

スタートアップ・エコシステム構築に向けて



水本 尚宏 東京大学協創プラットフォーム開発株式会社 パートナー・AOI1号CIO

京都大学大学院修了（技術経営学）、弁理士試験最終合格（2004年）。大和SMBCキャピタル（現、大和企業投資）にてIT・医療などハイテク分野へのベンチャー投資を経験後、昭和シェル石油（現、出光興産）に転職。タスクフォースリーダーとして決済プロジェクト、新電力プロジェクト、店舗のデジタルトランスフォーメーションなど、新サービス企画から市場導入まで主導。2017年1月に東大IPCに参画。



宇野 雅晴 株式会社Yoii 代表取締役

神戸大学発達科学部卒。博報堂プロダクツを経て決済スタートアップOmise（現、Opn）に参画。Country Managerとして事業拡大を推進。その後、BUIDLでVice President、Stake TechnologiesでCOOを務めブロックチェーン業界で金融×ブロックチェーンのPoC、導入を進める。2021年4月にYoiiを共同創業。

（聞き手：商工総合研究所 小林 順一）

はじめに

昨年閣議決定された「経済財政運営と改革の基本方針2022」では、新しい資本主義実現に向けて、「スタートアップへの投資」が重点分野の一つに掲げられ、5年後の2027年度には10兆円の予算規模を投じ、100社のユニコーン、10万社のスタートアップ創出を目標にしています。

こうした持続可能な日本経済の「成長エンジン」と期待されるスタートアップ企業ですが、その実際の活動（現場）はどうなっているの

しょう。

現在でも地域金融機関や各地の自治体などでは、スタートアップ支援として各種補助金などによる支援や、補助金入金までのいわゆるつなぎ融資（ブリッジローン）などを行っていますが、上記政府方針を現実のものとしていくためには、より踏み込んだ対応が必要だと思われます。こうした意味でも、現在スタートアップ企業が、必要な成長資金の調達や、事業の拡大に伴う諸課題に、どのように対応しているか、実際のマーケットで活躍されている2名の方々からお話を伺いました。

まず、スタートアップ企業の事業化支援や、自らが運用するベンチャーキャピタル（VC）ファンドを通じて資金供給も行う東京大学協創プラットフォーム開発株式会社（東京都文京区、以下、「東大IPC」）の水本尚宏氏。および、同社からエクイティ・ファイナンスを導入したフィンテック企業の株式会社 Yoi（「ヨイ」、東京都渋谷区）の宇野雅晴氏に、スタートアップ企業の現状と今後の課題について伺いました。

スタートアップの現場で日々ご活躍されているお二方の生の話から、スタートアップ企業についての実状と必要な支援について考えてみます。

東大IPCとは

小林 まずは水本さんにお伺いします。東京大学を中心に国内トップクラスの大学との連携、また産業界や大手金融機関などとも連携する国内でも数少ないスタートアップのプラットフォームを運営している貴社ですが、その成り立ちや事業目的などについてお聞かせください。

水本 東京大学では2004年の国立大学法人化を受け、ベンチャー企業の創出活動を強化してきました。2004年の東京大学エッジキャピタル（UTECH、現、東京大学エッジキャピタルパートナーズ）の設立、2005年のアントレプレナー道場の開始、2007年のアントレプレナープラザの竣工をはじめ、教育領域でのアントレプレナーマインドの醸成という最上流から、施設・成長支援に至るまでトータルに支援提供がなされてきました。日本では他に類を見ない体制が築かれてきましたが、諸外

国、特に米国の大学と比べると、その規模には差があるのが実情でした。

日本でも新しい産業の創出が喫緊の課題であるなか、大学発ベンチャーをアクセラレートすることで日本全体の底上げを図ろうという機運が高まり、文部科学省と経済産業省が主導する官民ファンドの形で大学出資事業（官民イノベーションプログラム）が開始されました。東京大学ではすでにイノベーションエコシステムが構築されつつある中で、その発展をさらに加速させるべく、2016年1月に東京大学100%出資の子会社「東京大学協創プラットフォーム開発株式会社」が誕生しました。東大IPCという略称は、「Innovation Platform Company」の頭文字をとったものです。

イノベーションエコシステムの発展に資するべく、東大IPCではファンドを通じた投資活動に加えて、インキュベーションプログラム1stRoundや人材支援の取り組みなども手掛けています。設立から7年が経過した現在、こうした東大IPCによる様々な活動も加わることで、2009年には100社強だった東大関連ベンチャー数は右肩上がりが増加し、2019年には約400社と、国内最大級の大学関連ベンチャーを輩出するまでに成長。既に20社以上が上場し、企業価値合計は1兆5000億円を超えています。また、東京大学周辺には他のアカデミアやVC、支援や投資を受けるベンチャー企業、1stRoundのパートナーを含む企業などが参画し、イノベーションエコシステムの発展が進みつつあります。

