

ベンチャー企業育成に向けた視点

—大企業との連携・IPOの観点—

SBI大学院大学 教授
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

幸田 博人



1. はじめに

ベンチャー企業の育成が、日本の成長戦略上、ますます重要となっていることは、言うまでもない。2018年のIPO90社の中で、会社設立10年以内の企業が、約1/3（34社）を占めており、5年以内の企業が15社を占め、最短で2年弱で上場を果たしている（KPMGデータ^(注1)）。例えば、メルカリ（フリマアプリ）やZUU（FinTech企業）で5年程度

の期間である。少しずつではあるが、そうした事例が出てくることで、起業家精神（アントレプレナーシップ）の意味合いや、ベンチャー企業の成長に向けた社会としての取り組みの重要性が理解されてきているところである。

特に、少子超高齢化社会の下で、働き方改革の実践に加えて、人材不足への総合的な対応を行いながら、AI/IoTの活用やビッグデータの分析などを商品やサービスとつなげていく新しいタイプのベンチャー企業の育成を、人材面での対応を行いつつ、如何につくりだしていけるかが問われるところである。そうした技術を組み込んだプロセスがさらに浸透して、日本の様々な社会課題を先進的に解決していく状況に対応できる人材の層の厚さを如何につくりだし、クオリティ面においても、付加価値創造型を如何に創出できるかなど、総合的に取り組むべき事項が山積みになっている。企業の新陳代謝を促しながら、

〈目次〉

1. はじめに
2. 起業やアントレプレナーシップの意識に変化が見られているか？
3. 大企業にとってのベンチャー企業との連携について
4. IPOを巡る最近の状況
5. おわりに

ベンチャー企業が活発に活動できる状態を如何に恒常化していくかが課題である。

政府の「未来投資戦略2018」では、「デジタル革命」が世界の潮流にある中、日本の強みとして、「豊富な資源（技術力・研究力・人材・リアルデータ・資金）」と、「課題先進国（人口減少・少子高齢化・エネルギー・環境制約等）」を挙げ、新たな国民生活や経済社会の姿を具体的に提示し、今後の成長戦略、重点分野とフラッグシップ・プロジェクトを示して、変革につなげていくこととしている。

筆者は、様々なベンチャー企業との接点を有しているが、その中で、特にベンチャー・エコシステム上のボトルネックや課題が山積していることを痛感している。関係者や有識者が、それらの課題を乗り越えるべく注力しているところであるが、まだまだ時間が必要と認識されるところである。特に、ベンチャー企業に関わる人材面での脆弱性を、さらに改善していくことがポイントとなろう。

本稿においては、人材面を巡る論点を認識した上で、特に、大企業のオープンイノベーションを踏まえた新しい流れであるコーポレート・ベンチャー・キャピタル（CVC）について紹介し、金融機能としてのベンチャー・キャピタル（VC）機能の重要性について、再確認していくこととしたい。

■ 2. 起業やアントレプレナーシップの意識に変化が見られているか？

(1) 起業やアントレプレナーシップの意識について

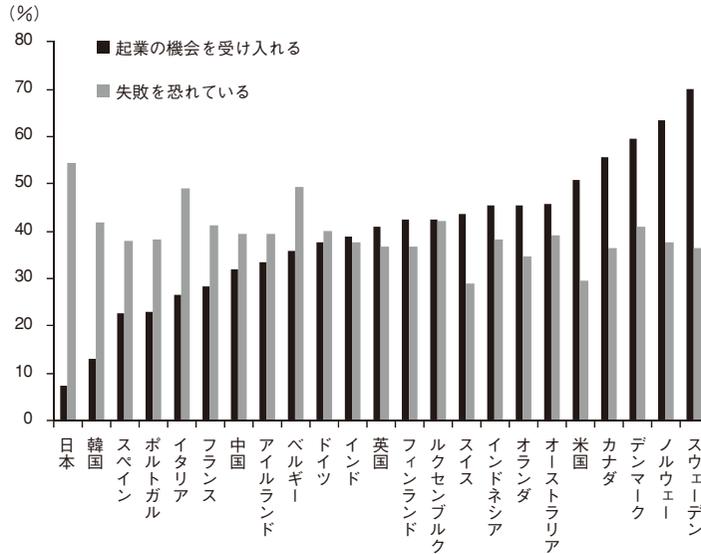
新卒の就職にあたっての大企業志向の強さや、就職後の長期的雇用関係を維持したまま転職はせずにサラリーマン生活を過ごしていく（いわゆる「就社」）という社会構造は、根強いものがある。日本的雇用関係は、日本経済の強さと一体で語られてきた一方で、現在は、その逆に弱さとして語られはじめている。筆者は、こうした点は、もはや、ベンチャー企業の育成が日本経済の行く末を左右しかねない状況である観点から考えると、専門的ノウハウや知見を有する人材が、様々なところで、活躍できる時代へと変化するしかないと考える。

