

# Japan Startup Finance 2019

## 国内スタートアップ資金調達動向をライブで解説

2020年4月22日に行われたHOME TO HOME セミナー「Japan Startup Finance 2019 - 国内スタートアップの資金調達動向をライブで解説 -」では、シニフィアン共同代表の朝倉氏と『Japan Startup Finance 2019』執筆者の森敦子が、2019年のスタートアップ動向を振り返るとともに、2020年の現状や今後についてトークセッションを実施しました。本レポートではその内容をお届けします。



## Japan Startup Finance 2019



本イベントレポート中の各種定義については、  
Japan Startup Finance 2019 でご確認ください。  
[initial.inc/insights/startup-finance-2019](https://initial.inc/insights/startup-finance-2019)

## CONTENTS

- 01 2019年国内スタートアップ資金調達額は4462億円... 03
- 02 1社あたりの資金調達額は引き続き上昇傾向... 04
- 03 レイターステージでの調達が確立。投資にも新たな動きが... 05
- 04 誰が決めたバリュエーションなのか... 07
- 05 SaaSへ資金が集まる背景... 09
- 06 大型のIPOが複数あった年... 11
- 07 VCの投資額が大きかった2019年... 13
- 08 2020年は、より慎重な投資へシフト... 14
- 09 ランウェイの確保と本質の追求... 15
- 10 投資サイドの視点と今後のEXIT状況... 17

## SPEAKERS & MODERATOR



### 朝倉 祐介 氏

シニフィアン株式会社共同代表

兵庫県西宮市出身。競馬騎手養成学校、競走馬の調教育成業務を経て東京大学法学部を卒業後、マッキンゼー・アンド・カンパニーを経て、大学在学中に設立したネイキッドテクノロジー代表に就任。ミクシィ社への売却に伴い同社に入社後、代表取締役社長兼CEOに就任。スタンフォード大学客員研究員等を経て、シニフィアンを創業。同社では、Post-IPO/Pre-IPO双方のスタートアップに対するリスクマネー・経営洞察の提供に従事。主な著書に『論語と算盤と私』『ファイナンス思考』。



### 森 敦子

株式会社 INITIAL 執行役員 シニアアナリスト

青山学院大学出身。メガバンクで法人RMを経験後、青山ビジネススクールにてMBAを取得。2016年にユーザベースへ参画。SPEEDAコンサルティングサービス、アナリストチームを経て、2018年1月にINITIAL(旧ジャパベンチャーリサーチ)へ。主に情報発信を担い、2018年7月に執行役員に就任。



### 酒居 潤平

ユーザベース 執行役員 B2B SaaS 事業  
マーケティング&ブランディング担当

慶應義塾大学経済学部を卒業後、三菱東京UFJ銀行(現三菱UFJ銀行)入行。その後、起業、Sansan株式会社勤務を経て、2017年に株式会社FORCASへ参画。マーケティング&インサイドセールスマネージャーとして部門の立ち上げに従事。2019年よりマーケティング&ブランディングマネージャーを担当。ABMの実践に取り組む。2020年1月より株式会社ユーザベースへ転籍し、執行役員 B2B SaaS 事業マーケティング&ブランディング担当に就任。

## EVENT OUTLINE

- 日時 2020年4月22日(水) 13:00 - 14:00
- 形式 zoomでのオンライン配信
- 内容 Japan Startup Finance - 2019 国内スタートアップ資金調達最新動向 -
- 主催 株式会社 INITIAL / 株式会社ユーザベース

# 2019 年国内スタートアップ 資金調達額は 4462 億円

森 国内スタートアップの資金調達状況について、2019 年は「SaaS の年、レイターステージでの調達が確立した年」と総括できます。

図 1 のグラフは、2006 年からの国内スタートアップの資金調達額と調達社数の推移です。リーマンショックや東日本大震災を経て、2013 年以降右肩上がりに推移しています。2019 年は数値集計時点において、4462 億円と 2018 年の 4387 億円を上回る形です。

ただ、実態としては 5000 億円近いと考えていいです。このデータは主にプレスリリースや登記簿を観測してつくっています。したがって、今後の調査によって後から発見されるものも多く、過去分を含めて変動するデータです。たとえば、プレスリリースを公表せずに調達している「サイレント」と呼ばれる調達がその例です。

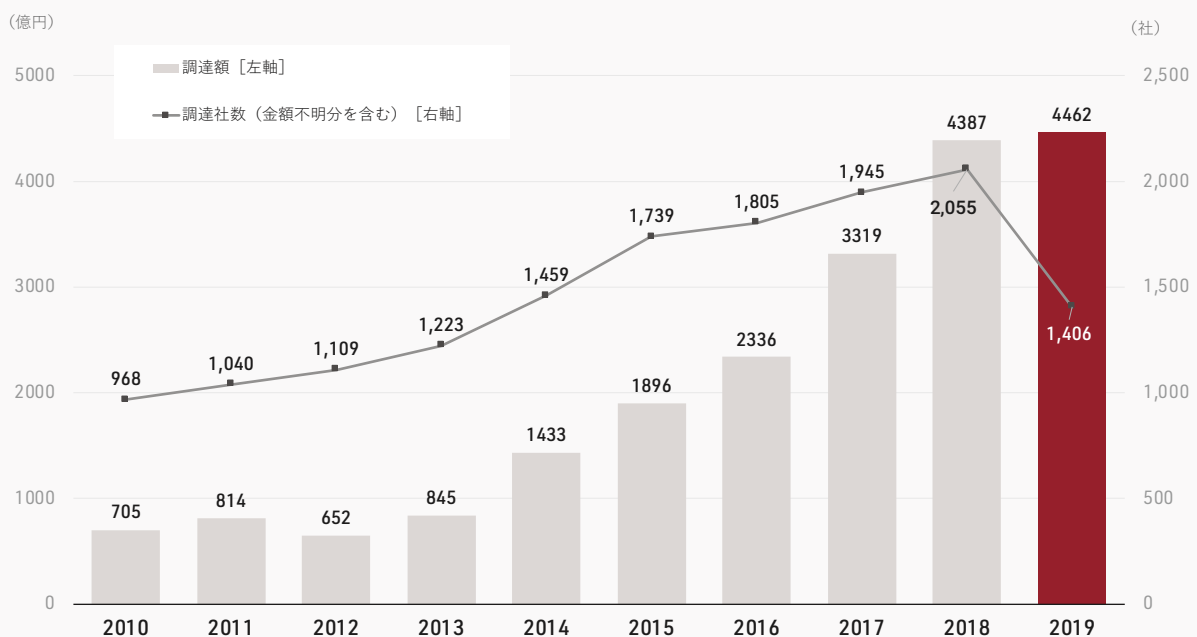
酒居 なので、現時点では、「2019 年だけ急に成長が鈍化しているな」と見えますが、調査によって後から公開される情報が増えていくと、実態としては 5000 億円近いと。

森 そうです。2019 年の資金調達額の集計値は積み上がっていきます。

合わせて、調達社数は著しく減少しているようにみえますよね。2018 年の 2,055 社に対し、2019 年は 1,406 社。これも同様に観測の影響を受けており、実態としてはおそらく 2018 年並み、あるいは若干減少すると読んでいます。

全体の傾向として、資金調達額の伸び率というのは少し落ち着き、社数はより伸び幅が小さいといえます。

図 1：国内スタートアップ資金調達金額と調達社数推移



注 1：2019 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ほど、調達社数ほどうる  
(出所) INITIAL (2020 年 3 月 27 日基準)

