

「資産運用立国」実現とスタートアップ企業の成長に向けて ～好循環としてのエコシステムの確立を目指す～

京都大学経営管理大学院 特別教授
一橋大学大学院経営管理研究科 客員教授
SBI大学院大学経営管理研究科 教授

幸田 博人



1. はじめに

～「資産運用立国」の実現に向けて考える～

政府の「資産運用立国」の実現に向けた具体的な取り組みが加速している。その実現プランは、①資産所得倍増プラン、②コーポレートガバナンス改革の実質化に向けたアクション・プログラム、③資産運用業・アセット

オーナーシップ改革の3本柱から構成されている。③の資産運用業・アセットオーナーシップの改革については、昨年12月にとりまとめが行われ、資産運用業に係る新規参入支援策やスタートアップ企業等の資金調達手段の拡充など、日本においても、金融・資本市場の本格的構造改革につながる極めて重要な取り組みが行われつつあるといえよう。また、人口減少やデジタル社会への取り組みなど日本を取り巻く様々な難しい社会課題を解決していく観点からも、日本の社会・経済の基盤が「資産運用立国」という一つの新しいビジョンの下で、金融面からのサポートをうまく活かしていくことに向かっており、極めて高い意義がある。

足元、日本の株式市場は、歴史的な高水準にあり、これらは、こうした「資産運用立国」の実現に向けた取り組みが大いに内外の機関投資家から評価されていること、また、新NISAなどの家計の安定的な資産形成に向け

〈目次〉

1. はじめに～「資産運用立国」の実現に向けて考える～
2. 日本の「ベンチャーエコシステム」の位置づけから考える
3. 金融面から考える「ベンチャーエコシステム」の論点
4. 東証「グロス市場」における課題
5. おわりに

た具体的な取り組みが効果を発揮しつつあるものといえる。しかしながら、日本型雇用制度、東京一極集中型経済、デジタル社会への取り組みの遅れなどの旧来型の社会・経済構造の仕組みからの脱却なくして、日本の本格的構造変革は成し遂げられず、その観点からも、「資産運用立国」が、日本の構造改革を後押ししていくことにつながる可能性が高く、大いに期待しているところである。この政策には、成長資金の供給についても十分スコープに入っており、新しい産業を創出することを目指しつつ、イノベーションを産み出す観点からも、スタートアップ企業の成長をスピーディーに図るという取り組みの重要性が強く意識されている。本稿では、そうしたスタートアップ企業の位置づけも踏まえつつ、スタートアップ企業を取り巻く現状の「ベンチャーエコシステム」に如何なる課題があるかなどについて、論じていくこととしたい。

