

特集

スタートアップとベンチャーファイナンス

解題

証券アナリストジャーナル編集委員会
委員長 加藤 康之 CMA

2023年1月4日付の日本経済新聞によれば、2022年の新規株式公開（IPO）の調達額が全世界で1,400億ドル（約18兆円）と前年より65%も減ったそうである。2022年はテック系企業の株価が大幅に調整され、テック系が多いスタートアップへの投資にも暗雲が立ち込めている（以下、スタートアップとは革新的事業で成長を目指す新興企業のことであり、スタートアップへの投資あるいはファイナンスを、ベンチャー投資あるいはベンチャーファイナンスと呼ぶ）。しかし、それでもベンチャー投資の重要性は変わらないだろう。持続可能な経済社会をつくるためのサステナビリティ投資といえばESG投資ということになるが、もう一つ重要なサステナビリティ投資があり、それがベンチャー投資だからだ。スタートアップが少ない経済社会のサステナビリティは低いといえる。それは、スタートアップの多い米国と少ない日本を比較すれば明らかだ。米国ではGAFAMやテスラを中心に若い企業が経済社会や株式市場を牽引している。一方、日本は相変わらずトヨタ自動車の一本足打法だ。しかも、そのトヨタ自動車さえテスラの時価総額に遠く及ばない。スタートアップが経済社会のサステナビリティに重要であることは論をまたない。岸田政権もスタートアップ支援を看板政策と位置づけている。岸田首

相は2022年7月の日本ベンチャーキャピタル協会定時会員総会での挨拶で、「日本経済の持続的成長、日本が直面する様々な社会課題の解決を担う主役はスタートアップである」と話している。ベンチャー投資のキーワードは、ESG投資と同様にサステナビリティや社会課題解決なのである。

ところで、日本のスタートアップの現状は、世界と比べて寂しいものがある。米国調査会社CBインサイツによると、2023年1月時点でユニコーンと呼ばれる時価総額10億ドル超の未上場企業数は世界で1,200社以上あり、米国と中国の企業がその大半を占めるのに対して日本企業はわずか6社（0.5%）にすぎない。また、日本は起業数も少ない。中小企業庁によれば、2019年の開業率は欧米で10%前後なのに対し、日本は4%台にとどまっている。何が障害なのだろうか。規制など様々な要因はあるだろうが、ファイナンスが大きな原因という指摘は多い。本特集では、日本のベンチャーファイナンスの現状と課題を明らかにしたい。

特集論文は4本からなり、ベンチャーファイナンスに関して、歴史や現状、国の政策、投資パフォーマンス、そして、社会的課題解決、という幅広いテーマをカバーしている。また、執筆者の経歴も研究者、政策担当者、コンサルタントなど多

様であり、多面的な考察が行われている。

小野論文「ベンチャーファイナンス市場の動向と現状—この20年を振り返る—」は、本特集の導入的論文であり、ベンチャーファイナンス市場の歴史と概要を様々な観点から分かりやすく解説している。初めに、ベンチャーファイナンスが他の金融と異なる特性について触れられている。あらかじめ見込まれるキャッシュフローに基づいて資金を提供するという通常のファイナンスの枠組みが通用しにくいベンチャーファイナンスでは、追加的な工夫が必要であることが指摘されている。本編では、取引規模、イグジット市場、資金供給者の行動、情報サービス、ファイナンスの実務の進化、という五つのテーマを取り上げている。まず、取引規模がグローバルに比較されており、日本の立ち位置が分かる。イグジット市場では、IPOとM&Aを中心にグローバル比較が示される。近年、日本におけるIPOは増加しているが、世界の増加率に比べるとまだ低い状況にあることが分かる。資金供給者については、ベンチャーキャピタルを中心にその属性と行動が分析されている。国内ベンチャーキャピタルでは世代交代が進み、主役の顔ぶれが変わっていることが分かる。情報サービスでは、データの蓄積が進んでおり、その進展がスタートアップのバリュエーションに影響を与えていることが示唆されている。ベンチャーファイナンスの実務は最近大きく進展しており、その変遷や意義についてまとめられている。日本でもベンチャーファイナンス市場は拡大しているが、海外に比べ周回遅れとなっている。日本市場の課題とそれに必要な処方箋が最後に示されている。

石井論文「日本のスタートアップ・エコシステ

ムは次のステージに進むことができるか—スタートアップ政策の新展開—」は、政策担当者による政府のスタートアップ政策に関する解説である。岸田政権は新しい資本主義をその看板政策としており、中でもスタートアップ育成に力を入れている。まず、政策担当者らしく、スタートアップの政策的意義について経済・社会全体の観点で議論している。次に、2012年末から安倍内閣の成長戦略の柱の一つとして位置づけられてきた支援策、つまり、官民ファンドによる資金供給、J-Startup、SBIR (Small Business Innovation Research) 制度、スタートアップ・エコシステム拠点都市について具体的に解説している。J-Startupでは、潜在力のある企業を選定し、積極的に支援する方法を取っている。この政策で重要なのはいかに潜在力のあるスタートアップを見つけ出すかであり、その解として、実際の目利きは民間のキーパーソンに任せているとしている。官民の力を活用した現実的な政策といえよう。SBIR制度は1999年に創設された政府のイノベーション政策であるが、2020年に内閣府に移されたそうである。省庁間の垣根を取り払うことが目的でありその成果に期待したい。スタートアップ・エコシステム拠点都市は、地方自治体、大学、民間組織のコンソーシアムを実施組織体として選定し、自律的なエコシステム形成を継続させる制度である。具体的なケースが八つ紹介されている。次に岸田政権下で強化されたスタートアップ政策について解説されている。岸田政権ではスタートアップを政策の中心に据えていることが強調されており、政府の意気込みが伝わってくる。2022年11月には「スタートアップ育成5か年計画」が新しい資本主義実現会議にて決定されており、スタートアップ創出に向けた人材・ネットワークの構築、スタートアップのための資金供給の強化