# 1 社あたりの資金調達額は引き続き上昇傾向

**酒居** これはどういう背景がありますか。

**森** スタートアップそのものの会社設立数が調達金額の伸びと比較して小さいことが背景の1つとして考えられるでしょう。

**酒居** なるほど、朝倉さんはいかがですか。

**朝倉祐介氏 (以下、朝倉)** この傾向は、2019年になって初めて表れたものではありません。たとえば、2017年や2018年も見てみると、調達額の伸びに比べて、調達社数はそんなに伸びていないんですね。つまり、平均すると1社あたりの資金調達額が大きくなっている。

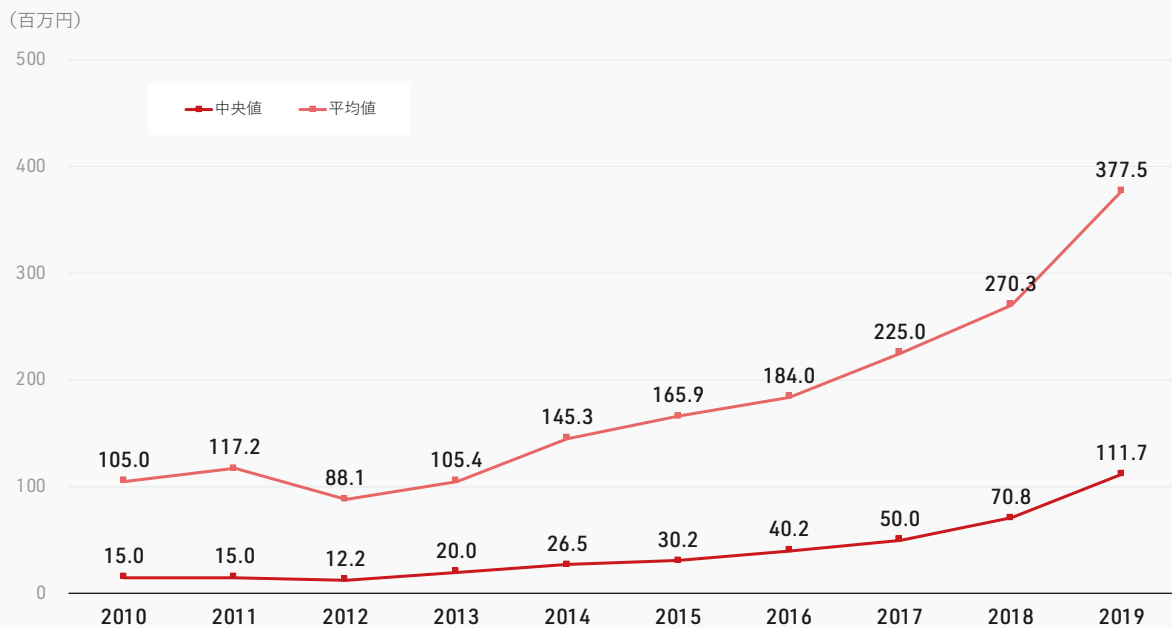
スタートアップの起業家数はどうしても限られており、非連続的な増加は難しい。一方、金額はある種レバレッジがかりやすい表れといえます。加えて、

2013年、2014年頃から徐々に増えてきたスタートアップが成長し、ミドル・レイターステージで大きな資金調達を実施したことで、調達額が大きくなってきている印象を受けています。

**森** おっしゃるとおり、傾向は数字にも表れています (図2参照)。

これも観測の影響を受けるので、2019年は1社あたりの資金調達額平均値が3億円を、中央値が1億円を超えています。この数字はおそらく下がると思います。しかし、年々大型化している傾向は変わらないと考えています。

図2：国内スタートアップ1社あたりの資金調達動向



注1：2019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ほど、調達社数ほど下がる

(出所) INITIAL (2020年3月27日基準)

## レイターステージでの調達が確立 投資にも新たな動きが

森 これを設立経過後年数別にみてみましょう（図3参照）。設立経過後年数別は「スタートアップが設立してから何年目の調達か」の観点でみたものです。たとえば、2017年設立のスタートアップが2019年に調達していたら、設立から2年目なので「1年以上3年未満」に含まれています。

グラフ（図3参照）をみると、設立から5年以上、すなわちミドル・レイターステージにあると考えられるスタートアップが大きな調達をしていることがわかります。

では、具体的にどこに資金が集まっていたのかをみましょう（図4参照）。

2019年はスマートニュース株式会社が100億円と超

大型調達をしています。特徴はまずこの規模。1年で100億円以上調達した企業は過去10年においても、片手で数えられる程度です。

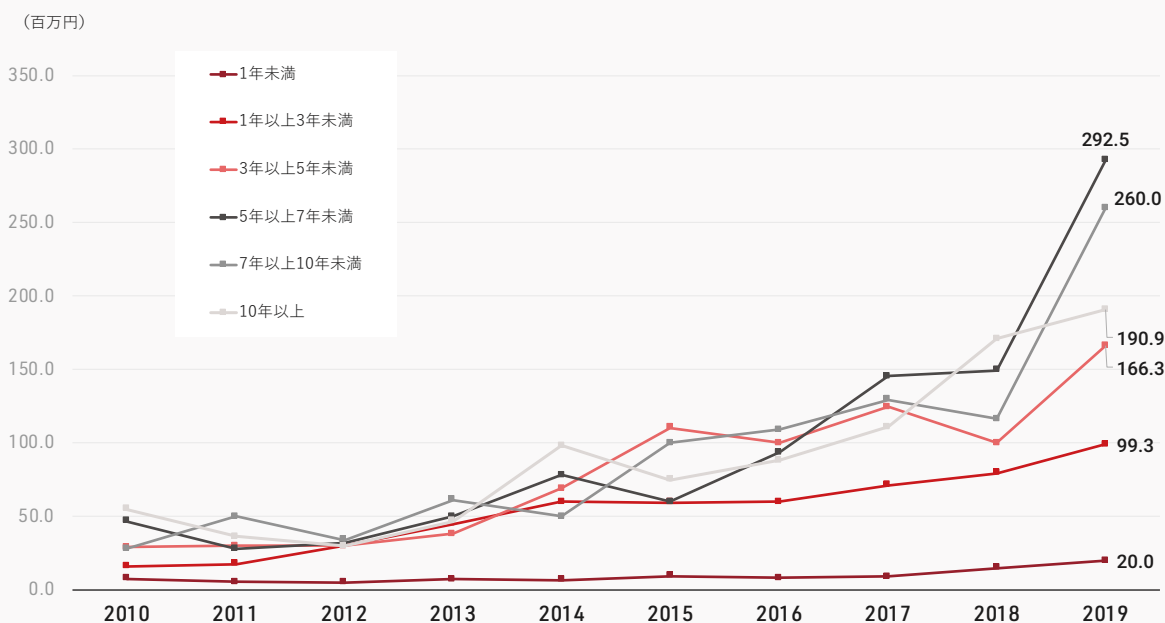
また、スマートニュース株式会社の場合、ベンチャーキャピタル（以下、VC）中心の調達であったことも特徴です。リードインベスターは日本のスタートアップへは初投資となった、ACA Investments Pte Ltd, でした。

☞ [スマートニュース、自のファイナンスから見えた米国攻略の秘策](#)

☞ [スマートニュース、100億円調達の裏側、キーマン3氏が語る決意と勝算](#)

ここ数年、大型調達を支えるのは事業法人の直接投資が主でした。たとえば、1年で100億円以上調達したスタートアップは2017年に株式会社 Preferred

図3： 設立後経過年数別の調達額中央値



注1： 2019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ほど、調達社数ほど下がる

注3： 設立後経過年数は、増資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。設立後経過年数が異なる増資ラウンドは、同一企業のものであっても別カウントとするため、同一年内に複数回の調達がある場合は、年別の資金調達社数総数とは一致しない