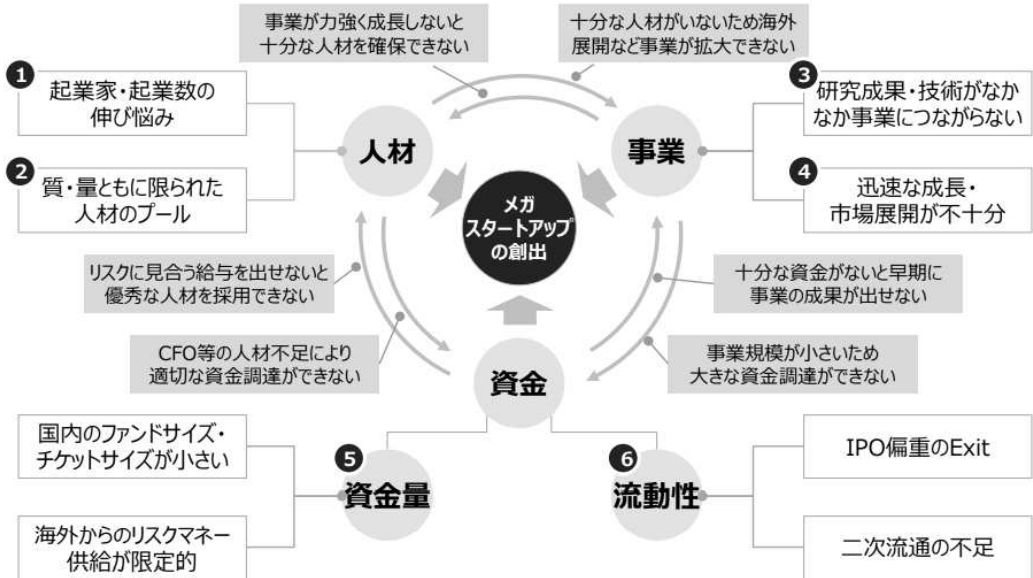
■ 2. 日本の「ベンチャーエコシステム」の位置づけから考える

日本社会、経済の今後のあり方について、サステナビリティの視点から具体的なロードマップをバックカスティングアプローチで描くことが企業価値向上と不可分であるとの認識は、定着しつつある。日本の置かれている厳しい現状、すなわち人口減少、高齢化の急速な進展、地域の縮退、更には、デジタル

社会に向けた取り組みの遅れ、カーボンニュートラルへの道筋の難しさなど山積みの社会課題に、スピーディーかつ果敢に取り組んでいくことが必要となる。グローバルな経済の中で、日本の置かれた状況を見渡せば、「失われた30年」といわれる長きに亘る景気低迷の間、諸外国の成長は著しく、もはや相対的には日本経済の地位は大きく後退したことを受け止めて対処していくことが必要である。インドや中国といった新興国のみならず、米国、EUと比べても日本のGDP成長率は低迷を続けており、特に、1人当たりGDPで見ると、1990年では日本は世界第8位であったが、2022年には32位まで低下している。上位10か国はこの間に1人当たりGDPが平均4.2倍に増加しているが、日本は1.3倍にとどまっておらず、グローバルに成長していることは認識できず、取り残されていることを念頭に置く必要がある。大企業では、その取り巻く環境の厳しさに、サステナブル経営を強く意識し、また資本市場（投資家）からのエンゲージメントを踏まえたPBR向上に向けた取り組みなどが加速化しており、大きなビジネスモデルの変化につながりつつある。

そうした環境の下で、ますますイノベーションの重要性や、投資やリスクマネー供給の必要性が前面に出てくる。そのコアとして、まずは、現状の日本の「ベンチャーエコシステム」のポジショニングについて、どう評価するかという観点から整理してみたい。日本の立ち位置をグローバルに見ていく上で、何

(図表1) スタートアップエコシステムの現状認識と課題



(出所) 総合科学技術・イノベーション会議 イノベーション・エコシステム専門調査会 (第4回) (2022/4/25) 資料より。

をメルクマールとしてみるかということはあるものの、マクロ的にはグローバル・イノベーション・インデックス (GII; WIPO世界知的所有権機関) であり、セミマクロ的には、事業分野毎 (IT、医療、エネルギーなど) やテーマ (AI、宇宙、半導体、量子など) での位置づけが参考となる。個別マイクロでは、ユニコーン企業がどれだけ創出されているか、新しい事業分野を開拓したスタートアップ企業のプレゼンスが、例えば、上場して数年後にどれだけ大きく成長しているかなどのデータを、あわせて総合的に評価することであろう。GII2023においては、日本は前年に引き続き13位であり、横ばいではあるものの、10位内には入っていない。また、各分野の競

争力は、特にデジタル分野を中心に低位 (IMD2023世界デジタル競争力ランキングで32位) が続き、ユニコーン企業は全世界の中で0.5%程度の6社 (2023年4月時点、CB Insightsベース) と少なく、更には2010年代以降で新しい事業分野を開拓したスタートアップ企業の上場後のプレゼンスは低く、日本の上場企業の時価総額ランキングの上位には、ほぼ見当たらないのが現状であろう。

こうした様々なデータも意識しつつ、「スタートアップエコシステム」の現状認識と課題として、以前、政府が示したのものとしては図表1がある。人材、事業、資金という観点からの課題認識が明確に示されているものであり、人材については、①起業家・起業数の

