

# 日本のスタートアップファイナンス環境に 求められる成長のための方向性



笹森宥穂



白石勇太郎

## CONTENTS

- I これまでの日本のスタートアップファイナンス
- II 将来に向けたスタートアップファイナンスの課題仮説
- III 海外事例から見るVC以外の資金提供主体が活躍する可能性
- IV これからの日本のスタートアップファイナンス拡充に向けて取り組むべき方向性仮説
- V おわりに

## 要 約

- 1 国内のスタートアップファイナンスは過去10年、成長のトレンドにあり、日本のスタートアップ・エコシステムの成長に大きく貢献してきた一方で、トレンドは変曲点にあり、かつ政策などの量的な目標を踏まえると、従来のスタートアップファイナンスからさらに一歩踏み込んだ非連続的な進化が求められている。
- 2 諸外国のスタートアップ・エコシステムでは、米国型のベンチャーキャピタルが主導するスタートアップファイナンス拡充がベンチマークされることが多いものの、その成立要件などは米国の特殊な背景があったと考えられる。
- 3 欧州（フランス・ドイツ）やアジア（シンガポール・韓国）には、特徴的なスタートアップファイナンスで成長しているエコシステムも存在する。
- 4 これらの事例を踏まえ、国内のスタートアップファイナンス環境が今後、非連続的な成長を達成するには、資金調達手段の多様性と成長段階を鑑みると、「エクイティの出し手多様化」「レイターの資金拠出拡大」「デット性の資金供給の増加」「M&Aなど、エグジットの多様化」の4つの方向性が考えられる。
- 5 他方、各方向性の実現に向けては、依然、いくつかの課題も存在しており、資金調達／拠出の当事者はもちろん、行政を含むエコシステムのステークホルダー全体での意識アップデート、取り組みの推進が求められる。

## I これまでの日本の スタートアップファイナンス

日本経済成長の担い手としてスタートアップへの期待が高まっている。内閣官房は2022年11月に「スタートアップ育成5か年計画」を策定し、ユニコーン（時価総額1000億円超の未上場企業）を将来的に100社創出する目標を設定した。

スタートアップは創業後間もないため、相対的に企業体力が弱いことから、企業成長を考える際にはエコシステム単体での支援が求められる。優れた事業アイデアを持つスタートアップに対して、それを支えるリソース（ヒト・カネ・技術・情報など）をエコシステム全体で提供し、成長を促すことが重要となる。

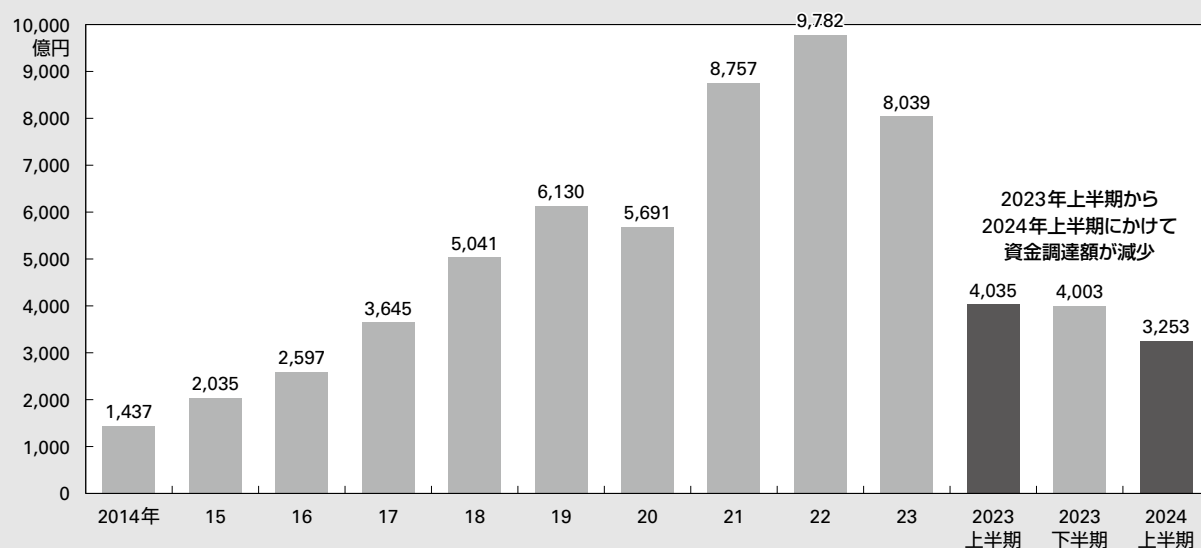
とりわけ、成長のドライバーとして重要となるのはカネである。スタートアップは事業からのキャッシュ創出が少ないため、優れた事業アイデアや技術を大きく育てるには、外部からの資金調達が必要となる。「スタート

アップ育成5か年計画」でも、スタートアップへの投資額を2027年度には現在の10倍を超える規模（約10兆円）にすることを目標に掲げている。

過去10年間は、日本においてスタートアップ成長への追い風の時期であった。ベンチャーキャピタル（以下、VC）・事業会社からのエクイティ（株式）を中心に資金を調達し、企業価値を向上させるスタートアップが増え、結果としてユニコーンに育つ企業も増加するなど、スタートアップ・エコシステムが徐々に活性化してきた。

他方、直近ではこの傾向に陰りが見られる。国内スタートアップの資金調達額の年別推移を見ると、2022年まではおおむね増加傾向であったが、2023年は前年より1700億円程度のマイナスとなり、増加傾向に停滞が見られた。また2024年上半期は前年同期よりも約800億円のマイナスとなっており（図1）、その要因として、米国をはじめとする海外VC市況の冷え込みの影響を指摘する向きもあるなど、こうした停滞は1～2年間のみの局所

図1 国内スタートアップの資金調達総額の年別推移



出所) スピーダ スタートアップ情報リサーチ「Japan Startup finance 2024上半期」より作成

的な現象にとどまらず、継続する可能性がある。こうしたファイナンス環境の停滞は、今後、未上場時に成長するスタートアップの増加を阻害する一因となり得、また、後述するとおり、スタートアップ育成5か年計画に記載のあるような数値目標を達成するためには、今までとは非連続的なスタートアップファイナンスの機能アップデートが必要になる可能性が高い。

このように、過去約10年の成長トレンドの中では見られなかった状況に直面しており、資金調達環境の制約がスタートアップの成長を抑制してしまう事態を避けるためにも、従来のスタートアップファイナンスからさらに一歩踏み込んだ進化が求められる。

本稿では、日本およびアジア・欧米諸国のスタートアップファイナンスとエコシステムの関係性を整理し、今後、非連続的なスタートアップファイナンスの機能拡充が必要である

旨を整理する。そのうえで、VC以外のプレイヤーが存在感を発揮している国についてその特徴を紹介する。それらの情報に基づき、今後の日本のスタートアップファイナンスに求められるアップデートの方向性仮説について整理する。