(出所) INITIAL (2020年3月27日基準)

図 4：2019 年資金調達額ランキング TOP10

順位	企業名	事業内容	設立年月日	調達額 (億円)	調達後企業評価額 (億円)	評価額算出 対象ラウンド
1	スマートニュース	スマートフォン・タブレット向けニュースアプリ「SmartNews」	2012-06-15	100.0 億	1222.1* 億	2019-12-12
2	フロムスクラッチ	クラウドSaaS型マーケティングプラットフォーム「b→dash」	2010-04-06	93.0 億	331.1 億	2019-08-28
3	ティアフォー	自動運転システムの開発等	2015-12-01	90.2 億	559.3 億	2019-07-31
4	Paidy	リアルタイムオンライン決済サービス「Paidy」	2008-03-13	90.0 億	683.3* 億	2020-02-21
5	Synspective	小型合成開口レーダー (SAR) 衛星群、及びビッグデータ・機械学習プラットフォーム	2018-02-22	86.7 億	191.7 億	2019-07-12
6	PECO	ペットメディア「PECO」	2014-12-11	67.2 億	280.1 億	2019-10-11
7	Spiber	構造タンパク質「Brewed Protein」	2007-09-26	63.8 億	1007.1 億	2020-01-31
8	SmartHR	雇用契約や入社手続きをペーパーレスで完結するクラウド型ソフトウェア「SmartHR」	2013-01-23	61.6 億	307.2 億	2019-08-31
9	AIメディカルサービス	自動画像解析システム搭載のカプセル内視鏡の開発	2017-09-01	46.0 億	170.8 億	2019-09-30
10	ビットキー	ID連携・認証と権利処理のデジタルキープラットフォーム「bitkey platform」	2018-05-16	45.2 億	94.2 億	2019-12-27

注 1： 調達額は基準日において観測された 2019 年 1～12 月における資金調達明細が集計対象。但し、借入金による調達金額は除いている。一部の明細に INITIAL による推測を含む。

注 2： 調達後企業評価額は潜在株を含む INITIAL による推定算出。

注 3： 事業再生系ファンドなどからの投資と判断できる場合はスタートアップへの投資と識別していないため含まない。

注 4： スマートニュースの調達後企業評価額は、同社提供によれば 1327.6 億円 (<https://initial.inc/articles/smartnews-usa-1>)

注 5： Paidy の調達はプレスリリースによる観測。2020 年 2 月時点での推定評価額は 683.3 億円。

(出所) INITIAL (2020 年 3 月 27 日基準)

Networks、2018 年に株式会社 Mobility Technologies (旧 JapanTaxi) です。両社ともにトヨタ自動車株式会社を中心とした事業法人から調達している。

2 位の株式会社フロムスクラッチも海外 VC や PE からの大型調達していたことが特徴です。

☞ [フロムスクラッチ、KKR、GS から 100 億円規模の大型調達](#)

☞ [見据えるは海外。フロムスクラッチ流「3つの優位性と再現性の追求」](#)

**酒居** 8 位の株式会社 SmartHR も、朝倉さんの THE FUND 投資事業有限責任組合 (編集部注：シニフィアン株式会社とみずほキャピタル株式会社の共同運営) や海外 VC からの調達でしたね。

☞ [SmartHR が 61.5 億の大型調達、攻めのファイナンス戦略](#)

**朝倉** そうですね。2019 年の 1 つ特徴として、非伝統的な投資家が増えたことが挙げられます。

具体的には Fidelity International やティー・ロウ・プライスなど、上場株への投資が中心であったような投

資会社が未公開スタートアップへの投資にきている。

2 位の株式会社フロムスクラッチへは KKR (コールバーグ・クラビス・ロバーツ) が投資をしていますね。

☞ [KKR、DNX Ventures に聞いた「日本への投資と今後」](#)

個人的には農林中央金庫のスタートアップへの直接投資が印象に残っています。2019 年 11 月に株式会社 Sun Asterisk へご出資されています。これまでスタートアップへの直接投資からはやや距離があった非伝統的な投資家が、積極的にベンチャー投資していたのが、2019 年の印象的な変化です。

**森** そうですよ。投資家の変化が資金調達ランキングの顔ぶれにも影響していると考えます。

かつて、スタートアップはゲームやアプリなどの BtoC 向けサービスへ資金が集中していたと思います。しかし、今回の顔ぶれを見ると、BtoB 向けサービスを扱っている企業が多いですね。

酒居 DeepTech 系のスタートアップも多いですね。

朝倉 そうですね。これは、鶏と卵みたいな状況があるのでしょうか。

DeepTech 系は、一般的な BtoC 向けの Web サービス、アプリサービスなどと異なり、初期投資に桁違いの資金が必要になります。

そこへ投資できる、受け皿となるような投資家の方々がいないと、なかなか事業としても立ち上がらない。同時に、こういった初期投資を要する事業が立ち上がってこないことには、そこにお金を投じようとする投資家も増えてきづらい。

こういった鶏と卵の関係になっていたところが、徐々に裾野が広がったことで、DeepTech 系のスタートアップも目立つようになってきたのではないのでしょうか。

酒居 ここで、視聴者の方よりご質問です。「1 社あたりの資金調達額の上昇は、CVC が増えた影響もあるのではないのでしょうか。」

森 まず、細かいですが CVC の定義から。弊社で



は事業法人の直接投資と CVC はわけてます。CVC は法人として設立されているものですね。

その前提で、CVC は近年たしかに増加していますが、全体の投資額に占める割合はそこまで大きくありません。したがって、全体の視点と先ほどの超大型投資にも表れているとおり、影響しているならば事業法人の直接投資と考えます。

## 04 / 10 section

# 誰が決めたバリュエーションなのか

森 調達額上昇の話がでましたので、合わせて、バリュエーションにもふれましょう。2020 年 3 月 27 日時点の調達後企業評価額 (Post Money) ランキングです (図 5 参照)。本評価額は登記簿より弊社が算出している推定評価額です。

調達額の大型化によって、調達後企業評価額が 1000 億円以上のいわゆる「ユニコーン」に相当するスタートアップが 7 社います。

顔ぶれをみると、先行投資を必要とする企業が多いですね。

上場企業と直接比較することは本来適切ではありませんが、現在のマザーズ上場企業の時価総額と比較しても上位に食い込む規模感ですね。

朝倉 バリュエーションは、前提としてその時の市況に大きく影響されるところがあります。

ポイントは、各社のバリュエーションは誰の評価に基づくものかだと思います。バリュエーションはたしかにわかりやすい指標ではありますが、「ユニコーン」といった言葉はキャッチーさもあり、耳目を集めます。しかし、そうした値付けが根拠のある事業実態に基づ

図 5： 調達後評価額ランキング TOP10  
(2020年3月27日時点、潜在株含む完全希薄化後ベース)

