

経済産業省経済産業政策局
産業資金課御中

令和 5 年度産業経済研究委託事業 (我が国のスタートアップのファイナンス環境の在り方に関する調査)

調査報告書 公開版

株式会社野村総合研究所
コンサルティング事業本部
金融コンサルティング部

令和6年3月

NRI

Envision the value,
Empower the change



おことわり

- 本報告書は、経済産業省と株式会社野村総合研究所との間で令和6年1月22日に締結した令和5年度産業経済研究委託事業（我が国のスタートアップのファイナンス環境の在り方に関する調査）の契約書に基づき作成されたものである。
- 株式会社野村総合研究所は、本報告書が本件業務以外の目的により使用された場合、何らの契約上またはその他の責任を負わない。
- 本報告書の内容は、受託期間において、仕様書および経済産業省の指示に基づいて実施した作業を通じて入手した情報のみにより作成されている。なお、本報告書の調査結果および分析等の内容はすべて株式会社野村総合研究所の見解であり、経済産業省の公式の見解を示すものではない。

- (0) 調査概要・サマリ
- (1) リスクマネー供給者の実態調査
- (2) リスクマネー仲介者（機能）の実態調査

本事業の背景・目的

■ 本調査事業の背景

- 政府ではスタートアップ育成 5か年計画を定め、日本のスタートアップを生み育てるエコシステムを創出するため、**スタートアップへの投資規模について、5年後の2027年度に10倍を超える規模（10兆円規模）とすることを大きな目標に掲げて取り組みが進められている。**
- 今後更にスタートアップへの資金供給を拡大させていく上では、**ベンチャーキャピタルを中心としたリスクマネー仲介者の層を拡大させるとともに、そうした資金仲介者に資金供給を行う供給者の層を拡大させることが重要**である。
- 現状では、国内のVC（ベンチャーキャピタル）やPE（プライベートエクイティ）といったリスクマネー仲介者への資金供給主体は事業法人や銀行などが中心的な役割を担ってきた（海外では、年金基金等の機関投資家が中心的な役割を発揮）。
- 今後、**資金供給者の層を拡大させる上では、既存の主な担い手である銀行や事業法人に加えて、機関投資家、個人投資家、海外投資家がどのような役割を担うのかが重要な課題である。**また、資金供給の面で政府系ファンドが質的・量的にどのような機能を発揮していくことが必要とされるのかも重要なテーマである。
- 資金仲介者に目を向ければ、**スタートアップがシード期からアーリー期、ミドル期からレイター期、ポストIPO期といった様々なフェーズがある中で、VCやPE等の仲介者がどのような役割を果たすのかについて検討が必要な状況。**
- また、その際、VCだけではなく、個人とスタートアップを繋ぐ仲介者（例えば投資信託等）の役割や、海外VCの役割（どのように海外VCを呼び込むか等）、事業法人等の役割についても検討することが重要である。
- 更に、スタートアップ企業のファイナンスにおいては、エクイティのみならず、デットでの資金調達も組み合わせながら検討することが重要であることから、銀行やデットファンドからの資金供給の在り方等についても重要である。
- こうした**資金供給者や資金仲介者の層を厚くしていくということと並行して、スタートアップにとって資金調達等を行いやすい市場制度を構築することも必要**である。

■ 本調査事業の目的

- そこで、スタートアップ育成 5か年計画で示された目標に照らして、スタートアップへの資金供給を拡大させることを目的として、資金供給先となる**スタートアップの現状やニーズを踏まえつつ、資金供給者（機関投資家、政府系ファンド、海外投資家、事業法人、銀行、個人等）、資金仲介者（VC・PE、機関投資家、事業法人、銀行、海外VC等）による資金供給の現状、課題についての調査**を行う。
- 加えて**市場制度（未上場市場制度、上場市場制度）の現状、課題について調査**を行う。また、そうした調査を通じて課題や施策の方向性について整理することが本事業の目的である。

各資金提供主体からの資金供給は拡大傾向にあり、制度面も充足が進む。他方、海外と比較すると、各主体からの資金供給量の差は大きく、資金源のリスク性向やインセンティブに課題があると考えられる。

分類	提供主体	概要
リスクマネー 供給者	機関投資家 (アセット オーナー)	✓ 近年オルタナティブ資産への投資が拡大しているが、機関投資家による主要なオルタナ投資対象アセットは不動産でありVC・PEファンド等への資金供給は未だ拡大途上。背景として、ベンチャー投資などのリスクを取ってリターンを得る投資に対するインセンティブが薄いことが挙げられる。 ✓ 既に、海外機関投資家には最大30%の資産をオルタナ資産に配分しているものが存在しており、海外と比較し、今後の拡大が期待される。
	政府系 ファンド (官民 ファンド)	✓ 官民ファンドは、主に政府の財投出資をもとに数兆に渡る投融資を実施し、多くの民間投資を展開してきた。特に、許容リスクが高い産業投資を原資とした官民ファンドにより、様々な領域のSUに対する出資も行われている。 ✓ 海外政府系ファンドに目を向けると、AUMは増加傾向。特に、MENA(中東や北アフリカ)・アジアにおける投資規模が大きい。アクティブ・戦略的投資型のファンドに着目すると、株式収入を原資に、長期目的に基づいて投資・運用する傾向があり、アーリーステージ投資をおこなうTemasekのような事例も出てきている。
	事業法人 (CVC)	✓ 日本国内のCVCによるSU投資件数は増加傾向。しかし、世界全体と比較し日本国内のCVCは規模が小さい傾向にあり、投資件数・投資金額ともに少ない傾向にある。
	個人投資家	✓ 日本において、個人投資家が未上場株式投資を行うルートは、少額募集、投資型クラウドファンディング、私募、投資信託/投資法人が存在するなど、各制度の整備が進んでいる。しかし、例えば、少額募集制度に着目すると、企業の有価証券届出書等の作成負担が重く、企業の活用実績は年間1件未満であるのが現状であり、活用や投資は進んでいない。 ✓ 海外の投資促進に向けた動きに目を向けると、米英では個人投資家に対し、所得税および株式譲渡益税の優遇税制を設けており、一定の成果を挙げている模様である。
	海外投資家 (海外アセット オーナー)	✓ 長期投資が可能な年金基金においては、欧米の基金を中心に、非流動性プレミアムを超過リターンの源泉とみなし、半分以上の運用資産をオルタナ資産で運用するものもある。 ✓ スタートアップへの投資額を見ると、海外からの投資金額は増加傾向にあるが、より増加させるにあたっては、株式の流動性（時価総額規模）の高さが必要であり、国内SU上場市場には改善の余地があると考えられる。

各資金仲介主体からの資金供給は拡大傾向だが、海外と比較すると、規模の差が大きい。規模拡大にあたっては、政策面での後押しやSU投資に対する費用対効果の低さに課題があると考えられる。

分類	仲介主体	概要
リスクマネー 仲介者	VC	✓ 国内VCはレイト期のSUに対する投資額が諸外国のVCに比して少ない。ファンド規模・チケットサイズ共に、米国のVCに比べて小さいのが現状。 ✓ VCが業界として成長していく上では、リスクマネーの供給及びVC投資家の育成が必要。諸外国のように政策的な後押しをしていくことが、VCの発展においては重要となる。例えば、米国VCの成長は、従業員退職所得保障法における年金基金によるハイリスク資産への投資に対する規制が緩和されたことが大きな契機となった。 ✓ また、主要資金源となる機関投資家からの資金調達を拡大する上では、VCにおける公正価値評価の普及、VC内のガバナンスの整備も必要である。 ✓ その他、海外VCのインバウンドを進める上では、政府基金による海外VCへの投資等のネットワーク構築が鍵。
	PEファンド	✓ 従来のPEファンドと、主にSU投資を行ってきたVCでは投資戦略が異なり、PEファンドによるSU投資の拡大には障壁が存在。日本におけるPEファンド案件は、バイアウトが多数を占めている。 ✓ 一方、近年ではPEファンドからSUへの投資が進む兆しが表れており、背景には、十分なTAMや投資先企業の競争優位性、模倣困難性など、持続的な成長・収益獲得可能性等が挙げられ、PEの投資条件に見合うSUが増加しつつあることが挙げられる。
	事業法人	✓ - (供給者の事業法人パートにて吸収)
	金融機関 (ベンチャーデット)	✓ 国内ベンチャーデット(通常融資を含む)市場は拡大傾向。アーリーステージ以降で、約6割のSU企業が主に運転資金の確保を目的としてベンチャーデットを活用。大型資金調達事例も出てきている。 ✓ 背景には、金融機関が、スタートアップの育成・支援を社会的使命と位置づけていることに加え、貸出ビジネスの収益性が悪化している内情もあり、積極姿勢にあることが挙げられ、今後の更なる拡大が期待される。

- (0) 調査概要・サマリ

- (1) リスクマネー供給者の実態調査

- 機関投資家 | アセットオーナー

- 政府系ファンド | 官民ファンド

- 事業法人 | コーポレートベンチャーキャピタル (CVC)

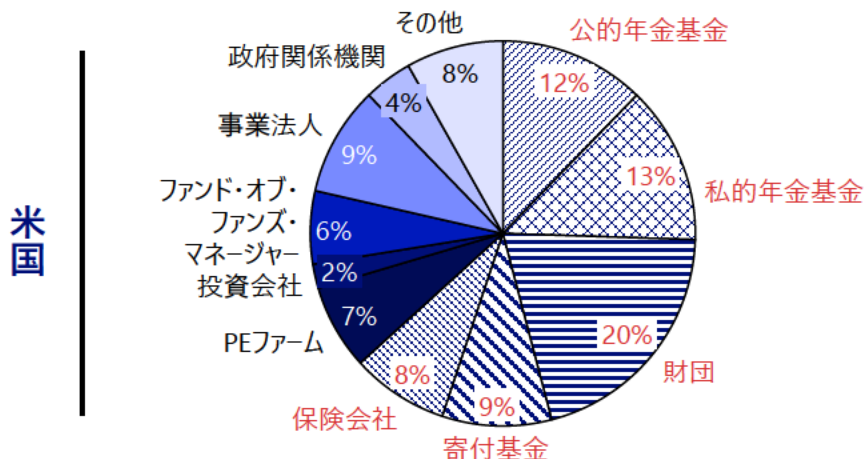
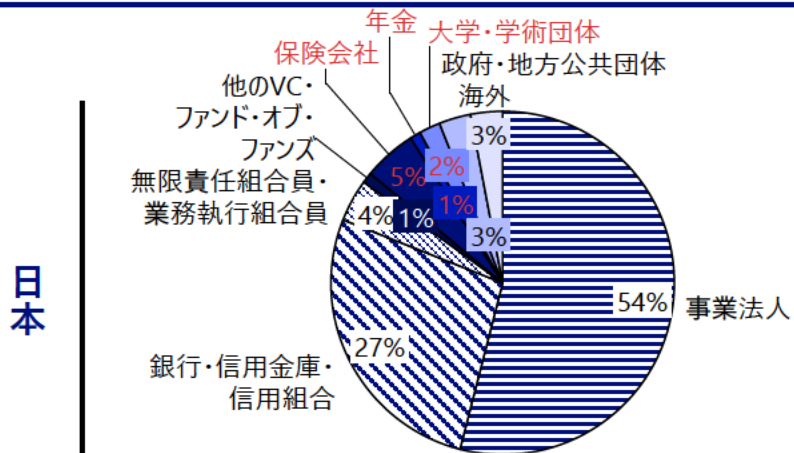
- 個人投資家 | 個人投資家/特定投資家

- 海外投資家 | 海外アセットオーナー

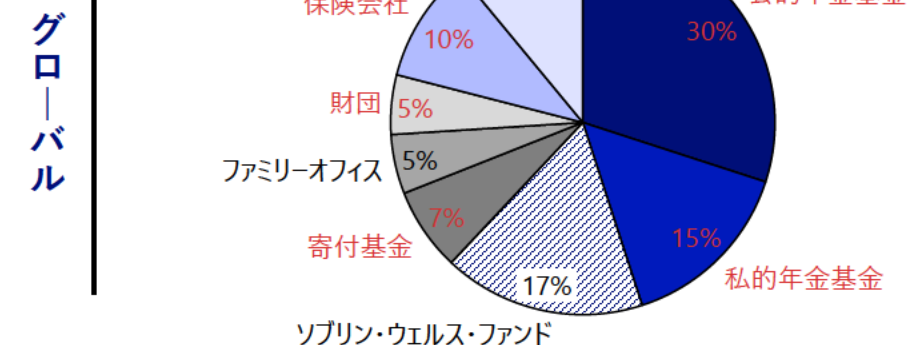
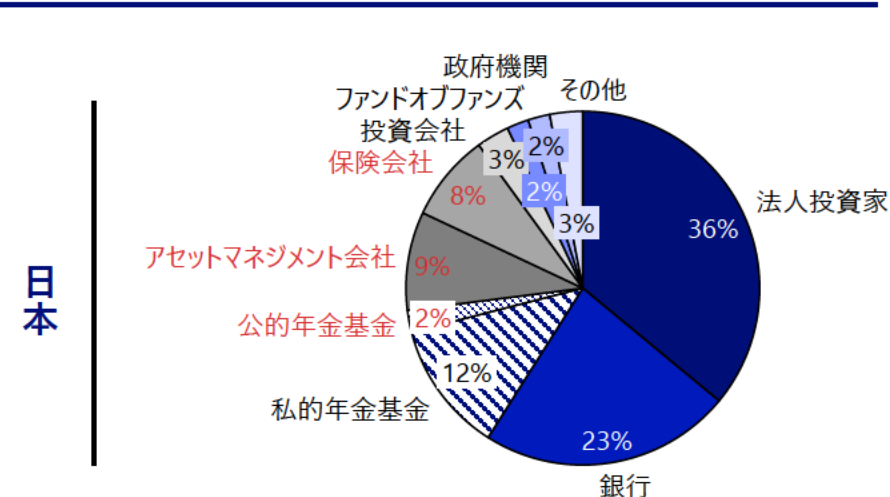
- (2) リスクマネー仲介者（機能）の実態調査

日本のVCでは機関投資家からの投資が極めて少ない。また、PEファンドについても、日本では資金供給の過半が法人投資家と銀行によってなされている。

国内VCへの資金供給主体（2019年実績）



PEへの資金供給主体（2019年実績）



出所) 金融庁「第22回 金融審議会市場制度ワーキング・グループ資料8 成長資金の円滑な供給、市場インフラの機能向上等」[08.pdf \(fsa.go.jp\)](#)、金融庁「成長資金の供給のあり方に関する検討【総論】」[01.pdf \(fsa.go.jp\)](#)よりNRI作成（2024年3月25日最終閲覧）

国内機関投資家では、オルタナ資産へのポートフォリオアロケーションはごく微小だが、海外機関投資家には最大30%の資産をオルタナ資産に配分しているものが存在。

内外投資家の投資状況

	国内機関投資家（例）		海外機関投資家（例）	
	年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）	かんぽ生命	California Public Employees' Retirement System (CalPERS)	Yale University
分類	年金基金	保険会社	年金基金	大学基金
リターン目標	1.70%+賃金上昇率	1.69%	7.0%（名目）	6.9% + HEPI
運用資産	200.1兆円 （2022年度末）	67.2兆円 （2021年末）	58.1兆円 （2020年6月）	4.8兆円 （2020年）
年間収益率	3.59% （2001年度～2022年度平均）	1.82% （2017.3末～ 2021.3末平均）	8.4% （2011年～2020年 平均）	9.9% （2001年～2020年 平均）
資産構成	外国株式 24.32% 国内株式 24.49% 外国債券 24.39% 国内債券 26.79% オルタナ 1.38% インフラ 0.70% 不動産 0.45% PE（一任） 0.21% PE（自家） 0.02% ※2022年度末時点	公共債・貸付金 76.3% 国債 54.9% 社債 7.4% その他 14.0% 収益追求資産 16.9% 内外株式 4.8% 外国債券 9.7% オルタナ 0.97% その他 8.3% ※2021年12月時点	株式 53% 未上場株式 6% 債券 29% 実物資産 11% その他 1% ※2020年6月時点	米国株式 2% 海外株式 12% 未上場株式 18% VC 24% 絶対収益型 24% 不動産 10% 天然資源 5% 債券・現金 8% ※2020年時点

※ 資産構成は四捨五入のため合計値が100%にならない場合がある。
※ 1ドル=148円として計算。年間収益率は名目値。
出所）内閣府イノベーションエコシステム専門調査会「スタートアップ・エコシステムの現状と課題（事務局提出資料）」
https://www8.cao.go.jp/cstp/tyousakai/innovation_ecosystem/4kai/siryo2-print.pdf よりNRI作成（2024年3月25日最終閲覧）

■ (0) 調査概要・サマリ

■ (1) リスクマネー供給者の実態調査

- 機関投資家 | アセットオーナー

- 政府系ファンド | 官民ファンド

- 事業法人 | コーポレートベンチャーキャピタル (CVC)