## Ⅱ 将来に向けたスタートアップファイナンスの課題仮説

### 1 日本を目指す

#### スタートアップ・エコシステムの姿

まずは、日本のスタートアップ・エコシステムが目指している将来像について、政府が2022年11月に策定した「スタートアップ育成5か年計画」を基に概観する。同計画では、2027年度までにスタートアップへの投資額を10兆円規模に拡大すること、ユニコーン企業100社、スタートアップを10万社創出するこ

図2 「スタートアップ育成5か年計画」の概観

| 3本柱                          | 方向性                                     | 具体的な取り組み（例）                                          | 目標                        |
|------------------------------|-----------------------------------------|------------------------------------------------------|---------------------------|
| ①スタートアップ創出に向けた人材・ネットワークの構築   | 起業の促進                                   | アントレプレナー教育の強化                                        | スタートアップへの投資額を10兆円規模に拡大    |
|                              | 起業家育成拠点の整備                              | グローバルスタートアップキャンパス構想                                  |                           |
|                              | 創業環境およびその支援環境の整備                        | 国内の起業家コミュニティの形成促進                                    |                           |
| ②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 | 大規模資金拠出主体の増加（国内・海外の大規模主体／個人）            | 中小企業基盤整備機構、産業革新投資機構、官民ファンドなどのVCへの出資機能の強化             | ユニコーン企業100社、スタートアップ10万社創出 |
|                              | 出口となるマーケットおよび関連制度の改善                    | ストックオプション、IPOプロセス、未上場株のセカンダリーマーケットなどの環境整備            |                           |
|                              | エコシステムの強化と裾野拡大                          | 海外先進エコシステムとの接続強化、国内スタートアップ海外展開の強化、地方におけるスタートアップ創出の強化 |                           |
| ③オープンイノベーションの推進              | 既存の大企業がSUの協業相手、労働力供給減、買収元として機能するための制度整備 | 大企業とスタートアップのネットワーク強化                                 |                           |
|                              | スタートアップおよびエコシステムの活性化のためのデータ整備           | 公共サービスやインフラに関するデータのオープン化の推進                          |                           |

※ 太枠がスタートアップファイナンス関連部分  
出所）内閣官房「スタートアップ育成5か年計画」より作成

とが目標として掲げられている。また、そのための手段として、①スタートアップ創出に向けた人材・ネットワークの構築、②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、③オープンイノベーションの推進、が「3本柱」として示されている。

特にスタートアップファイナンスに関連する柱②については、広範にわたる具体的な取り組みが示されているが、それらは大きく「大規模資金拠出主体の増加」「出口となるマーケットおよび関連制度の改善」「エコシステムの強化と裾野拡大」の3つの方向性に整理でき、これらが目標達成のための手段として想定されていることが分かる（図2）。

2 野心的な政府目標

続いて、これらの目標を相対的に捉えるため、現時点の日本国内および海外諸国との比較を行う。

まず、目標に掲げられているスタートアップへの投資額およびスタートアップ企業数・ユニコーン企業数について、現時点の状況と

の差異を整理する（図3）。2022年の発表時には、計画が終了する2027年までの5年間でスタートアップファイナンスの額を約10倍、さらにユニコーン数を、時期は定めないが約16倍に増加させる計画とされていた。しかしながら、計画発表から1年強が経過した2023年末の時点では、その実績値は計画値とは程遠い進捗状況となっている。

具体的には、スタートアップへの投資額は景気状況などの影響を受け、2022年から約2割減少した8039億円となった。ユニコーン数は増加したものの、依然14社にとどまっている。この現状を踏まえると、「スタートアップ育成5か年計画」の目標を予定どおりの期間で達成するためには、スタートアップファイナンスに関しては残り4年で10倍強、またユニコーン数は約7倍の増加が必要となる。

続いて、海外諸国との比較を見てみたい。「スタートアップ育成5か年計画」の目標に掲げられている項目について、日本および各国の現状を照合すると、ユニコーン企業100社は現在のインドの値と同程度、スタートア