順位	企業名	事業内容	設立年月日	評価額算出ラウンド実施日	調達後企業評価額
1	Preferred Networks	深層学習と様々な専門分野の深い知識を掛け合わせた最先端技術の開発	2014-03-26	2019-07-31	3516.7 億
2	スマートニュース	スマートフォン・タブレット向けニュースアプリ「SmartNews」	2012-06-15	2019-12-12	1222.1* 億
3	クリーンプラネット	新しいクリーンエネルギー技術の実用化の推進	2012-09-10	2019-10-31	1218.8 億
4	TBM	紙・プラスチックの代替となる新素材「LIMEX」	2011-08-30	2019-09-30	1218.2 億
5	QUOINE	日本およびアジア各国で仮想通貨取引プラットフォーム「Liquid by Quoine」	2014-11-25	2019-01-25	1170.3 億
6	TRIPLE-1	Bitcoinマイニング用 ASIC「KAMIKAZE II」、ディーブラーニング向けAIプロセッサ「GOKU」	2016-11-01	2018-07-04	1032.8 億
7	Spiber	構造タンパク質「Brewed Protein」	2007-09-26	2020-01-31	1007.1 億
8	パネイル	人工知能とビッグデータを活用したクラウドサービス型のエネルギー流通管理プラットフォーム「Panair Cloud」	2012-12-25	2018-05-31	766.6 億
9	Paidy	リアルタイムオンライン決済サービス「Paidy」	2008-03-13	2020-02-21	683.3* 億
10	スリーダム	リチウム二次電池用セパレーター開発	2014-02-24	2019-10-18	677.4 億

注1： 調達後企業評価額は潜在株を含む INITIAL による推定算出

注2： 借入金による調達金額が判明している場合、総調達額から除いている。一部の明細に INITIAL による推測を含む

注3： 事業再生系ファンドなどからの投資と判断できる場合はスタートアップへの投資と識別していないため含まない

注4： スマートニュースの調達後企業評価額は、同社提供によれば 1327.6 億円 (<https://initial.inc/articles/smartnews-usa-1>)

注5： Paidy の調達はプレスリリースによる観測。2020年2月時点での推定評価額は 683.3 億円

(出所) INITIAL (2020年3月27日基準)

いたものなのかは、注視が必要です。

上場企業の株価は不特定多数の市場参加者の評価によって決まるのに対して、少数の限定的な投資家が参加する未上場スタートアップのバリュエーションは、誰かの主観が多分に反映されて決まっています。額面を鵜呑みにすると、読み違える可能性があると思っています。

たとえば、直近ラウンドのリードインベスターはどこか。ごく少数の新規投資家のみによる評価じゃないか。あるいは、以前のラウンドでより低い評価額で投資していた既存投資家がつけた額ではないかなどですね。

また、薄く広く多数の事業会社が参加し、明確なリードインベスターがいないようなラウンド。誰が責任を持って目利きしたのかわからないようなラウンドでのバリュエーションも、注意して見ることになります。

この他にも、たとえば事業会社による出資の場合、より戦略上の価値——シナジー効果なども当てはまりませぬ——が織り込まれた額になっているのではないかとといった点も確認しなければなりません。事業提携ありきの場合、バリュエーションについてはそこまで厳密な検討がされていないケースもあります。

そのような中で「これは本当にフェアバリューなのか」の点は、投資を専業とするプレイヤーは必ずチェックしなければならないポイントだと思います。

## SaaS へ資金が集まる背景

森 つづいて、セクター別に資金調達動向をみましょう（図6参照）。これは関連ある領域には重複計上されているものです。たとえば、フロムスクラッチさんだったら、SaaSと人工知能にそれぞれに調達額が計上されています。

2018年はFinTech資金が集中していましたが、2019年はSaaS（Software as a Serviceの略）に資金が集まりました。これは業種ではなくビジネスモデルですね。

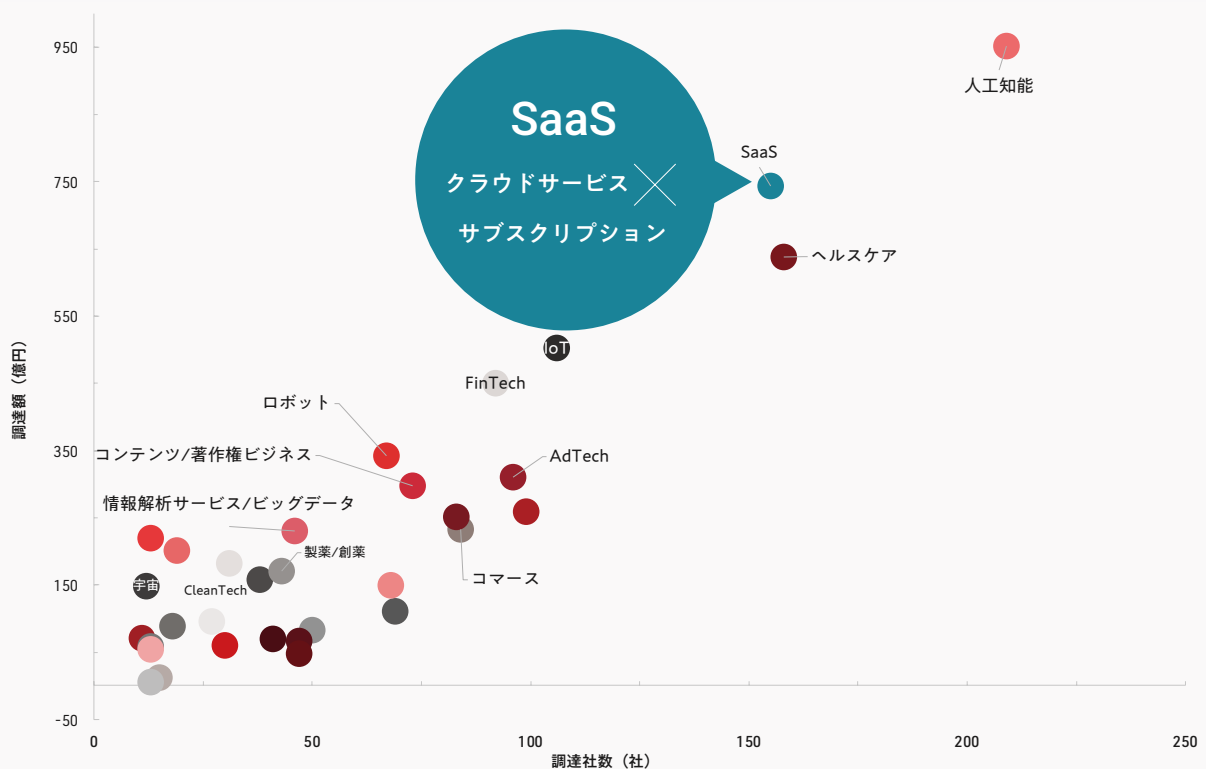
森 人工知能にも資金が集まっていますが、SaaSと相関があります。Web上のデータ解析そのものをクラウドで企業向けにサービス展開している、あるいは、SaaSビジネスモデルの特徴の1つであるデータ収集から、そのデータを解析して、サービスあるいは付加価値として提供しているところも多いからです。

酒居 ここでご質問です。「先述の1社あたりの資金調達額の上昇について、SaaSへの資金が集まっていることが背景にありますか。」

森 そうですね。スタートアップの中でもSaaSビジネスモデルをもつところに大型投資が集まっているのは数値のとおりです。大きい資金調達ができることは、言い換えると大きい資金を出せる投資家がついてることになります。SaaSスタートアップの資金調達の特徴として、海外VCからの調達が目立ったことがあげられます。

それは、SaaSが米国で先行しているビジネスモデルであることが影響していると思います。先行して知見が深い海外投資家が同様のビジネスモデルを持つ日本のスタートアップを評価できる。その結果、大型資金が集まっている。

図6：2019年セクター別調達額と社数



注1：セクター間には企業の重複計上があるため、セクター合計値は資金調達総額や社数合計とは一致しない。社数には金額不明も含む  
 注2：直線は当該年における1社あたりの資金調達平均額  
 出所) INITIAL (2020年3月27日基準)

