

PREQIN日本特集： 国内VCパフォーマンスベンチマーク 第5回調査アップデート(2022年版)

Preqinは、2023年5月、一般社団法人日本ベンチャーキャピタル協会(以下JVCA)と共同で国内ベンチャーキャピタル(VC)を対象とした第5回ベンチマーク調査を実施した。前回レポート(2022年9月公開)に続き、本レポートでは、2022年末時点の国内VCパフォーマンスベンチマークを公開する。第5回調査では、JVCA会員54社から、計177本分のファンドデータ提出があり、参加企業/ファンド数は前年比5社/27本の増加となった。カバレッジは、第一回調査時点と比較すると2倍以上となり金額ベースで国内VC市場全体の71%を占めている(図表1)。

図表1：ベンチマークカバレッジ(2000年～2022年ビンテージ)*

	当ベンチマーク	国内VC市場	カバー率
ファンド数	177	496	36%
コミットメント総額	2.3兆円	3.3兆円	71%

出所：Preqin Pro、Preqin-JVCA国内VCベンチマーク調査(2023年5月実施)

図表2：中央値ベンチマークテーブル(2022年12月末時点)**

ビンテージ	ファンド数	PIC (%)	DPI (%)	RVPI (%)	ネットIRR (%)	ネットマルチプル (X)
2010年	3	100.0	214.6	0.0	11.7	2.15
2011年	7	100.0	133.0	20.7	22.0	3.16
2012年	3	100.0	323.6	109.7	28.7	4.62
2013年	7	100.0	159.8	49.1	14.4	2.27
2014年	6	100.0	98.3	103.9	12.8	1.98
2015年	18	100.0	42.8	112.2	14.1	1.98
2016年	15	100.0	15.6	99.5	10.7	1.55
2017年	11	100.0	2.9	133.8	9.6	1.43
2018年	22	100.0	5.7	130.1	16.7	1.52
2019年	16	90.0	2.5	100.8	3.7	1.05
2020年	17	50.3	0.0	95.1	n/m	0.95
2021年	11	39.8	0.0	91.2	n/m	0.91
2022年	18	17.4	0.0	96.5	n/m	0.97

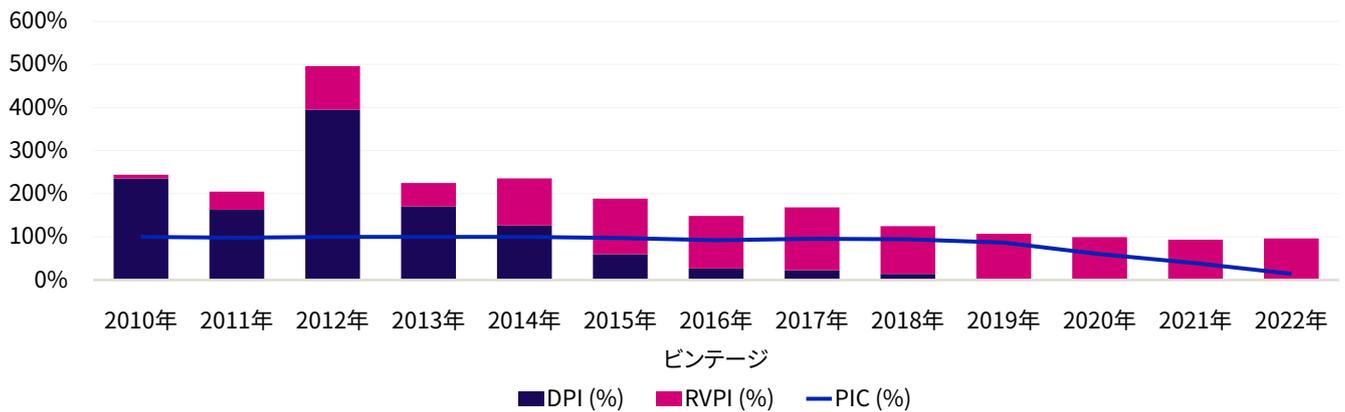
※必ずしもIFRS、US GAAP、FAS 157、またはIPEVガイドラインに従った公正価値に基づく指標ではないため、これらの指標は他国または他地域との国際比較には適さない。