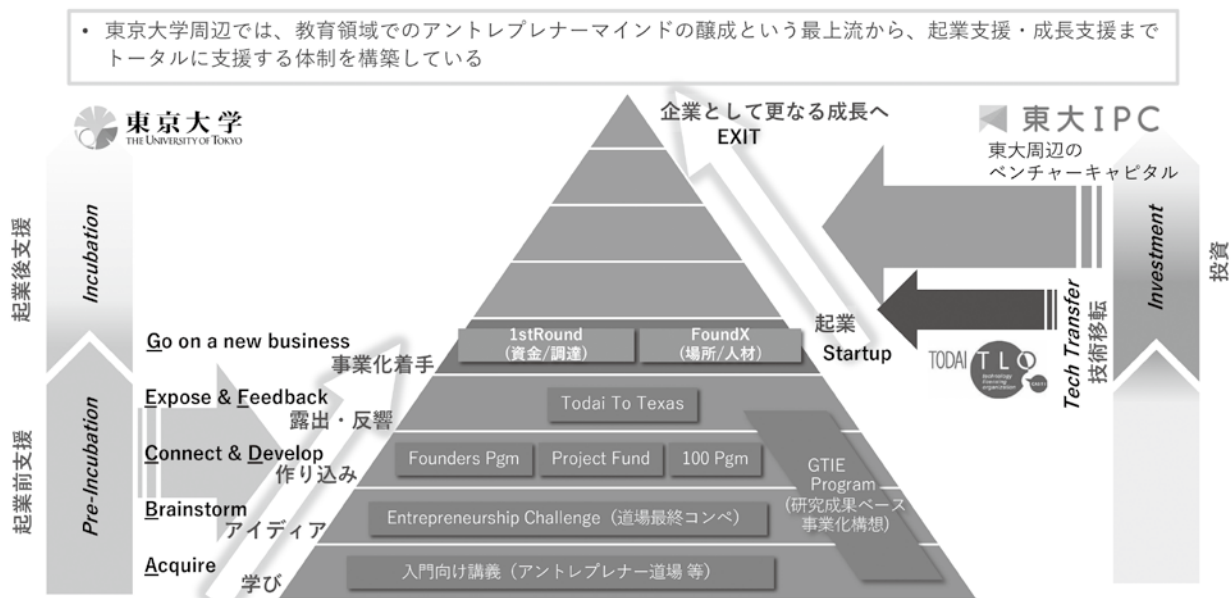
小林 2022年4月に経済産業省から、「スタートアップの成長に向けたファイナンスに関するガイドライン」が公表されました。「スタートアップ」に対する資金支援といっても、シード期、ミドル期、レイター期、IPO前後とそれぞれのステージによって、必要な支援は大きく変わってきますが、実際には、どのような支援を行っているのですか。

水本 まず起業前支援としては、大学に関連する優れた技術や着想の事業化、社会実装を支援する大学横断型インキュベーションプログラム「1stRound」を筑波大学、東京大学、

東京医科歯科大学、東京工業大学、神戸大学、一橋大学、名古屋大学、および北海道大学としています¹。ここでは様々なシーズの事業化の検討から実際の起業・法人化まで、各分野におけるアカデミアの専門的な知見を集結して多面的な支援を行っています。

また、投資のステージとなる起業後は、成長の段階に応じて必要となる事業資金を2つのVCファンドから供給するほか、事業計画の着実な遂行に関するアドバイスなども行っています。

ベンチャー創出・育成における東大IPCの位置づけ



¹ 2022年度時点。技術シーズ社会実装プログラム「1stRound」は、2023年3月、九州大学、慶應義塾大学、立命館大学、立命館アジア太平洋大学、早稲田大学が参画し、共催13大学となっている。

小林 連携する国内トップクラスの大学の知見を活用できることは、大きなアドバンテージですね。しかし起業後は、資金調達以外にも予期しない様々な課題に直面する企業も多いと聞いてますが、こうした課題にはどのような

に対応されていますか。

水本 東大IPCが提携するVCや専門家、既存投資先といった「IPCコミュニティ」を形成しており、各者の持つ専門的知見なども活用することがあります。

東大IPCのネットワーク (IPCコミュニティ)



スタートアップ企業への支援

小林 そもそも「スタートアップ」といいますが、大学などでの研究成果の事業化から、個人のアイデアによる事業化、既存企業からのスピナウトなど、そのシーズや起業形態は様々だと思いますが、御社が対象とする「スタートアップ」とはどのような対象で、どのような特徴がありますか。

水本 東大IPCが支援しているベンチャー企業は、昨今では「スタートアップ企業（スター

トアップ）」と呼ばれることが多くなっています。これは、たとえば街の飲食店や商店、いわゆるスモールビジネスが着実かつ継続的な事業運営を旨とするのとは異なり、「急成長」がその特徴となります。さらに、われわれVCが投資対象とするのは、スタートアップのなかでも近い将来にIPOやM&A（バイアウト）などの形でイグジットをし、キャピタルゲインやストックオプションといったリターンが期待できる場合に限られます。世の中

に中小企業が数多くありますが、そのなかで急成長を目指すスタートアップはごく一部であり、さらにVCの投資対象となるのはそのまたごく一部であるという構造です。VCの投資対象であっても、最終的にイグジットし、投資を回収できる企業はもちろん多くはありません。誰もやっていないビジネスや取り組まれている社会課題に踏み込むため失敗することもあるので「ハイリスク」である分「ハイリターン」となり、成功したときには大きな果実を得られるということになります。

よく「センミツ」、千社のうち成功するのは三社などといわれますが、VCが行う投資がそのような確率では事業が成り立ちません。現実的には2～3割の成功率が投資判断の目安となるので、センミツの世界で2～3割もの成長株を引き当てねばならないという、かなり厳選したうえで投資を行っているのです。

