

日米比較で見えてくる 国内ベンチャーファイナンス市場の課題

投資資金の循環を実現し、
投資成功の代表事例を複数生み出すことが不可欠

2021年末の米利上げ以降、欧米のスタートアップの年間資金調達額はピーク比で半減し、わが国のスタートアップの年間資金調達額（エクイティ）もピーク比で2割程度減少している。そうしたなか、政府の「スタートアップ育成5か年計画」で目標に掲げられているスタートアップへの年間10兆円規模の投資を達成するには、金融面でどのような課題をクリアする必要があるのか。本稿では、日米市場の比較も踏まえつつ、より長期的な視点に立つて考察する。

産業革新投資機構
マネージングディレクター
調査室長 勝部 邦雄



浮き彫りになる 三つのポイント

米国のスタートアップへの年間エクイティファイナンス額はピーク比で半減したが、現在でも年間1664億ドルの規模であり、これは日本（年間800

0億円）の約30倍にも及ぶ。日米の経済規模やスタートアップ投資の歴史の違いを考えれば当然のように思えるが、あえてその規模の違いが生じる要因を分析したい。

スタートアップは一定の成長目標を達成するたびに企業評価を洗い出し、次の成長フェーズ

に必要な資金を調達していく。そこで、2012～14年に設立されたスタートアップ群について設立後の資金調達の進捗を日米間で比較してみたところ、三つのポイントが見えてきた。

一つ目は、成長の出発点であるスタートアップの数で米国と圧倒的な差がある点だ。米国で

は12～14年の3年間に約1万5000社のスタートアップが生まれたが、日本では2500社程度にとどまる。スタートアップの特徴の一つは「多産多死」であり、エコシステムの基礎を成す母数を充実させなければ、その後の淘汰プロセスを勝ち抜いて大きく成長するユニコーン

〔図表 1〕 2012～2014年に設立されたスタートアップ 1 社当たり調達金額の日米比較

日本 (n=649社)		米国 (n=11,694社)		1ドル100円換算	1ドル150円換算
段階	平均調達額	段階	平均調達額		
シード	0.7億円	1st	\$3.7M	4億円	6億円
シリーズA	3億円	2nd	\$7.6M	8億円	11億円
B	7億円	3rd	\$13.8M	14億円	21億円
C	13億円	4th	\$22.8M	23億円	34億円
D	25億円	5th	\$40.2M	40億円	60億円
E	33億円	6th	\$52.5M	52億円	79億円

(注) 1. 日本の調査対象企業数は、スピーダスタートアップ情報リサーチが定義する段階区分「スピーダシリーズ」に該当しないスタートアップおよび調達金額不明のスタートアップを除いた社数。米国は調達金額不明のスタートアップを除いた社数。

2. 日本の段階区分はスピーダシリーズ、米国の段階区分はPitchBookが定義するVC Roundによる（図表 2、3 も同じ）。

(出所) スピーダスタートアップ情報リサーチおよびPitchBookから産業革新投資機構（J I C）作成。

〔図表 2〕 2012～2014年に設立された国内スタートアップの調達段階の遷移

ステータス \ 段階	シード	A	B	C	D	E	累計 (出現率)
調達社数 (各段階への到達確率)	801 (100%)	577 (72%)	383 (48%)	197 (25%)	70 (9%)	22 (3%)	—
IPOエグジット*	2	19	21	13	3	7	65 (8%)
M&Aエグジット	27	22	10	3	2	2	66 (8%)
破綻・解散等 以降調達せず	12	7	9	5	1	0	—
次回調達を実施	183	146	146	106	42	10	—
	577	383	197	70	22	3	—

* IPOエグジット企業の時価総額分布（2024年10月2日時点）

100億円未満	2	14	13	6	2	2
100億～300億円未満	0	3	4	5	0	2
300億～1,000億円未満	0	2	3	2	0	1
1,000億円以上	0	0	1	0	1	2