出所：Preqin-JVCA国内VCベンチマーク調査(2023年5月実施)

*国内VC市場の統計は、2023年7月時点におけるPreqin Proのデータに基づき推定。国内GPIにより運用される日本特化型VCファンド(2000年～2022年ビンテージ/コミングル/クロードエンド)を対象。募集中ファンドのコミットメント総額は最終的な目標ファンドサイズに基づき推定。比較の対象がより本ベンチマークの趣旨に沿ったものとなるよう、金融機関や事業会社傘下のキャプティブファンドをはじめ、政策投資または戦略投資目的と考えられるファンドや特定の投資家(グループ)のみで構成されるファンド・二人組合等は国内VC市場の統計から除いている。なお、構成ファンドにターゲットファンドが含まれることから、国内VC市場の統計にもターゲットファンドを含めている。

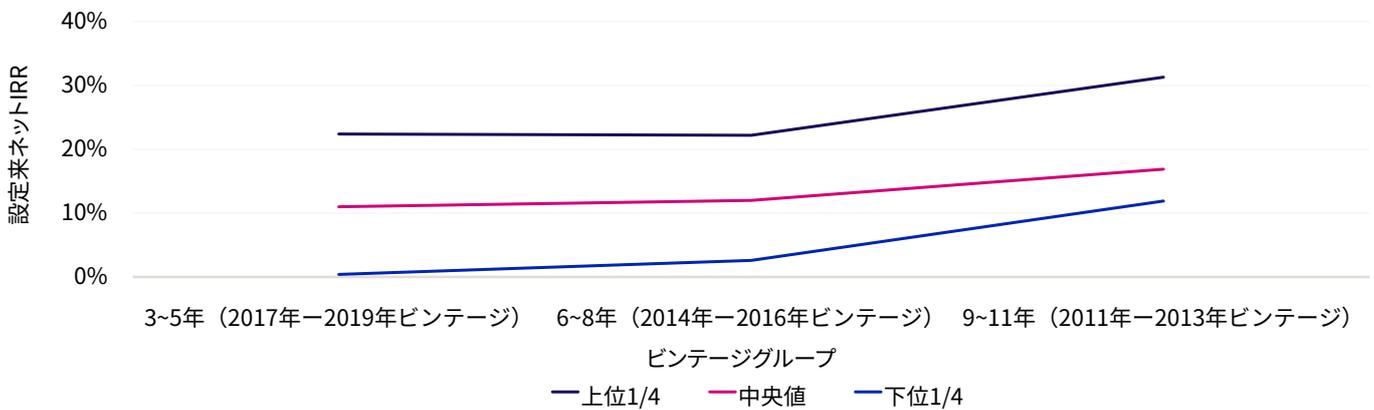
**ベンチマーク作成には、各ビンテージ最低3本のファンドが必須。ファンド数が3に満たないビンテージは非開示(n/a = Not Applicable)。ファンド組成から年限が浅い時点でのIRRの高低にあまり意味はないため、直近3年間のIRRは非開示(n/m = Not Meaningful)。各指標の中央値を示すものであり、DPIの中央値とRVPIの中央値を足した数値は必ずしもネットマルチプルの中央値と一致しない(DPIで中央値に当たるファンド≠RVPIで中央値に当たるファンド)。

図表3：プールドベンチマーク (PIC・DPI・RVPI)