小林 最近では社会課題に取り組むスタートアップなども増えていると思いますが、こうしたビジネスモデルを確立しようとする、当然ですが不確実性は高くなり、途中で事業化できなくなるリスクもあると思います。最近の失敗事例などから傾向のようなものはみられますか。

水本 理由はさまざまありますが、テクノロジー関連でいえば、そもそもそのテクノロジーができると思ったが実現できなかった、テクノロジーはできたがコストが事業化に見合わなかった、テクノロジーができてコストも見合ったが品質が安定しなかった、などがあり

ます。いわゆるPMF（プロダクトマーケットフィット）ができなかったパターンです。

これも資金と時間が無限であれば、開発、改良を好きなだけ行えばよいのですが、当然投資家として支えられる資金と期間には限界があるので、それが来てしまえばゲームオーバーということになります。

もう一つ、かなりの割合で散見されるのが、チームが崩壊してしまうケースです。特に初期のスタートアップは数人の力によって支えられているものなので、そこからキーとなる人間が2～3人抜けてしまうことで大きく瓦解するケースがあります。このように失敗要因には、技術的・資金的・人的という3つの要素が主なものといえます。

小林 もともとハイリスク・ハイリターンのスタートアップに対して、貴社が投資判断を決定する際には、どのような点を重視されていますか。

水本 まず当然ながら、ファイナンシャルリターンの可能性を見ます。東大IPCは東京大学の子会社かつ官民ファンドの一つとして「日本や社会に資するもの」という視点が特に強くなるので、リターンは見込めても、社会へのインパクトの点で望ましいものでなければ、その投資対象には不适当という判断もあり得ます。

では、どういう会社がリターンを生むのか。1つ目は、市場性に爆発力があること。2つ目は、労働集約的でなくテクノロジー次第で大きくスケールしやすいものであること。3つ目は、テクノロジーに強みを持つ会社であ

ること。それがないと模倣も容易なので、競合の参入を生みやすくなってしまいます。

大きくこの3点を見ていますが、全ての会社がこの3点を遍く満たすわけではなく、バランスを見て総合的に判断を下しているのが現状です。また、これらを包含したうえで最も重要なのが、経営者あるいは経営陣のポテンシャルです。ビジネスモデルがどれほど優れていようとも、経営陣に物足りなさや不安があれば、投資を決めるには至らないことになります。

小林 先程の失敗事例ではないですが、チーム構成を見極めるのは至難の業だと思いますが、どのようなポイントを重要視していますか？

水本 その事業のゴールまで走り抜けられる経営陣かを見ています。まず事業によってゴールが変わります。創薬でしたら開発した薬の治験を成功させて大手にライセンスアウトすることがゴールですし、フィンテックでしたらユーザーを増やして業界ナンバーワンのポジション確立することがゴールになります。このため創薬なら開発力とライセンス交渉力が、フィンテックならマーケティング力や資金調達能力が経営陣に求められます。第二に社長が異なるスキルセットを持った一流人材を創業期に集められるかを重視しています。社長が集めた創業メンバーにより、その後集まる社員が決まり、それにより会社の成否が決定されるためです。創業期は信頼関係のある人を集めるしかないのです。実はこれは凄く難しいことです。資金調達と戦略に長けた社長、開発力のあるCTO、営業力とマネジメ

ント力のあるCOOなどが典型的な成功パターンですね。IT分野では社長が開発の一流人材を集められず、業務委託メンバーにシステム開発を委託しながら事業を進めるケースもありますが、その場合は会社のカルチャーが営業会社的になり、システムに長けた人が入社しにくく最後まで開発力の弱い会社になりがちです。

注目されるフィンテックの現状

小林 ところで、スタートアップで注目される分野として先ほど触れられた「フィンテック」があります。当該分野については、どのような認識をお持ちですか。

水本 まず、フィンテックとはファイナンスとテクノロジーを融合した造語であり、金融セクターのテクノロジーを使っているベンチャー、スタートアップ全般を指しています。

具体的なサービスを見てみましょう。B to Bの代表例としてfreee（フリー）やマネーフォワードのようなクラウド会計ソフトなどがあります。また、一般的に想像されやすい、銀行や証券会社の機能を置き換えるようなスタートアップは、どちらかといえば最近出始めた領域であり、B to C系のサービスのほうが先行してきた経緯があります。分かりやすい例が、Paypayなどの決済サービスです。また、2021年にPayPalに3000億円で買収された後払い決済（BNPL、Buy Now Pay Later）のPaidy（ペイディー）もその一例です。したがって日本のフィンテックサービスの場合はB to Cから見ると分かりやすく、最近少しずつB to Bも出てきているという状況

です。

そして、フィンテックスタートアップは非常に成長していて、想像以上に金融業界で大きな存在感を示しています。理由はいろいろありますが、根本的理由としては、人々のインターフェースが対面からスマホやPCに変わっていく流れが、コロナ禍で加速したことです。旧来型の銀行・証券ではそうしたインターフェースへの最適化に対応するスピード感を維持できない。結果として、その穴を埋める形でフィンテックの新興企業が市場を形成している。もともと金融業界は規制産業なので資本力が重要だといわれてきましたが、テクノロジーとスピード感というスタートアップならではの強みが活かせる環境になってきています。