(注) 調達社数はスピーダシリーズに該当していないスタートアップを除いたもの（調達金額不明のスタートアップも含む社数）。一部の数値は J I C 推定。

(出所) スピーダスタートアップ情報リサーチから J I C 作成。

〔図表 3〕 2012～2014年に設立された米国スタートアップの調達段階の遷移

ステータス \ 段階	1st	2nd	3rd	4th	5th	6th	累計 (出現率)
調達社数 (各段階への到達確率)	15,186 (100%)	8,107 (53%)	4,965 (33%)	2,995 (20%)	1,693 (11%)	918 (6%)	—
IPOエグジット*	40	41	34	22	32	22	191 (1%)
M&Aエグジット	1,177	770	548	339	183	89	3,106 (20%)
破綻・解散等 以降調達せず	2,783	781	284	127	41	21	—
次回調達を実施	3,079	1,550	1,104	814	519	338	—
	8,107	4,965	2,995	1,693	918	448	—

* IPOエグジット企業の時価総額分布（2024年10月2日時点）

100百万ドル未満／不明	29	20	23	9	18	9
100百万～300百万ドル未満	4	9	4	5	5	1
300百万～10億ドル未満	2	7	2	3	3	4
10億ドル以上	5	5	5	5	6	8

(注) 調達社数は該当期間の全スタートアップ15,186社（調達金額不明のスタートアップも含む社数）。一部の数値は J I C 推定。

(出所) PitchBookから J I C 作成。

（企業評価額10億^{ドル}以上の未上場企業）の数を増やすことは望めない。

二つ目は、各スタートアップがそれぞれの資金調達段階において調達する金額に差がある点だ。図表1では該当期間に誕生したスタートアップのうち、各段階の資金調達額が分かるものを抜き出し、その平均値を算出した。

為替レートの問題はあるものの、日本のスタートアップが投資ラウンドにおけるシード（創業前や創業間もない時期）からシリーズE（成長軌道に乗り新規上場も可能な時期）までの各段階で調達できる金額は米国のおよそ半分以上しそれ以下に過ぎない。なお、米国のスタートアップは、多額のマーケティング費用を投じ、赤字を計上しながらも成長を追求する「ブリッツスケールリング」を採用するケースが多く、人件費等の水準も日本に比べて圧倒的に高いことに留意すべきだ。そのことを踏まえ、日本発のスタートアップが世界に打って出るようなケースを想定した場合、この資金調

達金額の内外格差は国際競争力を左右しかねない。

三つ目は、次のステージまで到達できる確率にも差がある点だ。例えば、シードから始まる各成長段階を経て、シリーズEにまで到達できた日本のスタートアップは、全体の3%に過ぎない（図表2）。一方、米国の場合、その倍の6%である（図表3）。

本来、成長志向のスタートアップであれば、成長半ばで上場することで経営の自由度を制約されたり、余計なIRR（投資家向け広報）ロードショーを負わされたりするよりも、未上場企業として多段階の資金調達を実施しながら成長戦略を追求する方が有利なはずだ。米国では、成長途上におけるIPO（新規株式公開）エグジットが限定的であるのに対して、日本では、スタートアップが早期にIPOエグジットするケースが多い。米国におけるIPOエグジットの現状を踏まえると、日本でもスタートアップが未上場企業のまま資金調達を継続しながら成長できるのが問われている。

安定志向の強さが 起業家育成を阻害も

次に、これら三つのポイントの背景にある要因を考えたい。まず、スタートアップの数が少ないという問題は、起業家の卵が少ないことが直接的な原因であり、その背景には失敗を恐れる文化や、安定志向の強さ等の社会的要因があることは間違いない。

ただ、こうした社会的要因をうまく転換させる機会はあるはずだ。例えば、かつてフィンランドの輸出額の3分の1を担った通信機器大手のノキアは、07年登場のiPhoneとその後のアンドロイド端末との競争に敗れて赤字に転落。10年には時価総額の4分の3を失い、設立来初的大幅なリストラに追い込まれた。

一方で、同時期にMYSQL、スカイプ、スポティファイなどの北欧IT系スタートアップが成功を収めている。ノキアの衰退とIT起業家の成功という両極端のイベントは、若者やエン

