



INCJ(旧 産業革新機構)の  
研究開発型スタートアップへの取り組み

---

株式会社INCJ  
大重 信二

2022年11月18日

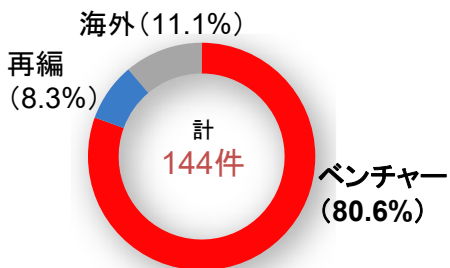
# INCJにおけるベンチャー投資活動の概要・沿革

2012年のベンチャー投資の体制整備以降、ベンチャーエコシステム構築に向けたベンチャー投資を加速

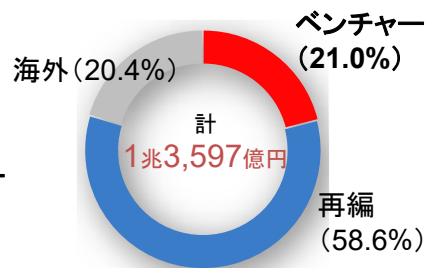


- 『オープンイノベーションを通じて次世代の国富を担う産業を育成・創出する』ことが目的
- 産業競争力強化法に基づき2009年7月（株）産業革新機構として）運営開始、運営期間15年
- 投資能力 約2兆円（出資3千億・政府保証1兆8千億）

投資決定件数(累計)



投資決定金額(累計)



2009年7月～  
(5名)

「黎明期」  
① 1からベンチャー投資スタート  
② 体制未整備

2012年6月～  
(7名→37名)

「本格開始／拡大期」  
① 体制構築、陣容強化  
② ポートフォリオ(LP投資含む)の構築開始

2018年4月～  
(26名)\*:2022年10月

「仕上げ期」  
① “ホームラン案件”の育成  
② Exitの加速

2009-2012 2013 2014 2015 2016 2017 2018

直接投資



戦略的「P」投資

計9件565億円（259社に投資済）



国内ベンチャー投資額(億円/年)



# INCJベンチャー投資の日本における位置づけ(1)

日本では2桁億円の大型投資は限定的だった中、INCJは多くの大型調達案件で資金供給源に。

## ベンチャーの資金調達状況(15億円以上の大型調達ラウンド ※2015年は10億円以上)

凡例 **緑字**: INCJ直接投資先のポートフォリオ  
**赤字**: 戦略的LP投資先のポートフォリオ

2015年	2016年	2017年	2018年
スパイバー 105.4億円	<b>メルカリ</b> 84.0億円	Preferred Networks 128.9億円 AI	JapanTaxi 123.0億円 タクシー
メタップス 48.9億円	C Channel 68.8億円 メディア	<b>スコヒアファーマ</b> 100.0億円	<b>Cloudian Holdings</b> 104.0億円
freee 44.9億円	<b>seven dreamer lab</b> 59.8億円	<b>ispace</b> 98.5億円	<b>ウェルスナビ</b> 77.5億円
<b>ラクスル</b> 39.9億円	<b>プラスワン・マーケティング</b> 42.2億円	<b>Inagora</b> 76.5億円	FOLIO 69.8億円 フィンテック
<b>メガカリオン</b> 25.4億円	Inagora 47.0億円 コマース	dely 63.6億円 メディア	<b>お金のデザイン</b> 65.9億円
<b>クオンタムバイオシステム</b> 24.0億円	<b>Cloudian Holdings</b> 41.0億円	ボナック 48.0億円 創薬	freee 65.0億円 フィンテック
<b>プラスワン・マーケティング</b> 21.3億円	<b>ASTROSCALE</b> 40.0億円	<b>エプリー</b> 47.6億円	Spiber 62.0億円 素材
Preferred Networks 19.0億円	スマートニュース 38.0億円 スマホアプリ	<b>GROOVE X</b> 43.5億円	<b>Finatextホールディングス</b> 60.0億円
<b>アクセルスペース</b> 18.9億円	ビズリーチ 37.3億円 IT/人材サービス	<b>Sansan</b> 42.2億円	Paiddy 58.9億円 フィンテック
<b>Treasure Data</b> 17.7億円	<b>ステラファーマ</b> 35.0億円	One Tap Buy 40.0億円 フィンテック	<b>WHILL</b> 58.2億円
Ptmind 17.4億円	freee 33.5億円 フィンテック	<b>メガカリオン</b> 37.0億円	<b>アストロスケール</b> 56.5億円
<b>GLM</b> 16.9億円	bitFlyer 30.0億円 仮想通貨取引所	<b>フロムスクラッチ</b> 32.0億円	FiNC Technologies 56.5億円 ヘルステック
エコ配 16.5億円	<b>ソラコム</b> 30.0億円	エアウィーヴ 32.0億円 ファッション	<b>メルカリ</b> 50.0億円
FiNC 16.1億円	<b>Treasure Data</b> 27.3億円	スマートエナジー 30.0億円 エネルギー	<b>ABEJA</b> 48.3億円
Origami 15.9億円	<b>JITSUBO</b> 25.1億円	ミツフジ 30.0億円 素材	TRIPLE-1 33.1億円 半導体/Bitcoin
マネーフォワード 15.4億円	<b>Midokura</b> 22.0億円	<b>ASTROSCALE</b> 28.0億円	ティアフォー 32.6億円 自動運転
iPSポータル 15.3億円	GMOフィナンシャルゲート 21.5億円 フィンテック	Candee 24.5億円 メディア	エルピクセル 31.5億円 ヘルステック
<b>お金のデザイン</b> 15.0億円	<b>ラクスル</b> 20.5億円	<b>QPS研究所</b> 23.5億円	TBM 31.2億円 素材
PEZY Computing 14.1億円	ブシロード 20.0億円 ゲーム	<b>プラスワン・マーケティング</b> 20.8億円	Looop 30.9億円 クリーンテック
サイフューズ 14.1億円	FiNC 19.8億円 フィンテック	TBM 20.0億円 素材	<b>エプリー</b> 30.0億円
<b>フロムスクラッチ</b> 12.9億円	<b>WHILL</b> 20.0億円	<b>seven dreamer lab</b> 18.9億円	<b>Sansan</b> 30.0億円
ExaScaler 12.7億円	<b>sansan</b> 20.0億円	FOLIO 18.1億円 フィンテック	<b>トレタ</b> 30.0億円
スマートニュース 11.9億円	<b>ウェルスナビ</b> 18.9億円	テックビューロ 16.9億円 フィンテック	ココン 27.7億円 セキュリティ
マイネット 10.8億円	One Tap Buy 17.5億円 フィンテック	アドアジアホールディングス 16.4億円 アドテック	プレイド 27.0億円 アドテック
TBM 10.4億円	QUOINE 17.0億円 仮想通貨取引所	FOMM 16.3億円 EV	Origami 25.7億円 フィンテック
<b>フーディゾン</b> 10.1億円	<b>Napajen Pharma</b> 16.5億円	<b>パネイル</b> 16.1億円	<b>BASE</b> 25.3億円
日本医療機器開発機構 10.1億円	<b>トレタ</b> 16.0億円	Spiber 16.0億円 素材	<b>Liquid</b> 25.3億円
<b>Retty</b> 10.0億円	エクステンジョーホレーション 15.8億円 フィンテック	<b>フローディア</b> 16.0億円	Kyulux 24.0億円 半導体
ライフサロン 10.0億円	<b>お金のデザイン</b> 15.1億円	<b>オープンエイト</b> 15.0億円	FOMM 24.0億円 EV
<b>出版デジタル機構</b> 10.0億円	<b>BASE</b> 15.0億円	ZMP 15.0億円 自動運転	AeroEdge 23.0億円 航空機部品
<b>ロコンド</b> 10.0億円	<b>セブントリマーズ・ランドロイト</b> 15.0億円	エディジーン 15.0億円 創薬	QDレーザー 21.7億円 半導体レーザー
<b>AnyPerk</b> 10.0億円	QDレーザー 15.0億円 半導体レーザー		One Tap BUY 21.5億円 フィンテック
	ChatWork 15.0億円 IT/ビジネスツール		メルティンMMI 20.2億円 ヘルステック
			Telexistence 20.0億円 ロボット
			<b>ヘイ</b> 20.0億円
			<b>タベルモ</b> 20.0億円
			アセントロボティクス 20.0億円 ロボット
			<b>JTOWER</b> 18.0億円
			C Channel 17.5億円 メディア
			<b>スマートドライブ</b> 17.0億円
			アルム 16.8億円 ヘルステック
			Virtusize 16.8億円 アパレルテック
			ジェネシスヘルスケア 16.0億円 ヘルステック
			<b>favy</b> 16.0億円
			AppBrew 15.6億円 メディア
			ウエストユニティス 15.2億円 IoT
			ブラネット・テーブル 15.1億円 アグリテック
			<b>オープンエイト</b> 15.0億円
			AnyMind 15.0億円 AI/SaaS
			TaoTao 15.0億円 フィンテック
			<b>SmarTHR</b> 15.0億円