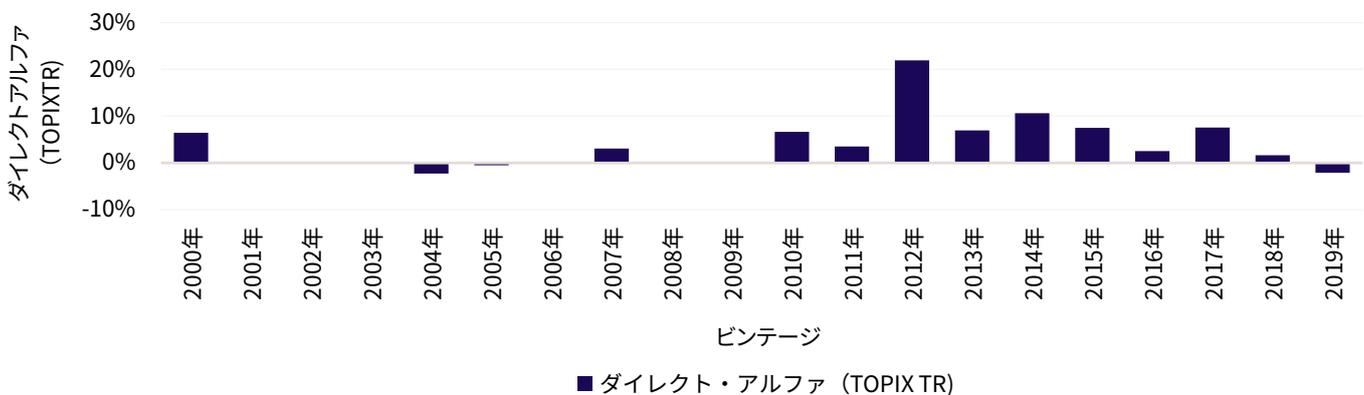
出所：Preqin-JVCA国内VCベンチマーク調査 (2023年5月実施)

図表4：ビンテージグループ別四分位ベンチマーク (設定来ネットIRR)



出所：Preqin-JVCA国内VCベンチマーク調査 (2023年5月実施)

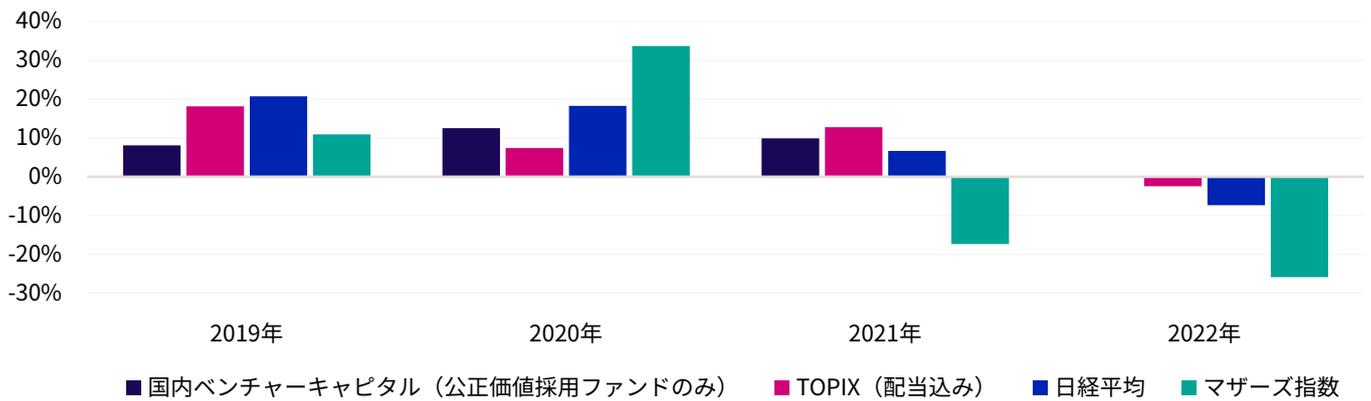
図表5：公開市場比較 (PME)：ダイレクト・アルファ法*



出所：Factset, Preqin-JVCA国内VCベンチマーク調査 (2023年5月実施)

*東証株価指数 (TOPIX) のトータルリターン (出所：Factset) を利用して算出。ダイレクト・アルファが0以上の場合は国内ベンチャーキャピタルが国内株式市場 (TOPIX配当込み) をアウトパフォーマンス。