伸び悩み、②質・量ともに限られた人材のプール、事業については、③研究成果・技術がなかなか事業につながらない、④迅速な成長・市場展開が不十分、資金については、⑤資金量と⑥流動性についての課題認識を有している。エコシステムとしては、この3つの課題を連携して同時並行的に超えていくことが求められるところであるが、そう簡単にはリネージュしないことが見てとれる。例えば、「ベンチャーエコシステム」の観点での人材については、大企業、アカデミズムの研究者、コンサル人材や会計士人材などの様々な人材の出入りが特に意味をなすこととなろう。新卒一括採用、年功序列型、安定志向、定年制というこれまでの日本型雇用システムは変わりつつあり、大企業志向は弱まり、個々人の専門性や能力、スキルはかなり重視されるようになりつつあるものの、例えば、横断的に物事を考えてプロジェクトを行う能力、社会解決型能力、チーム組成力やネットワーク力など多種多様なタレントの裾野の広がりこそが重要であろう。そういう観点で、雇用の流動化を進めて、多様な人材を前提としたスタートアップ企業への人材流入の枠組み形成を通じて、スタートアップ企業にチャレンジする人材を広げられるかどうかにかかっている。そうした人材獲得の観点からも、金融面からの資金の供給を量的に増やしていくことに意味がある。

エコシステム系の様々なデータと政府の課題認識から見えてくることは、現時点では、

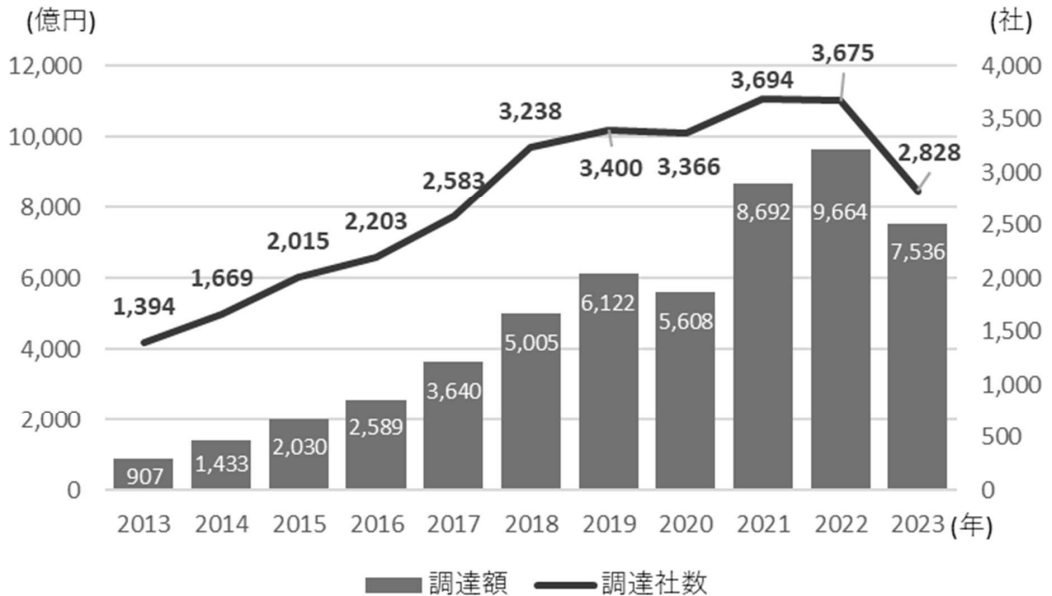
まだまだ日本は、「ベンチャーエコシステム」の観点での出遅れは否めない。最近の5年程度の施策の中で、キャッチアップするべく取り組みは進みつつあるものの、まだ限界的な域は、超えていない状況にあらう。

■ 3. 金融面から考える「ベンチャーエコシステム」の論点

スタートアップ企業の資金調達規模としては、コロナ禍でも、2010年代前半から比べて大きな伸びを示しているところである。2019年と2020年は、それぞれ約6,000億円規模であり、2021年に約8,700億円規模、2022年に約9,700億円規模に到達し、1兆円規模が視野に入りつつある。2023年の調達金額は7,500億円程度と過去最高額となった2022年を下回っているが、速報値であり、後から判明する調達分を考慮すると2021年並みの8,000億円台半ば程度と見込める。図表2において、2013年以降のデータを示してある通り、2013年の1,000億円規模に満たない水準から2023年は10倍近くまで拡大しており、スタートアップ企業の資金調達規模が高水準となっていることは、「ベンチャーエコシステム」として明るい材料である。大きなステップアップであることは間違いないところであるが、海外と比べると、まだまだ低い水準である。