出所) ジャパンベンチャーリサーチ

# INCJベンチャー投資の日本における位置づけ(2)

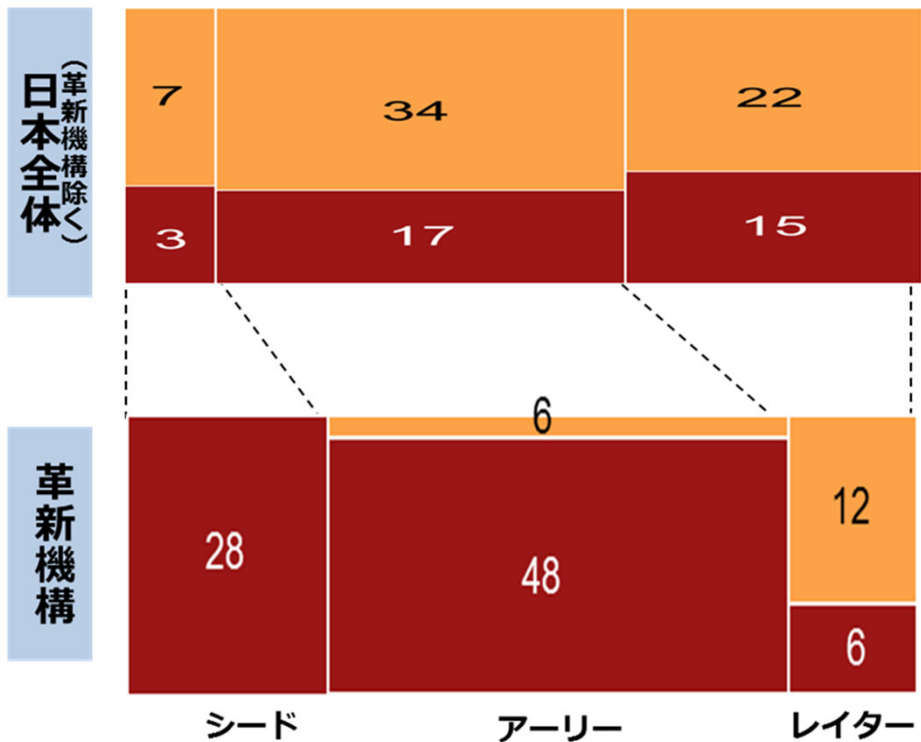
業界全体と比較し、INCJは健康・医療や産業機械、電子デバイス、素材・化学 など民間のリスクマネーが行き渡りにくい産業を中心に投資してきた

## INCJのステージ別/業界別投資金額の割合 (INCJ直接投資分と国内VCとの比較)

(2015年度)

■ IT関連 ■ 非IT関連

数字は全体(100%)に占める割合(%)



