

わが国ベンチャービジネスの現状と課題

調査統計局 松井優二郎、文谷和磨

Bank of Japan Review

2022年6月

わが国では、長らくベンチャービジネスが不活発であると指摘されてきたが、この10年程度の間、有力ベンチャー企業の輩出数や資金調達額などが増加してきている。こうした変化の背景には、DXや気候変動対応関連など新たなイノベーション需要が高まっていることに加えて、ベンチャービジネスへの投資家層が拡大していることや、各地でベンチャービジネスの拠点集積が進むなど、エコシステムの整備が進んでいることなどがある。もっとも、海外と比較すれば、わが国のベンチャービジネスの拡大ペースは依然限られており、新たなビジネスの拡大を後押しするための環境整備の必要性は引き続き高い。具体的な課題は多岐にわたるが、企業金融面に絞ると、未上場段階での大口資金の出し手確保や新興株式市場における持続的な企業価値向上に向けた取り組みなどが鍵になると考えられる。

はじめに

これまで、わが国のベンチャービジネス（以下、VB）は、起業意欲の低さや資金調達の難しさなどから、米国や英国、中国などと比べて不活発¹であると指摘されてきた²。もっとも、民間企業や政府の地道な取り組みが進捗するもとの、この10年程度の間、わが国VBの規模ははっきりと拡大してきた。新型コロナウイルス感染症が拡大した2020年以降についてみても、デジタル・トランスフォーメーション（以下、DX）や気候変動対応の動きが世界的に大きく進展していることもあって、わが国VBの拡大傾向は維持されている。

本稿では、この10年程度のわが国VBの動向を概観したうえで、業界関係者からの聞き取りなども踏まえて、その背景にある変化点を簡単に整理する。その後、日本をはるかに上回るペースで成長を遂げている海外VBとの比較も交えつつ、わが国VBの更なる拡大に向けた課題や、その解決に向けた取組みを紹介する。

わが国VB拡大とその背景

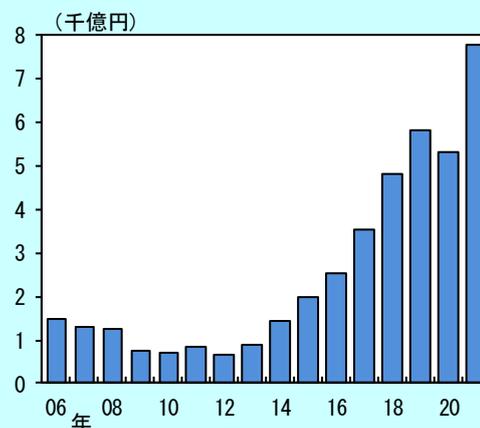
（わが国VBの現状）

最初に、わが国VBの現状について、①ベンチャーキャピタル（以下、VC）等を通じた資金調達

額、②有力ベンチャー企業数、③新規株式公開（IPO）件数という観点から確認する。なお、ベンチャー企業（スタートアップ企業）あるいはVBといった概念には明確な定義はないが、本稿では、各統計における定義を踏まえて、「新しい技術やビジネスモデルを中核とした新規事業を創出し、急速な成長を目指す新興企業」を広く対象とした。

まず、わが国ベンチャー企業の資金調達額をみると、リーマンショック後の2009年～2012年をボトムとして増加が続いてきた（図表1）。2020年には感染症拡大を受けていったん減少したが、2021年には、大型の資金調達が相次ぎ、過去最高水準まで大きく増加している。