- 個人投資家 | 個人投資家/特定投資家

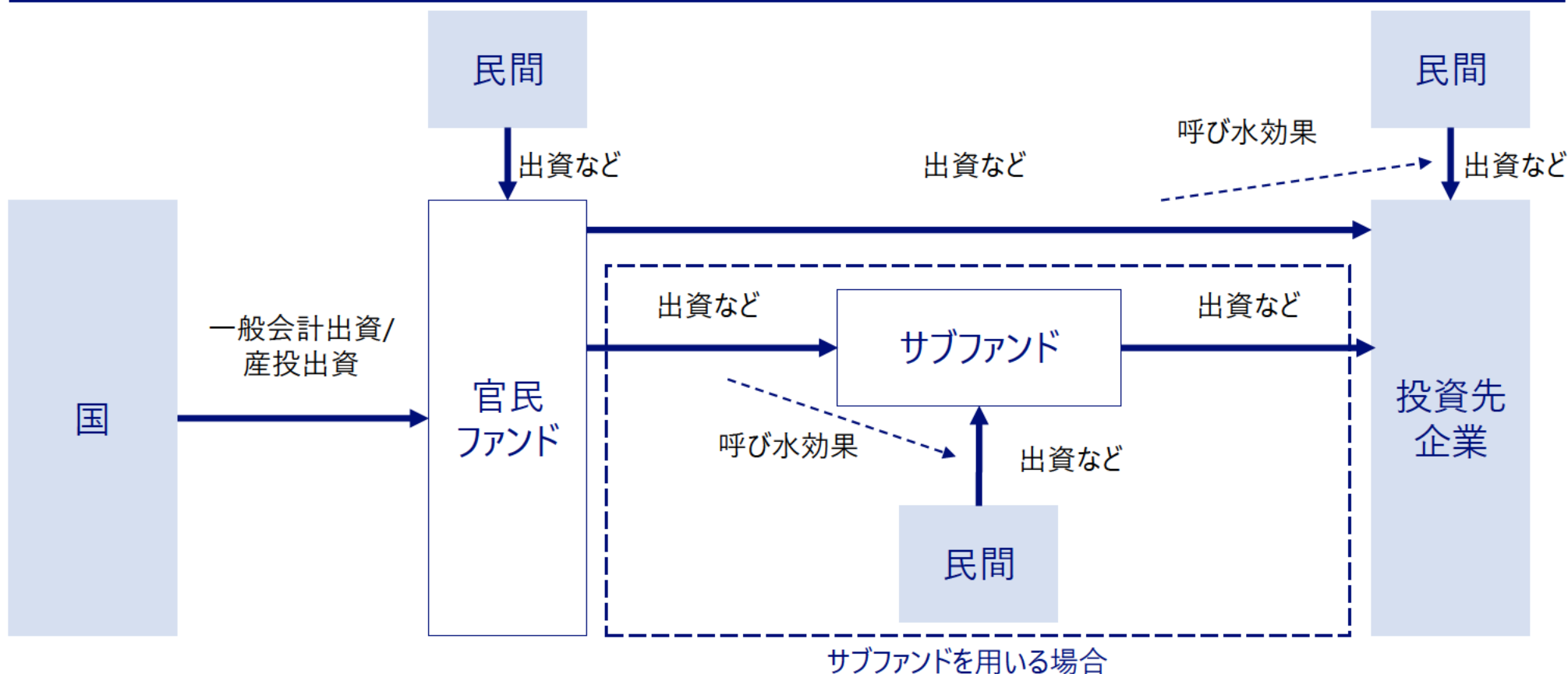
- 海外投資家 | 海外アセットオーナー

■ (2) リスクマネー仲介者（機能）の実態調査

官民ファンドは、政府・民間から拠出された資金を原資として、政策目的を実現するための投資活動を行うファンドを指す。

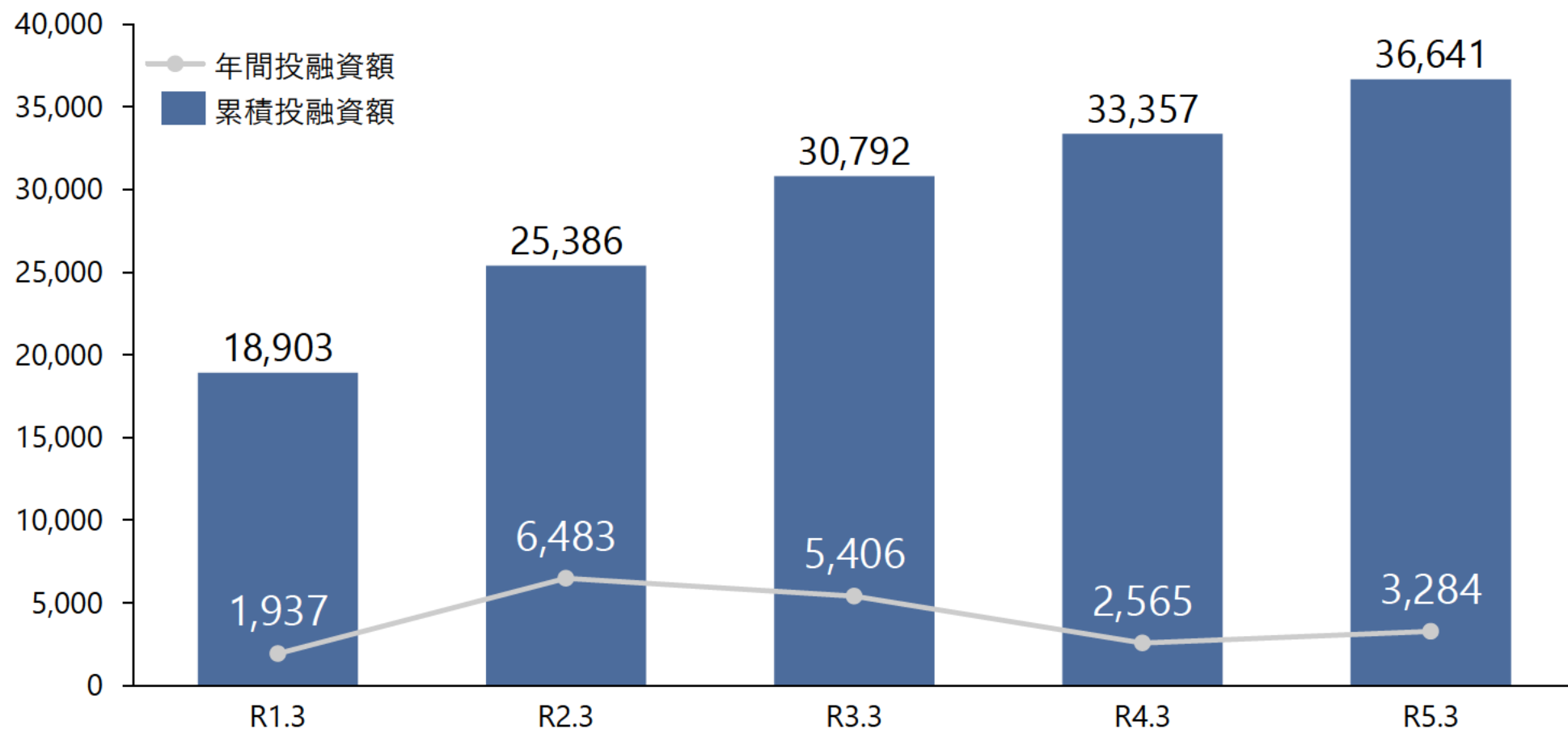
- 政府の成長戦略の実現や新たな産業・市場の創出等の分野において、民業補完としての役割を果たし、民間のリスクマネー供給の活発化を目的としている。

官民ファンドのスキーム



官民ファンドによる実投融資額は毎年積み上がり、
令和5年3月末までの累積投資額は約 3 兆6000億円に上っている。

官民ファンドによる実投融資額（億円）



官民ファンドによる民間VCへのLP出資も実施されている。直近令和4年度実績は905億円。

官民ファンドによる民間VCへのLP出資実績（令和5年3月末時点）

ファンド名	令和3年度実績		令和4年度実績		設立時からの累計	
	金額(億円)	件数（件）	金額(億円)	件数（件）	金額(億円)	件数（件）
産業革新投資機構	349	6	629	16	1,125	26
INCJ	—		—		865	11
中小企業基盤整備機構	188	10	171	10	2,898	229
地域経済活性化支援機構	—		3	1	3	1
官民イノベーションプログラム （東京大学）	3	1	—		55	7
海外需要開拓支援機構	—		—		115	4
特定投資業務（日本政策投資銀行）	28	—※	40	—※	91	10
海外通信・放送・郵便事業支援機構	—		62	2	62	2
合計	568	—※	905	—※	5,214	290

官民ファンドは様々存在。主に政府による財投出資をもとに数兆に渡る投融資が実施され、多くの民間投資を呼び込んできた。

主な官民ファンド一覧（令和5年3月末時点）

名称		監督官庁	出融資(億円)			累積実績(億円)		
			政府		民間	支援決定額	実投融資額	誘発された民間投資額 (呼び水効果)
			原資	金額	金額			
特定投資業務（（株）日本政策投資銀行）		財務省	産業投資	7,740	8190※1	11,152	10,756	66,522
（株）産業革新投資機構	産業革新投資機構	経済産業省		3,670	135	15,649	1,558	11,712
（株）海外交通・都市開発事業支援機構		国土交通省 環境省		2,188	59	2,431	1,789	2,786
（株）海外需要開拓支援機構		経済産業省		1,156	107	1,329	1,156	2,866
（株）海外通信・放送・郵便事業支援機構		総務省		849	24	1,029	857	5,181
（株）農林漁業成長産業化支援機構		農林水産省		300	19	489	190	549
（株）脱炭素支援機構		環境省		102	102	27	0.3	5
（株）民間資金等活用事業推進機構		内閣府 金融庁など		100	100	1,380	1,087	10,061
（独）中小企業基盤整備機構		経済産業省		1,757	—	6,333	4885	14,620
官民イノベーションプログラム		文部科学省		1,000	—	568	543	2,467
国立開発法人科学技術振興機構		文部科学省	50	—	29	29	685	
（株）地域経済活性化支援機構		内閣府など	29	102	1,340	504	1,498	
耐震・環境不動産形成促進事業		国土交通省 環境省	一般会計補助	300	—	327	237	2,314
地域脱炭素促進ファンド事業		環境省	エネルギー対策 特別会計補助	204	—	189	98	1,921
（株）産業革新投資機構	INCJ※2	経済産業省	—	—	5	13,603	12952	12,244
計				19,455	8,843	55,875	36,641	135,431

出所) 内閣官房「官民ファンドの運営に係るガイドラインによる検証報告（第15回）（案）のポイント」https://www.cas.go.jp/jp/seisaku/kanmin_fund/dai16/siryou2.pdfよりNRI作成
（2024年3月25日最終閲覧）※1 日本政策投資銀行の自己資金
※2 産業革新投資機構の100%子会社

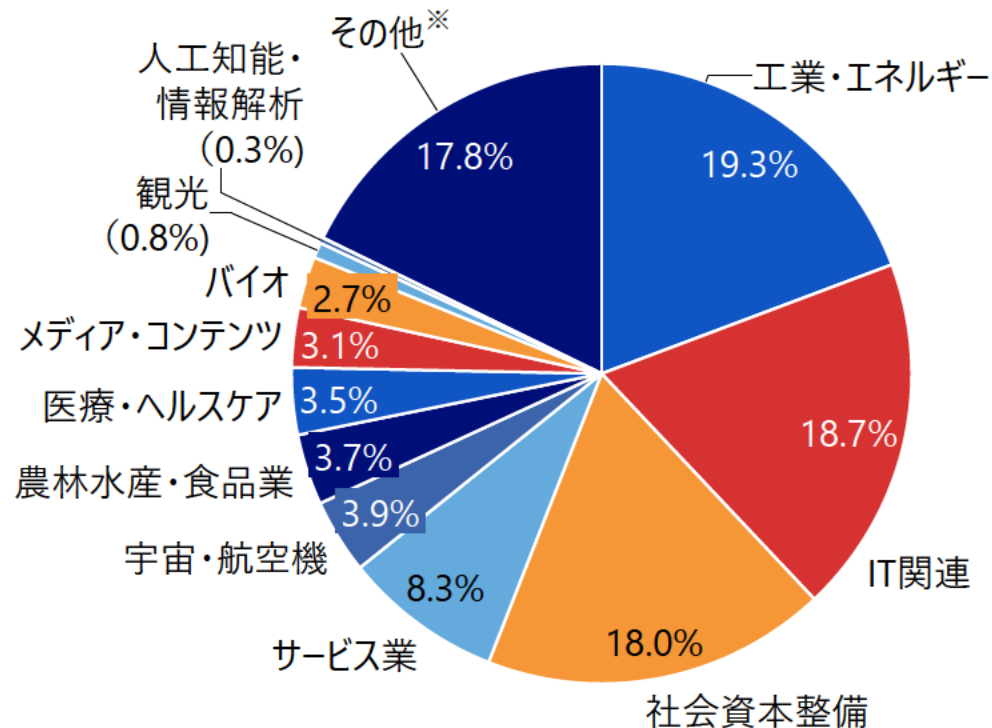
Copyright (C) Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.  14

許容リスクが高い産業投資を原資とした官民ファンドによって、様々な領域のSUに対する出資が行われている。

産業投資の概要

概要	政策的必要性が高く、リターンが長期的に期待できるものの、リスクが高く民間だけでは十分に資金が供給されない分野に、民間資金の呼び水・補完としてのエクイティ制資金などを供給する産投機関に対する出資及び貸付
目的	新産業の創出やビジネスの新陳代謝の促進、日本企業の海外展開など
主な官民ファンド	(株) 日本政策投資銀行 (DBJ) (株) 産業革新投資機構 (JIC)
出資先SU例	WOTA株式会社 (DBJ) 株式会社TOKIUM (JIC)

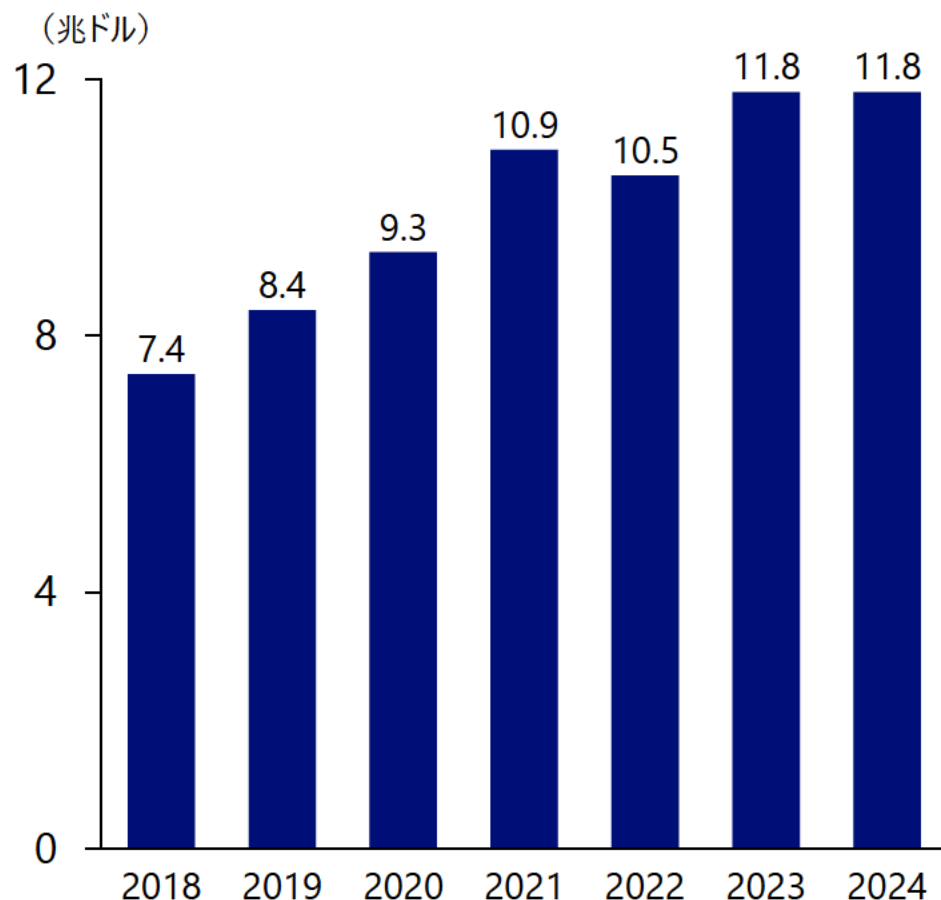
官民ファンド全体の投資分野（出資残高ベース 2019年）



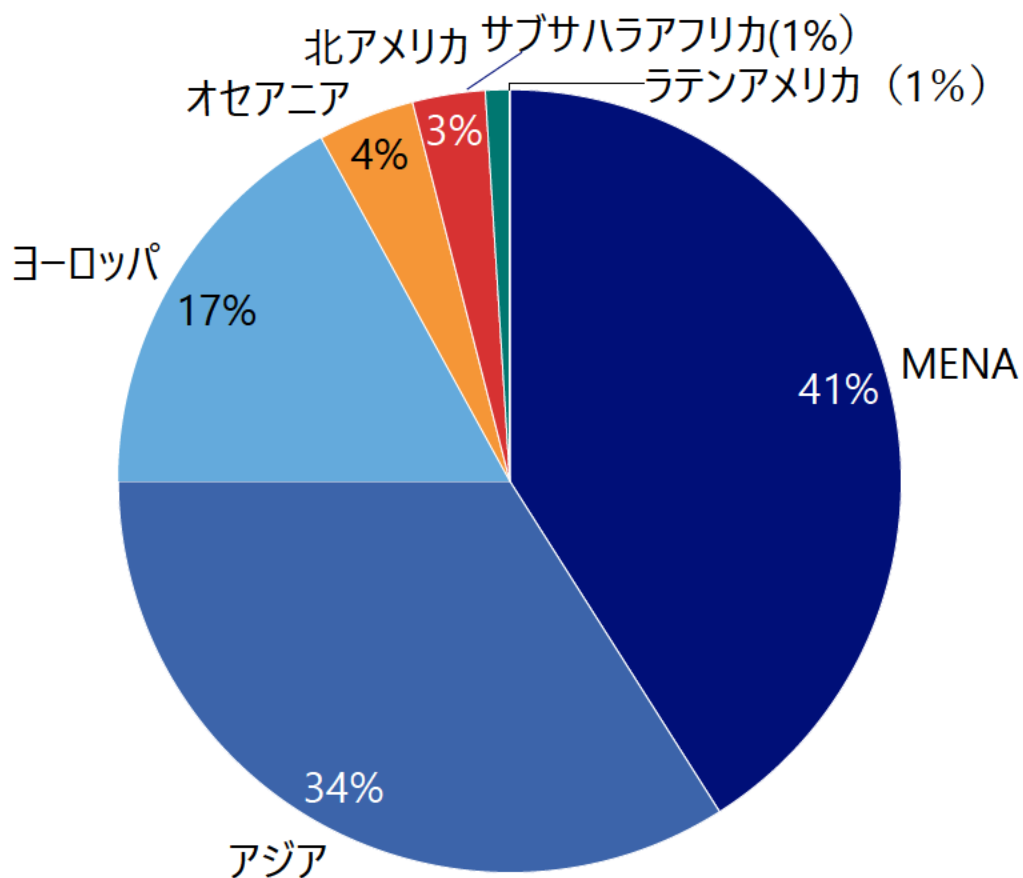
政府系ファンドにおけるAUMは増加傾向。

また、MENA(中東や北アフリカ)・アジアにおける投資規模が大きい。

政府出資に基づくファンドAUMの推移※ (グローバル)



政府系ファンドの地域別AUM比率※(2024年)



ファンドごとにリスクの取り方は異なる。日本の官民ファンドに適合するSU投資事例としては③ アクティブ・戦略的投資型に着目すべき。

海外における政府系ファンドの分類

不動産その他 未公開株式 株式 債権 現預金

類型	取っているリスク	ポートフォリオイメージ	ファンド例
1 パッシブ・保守投資型	小 主に債権資産に焦点を当て、資本増加よりも元本維持と流動性を求める		- Economic and Social Stabilization Fund of Chile (ESSF, チリ) - Oil Revenues Stabilization Fund (メキシコ)
2 パッシブ・利益追求型	中 - 資産の大部分を株式で保有し、残りを安全性の高い債券資産やヘッジファンド、LBOファンド、不動産などの高リスクなオルタナ資産に分散 - 近年は、プライベートエクイティへの投資割合を高める傾向にある		- Norway Government Pension Fund (NGPF, ノルウェー) - Abu Dhabi Investment Authority (ADIA, UAE) - Government of Singapore Investment Corporation (GIC, シンガポール)
3 アクティブ・戦略的投資型・その他	大 - 個別企業への出資比率が高く、多様な投資戦略が存在 - 経営コントロール取得を前提とした企業への直接投資もある		- Investment Corporation of Dubai (ICD, ドバイ) - Temasek (シンガポール)

③ アクティブ・戦略的投資型ファンドは、株式による収入を原資とし、長期目的に基づいて投資・運用する傾向がある。

- 資源価格の変動に伴う経済や財政収支の変動の安定化を目的としたファンドは比較的中短期かつ保守的な資産運用がなされる一方、将来世代への貯蓄を目的としたファンドはより長期の運用を行い、リスクの短期的な振れに対してより寛容であるという指摘も存在。（IMF）

海外における政府系ファンドの分類

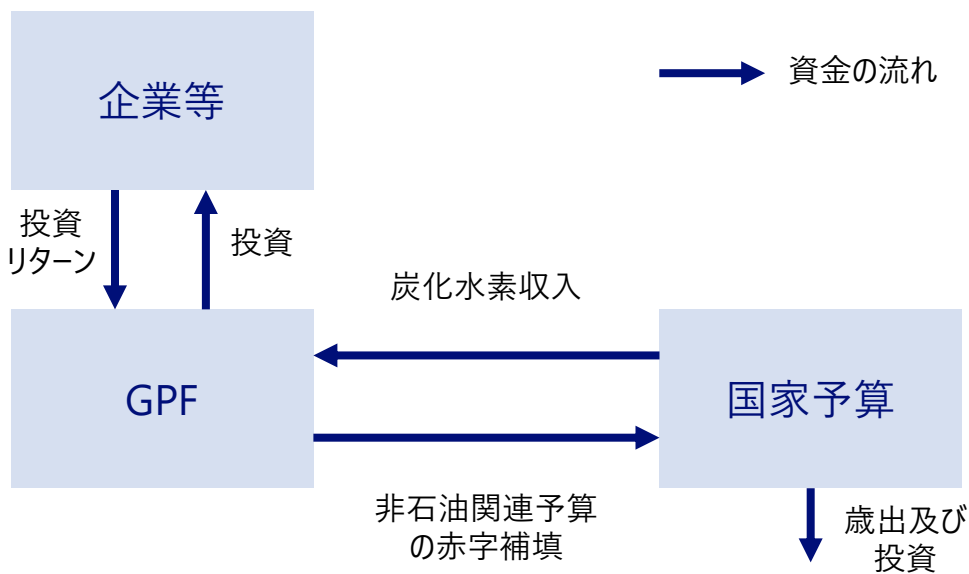
類型	主なファンド原資	運用目的例	取っているリスク
1 パッシブ・保守投資型	資源収入を含む輸出代金 ・ 財政黒字※（ESSF） ・ 石油の輸出代金や税収（FEIP）	短期目的 ・ 資源価格の変動に伴う経済変動の安定化（ESSF,FEIP）	小 ・ 主に債権資産に焦点を当て、資本増加よりも元本維持と流動性を求める
2 パッシブ・利益追求型	資源収入を含む輸出代金 ・ 石油・天然ガスの貿易黒字や税収（NGPF,ADIAなど） ・ 製造業を中心とする貿易黒字（GIC）	長期目的 ・ 将来世代に向けた貯蓄（NGPF） ・ 国民・国家の長期的な繁栄（ADIA）	中 ・ 資産の大部分を株式で保有し、残りを安全性の高い債券資産やヘッジファンド、LBOファンド、不動産などの高リスクなオルタナ資産に分散 ・ 近年は、プライベートエクイティへの投資割合を高める傾向にある
3 アクティブ・戦略的投資型・その他	株式収入 ・ 株式の売買益・配当金（ICD, Temasek）	長期目的 ・ 現在・将来世代の繁栄（Temasek） ・ 将来世代のためのドバイの富の確保（ICD）	大 ・ 個別企業への出資比率が高く、多様な投資戦略が存在 ・ 経営コントロール取得を前提とした企業への直接投資もある