※LP投資を除く  
出所: 産業革新機構HP、一般財団法人ベンチャーエンタープライズセンターより作成

## INCJの「研究開発型スタートアップ」投資

素材化学	電子デバイス	産業機械	創薬・バイオ
<ul style="list-style-type: none"> <li>•UniZeo</li> <li>•Zeptor</li> <li>•マテリアルコンセプト</li> <li>•エレファンテック</li> <li>•LEシステム</li> <li>•タベルモ</li> <li>•ASM</li> <li>•リファインバース</li> <li>•中山アモルファス</li> <li>•マイクロ波化学</li> <li>•インキュベーションアライアンス</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>•exvision</li> <li>•セレブレクス</li> <li>•Traigence</li> <li>•QUADRAC</li> <li>•ATNARP</li> <li>•Genusion</li> <li>•中村超硬</li> <li>•SCIVAX</li> <li>•Floadia</li> <li>•ピクシーダストテクノロジーズ</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>•NejiLaw</li> <li>•ナイルワークス</li> <li>•LINK-US</li> <li>•スキューズ</li> <li>•スペクトロニクス</li> <li>•ナノリストテクノロジーズ</li> <li>•イノフィス</li> <li>•Kyoto Robotics</li> <li>•XTIA</li> <li>•イクシス</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>•ファルマエイト</li> <li>•ODTI</li> <li>•レナセラピューティクス</li> <li>•アクアセラピューティクス</li> <li>•アネロファーマ</li> <li>•Prism Pharma</li> <li>•ステラファーマ</li> <li>•NapaJen</li> <li>•メガカリオン</li> <li>•クリエイトワクチンファーマ</li> <li>•キュラディムファーマ</li> <li>•スコヒアファーマ</li> </ul>
エネルギー	AI/情報制御	民生機械	
<ul style="list-style-type: none"> <li>•スフェラーパワーゼファー</li> <li>•ENAX</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>•SOINN</li> <li>•オスカーテクノロジーズ</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>•Miselu</li> <li>•WHILL</li> <li>•Groove X</li> </ul>	
宇宙	情報インフラ	医療機器	
<ul style="list-style-type: none"> <li>•アストロスケール</li> <li>•Ispace</li> <li>•アクセルスペース</li> <li>•QPS研究所</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>•ダイナミックマップ基盤</li> <li>•Cloudian</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>•ATNARP</li> <li>•クオンタムバイオシステムズ</li> <li>•ユニバーサルビュー</li> </ul>	

(赤字=大学発ベンチャー)

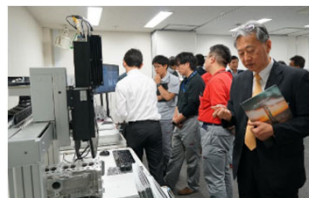
投資先の事業開拓に直結する、大企業とのバリューチェーンの繋ぎこみを実施してきた

## 投資先紹介イベントの開催

製造業大手の技術者向けに  
投資先の技術展示会を開催

### (イベントの例)

- 日産自動車横浜工場にて、投資先(計8社)を紹介し、**ベンチャー企業の持つ技術を直接プレゼン、製品を展示**
- すき間時間に来場できるよう工場内で開催  
→ 来場者は計437名(2018年)



### (反応)

- ベンチャー側:
  - ✓ “普段会えない現場の方と直接お話することができ、具体的な課題を1日で12個も聞いた”
  - ✓ “通常の展示会と異なり、非常に質問が具体的でビジネスに繋がる印象”
- 大企業側:
  - ✓ 役員クラスがベンチャーと直接接するのは初めて  
⇒ “協業に大きな可能性を感じました”

- 日産では好評につき翌年も開催
- 他大企業からも要請あり、追加開催
  - ✓ パナソニック、SOMPOホールディングス

## 大企業マネジメントへの直接売り込み

大手企業のマネジメント層に  
対し、投資先を直接売り込み

### (マネジメントに直接売り込んだ企業(一例))



### (主な成果－提携の事例)

**Panasonic** × **LINKWIZ**

- ものづくりの熱加工現場のプロセスの最適化で大企業とベンチャーが事業開発で連携
- リンクウィズのスピード感と瞬発力、パナソニックの信用力とネットワークの広さを掛け合わせ、日本のモノづくり再興へチャレンジ

今回の内覧会は当初の想定を大きく上回る来場者により非常に盛況な形で、ベンチャー、大企業（日産）双方から高い評価を得るに至った。

- 来場者数：
  - 約450名（常時70-100名程度が参加）
  - 横浜、栃木、いわきの各工場と関連企業も参加
- ベンチャー企業の声：
  - “通常の展示会と異なり、非常に質問が具体的でビジネスに繋がる印象”
  - “商談に進みそうな話も（各社）数件あり”
- 日産側の声：
  - 「私自身、ベンチャーとの協業に大きな可能性を感じました。（役員）
  - 「今後 具体的な研究開発協業に向けた手ごたえを感じております」（事務局担当者様）

光コムの展示ブース



リンクウイズの展示ブース



エクサウィザーズの展示ブース

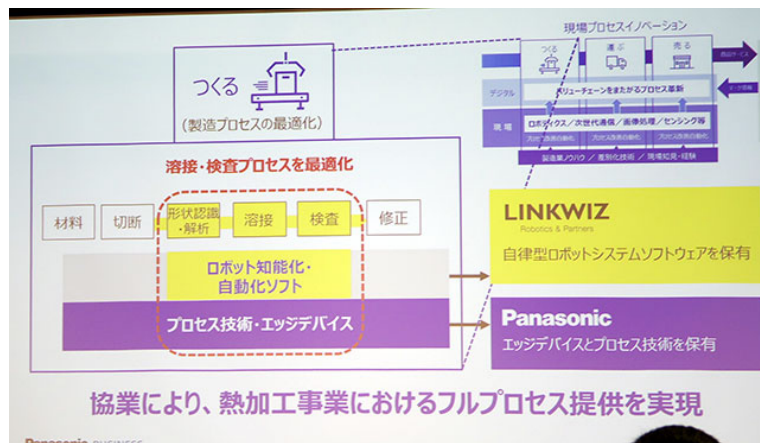


ABEJAの展示ブース



## 大企業とベンチャーが事業開発で連携

リンクウィズのスピード感と瞬発力、パナソニックの信用力とネットワークの広さを掛け合わせ、日本のモノづくり再興へチャレンジ



熱加工現場のプロセスの最適化

## 大企業とベンチャーとのパートナーリングを後押し

INCJの信用補完と実務協力により、Ridge-iへの荏原製作所初のベンチャー投資を実現。同様にINCJのバリューアップ活動やJAXAとの連携により、大企業支援を引き出してきた



AIベンチャー  
Ridge-i  
×  
荏原製作所グループ  
による業務資本提携



月面輸送ベンチャー  
ispace  
×  
JAL、三井住友海上  
日本特殊陶業の  
スポンサーシップ



小型衛星ベンチャー  
Axelspace  
×  
三井不動産による  
大型ベンチャー投資

- ベンチャーへの投資や協業に不慣れなエコシステムの新規参入大企業に手厚い支援を積極的に推進
- 上場大企業との連携を進めるベンチャー企業側へ、相応の経営管理体制整備をハンズオン支援
- 宇宙産業領域では、INCJ×JAXA連携により、ヒト・モノの経営資源においても直接・間接的なバリューアップを推進



	起こったこと	ポイント
素材化学 ベンチャー (A社)	非公開	<ul style="list-style-type: none"><li>• 社内R&amp;Dへの慮り</li><li>• リスクテイクしない</li><li>• 大企業側の過度な要求</li></ul>
ナノテク ベンチャー (B社)	非公開	<ul style="list-style-type: none"><li>• 大企業側がSUIに不慣れ</li><li>• 大企業側の複数部門介入</li></ul>