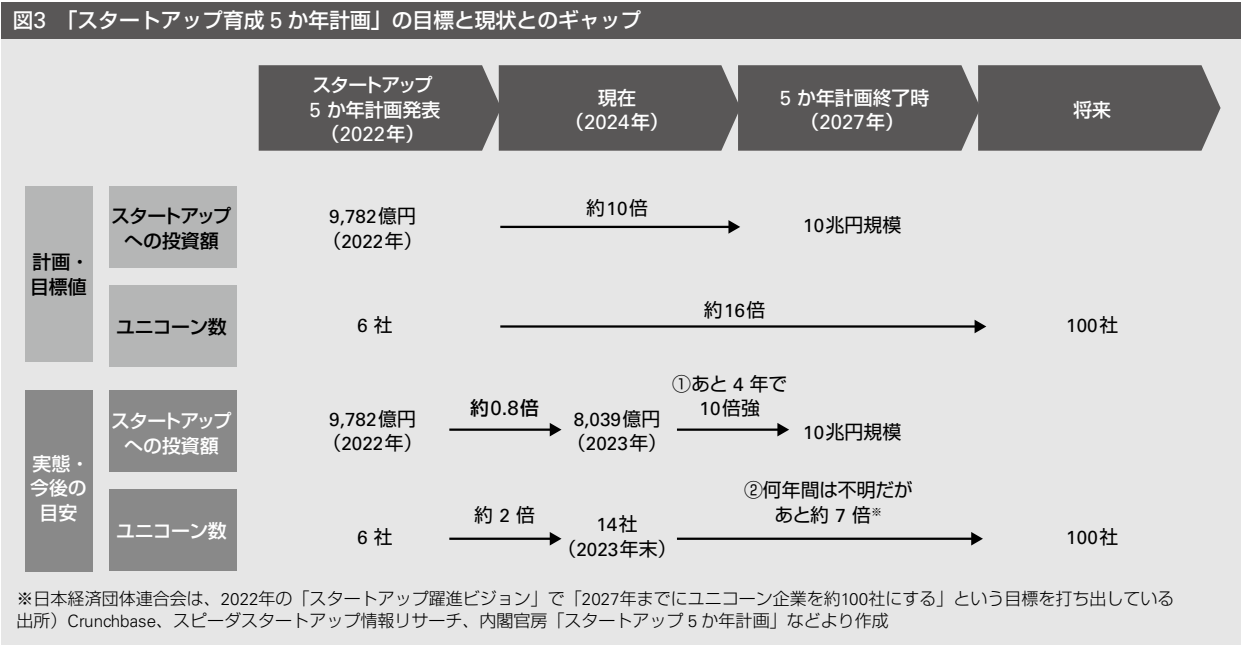


表1 主要国間でのスタートアップ関連指標の比較

| 国名     | スタートアップ数関連指標    |              | スタートアップファイナンス関連指標 |                     |                | イグジット関連指標 |       |
|--------|-----------------|--------------|-------------------|---------------------|----------------|-----------|-------|
|        | スタートアップ<br>設立件数 | ユニコーン<br>企業数 | 投資額<br>(百万ドル)     | ベンチャーデット額<br>(百万ドル) | ベンチャーデット<br>件数 | M&A件数     | IPO件数 |
| 米国     | 10,992          | 695          | 94,411            | 553                 | 23             | 4,020     | 223   |
| インド    | 6,211           | 96           | 9,042             | 156                 | 21             | 157       | 266   |
| 英国     | 3,007           | 56           | 11,958            | 38.4                | 6              | 443       | 35    |
| カナダ    | 1,173           | 25           | 4,655             | 10                  | 3              | 165       | 98    |
| ドイツ    | 890             | 36           | 6,080             | 49.5                | 2              | 228       | 90    |
| フランス   | 719             | 28           | 6,607             | —                   | —              | 163       | 39    |
| 中国     | 614             | 156          | 13,014            | —                   | 2              | 32        | 207   |
| シンガポール | 536             | 24           | 3,971             | 50                  | 2              | 38        | 12    |
| インドネシア | 385             | 7            | 1,230             | 100                 | 2              | 13        | 78    |
| 韓国     | 242             | 23           | 2,437             | —                   | —              | 27        | 51    |
| 日本     | 194             | 7            | 1,876             | —                   | —              | 19        | 96    |

※値はいずれも2023年時点のもの  
出所) Tracxnより作成

ップへの投資額10兆円は米国を除く表内主要国の現在の投資額の総計と同程度であることから、これらの目標は野心的なものであるといえる（表1）。

またその中でも、やはり世界の最先進国は米国であり、2023年のスタートアップ関連指標を主要国間で比較すると、設立されたスタートアップ企業数、ユニコーン企業数、スタートアップへの投資金額などほぼすべての指標で米国がトップの値を記録している（IPO件数のみインドに次ぐ2位）。日本との差を比較すると、年別スタートアップの企業数は約50倍、ユニコーン企業数は100倍、投資額は50倍の開きがあることが分かる。

こうした国家規模の指標に加えて、より具体的な比較のため、スタートアップへの資金拠出主体として重要な地位を占めるVCの活動に絞って日米間を比較する。日本と米国の代表的なVC 2社ずつにおける2018～2022年

の5年間の投資件数と1件当たりの金額を比べると、日米間ではVC 1社当たりの投資活動において件数では5倍以上、投資サイズでは3倍以上の差がある（図4）。既存のスタートアップファイナンスの資金提供主体の構造と同じで、かつVCの数が変わらないと仮定した場合、スタートアップファイナンスの増加目標を達成するには、日本のVCは、多少の差はあるものの米国のVC水準まで成長することが求められる。

筆者らは、短期間でこの成長を遂げるのは難しいと考える。理由の1点目として、米国の現状のスタートアップファイナンス水準の達成は、古くからの政策的な取り組み、およびそれらを基盤としたVC産業を背景としており、短期的に日本が取り組むにはハードルが高いことが挙げられる。

米国のスタートアップファイナンスの拡大に影響を与えた大きな要因の一つに、1979年の

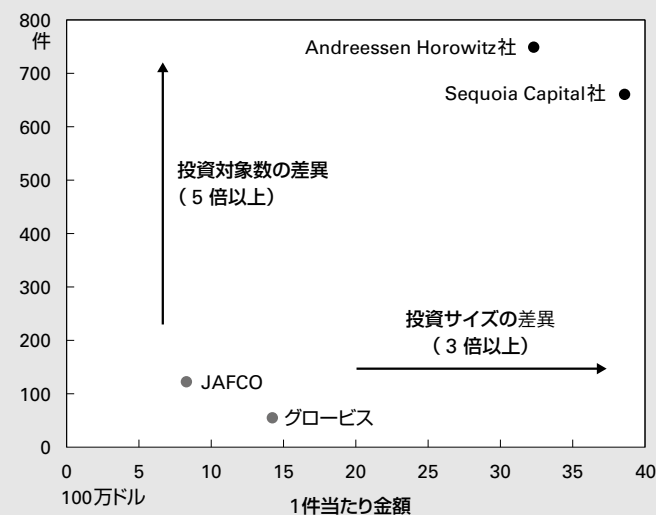
労働省による従業員退職所得保障法（ERISA）の改正がある。これにより、「Prudent Man Rule<sup>※1</sup>」が明確化され、基準を満たす年金基金であれば、VCへの投資を含むハイリスク資産への投資を認める形で規制が緩和された。

これにより年間ファンド組成額が5年で45倍に成長（1982年：10億ドル⇒1987年：450億ドル）した。さらに当時、米国のコンピュータ・ソフトウェア産業が成長期にあり、産業の発展とVCからの資金供給拡大の時期が一致し、一部の企業が大きく成長したことで、VCは大きなリターンを獲得した。それにより、VCへの資金供給が加速することとなり、そのモメンタムが近年まで続いていたといえる（図5）。

このように、米国で起点となったERISA法の改正のような取り組みにより、たとえば日本でもGPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）からスタートアップへの資金供出を拡大するような取り組みも考えられるが、検討は進んでいるものの本格的な投資活動に至っていないと見られる。

さらに、この循環において重要であったの

図4 日米主要VCファンドの投資件数・規模の比較



※2018年～2022年の5年間の数値、1ドル=148円として計算  
出所) 各種公開情報より推計

は、VCの投資先として巨大な資金需要がある成長産業が存在したことである。VCによる資金流入を通じて、現在の巨大テック企業であるAppleやIntelが成長のきっかけを得ることができた。日本でもデジタル産業や一部産業は成長基調にはあるものの、AppleやIntelのサイズに成長することが見込まれるスタートアップは、現状ではそこまで多く存在しない。したがって、VC側の供給が急激

図5 米国におけるVC成長の要因サイクル

#### 年金マネーの流入に関する制度改正

1979年に労働省が従業員退職所得保障法（ERISA）における「Prudent Man Rule」を明確にし、基準を満たす年金基金であれば、VCへの投資を含むハイリスク資産への投資を認める形で規制を緩和

#### PC・ソフトウェア産業の台頭

産業の発展とVCからの資金供給拡大が相合い、一部の企業が大きく成長したことで、VCは大きなリターンを獲得。それにより、VCへの資金供給が加速することになり、米国のVC産業は大きな発展を遂げた