【図表1】ベンチャー企業の資金調達額

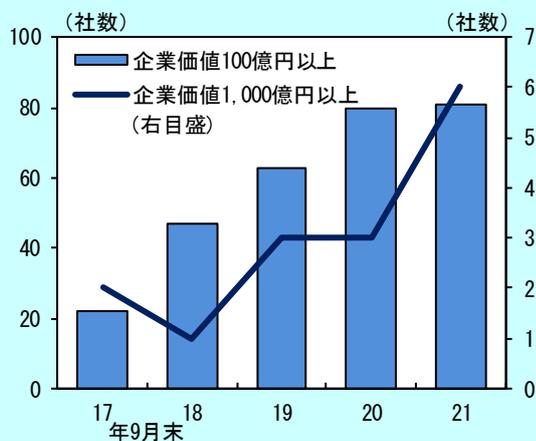


（注）スタートアップの資金調達額として集計している金額。
（出所）INITIAL

こうした資金調達額の増加と軌を一にする形で、わが国の有力ベンチャー企業数も着実な増加を遂げている。企業価値が1,000億円を超える未上場企業（所謂「ユニコーン」）も、少数ではあるが、誕生している（図表2）。ベンチャー企業等の新規株式公開（IPO）件数も増加を続けており、2021年には新興市場であるマザーズ（概ね現在のグロース市場に相当）へのIPO件数は、過去最多を記録した（図表3）。

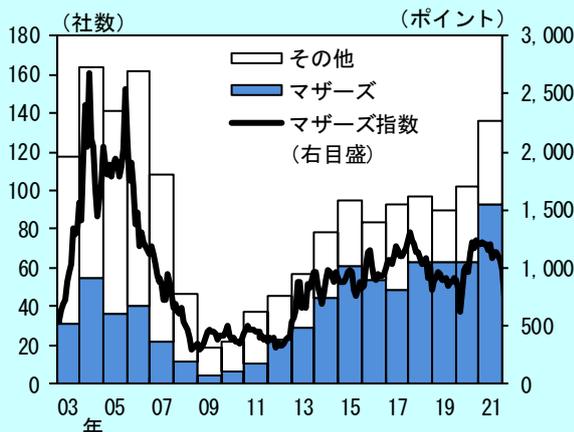
このように、わが国では、長らくVBが不活発であると指摘されてきたが、近年では企業数・資金調達額といった観点で、改善の動きがみられている。

【図表2】有力ベンチャー企業数の推移



(出所) 報道情報

【図表3】新規株式公開件数の推移



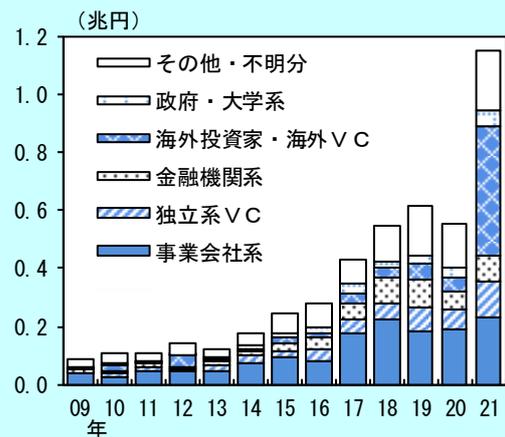
(出所) 日本取引所グループ、Bloomberg

(VB拡大の背景①)：投資家層の拡大)

わが国VBが拡大してきた背景の1つには、投資家層の拡大がある。投資家別のベンチャー投資額をみると、何れの主体でも増加しているが、①やや長い目でみて事業会社系がはっきりと増加してきているほか、②最近では、海外投資家による

