

戦略研究所 Monthly Report

Contents

- 巻頭言 「スタートアップの欧州進出の玄関口～ルクセンブルク～」
- まきチャレ 2024 開催記念インタビュー 「合同会社 MIH」
- CVC インタビュー 「株式会社アイキューブドベンチャーズ」
- 国内スタートアップ紹介 「株式会社 スペースボア」
- 論考 「東証の上場基準引き上げとスタートアップ界隈へのインパクト」

巻頭言 「スタートアップの欧州進出の玄関口～ルクセンブルク～」

株式会社 CF スタートアップパートナーズ
代表取締役出縄 良人（公認会計士）

欧州へ出張してきました。訪問先はトルコ、ジョージア、ルクセンブルク、ベルギーの 4 か国。今回はこの中でルクセンブルクを取り上げます。

ルクセンブルクの首都ルクセンブルク市の人口は 10 万人。国としても人口 80 万人の小さな国です。しかしながら EU の事務局本部が設置され、世界各国の金融機関が集まる欧州の金融の中心地です。国民の平均年収は 1,250 万円！公共交通機関はどこまで行っても全て無料という裕福な国です。イスタンブールからルクセンブルク空港に到着したのは 4 月 8 日の夕方。早速、料金無料のトラムで市内へ。ホテルはノートルダム大聖堂の近く。古い欧州の街並みが美しく、ペトリュス川の流れる谷の先にはルクセンブルク国営銀行の歴史ある建築物を望みます。翌日は朝から、やはり無料のバスと電車を乗り継いで約 1 時間、ルクセンブルク大学の敷地内にある、

Luxinnovation (<https://luxinnovation.lu/>) を訪問。政府が出資する研究開発支援拠点として、新技術・新産業の創出に力を入れています。大学の広大な敷地は、かつてルクセンブルクの産業の中心であった製鉄所の跡地。古き産業から新たな産業へと転換した証として、当時の工場をモニュメントとして残していると、Luxinnovation の International relation 責任者の Jenny Hedberg さんが説明。



ルクセンブルクでは **Luxinnovation** が中心となって海外スタートアップの支援を目的とするピッチイベントも開催されています。欧州有数の金融機関系 VC や CVC との接点を求めて多くのスタートアップがルクセンブルクに進出。周囲に大市場のフランスとドイツに国境を接し、パリまでは TGV で 2 時間の距離。海外企業にとっては欧州展開のための玄関口の役割を担っています。

続いて訪問したのは、Technoport (<https://www.technoport.lu/>)。

ルクセンブルクで複数のインキュベーション施設を運営するアクセラレーターです。CEO の **Mr. Biasio Diego** と面談。トランプ政権のタリフ政策の世界経済への影響は大きいものの、むしろ米国への依存度を下げ、米国を除く欧州と日本及びアジアとの協業で世界経済をけん引するチャンスであることで意見が一致。人口 4 万 2 千人の地方の小都市ながら、地域オープンイノベーションを目的とするイベント「まきチャレ」で世界中からスタートアップが集まってくる牧之原市。東京、大阪、名古屋の大市場に新幹線で 2 時間以内に位置し、国際線が就航する富士山静岡空港を持ちます。スタートアップ進出の受け皿としての機能し始めた「まきのはらインキュベーションセンター」(MIC) と、「まきチャレ」の運営に加え、DPO を含む最先端のファイナンススキームで資金支援をする CFSP の機能は、ルクセンブルクにおける **Luxinnovation** や **Technoport** の機能に近いものがあります。スタートアップにとって欧州の玄関口としての役割を担うルクセンブルクと同様、日本の玄関口として牧之原がその役割を担っていただくことに期待したいと **Diego** さん。今後、欧州と日本のスタートアップのグローバル展開の支援において緊密な協力で合意しました。

最後に訪問したのは、ルクセンブルク外務省の商務投資部。副部長の **Mr. David Goebbels** と面談。関西万博の準備のためちょうど翌日は日本に出張とのこと。**Goebbel** さん曰く、日本で万博が開催される今年は、日本との関係強化には絶好のチャンスとのこと。6 月には東京でルクセンブルク・日本ビジネスフォーラムも開催されます。

外務省を出た私は、その日の夕刻にはルクセンブルク中央駅より列車に乗り込みベルギーのブリュッセルに移動。車窓から見えるのは夕日に映える美しい街々と牧草地。癒されました。

今年度も 4 月 18 日より「まきチャレ 2025」のスタートアップのエントリー受付が始まりました。ルクセンブルクをはじめ、今回訪問したジョージア、トルコ、ベルギーのいずれの国でも、まきチャレは高い関心です。完全オンラインのピッチイベントのまきチャレは、たった 6 分間のオンラインピッチで、地域有力企業とのコラボによって日本への事業展開の可能性を見出せます。今年度の最高賞金は市制 20 周年記念で 200 万円と昨年から倍増。ファイナリストに選ばれたら、受賞者発表と表彰式のみ牧之原で現地開催という、アカデミー賞授賞式方式のこのイベント。昨年は海外 40 社を含む 149 社の応募を集めました。今年はさらに海外スタートアップの応募が増えそうです。

※まきチャレ 2025 については牧之原市の特設 WEB サイト及びプレスリリースをご参照ください。エントリー

一期限は5月31日です。

まきチャレ特設サイト <https://www.city.makinohara.shizuoka.jp/soshiki/39/56730.html>

プレスリリース <https://prtimes.jp/main/html/rd/p/000000159.000027509.html>

エントリー受付フォーム（国内） <https://form.run/@makichalle2025>

エントリー受付フォーム（海外） <https://form.run/@makichalle2025-en>

まきチャレ 2024 開催記念インタビュー

今回は、「まきチャレ 2024」で静岡銀行賞を受賞した「合同会社 MIH」にインタビューを実施しました。同社が歩んできた道のりや受賞の背景、これからの展望などについて、じっくりとお話を伺っています。ぜひご覧ください。

【まきチャレ 2024 記念インタビュー | 合同会社 MIH】

地域創生の新たな潮流：空き家再生で未来を築く



2024 年 10 月、第 3 回となる牧之原市チャレンジビジネスコンテスト（以下、まきチャレ 2024）が開催されました。2022 年に始まった本事業は、静岡県牧之原市の「産業資源」と「観光資源」を活用し、自らの事業を地域と共に発展させる画期的なアイデアを全世界のスタートアップ企業から募集し、評価するビジネスコンテストです。

今年の静岡銀行賞を受賞した合同会社 MIH は、空き家リノベーション/賃貸モデルを通して静岡県吉田町を拠点に地域創生事業を行っています。

今回のインタビューでは、合同会社 MIH の代表名波氏に、同社の設立背景や事業にける想いや地域資源の有効活用と地域経済の活性化における同社の理念、まきチャレでの提案内容についてお話を伺いました。

— 本日はお時間をいただきありがとうございます。まず、名波様のご経歴についてお聞かせくだ

さい。

名波氏：私は牧之原市の隣町にある静岡県吉田町出身です。家族（曾祖父母）が牧之原市で農家を営んでおり、私自身学校も牧之原市に通っていたので、元々馴染みのある地域でした。一度関東で就職しましたが、転職を機に静岡に戻り、現在は静岡を拠点に働いています。

ー 合同会社 **MIH** の設立背景について教えてください。

名波氏：もともと馴染みのあった静岡を拠点に、個人で空き家再生事業を行っていました。規模が大きくなるにつれ、関わる人達に個人で空き家再生をしていると伝えると、良い反応だけでなく、少し怪しげな印象を持たれている感触がありました。金融機関に資金調達の相談に行った際も、空き家再生で個人への融資は厳しい雰囲気がありました。その中で社会的な信用性や金融機関からの資金調達が必要だと思いました。事業を行う中で、名義や契約面でも法人化した方がよいと判断し、会社を設立したという背景です。

ー 事業の概要について教えてください。

名波氏：弊社の事業は、空き家を再生し、その賃貸料を収益とするビジネスです。一般的な不動産投資とは異なり、誰も手をつけていない空き家に着目し、価値の低下した財産を資産へと転換することを目的としています。

ー 会社名「**MIH**」の由来を教えてください。

名波氏：「まきのはら（Makinohara）」「家（le）」「ホーム（Home）」の頭文字をとり、MIHと名付けました。牧之原市のお家が帰ってくる場所、お家のことで困っている皆様が安心して帰ることのできる実家のような存在になりたいという想いが込められています。

地方創生への想い

ー 地方創生事業（空き家リノベーション&賃貸モデル）において、大切にしている価値観や理念はありますか？

名波氏：弊社の事業は不動産投資に近い部分がありますが、不動産取引はしばしば片方が得をし、もう片方が損をするという構図になりがちです。しかし私は「関わるすべての人に利益が生まれる」ビジネスを目指しています。空き家は放置されると資産価値が下がり、所有者にとっては心理的な負担にもなります。このビジネスでは、売る側は心の負担を手放すことができ、買う側は投資として活用できる。お互いにとってウィンウィンの関係を築けるよう心がけています。