#### VCのファンド組成額が拡大

「Prudent Man Rule」の明確化により、年間ファンド組成額が5年で45倍に成長（1982年：10億ドル⇒1987年：450億ドル）

に増えたとしても産業側の受け皿が十分になく、米国のような循環が生じない可能性が高い。

このように、米国のVC産業の成長は「ERISA法の改正」「法改正に基づくVCへの大規模な資金流入の機会発生」「機会に応える投資リターンを創出する産業の存在」の3つが同時期にかみ合ったことで実現したものである。今後、日本で同様の状況を形成することは難しく、つまり米国のようなVCの成長を再現することが容易ではないことから、米国のようにVCが主導するスタートアップファイナンスの拡充を図るのみでは、日本のスタートアップファイナンスの拡充や、「スタートアップ育成5か年計画」の目標の達成、ひいてはスタートアップ・エコシステムの大規模な成長は難しいと筆者らは考える。

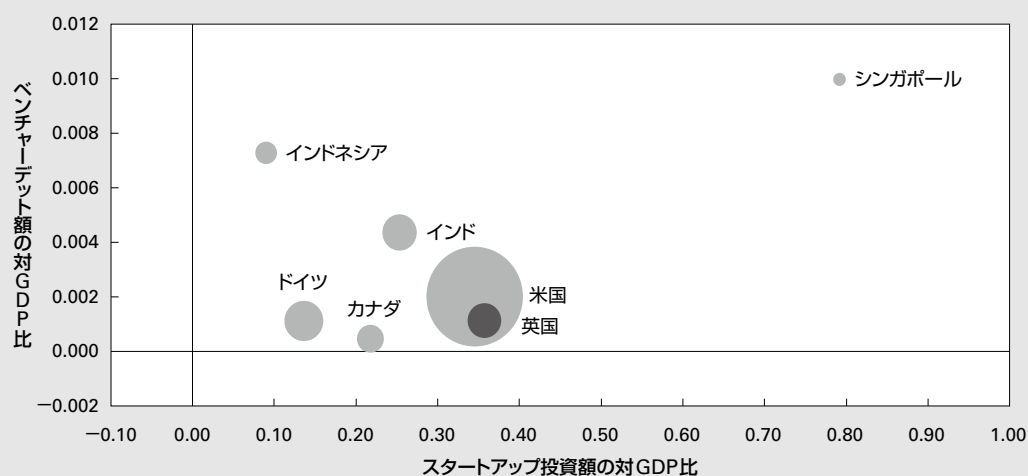
それでは、日本のスタートアップ・エコシステムのさらなる成長のために、ファイナンス環境はどのような道を進むべきなのか。次章では諸外国のスタートアップファイナンス環境をレビューし、求められる方向性を導出する。

### Ⅲ 海外事例から見るVC以外の資金提供主体が活躍する可能性

本章では、日本国内のスタートアップファイナンス環境の成長において、VC以外の資金提供主体が果たし得る役割を検討するため、VC以外の主体に着目して海外の事例を紹介する。

まずは、特徴的な海外事例の特定のため海外諸国におけるスタートアップファイナンス環境について、量的指標から把握を試みる。2023年の各国におけるスタートアップ企業への投資額およびベンチャーデットでの融資額をTracxn<sup>注2</sup>より取得し、各国のGDP（IMFより取得）に占める比率を算出した<sup>注3</sup>。その値をプロットすると、単純な金額では米国が首位であったものの、GDPに占める比率で見るとシンガポールがスタートアップ投資額・ベンチャーデット融資額の双方で突出した値を示していることが分かる。また、スタートアップの設立件数も加味すると、ドイツはスタートアップ投資額・ベンチャーデット融資額の双方の比率はともに小さいものの、

図6 GDPに占めるスタートアップ投資額・ベンチャーデット額の比率およびスタートアップ設立件数の国際比較



※値はいずれも2023年時点のもの  
出所) スタートアップ投資額・ベンチャーデット額・スタートアップ設立件数はTracxnより、GDPはIMFより取得し作成

他国と比較しても小さくない数のスタートアップ設立数を見せている（図6）。

そこで、以下ではシンガポール、ドイツおよびフランス、韓国のスタートアップファイナンス環境におけるVC以外の資金提供主体の動向について、情報を整理する。

## 1 シンガポール：ベンチャーデットの活用を促進するエコシステム

シンガポールは2015年以降、ベンチャーデットが活発な地域として知られ、特に東南アジア地域での主要なマーケットとなっている。その要因の一つとして、政府の積極的な支援がある。たとえば、シンガポール企業庁（Enterprise Singapore）は、Enterprise Financing Scheme-Venture Debt（通称EFS-VD）と名づけられたプログラムを通じて、スタートアップがベンチャーデットを活用することを支援している。具体的には、借り手1社当たり800万シンガポールドル（約9億円）の最大融資額を設定し、返済期間は最長5年としている（表2）。

また、シンガポール企業庁が適格ローンのリスクを通常なら50%、特に設立後5年以内の新興企業が借り手の場合は70%の比率で負担する。これらはいずれも、一般的な条件と比べて高いレベルである。2023年には制度の改定が行われ、償還可能転換優先株（RCPS）によって裏づけられたベンチャーデットローンにも対応が開始されたことで、不規則なキャッシュフローを持つ初期段階やディープテックのスタートアップに、より柔軟な返済計画を提供できるようになった<sup>注4</sup>。

シンガポールでは、政府が民間の資金提供主体である銀行と連携し、ファイナンスエコ

表2 EFS-VDと一般的なベンチャーデットの条件の比較

|      | EFS-VD                   | 一般的な条件                      |
|------|--------------------------|-----------------------------|
| 融資額  | 800万シンガポールドル<br>(約9.2億円) | 100万～1,000万ユーロ<br>(数億～数十億円) |
| 返済期間 | 5年                       | 3～4年                        |

出所) Enterprise Singapore「Enterprise Financing Scheme – Venture Debt」、野村資本市場研究所「欧州の成長企業支援策とベンチャーデット——欧州投資銀行の取り組みを中心に」より作成

システムの拡充を進めている。2016年に5億シンガポールドル規模のVenture Debt Programを設立し、国内三大銀行であるDBS、OCBC、UOBが参加した<sup>注5</sup>。上記のEFS-VDはこのプログラムの後継となる制度であり、新たにHSBCを加えた4行が参加金融機関として指定されている。こうした政府の支援を受けて、各銀行は独自のベンチャーデットプログラムの提供を開始している<sup>注6</sup>。

このように、シンガポールにおける活発なベンチャーデット活用の背景には、政府が主要な銀行など民間主体を巻き込み、リスクを一部負担する形を取ることで、ベンチャーデットを提供する環境自体を耕してきた経緯がある。

## 2 ドイツ・フランス：公的金融機関によるスタートアップへの積極的な支援

欧州においては、公的金融機関がスタートアップに対してリスクマネーを供給する事例が見られる。その中でも、ドイツとフランスは異なる特徴を持つ代表的な例である。

ドイツでは、スタートアップへの資金供給量の不足が課題とされてきた。これに対応するため、2005年からシード期のスタートアップを対象とした官民ファンド「High-Tech