またスタートアップ企業全体の資金調達規模に占めるVCからの資金供給はせいぜい4,000億円規模であり、VCとしてのもう一段

(図表 2) 日本のスタートアップ企業の資金調達



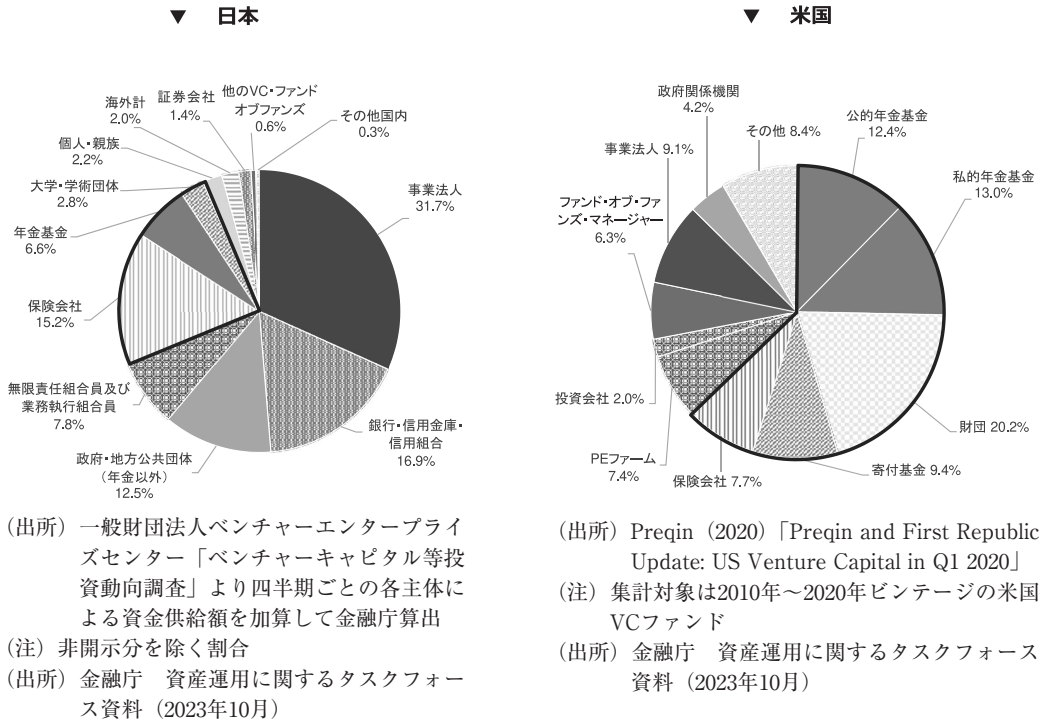
(出所) INITIAL 「2023 Japan Startup Finance」より作成

(注) 2023年の値は基準日 (2024年1月23日時点) までに観測されたものが対象 (今後の調査によって社数など増える可能性がある)

のリスクマネー供給の規模拡大を量的にも必要としている。筆者は、かつて「月刊資本市場」(2021年10月号)において、スタートアップ企業の資金調達の量の確保から、VC1兆円投資(スタートアップ企業の資金調達に占めるVC比率は4-5割程度であることからスタートアップ企業の資金調達規模は約2兆円程度になる)に向け、①民間パートナーシップ型VCの広がり、②CVCの拡大、③官民ファンドの呼び水投資拡大、④バイアウト型PEからのグロース投資などを、広げていくことが必要であることに、言及した。そのためには、日本の金融機関や国内機関投資家