ー 実際に顧客として対応している方々にはどのような方が多いのでしょうか？

名波氏：空き家を売りたい方の中に多くみられるのは、親族から相続で受け継いだものの、使い道がないから仕方なく放置している、というケースです。特に県外在住の方で、老朽化が進んでいる物件の修復が難しいケースが多く見受けられます。

一方で、そういった空き家を買取りたいという方の中には、自然豊かな場所で一軒家に住みたい方や、一般の不動産業者から断られてしまうようなペット可の物件を探している方の需要も増

えています。

― 貴社の事業が、地域資源の有効活用や地域経済の活性化にどのように貢献しているかを教えてください。

名波氏：空き家リノベーションを通じて、放置されていた財産を活用可能な資産に変え、地域の宿泊施設不足などの課題解決にも寄与しています。また、空き家を活用することで、都市部から離れた地域に新たな人の流れを生み出し、経済活性化につなげることができます。人手不足から外国人材の積極的雇用が進んでおり、そういった方々の住まいの受け皿にもなっております。

事業の課題と今後の展望

― 事業を進める上での課題についてお聞かせください。

名波氏：一番は売買市場に出てこない空き家を発掘するのが難しい点です。相続で引き継がれたまま放置されているケースが多く、所有者との接点をどう作るのが課題です。現状では司法書士や不動産業者からの紹介や、引っ越し時の片付けを手伝いながら、直接声をかけて空き家の活用を提案することで空き家保持者の方と繋がりを作っています。また、資金調達も大きなハードルです。特に事業を始めたばかりの頃は金融機関の信用を得るのが難しく、最初の融資を受けるために5〜6件の金融機関を回りました。現在は実績が積み上がり、融資を受けやすくなってきましたが、最初の壁は非常に大きかったです。

まきチャレ 2024 への挑戦

― まきチャレでご提案されたビジネスプランについて教えてください。

名波氏：現状として空き家率が全国の平均を上回ってしまっている牧之原市ですが、そんな牧之原市を「日本一空き家率の低い町」にすることを目指し、空き家を積極的に活用する町づくりを提案しました。空き家を手放したい人と、活用したい業者がつながる架け橋を作ることが目標です。

― まきチャレへの参加で得られたものはありますか？

名波氏：今まで個人で続けてきた事業がこのような賞をいただけたことで、これまでの努力が間違っていなかったのだと自信につながりました。また、「まきチャレ」を通じて得られたご縁も非常に大きなものです。「まきチャレ」をきっかけに知ってくださった銀行や役所の方々から資金調達の面でお声がけいただくようになり、これは会社として大きな前進だと感じています。さらに、「まきチャレ」に参加された他の企業の方々と協賛などを通じてつながりが生まれ、事業面でも協力し合えるようになりました。

― 今後の展望を教えてください。

名波氏：空き家リノベーションの教室や講座を開催し、広く一般市民の皆様に空き家活用の知識

を広めていきたいです。まきチャレを通じて集まってくれたアルバイトのチームには、その講師のような役割を担って頂くことも考えています。現在はお客様と不動産業者を通してのやり取りをしています。今後は不動産業としての事業展開も資金調達という面で視野に入れており、宅建業の免許取得を目指しています。また、空き家活用が当たり前になって、所有する空き家の活用プランやデザインを市民の皆様が相談しあったり、「空き家活用って楽しい、かっこいい」という価値観を普及することも目標です。

ー最後に、今後まきチャレにエントリーする方へメッセージをお願いします。

名波氏：まきチャレに参加されている企業は大きなことをしなければならないと構えず、まずは挑戦してみてください。新たな視点や人脈を得られる貴重な機会になります。

ー地域創生を目指す合同会社 MIH の挑戦とその可能性を感じることができた取材になりました。地域資源を活用し、社会的課題に取り組む姿勢は、地域の持続可能な発展に寄与し、未来を築くための重要な一步になるでしょう。同社の挑戦が多くの人々にインスピレーションを与え、地域社会全体に良い影響を与えることを願っています！

ー改めて、今回はインタビューの機会をいただきありがとうございました！

[会社概要]

【会社名】 合同会社 MIH

【URL】 <https://www.instagram.com/goudou.mih/?locale=de>

【代表者】 名波

【所在地】 静岡県吉田町

企画/監修：出縄（株式会社 CF スタートアップパートナーズ）

取材・執筆：EXPACT 益子

CVC インタビュー 「株式会社アイキューブドベンチャーズ」

スタートアップと共に未来を創る：アイキューブドベンチャーズ山形氏の挑戦



地方発のスタートアップ支援に取り組む CVC（コーポレート・ベンチャー・キャピタル）、株式会社アイキューブドベンチャーズ。今回の CVC インタビューでは、同社の代表取締役パートナー 山形 修功さんにお越しいただきました。

このインタビューでは、山形さんのこれまでのキャリアや経験、そしてアイキューブドベンチャーズ設立の背景についてお話を伺いました。CVC としての独自の投資戦略や、地方企業の成長を

どのように支援しているのか、その歩みを追います。

山形修功さんのバックグラウンド

一まずは山形さんのご経歴を教えてください。

山形氏：大学卒業後、新卒で現在のジャフコグループに入社しました。初任地は大阪で約5年間勤務し、その後は東京に異動。シリコンバレーの子会社と連携し、アメリカのスタートアップの日本市場開拓や事業開発を担当しました。また、ロンドン拠点のリエゾンとして、欧州のMBO案件の稟議起案等にも関わりました。

その後、イスラエル企業への投資案件の検討等を経て、フィリピンへ異動。現地企業への投資や、アジア通貨危機下での投資回収にも携わりました。2年後にはシンガポールに赴任し、インターネット企業を中心に投資を行いました。帰国後は、ITやエレクトロニクス分野の投資チームに所属しました。

その後、投資審査部門に移り、投資候補先企業のデューデリジェンスを担当。2004年～2006年にかけて新興市場が盛り上がっていた時代で、全国各地の投資案件に関与しました。

2007年からは九州支社長として、九州・山口・沖縄エリアの投資と管理に従事。実際に地方企業への投資に注力する中で、「地方でも成長できる企業はある」と実感し、相応の企業のEXITにも関与してきました。

2021年にジャフコを退職し、投資先で、一時社外取締役も務めていた株式会社アイキューブドシステムズに転職しました。同社の子会社として同年11月にCVCを設立し、翌年1月にはファンドを組成。現在は、ベンチャー企業への投資を通じて、新たな成長機会を追求しています。

一当時、ベンチャーキャピタリストという選択肢がまだ少ない中で、山形さんがファーストキャリアとして選ばれた理由を教えてください。

山形氏：大学を卒業したのは1992年。当時、バブルは崩壊していたものの、就職市場はまだ活況で、多くの企業が積極的に採用を行っていました。翌年から採用抑制が一気に進んだのですが、前職も50年の歴史の中で一番大量採用した年であり、運良く門をくぐることができました。

ベンチャーキャピタルを志した背景には、親が事業を営んでいたことが影響しています。子どもの頃から経営に関心があり、将来的には自分自身で何か新しい事業を起こしたいと考えていました。ただ、親の後を継ぐつもりはなく、自分の力で挑戦したいという気持ちが強かったです。当初はコンサルティング系の企業に興味があり、数社から内定もいただきました。ただ、就職活動中に企業パンフレットなどを通じて「ベンチャーキャピタル」という業界を初めて知り、大きな魅力を感じました。

当時は新卒を受け入れるVCが少なかったものの、いくつかの企業に応募し、無事に内定を得ることができました。進路を迷っていたとき、父に相談したところ、「コンサルタントはお金もらって助言する仕事だが、投資家はお金を出すからこそ、経営者は真剣に耳を傾ける」と言われ、その言葉に背中を押されました。経営により深く関われるのはVCだと感じ、この道を選び

ました。

もともとは起業を目指していましたが、VCとして多くの起業家と接するうちに、自分は起業家というより、支援する側の方が向いていると気づきました。挑戦する人を支えることにやりがいを感じ、最終的にこの仕事を続ける決意を固めました。

一山形さんが「自分は起業家タイプではない」と気づいた大きな理由やエピソードはありますか？

山形氏：特定の出来事というより、性格的な要因が大きいです。20代前半でVCとして働き始め、多くの起業家と接してきましたが、彼らはリスクを恐れず、大胆に勝負に出る人たちでした。資金を集めてスピード感を持って事業を進める姿を見ながら、自分にはそのスタイルは合わないと感じるようになりました。

また、成功例だけでなく、失敗した経営者の姿も数多く見てきました。身近なところでは、父も事業で多大な借金を抱え、返済に苦勞していた時期がありました。当時の金融環境が、「個人保証による借入」→「失敗＝自己破産」という時代だったという背景も大きいのですが、そうした現実を目の当たりにし、起業家として大きなリスクを取る生き方は自分には向いていないと実感しました。

とはいえ、起業そのものへの憧れや、挑戦する人への尊敬の気持ちは変わりませんでした。むしろ、そういったリスクテイクーたちを支え、時には背中を押し、時には冷静にブレーキをかけることにこそ、自分の役割とやりがいを感じるようになったんです。結果として、起業家ではな