起こったこと

ポイント

電子部材  
ベンチャー  
(C社)

非公開

- 大企業側の過度な要求
- 大企業側の複数部門介入
- 大企業の内製志向
- 時間軸の違い

産業機械  
ベンチャー  
(D社)

非公開

- 大企業側の異動
- 大企業側の役層間ギャップ
- SU側の大企業への過剰期待

起こったこと

ポイント

大学発  
ロボット  
ベンチャー  
(E社)

非公開

- 減損会計ルール

案件概要

非公開

経緯

非公開

ポイント

① SU側は独立性に拘り

- IPO志向が強くで、自主独立の経営に強い拘り
- ✓ IPO利益獲得に興味無
- ⇒ 投資家主導でM&A交渉を進める必要性 (Dragはなかったが株主が少なく合意形成可能)

② 大企業側は本気

- 素材上流に強みを持つ大企業側が悲願とする川下展開戦略に合致
- かつ、当社起業前から注目していた技術・教授

③ 早め着手・相互確認

- 一部出資以前に複数社から人材を受け入れ、当人及び組織の姿勢・相性を相互に確認
- 一部出資後は知財、管理、営業、品証を支援。大企業は実質DD

④ 道中の押さえ

- 一部出資時にSU・大企業双方に『1年後のM&A前提』と念押し(口頭内諾)
- 大企業側担当者に加え、社長・CFOとも要所でコミュニケーション(SU経営陣も交えて)

⑤ 価格アップは叶わず

- 一部出資時に担当者と交わした約束は反故に
- ✓ 管理部門がDCFによるValuationを盾に受け入れず
- 投資家以外に大学への支援にも配分

案件概要

経緯

非公開

非公開

ポイント

① SU側は独立性に拘り

- 創業者は独立性に拘っていたが、資金難になってM&Aを覚悟
- 少数株主の合意形成困難(社歴長く株主数多いため、全員とDragを含むSHA締結は困難)

② 大企業側は高評価

- 大企業側が構築しつつあった事業基盤のミッシングピースにSU事業が合致、かつSUが大企業と重複する事業を持たず
- SU創業者のネームバリューにも期待

③ 重厚な評価検討

- 過去の事業提携成果は高評価だったが、更に1年半掛けて大企業バイアウト同様のDD  
 ⇒ 経営陣・管理チームに過剰負荷、事業推進力・求心力が削がれた

④ 買収スキームの設計

- Dragが全株主対象になっておらず、多数多様な株主が居て利害対立する中で、妥協可能な買収条件を設計  
 ✓ 分配再設計、アーンアウト活用

⑤ 競合の存在

- 最後まで買収希望する事業会社が複数並走  
 ⇒ 直近評価額より下がったものの、最高額の提案を選定できた  
 ⇒ 買収条件の交渉も可能に

案件概要

非公開

経緯

非公開

ポイント

① SU側はM&A許容

- IPO目標がメインではあるが、条件によってはM&Aもあり、と当初から理解
- M&Aの可能性探索も早くから着手

② 大企業側は戦略合致

- 買収会社が類似企業100社の中から当社に絞り込んだ上で協議開始
- SU側は、IPOとM&Aを並行して追求

③ 本気度・慣れ

- 最初から明確な買収意向の表明あり、DD前にLOIも提示・締結
- 1.5ヶ月でDD完了、即DA締結

④ 競合の存在

- 日本企業を含む複数の大企業より資本業務提携・買収の初期的打診はあり

⑤ 高い評価額

- 赤字企業ではあったが、非上場類似企業のPSRを大幅に上回る高評価
- 経営陣も株主も皆賛成に

## 体質的課題

大企業

- 事業戦略・R&D戦略がない
  - ✓ xxテーマへの注力、から先が具体化していない (⇒ 兵站・不足要素が定義されていない)
- 過度に保守的な判断基準・意思決定の仕組み
  - ✓ SU技術・製品でも最初から“完璧”を求める
  - ✓ 少額でも事業部裁量では採用決定できない
  - ✓ 一定金額(5億?)以上になると全社承認必要に
- 内製、社内開発部隊優先(“Not invented here”)
  - ✓ “自社でも出来る”、社内の意欲棄損を恐れる
- SUへの理解不足・不慣れ

スタートアップ

- 世界で戦う意思・覚悟が薄い
  - ✓ 国内前提で“自分で経営できる、IPOできる” (⇒ 自分の器の限界を意識しない、独立性執着から抜け出せない)
  - ✓ 国内仕様の製品・体制(⇒ 後で変えるのは至難)
- “価値創造のストーリー”がない or 抽象的
  - ✓ 技術・製品への拘り・強み止まりが多い

環市場

- 未成熟
  - ✓ 未熟児状態でもIPO可能 ⇒ 小粒IPOばかり
  - ✓ 世界で戦わせられるだけのカネが集まらない ⇒ 経営者も投資家も低燃費・安全運転志向に

## マイノリティ出資 (資本業務提携)

- 過度な制約条件要求
  - ✓ 競業避止、先買権、取締役派遣
- 対応窓口がR&D部門
  - ✓ SUの時間感覚との乖離(例:自動車OEM「市場投入は5年後」)
  - ✓ 内製化・技術吸い取りの誘因
- SUへの理解不足・不慣れ
  - ✓ 大企業M&A同様、管理部門がDD参加し全てのリスクを潰しにかかる
  - ✓ 出資時に短期的な計画達成率を重視