がVC投資を積極的に行うことに加えて、海外機関投資家の資金呼び込みを組み合わせ、実現していくことが重要であるとも記述した。しかしながら、資金面からの流れは、VC投資1兆円(スタートアップ企業の調達規模2兆円超え)は、未だ、道は遠い。2022年11月に政府が策定した「スタートアップ育成5か年計画」では、「5年後の2027年度に10倍を超える規模(10兆円規模)とする」目標を掲げている。まずは、VC投資1兆円(スタートアップ企業の調達規模2兆円超え)を目指し、様々な取り組みが進むことを期待したい。

(図表3) 機関投資家からVCファンドに対する投資



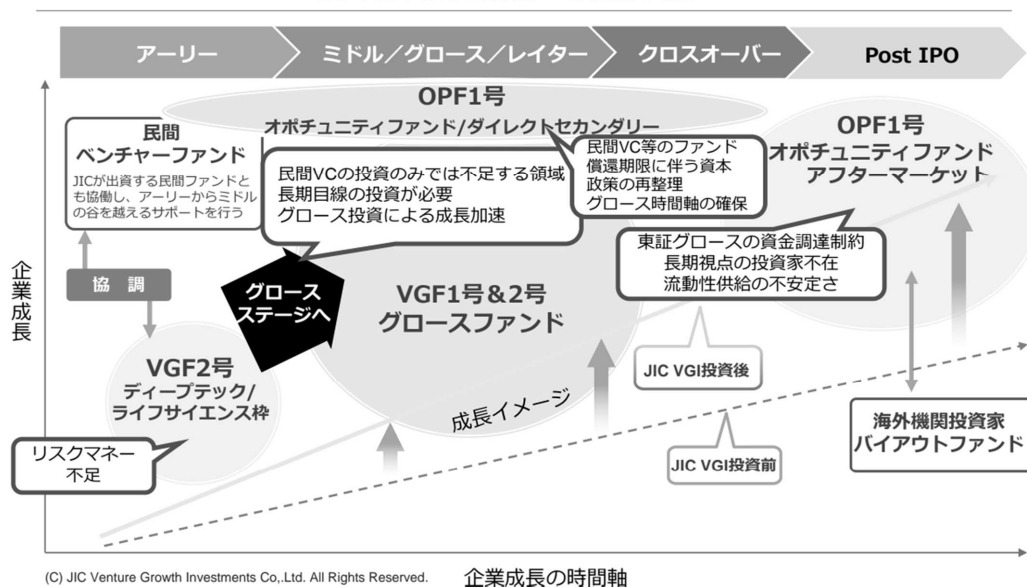
政府として、「資産運用立国」の施策の中で、成長資金の供給と運用対象の多様化の実現という政策項目が組み立てられている。これは、図表3に示されているように、日米間におけるVCファンドへの投資家層の大きな違いが、日本のスタートアップ企業に向けた成長資金のボトルネックとしてクローズアップされる。日本は、事業法人や銀行など金融機関からの資金供給が中心にあるのに対し、米国においては、年金基金、財団など機関投資家中心の構成となっている。これは、日本のVCファンドの規模が小さいことに加え、VCファンドにおけるグローバル標準には、まだまだ

だキャッチアップできていないことが背景としてある。そういう点を乗り越えるため、政府施策においては、機関投資家からのVCファンドへの資金供給に向けて、制度面での取り組み整備を推進している。具体的には、VCファンドの公正価値評価導入やベンチャーキャピタル向けのプリンシプルの策定などを通じて、内外機関投資家からの資金の供給がスムーズに行われるための仕組み作りなどを推進することで動きだしている。

こうした制度面での取り組みには、相応の時間がかかることもあり、その間、政府の官民ファンドを通じたアプローチで、補完的に

(図表 4) JIC 官民ファンドによる成長への下支え

JIC VGI Fund Cluster～Growth Path～



(C) JIC Venture Growth Investments Co.,Ltd. All Rights Reserved. 企業成長の時間軸

(出所) JIC 定例記者会見資料 (2023/12)