く、投資家として彼らの挑戦を後押しする道を選びました。



アイキューブドベンチャーズの設立背景と事業概要

ー貴社の事業の概要と、注力されている領域について教えてください。

山形氏：アイキューブドベンチャーズの親会社であるアイキューブドシステムズは、法人向けにモバイルデバイスマネジメント（MDM）ツールを提供しています。主な顧客は企業や自治体、医療機関、学校などで、従業員や生徒、医師や看護師が使うスマートフォンやタブレットを遠隔で管理できる仕組みです。例えば、紛失時のロックやデータの消去、業務用アプリの一斉配布といった機能が備わっています。

現在は 7,500 社超の法人に導入されており、「CLOMO」というブランドでの展開を中心に、2022 年からは NTT ドコモさんの MDM サービス「あんしんマネージャーNEXT」へも当社が OEM 提供しています。自社ブランドの MDM としては、10 年以上にわたり国内トップシェアを維持してきましたが、将来の成長を見据え、新たな事業創出にも力を入れており、その一環として立ち上げたのが、当社の CVC（コーポレート・ベンチャー・キャピタル）です。BtoB SaaS、モバイル、セキュリティ、働き方改革といった自社と親和性の高い分野を中心にしつつ、投資領域は特定のテーマに限定していません。優れた企業や経営者に出会えば、領域にとらわれず柔軟に投資を検討しています。

ファンドの規模を踏まえ、マイノリティ出資が基本であり、特定の事業シナジーを前提とするスタイルではありません。純投資のスタンスを取りながらも、将来的に新たな事業へとつながる出会いを大切にしています。

ーCVC を設置した背景として、特に親会社アイキューブドシステムズの事業を広げる目的が大きかったのでしょうか？

山形氏：CVC を設置したからといって、すぐに事業が拡大するとは考えていません。私は本体の執行役員としてビジネスデベロップメント（事業開発）本部も兼任しており、そちらでは M&A による事業拡大を進めています。これまでに 2 件の M&A を実施しており、本体へのインパクトという点ではこちらの方が大きいです。

一方、CVC はより長期的な視点での取り組みです。市場の動向を把握し、新しい技術やビジネスモデルをいち早くキャッチするための“アンテナ”の役割を果たします。また、CVC を運営することで、M&A の案件が持ち込まれる機会も増えるという副次的な効果もあります。当然ながら、CVC としてしっかりとリターンを狙う投資活動も行っています。

ーCVC を通じて生み出したい価値について、どのようにお考えですか？

山形氏：CVC には、社内向けと社外向けの両方に価値があると考えています。まず社内的な意義

についてですが、当社はもともと受託開発を行う会社でした。2006年に創業者の佐々木がシリコンバレーを訪れたことをきっかけに、自社プロダクトの開発に舵を切り、2007年からの3年間に10個ほどのソフトウェアサービスを開発し、2010年に「CLOMO」が誕生しました。これが第二創業期です。CLOMOは順調に成長し、安定した収益基盤となりましたが、一方で、第二創業期の様な挑戦する文化が次第に薄れてきたという課題も感じていました。

そうした背景から、2022年にはブランドスローガン「挑戦を、楽しもう。」を掲げ、チャレンジ精神の再醸成に取り組んでいます。個人的に、CVCやM&Aは、その象徴的な施策のひとつであり、「新しいことに挑戦しなければ変わらない、変わらなければ生き残れない」というメッセージを社内に発信し、イノベーションの機運を高めたいと考えています。

一方で、社外的な価値もあります。私は長く九州で投資をしてきましたが、福岡のスタートアップシーンはこちら数年で大きく盛り上がっています。ただ、東京と比べるとまだ成功事例が少なく、成長の余地があると感じています。CVCを通じて、九州の起業家に知見や機会を提供し、地域のスタートアップエコシステムの発展にも貢献していきたいと考えています。

アイキューブドベンチャーズの運営体制と投資戦略

ー 貴社の運営体制について教えてください。

山形氏：当社は、2021年11月にアイキューブドシステムズの100%子会社として設立されました。翌2022年1月には、10億円規模の1号ファンドである「アイキューブド1号投資事業有限責任組合」を立ち上げています。

特徴的なのは、私を含むパートナー陣が、LLP（有限責任事業組合）を通じて共同GPとして出資している点です。これにより、投資判断は親会社から独立した形で行われ、ファンドの成果がパートナーにも還元されるインセンティブ設計になっています。大企業の一部門としてではなく、独立系VCに近いスタンスで、長期的に責任を持って運営する体制を整えました。

ー その運営形態を選ばれた背景について教えてください。

山形氏：当初は、親会社のバランスシートから直接投資する案もありました。ただ、私自身の経験から、親会社が意思決定に深く関与すると、投資の自由度がどうしても制限されると感じていました。

また、CVCであっても、投資する人間が自ら資金を投じ長期的に関与する構造でなければ本気で取り組めないと考えました。そこで、パートナー陣にも投資リターンがインセンティブとして還元される設計にしました。この方針には、当時の経営陣も賛同してくれました。社内調整は簡単ではありませんでしたが、長期的な成功のために必要な決断だったと思っています。

ー 親会社の事業との関係について、どのようにお考えですか？

山形氏：親会社と直接関係のない分野にも柔軟に投資できるような仕組みを採用しています。

「良い企業だが本体との関係が薄い」といった理由で判断が左右されるようでは、CVC の本質的な役割が果たせません。

実際、一般的な CVC ではシナジーの有無が投資可否に大きく影響しますが、当社はリターンも重視する純投資型です。そのため、社内調整が必要な提案についても冷静に対処し、独立性を維持する体制を整えています。

一投資領域をこだわりすぎないとのことですが、その理由を教えてください。

山形氏：事業シナジーにこだわりすぎると、有望な企業や起業家との出会いを逃してしまう恐れがあります。もちろん、シナジーは一つの判断材料になりますが、それだけでは柔軟な投資判断ができません。

設立当初はシナジーを重視した投資戦略も検討していましたが、そもそもアイキューブドシステムズ自身が、現在はソフトウェア企業であっても、将来的にはその枠を超えていく可能性すらあります。だからこそ、投資を通じて多様なビジネスや市場に触れ、新たな事業機会を模索していくことを大切にしています。

一投資のスタイルや M&A の戦略についてはいかがでしょうか？

山形氏：当社の投資スタイルは、基本的にフォロー投資が中心です。近年、日本のスタートアップの資金調達規模が拡大している中で、10 億円規模のファンドがリード投資を行うには、シード特化の戦略が必要です。ただ、私はシード投資を得意としておらず、その戦略は採用していません。前職ではリード投資を数多く経験しましたが、その際は組織的なサポート体制がありました。現在はそうした体制が整っていないため、信頼できる VC がリードする案件にフォローで入るのが基本方針です。

とはいえ、我々にしか提供できない価値があると判断した場合は、積極的に関与しています。パートナーの中には上場経験を持つ起業家もおり、私自身も 30 年以上にわたり投資に携わってきました。さらに、親会社が持つ販路や経営基盤を活用できるケースでは、資金以上の支援を行うことが可能です。そうした強みを活かし、企業の成長を後押ししていきたいと考えています。

M&A については、大企業ではないため対象領域を絞って取り組んでいます。現在の主力事業である「CLOMO」や MDM 領域を補完する分野が中心です。ビジネスデベロップメント本部が中心となり、新たな成長領域を見極めながら案件を検討しています。CVC と M&A は手法こそ異なりますが、どちらも新規事業の創出を目的としており、互いに補完しながら戦略的に活用しています。

投資判断・活躍する起業家について

一投資の判断をされる際に重視されてるポイントは何でしょうか？

山形氏：市場の成長性や競争優位性は非常に重要です。投資判断では、①市場規模や成長性、②プロダクトやサービスの独自性、③経営者の資質の3要素を重視しています。

市場が大きければ良いというわけではなく、その市場でプロダクトがどのような競争優位性を持つかが鍵になります。また、タイミングも重要で、いくら優れた技術でも市場が未成熟であれば成功は難しくなります。例えば、「いずれ空飛ぶクルマが普及する」と言われても、それが実現する時期が適切でなければ投資判断は難しくなります。

最終的には、運の要素もありますが、市場の動向とプロダクトのフィット感を慎重に見極めることが成功の鍵だと考えています。

一③の経営者の資質と重複しますが、優れた経営者とはどのような資質を持つ方だと考えていますか？

山形氏：各キャピタリストによって見方が異なると思います。ただ、私の経験上、成功する経営者に共通する要素はいくつかあります。

まず、金銭感覚や数字のセンスが優れていること。瞬時に適切な数字を出して説明できる経営者は、ビジネスの全体像をしっかりと把握していることが多いです。また、誠実さや野望の大きさも重要な要素です。ただし、野望を持っているだけでなく、人の意見に耳を傾ける柔軟性も求められます。投資家の意見に耳を傾けつつ、必要なものを取り入れるバランス感覚を持つ経営者は、成長しやすい傾向があります。

一方で、過去の事例を分析すると、失敗する経営者にも一定のパターンが見られます。たとえば、理念だけで経営を進めようとするタイプは、成功する確率が低い傾向にあります。社会課題の解決を目指すこと自体は素晴らしいですが、経済的な視点を欠いた経営では持続性がありません。