まずは、起業やアントレプレナーシップの意識に変化が見られるかについて、簡単に触れてみたい。

アントレプレナーシップの意識については、OECDのデータをベースに主要各国との状況比較を見るとわかりやすい。図表1は、「起業についての受容度」として、「起業の機会を受け入れる」と「失敗を恐れている」ことに関するデータである。「失敗を恐れている」というチャレンジ精神やアントレプレナーシップの意識につながりにくい構造であるという問題も相応にあることがわかるが、そ

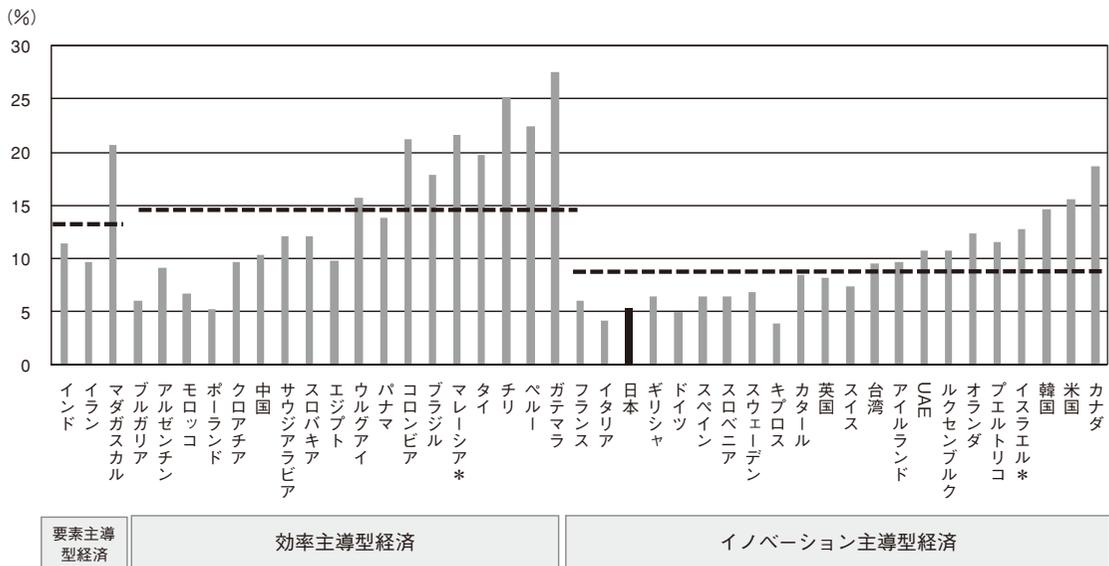
(図表1) 起業について

起業についての受容度 (2014年)



(出所) OECD, Entrepreneurship at a Glance 2015より筆者作成

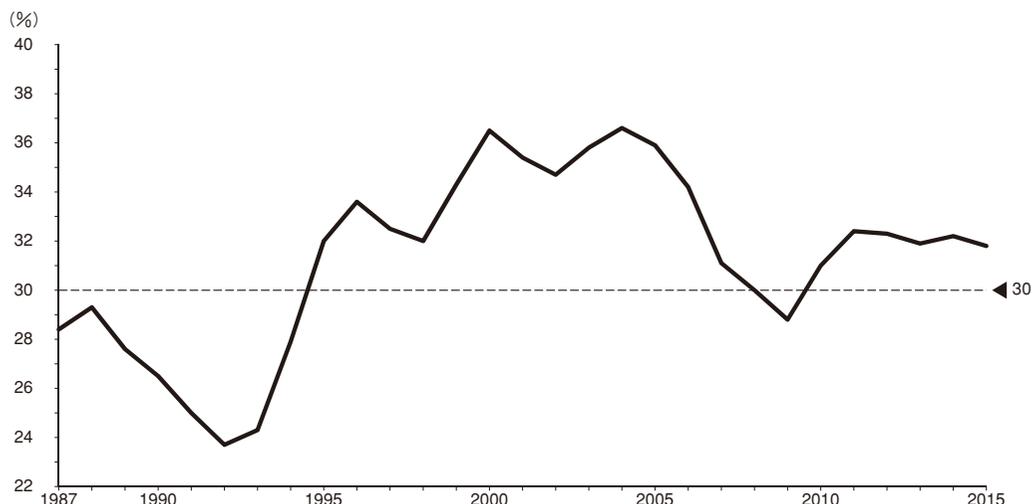
起業活動率の国別比較 (2018年)



要素主導型経済	効率主導型経済	イノベーション主導型経済
---------	---------	--------------

(出所) GEM, Global Entrepreneurship Monitor 2018/2019, WEF, The World Competitiveness Report 2013-14より筆者作成

(図表 2) 新規学卒者の離職状況 (3年以内、大学卒)