フィンテック企業 株式会社Yoiのビジネスモデル

小林 ここからは、東大IPCの投資先でもあるフィンテックスタートアップ、株式会社Yoiの代表取締役CEOの宇野様にもお話を伺います。

水本 まず私から株式会社Yoiをご紹介します。Yoiは、「挑戦しようとしているスタートアップに資金が行き渡っていない」「価値を見出されていないスタートアップが多すぎる」という課題を解決するために、未来査定型資金調達プラットフォーム「Yoi Fuel (ヨイフューエル)」の開発と運営を行うフィンテック企業です。ブロックチェーン業界において、金融×ブロックチェーンの経験を積んだ宇野雅晴氏と大森亮氏によって2021年に設立されました。

「Yoi Fuel」とは、デットでもエクイティでもない新たな資金調達方法として注目されるRBF (Revenue Based Finance) のプラットフォームです。

海外ではCapchase (累計調達額: 約950億円) やClearco (累計調達額: 約682億円)、pipe (累計調達額: 約316億円) をはじめとするビッグプレイヤーが市場を牽引しており、エクイティやデットによる調達を補完する役割として、今後は国内でも注目が高まっていくと考えられます。

昨年9月、東大IPCも、One Capital株式会社 (本社: 東京都港区) ほかとの共同出資を行いました。

小林 まず、Yoiへの出資は、どのように判断されたのですか。

水本 YoiはB to Bのサービスで、スタートアップへの新たな資金調達手段となるRBF事業を行っています。市場環境に目を向けると、RBF自体が日本ではまだ競合がほとんど存在しない一方、グローバルではユニコーン含めスタートアップが何社か出ている領域です。世界ですでに成功している会社は何社もありますが、日本ではプレイヤーがまだいないという、大きな市場が見込める千載一遇のチャンスといえます。日本のGDPは米国の四分の一なので、普通に考えればこの領域で米国にユニコーンが4社あるならば、日本にも1社あってよいであろうという見方です。またテクノロジードリブンという点も大きい。通常の融資というのは紙ベースで人が判断しますが、Yoiはこれをテクノロジーで置き換

えており、加えて、既にそのインフラが完成しています。テクノロジーやインフラといってもデータすなわち数字がなければ何も判断できませんが、freeやマネーフォワードのようなクラウドシステムや各種決済システムなどをスタートアップや多くの企業が使うようになってきました。ゆえに、データが既に整備された状態にあるといえ、これをどう繋ぎこんで活用するか、ということだけをやればいいので、非常に立ち上がりをさせやすい。そこも労働集約的な要素がなく、投資対象として相応しいと判断しました。

さらに、社会貢献性も高く評価しました。われわれはスタートアップ支援を行っているわけですが、YoiのRBFはまさにスタートアップファイナンス支援なので、テーマ的にも合致しています。東大IPCを含むVCが投資できるスタートアップはまだわずかというのが現状であり、VCのみではその投資の特性からごく一部のスタートアップにだけ資金が渡ることになりかねません。スタートアップのための資金調達方法はもっと多様化させる必要があると考えており、これに貢献できることが投資判断の決め手となりました。

小林 ここからは宇野様にお伺いします。B to BのファイナンスであるというYoiの事業について、まず貴社で行う「RBF」とはどのようなものですか。

宇野 デット（融資）でもエクイティ（株式）でもない、レベニュー・ベースド・ファイナンスという新しい資金調達手段です。通常、企業の資金調達を考えるとときには銀行からの

借り入れか、スタートアップであればVCから調達するかの主に二択になります。この二つの手段は、同じ資金調達でもベースとなる法律が異なり、換言すれば、資金の出し手である投資家のリスクが異なるということになります。株式は戻ってくるかどうか分からないうえに、価値がゼロになる可能性もあってリスクが高い。一方、銀行融資は、もちろん戻ってこないこともあり得ますが、基本的には戻ってくると考えられ、投資家のリスクは低い。顧客から預かったお金を使って融資を行うので、当然それを毀損するわけにはいかないという理屈になっています。

これに対して企業側のコスト、つまり当社や他の調達する側のオペレーションコストについては、株式ではリスクが高いのでしっかりチェックして判断するため、デューデリジェンスのオペレーションコストが高い。一方、融資はある程度は定型化された書類があるため、株式と比べればオペレーションコストは低いと言えますが、それでも審査中に追加で質問や書類を求められることもあり、リソースを取られます。このなかで、RBFは中間くらいのみドルリスク・ドルリターンという立ち位置になります。さらに当社ではスタートアップとして資金調達プロセスの円滑化を推進するべく、テクノロジーの力で、資金を受け取る側の企業のオペレーション負荷を極力軽減しており、経営陣が事業にリソースを集中させることが可能です。

小林 テクノロジーに支えられた、YoiならではのRBFはどのようなものですか。

RBF vs 借入 vs 株式

	RBF	借入(銀行など)	株式(VCなど)
株式の希薄化	なし	なし	あり
調達期間	短い	短い	長い
人的工数	小	中	大
個人保証/担保	不要	必要	不要
コスト	中	低	高

Yoi Inc.