投資も大幅に増加している（図表4）。

【図表4】主体別のベンチャー投資額



(注) ベンチャー企業の買収案件を含む。

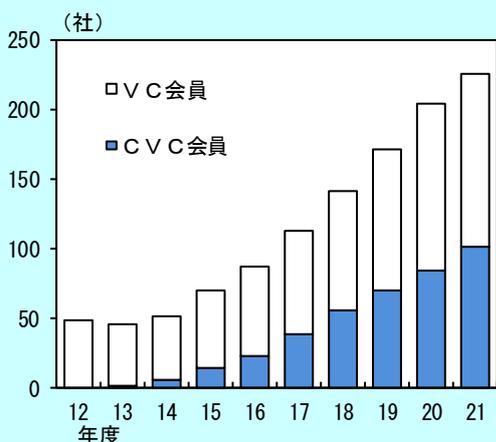
(出所) INITIAL

このうち、事業会社の投資拡大の背景には、業績改善に伴う投資余力の回復に加え、近年のオープンイノベーションに対する取り組み機運の高まりや2020年4月のオープンイノベーション促進税制³の導入などがあると考えられる。実際、ベンチャー企業への投資を行う専門部署・投資子会社であるコーポレート・ベンチャー・キャピタル（以下、CVC）の設立数や、事業会社やCVCによるファンド組成額・件数は、増加が続いている（図表5、6）。最近でも、DX関連、気候変動対応などを投資分野としたCVCの設立が相次いでおり、事業会社のオープンイノベーションへの取り組みスタンスは一段と積極化していると言える（図表7）。こうした取り組みの一環として、大企業によるベンチャー企業のM&Aについても、増加してきている。

海外投資家による投資拡大の背景について、業界関係者からの聞き取りによると、わが国VB市場の規模拡大や海外IRの積極化などにより認知度が向上するも、（後述するように近年巨大化している）海外VCが相対的な割安感がある本邦市場への参入スタンスを強めたことなどが指摘されている。特に、IPOやM&Aが視野に入る段階であるレイトステージでの大型案件での出資事例が増えている。後述するように、わが国では、レイトステージでの大口資金の出し手が構造的に不足しており、海外投資家はその役割を果たしたことは、VB市場の拡大に大きく寄与している、との指摘もみられる。先行きについて、前述のわが国VB市場の規模拡大や認知度向上を背景として、海外投資家による投資は基調として増加

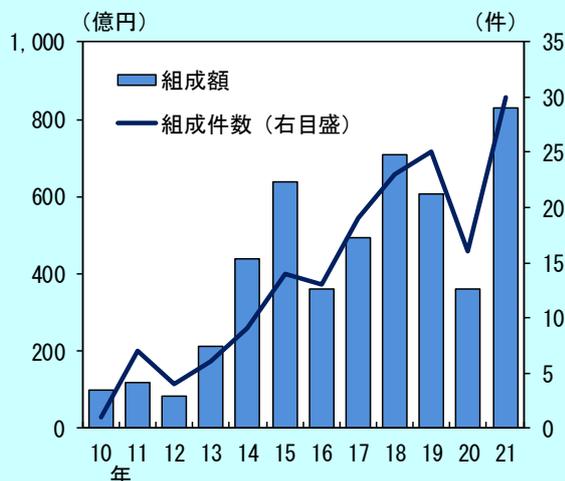
していただくろう、との声も聞かれた。

【図表 5】日本ベンチャーキャピタル協会



(出所) 日本ベンチャーキャピタル協会

【図表 6】事業会社系ファンドの組成動向



(注) 事業会社本体または CVC が組成するファンド。

(出所) INITIAL

【図表 7】大企業によるベンチャー投資加速の背景についての聞き取り調査

通信系 CVC	感染症を契機に、経済社会のデジタルシフトが半ば強制的に進んだことで、DX推進のための人材・技術獲得に向けて、大企業によるCVC設立が相次いでいる。
独立系 VC	感染症下で加速したDX推進により、ベンチャーとのオープンイノベーションの機運が高まっており、製造業をはじめとして、大企業のベンチャー投資の裾野が広がっている。
電機A社	オープンイノベーションの重要性の高まりを受けて、新規事業創出や事業モデルの変革を目的に、AIやビッグデータ活用などのデジタル関連企業を投資対象とするCVCを設立。

(VB拡大の背景②)：VBを支えるエコシステムの整備)

わが国 VB 拡大のもう 1 つの大きな要因として、

VB を支える「ベンチャー・エコシステム」の整備の進展が挙げられる。

ここで、ベンチャー・エコシステムとは、ベンチャー企業の各ステージにおける成長を支えるインフラや制度、行政や大学、大企業など各主体との連携の仕組みのことであり、米国のシリコンバレーなどがその代表例とされる。

こうしたエコシステムの整備については、わが国は、諸外国と比べて不十分であると指摘されてきた⁴。もっとも、前述の投資家層の拡大や IPO 市場の整備といった金融面での取り組みに加え、政府・地方自治体の支援拡充、民間企業の取り組みなどが着実に進捗するも、わが国でもエコシステムの機能度は改善している。実際、米調査会社が公表している、ベンチャー企業の育ちやすい都市のランキングである「グローバル・スタートアップ・エコシステム・ランキング」において、東京は、2019 年のランク外、2020 年の 15 位から、2021 年には 9 位と着実に評価を改善している⁵。