GPFの運営は、議会、財務省、ノルウェー銀行がそれぞれが異なる役割と責任を持つガバナンス構造に基づいている。

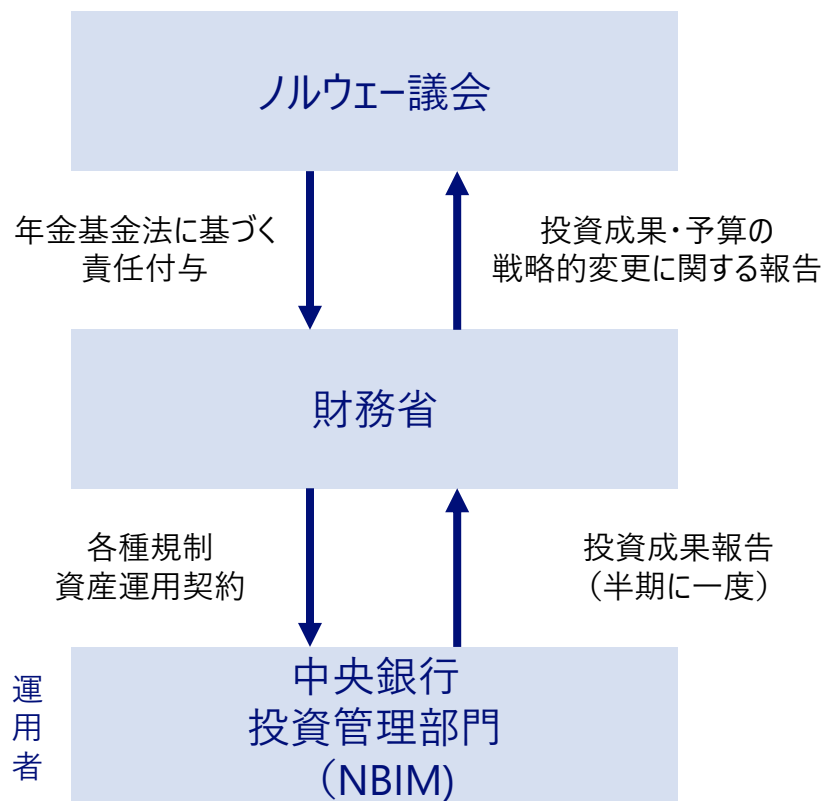
政府年金基金（GPF）の分類

予算メカニズム

- 財政政策ガイドラインにより、GPFの国家予算への繰入額は4%以下に制限されている



意思決定プロセスとガバナンス



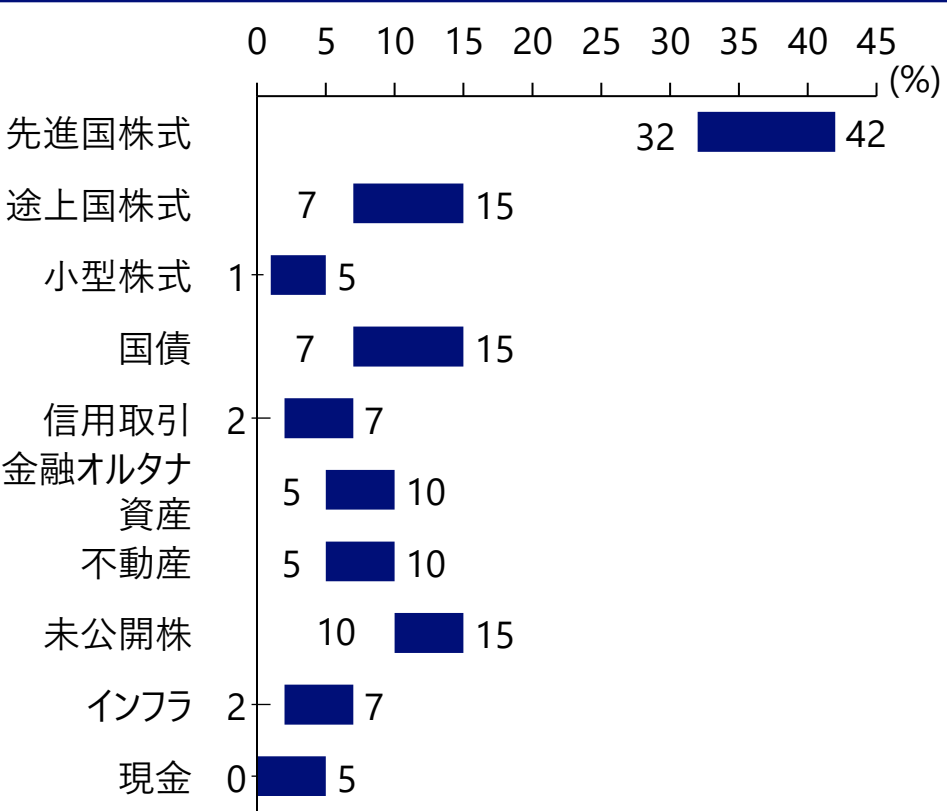
アブダビ投資庁（ADIA）は、アラブ首長国連邦の政府系ファンドであり主にテクノロジー・金融分野を中心に株式投資を行っている。

アブダビ投資庁（ADIA)の分類

概要

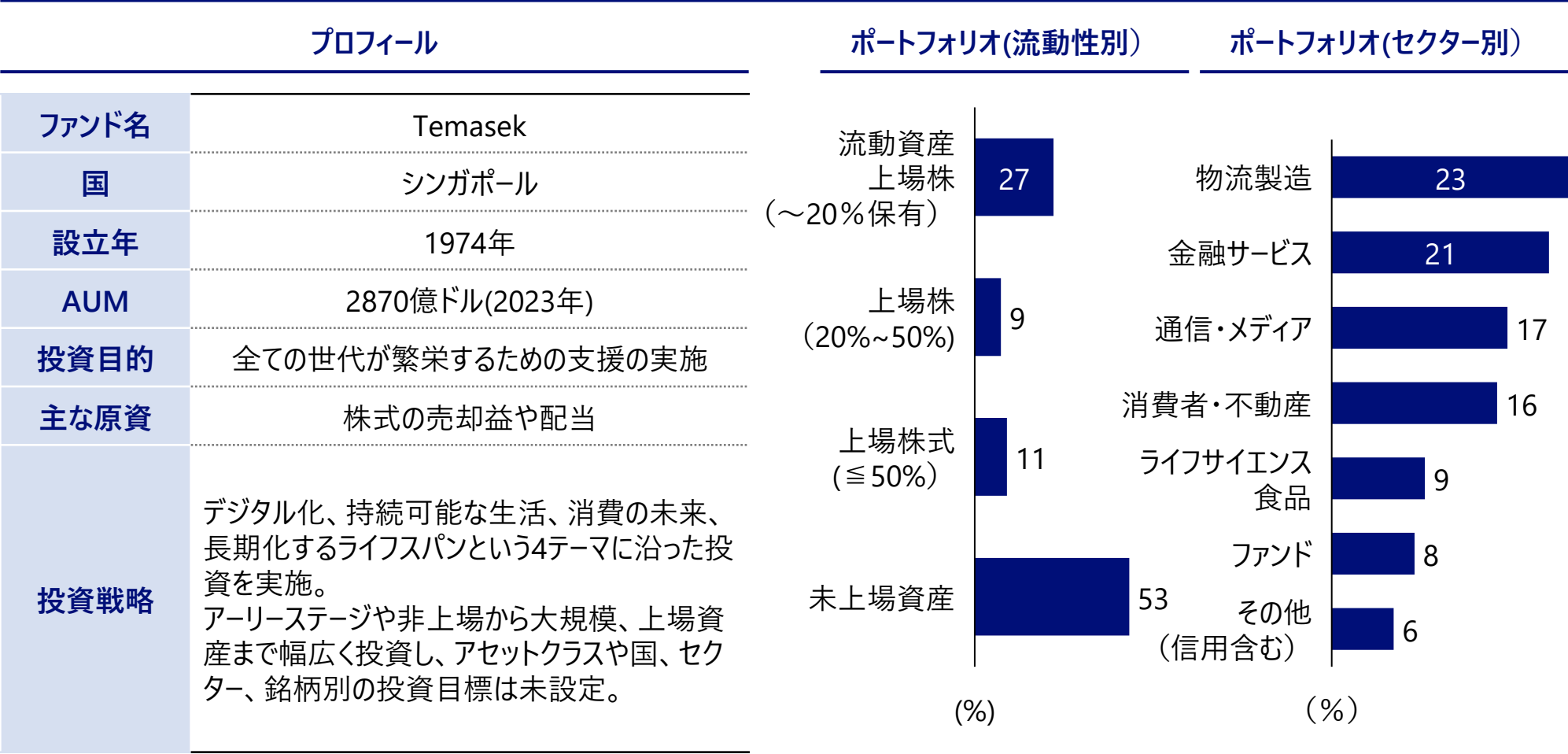
ファンド名	Abu Dhabi Investment Authority (アブダビ投資庁)
国	アラブ首長国連邦
設立年	1976年
AUM	7900億ドル(2023年)
投資目的	アブダビの長期的な成長や繁栄の維持
主な原資	石油や天然ガス収入
投資戦略	長期的な投資視点を持ち、新たな投資機会を捉えられる柔軟性を兼ね備えた分散ポートフォリオを構築。 海外の株式・債券・インフラ・不動産・プライベートエクイティ・オルタナティブ資産に投資。

ポートフォリオ（取り得る最小値・最大値）



Temasekは、シンガポールの政府系ファンド兼アクティブ投資家であり
未上場資産に対する投資がポートフォリオの半数を占める。

Temasekの概要

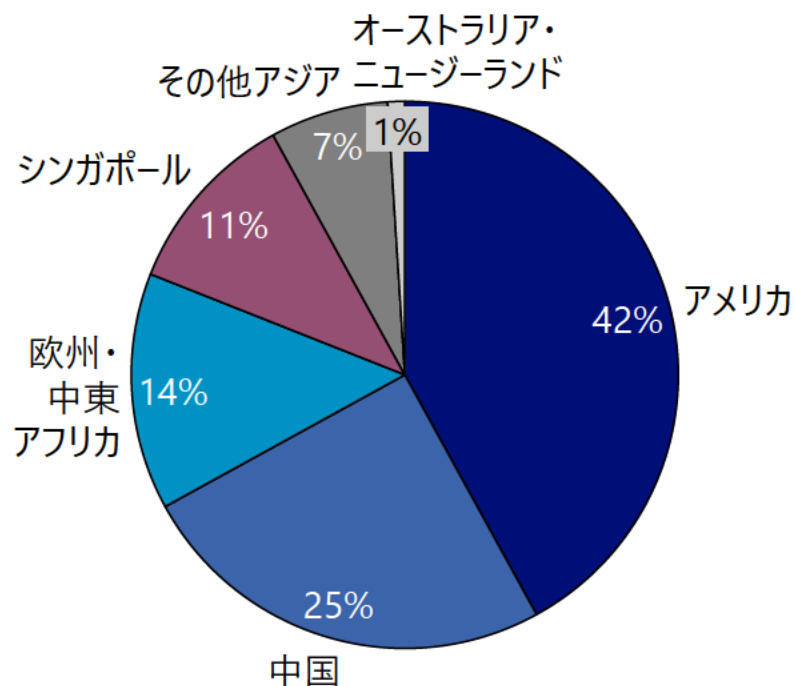


Temasekはリスクヘッジを行いながら、アメリカ・中国や通信メディア領域を中心に アーリーステージ投資を実施している。

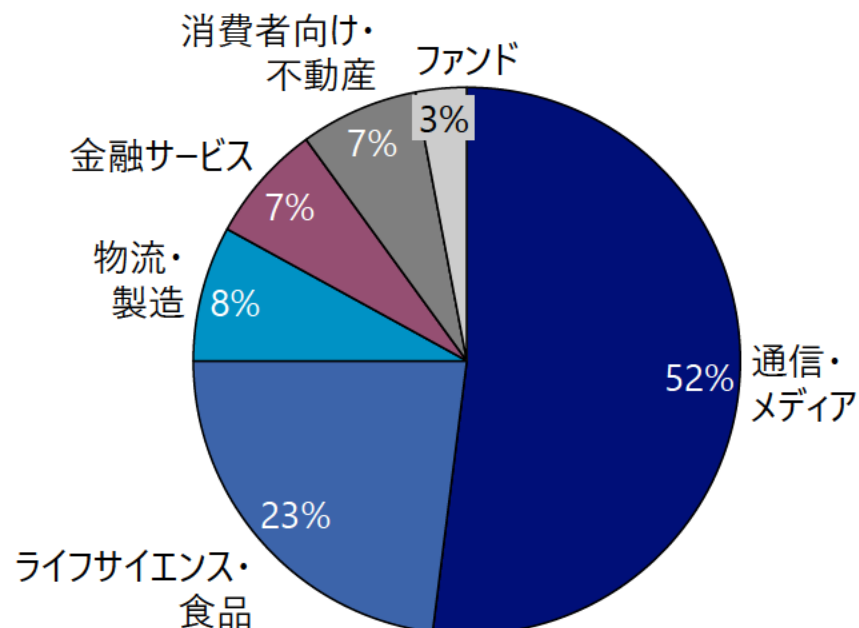
- ポートフォリオへのアーリーステージ株式を6%未満に制限、初期投資額の抑制、ベンチャーリスクプレミアムの資本コストへの組み込みなどによるリスク管理を実施している。

アーリーステージポートフォリオ（2023年3月）

地域別



セクター別



Temasekは、独自のリスクフレームワークを用いることで長期的に持続可能なリターンの創出に注力している。

Temasekにおけるリスクフレームワーク

想定リスク

投資	投資時に企業のファンダメンタルズや為替、ESG等を十分に加味したリターンが見極められるか
流動性・レバレッジ	自社の財務状況・ポートフォリオの流動性や負債額は適切か
ポートフォリオバリュー	長期にわたりポートフォリオの価値を損失しないか
オペレーション	災害を含む緊急時の対応やインシデント報告、社員へのサポート体制が整っているか
サイバーセキュリティ	サイバーセキュリティに対するレジリエンスは十分か
法・規制	投資や事業に関する法令・規範は遵守されているか
マクロ・地政学	マクロ経済や、戦争やパンデミック、大国間競争等の動向を加味しているか

リスク許容度に関する方針

- 1 自社の評判と信用を損なうリスクを避ける**
 - レピュテーションリスクの潜在的な原因と各リスクの管理方法を規定する
- 2 長期的パフォーマンスの重視**
 - リスク調整後の資本コストを超えるリターンを目指す
 - 自社の存続に影響を与えないかつ長期リターンで補填される限り、年間業績の変動を許容
- 3 集中的なポジションが取れる柔軟性**
 - 長期的に優れたパフォーマンスを実現できる場合、特定の領域への集中投資が可能
 - アセットクラスごとに評価フレームワークを適用し、規律ある投資を実行
 - 直接株式投資については、対象株式への投資、売却、保有のための深い理解を行う
- 4 弾力性のあるバランスシートの維持**
 - 極度のストレス下でもレジリエンスと柔軟性を維持するために、レバレッジと流動性を維持
- 5 長期にわたってポートフォリオ全体の価値が失われる可能性を見通し、様々なシナリオを用いてレジリエンスを検証**

■ (0) 調査概要・サマリ

■ (1) リスクマネー供給者の実態調査

- 機関投資家 | アセットオーナー
- 政府系ファンド | 官民ファンド
- **事業法人 | コーポレートベンチャーキャピタル (CVC)**
- 個人投資家 | 個人投資家/特定投資家
- 海外投資家 | 海外アセットオーナー

■ (2) リスクマネー仲介者（機能）の実態調査

海外でもCVCが多数存在。特にアメリカにおいて多くの投資が実施されている。

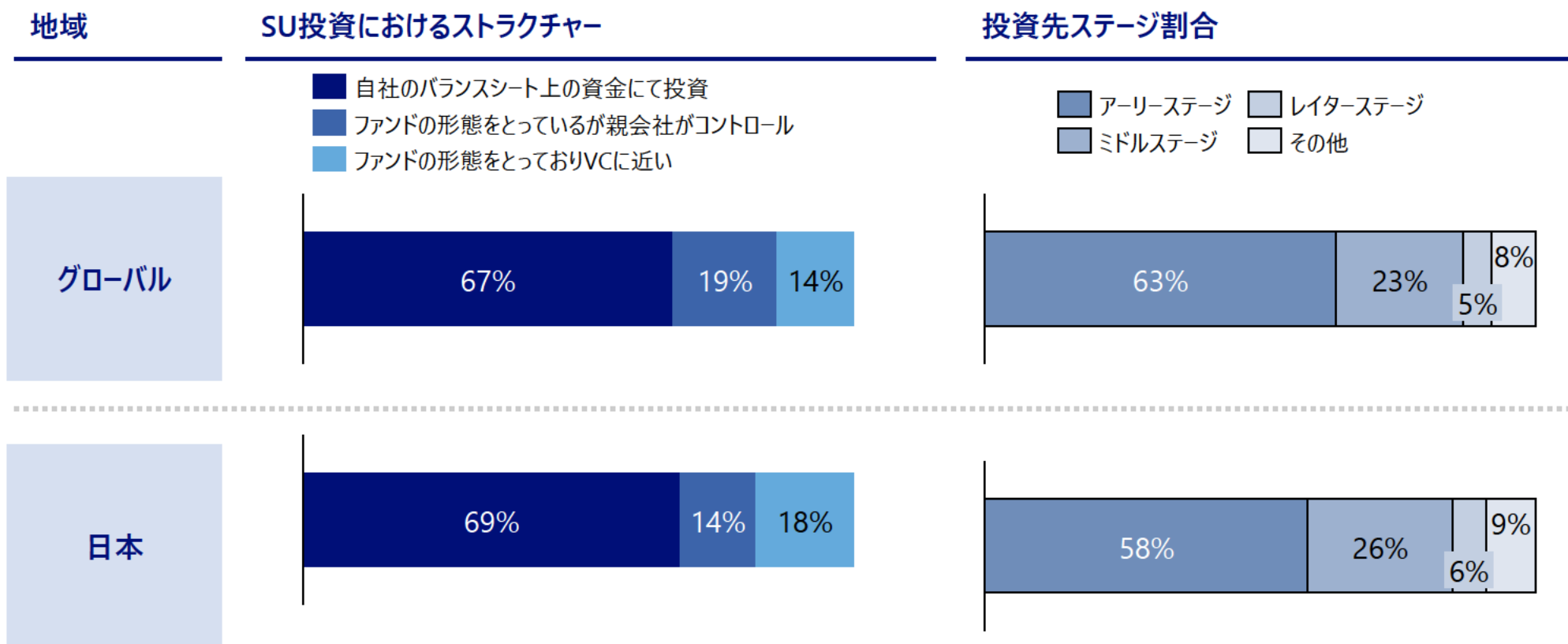
投資件数が多い欧米の主なCVC

社名	投資件数（23/Q4）	所在地国
Google Ventures	14	アメリカ
Samsung NEXT	11	アメリカ
Intel Capital	7	アメリカ
MassMutual Ventures	7	アメリカ
Porsche Ventures	7	ドイツ
TDK Ventures	6	アメリカ
Salesforce Ventures	5	アメリカ
Innvierte	4	スペイン
Unilever Ventures	4	英国

CVC投資はバランスシート上の資金利用やファンドの組成を通して行われる。また日本と海外では、投資先企業のステージや採用される投資ストラクチャーの傾向に大差はない。

■ 両者とも主にアーリーステージの企業に投資し、会社のバランスシートを用いた投資を実施している。

日本とグローバルのCVC比較



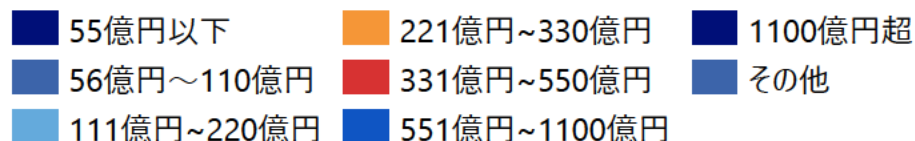
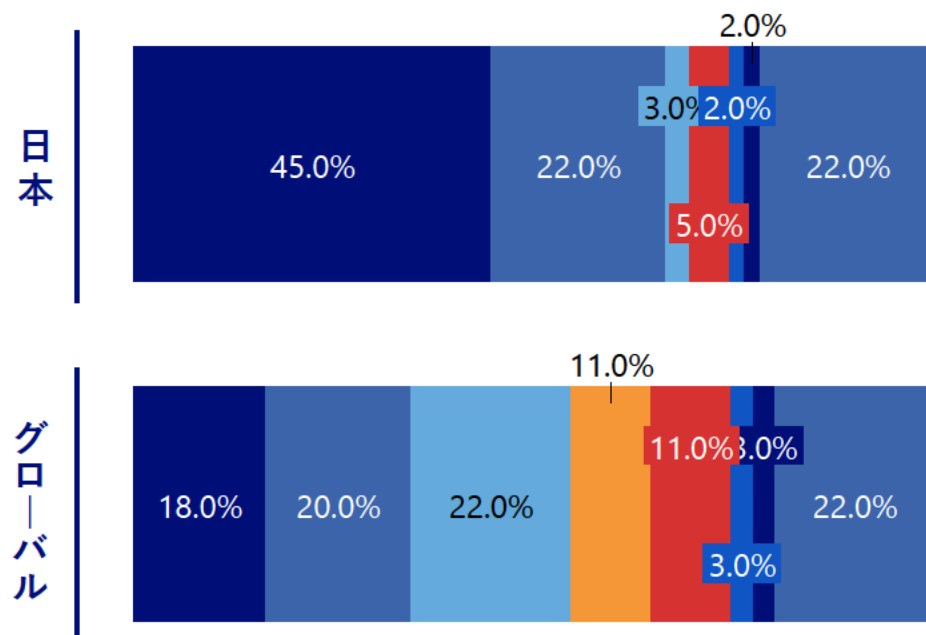
資金調達のマーケットサイズが小さいことを一因として、
世界全体と比較し日本国内のCVCは規模が小さい傾向にある。