リスクマネー供給を行うことは、当面、より重要性を増してくるものと考えられる。この点については、民業補完的なアプローチは維持しつつも、思い切った資金供給などの取り組みの意義は大きいと考えられる。人口減少などの構造問題やコロナによって経済・社会構造が大きく変わるなかで、不確実性は確実に高まっている。このような環境で期待される金融は、明らかにエクイティによるリスクマネーの供給である。しかしながら、銀行を中心とした間接金融中心の金融仲介ではリスクマネーの供給にも限界がある。我が国においては、間接金融を中心とした企業金融が依然として重要な役割を担っている。この点に

おいては、企業活動を安定的に支え、社会のある種のセーフティーネットを果たしている面はあるものの、その一方で新陳代謝を阻害している面も相応にあると考えられる。企業が成長していくためには、資金調達が不可欠であるが、かつて、日本は銀行、信用金庫、政府系金融機関等が、産業を成長させていくために長期的な金融をつけてきた。その過程で銀行からその事業会社へCFOや社長を派遣する等の人的リンクを強化し、あるいは政策保有株式を持つことによって、長期金融とガバナンスを効かせることで、企業と一体になって成長させる構造にあった。このような産業金融モデルが1990年代の前半まで有効に

機能してきたが、その後の銀行の統合や政策保有株式の持ち合い解消の流れのなかで、企業が自立型になっていった。その中で大企業は自社株買い、あるいは経費削減によって収益を上げていく動きが増えてきた。事業を拡大させる成長モデルに向かわなかった背景には、エクイティ資金を供給するベンチャーキャピタルといったリスクマネー供給主体の広がりや欠けていたことが、間接金融の変化の後押しにつながっていないことともつながっている面がある。

現在の日本の金融構造として組み込まれている間接金融中心主義からの転換には、一定の時間を必要とする。間接金融が、社会や地域の安定に資する面での貢献は必要だとしても、その間、リスクマネー供給の補完には、官民ファンドの役割の重要性は、より増していると考えている。産業金融的な側面は、政策的な必要性が高い事業に対してリスクマネーを提供することに大きな意味がある。これについて、官民ファンドを民間投資の呼び水として、現状、2022年度末で6兆円を超える規模の出資と貸し付けが官民ファンドを通じて行われている。前述の通り、日本では年金資金からのベンチャーキャピタル投資が少ないため、これを補完しているのが産業革新投資機構(JIC)等の官民ファンドともいえよう。新産業を創出するための成長投資の資金を民間のベンチャーファンドだけで支える状況に至らないなかで、官民ファンドが過渡的ではあるが産業金融の重要な役割を担う存在とな

っていると評価すべきであろう。

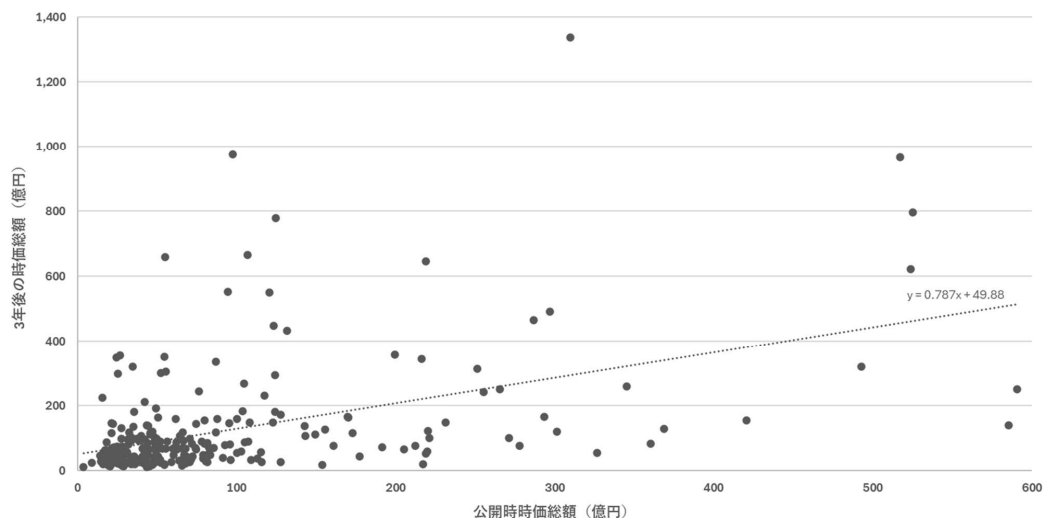
図表4は、JICが、「ベンチャーエコシステム」を強く意識して、シームレスな形態での資金供給のあり方を提示したものである。スタートアップを取り巻く市場課題の解決を企図した資金供給を念頭に、アーリーからミドル/グロス/レイターフェーズ、クロスオーバー、アフターマーケットまでを一気通貫して資金供給を支え、ユニコーン創出を目指している取り組みが示されている。官民ファンドとして、「ベンチャーエコシステム」を循環的に動かしていく仕掛けとして機能し始めている。こうした取り組みと、民間の金融面での変革を進めることで、より金融面からの「ベンチャーエコシステム」を支える機能が強化されると考えている。