宇野 仕組みとしては、未来の売上を現在のキャッシュに変える、将来債権を用いたサービスとなっています。今を基準月としたときに、毎月売上が発生するような事業体質になっている企業に対して、売上の発生する一部分について、当社に債権を譲渡する形にしてもらってその対価を前払いする。これにより、本来予定されるキャッシュフローを前倒しすることが可能になります。

つまり、株式の希薄化を防止しつつ、Stripeやfreeなどの財務データと連携することで、書類でのやり取りは不要、すべてオンラインで完結します。着金までのリードタイムは、審査から調達完了まで6営業日以内です。また個人保証や担保が必要ありませんし、資金調達コストも借入と株式の間くらいです。

小林 どのようなチーム体制で事業を進めてこられましたか？

宇野 創業当初の一年間は、私と共同創業者CTOの大森と2、3名の業務委託で進めていました。創業チームとして弊社が良いと考えている点は私と大森の能力の補完関係がよく機能している点です。大森は、開発力があり数理モデルへの理解も深いテック人材で、開発とリスクモデル一般を任せています。私は、ビジネス創出、オペレーション、法務周りに強みがあります。

フィンテックのビジネスをやる時に必要になるのが技術、ビジネス、法務の掛け合わせなので、創業者の二人で上手くカバーできていると思っています。また、我々二人は銀行、証券会社といった金融機関出身者ではないのですが、だからこそ外部的視点で従来金融を見つめ直し、プロダクト、テクノロジードリブンでビジネスを考えてサービスを設計できていると考えています。

チームは、初期からグローバル展開を意識して作っています。創業時から社内公用語を

英語にし、すでにメンバーの半分が外国籍です。これは日本スタートアップがグローバル展開を実施する際の大きな障害となるのが言語であるのではないかという仮説を持っているためです。公用語を変えるというのは、非常に大きな転換コストが発生します。海外展開する時点である程度の規模のスタートアップになっていると推定しており、その時点で社内の人間が英語対応できないとなるとコミュニケーションコストが増大します。弊社のような体制ですと、海外展開時に切り替えコストがかかりません。また、英語化するとリーチできる人材の母数が圧倒的に大きくなるために採用機会が増えるというメリットがあります。

水本さんのおっしゃっていたチーム崩壊に対する考え方ですが、最終的にはカルチャーが大事だと考えており、選考時にスキルセットは見ますが最終的には「カルチャーフィットするか、一緒に働きたいと思えるか」という所に重きを置いています。ですので、素晴らしいスキルセットの人材でも最終面談でお断りすることもよくあります。そうすることにより入社後のミスマッチを防げると考えています。

エンジニアチームは現在8名ですが、少数のわりには、役割を細かく分けています。たとえば、お客様のデータをもとに与信モデルを作ったりアップデートをしたりするデータサイエンティスト、お客様がデータを提出するためのプロダクト側を開発するメンバー、その中でもさらにフロントエンド、バックエンド、インフラのエンジニアがいます。最初

からグローバルなチームを想定して、国籍や言語要件にはこだわらず求人を出していました。結果的に集まってくれたメンバーには、海外出身者が多くいます。日本語レベルの要件を設けなかったのがよかったのか、求人募集の際には100名程度の方に応募していただきました。

今後もビジネスとともに組織も大きくしていく必要があると考えています。与信モデルにおいて、年次の会計データを見るだけなら銀行と変わりません。いかにあらゆるデータを見て、判断の材料にできるかが重要ですから、その実現のためにも組織の拡大は避けて通れません。あとは社内オペレーションや与信の自動化も、実際にやってみると結構難しく、事業の内容から法律まで、ケアしないといけない部分が予想以上に多いんです。ただ、わたし自身はそういったことを考えながらとても楽しく感じています。同じように、この事業におもしろみを感じてくれるようなメンバーを今後も集めていきたいですね。

小林 RBFは、具体的にどのような企業が利用されているのですか？

宇野 当社のクライアントには、SaaS (Software as a Service) 企業やD2C (Direct to Consumer) 企業など、いわゆるサブスクリプションやリカーリングといわれる継続課金企業が多くいらっしゃいます。こうしたビジネスモデルでは、当初CAC (顧客獲得費用、Customer Acquisition Cost) がたとえば15,000円かかるのに対して、MRR (月次経常収益、Monthly Recurring Revenue) が

3,000円だったりします。このビジネスモデルの弱点は当初のキャッシュフローにあり、顧客の数だけ赤字が膨らんでしまうため、将来売上を資金化できれば、それを新規の顧客獲得費用に充てることができます。特にスタートアップにとっては、VCによる企業価値算定が期末収益額をベースに行われるため、自社の成長を加速させることにつながります。

企業の理屈としては、たとえばソフトウェアのような商材においても、割引を適用してでも年間契約などを推進し、キャッシュフローの前倒しを図りたいものですが、RBFであれば自分たちでディスカウントを行わなくても、同様の効果を期待できることになります。

小林 実際の手続きはどのように進めているのですか？

宇野 Yoiの強みは未来査定を行うアルゴリズム設計にあります。当社として安全な範囲で、資金提供先の起業家や経営者と同じ未来を見据え、積極的にビジネスをスケールさせるための成長資金の提供というつもりで行っています。そのため決済システムのStripeやPAY.jp、会計システムのfreee、請求システムのboard、ECカートシステムのShopifyなどとのAPI連携や、CSVアップロードにより審査に必要なデータを取得しています。すべてのAPIがつながっている状態が理想的ですが、プラットフォームによってはAPI連携を提供していない場合もあるので、その場合はCSVをもらっています。多少手作業のフローが発生するわけですが、そちらも今後は