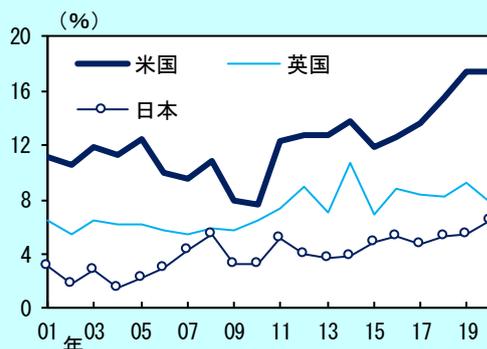
特に、ベンチャー企業や支援組織の集積については、従来からベンチャー企業の集積が進み、「ビットバレー」と呼ばれた渋谷に加え、2010 年以降は、大手不動産デベロッパーが、都市再開発の一環として、日本橋、丸の内などでもベンチャー向けのオフィスの供給や、起業家支援を行うアクセラレーター⁶等の誘致を積極的に行っている(図表 8)。このほか、大学での研究成果の事業化(所謂「大学発ベンチャー」)の進展もあり、各地で特色ある VB の集積がみられつつある。

また、起業家や起業を計画している人材の割合を示す「総合起業活動指数」をみても、引き続き米英と比べて低位ではあるものの、緩やかに改善している(図表 9)。財務や経営等の経験を持つ大企業出身者が VB に転じるケースも増えているとされ、かつてと比べて人材面でのエコシステムも徐々に改善しつつある。

【図表 8】デベロッパーによる取り組み事例

オフィス研究拠点	スタートアップ向けのシェアオフィスや共用型の研究開発・実験施設の提供。
交流拠点	スタートアップ同士や、大企業や金融機関の担当者が交流する会員制施設の提供。
支援組織の誘致	海外大手インキュベーター/アクセラレーターの誘致。

【図表 9】 総合起業活動指数の推移



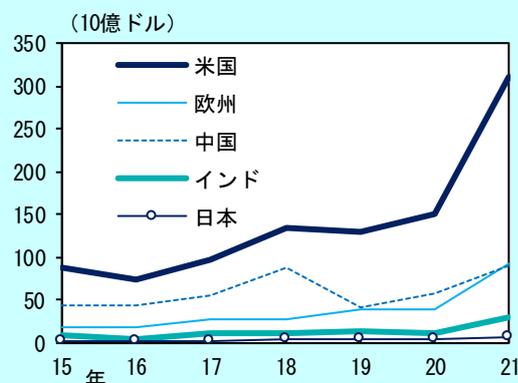
(注) 起業を計画中もしくは起業後 3.5 年以内の起業家が成人人口に占める割合。

(出所) Global Entrepreneurship Monitor

VBの更なる拡大に向けた課題と取組み

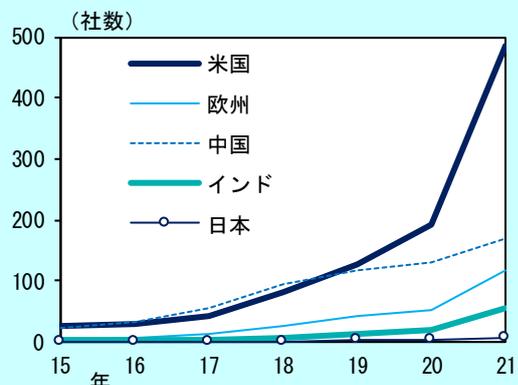
これまで述べたように、わが国 VB は拡大してきているが、海外と比較すれば、そのペースは緩やかと言わざるを得ない。わが国のベンチャー企業による資金調達額や「ユニコーン」数をみると、目覚ましい拡大を続ける米国はもちろん、欧州や中国との対比でも、むしろ差が広がっているようにも見える（図表 10、11）。