近年は、慎重で堅実な経営者が増えた一方で、「危険だけど突き抜ける可能性を秘めた起業家」が少なくなったと感じています。以前は、「この人はちょっと危ういけれど、成功すればとてつもないものを生み出すかもしれない」というタイプの経営者が一定数いました。今はそうした人物が減っており、少し物足りなさを感じることもあります。

「本当にこの人は危ないな」と思うような場面でも、レッドゾーンぎりぎりを走るような人が、結果的に大きな成功を収めることがあるんです。そういう人には強く惹かれますし、投資したくなります。

スタートアップとの協業・日本の CVC 市場について

ースタートアップとの協業を進める上で、どのような課題や難しさを感じていますか？

山形氏：当社としては、スタートアップの SaaS プロダクトを活用し、既存の販路を通じた成長支援に関心があります。ただし、当社の製品はセキュリティ関連が中心で、導入先も大企業が多いため、スタートアップの製品がフィットしにくいケースが少なくありません。その結果、「導入実績の多い外資系ベンダーの製品の方が適している」という判断に至ることも多くあります。

こうした経験から、当初想定していた「シナジーを前提とした投資」は、実際にはそれほど簡単ではないと気づきました。スタートアップの技術やプロダクトに魅力を感じても、当社の営業体制で広げるのは容易ではなく、結果的に純投資にシフトする一因となりました。

逆に、大企業の場合は、既存事業がすでに数百億円規模の売上を持っていることが多く、年商 1 億円程度のスタートアップ製品を導入してもインパクトが小さいのが現実です。加えて、経営層の意向に左右されやすく、トップが変わると CVC の方針も変わるといったケースも少なくありません。そうした背景もあり、短期間で分かりやすい成果が求められがちで、投資リターンも重視する傾向があると感じています。

ー投資リターンとシナジーを両立させることは可能だとお考えですか？

山形氏：私は両立は可能だと考えていますし、そこにこそ CVC の面白さがあると思っています。前職ではリターンの最大化を追求していましたが、今はそれに加えて「将来的に自社と融合できるかもしれない」といった視点で社内で議論するプロセス自体に価値を感じています。そうした対話から、新たな気づきや視野の広がりが生まれることも少なくありません。

ー日本の CVC 市場についてはどのようにお考えでしょうか？

山形氏：私が VC 業界に入った 30 年以上前は、大企業とベンチャーの協業は非常に珍しく、CVC もほとんど存在していませんでした。ですが今は、オープンイノベーションの流れが続いており、CVC の数も着実に増えています。過去には何度かブームと停滞を繰り返してきましたが、今回は継続的に広がっているのが特徴です。

特に海外では、CVC の重要性が年々高まっています。日本でもこの文化を根付かせていくことが重要だと考えています。かつての日本企業は「自前主義」が主流でしたが、長引く経済停滞を経て、それだけでは成長できないことが明らかになりました。

「失われた 30 年」を経て、多くの企業がアメリカのスタートアップとの連携モデルに注目し、協業の必要性を強く意識するようになっていきます。新しい技術や事業を生み出すには、スタートアップとの協力が不可欠だという認識が広がってきました。過去には、幾度もの「ベンチャーブーム」と呼ば

れる時期が訪れ、盛り上がりを見せましたが、オイルショックや円高不況、ネットバブルの崩壊、ライブドア・ショックやリーマン・ショックといった要因と共に終焉を迎える、ということを繰り返してきました。そのような中、CVC が注目されても成果が出る前に撤退するケースが多かったのではないかと思います。

ただ、2012 年のアベノミクス以降は、スタートアップ投資の環境が大きく改善され、10 年以上にわたり安定した状況が続いています。近年「スタートアップ冬の時代」といった声が上がりますが、以前のような急激な冷え込みには至っておらず、CVC を取り巻く環境も持続的に成熟してきていると感じます。

この変化の背景には、大企業の意識改革や、スタートアップ自身の成長レベルの向上があります。私がこの業界に入った頃と比べて、企業もスタートアップも明らかに意識が変わってきました。オープンイノベーションが、ようやく現実的な選択肢として根づいてきたと実感しています。

ーそれにはテクノロジーの進化による影響もありますよね。

山形氏：もちろんあります。昔は優秀な人材は大企業や官僚組織に集中し、スタートアップに挑戦する人はごく一部でした。しかし、今では東大卒の人材が官僚ではなく、起業家の道を選ぶケースが増えています。この流れ自体が、時代の大きな変化を示していると思います。

技術の進化が速くなるにつれ、企業単独でのイノベーションが難しくなり、スタートアップと協力することが競争力の維持に不可欠になっています。その結果、CVC が一過性のブームではなく、企業の成長戦略の一環として定着しつつあるのではないかと考えます。

ーそのような環境下で投資戦略に変化はありましたか？

山形氏：CVC 立ち上げ当初は、シリーズ A～C の比較的基盤が整った企業に投資し、当社のリソースと組み合わせて事業を育てるイメージでした。ただ、2022 年半ばから市場が悪化し、親会社の株価も下落。グロース市場全体に逆風が吹く中で、一時的に投資を抑制し、様子を見ていました。その後も市場は大きく回復せず、バリュエーションは下がりきらない一方で、上場時の時価総額が未上場時の評価額を下回る例が増え、シリーズ B 以降ではリターンが見込みにくいケースも増えています。

そうした背景から、現在はプレシリーズ A やシード段階の案件にも目を向けています。これまで得意としてきた領域ではないため慎重に判断していますが、早期に入らなければリターンを狙いにくい市況である以上、柔軟な戦略転換が必要だと考えています。

アイキューブドベンチャーズのビジョン

ー貴社としては今後、どのような戦略を描いていますか？

山形氏：その意識は強くあります。以前の職場では九州の企業に特化して投資を行っており、「九州でも成長できる」「優れた企業がある」ということを証明したいという思いで取り組んでいました。現在は全国規模で投資を行っており、成長の機会は地域を問わず広がっていると感じています。そのため、投資対象を九州に限定する方針ではありません。

とはいえ、私たち自身もまだ成長フェーズにあるスタートアップです。上場企業とはいえ、CVC や M&A といった手段を活用しながら事業拡大に挑戦しています。だからこそ、地方の企業がどのように成長できるかを自ら実践し、示していきたいと考えています。地方でも十分に成長できるというモデルケースを作ることが、地域のスタートアップエコシステムの発展にもつながると信じています。

一まずは九州を盛り上げ他の地方へ、最終的には日本を盛り上げていきたいというお考えですね。

山形氏：その意識は強くあります。以前の職場では九州の企業に特化して投資を行っており、「九州でも成長できる」「優れた企業がある」ということを証明したいという思いで取り組んでいました。現在は全国規模で投資を行っており、成長の機会は地域を問わず広がっていると感じています。そのため、投資対象を九州に限定する方針ではありません。

とはいえ、私たち自身もまだ成長フェーズにあるスタートアップです。上場企業とはいえ、CVC や M&A といった手段を活用しながら事業拡大に挑戦しています。だからこそ、地方の企業がどのように成長できるかを自ら実践し、示していきたいと考えています。地方でも十分に成長できるというモデルケースを作ることが、地域のスタートアップエコシステムの発展にもつながると信じています。

一まさに地方のスタートアップエコシステムのモデルケースを目指されているんですね。

山形氏：その通りです。日本のスタートアップ環境はこの 10 年で大きく変わりました。以前は一部の限られた人だけが起業していた時代でしたが、今では東大卒のような優秀な人材も起業に挑戦するようになっています。また、かつては「上場して成功して金持ちになる」といった価値観で起業する人が多かったのが、最近は社会課題の解決を目指す起業家も増えてきました。

とはいえ、スタートアップに挑戦する人材はまだ十分とは言えません。今も多くの優秀な人が大企業に進む傾向が強く、新たなアイデアや事業が生まれにくい土壌があります。特に、日本にはリスクや失敗を許容する文化が根づいておらず、「挑戦すること」自体へのハードルがまだ高いと感じます。「挑戦しなければ何も始まらない」という空気や、「失敗を前向きに受け入れる文化」「挑戦を応援する風土」がもっと必要です。

地方に目を向けると、課題はさらに顕著です。優秀な起業家はいても、それを支えるリソースや人材が不足しており、結果として東京とのエコシステム格差が広がっています。そうした地域間のギャップを埋め、日本全体でスタートアップが生まれやすく、成長しやすい環境を整えていくことが今後ますます重要になってくると感じています。

起業家・スタートアップへのメッセージ

一最後に、これから起業を考えている方やすでに起業されている方に向けて、メッセージをお願いします。

山形氏：起業家の目指すものによって必要な資質やメッセージは異なりますが、総じて言えるの

は、「新しい価値を生み出すことに挑戦し続けてほしい」です。

かつては「アメリカに負けるな」と言えた時代もありましたが、現実的には大きな差が開いてしまいました。ユニコーン企業数の差などが引き合いに出されることが多いですが、私としては、必ずしもユニコーンを目指す必要はなく、新しいサービスやプロダクトを創出し、世の中に価値を提供すること自体に大きな意味があると思っています。