高速化する必要があります。審査・分析をふまえてスコア化し、提供可能額や手数料をオファーするという形なので、利子や利息という概念は存在しません。

水本 少し専門的になるので、私からも質問させていただきます。このRBFが資金調達する側からすると、将来債権を即時に資金化できる点は大きなメリットですが、将来キャッシュフローは、銀行融資や最近増えているベンチャーデットでも考慮されていると思いますが、スピード感の違いということでしょうか。

宇野 銀行融資やベンチャーデットの場合、基本的には三期分の決算書を見て審査が行われることが多いと思いますが、赤字イコール即、要注意先となってしまいます。しかし、いま政府でもスタートアップ等への円滑な資金供給を促す観点から、金融庁で「事業性に着目した融資実務を支える制度のあり方等に関するワーキング・グループ」が設置され審議が進められるなど、資金調達のあり方も見直される機運が出てきており、RBFの考え方はそこには近いと思います。ベンチャーデットは基本的には、新株予約権付の融資という定義になるものだと考えていますが、それを実行するには新株予約権発行手続きをしなければなりませんし、行使されれば株式を渡す形になります。RBFでは新株予約権から利益を得るといったようなことはありません。当然、株式の概念が入った瞬間、デューデリコストが高くなるし、スピード感を犠牲にするということにもなるでしょう。その点でもRBF、さらにYoiのほうがAPI連携などの工夫によ

り、そもそもプロセス的に早いところがあるのも大きなメリットだと考えています。

小林 逆にRBFのデメリットはどういうことがありますか。

宇野 デメリットというほどでもありませんが、YoiのRBFは売上をベースとした資金調達の方法をしているので、たとえば売上がゼロの企業は利用できません。また、売上額を超えた資金提供もできません。その点は、融資やベンチャーデットであれば当然売上がゼロでも利用は可能であるし、売上1000万円の企業が5億円借りるのも信用供与という形で理論上は可能です。あくまで貸し手の判断によるわけですが、そうした金額の制限というのはRBFのデメリットといえるかもしれません。

小林 ところで、RBFの各国での普及の様子はどうですか。

宇野 Allied Market Researchの調査では、世界のRBF市場規模は2019年に\$901M（約900億円、1ドル100円で概算）に達しました。そこから急拡大を続け、27年には\$42.3B（約4.2兆）まで拡大すると予想されています。20年から27年までのCAGR（Compound Average Growth Rate）は61.8%、特にアジア・太平洋地域のCAGRは65%と、世界で最も高い成長率となる見込みです。さらに当社で地域・国別にRBF市場を調査したところ、2022年時点ですでに世界17カ国で42社の存在が確認できました。全てを網羅できているわけではありませんが、たとえば米国では

SaaS企業やEC企業を中心に多数の利用が広がっており、実際にRBFのユニコーン企業も現れています。また、南米やヨーロッパ、アジアでも急速に立ち上がり、成長を見せています。これら全体の8割以上の企業が2019年以降に設立されており、サービスをローンチさせて、2021年あたりに頭角を現しているケースが非常に多いです。この、新興企業の勃興自体が、市場需要を証明しているといえるでしょう。この市場の勢いは、BNPLの広がりを思わせると個人的には感じています。

小林 そのなかで、日本での広がりはどうなに見えていますか。

宇野 現状で、世界市場ほどにはRBFが広がっていないのは、単純に認知の問題だと見ています。一般的にはもちろん、スタートアップや経営者自体にもまだあまり知られていません。一方、VCはやはり情報が早いので、よく知られてきているという段階です。そもそも知られていなければ資金調達の際に選択肢にも上がらないので、まずは選択肢として検討してもらえるための、認知を推進していくことが日本のRBF普及には非常に大事だと考えています。そこで当社の目標としては、ここ2年くらいでRBFが選択肢として一般化する程度まで広めていきたいし、十分に可能性があると思っています。実際に今は、VCや当社の顧客企業からの紹介によりRBFの存在が知られることがほとんどであり、関心もニーズも高いので、しっかり認知をとってあげれば自ずと広がっていくと期待しています。

水本 Yoiiでは戦略的にVCとのパートナーシップを推進しており、弊社も名を連ねていますが、そのプログラムの進捗はどうか。

宇野 2022年9月から開始している「ベンチャーキャピタルパートナープログラム」は、当初の14社から、5ヶ月で30社にまで提携先を増やしています。VCごとに多少の温度差はありますが、「挑戦しようとしているスタートアップに資金が行き渡っていない」「価値を見出されていないスタートアップが多すぎる」という課題をしっかりと共有できているVCも多く、かなり積極的にスタートアップを紹介していただけている状況です。今後はさらに、VC向けや投資先スタートアップ向けのセミナー企画など、推進策をブラッシュアップさせていきたいと考えています。

水本 一方で、世界的な不景気の流れを受けて、2022年あたりからスタートアップの資金調達環境が鈍化しつつあります。株式での調達が厳しくなると、デット系の調達が盛り上がるため、ベンチャーデットやYoiiのようなRBFが日本でも注目されてきたといえるでしょう。日本と海外とではそもそも、直接金融や融資、ベンチャーデットの普及率やスタイルなど、かなり違いがあると思われませんが、米国やヨーロッパと比べると、日本はRBFが普及しやすい土壌はあると言えるでしょうか。