1ラウンドあたり平均資金調達額比較(2018)



日本と世界のCVCファンドサイズ比較(2018)

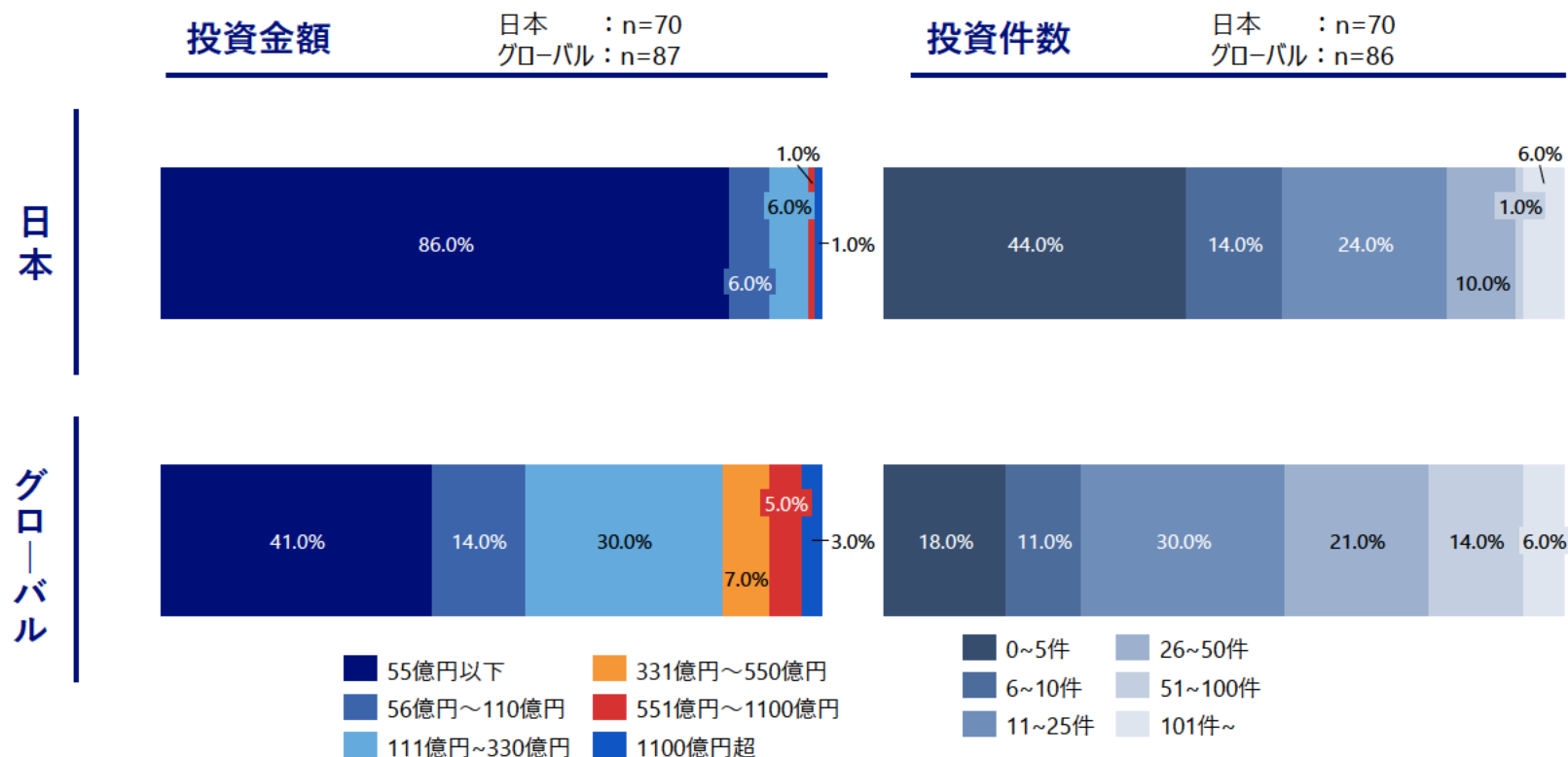
日本 : n=60
グローバル : n=87



日本国内のCVCは、世界と比較し投資件数・投資金額ともに少ない傾向にある。

- 国内 CVC の多くが2010 年以降に設立されており、実際は 2015 年頃以降に設立されたものが多くを占めていると考えられるため、投資事業を開始したばかりの状況が結果に反映されている可能性。

日本と海外におけるCVCの比較(2018)



（参考）イギリスではコーポレートベンチャーキャピタルの活動を促進する措置（Corporate Venturing Scheme）が導入されていた。

■ なお、多くの国ではCVCに絞らずに、スタートアップ投資を対象にした支援制度が中心。

Corporate Venturing Scheme（CVS）の概要

概要		独立系の小規模で高リスクを取っている企業に対する少数株式保有という形で直接投資を行う企業に対する税制優遇
実施期間		2000年～2010年
支援策	法人税の税額控除	SU投資額の最高20%の法人税が控除される
	キャピタルゲインの繰り延べ	CVSを通じた企業株式の売却によって生じたキャピタルゲインが再びCVS企業に投資される場合にはキャピタルゲイン税を繰り延べできる
	損失控除	投資によるキャピタルロスが生じた場合、当年度または前年度の通常所得における損失控除が可能

■ (0) 調査概要・サマリ

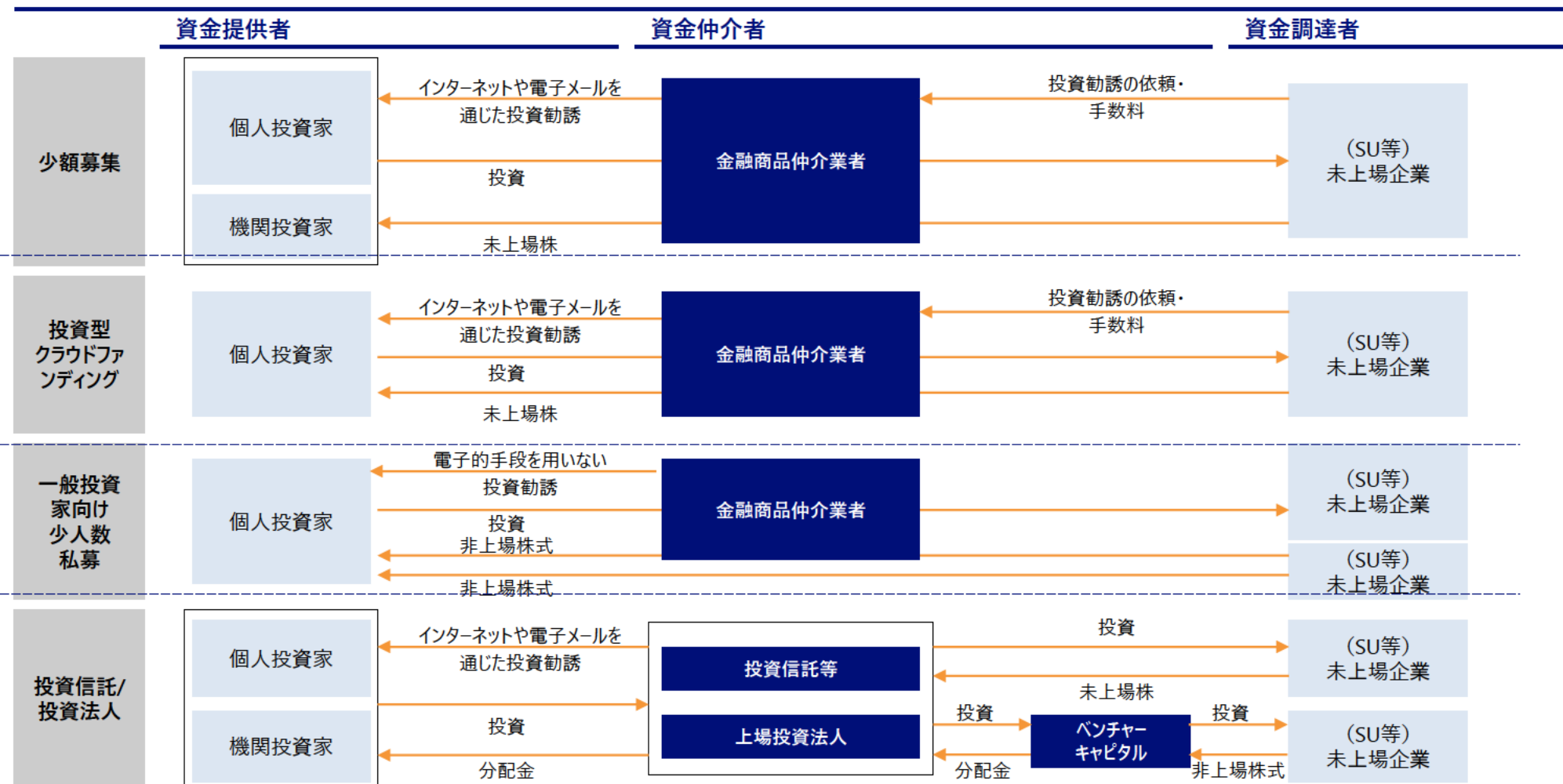
■ (1) リスクマネー供給者の実態調査

- 機関投資家 | アセットオーナー
- 政府系ファンド | 官民ファンド
- 事業法人 | コーポレートベンチャーキャピタル (CVC)
- 個人投資家 | 個人投資家/特定投資家
- 海外投資家 | 海外アセットオーナー

■ (2) リスクマネー仲介者（機能）の実態調査

個人投資家が未上場株式投資を行うルートには、少額募集、投資型クラウドファンディング、私募、投資信託/投資法人が存在する。

個人投資家による未上場株投資ルート



出所) 金融審議会「資産運用に関するタスクフォース」R5.10.3事務局説明資料https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/sisan-unyo/siryou/20231003/03.pdf
(2024年3月25日最終閲覧)、(2024年3月25日最終閲覧) NRI知見よりNRI作成

日米欧における少額募集、投資型クラウドファンディング、私募による未上場株への投資要件は以下の通り。

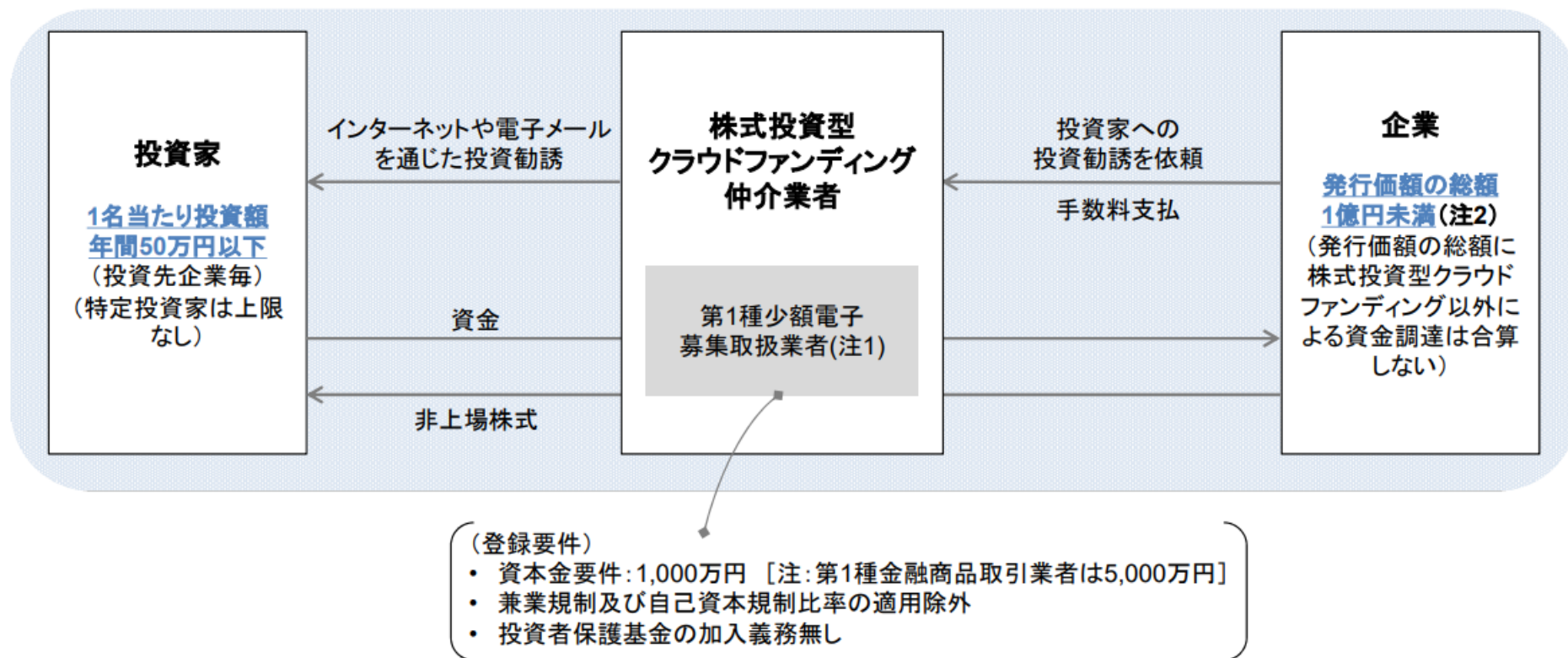
日米欧の個人投資家向け未上場株投資制度

	日本	米国	欧州
少額募集	● 上限金額：5億円 ● 対象投資家：限定なし ● インターネットによる勧誘：可 ● 開示：財務諸表（単体のみ・監査必要）・非財務情報（事業内容、リスク情報、業績の分析等）・証券情報〔有価証券届出書〕、継続開示（有価証券報告書、半期・臨時報告書） ● 転売制限なし	● 上限金額：2,000万ドル（Tire1）、7,500万ドル（Tire2） ● 対象投資家：限定なし ※Tire2では一般投資家は投資額に制限あり ● 一般的勧誘（インターネット等）による勧誘：可 ● 開示：財務諸表、非財務情報（事業内容、リスク情報、業績の分析等）、証券情報〔Form 1-A〕 ※Tire2では監査かつ継続開示（年次報告書、半期・臨時報告書）必要 ● 転売制限なし	● 以下のいずれかの場合には、募集に際して、目論見書の交付が不要 ➢ 相手方をプロ投資家に限定 ➢ 相手方が 150 名未満 ※ プロ投資家は人数に含めない ➢ 投資単位が 10万ユーロ以上 ➢ 発行総額が800万ユーロ未満 ※各国の決定により不要となる。
投資型クラウドファンディング	● 上限金額：1億円 ● 対象投資家：限定なし ● インターネットによる勧誘：可 ● 開示：不要（有価証券通知書提出（監査不要）） ● 転売制限なし	● 上限金額：500万ドル ● 対象投資家：限定なし ※ ● 一般的勧誘（インターネット等）による勧誘：可 ● 開示：財務諸表、募集に関する事項（資金使途等）、発行体等の情報（事業内容、経営者の情報）等）〔Form C〕 ● 取得後12か月間の転売制限あり	
一般投資家向け少人数私募	● 上限金額：なし ● 対象投資家：3か月で49名以下（勧誘ベース） ※ 適格機関投資家は人数に含めない ● インターネットによる勧誘：不可 ● 開示：不要（監査不要） ● 転売制限なし	● 上限金額：1,000万ドル ● 対象投資家：限定なし ● 一般的勧誘（インターネット等）による勧誘：不可 ● 開示：証券情報等（監査不要）〔Form D〕 ※州法の適用は免除されない	

投資型クラウドファンディングの制度概要は下記の通り。

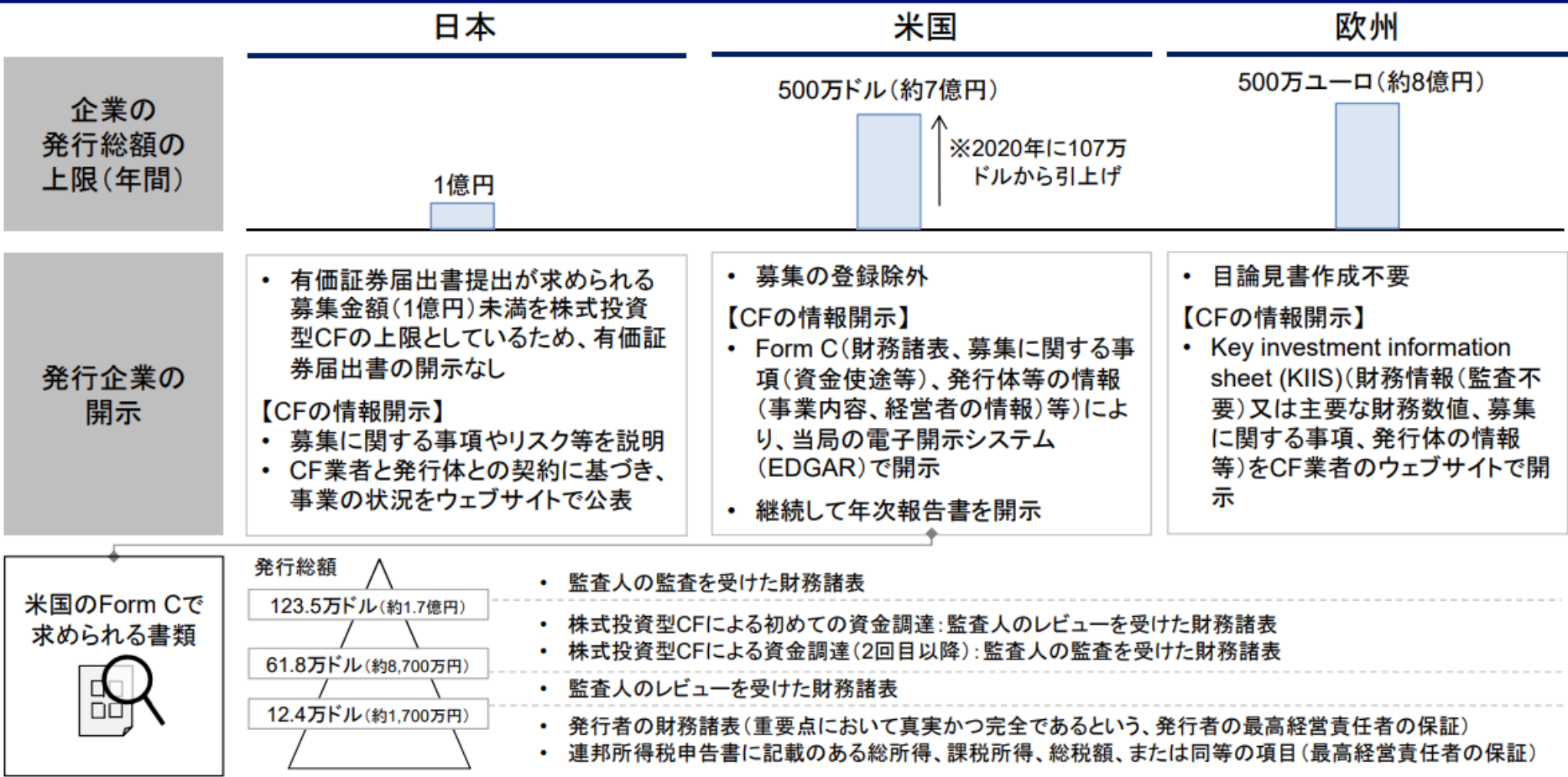
投資型クラウドファンディング（制度概要）

- クラウドファンディング（CF）は、非上場企業がインターネットを通じて多くの人から少額ずつ資金調達する仕組み。
- 株式投資型CF制度は非上場株式の発行を通じた資金調達の制度として2015年に導入。