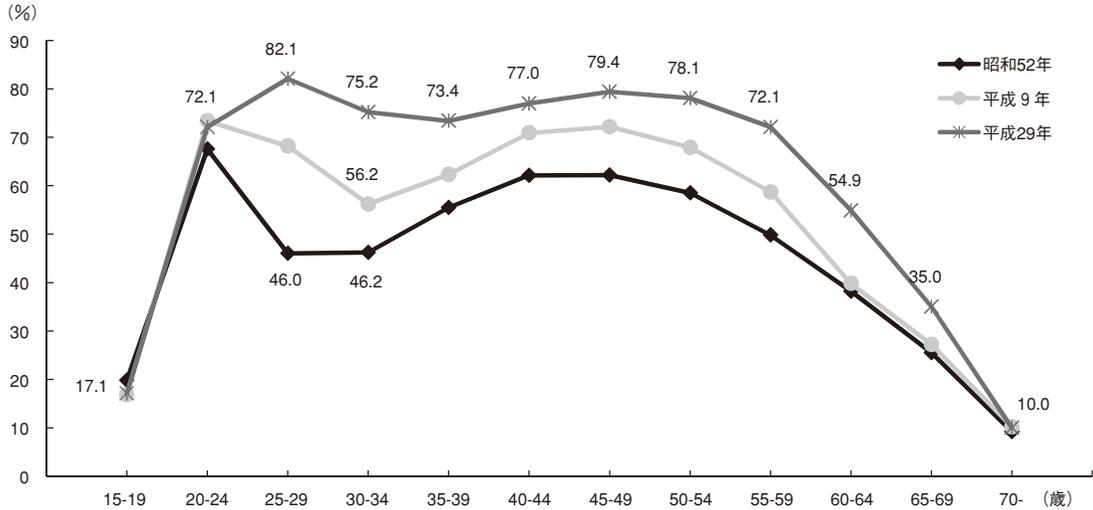


(注) 各年 3 月卒
(出所) 厚生労働省

れ以上に、より深刻なのは「起業の機会を受け入れる」という認識が、他国との比較で僅少すぎるということである。この点は、一般的に日本の場合、起業コストが高くつくことに加え、起業機会を受け入れることについて、積極的ではないということである。図表 1 に、起業活動率の国別比較もあるが、労働人口に対する起業活動率（起業準備+起業3.5年未満の企業を営んでいる人の割合）は日本では5%程度であり、下位にランキングされている。筆者は、これらのデータからは、「貯蓄と投資」における貯蓄偏重主義が一向に変わらないということと同様の問題が浮かび上がってくると認識している。この点は、当局、金融業界、関係者がこぞって、「貯蓄から資産形成へ」、「貯蓄から投資へ」と旗を振って

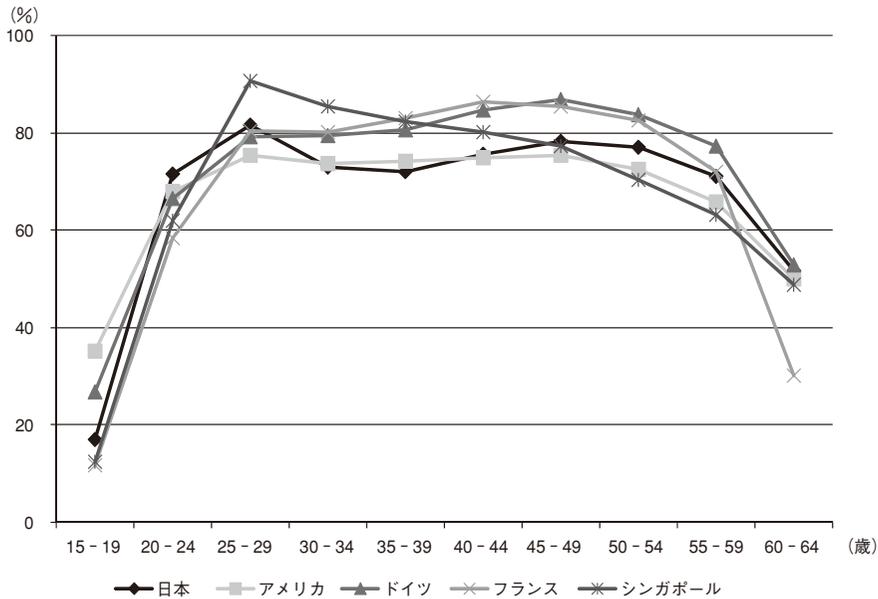
も、ほとんど目に見える変化が起きてこない日本の金融構造と、類似的な印象を受ける。日本を取り巻く経済社会構造の深刻化が進行する中、危機感が共有されないことから来る安定志向の強さが内包しているとも言えよう。投資運用を行うというリスクや、一生を捧げるビジネスをどう探し出していくのか、そしてどう取り組むのか、ということについて、ある種の社会との重要な関わり合い方についての問題意識が弱いのではないかと考える。リスクの取り方等に関して学校教育も含めて、本格的な意識醸成が必要となっているが、そうしたことを後押ししていく社会の仕組みの整備がより必要となってくることに加えて、「ベンチャー・エコシステム」の整備が、求められるところである。