Gründerfonds」が運用されている。さらに近年では、成長により多くの資金量や時間を要するとされるディープテック・スタートアップへの支援を強化するため、支援対象がシード期以降にも拡大している。2021年に組成された官民ファンド「未来基金 (Zukunftsfond)」では100億ユーロの資金提供が決定されており、その対象にはアーリー、グロース、レイター期を対象とするVCファンドおよびグロース期のディープテック・スタートアップが含まれている<sup>注7</sup>。

上記のベンチャーデット関連データは欠損していたものの、フランスでも公的金融機関による取り組みが見られる。フランスのBanque publique d'investissement (Bpifrance) では、スタートアップへの直接投資が行われており、その総額は55億ユーロに達している。2021年には総額6億5700万ユーロを140社に出資した実績がある。具体的には、シード特化型の「F3A Fund」があり、ディープテック、ソフトウェア、消費者向けデジタルサービス分野にフォーカスし、ビジネスエンジェルとの協調投資を行っている。また、予算規模10億ユーロの「Large Venture」は、資本を要するグロースステージ企業への投資を行い、テック、ライフサイエンス、グリーンテクノロジー分野にフォーカスしている。ほかの投資家との協調投資により、マイノリティー持分を出資する形態を取っている<sup>注8</sup>。

なお、公的金融機関による対スタートアップのリスクマネー供給事例の中でも、スタートアップ特定の企業に直接出資を行う例は多くは見られず、その背景には公的機関が一企業の支援にどこまで積極的に介入するべきかという懸念が存在すると思われることから、

日本をはじめとする他国で同様の施策を急激に発展させる難易度は高いと思われる。

### 3 韓国：国外VCによる 国内スタートアップへの投資促進

ここまで、国内VC以外の主体による資金提供の例として、ベンチャーデットの活用と公的金融機関からの資金提供という2つの事例を紹介した。加えてここでは、国内ではなく海外からVCを誘致し、資金提供主体の増加に成功した韓国の事例も紹介する。

韓国政府は、海外のVCを自国のスタートアップ・エコシステムに誘致し、自国内のスタートアップへの投資を促すことを目的に、Foreign VC Investment Fund (FVCIF) を2013年から運営している。中小企業・スタートアップ省 (MSS) が主導し、公募を通じて選定された海外VCに対し、自国内のスタートアップへの出資を条件に、同ファンドからLP出資を行うものである。

これまでのLP出資先のファンドからの出資実績は、国内598社に対して合計1.2兆ウォンに上る。さらに、LP出資金額の合計0.7兆ウォンから1.7倍に増加していることから、LP出資が海外VCの資金の呼び水となる効果が一定程度認められる。加えて、海外VCからのリスクマネー流入が、韓国国内のスタートアップファイナンス環境に影響を与えている可能性がある。その一例は資金調達先・額の増加であり、2024年1～2月の期間で、海外VCからの資金調達を行った韓国のスタートアップ数は前年同期比1.7倍の32社に増加し、同期間の総調達額も前年の745億ウォンから1774億ウォンへと2倍以上に増加している。

表3 FVCIFによる韓国国内スタートアップへの影響仮説とその事例

| 企業名                                                                                                           | 影響の内容                                                                                                                    |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| FVCIFからの出資が資金調達額全体の増加に貢献している可能性がある                                                                            |                                                                                                                          |
| Rebellions社                                                                                                   | AIチップ開発スタートアップ。FVCIF経由での資金調達実績あり<br>2024年上半期に1.24億ドルの資金調達に成功しており、これは韓国のスタートアップとしては2024年上半期最大の調達額である                      |
| FVCIFからの出資を受けたスタートアップは海外展開を加速している                                                                             |                                                                                                                          |
| Viva Republica社                                                                                               | FinTech分野で、FVCIFを通じて投資を受けた後、ユニコーン企業に成長。現在は東南アジア市場へ展開している                                                                 |
| Woowa Brothers社                                                                                               | フードデリバリー分野で、FVCIFからの投資後、ドイツのDelivery Hero社に買収され、東南アジア市場での事業拡大を加速している                                                     |
| Daangn Market社                                                                                                | 中古品取引プラットフォームを開発。FVCIFからの投資後、日本市場へ進出している                                                                                 |
| FVCIF以外でも近年では海外VCからの調達が見られ、韓国のスタートアップファイナンス環境と海外投資家との接続が強化されていることが分かる                                         |                                                                                                                          |
| Story Protocol社                                                                                               | ブロックチェーン上で知的財産を管理するサービスを提供。2023年9月に5,400万ドルの資金調達ラウンドを実施したが、そのラウンドはシリコンバレーのVC、Andreessen Horowitz社の一部門であるa16z cryptoが主導した |
| Elice社                                                                                                        | 教師や企業向けのオールインワンデジタル学習プラットフォームを提供。2024年1月に200億ウォン（約20億円）の資金調達に成功。シンガポールのテマセク・ホールディングス傘下のVertex Growth社が主導した               |
| 出所）The Korea Economic Daily“Foreign venture funding for Korean startups picks up”（2024年3月） <sup>注9</sup> より作成 |                                                                                                                          |

また、FVCIFの出資先ファンドから資金を調達したスタートアップは、ファンドを運用する海外VCの助けを得てか、海外展開を加速する傾向が見られる。加えて、近年ではFVCIF以外でも韓国のスタートアップが海外のVCから資金調達を果たす事例が出現しており、FVCIFの取り組みにより韓国のスタートアップ・エコシステムが海外の資金提供主体と接続されたと考えられる（表3）。

最新状況としては、2024年には80社から応募があり、15のファンドが選定されている。今後、新たに総額1500億ウォンの投資と、1.2兆ウォンの新ファンド設立が見込まれている。またこのアプローチは今後も継続することが見込まれており、韓国政府は今後も毎年1兆ウォン以上のグローバルファンドを設立する予定である。また、2024年から、海外VCと韓国の国内VCが共同でファンドを運営するCo-GPトラックが新設されていることから、それらによる共同出資（シンジケーショ