【図表 10】 ベンチャー企業の資金調達額



(出所) CB INSHIGHTS、INITIAL

【図表 11】 ユニコーン企業数



(注) 2022/1 月時点において、未上場の企業を集計しており、過去時点の計数には留意が必要。

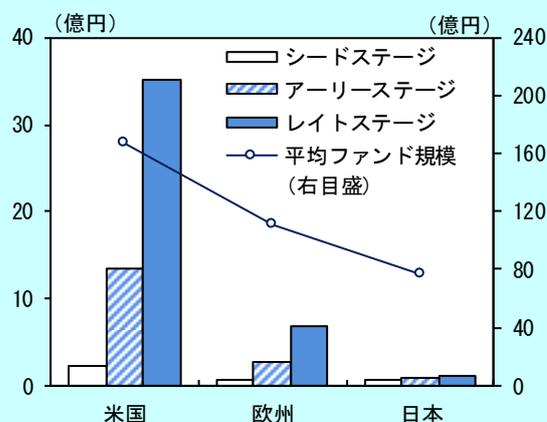
(出所) CB INSHIGHTS、INITIAL

こうした海外との格差を踏まえると、わが国では VB の更なる拡大に向けて、体制整備等を進める必要性は、なお大きい。そのための課題は、人材育成面や所謂「大学発ベンチャー」を含む産学連携の在り方など、多岐に亘ると考えられる。以下では、これらの課題のうち、VB の資金調達環境という企業金融面の課題に焦点をあてる。具体的には、業界関係者への聞き取り調査の中で多く指摘された 2 つの課題を、最近の取組みとあわせて紹介する。

(課題①：未上場段階の大口資金の出し手確保)

第 1 の課題は、ベンチャー企業が未上場の段階における大口資金の出し手の確保である。ベンチャー企業の資金調達額を VB のステージ別⁷⁾にみると、米国や欧州では企業の成長に連れて（成長のための資金需要に応じる形で）調達額が大口化している。これに対して、日本ではレイトステージでも調達額にほとんど変化がない。この背景の 1 つとしては、わが国の VC は規模が小さく、大ロットでの投資が難しいことが考えられる（図表 12）。

【図表 12】 ステージ別の 1 件当たり調達額



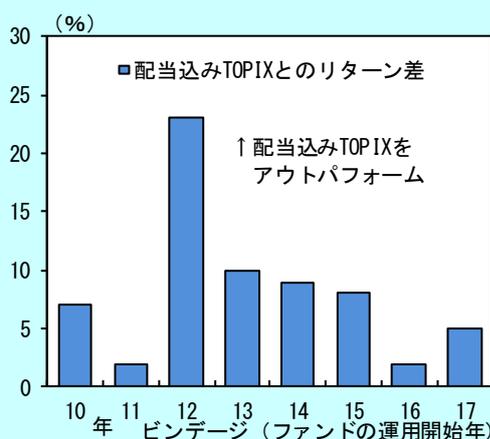
(出所) ベンチャーエンタープライズセンター「ベンチャー白書 2021」、PitchBook、INITIAL

レイトステージ段階での規模の大きい投資が不足していることは、ベンチャー企業が未上場のまま成長を遂げることが難しいことを意味している。とくに、事業化までに長い時間を要する一方で、多額かつ長期にわたる先行投資が必要となる「研究開発型ベンチャー⁸⁾」は、大口の資金が調達しにくい環境では育ちにくい。前述の「大学発ベンチャー」や最先端技術の研究開発を通じて経済・社会に極めて大きなインパクトを持つ製品・サービスの提供を目指す「ディープテック」領域

のベンチャー企業には、「研究開発型ベンチャー」に該当する先が多い。このため、大口資金の出し手の確保は、これらのベンチャー企業の成長機会を確保するうえで重要である。