と出口戦略の多様化、オープンイノベーションの推進、という3本柱について解説されている。政府の狙いはスタートアップのエコシステムとしており、単発的な政策との違いが強調されている。

山浦・藤井論文「内外機関投資家のベンチャー投資とパフォーマンス特性分析」では、スタートアップ投資とそれを含むプライベートエクイティ(PE)市場の投資方法やパフォーマンスが内外の市場について詳細に示されている。スタートアップは数値の把握が難しい市場だが、グローバルなコンサルタントという筆者らの立場で収集できる情報は貴重である。まず、投資主体別に投資手法(投資モデル)が三つに分けて解説されており、PE投資を検討している機関投資家にとっては参考になろう。そして、PEのパフォーマンスが伝統的資産と比較されている。その結果、対応する伝統的資産に対して超過リターンが観測されており、ポートフォリオに組み入れる価値があるとしている。この超過リターンは長期でも計測されており、筆者らはこれを構造的アルファと呼んでいる。その要因としてガバナンス、財務、オペレーションを挙げている。次にPEとベンチャーキャピタルとのパフォーマンス比較がビンテージ別や分位別などで示されており、戦略ごとに多様なリターンやリスク特性を示していることが分かる。特にビンテージはプライベート資産では重要度が高いことが分かる。また、ベンチャー投資のリターンの持続性の高さが示されているが、その要因としてベンチャーキャピタリストと起業家との関係を挙げているのは興味深い。ベンチャーキャピタルを選択する機関投資家にとって参考になろう。次に国内市場について、機関投資家のPE投資状況やベンチャーキャピタルのパフォーマンスがまとめられている。最後に国内市場の課題とし

て、①情報不足、②公正価値評価の浸透不足、③グローバルとの比較では見劣りする市場規模、が指摘されている。また、ファンド・オブ・ファンズやゲートキーパーなど投資に当たっての方法論についても実務的な示唆が与えられている。

岩崎論文「社会課題解決型スタートアップとファイナンス」は、最近よく話題に上る社会課題解決型スタートアップとそのファイナンスを取り上げている。単一のビジネスに特化することが多いスタートアップにとって、ターゲットを絞った社会課題解決型はなじみやすく、投資家にとっても分かりやすい。論文では、最初に社会課題解決にスタートアップが参入した経緯が解説されているが、デジタル技術の進展、ESG投資の隆盛、社会課題解決への民間企業への期待という三つの背景があるという指摘は納得できる。シリコンバレーのアクセラレータプログラムが紹介されているが、社会課題解決型の分野が多くを占めている。次に、先進事例として米国市場が取り上げられている。最もユニコーンの数が多いのは医療分野であり、AIや遺伝子データの利用、そして在宅での健康管理やデータを活用した低所得者向け医療サービスなど様々な事業が展開されている中で、特にメンタルヘルス向上に取り組んでいるユニコーン企業が増えている。メンタルヘルスの分野はITの活用で大きな貢献ができる分野と想像できる。次に大きな分野は環境と指摘されているのは納得できよう。ここでは、太陽光発電システムのソフトウェアを提供するユニコーンが低コストで太陽光発電を普及させることに貢献しているケースを紹介している。次に新しい資金調達先について解説されているが、社会的インパクトを重視するインパクトファンドなどESG系の資金が台頭していることが大きな変化のようだ。加え

て、まだなじみの薄いRevenue-Based Financing (RBF) は新しい市場の動向を示すものである。RBFは高成長ではないが安定したキャッシュフローを有するスタートアップのファイナンスに適しており、今後期待できるのではないだろうか。最後に、日本市場の現状と課題が挙げられている。日本のスタートアップ市場でも社会課題解決型が増えているが、世界と比較するとまだ少ないとして、未成熟な日本市場が今後取るべき方策が示されている。

一般財団法人ベンチャーエンタープライズセンターが、2021年に設立5年以内の企業約1,500社を対象に実施したアンケート調査（回答率は約10%）では、日本で起業が少ない最大の理由と

して「失敗に対する危惧」との回答が39.2%と最も多かった。危惧の一例が融資を受ける際の個人保証だ。これに対応するため、政府は創業5年以内の新興企業の経営者が信用保証協会に追加の保証料を支払えば、個人保証なしで金融機関から融資を受けられる制度を2023年3月に創設する。スタートアップを主要テーマに掲げた岸田政権の新しい資本主義政策も動き出したようだ。しかし、さらなるスタートアップ育成環境の整備が必要だ。本特集の各論文からも分かるように、日本のスタートアップ育成はファイナンスが鍵である。ファイナンス市場に携わるわれわれは、肝を据えてスタートアップの育成に注力しなければならない。それが日本経済社会のサステナビリティをもたらすことになるからだ。