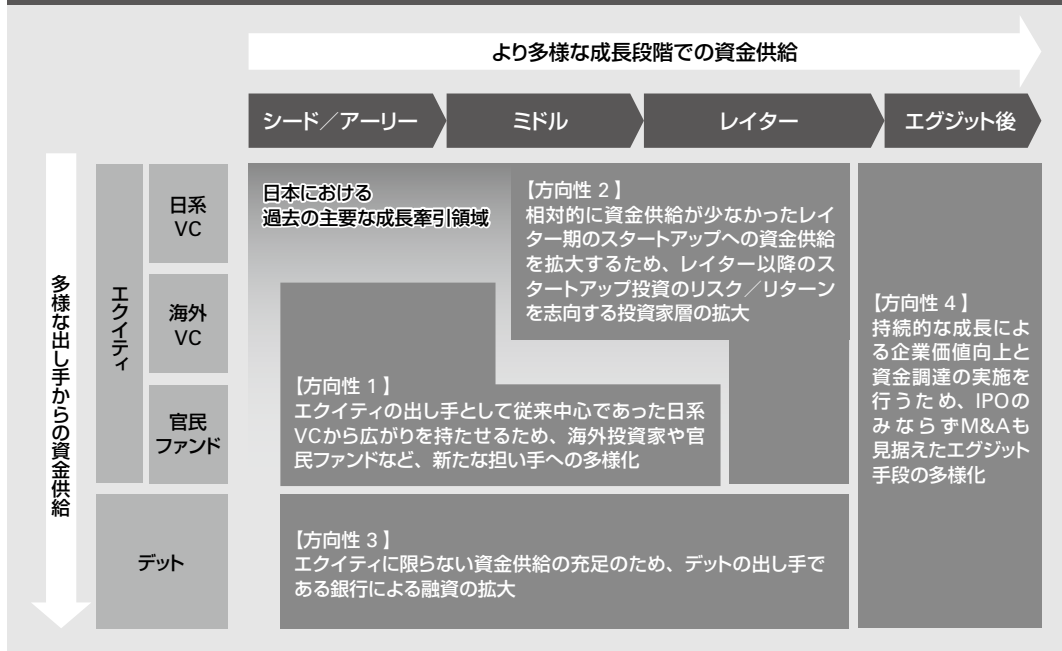
ン）の増加も想定される。

## IV これからの日本のスタートアップファイナンス拡充に向けて取り組むべき方向性仮説

第Ⅲ章までの内容を踏まえ、本章では、今後の日本のスタートアップファイナンス拡充に向けて取り組むべき方向性仮説を整理した（図7）。

まず、第Ⅱ章では、日本のスタートアップファイナンスの現状・目標を整理し、これまでVC主導でスタートアップファイナンスが成長してきている中で、今後のさらなる拡充には、政策目標値や米国の事例などを踏まえると、VC単体で達成することは困難な可能性が高いことを示した。つまり、今後、VCのみならず、多様なファイナンスの出し手が存在するようなエコシステムの存在が求めら

図7 今後、日本のスタートアップが取り組むべき方向性仮説



れる（図7の縦軸）。

さらに、第Ⅲ章では、諸外国ではVC以外の資金の出し手を増やす取り組み、また幅広い成長段階で成長に必要な量の資金供給の充足を図るエコシステムの事例を整理した。つまり、資金の出し手の多様化の視点に加えて、より多様な成長段階での資金供給がなされるエコシステムの存在が求められる（図7の横軸）。

これら、従来から、「資金の出し手（縦軸）」「成長段階（横軸）」の多様化が求められる中で、各資金調達手段、各成長段階での資金供給の拡大のため、「方向性1 エクイティの出し手として従来中心であった日系VCから広がりを持たせるため、海外投資家や官民ファンドなど、新たな担い手への多様化」「方向性2 相対的に資金供給が少なかったレイター期のスタートアップへの資金供給を拡大するため、レイター以降のスタート

アップ投資のリスク／リターンを志向する投資家層の拡大」「方向性3 エクイティに限らない資金供給の充足のため、デットの出し

手である銀行による融資の拡大」「方向性4

持続的な成長による企業価値向上と資金調達の実施を行うため、IPOのみならずM&Aも見据えたエグジット手段の多様化」の4つの主要な取り組みの方向性が考えられる。

以下、各方向性に関する取り組み仮説の概要を整理する。

### 方向性1 エクイティ性資金の出し手の多様化

エクイティ性資金の出し手を、海外投資家の呼び込み拡大や官民ファンドの拡大を通じて多様化していくことが求められる。たとえば、諸外国は海外VCへの投資を行う政府基金の立ち上げや公的機関の海外拠点などを通じて、著名VCとのネットワークを模索して

いる。

シンガポールの公的機関であるTemasekは、北米（サンフランシスコ、ニューヨーク、ワシントンDC）、欧州（ロンドン、ブリュッセル）、アジア（北京、深圳、上海、ムンバイ、ハノイ）、中南米（ブラジル、メキシコ）と世界各地に現地拠点を置いており、海外VCとのネットワーク構築を図っている。日本の現状では、公的な資金提供主体は海外の出先機関を持っていない<sup>注10</sup>。政府が積極的に海外投資家と日本企業を結ぶ支援をすることで、海外資金の日本への流入が期待される<sup>注11</sup>。

また、官民ファンドの拡充という観点では、徐々にスタートアップへの官民ファンドの資金拠出が増えてきているが、今後の非連続的なスタートアップファイナンスの拡充のためには、官民ファンドの取り組みにもさらなるアップデートが期待される。日本国内でも、すでに官民ファンドから民間VCへのLP出資を通じた間接的な出資は一定程度進んでいるが、さらにその規模を拡大すること、ファンドへの出資を超えてスタートアップへの直接出資の規模を拡大すること、といった方向性が考えられる。

表4から、フランス・ドイツなどの公的金融機関と比べ、日本国内の代表的な公的金融

機関である産業革新投資機構のスタートアップ向け出資活動は、直接・間接両方の出資において規模拡大の余地があると考えられる。

## 方向性2 レイターへの資金供出拡大

スタートアップ投資のタイミングの多様化、すなわちスタートアップの成長が進んだ段階（レイター期）での資金供給の拡大が必要になっている。日本のスタートアップ投資は、米国・欧州と比べると、レイター期の資金調達割合が少ない（表5）。

本来、未上場時に10億ドルを超えるのがユニコーンの定義である以上、ユニコーンを創出するには、未上場により企業価値が大きくなるための資金の出し手がより求められると考えられる。現状では、上場後の成長も見据えて銀行系ファンドがレイターに特化したファンドを立ち上げ、当領域への資金供給を進めている状況である。また、上場株投資家が、クロスオーバー投資家として上場後のバリュアアップも見据えて未上場投資を進めているケースもある。

今後は、方向性1とも重複するものの、官民ファンドもその担い手として期待される。たとえば、ドイツでは官民ファンドの出資対象は、従来、シード期向けの民間ファンドに限られていたが、以降のフェーズのリスクマネー

表4 公的金融機関による直接・間接出資実績

| 機関名          | 間接出資   |                       | 直接出資                   |                            |
|--------------|--------|-----------------------|------------------------|----------------------------|
|              | LP出資件数 | LP出資金額                | 直接出資件数                 | 直接出資金額                     |
| Bpifrance（仏） | 500件超  | 約135億ユーロ*<br>（約2.2兆円） | 76件                    | 約15億ユーロ<br>（約2,475億円）      |
| KfW（独）       | 60件    | 約10億ユーロ<br>（約1,650億円） | データなし                  |                            |
| 産業革新投資機構     | 38件    | 約1,853億円<br>（出資約束総額）  | 73件<br>（JIC VGIファンド経由） | 763.4億円<br>（JIC VGIファンド経由） |