(図表3) 日本の女性の年齢階級別労働力率経年推移



(注) 労働力率は、「労働力人口 (就業者+完全失業者)」 / 「15歳以上人口」 × 100。
 (出所) 総務省「労働力調査 (基本集計)」より作成。

国際比較 (2016年)



(出所) データブック国際労働比較

(2) 起業やアントレプレナーシップの意識の変化の胎動？

こうした起業の意識について、少しずつであるが、変化が見られ始めていると感じている。図表2の厚生労働省の「新規学卒者の離職状況」のデータでみると、大卒就職者の就職後3年以内の離職率は約3割で、ここ20年、大きくは変わってはいない状況である。しかしながら、社会環境面でみると、明らかに変化せざるを得ないと認識される。年功序列型賃金制度の変質、転職市場の流動化が進展していること、若い人（30歳前後）のリカレント教育需要の増大、60歳定年制から65歳定年への移行の中で再雇用制度との関係で外部に活躍を求めるシニア層が増大していること等から、起業との関係や、ベンチャー企業への人材のシフト等が期待される状況に変化しているところである。ロールモデル、コーチング、ネットワーク作りのサポート等が現実的に得られるかどうか、具体的なカギとなってこよう。

戦後、日本社会は、「一様性」の強みで、戦後の日本経済の高成長や所得の増大を果たしてきたと評価できるが、この点は、人余りが前提となっていた社会の仕組みであり、一様の人々としての同じ価値観を持つ人々をベースとした社会、経済の枠組みであったと言える。これからの社会は、少子超高齢化、人口減少の中、商品・サービスは充足している中で、マーケットニーズは不透明な状況がますます強くなっていくであろう。そのため、

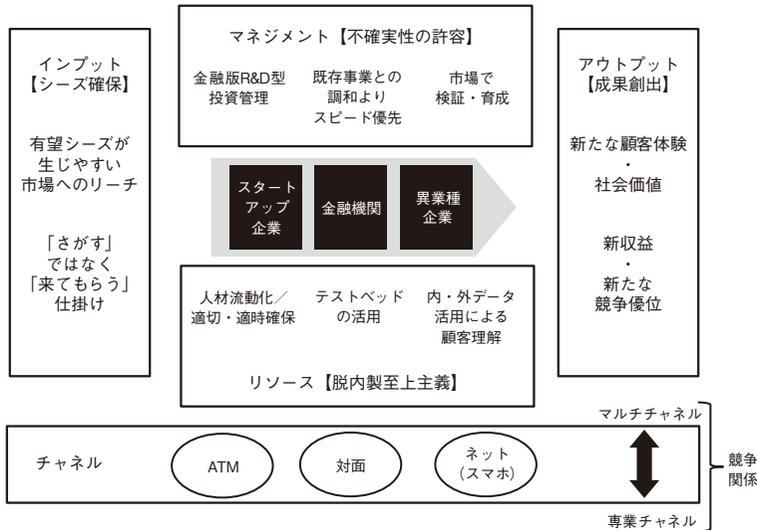
顧客ニーズに立脚したアプローチに工夫が必要であり、「何をやるべきか」を考える必要が出てきている。まさに、「多様な」人々が、「多様な」視点で考える必要から、異なる経験と異なる価値観の重要性が増している。例えば、女性の活躍という視点が、如何に、起業やベンチャー育成と結びついていけるかも問われるところである。図表3は、いわゆる女性のM字カーブ（年齢階級別労働力比率のグラフの形状）についての変化を見たものであるが、確実に、女性の就労が年層の谷がなくなりつつあることが、見てとれる。こうした年層の谷がなくなりつつあることは、大企業を中心とした女性の出産や育児に係る制度の充実が急速に進んだことがもたらしていることは、言うまでもないところである。しかし、日本の将来の成長を考えた場合、例えば、冒頭のIPO企業の設立後10年以内ということが一つのKPIだとすれば、M字カーブの変化を通じて、女性が、より起業や新規ベンチャー企業の育成と関わり合いを持てる方策を作っていけるかは、大切な論点であると考えている。

■ 3. 大企業にとってのベンチャー企業との連携について

(1) オープンイノベーションについて

日本の伝統的な大企業にとって、現在の不透明な競争環境の下で、どういう形で、新しいイノベーションを創り出していくか、まだまだ試行錯誤の面は否めないところである

(図表4) オープンイノベーションを通じた共創の条件



(出所) アクセンチュア資料より筆者作成

が、徐々に、オープンイノベーションの世界に踏み出しつつある。図表4は、FinTechを例に、オープンイノベーションについて、わかりやすく図解をしたものである。この図表を見ると、「環境面での不確実性の許容」ということと、リソース面における「脱内製至上主義からの脱却」を踏まえながら、スタートアップ企業と異業種企業とのリンケージが、大切であることが、見てとれる。異業種とのコラボレーションは、約10年前にスタートしたじぶん銀行（KDDIと三菱UFJ銀行のジョイントベンチャー（JV）方式）あたりが試みとしては、比較的早期に行われていたが、足元、急速に様々な金融機関で行われはじめており、KDDIと大和証券グループ本社（資産形成分野）、ソフトバンクグループとみ