また、「この事業しかない」と思い切れるような、熱量の高い起業家が増えてほしいとも思っています。多少危うさを感じるほどの情熱を持ち、リスクを恐れずに突き進む起業家こそが、新しい市場を切り拓いていくと感じます。そうした挑戦をする方々を、私は心から応援しています。

ー山形さん、本日は貴重なお時間をありがとうございました！CVCの新たな可能性や、地方からスタートアップを支援するモデルの重要性について、大変興味深いお話を伺うことができました。山形さんが描く「地方発の成長戦略」と、挑戦する起業家への熱い思いが、これからも多くのスタートアップにとって大きな指針となると感じました！

【本記事で紹介させていただいた株式会社アイキューブドベンチャーズ様】

[会社名]株式会社アイキューブドベンチャーズ

[所在地]〒810-0001 福岡県福岡市中央区天神 4-1-37 第1 明星ビル 4 階

[URL] <https://www.i3-ventures.com/>

[CONTACT] <https://www.i3-ventures.com/contact/>

[PORTFOLIO] <https://www.i3-ventures.com/#portfolio>

企画/監修：出縄（株式会社 CF スタートアップパートナーズ）

取材：西川（EXPACT 株式会社）

執筆/編集：難波（EXPACT 株式会社）



国内スタートアップ紹介

今回は「株式会社 スペースボア」の1社を取り上げます。



([インデペンデンツクラブ HP](#) より引用)

香川発！ロケット開発ベンチャー「スペースボア」が切り拓く未来とは？

香川県から宇宙へー。そんな壮大なビジョンを掲げるロケット開発ベンチャー「株式会社スペースボア」は、**2024 年 3 月**に設立されたばかりの若い企業でありながら、日本の宇宙産業に新たな風を吹き込んでいます。本記事では、スペースボアの事業内容や技術、未来への展望について詳しくご紹介します。

【事業概要】

株式会社スペースボアは、香川県高松市を拠点とし、環境に優しいロケットエンジンの開発を中心に事業を展開する宇宙ベンチャー企業です。社名の「ボア（Boar）」は猪（いのしし）を意味し、力強く突き進む姿勢を表しています。

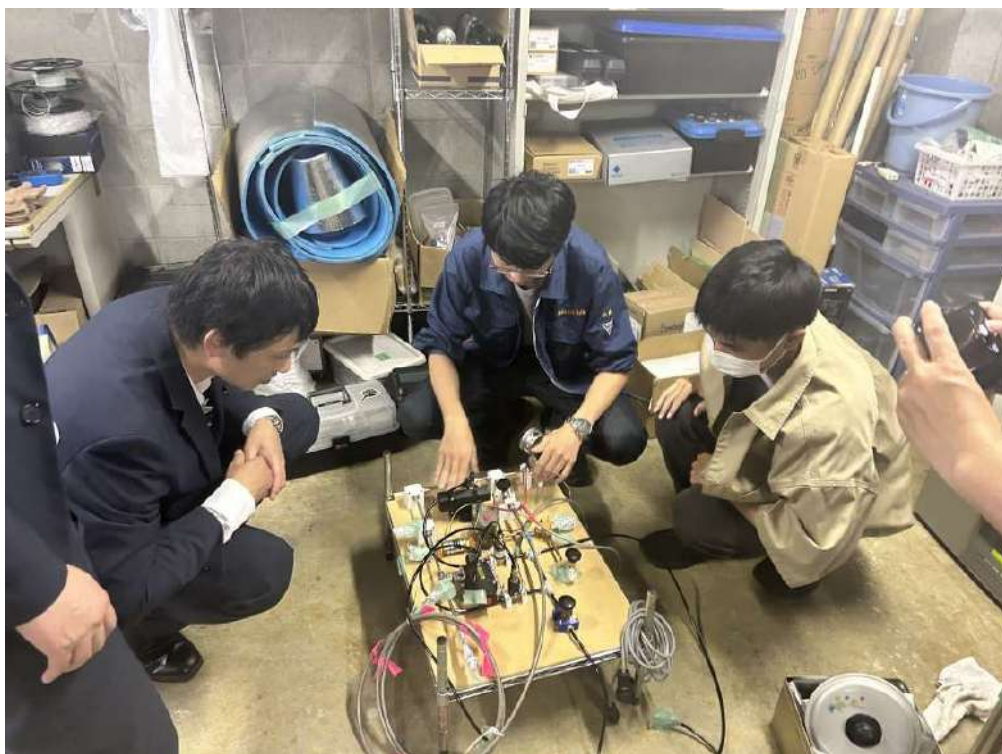
株式会社スペースボアは、地元企業や研究機関との連携を強化し、ロケット開発の拠点を四国に確立することを目指しています。また、独自のロケット技術を活用し、持続可能な宇宙産業を実現するための挑戦を続けています。

【スペースボアの技術革新】

株式会社スペースボアの最大の特徴は、温室効果ガスを排出しない独自のロケットエンジン技術にあります。従来のロケットエンジンは、二酸化炭素やその他の有害物質を排出することが課題でした。しかし、スペースボアは特許出願済み（特願 2023-146778）の新技术を用い、環境負荷を50%以上低減するエンジンの開発を進めています。この革新的な技術により、宇宙開発の未来がより持続可能で環境に優しいものとなることが期待されています。

また、株式会社スペースボアのエンジンはコスト削減にも貢献しています。従来の固体燃料ブースターに比べ、5分の1のコストで製造できるため、商業宇宙開発の新たな選択肢として注目を集めています。

さらに、株式会社スペースボアは高知県の高知工科大学と連携し、宇宙環境での新技术実証実験を計画しており、四国地域の宇宙産業発展にも貢献しています。また、将来的には地元の企業と共同でエンジン開発のための専用施設の建設も検討しており、地域の技術者とともに新たな宇宙産業の基盤を築くことを目指しています。



(HPより引用)

【宇宙開発×地方創生の新たな形】

株式会社スペースボアは、技術開発だけでなく、地域経済の活性化にも力を入れています。四国地域でのロケット発射場（スペースポート）構想を推進し、宇宙産業のハブとなることを目指しています。これにより、地方に宇宙関連企業を誘致し、新たな雇用を生み出すことも期待されています。

また、次世代の技術者育成にも注力をしています。地元の学校と連携し、宇宙教育プログラムを展開することで、若い世代に宇宙開発の魅力を伝えています。特に、ペットボトルロケットを用いた実験や、ロケットの打ち上げシミュレーションなど、実践的な学びを提供しています。



(HPより引用)

さらに、株式会社スペースボアは地域企業との共同研究を進めており、地元の中小企業と連携してロケット部品の製造技術を向上させるプロジェクトも進行中です。これにより、地方企業の技術力向上と新たな産業の創出に貢献することが期待されています。

【宇宙開発の新時代へ：スペースボアが切り拓く未来のビジョン】

株式会社スペースボアは、今後の宇宙開発において重要な役割を果たすべく、積極的な事業展開を行っています。最初の目標として、小型ロケット市場への参入を目指し、国内外の企業や大学と連携しながら技術開発を進めています。この初期段階を経て、将来的には地球低軌道への輸送サービスや衛星の打ち上げ事業への本格的な進出を視野に入れています。これにより、宇宙産業

の成長を加速させるとともに、より多くの企業や団体の宇宙利用を支えるインフラを提供することが期待されています。

さらに、株式会社スペースボアは宇宙観光事業への進出も視野に入れており、四国から宇宙へ飛び立つという壮大なビジョンを掲げています。これにより、宇宙旅行を一般の人々にも手の届くものとし、新たな観光業の可能性を切り開くことを目指しています。

また、同社は環境への配慮を重要視し、持続可能なロケット技術の開発に力を入れています。これにより、宇宙輸送のコスト削減とともに、環境への負荷を低減させることが可能となります。株式会社スペースボアは、これらの取り組みを通じて、新たな宇宙ビジネスの可能性を切り拓き、未来の宇宙社会に向けた重要なステップを踏み出しているのです。

【主な活動実績】

日本イノベーションアワード 2025 受賞

2025 年 3 月 15 日、株式会社スペースボアは「NIPPON INNOVATION AWARD2025」において、弁護士法人内田・鮫島法律事務所賞を受賞しました。この受賞は、同社の革新的な技術と将来性が高く評価された結果といえます。

ロケット教室の開催

2024 年 11 月から 12 月にかけて、大手前高松中学校にてロケット教室を実施しました。この取り組みは、地域の教育機関と連携し、科学技術教育の普及と次世代の人材育成を目的としています。

高知県との連携

2024 年 11 月 14 日、株式会社スペースボアは高知県および高知銀行、高知工科大学の山本教授と打ち合わせを行いました。この出張報告は、同社が地域を超えた連携を重視し、広範なネットワークを構築していることを示しています。

【経営陣】

株式会社スペースボアは、香川県内の経営者ら 7 人のメンバーで構成されています。

岸川 俊大氏（CEO）：香川県から宇宙を目指す強い意志で猪のように前へ進んで行きます。出来ないを出来たに変える宇宙ベンチャーでありたいと考えております。

山本 誠一郎氏（CTO）：宇宙開発が単なる夢物語ではなくなった今、地元香川県を大きく発展させるのは宇宙開発だと確信しています。「前例が無いからやってみよう」という想いでチャレンジしていきます。