企業が株式投資型CFにより発行可能な有価証券の総額は年間1億円未満とされている一方、欧米では必要な措置を講じれば、より高額の資金調達を実施可能

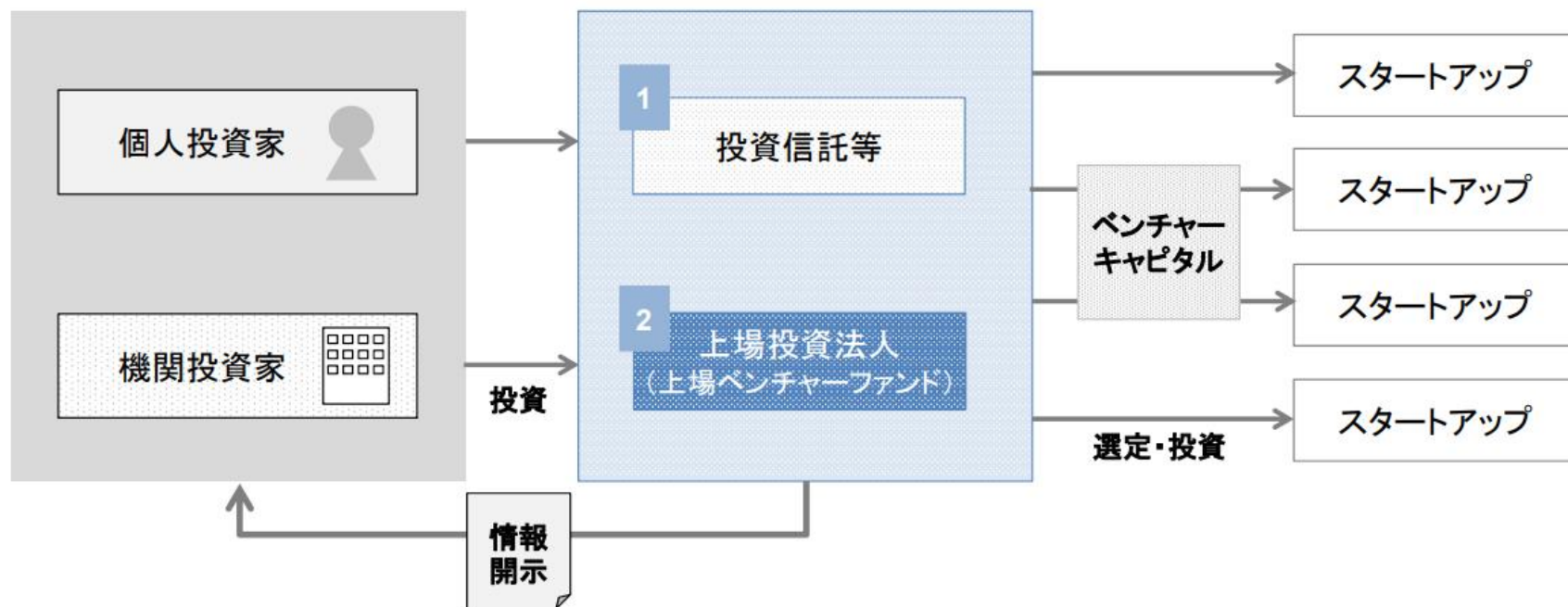
投資型クラウドファンディングによる発行可能株式上限、情報開示に関する日米欧比較



投資型クラウドファンディング以外の個人投資家が未上場株式投資を行うルートには、投資信託・投資法人を通じた投資が存在するものの、活用例は少ない。

投資信託・投資法人を通じたSU投資（制度概要）

- リスクを理解し許容できる一般投資家に対してリスク選好に応じた投資機会が提供されることは、多様な投資を通じた投資家の資産形成に資するものであると同時に、スタートアップへの円滑な資金提供にも繋がる。
- 2001年にはベンチャーファンド市場が東京証券取引所に開設されたものの、過去上場した投資法人は2銘柄のみであり、いずれも再投資先選定が困難となり、市場期待が低迷したこと等により運用期間満了に伴い償還された結果、2024年2月現在上場銘柄は存在しない。



未上場企業が一般投資家から1億円以上の投資を集める際には、少額募集制度を活用することになるが、有価証券届出書等の作成負担が重く、活用実績は年間1件未満である。

募集額別利用可能制度、開示要件

■ 1億円以上の資金募集には、5千万円～1億円/年の開示資料作成コストを要する

	利用可能な制度	発行開示	継続開示
5億円以上 5億円未満	公募	有価証券届出書 (監査必要) 証券情報 企業情報 (単体ベース)	有価証券報告書 (監査必要) 企業情報 (単体ベース) 内部統制報告書等
1億円以上 1億円未満	少額募集	有価証券届出書 (監査必要) 証券情報 企業情報 (単体ベース)	有価証券報告書 (監査必要) 企業情報 (単体ベース)
1,000万円超 1,000万円以下	少額募集	有価証券通知書 (監査不要)	不要
	投資型 CF	有価証券通知書 (監査不要) 証券情報	提出不要 (発行体と仲介業者の 契約に基づく定期的 な情報提供)
	少額募集 投資型 CF	同上 提出不要	同上

少額募集制度活用実績（2012年～2023年）

提出年月	提出企業	創業年	募集額
2023年8月	株式会社ロジック・アンド・デザイン	2018年	90,249,700円
2022年11月	めぶくグラウンド株式会社	2022年	499,000,000円
2018年5月	株式会社リヴァンプ	2005年	158,310,000円
2016年10月	株式会社東横イン	1986年	495,000,000円
2012年6月	株式会社ジャネックス	2003年	98,000,000円

出所）金融庁「運用対象の多様化」https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/sisan-unyo/siryoku/20231003/03.pdf、EDINET、各種公開情報よりNRI作成（2024年3月25日最終閲覧）

未上場スタートアップであっても1億円以上の資金募集を行う際には、監査法人によって合理的に保証された有価証券報告書が必要となり、その作成負担は上場企業並みの水準となる。

開示書類

開示書類	準拠法/制度	開示期限	非上場企業の資金調達における開示義務	監査法人の意見表明対象	監査証明書	監査の保証水準	実施手続
四半期決算短信	証券取引所上場規程	決算日後45日以内	なし ※上場準備会社においても上場の直前期から作成	×	—	—	—
有価証券通知書	金融商品取引法	募集（売出し）が開始される日の前日	1,000万円～1億円の募集を行う場合、あり	×	—	—	—
有価証券届出書	金融商品取引法	財務局との相談の上、決定	1億円以上の募集を行う場合、あり	△ (監査) ※上場申請会社が上場に際して発行する場合、対象となる	監査報告書	積極的形式での結論表明 (財務諸表の状況を適正に表示しているものと認める。)	・ 実証手続： 財務数値の適正性を、帳簿との突合・現物確認等を通じて検証
四半期報告書	金融商品取引法	決算日後45日以内	なし ※有価証券報告書を提出非上場企業は半期報告書の提出義務あり	○ (レビュー)	四半期レビュー報告書	消極的形式での結論表明 (財務諸表の状況を適正に表示していないと信じさせる事項が全ての重要な点において認められなかった。)	・ 質問 ・ 分析的手続： 財務数値の間や財務数値と非財務数値等の間の関係を検証
有価証券報告書	金融商品取引法	決算日後3か月以内	1億円以上の募集を行った場合、あり	○ (監査)	監査報告書	積極的形式での結論表明 (財務諸表の状況を適正に表示しているものと認める。)	・ 実証手続： 財務数値の適正性を、帳簿との突合・現物確認等を通じて検証

※開示書類の整理は「四半期開示制度の廃止を含む金融商品取引法等の一部を改正する法律」成立以前のもの
出所）金融庁「四半期報告制度の概要」https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kigyous/siryous/soukai/20070327/02.pdf、NRI知見よりNRI作成（2024年3月25日最終閲覧）

未上場SUへの民間投資を促進するために米英では個人投資家に対し、下記の所得税および株式譲渡益税の優遇税制を設けており、資金提供にも一定の成果を挙げている模様。

米欧のベンチャー投資支援税制概要

米国

優遇税制の種類	ベンチャー企業側の要件	個人投資家側の要件	優遇税制の内容
Section 1045 税制	総資産額が 5 千万ドルを超えないこと等	実際に投資を行った個人投資家（6 ヶ月超の株式保有期間要件あり）	適格小規模法人の株式買換え時の譲渡益に係る課税の繰延べ（上限なし）
Section 1202 税制	総資産額が 5 千万ドルを超えないこと等	実際に投資を行った個人投資家（5 年超の株式保有期間要件あり）	適格小規模法人の株式の譲渡益に係る課税の免除（上限あり）
Section 1244 税制	払込資本が 100 万ドルを超えていないこと等	実際に投資を行った個人投資家（株式保有期間要件なし）	小規模法人の株式の譲渡損失を通常損失として取扱う（上限あり）

イギリス

優遇税制の種類	ベンチャー企業側の要件	個人投資家側の要件	優遇税制の内容
Venture Capital Trust Scheme（以下、「VCT 税制」）	VCT の投資額の 70%（時価）以上が非上場会社である等一定の要件を満たす法人への投資であること	VCT の新株を引き受けた個人投資家（5 年間の株式保有期間要件あり）	・ VCT の新株引受に当たり、30%の個人所得税額の控除 ・ VCT から受領する配当について、個人所得税の免除 ・ VCT 株式の譲渡時におけるキャピタルゲイン税の免除（すべて上限あり）
Enterprise Investment Scheme（以下、「EIS 税制」）	ベンチャー企業が非上場会社である等の一定の要件を満たすこと	ベンチャー企業の新株を引き受けた個人投資家（3 年間の株式保有期間要件あり）	・ベンチャー企業の新株引受に当たり、20%の個人所得税額の控除 ・ 株式譲渡時のキャピタルゲイン税の免除 ・ 他の資産の譲渡対価を原資として EIS 税制の要件を満たす株式への投資を行う場合の譲渡益の課税繰延べ

日本及び米国の特定投資家への移行に係る要件は下記。両国ともに直近の改正により、特定投資家の該当要件が緩和され、未上場株式等への資金流入を促す意図が見られる。

日米における特定投資家になるための要件

※下記で示している特定投資家、自衛力認定投資家の要件は、個人の要件のみ

	日本（特定投資家）	米国（自衛力認定投資家）
要件	①～③のいずれかの要件を満たす場合は、一般投資家から特定投資家への移行が可能 ①純資産または投資性金融資金が5億円以上または、前年の年間収入が1億円以上 ②純資産または投資性金融資金が3億円以上かつ、過去1年の月平均契約件数が4件以上 ③純資産または投資性金融資金が1億円以上または、前年の年間収入が1,000万円以上かつ、特定の知識経験を有すること （特定の知識経験は、金融商品取引業、銀行業、保険業、信託業その他の金融業種のいずれかの業務に1年以上従事などの経験を指す）	①～⑤のいずれかの要件を満たす場合は、一般投資家から自衛力認定投資家への移行が可能 ①純資産（配偶者及び配偶者と同等の関係にある同居者を含む）が100万ドル以上（主たる居住地の価値は除く）の自然人 ②過去2年間における所得実績が年間20万ドル以上（または配偶者及び配偶者と同等の関係にある同居者との合計所得が30万ドル以上）であり、今年も同様の収入が見込める自然人 ③レギュレーションDに基づいて発行された証券の発行体の取締役（director）、執行役員（executive officer）、ゼネラル・パートナー（general partner） ④自衛力認定投資家としての資質を確保できるものとして、SECが指名した職業上の証明や任命、認定教育機関から資格を得た個人 ⑤私募ファンドの「知識のある従業員」

米国では、2012年にJOBS法の導入、2020年に自衛力認定投資家の定義改正による要件緩和等が行われ、非上場株式の発行・流通を支える仕組みを整備している。

新規産業活性化法（JOBS法）の概要

JOBS法の主要ポイント	狙い及び予想される効果
Regulation 144A及びRegulation Dの規則506の改正 ・144A私募における全ての購入者が適格機関購入者*、規則506による私募における全ての購入者が適格投資家**である場合、広範囲な広告及び一般勧誘を許可	・企業が当該私募において、新聞、インターネット、TV 広告等、幅広い媒体を利用して投資家を見つけ出すことができるようになる
クラウド・ファンディングに関する規制緩和 ・一人の投資家への売り付け額が一定の基準を満たし、且つ、12か月間に売り付けられる証券の総額が100万円以下の場合に、ファンディング・ポータルを通じた取引は33年法5条に基づく登録から免除される	・インターネット等を通じて小規模投資家から資金調達を行う手法が普及し、ベンチャー企業の資金調達手段が拡大する可能性がある。他方、投資家保護上、問題となる取引が発生するリスクもある
IPO登録申請書の提出に係る秘匿扱い制度のEGCへの適用 ・EGCはIPO登録届出書を秘匿扱いでSECに提出できる（但し、ロードショー実施の21日前までに、同登録届出書はSECにファイルされ公開される必要がある）	・EGCは、企業競争上重要な情報を市場（同業他社）に晒すことなく、IPOの申請手続きを進めることができるようになる
プレファイング・マーケティングの許可 ・33年証券法5条を改正し、EGCが適格機関購入者又は適格投資家である潜在的投資家と口頭又は書面で意見交換を行える	・EGCは証券募集に関して潜在的投資家の関心の強さを募集実施前に判断できるようになる

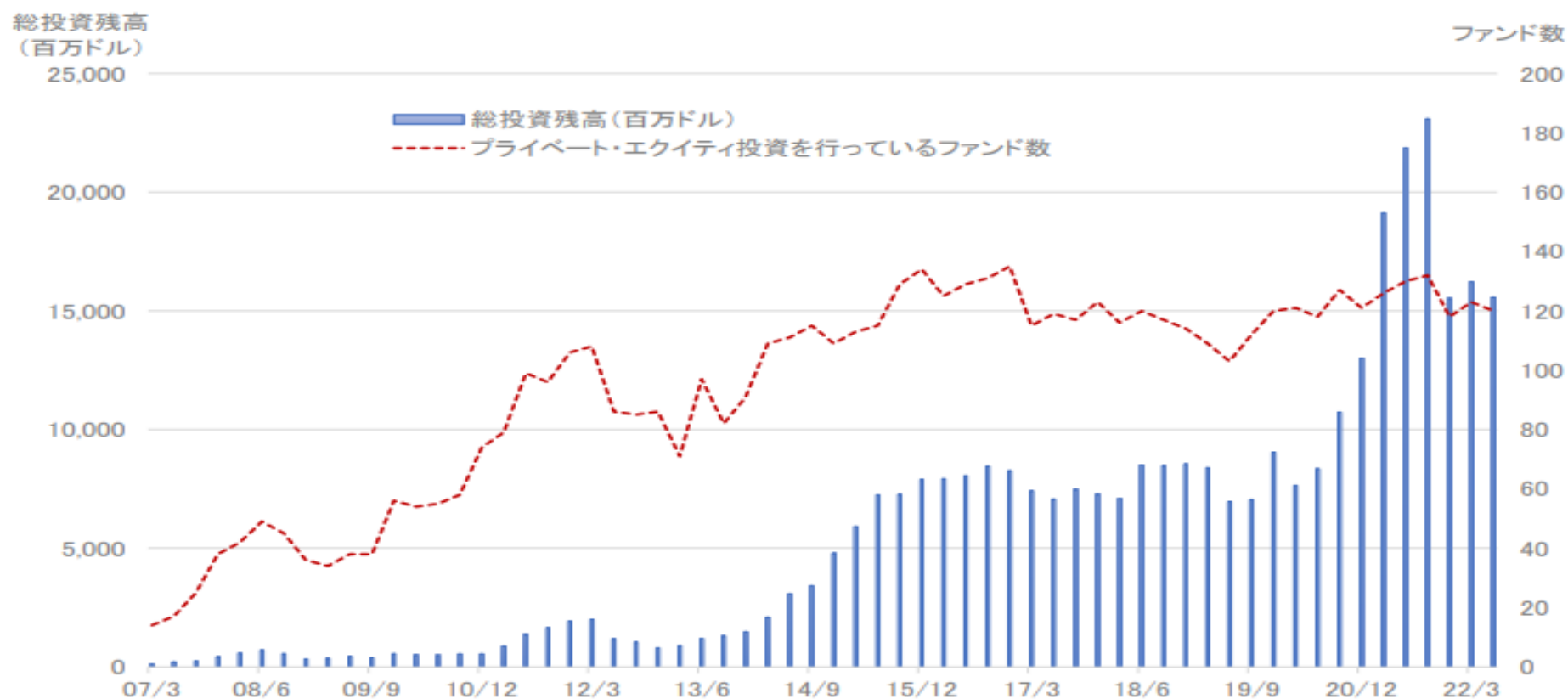
自衛力認定投資家（個人）の定義改正

①純資産基準	現行の規定	純資産（配偶者の純資産含む）が100万ドル以上（主たる居住地の価値は除く）の個人
	SEC 規則改正案の追加事項	配偶者と同等の関係性にある同居者
②所得基準	現行の規定	過去2年間の所得実績が20万ドル以上（または配偶者との合計所得が30万ドル以上）であり、今年も同様の収入が見込める個人
	SEC 規則改正案の追加事項	配偶者と同等の関係性にある同居者
③職責に基づく基準	現行の規定	レギュレーション D に基づいて発行された証券の発行体の取締役（director）、執行役員（executive officer）、ゼネラル・パートナー（general partner）
④専門的知見に基づく基準	SEC 規則改正案の追加事項	自衛力認定投資家としての資質を確保できるものとして、SEC が指定した職業上の証明や任命、認定教育機関から資格を得た個人。SEC は証明、任命、資格の指定にあたって、以下の要素等を考慮する。 1. 当該証明、任命、資格は自主規制機関やその他の業界団体による試験によって得られるものか、あるいは認定教育機関が発行したものか 2. 必要な試験は、有価証券や投資の分野において、個人の理解や洗練さを信頼できる形で有効に検証できるものか 3. これらの証明、任命、資格を有する個人は、投資に関する利点とリスクを評価するために必要な金融とビジネスに関する十分な知識と経験を持っていることが期待できるか 4. 個人が有する証明や任命に関する状況が、関連自主規制機関やその他の業界団体によって公表されているか
⑤投資専門家に係る基準	SEC 規則改正案の追加事項	私募ファンドの「知識のある従業員」

米国では、ミューチュアル・ファンドによるPE投資額が拡大している。

- 2022年6月末時点で、27の資産運用会社が運用する113本のファンドが少なくとも1社のPEを保有し、全部で約150億ドルを供給している。

米国のミューチュアル・ファンドを通じたPE投資の推移



IPOまで投資を待つと、投資対象会社の成長サイクルにおける重要ステージを捉えられない恐れがあることから、ミューチュアルファンドによる非上場企業株式の組入れが進んでいる。

非上場企業へ投資を行っているミューチュアルファンド（一例）

国	ファンド名	AUM比(%)
米国	Baron Focused Growth	12
	Baron Partners Fund	11
	T. Rowe Price New Horizons	9
	NBerman Guardian	7
英国	Edinburgh Worldwide	24
	Scottish Mortgage Investment Trust	29

非上場企業投資が積極化している理由

IPO 期間の長期化

- 初回の出資からIPOによるExitまでの期間が長期化したことで、上場前フェーズに成長する企業が増加
 - 2004年：5.2年→2021年：6.7年※

ユニコーンの増加

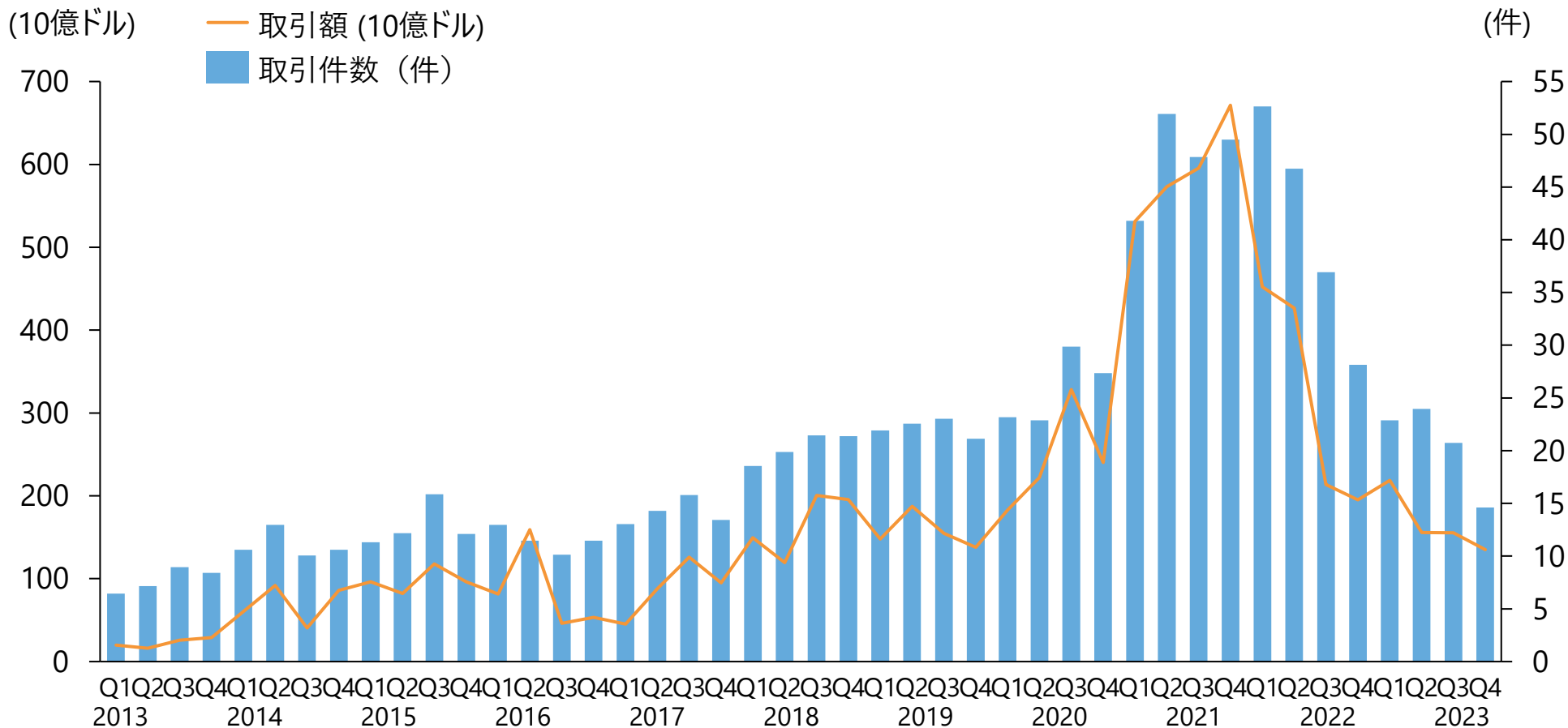
- 2013年に39社あったユニコーン企業(企業価値が10億ドルを上回る未上場企業)は、2022年9月時点で1,200を超えた(米国)