## マジョリティ出資 (M&A)

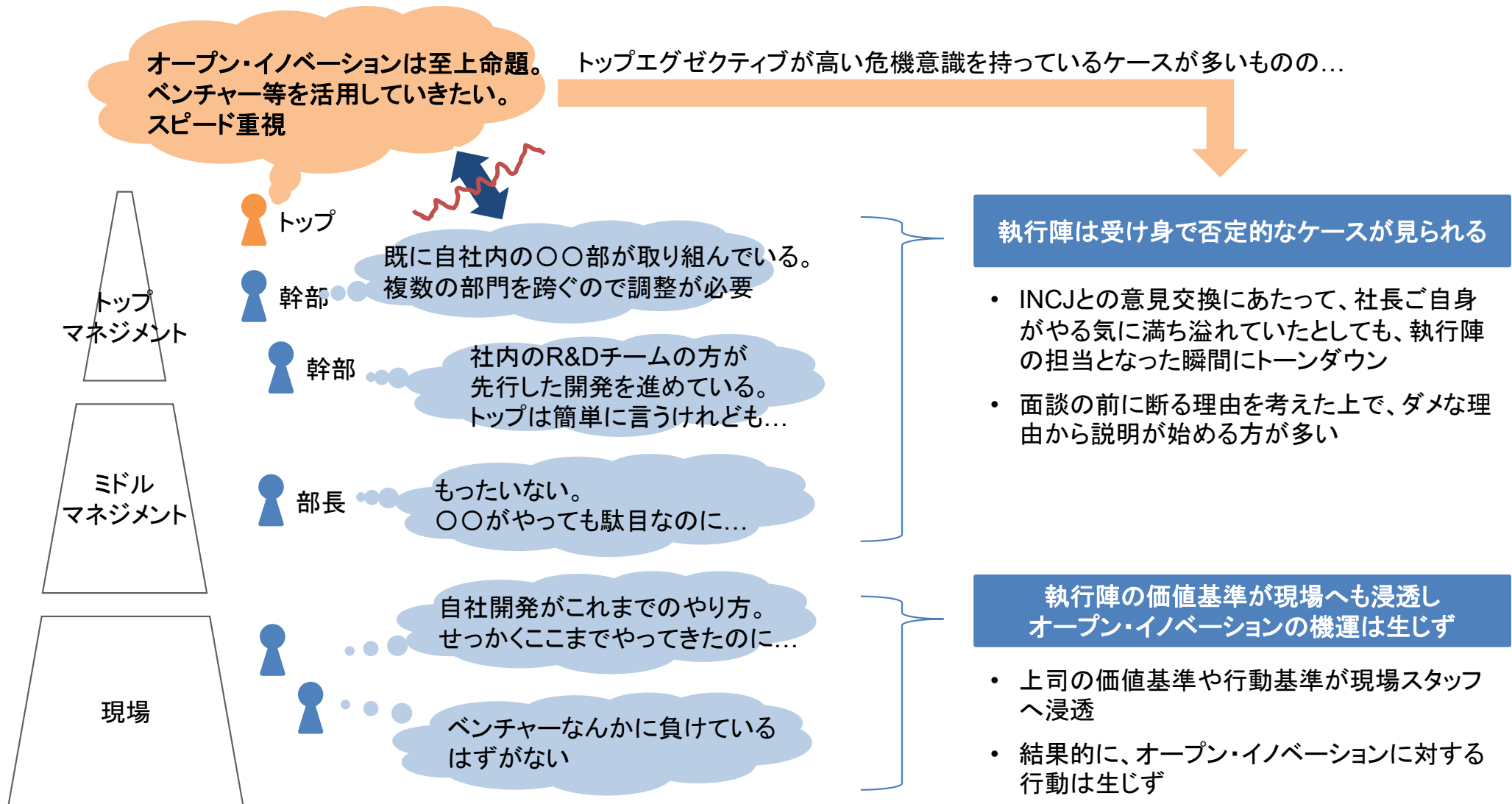
- 重層的な意思決定構造
  - ✓ 全層Yesでないと実行できない
  - ✓ トップ意向が現場と断絶
- 担当者・役員異動で推進力激減、方針変更
- 赤字企業の連結を忌避する
- SUにM&Aされるメリットを説けない
- M&Aの合意形成が極めて困難
  - ✓ 経営者は死に体になって初めて買収覚悟・希望
  - ✓ 株主間契約でDragが規定されていない/全株主と締結できていないことが多く、利害調整困難

- 大企業への理解・交渉力不足
  - ✓ 大企業の意味決定構造を理解していない
  - ✓ 大企業に過剰な期待 or 猜疑心
  - ✓ 大企業側戦略に嵌まる提案なし
  - ✓ 目先のカネ欲しさに問題条件でも押し切られる

- M&A目的の調達が難しい
- M&A時にストックオプションが償却

- 減損ルール
  - ✓ マイノリティ出資は減損を受け易い(⇒ 出資したくない/M&A移行阻害)
- 専門アドバイザー不在
  - ✓ 小粒SU相手では商売成立せず