2019年に Sansan 株式会社が IPO したことで話題になりましたが、未公開でのレイトー調達の際、ティー・ロウ・プライスからの出資を受けています。実績があるんですね。

☞ [国産 SaaS の雄・Sansan の資本政策からみるスタートアップファイナンスの未来](#)

朝倉 森さんのご説明のとおり、SaaS は米国を中心に海外の先行事例が多数あります。

「どういった指標を通じて成長可能性を判断するか」の方法論も整っているので、展開地域に関係なく、同じ指標で横比較がしやすい。いいかえると投資家にとって理解がしやすいことが特徴の1つです。CAC (Customer Acquisition Cost の略。顧客獲得費用を指す。) や LTV (Life Time Value の略。顧客生涯価値を指す)、解約率などが代表的な指標ですね。

当たり前ですが、理解できない事業について「こんなに儲かっている」と主張されても、なかなか投資には踏み切れません。その点、同じビジネスモデルであれば、同一の指標で比べることができ、成長企業が分かりやすいため、土地勘がない海外マーケットであっても理解できるわけです。

こういった点で SaaS は相対的に海外の大型資金を集めやすい事業になっていると思います。

たとえば、我々シニフィアンが運用するグロースキャピタル「THE FUND」を通じて出資している株式会社 SmartHR も、海外投資家から資金を集められた背景にはそういった分かりやすさがあったと思います。共通の指標が海外のスタートアップと比べて遜色ないことが分かれば、投資家も成長シナリオについて納得しやすくなりますよね。

関連した話ですが、海外投資家からの資

金調達を検討している国内スタートアップから、グローバル展開していることや具体的に計画していることが前提なのかと聞かれることがありますが、そうとは限りません。

むしろ、米国で成立しているのと類似した事業を日本のローカルで展開しており、LTV や CAC、解約率などの指標を見ても発展可能性が大にあると理解してもらえる方が、話は早い。つまり、必ずしも海外で事業展開している必要性はないのです。

森 ご質問もきておりますが、海外投資家から資金調達した SaaS スタートアップの方にお話を聞くと、事業に対して明確なアドバイスをくれる点を良い点としてあげている方が多いことが印象的でした。

SaaS 企業に対する投資実績の多さから、主要指標に対する知識だけでなく、組織設計など含めて数多くの事例を知っている点です。

酒居 SaaS の次にヘルスケア領域に資金が集まっていますね。この領域はどのような傾向がありますか。

森 ヘルスケアは含まれている領域が広いです。株式会社 FINC Technologies に代表されるデジタルヘルスや遺伝子検査などの検査系、新しい形の車いすなどのハードウェアが含まれます。2019年だとデジタルヘルスがヘルスケアに占める割合が半数でした。

酒居 本領域はグローバルでみるとアジア、また昨今のコロナショックでも注目される領域ですよ。

森 そうですね。とくに日本は高齢化社会で健康関連需要は高く、今後もマーケットが広がるとみられ資金も集まりやすいのではないのでしょうか。また、新型コロナウイルスの影響で、オンライン診療や検査系領域にも注目が集まっていますね。

## 大型の IPO が複数あった年

**森** つづいて、IPO の状況を見ましょう(図7参照)。2019年はIPOした企業は全体で95社です。そのうち、スタートアップが42社ありました。

会社設立から IPO までの年数の中央値も出してみました(図8参照)。IPO 企業全体だと13年前後ですが、スタートアップだけに絞るとそれよりも早く上場していますね。これはファンドに運用期間がある VC から出資を受けていることも背景にあると思います。

**酒居** 1つ質問です。最近、1社あたり資金調達額が上昇している中で、上場までの年数みたいなところはあまり変わらないんですね。

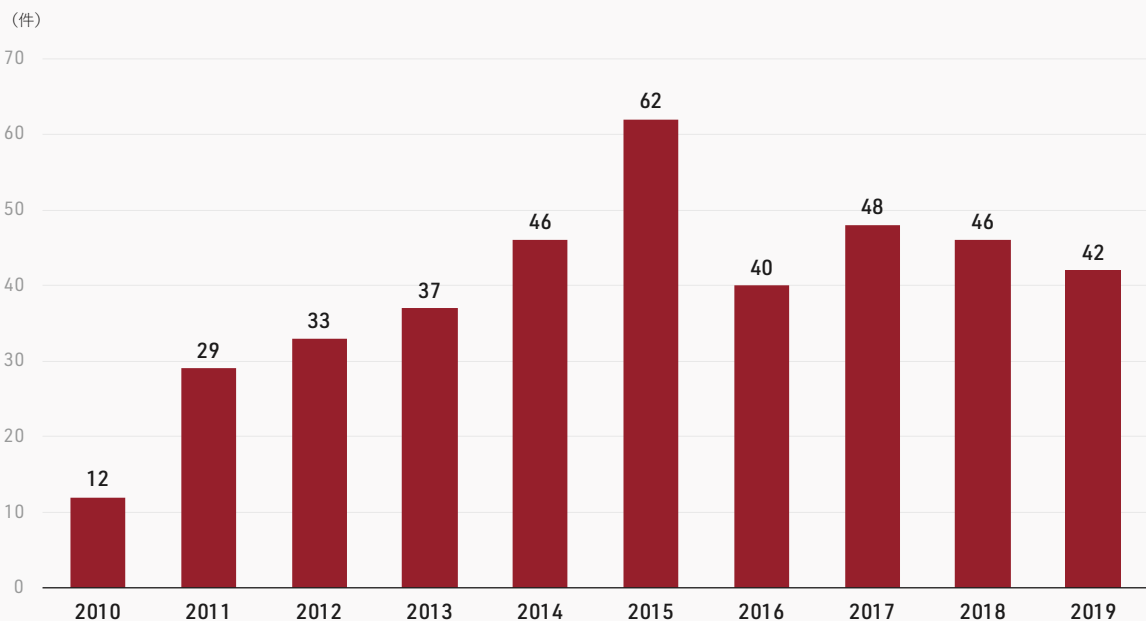
**森** そうですね、全体としては大きく変わっていません。他方、2019年にIPOした企業をみると、初値時価総額が大きい(図9参照)。この部分に反映されているといえます。たとえば、マザーズへのIPO企業の初値時価総額の中央値は130億円程度(参考: KPMG「2019年のIPO動向について」)です。

つまり、一般的なシリーズ A、シリーズ B にあたる。実際、数年前までのスタートアップの IPO 規模はその程度です。Sansan 株式会社や freee 株式会社はシリーズ C、シリーズ D などにあたるレイターでの資金調達を未公開市場で行った上で IPO している。

**朝倉** Sansan 株式会社や freee 株式会社をはじめとして、もう少し早いタイミングでも IPO しようと思えばできる企業であったともいえます。

一方で、上場前のタイミングであれば、限られた少数の株主と合意形成できれば思い切った施策も採りやすいため、戦略の自由度が高い。そのため、早く上場することよりも、セカンダリー取引で株主を再構成するなど、意図的に未上場の期間を伸ばし、その間に成長に向けた施策を積極的に打って、より大きなサイズで上場している会社が出てきているということだと思います。