竹下 永真氏（COO）：ロケットエンジン開発事業を通して夢を現実。宇宙×教育に可能性を。挑戦と成長を繰り返して宇宙を目指します！

谷本 光平氏（取締役）：安全管理担当の谷本です。定期的な KY 活動を行い実験時やイベント時に怪我人の出ないように務めていきたいです。今日も一日ご安全に！

三好 幸司氏（取締役）：IT 技術の進歩は宇宙事業につながっている。ということは、いつかは宇宙事業に参入するということ。なら、早く参入しないと。

池田 大志氏（PR ディレクター）：平和な宇宙開発は地球に暮らす人々がウェルビーイングになるための大切なピース。ロケットはそれを実現してくれる縁の下の力持ち。幸せを届けるためのあくなき挑戦を応援してください！

本嶋 孔太郎氏（法務担当/弁護士）：DAO×宇宙産業 テクノロジーと文化とを調和させつつ、「人らしく」「人間らしく」生きられる無数にあるコミュニティから選択して生きていける世界の実現を目指す。

【今後の展望】

香川から宇宙へー スペースボアの挑戦と革新

株式会社スペースボアは、香川県という地方都市から、世界に向けて革新的な宇宙開発を進める注目のロケット開発ベンチャーです。環境に配慮した技術や地域との連携を基盤に、持続可能な宇宙開発を目指しています。彼らの挑戦は、宇宙産業の枠を超え、日本の地域振興にも貢献する可能性を秘めています。未来を見据えた技術革新と地域連携によって、株式会社スペースボアは日本の宇宙産業に新たな風を吹き込む存在として注目されています。今後の動向に、大きな期待が寄せられています。

監修：出縄 良人（株式会社 CF スタートアップパートナーズ）

執筆：今久保（EXPACT 株式会社）

 論考「東証の上場基準引き上げとスタートアップ界隈へのインパクト」

EXPACT 株式会社
代表取締役 高地 耕平

1. 東証の上場基準引き上げとスタートアップ界隈へのインパクト

1-1. 東証グロース市場の基準強化が意味するもの

2025 年現在、東京証券取引所（東証）はスタートアップ企業の多くが上場を目指す「グロース市場」において、上場維持基準を大幅に引き上げる方針を打ち出しています。具体的には、従来「上場から 10 年後に時価総額 40 億円以上」の要件だったものが、「上場から 5 年後に時価総額 100 億円以上」という案へと大幅に変更される見通しです。これは 2030 年以降に適用される予定とされますが、実施されればその影響は極めて大きいと考えられます。

まず、グロース市場に上場している企業の約 7 割が、現時点で時価総額 100 億円未満（615 社中 446 社）というデータがあります。これらの企業にとって、新基準が適用されるタイミングで「上場廃止リスク」が一挙に高まる可能性があるのです。上場廃止になってしまうと、企業の資金調達能力や認知度は大幅に低下し、既存株主・従業員・取引先などに多大な影響を及ぼします。

しかし、この基準強化は「投資家保護」や「市場の質向上」を図る上で避けては通れない議論とも言えます。機関投資家や海外投資家から見れば、時価総額が小さく成長が停滞している企業が多く含まれる市場には資金を入りにくいという事情があります。また、日本の株式市場全体としても、“小粒”の上場企業が多数点在する状況を改善したい意図があるため、この規制強化は市場全体の魅力向上を目指す改革の一環と言えるでしょう。

1-2. スタートアップに訪れる出口戦略の転換期

こうした流れの中で、スタートアップ企業やベンチャーキャピタル（VC）は「IPO による Exit 一本槍から、より多様な出口戦略を志向しなければならない」という局面を迎えています。日本のスタートアップ業界では長らく IPO が主流の出口手段とされてきました。しかし、2010 年代から設立されたファンドの償還期が 2020 年代半ばから後半にかけて続々と到来し、いわゆる「ファンド満期ラッシュ」が起きています。VC としては投資家（LP）にキャピタルゲインを返す責務があるため、一定期間内に投資先を売却・回収しなければなりません。

ところが、上場維持基準の強化、あるいは株式市場全体の成長期待の変化によって、これまでのように“いつでも IPO”というわけにはいかない状況になりつつあります。そこで注目されるのが、**M&A（トレードセール）やセカンダリー取引**を含む、出口戦略の多様化です。本稿では以下の流れで、この変化の背景と今後の展開を紐解いていきます。

2. 東証グロース市場の新たな上場基準：詳細と背景

2-1. 新基準の概要

- **現行基準**：上場後 10 年経過した時点で、時価総額 40 億円以上
- **新基準（案）**：上場後 5 年経過した時点で、時価総額 100 億円以上
- **適用時期**：2030 年以降

今までグロース市場では、上場から 10 年かけて時価総額 40 億円を目指せば良いとされてきました。しかし、これだけ長い期間がありながら 40 億円にも達しない企業が数多く存在することが、市場の質を押し下げているとの批判もありました。一方、今後は上場からわずか 5 年という比較的短期間で 100 億円以上というハードルに跳ね上がるため、企業にとってはかなりの成長速度が要求されます。

2-2. 背景にある機関投資家の視線

国際的な投資マネーが流入しにくい原因の一つとして、「小粒上場」が多い、「成長が頭打ちの企業が上場したまま停滞している」といった点が指摘されています。機関投資家の多くは数百億円以上の時価総額がないと投資対象としにくいいため、市場自体の流動性確保や魅力向上のためにも、ある程度の規模感を備えた企業だけを上場させたいというのが東証の本音でしょう。とりわけグロース市場への期待値は、IPO 後も急成長を遂げる革新的なスタートアップの集積にあるため、ここで質を高める改革を行うことは市場全体の信頼性向上につながります。

2-3. 大量上場廃止リスクの現実味

一方で、既に上場している約 600 社のうち 7 割以上が時価総額 100 億円に達していないのが現実です。この基準強化が予定通りに進めば、2030 年前後に“上場廃止”の危機に晒される企業は大量に

出る可能性があります。上場を目指すスタートアップにとっても、5 年以内に 100 億円を超えられるかどうかは非常に高い壁になると予想されます。

市場の魅力向上のためとはいえ、スタートアップや中小企業にとっては死活問題です。そのため、企業によっては「上場を選ばず M&A を目指す」「上場廃止後にプライベート企業として再度巻き返しを図る」「セカンダリー市場を活用し、十分に資金調達してから再挑戦する」といった戦略が増えることが予想されます。

3. VC ファンド償還期限到来による売却ニーズの高まり

3-1. 日本における VC ファンド設立の流れ

日本のスタートアップ投資は、2010 年代前半に大きく拡大しました。この時期、多くのベンチャーキャピタルやコーポレートベンチャーキャピタル（CVC）がファンドを組成し、IT・ヘルスケア・サブスク型ビジネスなどの新興企業へ積極的に投資してきました。VC ファンドは通常 7

～10年程度の運用期間が設けられており、満期を迎えた時点で投資先の株式を売却し、出資者（LP）にリターンを分配する仕組みです。

このため、2013年前後に組成されたファンドは2023年以降に続々と償還期に入り、いわゆる「ファンド満期ラッシュ」を形成しています。VCにとっては、ファンドの期限までに投資先を現金化しなければならないため、上場やM&A、セカンダリー取引といった出口戦略（Exit）を急ぐ必要が生じています。

3-2. IPO 市場のキャパシティと「小粒上場」問題

しかし、2020年代に入り、マクロ経済環境の不透明感や国内外のIPO市況の影響などが重なり、以前ほど容易にIPOが成功するわけではなくなりました。特に東証グロース市場での「小粒上場」問題が顕在化しつつある中で、機関投資家の投資意欲がIPOに向かなくなる可能性も指摘されています。結果として、“上場できない企業が増える”あるいは、“上場しても十分な時価総額を形成できずに終わる”パターンが増えるリスクがあるのです。

VCファンドの視点では、IPOによる回収が難しいと判断した場合、M&A（トレードセール）やセカンダリー取引を検討する流れが自然に高まります。特に、時価総額100億円を超えるまで成

長が見込めないようであれば、早めに売却してしまう方がリスクを抑えられると考えるVCも少なくありません。

3-3. ファンド満期に伴う交渉力低下の懸念

ファンドの期限が迫るほど、VCとしては時間的な余裕がなくなるため、買い手側に対する交渉力が低下しがちです。満期に間に合わないと投資家（LP）からの信頼が損なわれるだけでなく、ファンド運営そのものが成り立たなくなる可能性があるからです。この状況は、スタートアップ側にとっても好ましくない条件で売却を余儀なくされる恐れがあります。こうしたリスクが浮上する中で、セカンダリー市場の整備や多様なM&Aスキームがどこまで充実するかは、今後の日本のスタートアップ・エコシステムにとって大きな課題と言えます。