この点、米国を中心に海外においてベンチャー企業への大口の投資が増加している背景には、従来型の VC に加え、幅広い投資家の資金が流入しており、VB 市場の厚みが増していることが貢献しているように窺われる (BOX 参照)。前述のように、グローバルに VB を投資対象とする投資家層の拡大は、わが国でも大口資金の出し手の拡大につながっている面はある。もっとも、国内での大口投資をより活性化するためには、海外からの資金のみに頼るのではなく、国内の年金基金等の機関投資家の資金を呼び込むことも重要と考えられる。この点、わが国において機関投資家がベンチャー投資を増やしていく一因として、業界関係者からは、国内の VC ファンドや VB 市場について十分な情報が得られにくい点も指摘されている⁹。そうした問題意識を踏まえて、2020 年以降、日本ベンチャーキャピタル協会は「国内 VC パフォーマンスベンチマーク調査」において、ビンテージ (ファンドの運用開始年) ごとの投資リターン等を試算・公表している (図表 13)。このように VB 投資のリスク・リターン等の特性をより明確にしていくことは、投資家層の拡がりに資することが期待される。

【図表 13】国内 VC ファンドの投資リターン



(注) ダイレクトアルファ法を用いて、TOPIX とのパフォーマンスを比較したもの。

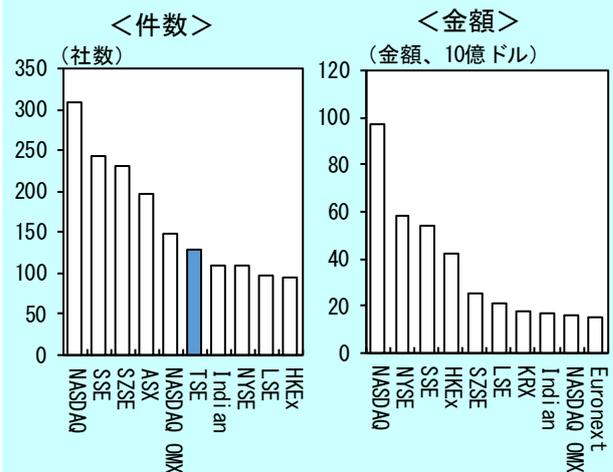
(出所) 日本ベンチャーキャピタル協会、Preqin

【課題②：新興株式市場の機能度の向上】

第 2 の課題は、新興株式市場 (従来のマザーズ・ナスダックや現在のグロース市場) の機能度の向

上である。前述したように、わが国においては、レイトステージのベンチャー企業に対する大口の資金の出し手が不足していることもあって、企業規模が小さい段階で IPO を選択する先が多くなっている。実際、世界の主要市場の IPO の件数・金額を比較すると、東京証券取引所 (TSE) は、件数ベースでは第 5 位と上位に入っている一方、金額ベースでは上位 10 先に入っておらず、「スモール IPO」が多いことがわかる (図表 14)。

【図表 14】主要市場の IPO 動向 (2021 年)



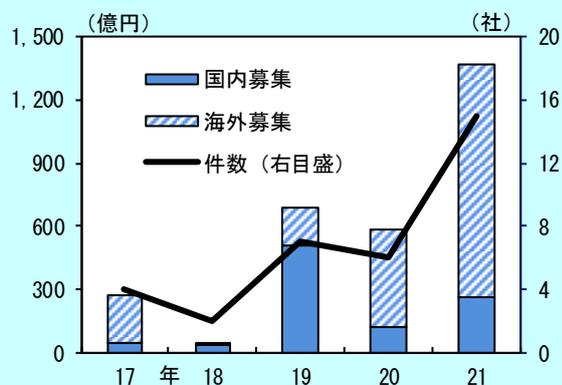
(出所) Ernst & Young Global

こうした「スモール IPO」は、ベンチャー企業が早期に上場市場にアクセスが可能となるという面で、メリットは大きい。市場関係者が、新興市場の整備に尽力してきたことは、わが国の VB の拡大を支えてきたと考えられる。