ジニアの間で安定した大企業への就職という幻想を後退させた一方で、起業に対する心理的な受容性を向上させた（注1）。

最近、日本でもリアルアントレプレナー（連続起業家）が活躍するようになったし、新卒や大企業出身者のスタートアップへの就職が増えているともいわれる。大学での起業家教育の充実やアクセラレーターによるタレントの育成、リアルアントレプレナーへの支援などを通じて、起業家の数と質の充実に必要だ。

各資金調達段階での調達額が少なく、後続のステージまで資金調達を継続できる確率が低い問題の背景には、スタートアップ側と投資家側の双方に原因がある。スタートアップは、起業家の構想や事業の規模が小さく、投資家に投資対象として魅力を欠いている。より大きな課題に取り組みスタートアップや、グローバルな事業展開を目指すスケールの大きなスタートアップの出現が望まれる。一方で、投資家は、有望なスタートアップを見極め、それに継続的、かつ

大規模な資金提供を行う能力を持ったプレーヤーが不足しており、そうした人材の輩出が欠かせない。

海外に倣って VC資金を呼び込め

わが国のスタートアップへの資金供給はここまで述べた課題があるなか、政府は「スタートアップ育成5か年計画」を掲げ、スタートアップへの投資額を年間10兆円規模とすることを目指している。果たして、これを実現するカギは何か。

現時点で、わが国におけるスタートアップへの投資主体は、事業法人（CVC含む）が27%、金融機関（金融系VC含む）が15%、独立系VCが14%、そして海外投資家が8%を占めている（注2）。しかし、事業法人や金融機関はスタートアップ投資だけが本業ではなく、スケーラビリティに課題がある。従って、政府目標を達成すべく、事業法人や金融機関からの投資がそれと並行して増加することを期待するのは難しい。そこ

で重要になるのが、独立系VCや海外投資家の役割だ。

米国では、政府職員年金基金や企業年金基金、大学の寄贈基金・財団などの大手機関投資家がVCに投資し、それを原資としてVCはスタートアップに対して大規模な投資を行っている。これに対してわが国では、独立系VCの資金調達も、事業法人や金融機関のLP（リミテッド・パートナー）出資に依存している（注3）。今後、独立系VCが規模を拡大するためには、公的年金や保険会社、企業年金といった機関投資家からの信頼を得て運用資金の受託額を増やすことが不可欠である。

海外投資家も重要なプレーヤーの一つだ。欧州やインドなどの主要スタートアップの投資家構成には海外の機関投資家が多く（注4）、ローカルスタートアップの資金調達に積極的に参加している。わが国でも、21年のブーム期以降しばらく姿を潜めていた海外投資家が、最近になって再び投資意欲を高めている。サカナAI、ログラス、スマートHR、ダイニーなど、AIや

SaaS分野の特徴的なスタートアップによる大型資金調達案件には、著名な海外VCや大手海外年金基金が参画している。豊富な資金力を持ち、クロスボーダー投資を行う海外投資家の日本市場への参入を促すことにより、日本のエコシステムへの資金供給を増やしていくべきだ。

この①独立系VCが機関投資家から多額の運用資金を受託してスタートアップへの投資額を増やすとともに、②海外投資家が日本のスタートアップへのクロスボーダー投資を増やす——といった二つのシナリオを実現させることが市場拡大には欠かせない。この前提として、日本のスタートアップへの投資が良好な投資収益をもたらすという実績、もしくはその期待感が投資家間で醸成されることが求められる。そのためには、今後は、日本のスタートアップを象徴するような投資成功事例の出現やVCの運用トラックレコードのさらなる蓄積が望まれよう。

資金循環促進の一手に

投資家がスタートアップに投じた資金は、エグジットなどを通じて回収され、再び新たな投資に振り向けられる。この循環を円滑に機能させることが、スタートアップへの新規資金供給を確保する上で重要だ。現在の調整局面においては、米国ではIPOやM&Aを通じたスタートアップのエグジットが非常に低調であるのに対し、日本ではIPO件数こそ横ばいながらM&A件数は増加している。相対的には、日本の投資資金循環は順調に見えるかもしれない。