■ 4. 東証「グロス市場」における課題

東京証券取引所(以下、東証)では、2022年4月に、旧マザーズ市場と旧JASDAQグロス市場を再編して、東証グロス市場として上場企業466社でスタートした。当該市場の基本コンセプトは、高い成長可能性の実現と相対的にリスクが高い企業向けの市場という位置づけとなっている。「ベンチャーエコシステム」の視点から考えた場合、この東証グロス市場の役割は極めて大きいものがあると認識される。東証にとっては、有望なスタートアップ企業を、IPOを通じて、絶え

(図表5) 東証グロース市場IPOと上場後の成長について

▼東証グロース市場上場先(2023年末): 公開時時価総額と3年後時価総額比較表



(出所) 日本経済新聞社の提供するデータベース「日経NEEDS—FinancialQUEST」などから、幸田研究室(幸田博人・深谷玲子)にて作成。

(注) 2023年末現在グロース市場上場会社(マザーズ市場、JASDAQグロース市場に上場した企業で、その後市場変更した先は除く)のうち、2011年～2021年2月のIPO企業を対象とした。ただし、(株)MTG(公開価格による時価総額2,241億円、3年後の時価総額704億円)、フリー(株)(公開価格による時価総額932億円、3年後の時価総額1,673億円)、サンバイオ(株)(公開価格による時価総額872億円、3年後の時価総額1,387億円)、CYBERDYNE(株)(公開価格による時価総額401億円、3年後の時価総額3,436億円)については図表作成上の配慮から除外している。その結果、図表5は、275社の散布図を対象。

ず新興企業として取り込むことで、株式市場全体の成長を担う一翼を果たしていくことが可能となる。その意味においては、近年では、IPO上場の年間社数は80-120社程度と安定しており、そのかなりの部分をスタートアップ企業が占めていることは、極めて意義が高いと評価できる。

東証グロース市場は、スタートアップ企業の成長過程でのインフラとしての役割を果たしており、また、スタートアップ企業の株主

(VC)のEXIT機能としても、相応の役割を果たしている。一方で、上場IPOスタートアップ企業の実像としては、公開時の時価総額ベースで、全体の平均で100-150億円規模にとどまり、米国上場平均時価総額の30分の1程度の水準である点は、大きな課題である。当然、こうした時価総額が小さな企業は、公募調達規模も小さく限定的であり、上場後の成長余地が限られてしまう傾向にある。上場1年後から7年後のデータで、上場月

の月末時価総額を100とした上場1～7年後の時価総額は、中央値で、88～126の範囲（東証「市場区分の見直しに関するフォローアップ会議 第8回東証説明資料①」；2023年2月15日）となっており、成長が極めて限定的であることが見てとれる。

筆者の方で、散布図ベースで、データを示したものが、図表5になり、東証グロース市場の上場企業（2023年12月末時点）で、2011年から2021年2月にIPOした会社で、対象は279社となる。上場時（公開価格ベース）の時価総額を横軸、3年後の時価総額を縦軸にとった散布図で示した。これらも見ていくと、時価総額100億円以下のIPO先で、その後、2倍以上の成長のスタートアップ企業が、いかに少数かということが見てとれる。公開時の時価総額（公開価格ベース）100億円以下で3年後の時価総額成長は2倍以下が138社（全体の50%）を占めている。なお、当初公開時の時価総額100億円以下は209社（全体の75%）を占めており、小規模上場の多さは顕著である。