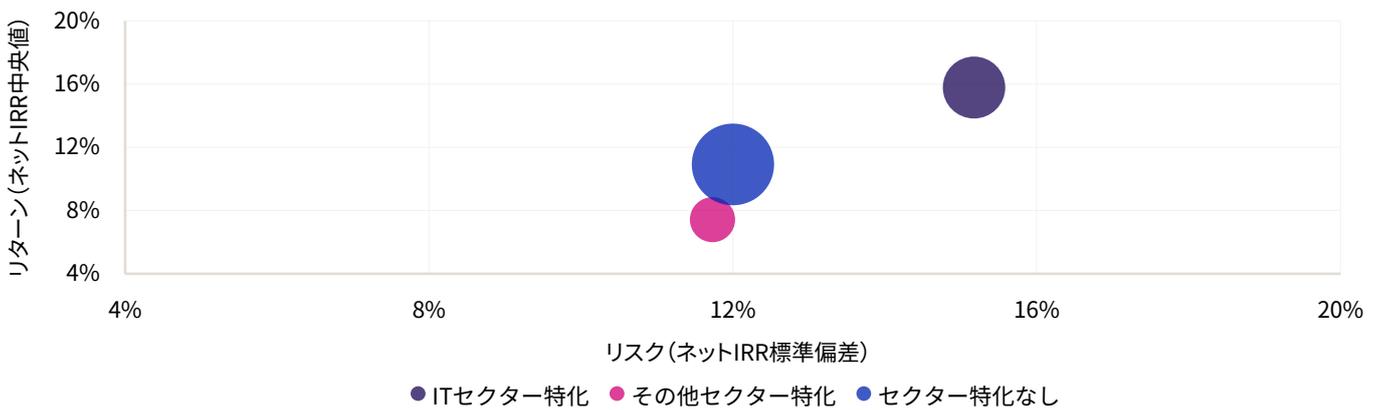
図表6:年間リターン:国内ベンチャーキャピタル(公正価値採用ファンドのみ) vs. 公開市場インデックス*



出所: Factset, Preqin-JVCA国内VCベンチマーク調査 (2023年5月実施)

*ターゲットファンドは本分析から除外。国内ベンチャーキャピタルの年間リターンにはホライズンIRRを利用。ホライズンIRRの算出には公正価値を採用するファンドのみのデータを利用している。

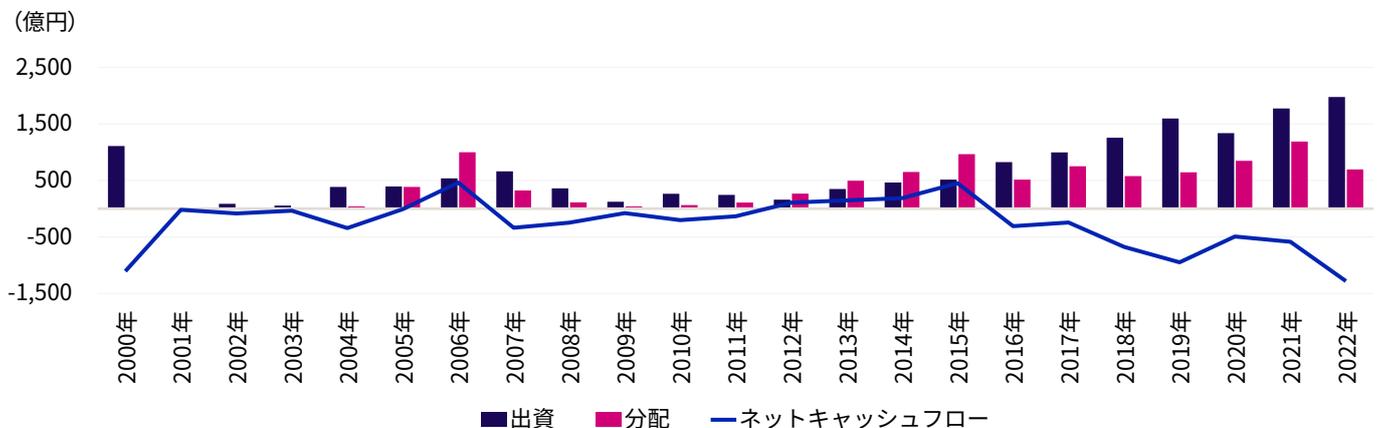
図表7:主要投資セクター別リスク・リターン (ピンテージ:2010年-2019年)