プレイヤー 把握の必要性

- 業界の洞察を深めるためには、上場/非上場問わずにプレイヤーを把握する必要がある

(参考) ミューチュアルファンドを含む投資家によるクロスオーバー投資が拡大している。

米国におけるクロスオーバー投資額推移※ (10億ドル)



■ (0) 調査概要・サマリ

■ (1) リスクマネー供給者の実態調査

- 機関投資家 | アセットオーナー
- 政府系ファンド | 官民ファンド
- 事業法人 | コーポレートベンチャーキャピタル (CVC)
- 個人投資家 | 個人投資家/特定投資家
- 海外投資家 | 海外アセットオーナー

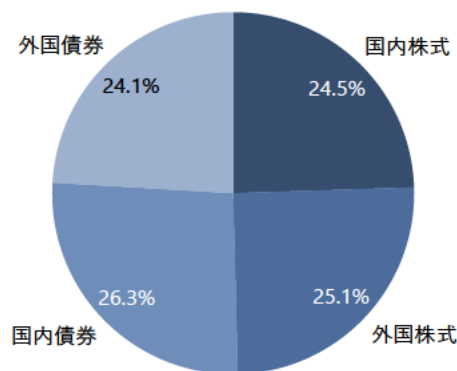
■ (2) リスクマネー仲介者（機能）の実態調査

長期投資が可能な年金基金においては、欧米の基金を中心に、非流動性プレミアムを超過リターンの源泉とみなし、半分以上の運用資産をオルタナ資産で運用するものもある。

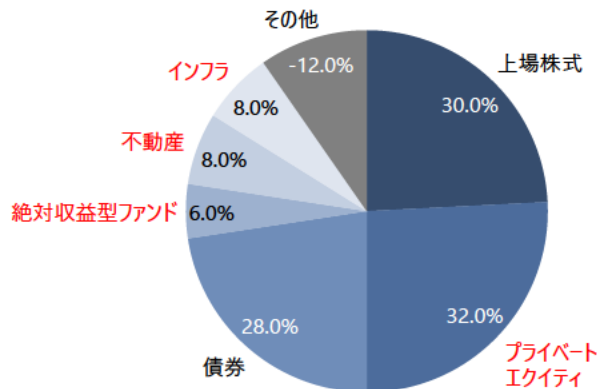
世界の主要公的年金基金の資産構成割合

※GPIF、CPPIBは2022年3月時点、その他は2022年6月時点の運用資産残高

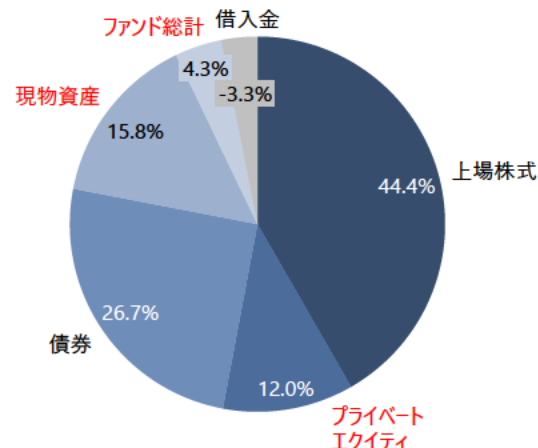
GPIF（日本）



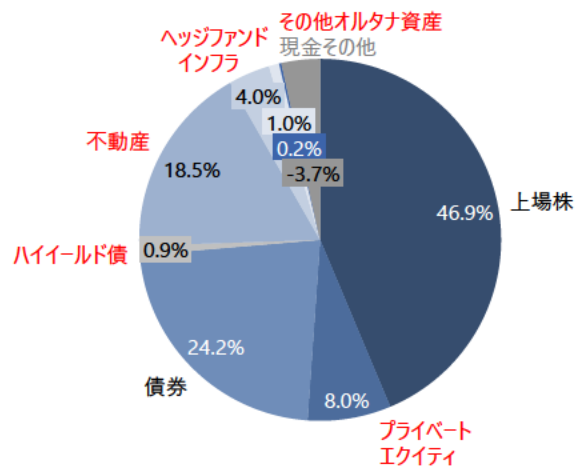
CPPIB（カナダ）オルタナ資産比率：54%～



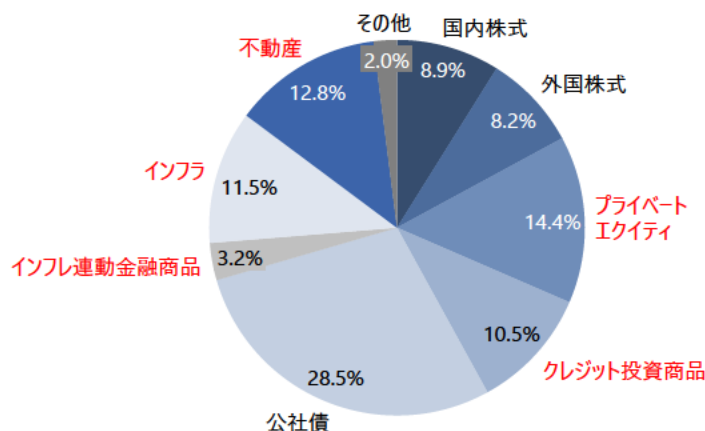
CalPERS（アメリカ）オルタナ資産比率：32%



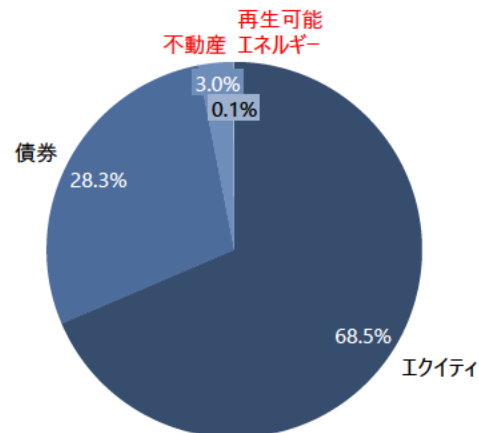
AP-1（スウェーデン）オルタナ資産：32.6%



ATP（デンマーク）オルタナ資産：52.4%～



GPF-Global（ノルウェー）オルタナ資産：3.1%～



freee社は自社の浮動株の大半を海外VC等が保有していることを踏まえ、海外投資家が求める水準での情報発信、資金調達枠組みの選択によりM&Aの待機資金の調達を実施。

- freee社は、海外株主の持分比率の大きさを背景に海外公募増資を実施。今後の潜在的なM&Aを主目的とした資金調達を実現した。
- freee社は、未上場時より海外投資家からの資金調達を多く実施していたため、IPO後も海外投資家の持ち株比率が多かった。
- 公募増資検討時には、浮動株に占める海外投資家比率が87%となっていることもあり、海外公募増資を選択。
- 海外公募増資決定後は、機関投資家とのロードショーを頻繁に開催し、freeeのエクイティストーリーの共有に注力。
- IPOや公募増資時を含む海外投資家とのコミュニケーションを事業推進にも生かしている。

freee社が2021年3月に実施した海外公募増資の概要

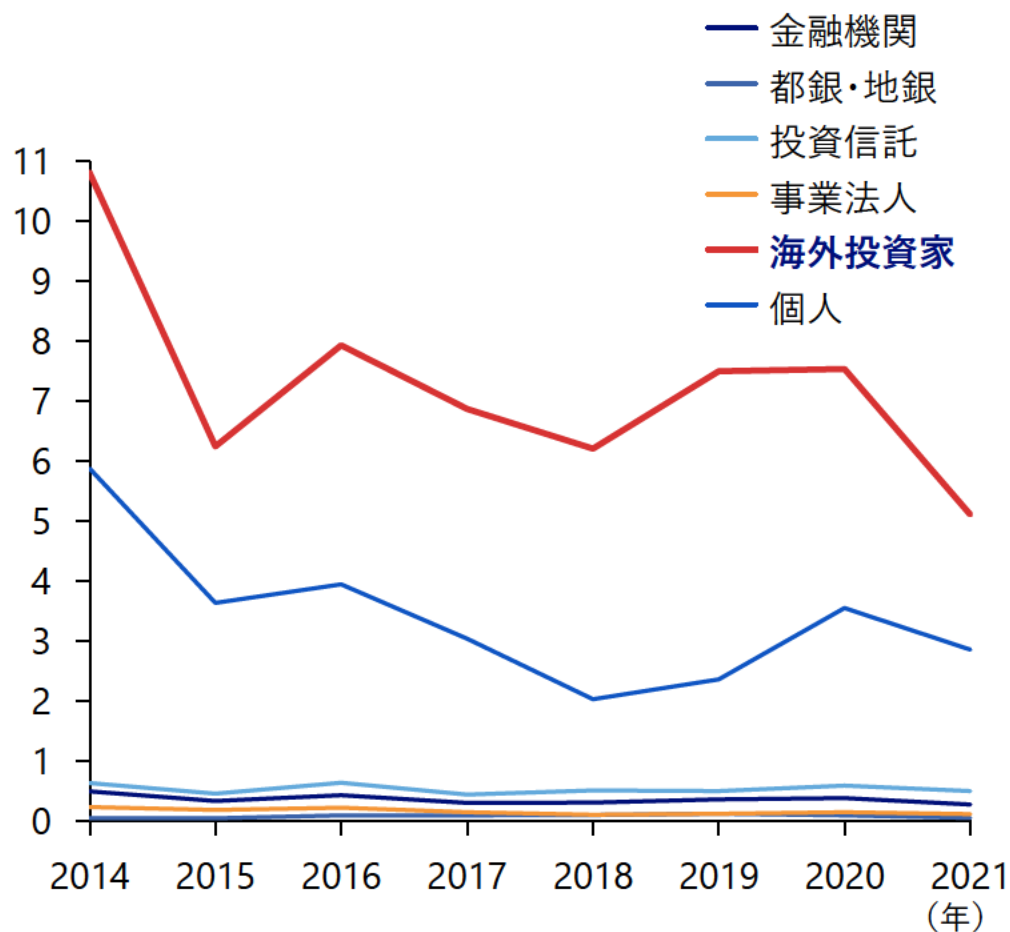
発行形態	Rule 144A（マーケティングあり） / Regulation S
株式募集・発行決議日	2021/3/22
条件決定日	2021/3/25-29
共同主幹	モルガンスタンレー/メリルリンチ/大和証券
資金調達の目的	将来の成長に向けた潜在的なM&Aが主な資金使途

144Aを選択した理由

	理由	他手法との比較
なぜ海外公募増資を選択したか	浮動株の87%が海外機関投資家持分であるため	【グローバルオファリング】国内届出書準備や、国内投資家向けのマーケティング期間により、機動的な公募増資ができない
なぜ144A（マーケティング期間あり）を選択したか	北米機関投資家へのアクセスおよび、主要投資家と対話する機会を確保できる	【RegS/旧臨報】株主比率の高い北米投資家へのアクセスができない 【目論見書なしのフォーマット】目論見書なしの海外公募増資の場合、一部機関投資家が社内規則等により案件に参加できない

海外機関投資家による投資を呼び込むためには、株式の流動性（時価総額規模）の高さが必要となるが、国内SU上場市場には改善の余地がある。

主な投資部門別売買代金回転率※



※売買代金年度合計÷期末・前期末平均保有額。マザーズ市場を対象とする

出所) 日本取引所グループ、経済産業省「スタートアップの成長に向けたファイナンスに関するガイダンス」<https://www.meti.go.jp/policy/newbusiness/houkokusyo/financeguidance.pdf>、
「経済産業政策新機軸部会 事務局資料」よりNRI作成（2024年3月25日最終閲覧）

海外投資家による投資に際してハードルが存在

①高い時価総額規模が必要

- ✓ 海外投資家は流動性の観点で、時価総額500億円～1,000億円以上が見込める企業でないと参加しにくいのが実情

②しかし、国内IPO価格が低く、その後も成長が鈍化するため十分な規模にならない

- ✓ 調達額について、日本は米国と比べて小さい
- ✓ IPO時に十分な調達ができていない。
これは成長の鈍化の一因にもなっている

- (0) 調査概要・サマリ
- (1) リスクマネー供給者の実態調査
- (2) リスクマネー仲介者（機能）の実態調査
 - VC
 - PEファンド
 - 金融機関/ベンチャーデット
 - 市場制度

各ステージのSUに対する資金供給割合で比較した際、国内VCはレイトー期のSUに対する投資額が諸外国のVCに比して少ない状況となっている。

(2) VCの質・量：ステージ毎のVC投資

- 日本のVC投資額は概ね全ての投資ステージで主要国に劣っているが、投資額をステージ毎に見れば、米国等はレイトー投資額の割合が大きいのに対し、日本はシード・シリーズAの比重が大きい。
- 日本の投資ラウンドのステージ毎の割合は主要国と概ね同トレンド。

VC投資額(2020年)

	投資額						
	Pre-seed	Seed	A	B	C		
	0-1M	1-4M	4-15M	15-40M	40-100M	100-250M	250M+
US	0.8	5.1	16.9	26.7	35.5	41.6	51.1
China	0.2	0.3	2.9	4.8	7.6	16.5	26.5
India	0.1	0.6	1.5	1.9	2.4	3.6	5.3
UK	0.3	1.2	2.9	3.1	3.9	3.4	2.8
Germany	0.1	0.4	1.1	1.4	1.7	1.5	1.1
France	0.9	0.7	1.2	1.2	1.2	1.2	0.3
Singapore	0.0	0.2	0.4	0.4	0.4	0.4	1.8
Japan	0.1	0.5	1.0	0.9	0.8	0.8	0

投資額の割合

	Pre-seed	Seed	A	B	C			
	0-1M	1-4M	4-15M	15-40M	40-100M	100-250M	250M+	Sum
US	0%	3%	10%	15%	20%	23%	29%	100%
China	0%	0%	5%	8%	13%	28%	45%	100%
India	1%	4%	10%	12%	16%	23%	34%	100%
UK	2%	7%	16%	18%	22%	19%	16%	100%
Germany	1%	5%	15%	19%	24%	21%	15%	100%
France	13%	10%	18%	18%	18%	18%	5%	100%
Singapore	1%	6%	12%	12%	11%	11%	48%	100%
Japan	3%	13%	24%	21%	18%	20%	0%	100%

※Dealroomデータベースより。2022年4月17日データ抽出。

VC投資ラウンド(2020年)

	投資ラウンド数						
	Pre-seed	Seed	A	B	C		
	0-1M	1-4M	4-15M	15-40M	40-100M	100-250M	250M+
US	7,559	2,419	2,190	1,137	612	297	96
China	368	135	265	198	125	114	42
India	995	281	193	79	39	27	9
UK	1,678	599	373	127	65	24	7
Germany	617	181	135	65	28	11	4
France	435	340	164	56	20	9	1
Singapore	357	106	59	19	6	2	4
Japan	720	250	131	36	13	6	0

投資ラウンド割合

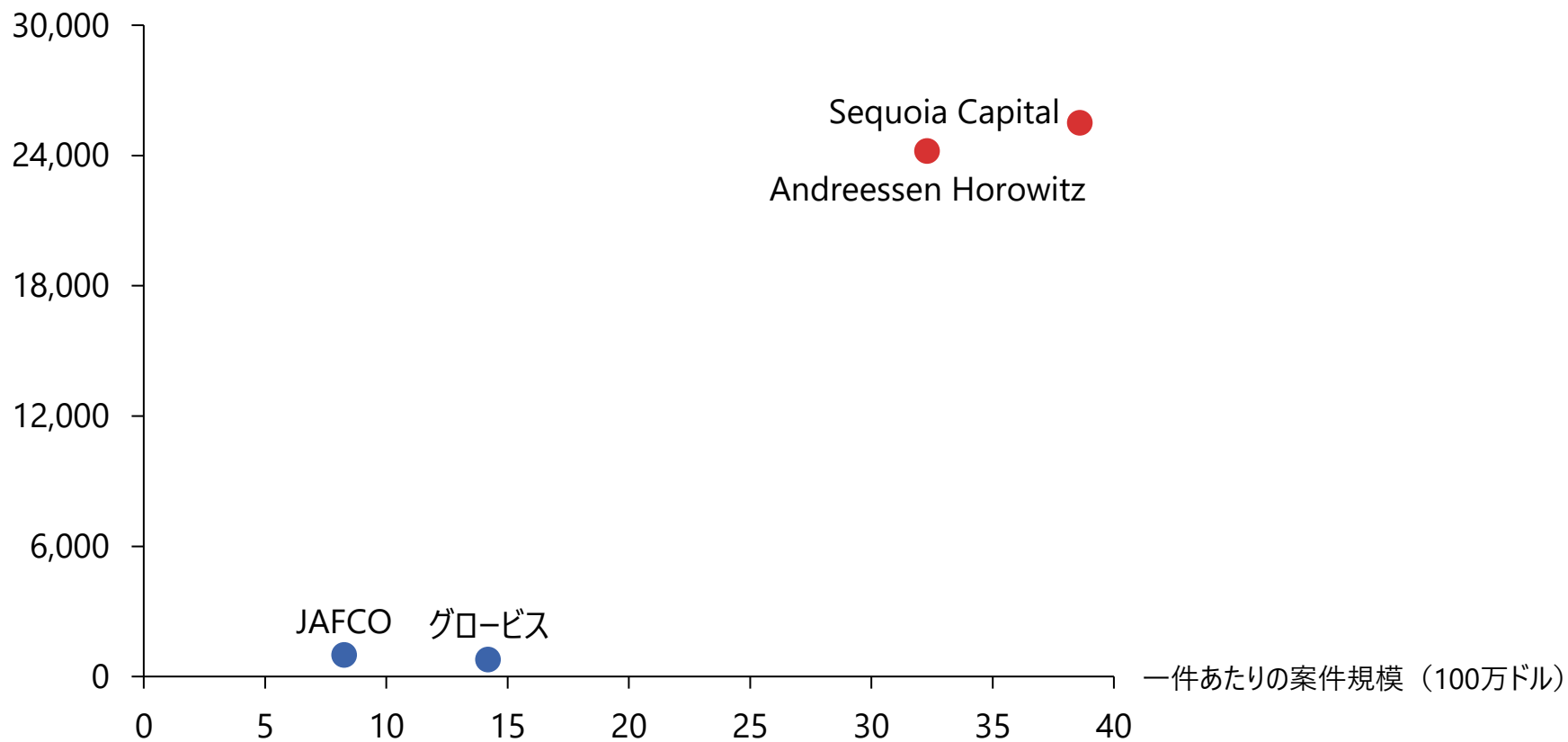
	Pre-seed	Seed	A	B	C			
	0-1M	1-4M	4-15M	15-40M	40-100M	100-250M	250M+	
US	53%	17%	15%	8%	4%	2%	1%	
China	30%	11%	21%	16%	10%	9%	3%	
India	61%	17%	12%	5%	2%	2%	1%	
UK	58%	21%	13%	4%	2%	1%	0%	
Germany	59%	17%	13%	6%	3%	1%	0%	
France	42%	33%	16%	5%	2%	1%	0%	
Singapore	65%	19%	11%	3%	1%	0%	1%	
Japan	62%	22%	11%	3%	1%	1%	0%	

28

国内VCはファンド規模・チケットサイズにおいても、米国のVCに比べて小さいのが現状。

日米主要VCファンドのファンド・チケットサイズ比較

2018～2022年の5年間のファンドレイズ（100万ドル）



出所）各種公開情報よりNRI推計

一件あたりの案件規模は、2018年～2022年の5年間のファンドレイズを投資件数で割る形で算出

1ドル=148円として計算

VCが業界として成長していく上では、リスクマネーの供給及びVC投資家の育成が必要。
諸外国のように政策的な後押しをしていくことが、VCの発展においては重要となる。

VC業界が発展していくために必要な要因

イスラエルにおいてVC業界が発展した理由

VCマーケット発展に関する研究分析

- 米国の研究 (Ronald Gilson コロンビア大学教授) によれば、VCマーケット育成の要素は3つ※：
① リスクマネーの供給 ② 専門的金融仲介者 (VC投資家) ③ 起業家
- 上記3要素を政策的達成するためには、①リスクマネーの供給と②専門的金融仲介者 (VC投資家) の育成が肝要。③起業家については①②が満たされれば自ずと発展する。
- 各国政府がVCマーケットの発展に取り組んでいる中、顕著な例は以下3つ：
失敗事例：ドイツ (German Venture Financing Foundation)
成功事例：イスラエル (Yozma Program)、
チリ (Corporation for the Incentive of Production)