※いずれも1ユーロ＝165円で換算  
出所）注12に記載

表5 VC投資額の金額規模別比率の国際比較（百万ドル／％、2022年）

|        | 0 ～ 1 | 1 ～ 4 | 4 ～ 15 | 15 ～ 40 | 40 ～ 100 | 100 ～ 250 | 250 ～ | 合計  |
|--------|-------|-------|--------|---------|----------|-----------|-------|-----|
| 米国     | 0     | 3     | 10     | 15      | 20       | 23        | 29    | 100 |
| 中国     | 0     | 0     | 5      | 8       | 13       | 28        | 45    | 100 |
| インド    | 1     | 4     | 10     | 12      | 16       | 23        | 34    | 100 |
| 英国     | 2     | 7     | 16     | 18      | 22       | 19        | 16    | 100 |
| ドイツ    | 1     | 5     | 15     | 19      | 24       | 21        | 15    | 100 |
| フランス   | 13    | 10    | 18     | 18      | 18       | 18        | 5     | 100 |
| シンガポール | 1     | 6     | 12     | 12      | 11       | 11        | 48    | 100 |
| 日本     | 3     | 13    | 24     | 21      | 18       | 20        | 0     | 100 |

※米国・中国など主要国はいずれも、4,000万ドル以上の割合が大きいのに対し（表内黒太枠）、日本は同額未満の比率が大きくなっている（表内白太枠）

出所）総合科学技術・イノベーション会議 第4回イノベーションエコシステム専門調査会「資料2 スタートアップ・エコシステムの現状と課題」

供給量の不足を受け、未来基金（Zukunftsfond）では、LP出資対象に、レイター期のスタートアップを対象とする民間ファンドを含めている。レイター期の資金調達においては出資金額規模が大きくなるが、大規模な資金の提供主体が不足している中では、ドイツの未来基金のように官民ファンドが民間VCのリスクを低減して積極的な投資活動を促進する、韓国のFVCIFの事例のように、官民ファンドからのLP出資を呼び水に海外の資金提供主体を誘致する、といった官民ファンドの活用が考えられる。

### 方向性 3 デット性の資金供給の増加

日本は周知のとおり、資金調達において間接金融が依然大きな存在感を示していることが特徴的といえる。他方、日本のスタートアップ市場では、VC・事業会社によるエクイティによる資金供給がリードしてきた。ある推計では、スタートアップファイナンスに占めるデットの割合が日本は米国の3分の1程

度にとどまるとの見方もある。今後、スタートアップファイナンス環境が、エクイティ性の資金調達だけに依存せず非連続的に拡充するためには、銀行を中心としたデット性の資金供給の拡大が求められる。スタートアップ側でもエクイティを前提とした資本政策やIR戦略を取っており、銀行から融資を受ける際には従来の考え方をアップデートする必要性が生じている。

現状では、これらの課題解決に向けて銀行が先行的な取り組みを開始している。銀行各行は独自にスタートアップへの融資を進めており、各行は組織内にスタートアップ支援の専門部署を立ち上げ、本腰を入れ始めているほか、スタートアップ向けに独自の融資枠を確保し融資を推し進める銀行も存在する（図8）。

また、全国銀行協会では2023年に、銀行業界としてのスタートアップ向け支援拡大に関して取り決めに公表し、スタートアップ企業の育成・支援を社会的使命と位置づけた。従

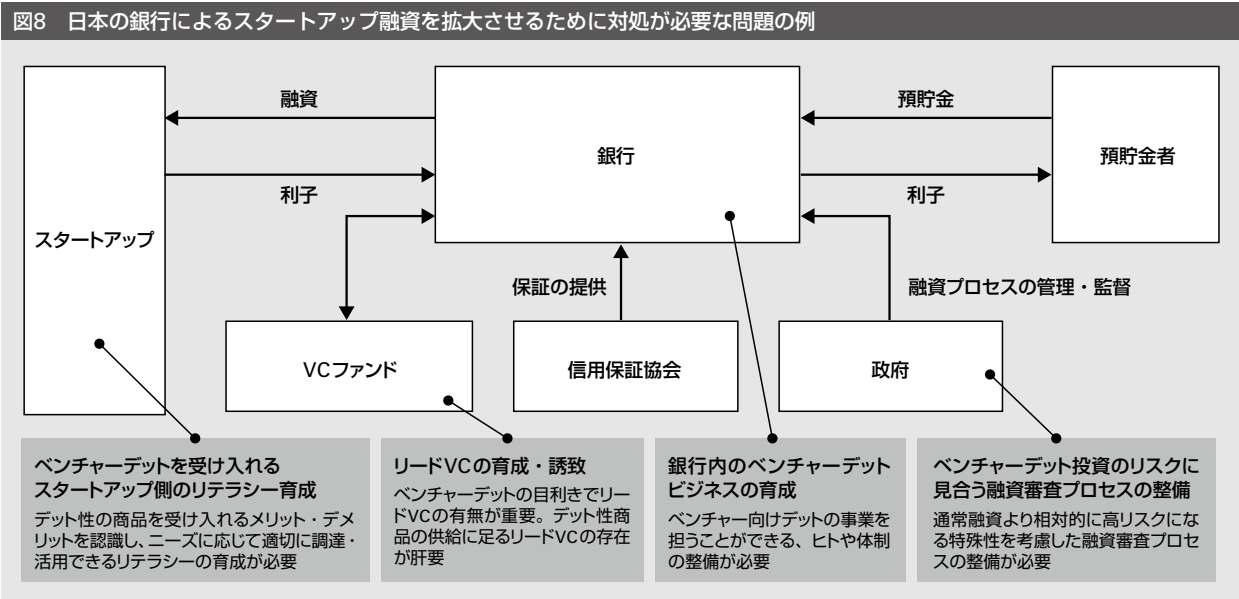
来型の融資から、スタートアップのリスクに応じた柔軟な融資の提供や、ファイナンス以外のメニューも織り交ぜたスタートアップ支援を進めることを明確に打ち出している（表6）。

方向性 4 M&Aなど、エグジットの多様化

日本は従来、エグジットにおいてIPOを選択

するスタートアップが多いとされている注13。一方、企業価値が低い段階で上場するのは、「上場後の成長の谷注14」に陥る要因の一つとも考えられている。これらから、スタートアップの持続的な成長のためには、IPOのみならず、M&Aも視野に入れたエグジットの拡大が必要と指摘されている。

