,505 \$bn	111 \$bn		17.9	86	9,394	34%
8社合計*	7,089 \$bn	7 \$bn		20.6	1,014	7,082	38%

*FacebookとGoogleを除く

**時価総額倍率と時価総額IRRは合計ではなく中央値



- 未上場・上場成長企業を取り巻く環境変化
- 持続可能な成長産業の創出に向けた課題

スタートアップは今後益々二極化が進むと想定

スタートアップはあらゆる観点で二極化する

- **カネ余り:** レイトステージの資金は特定優良企業に集中する傾向
- **Winner-takes All:** より大きな価値創造を行う企業が寡占していく業界が増加
- **人材不足:** 成長には優秀な人材と組織力が鍵だが、優秀な人材は枯渇。希少な人材は優良企業が獲得しやすい
- **ブランド:** B2Bにおける安心感・トラックレコード、B2Cにおける顧客認知は競争力の源泉

大企業v.s.スタートアップの競争優位性

- **人材と資本力:** 大企業が有利
- **集中と選択:** スタートアップはアセットを集中的に投下し、分散せざるを得ない大企業に対して優位性を構築(すべき)
- **スピード感:** スタートアップは失うものが小さい分、スピード感をもってリスクテイクしていくことで先行者利益を確保
- **採用力:** 未上場だからこそ新株予約権やLTIなど多様な魅力度の高いインセンティブ設計により経営チームを補強

スタートアップとひとくくりにするのではなく、トップティアのスタートアップとそれ以外とではリソース面、リテラシー面でも大きな差がある

海外含めた大手企業との競争を勝ち抜くためにも、日本の限られたリソースを勝ち組のスタートアップに集約していく視点も必要

マザーズ市場(グロース市場)が果たす役割

日本のスタートアップエコシステムにおいて多大なる貢献をしている一方で、市場発展の弊害と裏腹である実態にも留意

①Exitの選択肢を増やすことで、エコシステムの資金循環に貢献

②早期に上場することで、上場市場の資金活用が可能(一定規模の有望企業のみ)

③シリーズC以降と実質競合するため、レイトステージ/クロスオーバー投資といったグロース投資市場が拡大しづらい

④ファンド投資回収期間の多様性が進みづらい

⑤セカンダリー市場やM&Aとも実質競合するため、当該市場が育ちづらい

成長資金提供における視点は「量」から「質」へシフトが必要

単純なスタートアップへの資金供給量が少ない状況は一定程度解消される中、資金供給の「質」の観点、またその多様性の重要性が拡大

- ① 上場・未上場の分断解消（※多様なアセットオーナーのファンド出資を促す）
- ② マルチファンド/クロスオーバー投資の拡大（例：Sequoia/Tiger/T.Rowe/Arena）
- ③ 投資期間の多様性（※短期投資、長期投資、超長期投資）
- ④ グローバル目線（※グローバル分散投資、グローバル知見活用）
- ⑤ 専門性（※エンゲイジメント、業界、機能）

海外投資家からの調達を含め徐々に多様化する資金調達の選択肢を有効に活用するためには、スタートアップにて課題を解消していく意義は大きい

①人材不足： 経営人材やマネジャーといった人材獲得はボトルネック

②数字を英語で語る力： 海外投資家はグローバル標準のKPIをベンチマーク

③管理体制： 「攻め」の意味で経営の見える化ができる意義は大きい

④ガバナンス： 経営体制へのガバナンスは成長およびExit選択肢において重要

⑤グローバル展開余地： 投資やIPOは問題ないが、M&Aの活発化に影響



成長産業の創出は未上場と上場市場の繋ぎこみや、海外資金の取り込みで一定解消可能。一方で、日本の成長資金提供のインフラの構築が遅れる可能性がある

産業創出

- 海外投資家の資金力： 資金量が必要なレイトステージは海外投資家の資金を積極活用
- グローバル専門性： グローバルに分散投資する海外投資家の知見を活用
- クロスオーバー投資： 既に運用実績のある海外投資家を活用し、上場市場とつなぎこむ

海外投資家にとって投資しやすい、開示情報や管理体制、ガバナンスの整備。英語人材やCFO人材の育成が重要

ファンドインフラ構築

- 海外LP資金獲得： 海外年金資金などが投資できるグローバルスタンダードのファンド運営整備
- グローバル投資： 日本ファンドからグローバルのスタートアップへ投資
- マルチファンド・クロスオーバー投資： 多様性と柔軟性を引き上げる

グローバル投資経験のあるチーム組成が重要。スキル人材のキャピタリストとしての「起業」のハードルを下げ、優秀な人材をファンド運営側へ誘致