出所: Preqin-JVCA国内VCベンチマーク調査 (2023年5月実施)

*ターゲットファンドは本分析から除外。バブルの大きさは各カテゴリに属するファンドのコミットメント総額を表す。

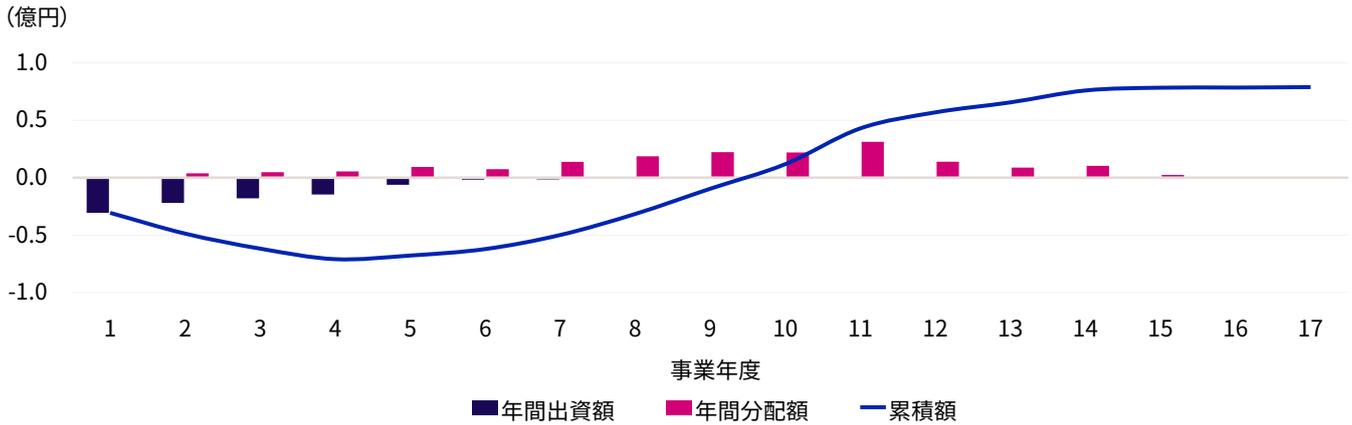
図表8:国内VC業界の資金動向*



出所: Preqin-JVCA国内VCベンチマーク調査 (2023年5月実施)

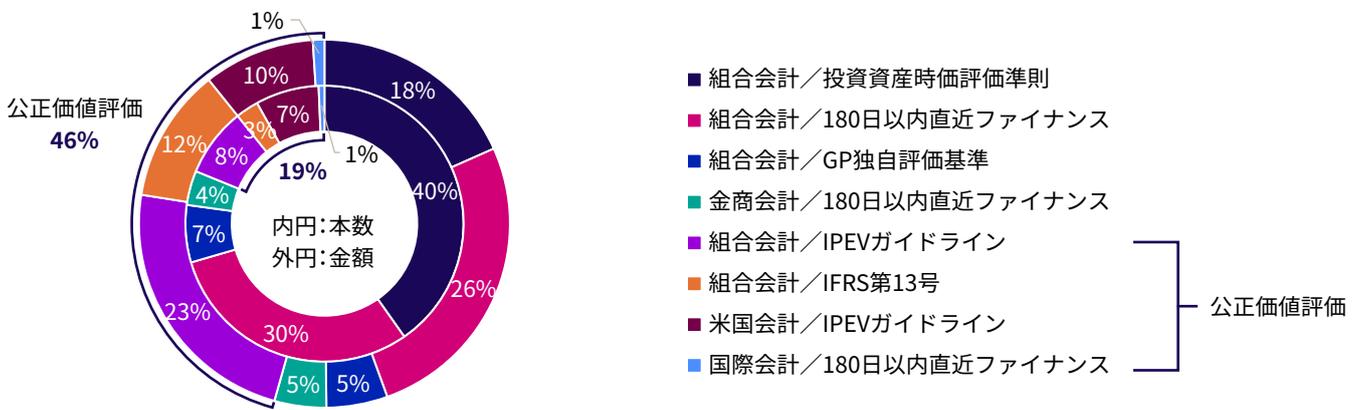
*本分析はベンチマーク調査の参加ファンドのみが対象となっており、国内ベンチャーキャピタル業界全体の資金フローを反映するものではない。