たとえば2014年に創業したソラコムは、



| 表6 全国銀行協会によるスタートアップ支援に関する申し合わせの内容 |                                                                                                                                                                                                                          |
|-----------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 対象・範囲                             | ・ 設立後 3 年以上10 年未満を目安とした企業、かつ、優れたアイデアや技術による事業を通じて、社会の発展やイノベーションを起こすことへの貢献が期待できる企業                                                                                                                                         |
| 融資判断                              | ・ 物的担保や財務実績のみによらず、事業価値や将来性を踏まえて行う<br>・ スタートアップの成長に向けた多様な資金ニーズに対して、きめ細やかに対応                                                                                                                                               |
| 保証・担保                             | ・ 業歴が浅いことや赤字であること、経営者らから十分な物的担保の提供がないことのみをもっと、経営者らからの個人保証を求めることとせず、創業間もない企業は、早期に強固な財務基盤を確立した状態とすることが困難であることを勘案して、 <b>個人保証の要否を判断</b><br>・ 具体的な判断要素は以下のとおり<br>1. 企業経営のガバナンスに懸念がないと判断できること<br>2. 法人の事業価値やその将来性により返済が期待できること |
| 金利                                | ・ 資金使途、期間、収益力、将来性、保全状況などを踏まえ、リスクに応じて設定                                                                                                                                                                                   |
| その他成長支援                           | ・ 資金とともに人材の確保も必要であり、企業からの要請に基づき、人材マッチング事業や出向などを通じて経営を支える人材供給に対応<br>・ スタートアップの販路拡大やグローバル展開、新たなビジネス機会の創出のため、大企業を含めた会員銀行の取引先企業とのビジネスマッチングにも積極的に取り組む                                                                         |

出所) 全国銀行協会「スタートアップ支援に関する申し合わせについて」より作成

2017年にKDDIグループに入り、KDDIグループのアセットも活用したうえで、2024年3月にグロース市場への上場を果たした。KDDIグループはソラコムに、IoTビジネスでの協業やKDDIのサービス開発や新技術の研究開発に参加する機会やグローバル展開の支援を提供したとされている。この事例は、「スイングバイIPO」として、スタートアップがM&Aを通じて大企業のアセットを活用して持続的な成長を達成する新たなエグジットモデルの一つとして着目されている。スイングバイIPOはスタートアップのみならず、企業価値向上を目指す大企業にも便益がある現実的な方策とも考えられ、今後の拡大が期待されているところである。

## V おわりに

本稿でレビューしたとおり、これまでのスタートアップ・エコシステムの成長においてはVCが重要な役割を担ってきた一方で、「2巡目」に入ったエコシステムでのスタートアップファイナンスの拡充に向けては、従来の思考からアップデートした取り組みが必要になると考えられる。

たとえば、本稿で取り上げたとおり、銀行はスタートアップファイナンスの拡充において、今後、重要な役割を担うことが期待されている。他方、従来型の融資とはリスク特性が異なるファイナンス手法であることもあり、銀行は新たな事業機会の一つと捉えつつも、あらためて体制（ヒト・情報）を整備したうえでカネを投入していくことが重要となる。また、銀行の活動拡大においては、法規制上ネックとなるものも依然多く存在してい

る。

したがって行政は、従来のスタートアップ振興の視点のみならず、エコシステムとして、ヒト・カネ・技術・情報でのサポートのあり方、さらには、従来の金融システム全体としての規制との整合性なども考慮していく必要がある。加えて、受け手のスタートアップがスタートアップ・エコシステムにおけるファイナンスの進化を正確に把握・理解・活用し、自社の時価総額向上につなげていくことが重要となる。

2巡目に入ったエコシステムにおいて、今まで以上により柔軟かつ大規模なファイナンスの拡充に向けた各プレイヤーの連携した取り組みの創出・推進を期待したい。

### 注

- 1 米国のERISA法（従業員退職所得保障法）で定められた年金基金の運用関係者が遵守すべき行動規範のこと。職務に応じて専門家としての能力を活かし、思慮深い投資行動を取らなければならない、とするもの（野村証券「証券用語解説集」より）
- 2 <https://tracxn.com/>
- 3 ベンチャーデットの融資額データが欠損している国は除外している
- 4 Enterprise Singapore「Enterprise Financing Scheme - Venture Debt」
- 5 SPRING Singapore「SPRING Singapore Launches \$500M Venture Debt Programme with DBS, OCBC and UOB for High-Growth Enterprises」(2016年4月)
- 6 HELICAP「Uncovering Venture Debt」
- 7 詳細は『NRIマネジメントレビュー』2024年8月号「スタートアップ・エコシステム全体の機能強化を意識した政策の充実化を」を参照
- 8 産業革新投資機構「レイター期のディープテック・スタートアップへのリスクマネー供給に係

る課題」(2023年12月)

- 9 The Korea Economic Daily“Foreign venture funding for Korean startups picks up”(2024年3月)
- 10 国内の資金拠出主体の海外展開とは異なるが、海外の資金拠出主体を国内に呼び込むこともネットワーク構築には有効と思われる。内閣府・経済産業省・東京都・JETROによる招致により、2023年末より世界的なプレシード投資家・アクセラレータであるTechstarsが東京でのプログラム運営を開始している
- 11 海外VCとのネットワーク構築については、よりミクロな視点から人的ネットワーク構築の重要性について、以下の別稿に詳述している。  
笹森宥穂、本田和大「スタートアップが海外から資金調達を促進するための『ブリッジキャピタリスト』育成の重要性」『NRIパブリックマネジメントレビュー』(2024年3月)
- 12 フランス・ドイツの例についての出所は下記のとおり。  
産業革新投資機構「海外の公的投資機関によるエコシステム支援～欧州の事例を中心とする考察」(2023年2月)  
産業革新投資機構の間接出資のデータ(2024年3月末時点)の出所は下記のとおり。  
産業革新投資機構「JICの活動の重点、今後の方向性」(2024年7月)  
産業革新投資機構の直接出資のデータ(2024年

3月末時点)の出所は下記のとおり。

産業革新投資機構「JICグループの投資活動について(2023年度)」(2024年7月)

- 13 経済産業省「大企業×スタートアップのM&Aに関する調査報告書(バリエーションに対する考え方及びIRのあり方について)」では、日本は、米国と比較すると、スタートアップを対象としたM&Aは非常に少ない状況(M&Aによるエグジット比率が米国9割に対して、日本は1割)と指摘している
- 14 一橋大学・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」では、日本企業は米国企業に比べ、上場後に大きく成長できていないと指摘している

#### 著者

笹森宥穂(ささもりゆうほ)

野村総合研究所(NRI)社会システムコンサルティング部コンサルタント

専門はスタートアップ支援政策の立案・実行支援、イノベーション・エコシステムの調査・構築支援など

白石勇太郎(しらいしゆうたろう)

野村総合研究所(NRI)金融コンサルティング部シニアコンサルタント

専門は海外展開戦略立案、コーポレートファイナンスなど