宇野 まず、RBFもデット系と見なされるので、比較対象が銀行融資などになります。そのときに、日本の銀行金利は今までのところ異常な低金利であるために、単純比較で調達コス

トが高いと思う層が一定数いると思われま

す。このように経済的にコストだけ見て考えるのではなく、調達資金を利用した投資に対するリターンといった費用対効果や、目に見えないコミュニケーションにかかる時間的コストを含めて本来的な判断をしてもらえれば、普及を進めやすいと思います。今はそれが阻害要因になり得る状況です。

一方で、事業者としての観点でいえば、日本の技術環境としてAPIの公開に消極的な傾向があり、その展開には現状として苦労があります。海外では、会計システムや決済システムのAPI連携が非常に盛んで、当たり前に行われているので、カルチャーの転換を促していきたいところです。

水本 Yoiiは融資やベンチャーデットと比較検討されるソリューションだと思いますが、よく言われる議論の1つに、「銀行自身と競合するのでは」「VCと競合するのでは」というものがあります。実際にはどうでしょうか。たとえばYoiiの株主には農林中央金庫や三菱UFJ信託銀行など、既存の金融機関が名を連ね、むしろ応援してくださっていると思いますが、彼らから見て自分たちの競合たり得る存在と認識されないのでしょうか。

宇野 起業するときに、そのあたりの仮説も検討しましたが、結論としては競合しないといえます。

特にVCに対して、Yoiiが競合すると見なされるようなことがあれば難しいのですが、現実にはそうなっていません。銀行の場合も、そのようなVCの考えに近いのではないで

しょうか。

基本的には、2億円の資金を調達したい時にVCから2億円ではなく、VCから1億円、別のデットからも1億円を調達できれば、スタートアップとしては、その時点で株式の希薄化を防ぐことができます。その分、次のタイミングで株式を放出することができれば、手持ちの株式を減らさずにそのまま次のステージに持ち越すことができます。結局、当社のやっているのもそれと同じなので、そこでVCと競合するようなことはありません。VCパートナーシップを組んでいる中でもそうした抵抗は聞かれないので、大丈夫でしょう。

水本 たしかに、弊社はスタートアップ振興に資する意識が高いのですが、他のVCもそうなのかもしれませんね。では、銀行についてはどうでしょうか。

宇野 それも、競合と見なされるような気配は意外とないものだと感じています。そもそも銀行として融資対象にはできないスタートアップが多いなかで、そこに対して当社が将来性をみたうえで資金提供を実施している部分に関しては、競合はしないということでしょう。銀行が求めるのは、スタートアップであればもっとレイトステージで、融資額が数十億円クラスでないと、同様の工数をかけるに相応しないとさえそうです。

実際、当社の株主である農林中央金庫や三菱UFJ信託銀行も、新しい資金調達のスキームの1つになるのではという期待のもとで応援してくれています。

ベンチャーデットの必要性

水本 ベンチャーデットの必要性や導入タイミングは、スタートアップの経営者としてどのように考えていますか。

宇野 面白い仕組みだと思って見っていますが、スタートアップのなかでもシリーズAやBなどのステージにある、マーケットに適した商品やサービスを提供できている、PMFしているフェーズがそのタイミングだと思っています。なぜなら、ベンチャーデットで資金提供者が新株予約権をもらうということは、仮に何かしらデフォルトのようなイベントが起こっても、新株予約権を行使して売却することによって回収できるとか、全体のポートフォリオのなかで他が潰れても、新株予約権を保有している分が相対的に価値が上がって回収できるので、全体のデフォルトリスクを回避できることになるのだと思うからです。しかし、プロのVCでもその見分けが難しいため、シードのスタートアップまで対象としているとデフォルトリスクが生半可ではなくなるので、事実上難しい。また、そもそも株価算定が難しいという問題もあります。その意味では、スタートアップ側からも、新株予約権の価値を伝えづらいという問題もあると思われます。だから、PMFである程度、企業価値を実質的に打ち出し、自分たちの新株予約権に価値がついたタイミングが適していると言えるでしょう。ベンチャーデットは比較的大きく億単位の調達できる傾向にあるので、その意味でもPMF前後のシリーズA以降、B～Cくらいかと思っています。

水本 スタートアップ経営者にとって、ベンチャーデットを使おうと思うのは、どういう場合ですか。

宇野 それは、RBFの利用タイミングと近いと思います。結局、経営をするなかでスケールしていくというのは、売上の解像度を上げていくことに近いと感じています。つまり、自分たちがこの辺りに対してどういうマーケティングをしたら何人くらいの顧客を獲得できるか、営業人員をどうすれば獲得数を増やせるか、実際のリードタイムがどうなっているかといった解像度を上げれば上げるほど、スケールの確度も高くなってくるものです。そして、確度が高いことを実施するには、エクイティは向かない。そのように、ある程度実現や再現可能性のあることに関しては、株式発行するのではなく、よりリスクの低いデット系の手段を使うのが合理的であると考えます。従来はそれを株式調達によって埋めてきましたが、デジタル技術の発展により、広告費をいくら投入すればどのくらいの顧客が獲得できるかなどの予測が非常に立てやすくなっています。そういうものに対してはベンチャーデットを使うのが適していると考えますし、同様にRBFも勧めたいと思います。