ただし、早期上場のメリットを最大限生かすためには、ベンチャー企業が、上場後に公募・売出 (PO) 等により成長資金を調達できる環境を整えることが重要となる。この点、わが国の新興市場では、売買の担い手の多くが個人投資家であり、機関投資家の存在感は限られている¹⁰。こうした市場構造のもとで、わが国の新興市場では上場時以外での大規模な公募増資等は容易ではなく PO の件数・金額——とくに国内投資家を対象とした国内での募集額——は低水準となっている (図表 15)。先行研究では、わが国の新興市場 (マザーズ・ジャスダック) に上場した企業の成長率は、米国 (ナスダック) 対比で平均して低い、との指摘がみられるが¹¹、これには上場後の成長資金の確保の難しさも影響している可能性がある。2022/4 月からの東京証券取引所による市場再編に際しては、グロース市場についても、コンセプトの明確

化とあわせて上場基準の見直しが実施されている。こうした見直しが、多様な投資家の参入を通じて、上場企業の持続的な成長に繋がることが期待される。

【図表 15】新興市場における P0 の動向



(出所) アイ・エヌ情報センター

おわりに

わが国 VB は、関係者によるエコシステム整備

の取り組みが着実に進むもとで、拡大してきている。今後に向けても、政府や関係者によって、本稿で指摘した点に加え、IPO プロセスの改善や未上場株式の取引拡大など、幅広い分野での環境整備の試みが進捗している。

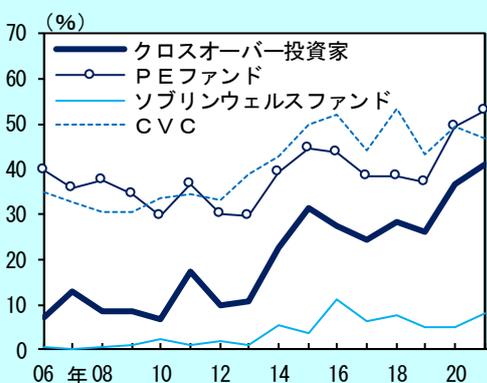
わが国の企業部門が新たな成長分野を切り開き、経済全体として新陳代謝を進めつつ生産性を高めていくためには、イノベーションの担い手であるベンチャー企業をはじめ、新たなビジネスの拡大を支える環境整備が重要である¹²。日本経済団体連合会も、2027年までに起業数や投資額、「ユニコーン」数を現状の10倍に増やすことなどを目標に据えた「スタートアップ躍進ビジョン」を提言しているが、わが国のVB拡大に向けた議論が更に活発化し、わが国経済の活性化に資することが期待される。

BOX 世界的なベンチャービジネスの急拡大

やや長い目でみて、世界的にVBは拡大している（前掲図表10、11）。この背景には、各国での緩和的な金融環境や、DX、気候変動対応やバイオなどへの関心の高まりに加え、米国を中心に、VBに投資する投資家層の多様化が進んでいることもある。伝統的なVC以外にも、①上場株投資を主とするパブリック投資家や、②上場企業のパイアウト投資を主とするPEファンドなどが、未上場市場にも投資領域を拡大している。特に、ベンチャー投資を行うパブリック投資家は、上場/未上場の垣根を超えるという意味で「クロスオーバー投資家」と呼ばれており、豊富な資金や迅速な投資判断を武器に存在感を高めている（BOX図表1）。この間、ベンチャー企業のIPOや大企業によるベンチャー企業のM&Aも大幅に増加している（BOX図表2）。

こうした世界的なVBの拡大ペースは、2020年の新型コロナウイルス拡大以降、一段と加速している（本文中で指摘したように、わが国への投資も急増）。この背景としては、感染症による経済構造の変化等を受けたVBの資金需要拡大に加え、緩和的な金融環境のもとで、IPO後の高値売却を前提とした投資家間の競争の激化を指摘する向きもあり¹³、今後の動向を注視していく必要がある。

【BOX図表1】投資家主体別にみた参加比率



(注) 各投資家が参加するベンチャー投資案件が全投資案件に占める割合。金額ベース。複数投資家が参加した案件の金額は、按分されず、各投資家に案件額が計上されている。