トップエグゼクティブの外部資源活用、オープン・イノベーションへの積極的な意識が組織に浸透しきれていない

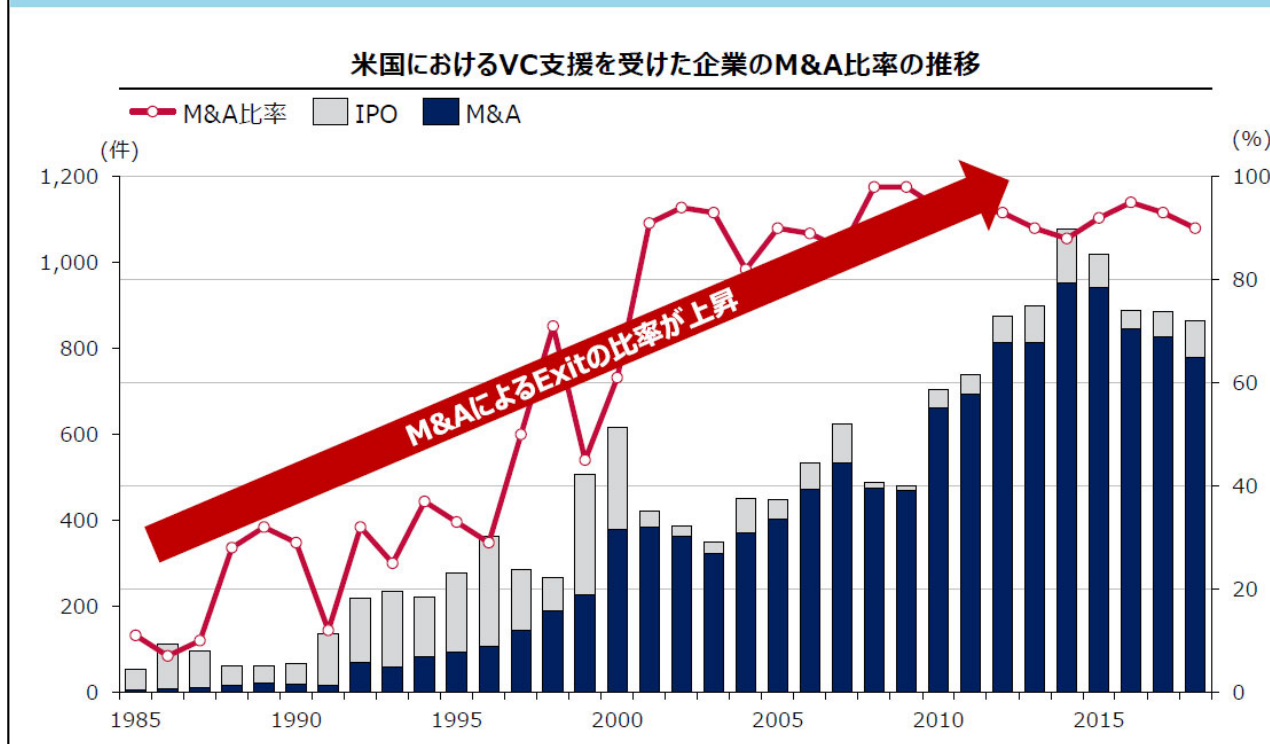


米国でもスタートアップのM&A Exit増加には10年以上かかった

- 新興企業がスタートアップM&Aを牽引

## 米国でのスタートアップM&A活用状況

- 米国においても、IPOによるExitが多かったが、**30年近く経てM&AによるExitが増加。**



CISCOは1990年のIPO後、1993～2000年で72社をM&A

出典：2022年2月16日 産業構造審議会 経済産業政策新機軸部会  
『事務局説明資料(スタートアップについて)』

米国のベンチャーM&A 実施件数ランキング トップ 20 企業 (2010～2017 年)

No	企業名
1	Google
2	Facebook
3	Yahoo!
4	Apple
5	Cisco
6	Microsoft
7	Accenture
8	IBM
9	Oracle
10	Twitter
11	Salesforce
12	Amazon
13	Intel
14	Groupon
15	Autodesk
16	Citrix Systems
17	eBay
18	Zynga
19	Trimble
20	Dropbox

出所) STARTUP M&As 2017 より引用

出典：2019年3月 三菱総合研究所  
『大企業とベンチャー企業の経営統合の  
在り方に係る調査研究』



# スタートアップのExit状況 この10年のIPO/M&A



研究開発型スタートアップの大型Exitは、過去10年ほとんど起こっていない

## 2012～2017年の高Valuation IPO

名称	上場年月日	時価総額 (億円)
ペプチドリーム(株)	2013/6/11	5,170
サンバイオ(株)	2015/4/8	1,710
(株)PKSHA Technology	2017/9/22	1,461
(株)TATERU	2015/12/3	1,433
(株)ティーケーピー	2017/3/27	1,324
(株)ジャパンインベストメントアドバイザー	2014/9/11	1,318
(株)ベクトル	2012/3/27	1,160
CYBERDYNE(株)	2014/3/26	1,145
(株)USEN-NEXT HOLDINGS	2014/12/16	1,077
M&Aキャピタルパートナーズ(株)	2013/11/20	1,024
(株)じげん	2013/11/22	916
(株)オーブンドア	2015/12/17	912
(株)マネーフォワード	2017/9/29	884
(株)コロプラ	2012/12/13	881
(株)ユーザベース	2016/10/21	865
(株)ハリオス	2015/6/16	849
(株)アイススタイル	2012/3/8	844
(株)ラクス	2015/12/9	820
(株)ビジョン	2015/12/21	782
(株)レノバ	2017/2/23	735
(株)ユーグレナ	2012/12/20	721
弁護士ドットコム(株)	2014/12/11	705
メディカル・データ・ビジョン(株)	2014/12/16	700
(株)ストライク	2016/6/21	696
(株)イトクロ	2015/7/30	687
(株)RS Technologies	2015/3/24	681
(株)SHIFT	2014/11/13	643
イーレックス(株)	2014/12/22	591
ジャパンエレベーターサービス(株)	2017/3/17	576
(株)アドベンチャー	2014/12/18	564
ウェルビー(株)	2017/10/5	537
(株)フィックスターズ	2014/4/23	514
(株)ハウズドゥ	2015/3/25	507

出典)ヤフー(2018/8/25時点)

## 2018年以降の高Valuation Exit (IPO/M&A)

(単位:億円)

	2018年	初値 時価 総額	2019年	初値 時価 総額	2020年	初値 時価 総額	2021年	初値 時価 総額	2022年上期	初値 時価 総額
IPO	1 メルカリ	6,767	Sansan	1,425	ブレイド	1,178	ビジョナル	2,545	ANYCOLOR	1,443
	2 MTB	2,724	freee	1,166	ウェルスナビ	776	Appier Group	2,027	M&A研究所	465
	3 HEROZ	1,634	Chatwork	542	ニューラルポケット	702	セーフイー	1,646	イーディービー	209
	4 Kudan	961	JTOWER	507	モダリス	685	ネットプロテクションズ	1,329	坪田ラボ	200
	5 ジェイテックコーポレーション	545	ステムリム	487	ヤプリ	611	エクサウィザーズ	817	トリプルアイズ	150
	6 ラクスル	453	ギフトィ	467	Speee	502	ココナラ	494	モイ	119
	7 自律制御システム研究所	287	AI Inside	446	アイキューブドシステムズ	487	Finatextホールディングス	483	サークレイス	95
	8 EduLab	277	メドレー	351	トヨクモ	451	リニューアブル・ジャパン	472	メンタルヘルステクノロジーズ	85
	9 GA technologies	246	Welby	348	Sun Astarisk	438	coly	448	マイクロ波化学	83
	10 アイベット損害保険	232	ブシロード	346	ロコガイド	432	WACUL	320	セカンドサイトアナリティカ	82
M&A	1 EMTG	56	セルテクノロジ	60	xbs	17	Paidy	3,000	ラブグラフ	66
	2 LCL	49	SALES ROBOTICS	23	Modern Standard	14	IRIAM	120	aiforce solutions	16
	3 トラストバンク	48	スフィダンテ	16	アール・アンド・エー・シー	13	pring	109	Next Paradigm	9
	4 トライフォート	36	メイション	15	アナグラム	13	asirrera	45	Inspiration	8
	5 C4	36	ナノシステムソリューション	15	ミーカンパニー	11	tricot	33	Zero	6

出典: Initial

# スタートアップの成長状況 未上場スタートアップの評価額ランキング

ユニコーンクラスの研究開発型スタートアップは十分育っている。  
成功事例が出れば、エコシステムは自然に立ち上がる。

## 2018/11時点

	社名	設立年月	評価額 (億円)
1	Preferred Networks	2014/03	2,350
2	Spiber	2007/09	899
3	パネイル	2012/12	767
4	freee	2012/07	646
5	スマートニュース	2012/06	562
6	TBM	2011/08	554
7	Sansan	2007/06	505
8	JapanTaxi *	1977/08	486
9	エリーパワー	2006/09	416
10	アストロスケール	2013/05	408
11	FiNC	2012/04	355
12	ビズリーチ	2007/08	322
13	dely	2014/04	317
14	Loop	2011/04	308
15	Liquid	2013/12	306
16	Origami	2012/02	285
17	ispace	2010/09	263
18	お金のデザイン	2013/08	260
19	ZMP	2001/01	232
20	ボナック	2010/02	217