4. セカンダリー取引の現状と課題

4-1. セカンダリー取引とは

セカンダリー取引とは、未上場企業の既存株主が保有する株式を、他の投資家や事業会社に譲渡することを指します。IPO（新規発行株式の公募）とは異なり、新たな株式を発行せず既存株を売買するため、企業価値の希薄化が起きにくいのが特徴です。

日本においては長らく、未上場株式の取引は流動性が極めて低く、IPO 以外の形で株式を現金化するのは困難でした。しかし近年、**SmarterHR** が **KKR** 主導で **214 億円**の資金調達を行い大規模セカンダリー取引が実現したことや、**Kepple Capital** による日本初のセカンダリーファンド設立、**Nstock** による社内向けセカンダリーマーケットプレイス立ち上げなど、エコシステム全体でインフラ整備が進み始めています。

4-2. セカンダリー取引が注目される理由

1. VC・CVC の資金回収ニーズ

ファンド償還期限が迫る中、IPO や M&A だけでなく、セカンダリー取引を通じて早期に投資リターンを確保するニーズが高まっています。

2. 創業者・従業員のモチベーション向上

創業者や従業員がストックオプションをセカンダリーで部分的に売却できると、早期にキャッ

シュを手にしながらかも経営に携わり続けることが可能になります。

3. 長期志向の投資家層の増加

セカンダリーファンドや年金基金など、IPO を急がず企業の中長期成長を支援する投資家の参入が増えつつあります。

4-3. 日本におけるセカンダリー市場の課題

- **流動性不足**：米国に比べて投資家数や取引プラットフォームが限られており、株式の買い手を探すのが難しい。
- **情報開示の不透明性**：未上場企業の財務情報や事業情報は公開されにくく、適正な株価算定が困難。
- **規制の壁**：証券会社による未上場株の勧誘規制や、発行・転売規制が依然として高いハードルとなっている。
- **投資家保護の仕組み**：未上場株式の詐欺や不正を防ぐための仕組みが整備途上。

これらの課題を克服するために、今後の政策支援や技術活用が期待されます。ブロックチェーンを利用したトレーサビリティ向上や、各企業の成長指標をオープンに共有する仕組み作り、証券会社の勧誘規制の緩和・明確化など、整備すべき論点は多岐にわたります。

5. M&A（トレードセール）の拡大と特徴

5-1. 国内 M&A 件数の増加

2024 年の日本国内 M&A 件数は過去最多の 4,700 件を記録し、スタートアップの出口戦略として M&A が急速に拡大しています。とりわけ大企業によるオープンイノベーションや、後継者不足の中小企業を対象とする「事業承継型 M&A」が活性化しているのが特徴です。スタートアップに限らず、経営者の高齢化という社会問題を背景に、M&A は日本企業の新たな成長手段として認識されるようになりました。

5-2. トレードセールのメリット

1. 短期間での資金回収

IPO 準備には 2～3 年以上かかるケースが多いのに対し、M&A は数ヶ月の交渉で成立すること

もあります。VC ファンドや創業者が早期にリターンを得やすい手段です。

2. 赤字企業でもシナジーがあれば売却可能

上場基準や利益要件がなく、大企業が事業シナジーを見込めば赤字企業でも買収対象となり得ます。

3. 高いバリエーションの獲得可能性

戦略的買収では、シナジー評価により IPO 以上の価格で買収される場合もあります。

4. 経営資源活用

買い手企業の営業網や研究開発力を活用でき、スタートアップがそのまま事業拡大を加速できる場合があります。

5-3. トレードセールのデメリット

1. 買い手探しの難しさ

自社の事業とシナジーのある企業を見つけるのは容易ではありません。希望価格で売却できるとは限らず、条件面で折り合わなければ交渉は難航します。

2. 経営権の移転

M&A 後は買い手企業の傘下となり、創業者や経営陣の権限が大幅に縮小する可能性があります。経営の自由度が損なわれるというデメリットは無視できません。

3. 従業員・取引先への影響

大企業との組織統合や、経営方針の変更で従業員が戸惑ったり、取引先が不安を抱くケースもあり得ます。

4. 社会的評価の差

IPO と比較し、M&A での売却は話題としてのインパクト・社会的知名度が低い面があります。

5-4. 「スイングバイ IPO」の可能性

近年、一度 M&A で大企業傘下に入り、その後に再度独立して上場を目指す「スイングバイ IPO」という動きにも注目が集まっています。大企業の資金やノウハウを一時的に活用することで企業価値を飛躍的に高め、その後数年後に独立・上場を果たすという戦略です。海外では事例が増えつつありますが、日本ではまだ珍しい動きと言えます。ただし、東証グロース市場の基準強化と

合わせ、M&A で企業体力を強化してから上場に挑戦するという流れは今後増えるかもしれません。

6. IPO と M&A（トレードセール）の比較

項目	IPO	M&A（トレードセール）
資金調達	公開市場から	買収企業から
必要期間	2～3年以上かかることが多い	数ヶ月程度で完了する場合も
コスト	上場準備、監査、引受手数料など高額	デューデリジェンス費用など比較的低い
経営権	基本的に維持	買い手企業に移るケースが多い
社会的信用	上場企業として認知度・信用度が高い	買収企業のブランド次第
流動性	上場後は市場で売買可能	一括売却が可能だが株式市場での取引は不可
売却価格	市場環境次第	交渉次第・シナジー評価で高額もあり得る
デメリット	上場後の開示義務や維持コストが高い	経営権喪失リスク、買い手探しの難しさ

こうした比較を見てもわかる通り、IPO と M&A それぞれに長所と短所が存在します。スタートアップにとっては、事業の成長ステージや競合状況、主要株主の意向などを踏まえた柔軟な出口戦略が求められます。

7. セカンダリー取引のさらなる拡大と課題解消に向けた取り組み

7-1. ブロックチェーンや AI 技術の活用

未上場株式の売買における最大のボトルネックは「情報の非対称性」です。買い手としては、投資先企業の業績やガバナンス体制などを正確に把握するのが難しく、誤った投資判断を下すリスクが存在します。これを解消する手立てとして、ブロックチェーン技術を利用した企業情報や株式所有権の管理、AI による企業評価モデルの開発などが注目されています。これらの技術活用によって、未上場企業の透明性が高まり、投資家がより安心してセカンダリー取引に参加できる環境が整備されると期待されています。

7-2. 規制緩和と政策支援

日本政府や金融庁、経済産業省も「スタートアップエコシステムの強化」を重要政策に位置付けており、未上場株式の流動化を阻む規制の見直しが進む可能性があります。具体的には、証券会社による勧誘規制の緩和、非上場企業の財務情報開示の促進などが議論されており、これが実現すればセカンダリー市場への新規参入が増え、市場規模や取引件数が拡大することが期待されます。

7-3. セカンダリーファンドの増加

近年、セカンダリーファンドと呼ばれる、未上場株式のセカンダリー投資に特化したファンドが少しずつ増えています。Kepple Capital をはじめとするこうした専門ファンドは、セカンダリー取引の円滑化や投資家リスクの低減に大きく寄与します。ファンドレベルでのデューデリジェンスや価格交渉が期待できるため、個々の投資家が負うリスクや手間が軽減される仕組みが成立しやすくなります。

8. CVC の動向：セカンダリー取引と M&A の接点

8-1. CVC 投資の目的と課題

CVC（コーポレートベンチャーキャピタル）は、単なる投資リターンだけでなく、親会社とのオープンイノベーションを促進する目的で出資するケースが多いのが特徴です。しかし、事業戦略や経営方針が変わった場合、投資先とのシナジーが見込めなくなることもあります。その際、セカンダリー取引や M&A が Exit 手法として有力になります。

8-2. CVC がセカンダリー取引の買い手になるメリット

- 戦略的パートナーシップの早期獲得

既存株主から株式を取得すれば、早期に経営参加権を得やすくなり、スタートアップとの協業を加速できる。

- コスト効率の高いシェア獲得

新株発行での出資に比べ、セカンダリーのほうが過度な株式希薄化やバリュエーションの高騰リスクを抑えやすい。

- 情報把握とネットワーク拡大

セカンダリー取引には、既に一定の実績を持つスタートアップが多く、市場評価をある程度把握した上で投資できる。

8-3. CVC にとってのセカンダリー市場活性化の意義

CVC が投資先を整理したい場合でも、セカンダリー市場が充実していれば比較的スムーズに株式を売却し、キャッシュを新規の投資案件へ回すことができます。また、成長が見込まれるスタートアップの株式を戦略的に取得し、自社の事業ラインナップや技術ポートフォリオを強化する動きが加速するでしょう。日本企業がグローバル競争を勝ち抜くためには、CVC を通じた積極的なスタートアップ連携が不可欠と言われる中、セカンダリー市場の成長は CVC の活躍を支える土台になるのです。

9. LP セカンダリーの実務と展望

9-1. LP セカンダリーとは

LP セカンダリーとは、VC ファンドの投資家（LP）がファンド持分を第三者に売却する取引を指します。世界的にはプライベート・エクイティ市場が活発化しており、LP セカンダリー取引

額は2020年代に入っても年1,000億ドルを超える規模で推移しているとされています。日本でも、大手金融機関や保険会社、年金基金などがファンド持分をセカンダリーで売却・購入する例が少しずつ増えています。