(出所) PitchBook

【BOX図表2】IPO・SPAC・M&A 件数



(注) グローバル計。

(出所) CB INSIGHTS

- 1 例えば、内閣府「平成 19 年度 年次経済報告」などを参照。
- 2 こうした指摘の背景については、例えば、八木智之・古川角歩・中島上智「わが国の生産性動向—近年の事実整理とポストコロナに向けた展望—」、2022 年 3 月を参照。
- 3 スタートアップ企業の新規発行株式を一定額以上取得する場合、その株式の取得価額の 25%が所得控除される。事業会社による M&A や CVC による出資等が対象となりうる。
- 4 こうした指摘の背景については、例えば、野村敦子「わが国におけるベンチャー支援の在り方」、2015 年 3 月を参照。
- 5 Startup Genome「Global Startup Ecosystem Report 2021」、2021 年 9 月。
- 6 未上場企業や起業家に対して、既存事業の成長・拡大に向けた支援を影響する団体・組織。起業や新たな事業の創出支援を主な目的とする場合は、インキュベーターと呼ばれる。
- 7 ベンチャー企業は、製品や事業の成熟段階に応じて、いくつかのステージに分類されることが一般的。ステージ数や各段階の定義は流動的だが、例えば、ベンチャーエンタープライズセンター「ベンチャー白書 2021」、2021 年 12 月は、①シード（商業的事業がまだ完全に立ち上がっておらず、研究及び製品開発を継続している企業）、②アーリー（製品開発及び初期のマーケティング、製造及び販売活動を始めた企業）、③エクспанション（製品及び出荷を始めており、その在庫または販売量が増加しつつある企業）、④レイター（持続的なキャッシュ・フローがあり、IPO 直前の企業等）の 4 段階に区分している。
- 8 研究開発型ベンチャーの特徴について、内閣府「研究開発型ベンチャーの創出と育成について」、2003 年 5 月では、「①コアとしての技術、特許権等をもとに研究開発・事業を行い、また、それを必要とする分野に在ること、②比較的若い企業であること、③上昇志向のあること」を挙げている。また、経済産業省「事業会社と研究開発型ベンチャー企業の連携のための手引き」では、「技術・製品開発に多くの時間とお金がかかる上に、成功確率も低いこと」を特徴として挙げている。
- 9 こうした指摘の詳細については、例えば、日本ベンチャーキャピタル協会「国内 VC ファンドの時価評価に係る実務指

針」、2017 年 3 月、「VC ファンドのパフォーマンス評価に係る調査報告書」、2016 年 2 月を参照。

- 10 例えば、日本取引所グループ「投資部門別売買状況」によると、2021 年のマザーズ市場（概ね現在のグロス市場に相当）の売買代金の 6 割弱は個人投資家によるものとなっている。
- 11 一橋大学（鈴木健嗣）・グロースキャピタル、「上場後の成長の谷に関する共同研究レポート」、2021 年 3 月。
- 12 鷺見和昭「ベンチャーキャピタルとスタートアップ企業のイノベーション—特許データによるビッグデータ解析—」、2021 年 3 月では、スタートアップ企業の特許出願動向をみると、企業毎に相応のばらつきがみられるものの、約 4 割の先が特許出願を行っており、既存企業の出願割合を大きく上回っていることが指摘されている。
- 13 PitchBook「US VC Valuations Report」、2022 年 2 月、「These 6 charts show how much VC is awash in capital in 2021」、2021 年 10 月では、PE ファンドやヘッジファンドなどの非伝統的投資家の資金流入を受けた VC ファンド投資の待機資金が増加していることや、こうした非伝統的投資家は従来の VC ファンドよりベンチャー企業の評価額に敏感でない傾向があること等が、バリュエーション高騰につながっていると指摘している。

日銀レビュー・シリーズは、最近の金融経済の話題を、金融経済に関心を有する幅広い読者層を対象として、平易かつ簡潔に解説するために、日本銀行が編集・発行しているものです。ただし、レポートで示された意見は執筆者に属し、必ずしも日本銀行の見解を示すものではありません。

内容に関するご質問等に関しましては、日本銀行調査統計局経済調査課（代表 03-3279-1111）までお知らせ下さい。なお、日銀レビュー・シリーズおよび日本銀行ワーキングペーパー・シリーズは、<https://www.boj.or.jp> で入手できます。