ずは銀行（AIスコア・レンディング）、LINEと野村ホールディングス（資産形成分野）等、様々な異業種コラボレーションが進み始めている。一方で、こうしたものが、金融機関の内部のビジネスモデルへの変革につながっているかということ、変革に至るには、ほど遠いという現状もみてとれる。特に、内部のビジネスの大きさと比較にもならないこと、危機感の共有化が、十分にはなされていないこと、保守的志向が極めて強いこと等から、大きなハードルを有していると言える。また、スタートアップ企業との協業は、緒に就いたばかりの面が強い。スタートアップ企業において、大手金融機関との連携がビジネス上のメリット、例えばベンチャー企業で開発した商品・サービスの実験の場として、大手金融

機関の顧客ベースとのリンケージが可能となること、共同で対応することで、時間を買うことも可能となること等のメリットがある。その一方で、大手金融機関の内部調整や内部事情に左右されることから、必ずしも効率的ではないこと、大手金融機関とのプロジェクトであることで、相応のコストがかかること等の難しさを内包している。さらに、ベンチャー企業サイドの人的リソースの限界も大きな課題として残されている。

こうした点は、金融の例に限らず、事業会社においても、よく見られる事例である。総じて、イノベーションを取り入れていくことが、それぞれの大企業が有している強みのある商品やサービスを改良していくことに役立つ場合は、機動的でかつコラボレーションもスムーズにいくケースが多いものと思われる。しかし、短期化する商品・サービスのサイクルにさらされていることもあり、もはや、単なる改善的アプローチでは、限界にきているところである。また、AIやロボット、IoT等の新しい技術の活用により、顧客ニーズに応え、新しい社会課題の解決に資することで、ある種の従来型の製品を超えたものを提供できる。即ち破壊的イノベーションに通じるものを創り出すことに踏み込んでいくために、よりオープンイノベーションの重要性が増してきている。

大企業では、自前主義からオープンイノベーションへの移行を強く意識しはじめているものの、まだ緒に就いたばかりである。オー

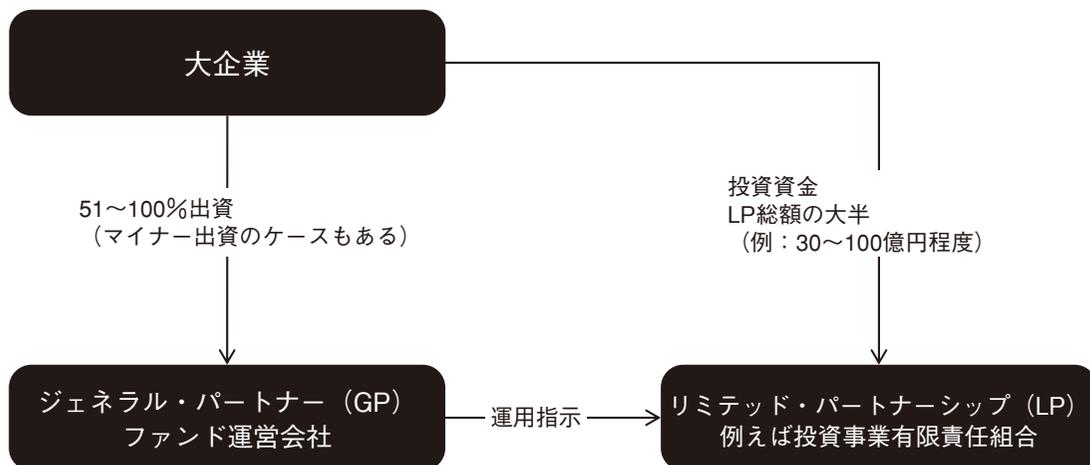
ペンイノベーションの手法としては、CVCによる取り組みか、M&Aを通じて行うことになる。M&Aの場合も、単に自社のグループ会社に入れ込むこと（連結子会社化か、関連会社化によってアプローチの仕方が相当異なる）ないしは、JV方式でより協働していくことを戦略的に目指していくアプローチをとることとなる。

(2) CVCの足元の状況と課題

CVCについては、第4次産業革命を睨んだ動きと共に、大企業が自前の研究開発体制から、オープンイノベーションへ舵をきらざるを得なくなってきた状況を如実に物語っている。筆者も、『月刊資本市場』（2018年9月号）において、「プライベート・エクイティの広がり」とESG視点」について寄稿した際に、VCの多様性について4つの新しい流れについて論じた。4つの新しい流れとは、①バリュアップ型ファンドやハンズオン型ファンドの増加、②特化型ファンドの定着、③産官学連携を強く意識した大学発ベンチャー企業向けファンドの増加、そして④CVCの増加、ということである。2000年代前半の失敗に終わったCVCブームと異なり、今回のCVCへの傾斜は、学際的エリアや、横断的エリアへのイノベーションをより意識して、こうしたCVCの選択を行っている。