9-2. VC ファンド償還と LP のニーズ

VC ファンドが満期を迎える際、ファンドのパフォーマンスや市況によっては、LP が想定するリターンを達成できない可能性があります。そこで、ファンド期限が来る前に LP が持分をセカンダリー市場で売却し、流動化を図るケースが考えられます。一方、新規にファンド投資を始めた投資家にとっては、既に一定のポートフォリオを保有しているファンドの持分を買い取ることで、運用期間を短縮しつつリターンを得られる可能性があるのです。

9-3. 課題と展望

- **情報開示と価格評価**：ファンド内部の投資先情報をどの程度開示するか、価格算定をどのように行うかは依然として大きな課題。
- **売り手と買い手のミスマッチ**：日本の LP セカンダリー市場はまだ流動性が低く、売り手が希望する条件で買い手が見つかりにくい側面がある。
- **GP 主導型取引の拡大**：GP（ジェネラルパートナー）がファンドの一部資産を新ファンドへ移管し、投資継続を図る「継続ファンド」スキームなどが今後増える見込み。
- **グローバル投資家の参入**：海外の大手セカンダリー投資家が日本市場を注視しており、市場活性化への期待が高まっている。

10. 今後の展望：多様化する出口戦略と市場インフラ整備

10-1. スタートアップ・エコシステムへの影響

東証グロース市場の上場維持基準強化は、多くのスタートアップや VC にとって「勿論 IPO を目指すのではなく、明確な成長戦略と市場評価を得る必要がある」という意識改革を促す契機となるでしょう。加えて、VC ファンドの満期ラッシュやセカンダリー市場の整備、M&A の活況化によって、**資金循環のルートが多様化**することが期待されています。スタートアップは事業継続に必要な資金を確保しやすくなり、VC や CVC は投資回収を柔軟に行いながら、新たな投資機会を創出するサイクルが生まれる可能性があります。

10-2. 政策支援と民間主導の両輪

日本のスタートアップ支援策は、経済産業省の「スタートアップ育成 5 か年計画」などに見られるように強化の一途を辿っています。IPO 市場を整備しつつ、セカンダリー取引や M&A 促進のための税制優遇・規制緩和などが実現すれば、さらに活発なエコシステムが形成されるでしょう。また、民間レベルでも、証券会社やテクノロジー企業が協力して未上場株式の電子化・プラットフォーム整備を進める動きが見られます。

10-3. 企業や投資家の意識改革

スタートアップ経営者、投資家双方に求められるのは、「**適切なタイミングで最適な出口手段を選ぶ**」という意識です。今までは IPO が王道とされてきましたが、実際には M&A の方が資金回収や企業価値最大化につながるケースも少なくありません。また、早期リターンを得たい投資家にとっては、セカンダリー市場が大きな選択肢になり得ます。ただし、これらの市場が十分に機能するには、情報開示や価格形成の透明化といった基盤整備が前提となります。

10-4. グローバル競争力の観点

グローバル規模で見れば、米国や欧州、中国などのスタートアップ市場が圧倒的に巨大であり、ユニコーン企業も多数輩出しています。日本がイノベーション競争に遅れを取らないためには、スタートアップの成長を阻害しない“適切な基準設計”と“流動性のある資金市場”が欠かせません。時価総額 100 億円以上を目指す企業が増えることで、日本発のグローバル企業が生まれる土壌を作るといって、ポジティブな効果も期待されています。

11. まとめ：新たな基準と多様化する出口戦略の行方

1. 東証グロース市場の上場維持基準強化

2030 年以降、上場から 5 年で時価総額 100 億円以上を求められるようになれば、多くの小規模上場企業が上場廃止リスクに直面する可能性があります。一方で、投資家から見れば市場全体の健全化と質の向上に寄与すると期待されます。

2. VC ファンドの償還期限と売却ニーズ

2010 年代前半に組成されたファンドが 2023 年以降償還期を迎え、IPO だけに頼らない Exit が求められています。

3. セカンダリー取引の活性化

SmarterHR や Kepple Capital の事例に見るように、セカンダリー市場が注目され、インフラ整備が進行中。しかし、規制や流動性不足など課題も多く、テクノロジーや政策支援による解決が鍵を握ります。

4. M&A（トレードセール）の増加

2024 年の日本国内 M&A 件数は 4,700 件を突破し、スタートアップの出口として急速に一般化。メリット・デメリットを理解しつつ、シナジーを見込む大企業との提携や事業承継型 M&A などが拡大しています。

5. IPO と M&A の比較と選択

IPO と M&A はそれぞれの特性が異なり、企業の成長ステージや経営陣の意向、投資家のリターン期待などを総合的に考慮した上での選択が必要となっています。

6. 今後の展望

東証の新基準は日本のスタートアップ・エコシステムに大きなインパクトを与えつつも、セカンダリーや M&A といった多様な出口戦略の選択肢を押し広げています。政策支援や技術活用が進めば、未上場株式市場の流動性と透明性が高まり、VC や CVC の運用戦略も一層柔軟になるでしょう。

12. 変化をチャンスに変えるために

東証グロース市場の上場基準・廃止基準が大きく見直される動きは、スタートアップや VC にとって新たな“試練”であり“機会”でもあります。時価総額 100 億円という明確な目標設定によって、企業は早期から成長を加速させる経営戦略を練ることを求められるでしょう。加えて、IPO 以外の出口として M&A やセカンダリー取引がより現実的なオプションとして浮上し、投資家や企業の交渉力や判断力が試される時代に突入します。

日本のスタートアップ・エコシステムが米国や中国といった大規模市場に対抗するためには、資金循環が円滑に行われ、優秀な人材や技術が適切に評価される「透明性の高い市場」が不可欠です。そのためには、国や金融当局だけでなく、民間の証券会社、テック企業、インキュベーター、アクセラレーターなど多くのステークホルダーが連携し、未上場株式の市場インフラを整備する必要があります。

「企業価値 100 億円以上を 5 年で実現できるかどうか」は、単に数値的なハードルであるだけでなく、日本のスタートアップが本物のグローバル競争力を身につけるための試金石とも言えます。VC ファンドの償還期限が迫る中で、経営者や投資家はスモール IPO に逃げるのではなく、最適なタイミングで最適な手段を選ぶための総合的な戦略設計が求められます。

市場環境は刻一刻と変化し、上場基準の強化はさらなる改革の一端に過ぎないとも予想されます。この変化をチャンスに転じ、M&A やセカンダリーを含む多彩な出口ルートを確立することが、スタートアップの持続的成長とイノベーション創出につながるでしょう。投資家や企業家、そして政策当局が協力して、市場の「質と量」の両面を高める動きが、ここ数年の大きな潮流と

なっているのは間違いありません。今後もこの動きを注視しながら、新たな産業やサービスが生まれ、大きく育っていくことを期待したいところです。

【参考文献・データソース】

東京証券取引所「上場維持基準に関する資料」

- [上場維持基準に関する経過措置の終了 | 市場区分の見直し - JPX](#)
- [上場維持基準の概要 | 日本取引所グループ - JPX](#)

経済産業省「スタートアップ育成 5 か年計画」

- [スタートアップ育成ポータルサイト - 内閣官房](#)
- [スタートアップ政策について 〜これまでの取組と進捗〜 - 経済産業省 \(PDF\)](#)

SmartHR、KKR による資金調達関連プレスリリース

- [SmartHR 公式プレスリリース \(約 214 億円のシリーズ E 調達\)](#)
- [日本経済新聞記事 \(KKR などから 100 億円調達\)](#)

Kepple Capital のセカンダリーファンド設立アナウンス

- [ケップル、スタートアップ株式のセカンダリー取引特化型ファンド設立プレスリリース](#)
- [ダイレクトセカンダリー特化「ケップルリクイディティファンド」](#)
- [The Bridge 記事 \(ファンドクローズ 100 億円\)](#)

Nstock の未上場株式会社内マーケットプレイスに関する情報

- [Nstock 公式サイト](#)
- [Nstock 公式ブログ \(セカンダリー事業\)](#)

レコフデータ (国内 M&A 件数に関する統計)

- [レコフ M&A データベース](#)
- [北國新聞 \(レコフデータによる 2024 年 M&A 件数記事\)](#)
- [マールオンライン \(2024 年 M&A 回顧\)](#)

国内外 VC ファンドのトレンドレポート

- [Wellington Management 「ベンチャーキャピタルの 8 つの新たなトレンド」](#)
- [VEC 「2024 年上期の VC 投資動向 米国・欧州・日本の 3 地域比較」 \(PDF\)](#)

上記のような動向を踏まえれば、東証の上場基準・廃止基準引き上げは“危機”ではなく、“日本市場を進化させる変革”として捉えることもできるでしょう。これを機に、スタートアップや投資家がより本質的な価値創造に集中できる環境が整うとすれば、日本のスタートアップ・エコシス

テムは確実に次のステージへと進むはずですが、いままさに、その大きな転換点が訪れようとしています。

(以上)

本稿は、株式会社 CF スタートアップパートナーズの監修のもと、EXPACT 株式会社が委託を受けて編集しています。

編集担当：難波（EXPACT 株式会社）