金融機関に対する期待

小林 金融機関によるベンチャーデット、すなわち融資に対して、どのような要望や期待がありますか。

宇野 利用や検討をした経営者によれば、ベンチャーデットでもデューデリジェンスが思いのほか厳しく行われるらしく、挫折しそうに

なったという声も聞かれます。決してデューデリジェンスの大切さを軽視するわけではありませんが、資金調達をしようとするスタートアップ経営者からすれば、着金まで2ヵ月かかるかすると、その2ヵ月間は不確実な状態で経営をしなければならないことになります。そこを少しでも短縮できるかは経営に直結するので、たとえば工程を減らすような工夫などで、もっと使いやすくなれば便利だと思います。

たとえば、VCにおいて経済産業省と（一社）日本ベンチャーキャピタル協会が標準的に利用可能なDDQ（Due Diligence Questionnaire）を取りまとめたような工夫があると良いでしょう。逆にVCとしては、どのように考えますか。

水本 VCとしては、ベンチャーデットもRBFも含め、デット系ソリューションが普及すればするほど、株式の希釈が防げるので望ましい。しかしその反面、ベンチャーデットではエクイティ性もあるので、最終的に1:1で転換されてしまうと意味がない。やはり転換比率をどう調整していくか、要はストックオプションの割合が2:8か、10:0なのかで違ってくるので、転換比率のコントロールが大事だと見ています。その辺りは、成功モデルというか、投資に対するリスクリターンのデータの蓄積がまだ十分ではありません。だから、デューデリジェンスに時間をかけざるを得ないのだと思います。

その意味では、RBFにも同様のことがいえる気がしており、結局のところデータが蓄

積まれてこないと資金提供の判断は難しいと思われる。データはどのくらい積み重なってくると、たとえば投資判断の自動化ができるものなのでしょう。

宇野 結局、データをどう分析するかの問題なので、現時点でもできてはいるといえます。機械学習を使っていくには、数百件のオーダーなど、ある程度のデータ量が必要になってきますが、それ以前でも、たとえば統計的なモデルや、人間の今までの経験を統計的に解析したうえでモデルに落とし込む手法であれば、少ない数でも問題はあります。あとはどこまで正確性を追い求めるか、それ次第といえます。

水本 ベンチャーデットにおいても、そうしたシステムティックなやり方ができるでしょうか。

宇野 それは可能だと思います。新株予約権の算定をどうするかが問題ですが、物事を複雑化せずに、たとえば新株予約権の転換割合などを一定割合に決めてしまえば、それでプロセスを円滑化できます。

水本 ベンチャーデットでは、手数料の分を新株予約権でもらうことにする、という考えにするわけですか。それが何割かを決めてしまい、あまり個別にカスタマイズするよりは、シンプルにルールを決めてしまえばいいということですね。

宇野 そのとおりで、あとは、やらないことを決めることも重要で、おそらくデューデリジェンスの工程のなかには省略できる部分もあるように思います。投資に当たって調べ尽く

したい気持ちは分かりますが、その調べるポイントがどれだけ投資成績やデフォルトに影響するかを考える必要があるのではないのでしょうか。当社では、RBFの審査工程において、削れるものがないかを積極的に考えるようにしています。

スタートアップ企業への期待

小林 最後になりますが、水本さんが投資家としてスタートアップ企業に期待することは何ですか。

水本 シンプルに言ってしまえば、起業家にはぜひ「やりたいことをやってほしい」ということになります。効率よくお金を儲ける方法は誰でも考えられるので、多くの人がやっていることですし、論理的に説明できるので競合も参入しやすい。それに対して、その人の持つ原体験や強烈な思いというのは、多くの人が同じものを持ち得るわけではなく、また、必ずしもすぐ事業化やマネタイズができるわけでもなかったりします。だからこそ、それが上手く進めば真のオンリーワンになるかもしれない、結果としてGoogleなどのように超巨大な会社に成長する可能性があるといえます。また、VCとしてよく受ける質問に「どういうビジネスなら資金調達できますか」というのもありますが、実は資金調達ができるようなビジネスを考えることにはあまり意味はありません。それよりもやはり、やりたいことをやるのが先決であり、そのうえで必要な資金をどう集めるか、というほうが思考の順番としては大事だといえます。2023年現在は資金調達市場が非常に悪いため、資金

を集めるということをまず目的にして、次に手法である事業内容を考えるような思考回路に陥ってしまうケースも少なくないですが、市場環境に関わらず、起業家には常に「やりたいこと」を目指して欲しいと考えます。また不思議なことですが、そうした課題感への熱量のあるスタートアップのほうが、実際に成功しやすいように思います。

おわりに

今回は、スタートアップを支援する投資家サイドと、実際のスタートアップ企業の経営者からお話を伺いました。国策としても期待されているスタートアップ企業ですが、事業化し、成長資金を獲得しながら、しかも投資家の期待

にも応えつつ、社会実装していく過程には、いくつもの壁があります。予想しうる壁に対しては、事前に準備することもできますが、予想しえない壁に当たった時、しかも瞬時に決断を迫られた場合には、経営者の判断を支援する各専門分野のネットワークが極めて重要な意味を持ちます。

経営者に求められる問題解決能力は、スタートアップ企業に限らずもちろん必要な要素ですが、今後成長資金を供給する金融機関などにも、アクセラレーターとして従来とは異なる能力が求められています。

我が国経済をけん引するスタートアップのエコシステム構築に向けて、克服すべき課題はまだまだ多いといえそうです。