東証においては、市場区分の見直しに関するフォローアップ会議において、現在、グロース市場のあり方を検討しており、相応の問題意識は共有されており、東証グロース市場の機能発揮に向けた今後の対応について、関係者（内外VC、機関投資家、アナリスト）からのヒアリングも行っている。筆者は、公開時の時価総額が小さな企業は、本来的には、上場よりむしろ、未上場企業のまま、新たな

エクイティ調達などを行い、機動的な成長の可能性を探るか、戦略的なパートナーシップを事業会社との間で構築してM&Aの機会を探るべきではないかと考える。今までのIPO至上主義から派生する上場後の成長制約問題については、上場後の維持コストなども含めて考えると、小規模スタートアップ企業は、上場せずに非上場にて、中長期的な成長に向けた企業活動を行うことが重要ではないかと考える。

東証では、もともとスタートアップ企業の選択肢を拡充する観点から、企業規模が小さい段階でも成長資金の調達機会を得られるように比較的緩やかな上場基準を設定してきた。しかし、今後、上場基準の引き上げや上場維持基準の引き上げなども議論の対象として、関係者での議論が深まる必要があるかと考える。本件については、利害関係者も多数にわたっていることから、大幅な模様替えは、難しいところがあると理解はするものの、日本の「ベンチャーエコシステム」の観点で、スタートアップ企業の上場市場との接続の仕方が、今後のスタートアップ企業の成長のあり方と大きく関係していることは確かである。現状、未上場スタートアップ企業にとって、成長段階をシームレスにつなげた資金供給が十分には用意されていない中で、東証のIPO入り口基準のみを厳しくすることには限界があるものの、スタートアップ企業にとって、早期小規模IPO指向から脱却し、自社のビジネスモデルのあり方や、自社の成長をど

う図るかということこそが重要であること、改めて認識することが必要と考える。早期小規模IPOが定着しているフェーズから、そろそろ脱却すべきではないか。そのためには、例えば、グロース市場について上場基準を段階的に引き上げていくプロセスを開始することを具体的に検討することも必要であろう。

■ 5. おわりに

「資産運用立国」の実現には、スタートアップ企業の成長の枠組みをリネージュさせることが欠かせない。日本の産業構造の大きな転換を推進させるためにも、スタートアップ企業への投資をステージごとにシームレスでつなげて拡大することが不可欠である。本論考では言及していないが、大学発ベンチャー企業の上場件数は伸び悩んでおり、産官学連携の強みを日本が活かしていない事態も変えていくことは、「ベンチャーエコシステム」の観点でも、重要な視点となろう。そうしたことを含めて、経済・社会構造の柔軟さと多様性を確立し、「ベンチャーエコシステム」が日本の基盤を支えていくことで、日本全体の社会や経済の価値向上につなげていくことを期待したい。

〔参考文献〕

- ・内閣官房「資産運用立国実現プラン」（2023年12月）
- ・金融庁「金融審議会 市場制度ワーキング・グループ 資産運用に関するタスクフォース 報告書」（2023年

12月）

- ・東京証券取引所「市場区分の見直しに関するフォローアップ会議 第8回 東証説明資料①」（2023年2月）
- ・INITIAL「2023 Japan Startup Finance」（2024年1月）
- ・岡村秀夫「グロース市場の活性化に不可欠なIPOでの資金調達促進」（週刊金融財政事情2023年4月25日号）
- ・野村拓也「実行フェーズに入った資産運用立国実現プラン」（週刊金融財政事情2024年2月13日号）
- ・幸田博人/木村雄治編著『ポストコロナ時代のプライベート・エクイティ』（金融財政事情研究会 2022年3月）
- ・幸田博人「日本の構造問題を踏まえたリスクマネー供給～脱炭素社会も展望、リスクマネー供給年間1兆円に向けて～」(月刊資本市場 2021年10月号)