図7：スタートアップの新規上場数

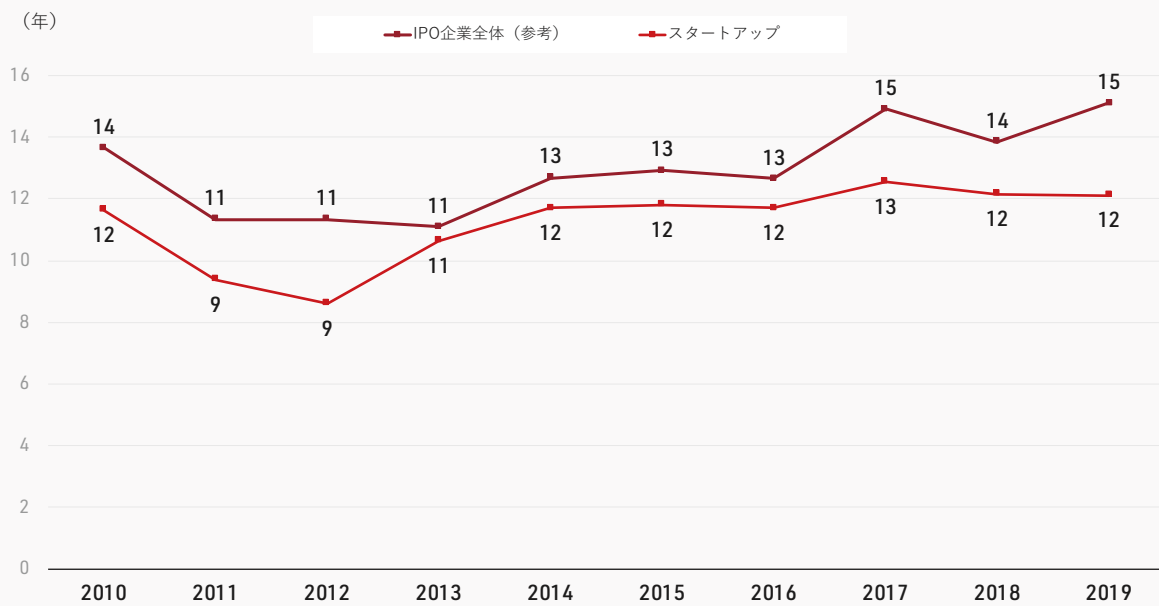


注1：テクニカル上場や鞍替えは含まず

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 (2020年3月27日基準)

図 8： IPO までの年数（中央値）



注 1： テクニカル上場や鞍替えは含まず  
(出所) INITIAL (2020年3月27日基準)

図 9： 2019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
<b>Sansan</b>	法人向け名刺管理サービス「Sansan」	2019-06-19	12.0	1425 億
<b>freee</b>	クラウド会計ソフト「freee」	2019-12-17	7.4	1166 億
<b>Chatwork</b>	クラウド型ビジネスチャットツール「Chatwork」	2019-09-24	14.9	542 億
<b>JTOWER</b>	情報通信インフラ、通信関連ソリューションの設計	2019-12-18	7.5	507 億
<b>ステムリム</b>	細胞治療医薬品・遺伝子治療医薬品・再生治療医薬品	2019-08-09	12.8	487 億
<b>ギフトィ</b>	ソーシャルギフトサービス「giftee」	2019-09-20	9.1	467 億
<b>AI inside</b>	人工知能搭載OCRを用いた画像認識サービス「AI inside」	2019-12-25	4.4	446 億
<b>メドレー</b>	人材採用システム「ジョブメドレー」、オンライン診療システム「CLINICSオンライン診療」	2019-12-12	10.5	351 億
<b>Welby</b>	パーソナル・ヘルス・レコードアプリ「Welby」	2019-03-29	7.6	348 億
<b>ブシロード</b>	トレーディングカードゲームの制作・販売	2019-07-29	12.2	346 億

注 1： テクニカル上場や鞍替えは含まず  
(出所) INITIAL (2020年3月27日基準)

## VC の投資額が大きかった 2019 年

森 では、視点を変えて投資額をみましょう（図 10 参照）。資金調達とは異なり、投資額には被買収や株式の移動の金額も含まれています。なので、資金調達とは合計が一致しません。

2019 年最も目立った兆候としては、VC の投資額が大きかった点です。さらにいえば、独立系 VC と海外 VC の割合が大きかったです。このあたりも先述した内容と整合性がとれます。

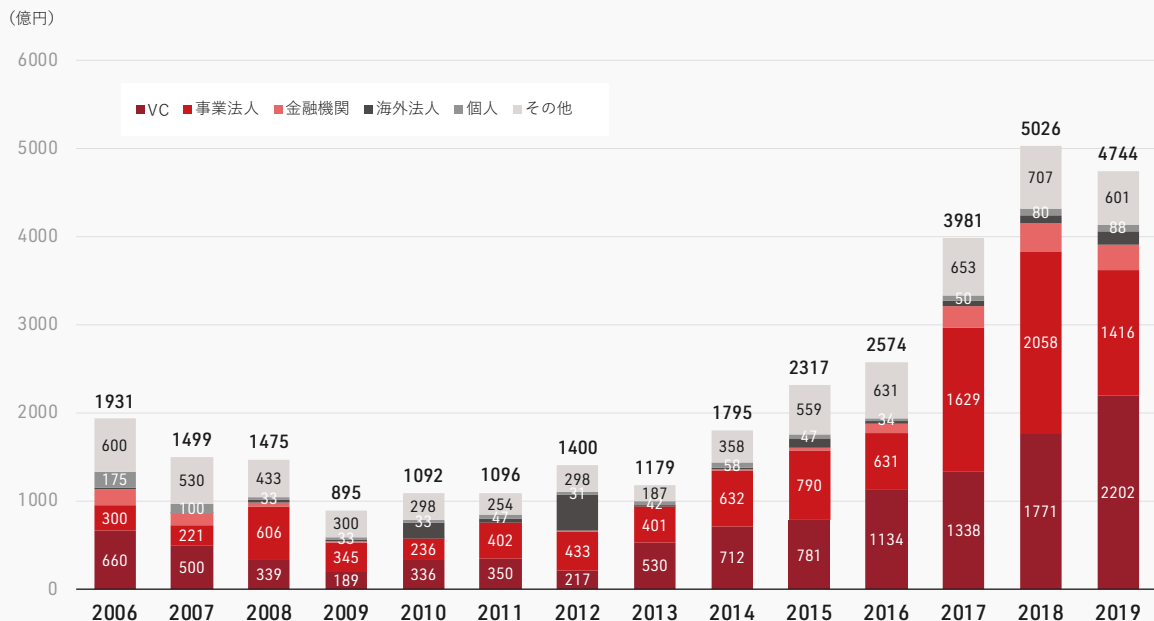
森 2018 年は VC 投資 1771 億円に対し、2019 年は 2202 億円です。一方で、2017～2018 年は事業法人の直接投資が多かった。これは被買収の金額も含まれていることも影響していますが、超大型投資の金

額が多かったんです。実際に 2019 年は 10 億円以上の事業法人の直接投資の件数が 2018 年の半分程度でした。

最後に現在の投資へも影響するスタートアップのファンド設立状況をみておきましょう（図 11 参照）。

2019 年はファンド総額は 4206 億円と 2018 年以上の規模でした。新型コロナの影響で足元すぐに投資が引いてしまうか考えたとき、VC の投資待機資金がこれだけあるので、すぐには全体に対して影響は出にくいと考えます。