● 評価額  
2.8x

● 社数  
6→9/20社

## 2022/10時点

順位	社名	事業内容	評価額 (億円)
1	- Preferred Networks	機械学習・深層学習など最先端技術の実用化	3,539
2	- GVE	CBDC（中央銀行発行デジタル通貨）プラットフォームの開発	2,245
3	- スマートニュース	スマートデバイスに特化したニュースアプリ「SmartNews」	2,004
4	- SmartHR	クラウド人事労務ソフト「SmartHR」など	1,732
5	- TRIPLE-1	半導体のシステム「KAMIKAZE」の開発	1,641
6	↑ スリーダムアライアンス	革新的なセパレータ（絶縁体）技術を核とした次世代電池の開発	1,522
7	↓ クリーンプラネット	凝縮系核反応を用いた新水素エネルギーの実用化研究	1,457
8	↓ Spiber	新世代バイオ素材開発	1,457
9	↓ TBM	プラスチックや紙の代替素材「LIMEX」や資源循環サービスなど	1,336
10	↓ Mobility Technologies	タクシー配車アプリ「GO」など	1,244
11	↓ アストロスケールホールディングス	スペースデブリ除去に関する技術開発	1,161
12	↓ HIROTSUバイオサイエンス	線虫および線虫嗅覚センサーを利用したがん検査「N-NOSE」の開発・販売	1,042
13	↓ STORES	商売のDX化を支援するプラットフォーム「STORES」など	942
14	↓ ティアフォー	「Autaware」を活用した自動運転システムの開発	883
15	↓ アンドパッド	施工管理・業務管理システム「ANDPAD」など	852
16	↓ LegalForce	AIを活用した契約書レビュー支援サービス「LegalForce」	802
17	↓ ispace	月面探査プログラム「HAKUTO-R」など	757
18	- HIKKY	世界最大のVRイベント「バーチャルマーケット」の運営	649
19	- データX	マーケティングプラットフォーム「b→dash」の運営	639
20	- ビットキー	ブロックチェーン技術を基盤としたスマートロック「bitlock」	599

出典) Initial

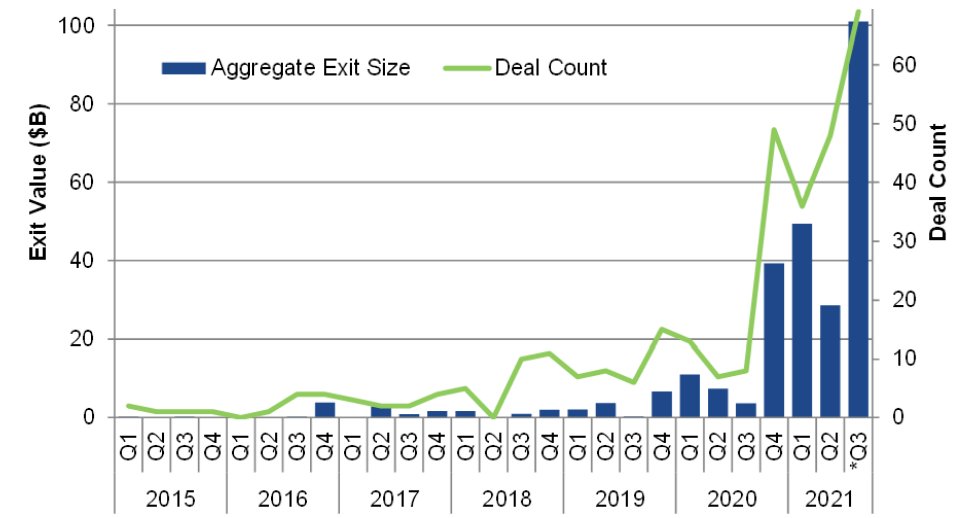
ユニコーンクラスのIPOであれば、必然的に海外オファリングに。  
海外投資家の参加拡大により、自然にValuation・価格形成の歪みは解消される。