CVCは、世界的には、530億ドル（2018年（注2））もの投資金額水準に達しており、ここ数年にわたって高水準に推移している。日

(図表5) CVCのストラクチャーについて



(出所) 藤田勉、幸田博人、「オーナー経営はなぜ強いのか～企業を成長させるコーポレートガバナンス戦略」、中央経済社 (2018年10月) より

本においては、2018年には、1,300億円の投資金額水準^(注3)に達してきており、過去最高水準を記録しているが、海外の規模感とは、まだまだ大きな格差がある。日本の国内のVC資金調達額の年間水準が長年にわたって2,000億円規模 (2018年は3,000億円台半ば；速報値^(注4)) であり、VCの資金調達面においても、海外主要国とのギャップは大きい。そうした中で、CVCの規模は急増し日本の主要大企業がCVCに活路を求めている。例えば、2019年に日本航空、三菱UFJフィナンシャル・グループ等、2018年に、JR東日本、MS&ADインシュアランスグループホールディングス、東京電力エナジーパートナー等、それ以前として (主に2013年以降)、フジテレビ、TBS、NTTドコモ、リクルート、オムロン、KDDI、電通、トヨタ自動車、ソニー、

パナソニック、等がCVCを設立している。規模的には50~200億円規模のものが多い。CVCのファンドを通じた投資規模が1,300億円水準と大きくなっていることで、従来型のVC投資に加えて事業会社の新しい資金が、ベンチャー投資に向かっているという、かつてない大きな資金がリスクマネーとして流れはじめている状況となっている。この資金が、有効に活用できる能力を、日本のファンドが備えているかどうか、大きな分水嶺ともいうべきである。

CVCは、図表5に見られるようなストラクチャーを基本としており、自己資金投資の域を超えていない面がある。自前のベンチャー創出機能を外に出していることは、まさにオープンイノベーションを実践しているということであるが、一方で、課題が山積してい

ると考えている。自前の研究開発からは出てこないベンチャー企業の発掘や自社の技術やサービスとのシナジーを求めていくには非常に有効な手法である。しかし、短期間で自社の事業とのシナジー効果を強く意識しすぎることは、かえってベンチャー企業の選択肢を狭めてしまうというジレンマを抱えている。CVCは、大企業の有する投資資金を、自前の研究開発からCVCの投資資金へと活用することで、オープンイノベーションの端緒をつかむことを企図している。CVCは、あくまで、ベンチャー投資なので、いわゆるJカーブ効果として一般的に存在している論点としての当初の数期間はパフォーマンスが出ない、赤字の投資であることを許容するということ等を見据える必要もあるし、事業部門の出向者を中心とした運営では、単に自己資金投資の外だし効果にすぎないということになるリスクも有している。

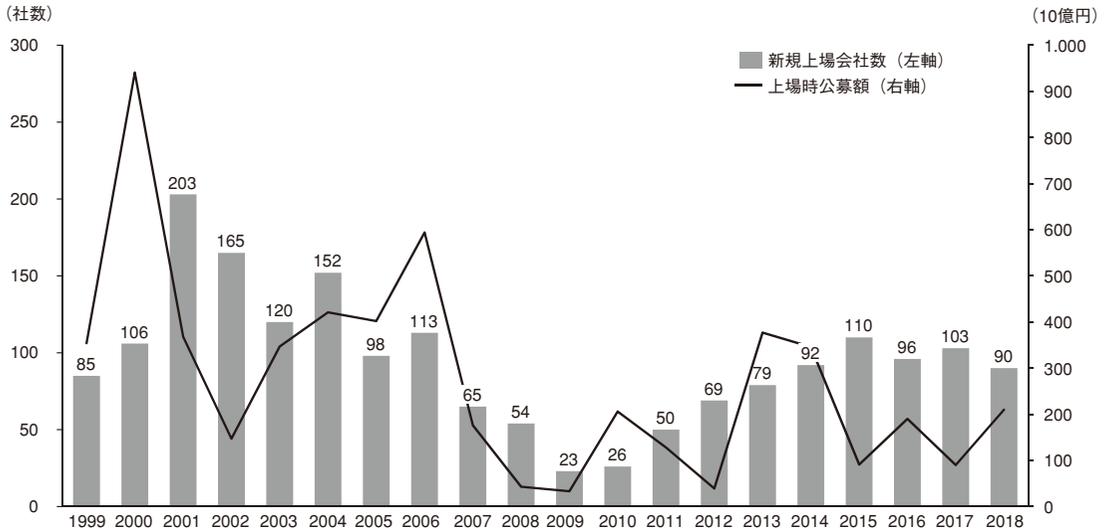
経済産業省の「事業会社と研究開発型ベンチャー企業の連携のための手引き（第二版）」（2018年6月）で、具体的事例と共に連携スキーム等が紹介されている。また、連携の壁と対応のポイント等、参考になるケースが多く示されている。