図表9: LPキャッシュフローモデル (出資約束金: 1億円)



出所: Preqin-JVCA国内VCベンチマーク調査 (2023年5月実施)

図表10: 参加ファンド (会計・時価評価基準別) *



出所: Preqin-JVCA国内VCベンチマーク調査 (2023年5月実施)

*清算済みのファンドは本分析から除外。会計・時価評価基準に関する詳細は調査方法を参照。

| 図表11:運用資産残高(AUM) トップ3*

ランク	企業名	本社所在地	AUM(億円)	運用ファンド数
1	SBIインベストメント株式会社	東京都港区六本木	3,370	36
2	ジャフコグループ株式会社	東京都港区虎ノ門	2,025	4
3	スパークス・アセット・マネジメント株式会社	東京都港区港南	1,716	4

出所: Preqin-JVCA国内VCベンチマーク調査 (2023年5月実施)

| 図表12:設定来ファンド運用成績トップ3 (ファンドサイズ:50億円以下)**

ランク	ファンド名	企業名	ビンテージ	ファンドサイズ (億円)	ネットIRR (%)	ネットマルチプル (X)
1	ANRI1号投資事業有限責任組合	ANRI株式会社	2012	3.97	84.0%	16.81
2	Samurai Incubate Fund 2号 投資事業有限責任組合	株式会社サムライ インキュベート	2011	0.62	40.9%	16.54
3	フェムトグロースキャピタル 投資事業有限責任組合	フェムトパートナーズ 株式会社	2013	16.16	30.8%	5.18

出所: Preqin-JVCA国内VCベンチマーク調査 (2023年5月実施)

| 図表13:設定来ファンド運用成績トップ3 (ファンドサイズ:50-100億円)**

ランク	ファンド名	企業名	ビンテージ	ファンドサイズ (億円)	ネットIRR (%)	ネットマルチプル (X)
1	テクノロジーベンチャーズ3号 投資事業有限責任組合	伊藤忠テクノロジー ベンチャーズ株式会社	2011	54.00	24.9%	3.28
2	XTech1号 投資事業有限責任組合	XTech Ventures株式会社	2018	52.02	28.3%	2.21
3	テクノロジーベンチャーズ4号 投資事業有限責任組合	伊藤忠テクノロジー ベンチャーズ株式会社	2015	81.00	22.8%	3.00

出所: Preqin-JVCA国内VCベンチマーク調査 (2023年5月実施)

| 図表14:設定来ファンド運用成績トップ3 (ファンドサイズ:100億円以上)**

ランク	ファンド名	企業名	ビンテージ	ファンドサイズ (億円)	ネットIRR (%)	ネットマルチプル (X)
1	グロービス4号ファンド 投資事業有限責任組合	グロービスキャピタル パートナーズ株式会社	2013	115.00	31.8%	3.65
2	FinTechビジネスイノベーション 投資事業有限責任組合	SBIインベストメント 株式会社	2015	300.00	21.2%	2.80
3	ジャフコSV4	ジャフコグループ株式会社	2013	600.00	14.4%	2.27
3	UTECH4号投資事業有限責任組合	株式会社東京大学エッジ キャピタルパートナーズ	2018	243.11	28.7%	1.69