しかし、より長い時間軸で比較すると状況は異なる。図表2と図表3を比べれば明らかで、とだが、日本ではスタートアップがM&Aでエグジットする比率は米国に比べてはるかに低い。米国では、大手IT系企業などが買い手となってスタートアップM&Aが繰り返されてきた。著名な例では、グーグル（当時）によるユーチューブ買収やフェイスブック（当時）によるワッツアップ買収、マイクロソフトによるギットハブ買収などだ。これらの米国企業はスター

トアップM&Aを通じて人材や技術、市場支配力の強化を図ってきた。

これに対して日本では、ディール・エヌ・エーによる医療スタートアップ、アルムの子会社化や、三菱UFJ銀行による決済事業者カンムの連結子会社化などがあるものの、大型M&Aはまだ限定的だ。最近、日本でも新興の上場IT系企業によるM&Aが活発化しており、大型M&Aの増加にも期待したい。

一方で日本はIPOによるエグジット比率が米国よりもはるかに高い。とはいえ、IPOエグジットしたスタートアップの約6割は、時価総額が100億円を下回るマイクロキャップ（超小型株）にとどまる。時価総額や流動性が十分でない企業は、機関投資家の投資対象にはなりにくく、上場後に資金調達を継続しながら成長を続けるのは難しい。

その点、米国では、保有するスタートアップの投資持ち分を売買するセカンダリー取引（発行済み株式の投資家間での売買）を通じた流動化が盛んだ。

これまで日本でのセカンダリー取引はさほど一般的ではなかったが、近年、償還期限を迎えたVCがLP投資家への返戻のためにスタートアップの投資持ち分を流動化させたいニーズや、創業者らが保有する投資持ち分を換金したいニーズなどが高まっている。実際、スタートアップの新規資金調達と同時に、既存投資家が保有する発行済み株式の売り出しも行われる事例も出てきている。

今後は、セカンダリー銘柄の買い取りに特化したファンドや、私設プラットフォームにおける未上場株式売買などを拡充させることも必要になる。そのための一手として、投資家には多様なエグジットルートを提供し、スタートアップには成長継続のチャンスを増やすような環境づくりがこれまでに以上に求められよう。

* * *

スタートアップ育成5か年計画において、産業革新投資機構はスタートアップへの資金供給

強化の役割を担っており、傘下のVCファンドや民間VCへのLP出資を通じて、国内で募集されるVCファンド総額の約12%に相当するリスクマネーを供給している。それ以外にも、民間VCがより多くの機関投資家から信頼を得て資金運用を受託できるよう、組織体制構築に向けた助言なども行っている。その結果、当機構の出資決定後に同じVCファンドへの投資に参加した民間LPが、当機構の出資額の約1・7倍出資している。

エコシステムの強化に向けて、20件を超える新興VCへの出資を通じて成長を支援するとともに、米NEA、英アトミコ等の海外VCへの出資により、内外連携の意思と能力を持った海外プレーヤーの日本市場参入を支援している。

セカンダリーファンドへの出資を通じて投資資金の循環促進にも取り組んでいる。当機構は今後も、綿密な調査と市場との対話を重ねながら、傘下のファンドや民間ファンドへの投資を通じて、政策的に意義のある事業分野へのリスクマネー供給を担

つていく。

- (注) 1 Harvard Business School “Entrepreneurial Finance in Finland?” (13年3月) 参照。
2 スピーダスタートアップ情報リサーチ「Japan Startup Finance 2024 上半期」(24年8月)。
3 一般財団法人ベンチャーエントラープライズセンター「ベンチャー白書2023」
4 産業革新投資機構「スタートアップ・ファイナンス市場レビュー」(24年9月)。

かつてくにお

89年慶應義塾大学経済学部卒、東京海上火災保険(現東京海上日動火災保険)入社。00年ベンシルバニア大学ウォートンスクール経営学修士。日本興業銀行(現みずほ銀行)調査部出向、金融開発部オルタナティブ投資グループリーダー、デジタル戦略部戦略的投資担当部長などを経て、22年3月から現職。CFA協会認定証券アナリスト。