今後、こうして設立されて投資が本格的にスタートしている中で、①大企業が、決して短期的な成果を求めないこと、②自社事業部門とのシナジーについて、狭く考えすぎないこと、③ファンドのプロフェッショナルを育てていくこと、④既存のVCとの連携をどう

図っていくか、⑤産官学連携視点を強く持つこと（社会課題解決に向けたアプローチの重要性）、⑥グローバルな投資活動や投資先のグローバルな活動を支援すること等について、意を用いて対応が取れるような、大企業社内の仕組みとして運営上の工夫やそうしたことを後押しするKPIを導入することが、極めて重要と考えられる。

また、昨今の官民ファンドの混乱状況について、一言触れておきたい。今回の官民ファンドの混迷は、いわば、官民ファンドの限界を露呈したものと理解される。特に、官サイドが、この官民ファンドに何を求めるのかが、明確に定義されていなかったものと考えられる。官民ファンドに対してすべての投資エリアに対するファンド機能を、日本の経済・金融活動の面から求められてはいない。産業競争力が劣化した企業（事業会社）に対する救済色の強いファンド提供機能は、官の資金を活用して行うべきではなく、どちらかというところ、産学連携エリアの橋渡し、例えば、スタートアップ企業に対するサポート機能を中心に組み立てるべきと考える。また、ファンド（ジェネラルパートナー）設計にあたっては、極力、グローバルスタンダード（成功報酬などの仕組み）をベースとしたものと考えべきである。ただし、基本の投資資金が税金をベースとしたもので、その呼び水効果としてファンドが成立していることを考えると、完全に、グローバルスタンダードをベースとするのは困難である。こうした点を踏まえると、

(図表 6) IPO実績について



(注 1) 上場時公募には外国企業の本邦証券取引所への上場時の公募を含む

(注 2) 新規上場会社数は、東京証券取引所第一部・第二部・マザーズ・JASDAQ・TOKYO PRO Marketのみであり、他の国内証券取引所は含まない

(注 3) 2018年の新規上場会社数は、KPMGデータ

(出所) 日本証券業協会「FACT BOOK 2018」(2018年8月)、日本取引所グループ

官民ファンドの機能には、おのずと、限界がある訳で、民間の補完機能に徹するべきであると認識することが、原点であると考えている。こうした点は、異なる状況ではあるが、基本的な理念やベースとなりうるべき考え方において、大企業のCVCにも通じるところがあり、今回の官民ファンドについては、大企業のCVCも他山の石とすべきものと考えている。

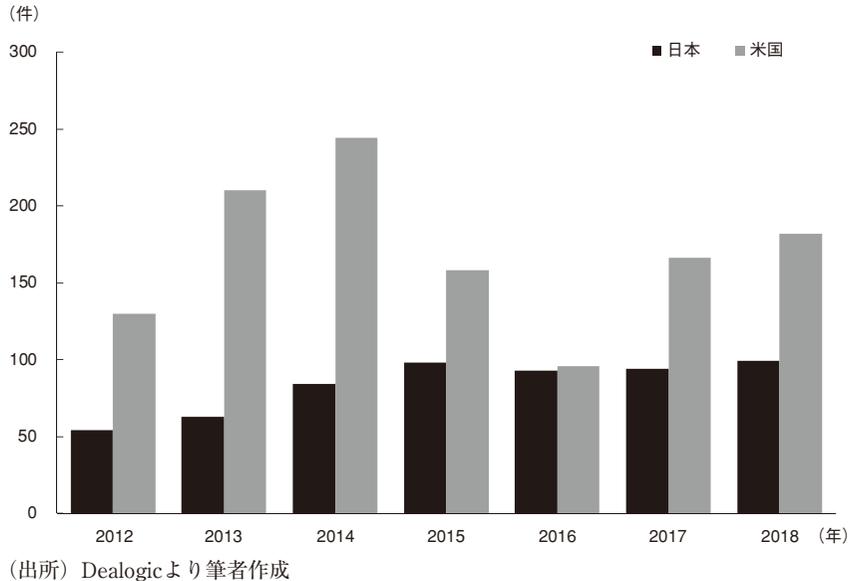
■ 4. IPOを巡る最近の状況

2018年も、2017年とほぼ同数の100社近いIPO社数の実績となっている。2014年以降、

5年連続で100社前後のIPO実績となっている。市場としては、安定的に新しい企業の受け入れが行われている状況となっている。極端に落ち込んでいた2009年から2013年頃と比べると、コンスタントに落ち着いたIPO発行市場と言える(図表6参照)。

背景としては、相対的に堅調な株式市場が後押ししており、また、市場関係者(取引所、当局、監査法人、証券会社等)の連携がスムーズに進んでいることが挙げられる。さらに、IPOを行う企業の多様性が確保していること、例えば、サービス業や情報・通信関連等を中心に業種面でのバランスが取れているこ