出所: Preqin-JVCA国内VCベンチマーク調査 (2023年5月実施)

*本リーグテーブルの対象はデータの非匿名利用に同意をいただいたPreqin-JVCAベンチマークの参加企業・ファンドに限られる。AUMと運用ファンド数は本ベンチマーク調査で報告された2022年末時点のデータに基づいており、本ベンチマーク調査対象外のファンドや運用資産を含む。

**本リーグテーブルの対象はデータの非匿名利用に同意をいただいたPreqin-JVCAベンチマークの参加企業・ファンドに限られる。加えて、分析範囲は直近3年間を除く、過去10年間のビンテージ (2010~2019年) で、PICが50%を超えるファンドのみとなっている。総合ランクは、2022年12月末時点の設定来ネットIRRとネットマルチプル (運用中ファンドについては未実現ベース)、それぞれの指標をベースに各ファンドを順位付けし、各ランキングの和をもって算出している。なお、未実現ベースのファンドパフォーマンスは必ずしもIFRS、US GAAP、FAS 157、またはIPEVガイドラインに従った公正価値を採用するものではない。

調査方法

調査対象

本調査は、JVCA会員により運用される日本特化型(日本への投資を主とする)VCファンドを対象としている。また、別途以下の基準を設けている。¹

1. 2000年以降のピンテージ
2. 第三者の資金を運用
3. 純投資目的での運用

情報ソース

本調査では、参加企業各社から直接提供いただいたファンドデータ(対LPキャッシュフローやファンド純資産の時価評価額データ)を利用している。Preqinではデータの整合性や要件への適合性といった観点からデータを精査しており、要件を満たさないファンドは分析対象から除いている。一方で、Preqinによるデータ精査はデータの信頼性や正確性、時価評価の妥当性等を保証するものではない。また、JVCAならびに参加企業との合意の下、本プロジェクトにおいて収集されたデータは、匿名での利用に限られている。従って、参加者の同意がない限り、個別ファンドのデータは開示されない。なお、外貨建てで報告されたデータは、必要に応じて、適宜各キャッシュフローの発生日またはファイナルクローズ日(コミットメント金額等)時点の為替レート(終値)を用いて円建てに換算している。

ポートフォリオ時価評価

Preqinは、自社ベンチマークへの参加要件として、国際基準に準拠した公正価値評価を求めている。一方で、国内VC業界では国際基準に準拠し公正価値評価を実施するファンドは現状一部に限られることから、本調査では、国内の時価評価慣習に従ったVCファンドを含めている。また、通常減損評価のみのファンドには「180日以内直近ファイナンス」に従って、ポートフォリオを再評価いただいた。本ベンチマークに含まれる会計・時価評価基準は右記の通り。

1. **国際基準**
IFRS(国際財務報告基準)、GAAP(米国会計基準)、またはInternational Private Equity and Venture Capital Valuation Guideline(IPEVガイドライン)等。
2. **中小企業等投資事業有限責任組会計規則(組会計)**²
投資事業有限責任組合契約に関する法律に基づき、投資事業有限責任組合(LPS)の財務諸表等に記載すべき事項を定めた会計規則。大多数のLPSはこの組会計に従って、会計処理を行う。原則、組合資産は時価評価を付すことが求められるが、時価が取得価額を上回る場合には、取得価額によることも妨げられない。
3. **投資資産時価評価準則**³
国内のVCで最も広く採用されている時価評価基準。市場性のない有価証券の時価評価にあたり、評価増は直近ファイナンス時の評価額を基準とし、評価減となる場合は、直近ファイナンス時の評価額または投資先の状況に応じた回収可能価額、いずれか低い価額を付すものとしている。
4. **180日以内直近ファイナンス**
本プロジェクト実施にあたり、JVCAにより策定・推奨された評価準則(主に取得原価会計または減損会計を採用するファンドを対象)。測定日から180日以内にエクイティファイナンスがあった投資先は、直近ファイナンス価額に従って再評価するものとしている。
5. **GP独自評価基準**
投資資産時価評価準則やその他のガイドラインに基づき、GPが個別にアレンジした評価準則。