図 10： 投資家タイプ別投資額の推移



注 1： 「その他」には未分類・不明を含む

注 2： 投資家タイプの定義は巻末参照

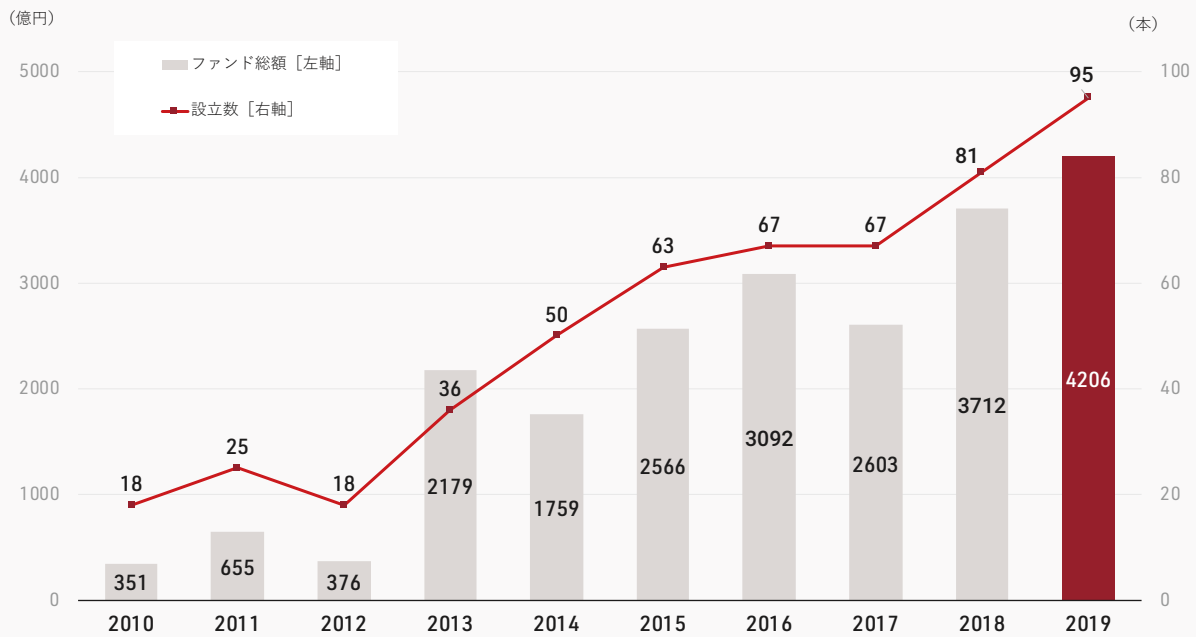
注 3： 2019 年の値は基準日時点までに観測されたものが対象

注 4： 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ほど、調達社数ほどうる

注 5： 「資金調達」とは含める金額の内容が異なる

(出所) INITIAL (2020 年 3 月 27 日時点)

図 11： スタートアップファンド設立数と総額



注 1：ファンド数はファンド額不明を含む  
 注 2：ファンド総額は当該年における出資約束総額、一部推測値を含む  
 注 3：国内へのスタートアップ投資を行っているまたは行う予定のファンドが集計対象  
 注 4：国内への投資が確認できない場合は集計に含まれない  
 (出所) INITIAL (2020年3月27日基準)

08 / 10 section

## 2020 年は、より慎重な投資ヘシフト

**酒居** ここからは、今後についてみてきましょう。まず、「2020 年はスタートアップ界はどうか。」新型コロナの影響も気になるところですが、朝倉さんいかがでしょうか。

**朝倉** まだまだ不透明な部分が大いですが、一般的なマクロの景気にある程度連動する話だと思います。当然のことながら、世の中の実体経済と同様、飲食やインバウンド、レジャーなど、物理的なローカルサービスに関わる事業は、既に大きな影響を受けています。

逆に、一部には現在の状況が追い風になっている分野もありますよね。たとえば、リモートワークに関連するサービスなど、これまで対面型で行っていた業務を置き換える類の事業や、リアル資産を取り扱わない

オンラインに閉じたサービスを運営するスタートアップについては、追い風になっている部分もある。

米国の Web 会議サービス『Zoom<sup>(\*)</sup>』などは分かりやすい例ですね。

また事業運営への影響とともに、資金調達へも相応の影響は出てきます。

先述のファンド設立状況の説明にあったとおり、ドライパウダーと呼ばれる投資家の投資可能額は相応の規模感で保たれています。その一方で、今後の事業計画が不確実になっている状況下では、当然、より慎重に投資先を選別する投資家の動きが増えてくるでしょう。こうした傾向はすでに足元で生じています。

(\*) 米 Zoom Video Communications, Inc. 社提供の Web 会議システム



森 朝倉さんがお話されていないところで補足をすると、今年後半に向かってファンドの設立状況は気にしています。2021年に影響するので。

また、大きい調達をするところはする。この傾向は続く、もしかすると深まると考えています。すでに今日までに既存投資先に対しての追加ファンド設立の動きも見られています。

ただ、現状の動きをふまえると、どちらかというところ、シリーズAやシリーズBに影響が出てくると考えています。これまでは新型コロナの前のニーズで投資判断されている。そして、傾向として、シリーズAの大型化が進んでいて、企業評価額も高いところも多かった

状況だったので。

朝倉 そうですね。われわれシニフィアンは、基本的にはレイターでの投資案件を扱っているため、アーリーステージの状況に関する造詣が深いわけではありませんが、たしかに1年前と比べると、初期的段階にあるスタートアップのバリュエーションは抑制傾向にあると聞きます。

エンジェルラウンドも然りですし、主にプロのVCの投資対象となるシリーズA以降においても、標榜するバリュエーションが正当化できる水準なのかどうか、よりシビアに見られるようになっているようです。これは日本だけでなく、米国でも生じている状況ですね。

09 / 10 section

## ランウェイの確保と本質の追求

酒居 ありがとうございます。そういった中で、スタートアップサイドは、今後どのような対策あるいは、戦略を立てるべきでしょうか。

朝倉 1つは、ランウェイ<sup>(2)</sup>を確保することです。ちゃんとその企業が事業を継続できるようなランウェイを確保する。外部からの資金調達もそうですが、事業を

通じてきちんと資金を創出できるような体制にする。固定費を変動費化し、なるべく無駄なコストを切り下げることも、その一例でしょう。

ここ数年は、世界的に資金が過剰流動気味であり、資金がコモディティ化していた節もあったことで、大型調達を積極的に行い、広告などに大規模な資金を先行

(2) 資金が尽きるまでの期間のこと。

投下して利用者を集める手法が1つのスタンダードになってはいましたが、投資家の財布の紐が固くなったことで、こうした方法論にも軌道修正が必要になってくるのだと思います。

また、サービス提供に関しても、導入する顧客も「自分たちにとって本当に導入する価値があるのか」などの選別の視点がよりシビアになってくることでしょう。

当たり前の話なんですけれども、地に足をつけてプロダクトをしっかり磨き込む、本質的に価値のある事業をつくっていくことが、より重要になってきますし、規律のない拡大政策ではなく、プロダクトの磨き込みにより専念すべきタイミングなのだと思います。

見方を変えれば、このタイミングにきちんとプロダクトを磨き込んでユーザーの支持を獲得することができれば、今の難局を乗り越えた暁には、本当にマーケットにフィットしたドンピシャのプロダクトができあがっているはずですよ。

**酒居** たしかに。より顧客にとって本来あるべき姿を極めていくことがますます求められていきますね。

では、次のご質問です。「今の状況を踏まえて、どのようなスタートアップに注目されていますか。」

**森** 朝倉さんのお話しにあったとおり、オンラインサービスの需要はピンポイントで高まっていますよね。したがって、前半のセクター別で考えるとSaaSはまさにクラウドでの提供なので、追い風とみえる。

ただ、SaaSであっても提供顧客の属性に影響を受けるでしょう。たとえば、ダイレクトに影響をうけている飲食、宿泊、観光などに対して顧客が集中していれば、濃淡はありますが影響を受けるでしょう。