(図表7) 日米IPO実績比較



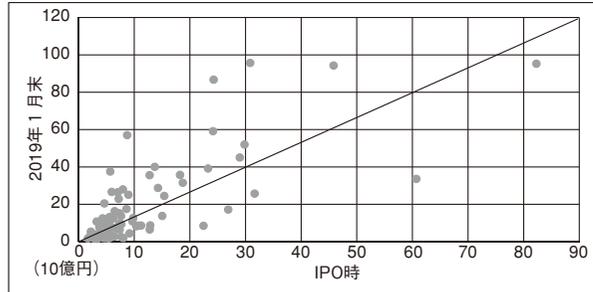
と、AIやIT関連中心にイノベーション的テーマ性やシェアリングエコノミーなども含まれており、個人投資家中心に投資のニーズが相応にあったものとみられる。

図表7は、日米のIPO実績比較であるが、日本のIPO実績が高水準で続いている中で、米国のIPO実績が、足元、2013年、2014年と比べると、伸び悩んでいることが見てとれる。米国では、有力ベンチャー企業がEXITとして、IPOを目指すよりも、有力企業からのM&Aを受け入れた方がバリューが高いため、IPO志向が減退してきている面もある。例えば、GAFAsのようなプラットフォーマーが積極的にM&Aによるベンチャー企業の取り込みを行っていることも、相対的にIPO実績が伸び悩む一つの要因となっている。

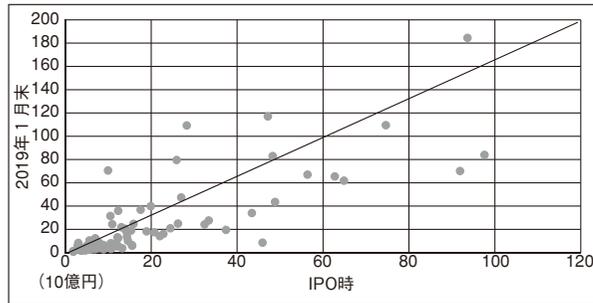
図表8は、2016年と2017年のIPO企業が、上場時から足元（2019年1月末）の時価総額と比較して、どの程度伸びたかどうかについて、一覧にしたものである。2倍以上の企業は、全体の2割程度にとどまっている。東証の全体の時価総額は、過去1年で0.9倍、過去2年で1.1倍の伸びである。つまり、時価総額成長企業もあるものの、必ずしも、成長企業が多いという傾向にはないので、日本の株式市場に影響を与えていないことが、見てとれる。やはり、新興企業の成長力に限界が見られ、まだまだ、日本のベンチャー企業の成長性には課題があるということも、定量的なデータとしても示していると言えよう。

(図表 8) 日本のIPO企業 (2016年・2017年) の時価総額増加比較

2016年



2017年



(注) 外れ値は抜かしている。
(出所) マーケットデータから筆者作成

5. おわりに

今後の日本の社会・経済構造の大きな変化を見据えると、日本におけるベンチャー企業の育成が、まさに、日本の将来を決める重要なファクターであることは、論をまたないと言える。そうした中で、日本の資本市場が、IPOマーケットをスムーズに受け入れ、リスクマネーの循環に貢献していくこと、同時に、そうした裾野企業が、スムーズに起業して、早期にマーケットに上場できる企業群が増えてくることが、大きなインパクトにつながるものと考えられる。そうしたものを、金融機

能として支えるVC機能やCVC機能が、より広がることは、不可欠である。現状の取り組みが、5年後、10年後の日本の産業競争力の基盤を構築する取り組みであることから、関係者が、そうした中期的な視野を大事にした運営を行うことを期待したい。

〔参考文献〕

- ・ 忽那憲治、山本一彦、上林順子 編著『MBA アンブレプレナーファイナンス入門』（中央経済社 2013年）
- ・ アンドリュー・ロマンス著、増島雅和・松本守祥 監訳『Corporate Venture Capital』（ダイヤモンド社 2017年）
- ・ 中村洋介著「大企業のコーポレート・ベンチャー・

-
- キャピタル (CVC)」（ニッセイ基礎研レター2018-07-05)
- ・ PWC 「CVCファンドを活用したベンチャー企業とのオープンイノベーション」(2018年3月)
 - ・ 有限責任あずさ監査法人「2018年のIPO動向について」
 - ・ 経済産業省の「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 (第二版)」(2018年6月)
 - ・ 神作裕之、小野傑、湯山智教編『金融とITの政策学』金融財政事情研究会 (2018年7月)
 - ・ 幸田博人「FinTechがもたらす金融の新しい世界」産業新潮 (2018年8月号～2019年1月号：6回連載)
- ・ 藤田勉／幸田博人著『オーナー経営はなぜ強いのか?』中央経済社 (2018年10月)
- (注1) 「2018年のIPO動向について」(有限責任あずさ監査法人)を参照。
- (注2) CVCの投資規模については、CB Insights等のデータを参照。
- (注3) 日本のCVCの2018年の投資規模は日経新聞(2019/1/6)。レコフベース。
- (注4) 日本のVCの2018年の投資規模は日経新聞(2019/1/16)。日本VC協会ベース。