1 プリンシパル投資会社やコーポレートベンチャーキャピタル(CVC)ファーム、CVCファンド、政策投資や戦略投資に特化したファンド、特定投資家(グループ)のみで構成されるファンドを除く。

2 https://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/sangyokinyu/pdf/e40430bj10.pdf

3 https://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/sangyokinyu/lps_model2211.pdf

ベンチマーク指標

各指標の定義は以下のとおり。

1. PIC (Paid-in Capital) またはCalled%: 払込出資金 / 出資約束金倍率 (払込比率)。キャピタルコールの進捗率を示す。
2. DPI (Distribution to Paid-in): 累積分配金 / 払込出資金倍率 (実現倍率)。投下資本に対する実現益の割合を示す。
3. RVPI (Residual Value to Paid-in): 残余価値 / 払込出資金倍率 (未実現倍率)。投下資本に対する未実現損益の割合を示す。残余価値にはフィーならびにキャリー控除後のファンド純資産 (時価評価額) を用いる。*第2回調査より現預金を残余価値に含む。
4. ネットIRR: フィーならびにキャリー控除後の設定来内部収益率。キャピタルコールをマイナスのキャッシュフロー、分配ならびに期末時点の残余価値をプラスのキャッシュフローとして算出している。
5. ネットマルチプル: 累積分配金 + 残余価値 / 払込出資金倍率 (投資倍率)。投下資本に対するトータル・リターンを示す。

公開市場比較 (PME)

プライベート市場の投資パフォーマンスを公開市場インデックスのパフォーマンスと比較するためのリターン指標 (パブリック・マーケット・エクイバレントまたは公開市場同等物とも呼ばれる)。プライベートファンドのキャッシュフローと同様に、比較対象の公開市場インデックスに投資を行ったと仮定してパフォーマンスを測定する。PMEと一口に言ってもその手法は複数存在しており、Preqinでは以下4つのPME手法を採用している。

- カプラン・ショーアー法 (KS-PME)
- ロング・ニッケルズ法 (LN-PME)
- PME+法
- ダイレクト・アルファ法

※各手法の違いやメリット・デメリットについては、[Preqin Private Capital Performance Data Guide](#) を参照。

本レポートでは、4つの手法の内、最新且つ最も合理的とされるダイレクト・アルファ法を用いたPME指標を提示している。ダイレクト・アルファ法においては、比較する公開市場インデックスのリターンを市場ベータと捉え、プライベートファンドのキャッシュフローからベータを割り引いた値 (アルファ) を用いて年率での収益率 (IRR) を計算する。計算結果がプラスの場合は、その超過分プライベートファンドが公開市場インデックスをアウトパフォームし、マイナスの場合はアンダーパフォームしていると判断できる。

Preqinについて

Preqin (プレキン) は“Home of Alternatives”をコンセプトに、オルタナティブ投資業界で最も包括的なデータ・分析・インサイトを提供し、重要な情報と最先端の分析ソリューションによって、投資ライフサイクル全体を通じて投資家をサポートしています。

約20年にわたり、プライベート市場におけるデータの厳格な収集方法を開拓し、世界の20万人以上の投資プロフェッショナルに資金調達、ディール、パフォーマンスの把握などにご利用いただき、オルタナティブ投資への理解を深めることに尽力しています。

詳細は、ウェブサイトをご覧ください。www.preqin.com/jp

一般社団法人日本ベンチャーキャピタル協会 (JVCA) について

当協会は、2002年11月の発足以来、VC業界における相互連携とベンチャー企業育成の役割を一層強固にするという目的に向かって活動して参りました。VCおよびCVCが加盟する当協会の正会員数は直近5年で倍増して267社となり、業界支援各社による賛助会員も含めると、2023年8月現在で349社という規模となっております。

詳細はウェブサイトをご確認ください。<https://jvca.jp>