その目線で、顧客の企業規模の切り口でみれば、中小企業により影響が出やすいと考えられる。

また、ヘルスケア分野の遠隔診療、EdTechなどのオンライン教育、自宅で楽しめるエンターテインメント、適切な情報がとれるメディア、ワクチン・予防などのバイオテクノロジーなどに需要は高まると思います。

あと、個人的な嗜好になってしまっていますが、ペットに対する新型コロナの影響もあるので、感染の心配がない癒し系ロボットも需要が高まるのではないのでしょうか。

**朝倉** 個別の業種については、今、森さんからいろいろお話がありましたが、少し抽象化して話すと、より本質的に世の中に必要とされるようなスタートアップ、プロダクト、これがより重要になってくるのかなと。



よく、世の中に欠かせない仕事をする方々を「エッセンシャルワーカー」と呼びますが、それに倣うのであれば、「エッセンシャルスタートアップ」でない、このような状況においては生き延びれないと思います。「ちょっといい」程度のサービスは今の世の中には求められていない。

たとえば、SaaSはマネタイズがサブスクリプションモデルで、顧客が積み上がるストック型でもあり、収益基盤が安定した事業のように見えるかもしれませんが。

しかし、顧客側からすれば、真っ先にコスト削減の候補として検討するのは、継続的にコストが発生するこの手のサービスですね。したがって、本当に顧客の事業に深く根差しているプロダクトなのかどうか、より問われるようになると思います。

そうした観点から考えると、今、スタートアップに求められている提供価値の要素は、固定費を変動費化するものや、既存の業務プロセスやコストを大幅に削減するもの、あるいはこれまで当たり前とされてきた非合理的な習慣を改めて問い直すようなサービスです。

分かりやすいところで言うと、最近、印鑑が不要ではないかと言った話題が盛り上がっていますが、まさにそうした一例といえますね。

ただ、冷静に考えてみると、今述べた要素は、平時であれスタートアップに求められている提供価値なんですよね。本来、スタートアップがやるべきこと。その点で、提供すべき便益を本当に社会に提供できているスタートアップが、これからより伸びていくと考えています。

10 / 10 section

## 投資サイドの視点と今後の EXIT 状況

**酒居** 続いて、ご質問です。「現在のこの機会を投資側としてはどう捉えたらいいでしょうか。」

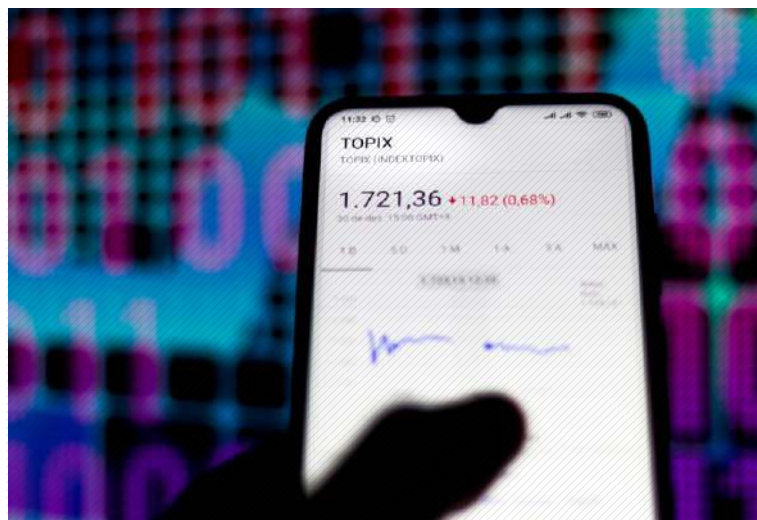
**朝倉** 個人的には、ことさら「ピンチ」や「チャンス」などの視点では捉えていません。なぜなら、フェアバリューで上場後も継続的に成長し、本当に新たな産業を創出できるような会社なのか、その結果として、投資した資金のリターンを得られるような投資機会であるのかどうかを、粛々と見ているからです。こうした評価の目線は、景気によって変わるものではありません。

極端な例ですが、ある種、予算消化的な感覚で、「今はバリュエーションが下がっていてチャンスだから、どんどん投資してしまえ」といった野放図なスタンスで臨むと、結局のところ、フェアバリューでの投資機会を損なうことに繋がってしまいます。

本気で腰を据えて、スタートアップの世界と向き合っていくつもりがあるのならば、変に予算ありきの提供側のロジックではなく、そのスタートアップに本当に価値があるのか、本質的な課題解決に取り組んでいる

スタートアップに適切な価格で投資するという、ただ当たり前のことを愚直に続けることだと思います。

**酒居** ありがとうございます。それでは、続いて最後のご質問です。「今後のEXITの見通しは。」どのような影響があるのでしょうか。



rafapress / Shutterstock.com

朝倉 足元、上場の延期や取りやめが増えているのは、企業側が選択した結果です。

その背景には、上場株の投資家の新興株に対する投資意欲が薄らいでいることがあると思います。

上場株の投資家からすると、投資対象は新興企業の株式だけではなく、既に上場している会社の中にも、大幅に株価が安くなっていることもあります。

そのような中で、財務体力や成長可能性の面においてリスクが高い新興企業に投資をすることが果たして合理的なのか、あるいは新規に上場するスタートアップが主張するエクイティストーリーを本当に信じることができるのか、こうした点がよりシビアな目で見られるようになると思います。

この傾向は少なくとも年内は継続するのではないのでしょうか。

では、実体経済が回復し、世の中の景気が徐々によくなってきたら、即座に IPO しやすい環境になるのかと問われれば、そうとも限らない。

なぜなら、現状、IPO を延期した企業がそれなりに列をなしており、来年、再来年と時間が経てば、その時点で上場したいスタートアップが増えている。そうすると、IPO 予備軍が多く発生するわけです。そうした IPO 予備軍が選別されることになるわけです。



photo by ATSUKO MORI

例えば、2019年の12月には多くの企業がIPOしましたが(※東証だけで20社の新規上場があった)、この時と同様、投資家のお財布も限られているため、同時期に上場する企業間で資金の奪い合いが生じるのでしょうか。

酒居 ありがとうございます。そろそろお時間ですね。最後に一言お願いします。

朝倉 スタートアップ・エコシステムを回し続ける意味で、EXIT機会が途絶えないかという点は気にしています。これから、M&Aにも期待されますが、ファンドの期限が迫る投資家から新たな投資家に株式を移転するセカンダリー取引の機会も増えるんじゃないかと考えています。

実際、この動きはすでに米国シリコンバレーでも出ており、セカンダリーでの株式取得に特化をターゲットにしたようなファンドも組成されています。

従来、とくに日本では、スタートアップの株式に関するセカンダリー取引はこのような動きは少ないものではありましたあまり活発ではありませんでした。ですが、たとえば、最近だと Sansan 株式会社において、シードラウンドのインキュベイトファンドとシリーズAのニッセイ・キャピタルの株式がジー・エス・グロース・インベストメントなどへ引き継がれている例があります。

📖 [国産 SaaS の雄・Sansan の資本政策からみるスタートアップファイナンスの未来](#)

このような動きを確立し、景気変動が激しい状況下でも、スタートアップが戦略により合致した株主構成を構築できるような状況が望ましいとていかなければならないと考えています。

個人的にはまた、シニフィアン自体は今、投資検討数はむしろ増えているぐらいのような状況です。ですので、あまり景況に観関係なく、粛々とやるべき投資活動を続けていこうと考えています行っています。ありがとうございました。

森 ご質問に答えきれなかったものに関しては、今後弊社のレポートや記事で検証していきたいと考えています。また、本日ご紹介できなかった数値や事例などは[公式サイト](#)で公開しておりますので、こちらもご参考していただければ嬉しく思います。ありがとうございました。