※3要素を自然と満たしているのは世界中でシリコンバレーのみ
出典：衆議院議員説明資料及びRonald Gilson (2003), "Engineering a Venture Capital Market: Lessons from the American Experience," Columbia Law School

ドイツ (German Venture Financing Foundation, 1975)

概要：連邦政府が国内の27の銀行に対してVCファンドを供給するも、結果的にリターンは-25%。

失敗要因：

- ①インセンティブを与えなかったこと
失敗の場合は損失補填し、成功の場合も限定的な報酬 (0-リスク・0-リターン)
- ②モニタリングしなかったこと
リット投資家とはならず、投資後は行動せず
- ③投資先決定機関に責任がなかったこと
銀行、政府職員、学者、コンサル会社等により構成された"ボード"により投資先を決定

イスラエル (Yozma Program, 1993)

概要：政府が9つのVCファンドを創設。海外VCに対して税制優遇措置、投資支援を実施。リターンによって民営化。

成功要因：

- ①インセンティブを与えたこと
失敗の場合も損失補填せず、成功報酬制としたにより、ファンドの責任によりモニタリングも実施
- ②Yozmaは投資先の決定に無関係
ファンドマネージャーが投資先を決定

チリ (Corporation for the Incentive of Production, 2001)

概要：政府系機関が民間VCを支援。

成功要因：

- ①LP出資者の構成
20%以上のファンド出資比率を有するリット投資家1社、10%以上の比率を有する投資家5社以上が要件。これによりモニタリングを構造化
- ②ファンドマネージャー(GP)への責任付与
投資先に対してGPも1%以上投資。GPの資産の15%以上を投資することを要件化

リスクマネーの供給

イスラエルは1993年「Yozmaプログラム」と呼ばれる政府主導の民間育成プログラムを開始
VCファンドへの創設、海外VCへの資金供給を実施

VC投資家の育成

失敗の場合でも損失補填をせずに成功報酬制度とする、Yozmaは投資先の決定に関与しないなどの仕組みにより、VC投資家の実力が育つ環境を整備

スタートアップの増加

国内・海外VCからの資金供給が増えたことにより、スタートアップの増加・成長を促し、スタートアップエコシステムの発展につながった

米国VCの成長は、従業員退職所得保障法における年金基金によるハイリスク資産(VCへの投資含む)への投資に対する規制が緩和されたことが大きな契機となった。

米国VC業界の変遷

1940年代	American Research And Development Corporation、J.H. Witney & Companyなどが世界最初のVCとして設立
1957年	中小企業投資法が成立 連邦政府は、投資会社から中小企業への民間投資を融資の形で支援
1958年	ARDCがスタートアップのDECに7万ドルを投資し、11年後のIPOで3億ドル以上の価値となり大成功を収め、VC投資の先駆けに
1979年	退職所得保障法のルール改正により、年金基金にVCへの投資を含むハイリスク資産への投資を緩和
1980年～1990年代	PC・ソフトウェア産業の興隆により、VCのリターンが飛躍的に拡大した(VCからの資金供給でIntel、Appleが台頭)

従業員退職所得保障法(ERISA)における規制緩和

<概要>

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

<効果>

- ✓ **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)
- ✓ **Intel、Apple等の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かみ合い、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

国内VCにおいては、種類株式の活用、オープンイノベーション促進税制の創設等が、2010年代後半にVC数及び投資件数が増加する一つの要因となった。

国内VC業界の変遷

1970年代
前半

京都エンタープライズデベロップメント(KED)、日本合同ファイナンス(現JAFCO)が黎明期のVCとして設立

1996年

グロービスの設立、JAFCOから独立したVCの設立等が相次ぎ、独立系VCが台頭

2000年代
前半

ITバブルの崩壊に伴い、国内VCの拡大にも翳りが見られる

2010年代
後半

下記が要因となり、国内のVCエコシステムは成長を拡大(JVCAの加盟社数が2018年から2020年の3年間で3倍の172社に増加)
✓ベンチャー投資における、種類株式の活用定着
✓「令和2年度税制改正」における、オープンイノベーション促進税制の創設

オープンイノベーション促進税制の創設

<概要>

「令和2年度税制改正」において、国内の事業会社またはその国内CVCが、スタートアップ企業とのオープンイノベーションに向け、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%が所得控除される政策が導入された

<効果>

✓ CVCによる投資が活発化

国内CVCの投資件数は2017年(118件)から2021年(361件)の5年間で3倍以上に大きく拡大した

国内VCに対する機関投資家からの資金供給を拡大する上では、VCにおける公正価値評価の普及、VC内のガバナンスを整えていく必要があると考えられる。

機関投資家によるVCへの資金供給を判断する上での要件

要件		現在の状況
リターンの高さ・確実性	トラックレコード	国内VCは、欧米のTop-Tier VCと比較すると、十分な実績がないため、相対的に資金が集まりにくい状況
	パフォーマンス（利回り）	国内VCの黎明期からは少しずつ実績が積みあがっており、機関投資家による純投資が少しずつ増えるような利回り水準にはなっている
リスクのコントロール	ファンド規模	チケットサイズの大型化に伴う、ファンド規模の拡大により、機関投資家にとっても耐え得る程度の規模には育ってきている
	公正価値評価	<u>公正価値評価の国際基準である「IPEVガイドライン」が普及途上</u> の状況であり、その普及が今後も重要となるか（これによりファンドパフォーマンスの国際比較が可能に）
	VC内のガバナンス	機関投資家からの出資を受けるにあたって、 <u>VC内の意思決定の体制（投資の意思決定を行うフロント、牽制機能のミドル・バックを分ける、投資プロセスの透明性確保等）</u> 等の面で課題を抱えるVCが存在するか

海外VCによる国内SUへの資金供給は徐々に拡大。
海外VCからは業界におけるリーダーになり得るSUへの資金供給が多くなる傾向。

海外VCによる国内SUへの資金供給事例

時期	スタートアップ	調達金額（億円）	調達先の海外VC
2019年9月	SmartHR	61.5(総額)	Sequoia Heritage
2019年11月	Paidy	156	Paypal Ventures
2020年10月	アンドパッド	50	Minerva Growth Partners Sequoia Capital China

2023年5月には、米国VCのNEAが日本のSUに対する資金供給を進める方針を発表

<海外の著名VCからの資金調達が成功した要因分析> (アンドパッドCFO 荻野泰弘氏)

- ✓ 建設・建築領域におけるカテゴリリーダーとして認識された
→ 建設・建築領域の業務効率化ツールとして、圧倒的なシェアを持っている部分が評価された
- ✓ マネジメント体制が整っている
→ 将来を確実に見通せる経営をしているところが評価された

国内企業と連携し、国内にスタートアップ育成拠点を開設する海外VCが増加傾向にある。

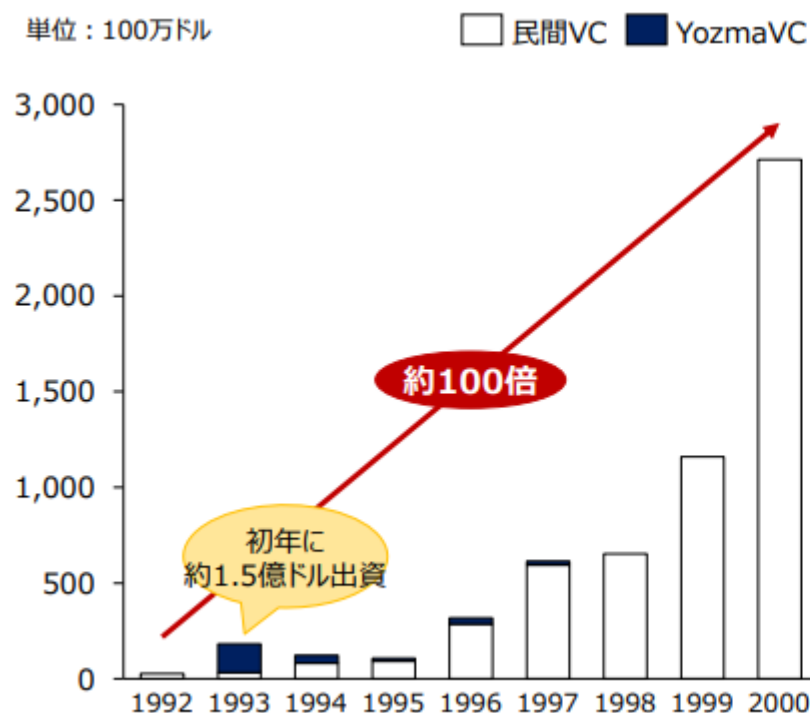
投資先企業数に基づくグローバルトップVCの日本拠点開設状況（2022年）

主要なVC	本社	日本拠点	詳細
SOSV	米国	○	2020年に東京拠点を開設。 現在は住友商事株式会社、SCSK株式会社との連携によりスタートアップ支援プログラム「HAX Tokyo」を運営。
Andreessen Horowitz	米国	×	－
Accel	米国	×	－
Antler	シンガポール	○	2022年に日本拠点設立。2023年より起業支援プログラム「アントラー・コホート・プログラム」の日本展開を開始。
East Ventures	インドネシア	○	2010年に日本法人を設立。 2023年現在、シードステージのスタートアップ300社超に資金を供給
Insight Partners	米国	×	－
Lightspeed Venture Partners	米国	×	－
Alumni Ventures	米国	×	－
Bessemer Venture Partners	米国	×	－
Plug and Play Ventures	米国	○	2017年より日本進出。 三菱UFJ銀行、東急不動産等を事業パートナーとしてスタートアップ支援プログラム「Plug and Play Shibuya Powered」を展開。 2020年までに国内スタートアップ60社以上へプログラムを提供。

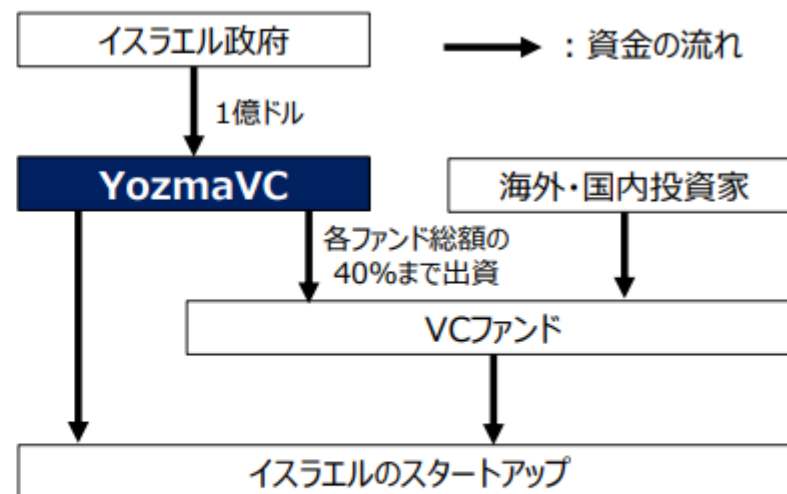
イスラエルでは、海外VCの誘致を目的とした投資プログラムを策定。多くの海外VCが活用したことにより民間VCによる資金調達が拡大した。

イスラエルにおける海外VC投資を呼び込む取り組み

イスラエルのスタートアップへのVC投資額



YozmaVCのスキーム図



- **5年以内**であれば、**事前に定めた金額**で、民間VCがYozmaVCのスタートアップの持ち分を買い取ることができる**オプションを付与**。

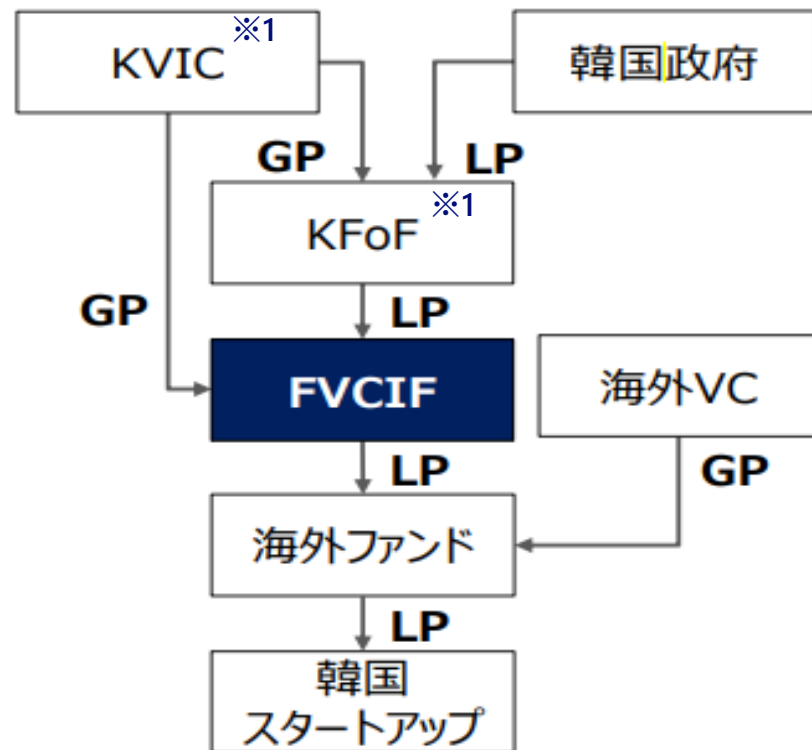
韓国では、海外VC投資ファンドを設けることで、海外VCを国内に誘致している。

韓国における海外VC投資を呼び込む取り組み

FVCIF※1の概要

目的	海外VCと連携した韓国スタートアップへの投資拡大
概要	海外ファンドへのLP出資
FVCIFのLP出資要件	ファンドの40%以下
海外ファンドの投資制限	ファンドは、FVCIFがファンドに出資する額以上の額を韓国スタートアップに出資する必要がある

FVCIFのスキーム図



*1:KVIC(Korea Venture Investment Corp.), KFoF(Korea Fund of Funds), FVCIF(Foreign Venture Capital Investment Fund)

カナダでは、民間投資を誘導をするべく政府によるFoFへの出資がなされている。
その中で、一部の資金を海外VCへ向けることにより海外VCの誘致を図った。

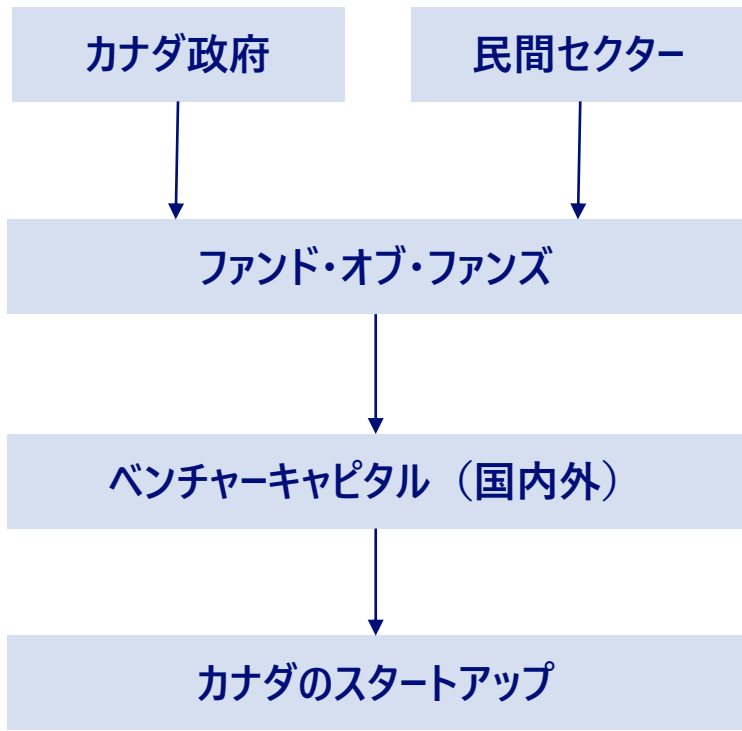
カナダにおける海外VC投資を呼び込む取り組み

VCAP(ファンド・オブ・ファンズ-FoF)※1の概要

目的	カナダのVC業界を持続可能なものにし、 カナダの企業の資金調達の可能性の向上させる
概要	民間FoFへの出資を通じてエコシステムへの リスクマネー供給を強化
FoFの制限	各FoFのコミットメントの少なくとも55%を、 カナダに本部を置き、その投資プロフェッショナルの 大半がカナダ居住者であるファンドに充てる
FoF投資先の 制限	投資先ファンドの投資全体の少なくとも 3分の1は、カナダを拠点とする企業に投資

VCAPのスキーム図

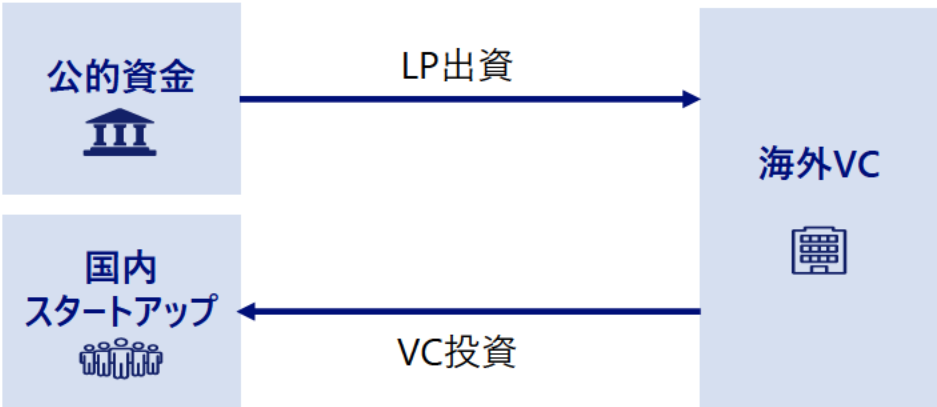
→ 資金の流れ



海外VCの誘致を進める上では、政府基金による海外VCへの投資等のネットワーク構築が鍵。

- 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
- 一方、日本は諸外国に比べて著名VCとのネットワークが薄いため、VC誘致は発展途上の段階となっている

海外VCを誘致するための諸外国のプログラム一覧



国名	プログラム名
イスラエル	Yozma
韓国	Foreign VC Investment Fund
カナダ	Venture Capital Action Plan
英国	UK Innovation Investment Fund
シンガポール	Early-Stage Venture Fund(ESVF)
台湾	Business Angel Investment Program

諸外国の公的機関の海外拠点

国名	法人名	海外オフィス
シンガポール	Temasek	サンフランシスコ、ニューヨーク、ワシントンDC、ロンドン、ブリュッセル、北京、深圳、上海、ムンバイ、ハノイ、ブラジル、メキシコ
UAE	Mubadala Capital Ventures	シリコンバレー、ロンドン
フランス	BPI France	シリコンバレー、ニューヨーク、シンガポール、ブリュッセル、ドバイ、ドイツ、メキシコ、モロッコ、ナイロビ、セネガル、コートジボワール
韓国	Korea Venture Invesement Co.	シリコンバレー、シンガポール、香港
日本	産業革新投資機構（JIC）	なし
日本	中小企業整備機構	なし
日本	クールジャパン機構	なし

- (0) 調査概要・サマリ
- (1) リスクマネー供給者の実態調査
- (2) リスクマネー仲介者（機能）の実態調査
 - VC
 - PEファンド
 - 金融機関/ベンチャーデット
 - 市場制度

広義のPEファンド間では、投資対象とする企業のライフステージによって異なる投資戦略が存在している。

PEファンド（広義）の投資戦略ごとの整理

	ベンチャーキャピタル	グロース	バイアウト	企業再生
投資 スタンス	新規市場創造において 急成長が見込まれる 企業に投資	企業拡大のための 成長資金を提供	成熟企業の経営権を 獲得し、緊密な経営 支援によって企業価値を 向上	株式・債権を取得後、 企業への経営体制 強化・財務健全化等 による企業再生・価値向上
企業への 出資比率	～15%	20～40%	50%～	案件により様々
ファンド 期間	10～20年	9～11年	9～11年	7～10年