出典) ジャパンベンチャーリサーチのDBをもとにINCJ加工  
\* 後にDeNA MaaS事業と合併してMobility Technologiesに社名変更

# (参考) DESPAC / 赤字上場の状況

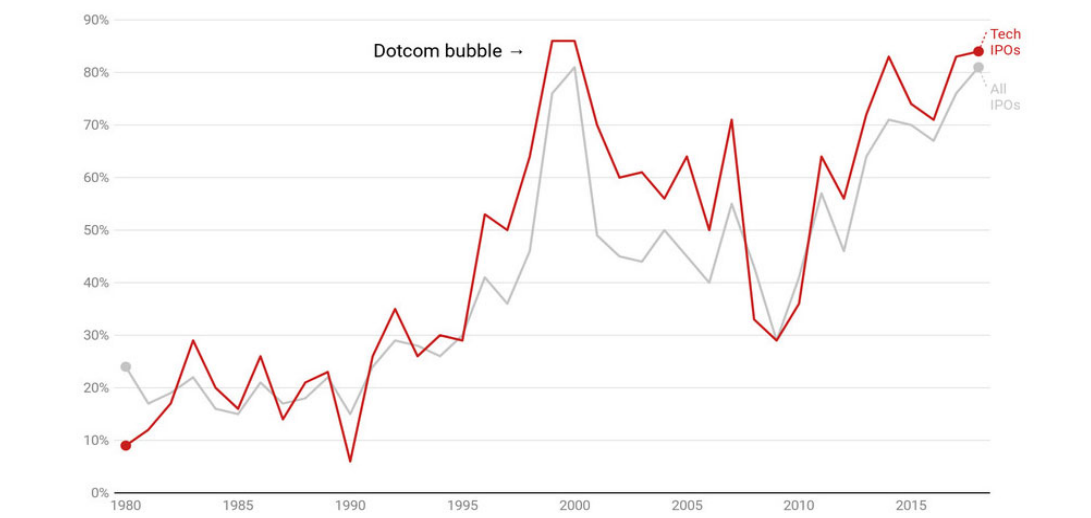
## 欧米ではSPACによらず赤字上場への門戸は大きく開かれている

(米国) DeSPAC数



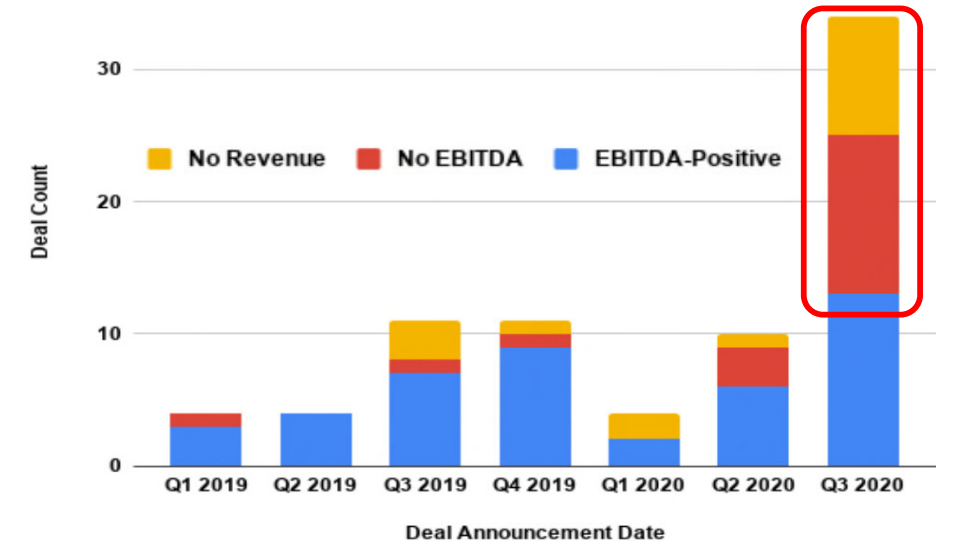
出典) PitchBook

(米国) 赤字上場比率の推移



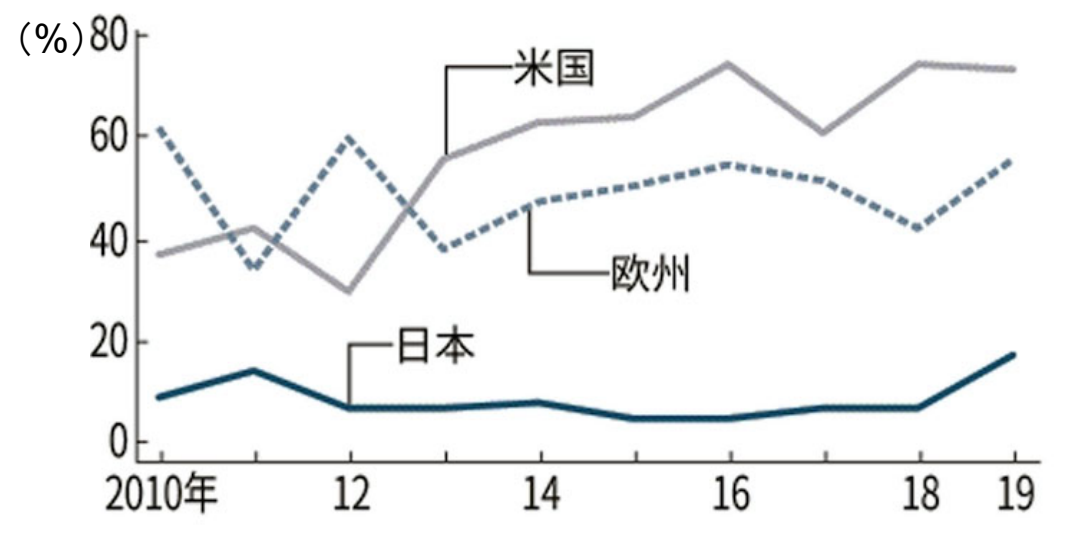
出典) Jay Ritter

(米国) DeSPAC対象企業の事業ステージ



出典) SPAC Research (October 5, 2020)

日米欧の赤字上場比率



出典) 日経 (2019年12月16日)

- Deeptechスタートアップのエコシステムは、米国でさえも強固ではなく、“異端”が連鎖することで拡大再生産されている(ように見える)
  - ✓ BCGレポート『The Dawn of the Deep Tech Ecosystem』(2019/5)、  
同『How to Build a Successful Deep Tech Acceleration Program』(2019/11)、  
同『The Deep Tech Investment Paradox: a call to redesign the investor model』(2021/5)
  - ✓ 過去データからも、30年前は日本同様の状況から、異端者の先駆的な取り組みが契機となり10年以上かけて定着したものと思われる
- 日本でも、平均値の底上げだけでなく、異端の成功例を生み出すことも重視すべき
- 異端の成功候補は既に育ってきているが、強烈な逆風に喘いでいる
  - ✓ 海外でも高評価を受けているスタートアップは複数存在するも、国内IPOは未実現(世界で最もIPOし易いと言われている日本市場なのに)
  - ✓ 米国上場に切り替えたくとも、会計監査取り直し等が立ちはだかり実質ロックイン
  - ✓ 東証は審査方針見直しに着手済だが、この逆風下で数年はチャンスが巡ってこない懸念
    - ⇒ ・IPO/DeSPACで巨額調達を実現した海外競合に劣後しないか？
    - ・巨額の投資継続が必要なDeeptechが、数年耐えられるのか？
    - ・満期ファンドの投げ売りが負の連鎖を引き起こさないか？
- 旧革新機構・INCJがこれまで行ってきたシード・アーリーステージへの支援継続に加え、異端の成功候補を立ち枯れさせない緊急施策が必要
  - ✓ 例) ・レイターステージで100億円をリード投資できるDeeptechファンド設立
  - ・1件数百億円規模のセカンダリー取引が可能なファンド設立

- 当資料は「研究開発型スタートアップの無形資産価値の可視化に係る課題検討ワーキンググループ」における検討の材料提供を目的としたものであり、特定の金融商品等の取得・勧誘を目的とするものではありません。
- 当資料に記載されている情報は、資料作成時点におけるものであり、今後予告なく変更されることがあります。
- 当資料に掲載されている内容の著作権は、当資料に記載された関係者ないし当社に帰属しており、目的を問わず、無断で複製、引用、転載等を行うことはできません。
- 意見にわたる部分は私の個人的な意見であり、株式会社INCJ及び株式会社JICは何ら責任を負うものではありません。
- 当資料の作成には万全を期していますが、利用者がこの情報を用いて行う一切の行為（この情報を編集・加工した情報を利用することを含みます。）について、株式会社INCJ及び株式会社JICは何ら責任を負うものではありません。