企業の
ライフステージ

企業
価値

ベンチャー
キャピタル

グロース

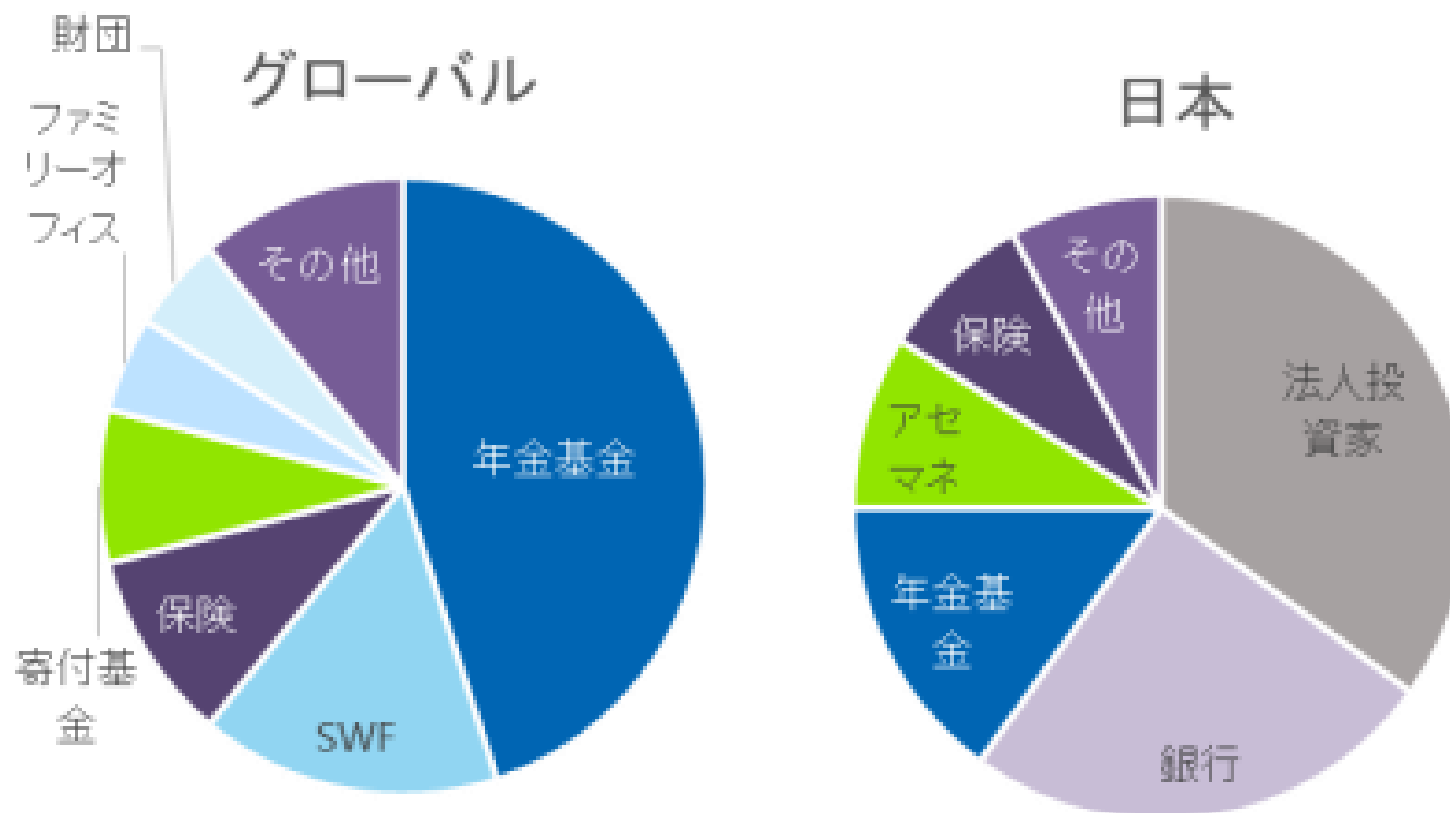
バイアウト

企業再生

時間

日本におけるPEファンドへの投資家の構成比は海外とは異なっており、年金基金の比率が小さい。

PE投資家の属性比較



一方、近年ではPEファンドからSUへの投資が進む兆しが表れている。

PEファンド社員によるコメント

- レイターステージの企業から話をもらうことがかなり増えた
- レイターステージの会社に相応な規模の資金を投じられるプレイヤーが少ない。そこに資金を供給していきたい



PEファンドA

- グロス段階の会社に対する投資の知見が溜まってきているため、成長段階のベンチャー企業のニーズに応えることが可能
- グロスへの成長機会をどう捉えていくのかという議論は常にしている



PEファンドB

SUへの投資事例

出資先	ファンド	投資背景
Spiber	カーライル	• グローバル市場への拡大に向けた戦略を高度化する必要性 • 「相当規模のTAM」等の出資要件の充足
データX (旧FROM スクラッチ)	KKR	• IPO前の成長ニーズに基づく資金調達の必要性 • 会社を大きく成長した後にIPOを狙うデータXの戦略にKKRが共感
Lyft (米)	カーライル	• ライドシェアリングが受け入れられつつあったこと • 技術的優位性や優れた経営者の存在

投資の実施要件として、十分なTAMや投資先企業の競争優位性、模倣困難性など、持続的な成長・収益獲得可能性等が挙げられる。

PEファンドがスタートアップへ投資がする際に考慮された主な要因（カーライル-Spiberの例）

要因	概要
十分なTAM	・ 今後の需要を考えたときにTAM(獲得可能な市場の全体規模) が魅力的と言えるか？ ・ 海外も含めた市場を狙っているか？
ディスラプターとして 圧倒的な 模倣困難技術	・ 顧客産業への本質的付加価値と、実用可能性や知財戦略の硬さを含む技術力を有しているか？
収益化への 道程が明確	・ 展開するときのビジネスモデルを明確に描くことができ、利益までのフローが複雑ではないか？
PEファンド支援の 活用にも動的な 経営陣	・ 経営陣は主体的にPEファンドを金銭以外で活用しようと考え、その活用に関する考えを持っているか？

PEファンド投資を通じた事業再編・再上場によって成長を遂げている上場スタートアップが複数存在している。

- 海外PEによる国内上場ベンチャーへの投資事例は下記の通り。被買収企業の資金・経営改革需要と、ファンド側の事業ポテンシャル把握の双方が生じた際に投資がなされているのではないかと判断

海外PEファンドによる国内の上場ベンチャーへの投資事例

会社名	ファンド	発表日	方式	背景
イグニス		2021年3月5日	MBO	非公開化によるマッチング事業の成長、エンターテック事業の成長資金確保
ネットマーケティング	ベイン キャピタル	2022年8月10日	TOB	更なる成長のためには外部の経営資源を活用することが有益と判断
インパクトHD		2023年1月26日	MBO	競争を勝ち抜くために非公開化による機動的な経営体制が必要と判断
ユーザベース	カーライル	2022年11月9日	TOB	厳しい経営状況の中、発想を転換し新たな「あるべき姿」を描くためにPEファンドとのかかわりを持った

出所) 各種公開情報よりNRI作成

海外でも、SUに対してPEファンドが投資を行っている事例が存在。

海外PEファンドによる国内の上場ベンチャーへの投資事例

会社名	ファンド	会社概要	発表時期	背景
ZPG (zoopla,英)	Silver Lake	不動産テック	2018年5月11日	ZPG視点：テクノロジー投資のグローバルリーダーとして、専門知識やネットワークから恩恵を受け、成長の加速を意図 Silver Lake視点：革新的なサービスより不動産・住宅・金融サービス市場で確固たる地位を築けていることを評価
参考) Zoominfo (旧DiscoverOrg,米)	TA Associates カーライル 22C Capital	BtoBセールス・マーケティング 向けSaaSプロバイダー	2018年3月14日	DiscoverOrg視点：自分では気づかないような企業の規模拡大の可能性を見出せる PEファンド視点：業界をリードするプラットフォームの構築や継続的な収益を生み出せる実用的なデータを保有している 補足：PEファンドらによるDiscoverOrgへの出資後、Zoom informationを買収、その後zoominfoに統一

- (0) 調査概要・サマリ
- (1) リスクマネー供給者の実態調査
- (2) リスクマネー仲介者（機能）の実態調査
 - VC
 - PEファンド
 - 金融機関/ベンチャーデット
 - 市場制度

スタートアップが活用できるデット性の資金調達手段には、銀行が提供する通常融資に加えて、ファンドやノンバンクが提供するスキームが存在する。

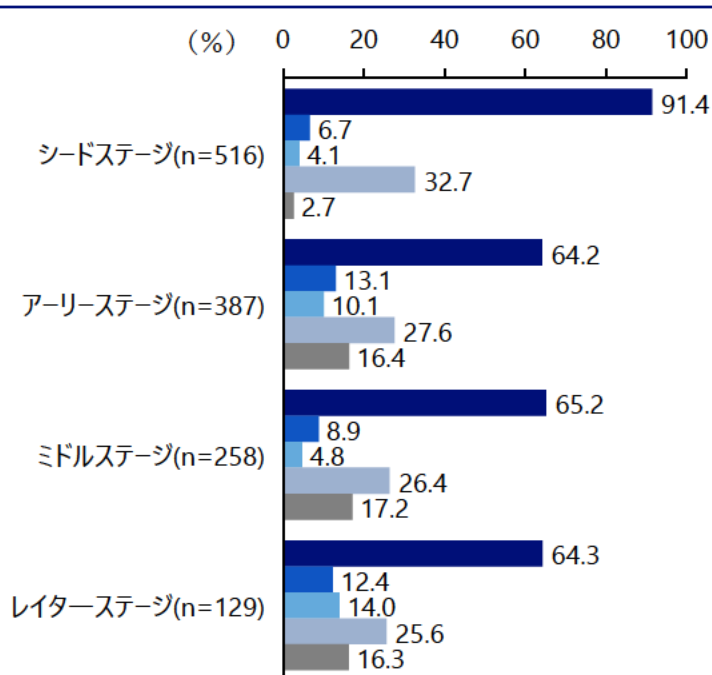
(広義の) ベンチャーデットの分類

種類				スキーム	主な資金供給者	主な利用ステージ	利用割合 (R4年度)
広義のベンチャーデット	ベンチャー向け融資	公的融資		- 日本政策金融公庫が提供する新事業育成資金、新株予約権付き融資等 - 都道府県や市区町村の自治体が整備するスタートアップ向け融資制度。直接の資金供給者は金融機関	- 日本政策金融公庫 (自治体と連携する)金融機関	立上げ～シード	48.9%
		銀行融資 (プロパー融資)		保証協会の保証を受けず、銀行が直接借入人と契約を交わすことで行われる融資。不良債権化のリスクは銀行が100%負担	- メガバンク - 地銀 - 信用組合	- アーリー～ミドル - レイター - 上場SU	57.3%
		銀行融資 (信用保証協会保証付融資)		信用保証協会に保証料を支払うことにより、リスクを信用保証協会が負担することで金融機関からの資金調達が容易にする	- メガバンク - 地銀 - 信用組合	アーリー～ミドル	60.8%
		ビジネスローン		事業資金専用のローン商品。原則無担保無保証人で申し込めるが、高金利かつ借入可能額は少額	- ノンバンク - 信販会社	- 立上げ～シード - アーリー～ミドル	9.3%
		普通社債		- 償還時の元本受け取りを前提とする普通の社債 - 格付けの高い企業ほど有利な条件で資金調達しやすい - 募集方法によって公募債と私募債に分けられる	- ベンチャーデットファンド - 個人投資家 - 適格機関投資家 - 銀行	- 立上げ～シード - アーリー～ミドル - レイター - 上場後	4.0%
	狭義のベンチャーデット	メザニン性ローン		基本的に無担保の劣後債務と新株予約権からなり、融資と株式の両方の性格を併せ持った資金であり、貸し手にとっては、株式よりは安全な立場にありながらも、通常の融資よりは高利回りを期待できるという、両者の利点を兼ね備えた手法	ファンド	- 立上げ～シード - アーリー～ミドル - レイター - 上場後	2.6%

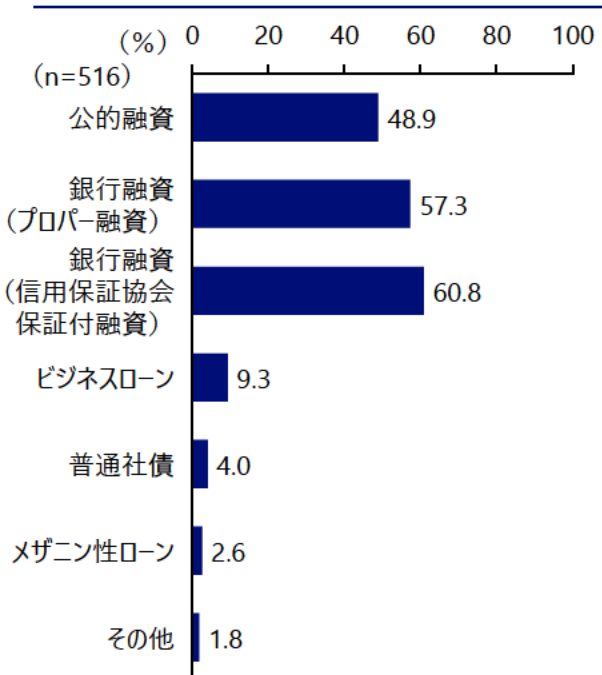
創業融資が受けられるシードステージを除き、アーリーステージ以降では約6割のSU企業が（広義の）ベンチャーデットを活用しており、その主な資金用途は運転資金の確保である

- 創業支援等の融資を活用しやすいシードステージにおいて、デットの活用割合が最も高い。
- デットの資金用途は、運転資金としての利用が 8 割以上を占め、次いで設備投資となっている。

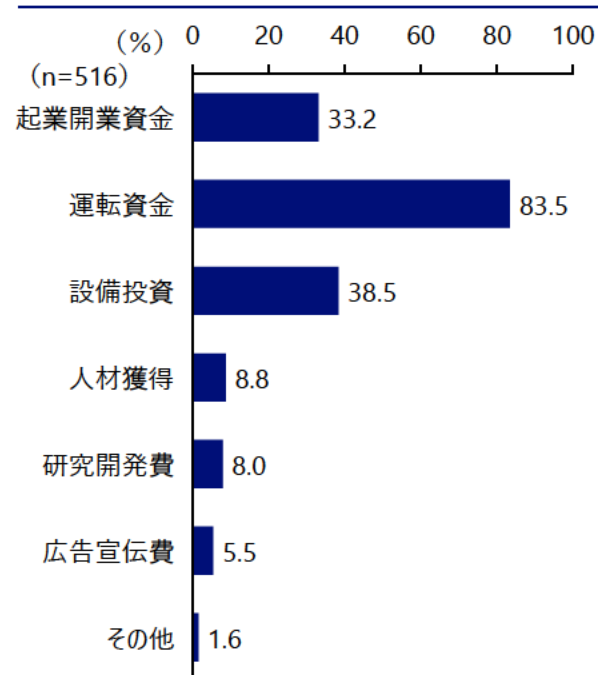
成長ステージごとに活用した資金調達手段



活用した（広義の）ベンチャーデットの種類



（広義の）ベンチャーデットの用途



■ （広義の）ベンチャーデット
 ■ その他（自己資金・エンジェル投資）
 ■ PD/VD
 ■ あてはまるものはない

■ エクイティ
 ※複数回答

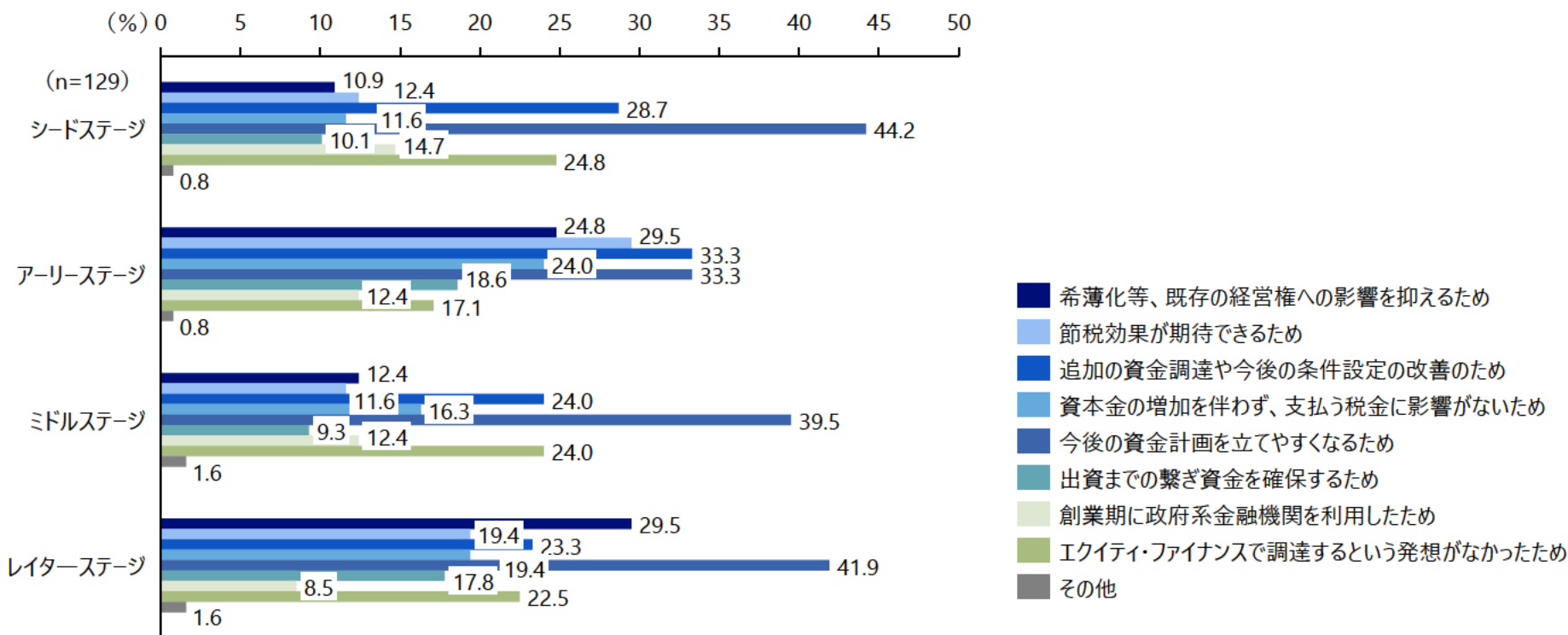
※複数回答

※複数回答

SU企業が（広義の）ベンチャーデットを活用する最大の理由は資金計画のためであるが、エクイティ調達やIPOを控えたアーリーやレイトー期では株式希薄化回避を目的とすることが多い。

成長ステージごとに見た、（広義の）ベンチャーデットを利用した理由

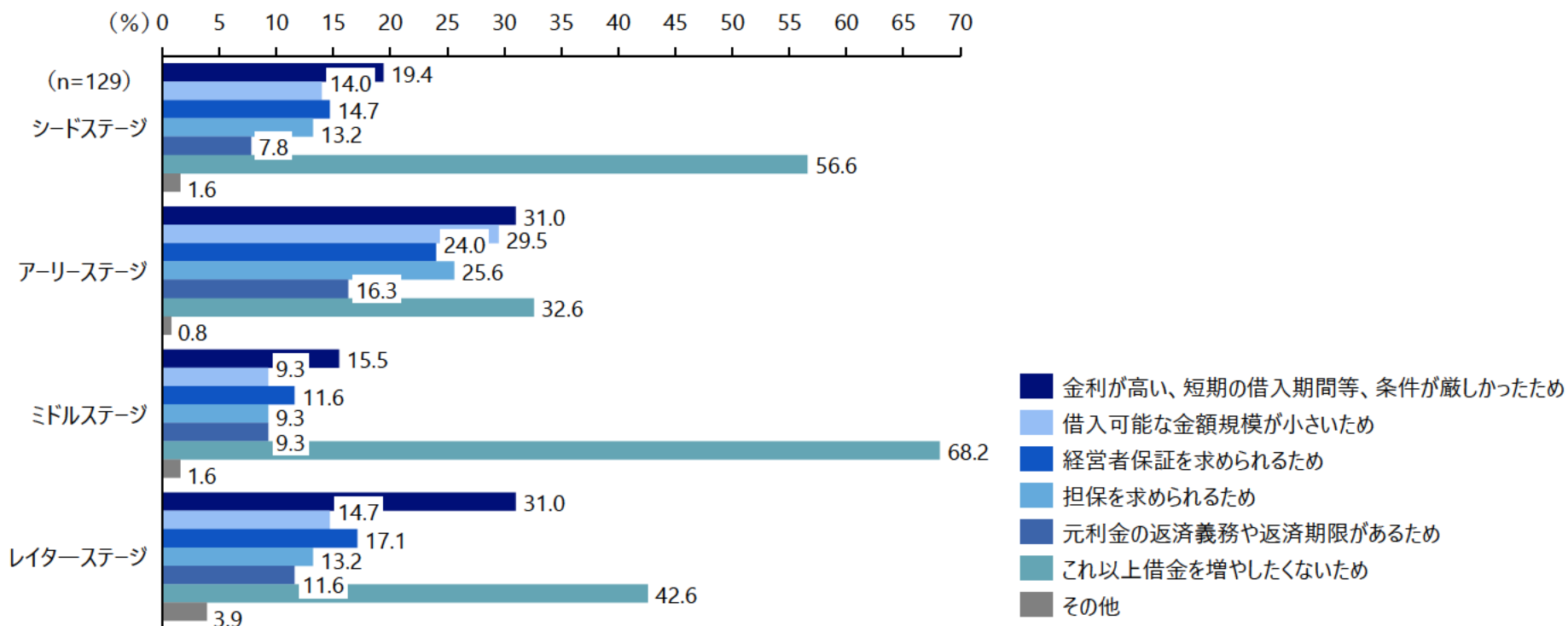
- どのステージにおいても資金計画のために通常融資を活用する事例が多い。
- 株式の希薄化や経営権の保持を目的とする通常融資による調達はアーリーとレイトーステージに実施される割合が高い。



ミドルステージ以前においては、多くの場合、（広義の）ベンチャーデットの条件（経営者保証、期間、金利）や借入可能額がSU企業の期待する水準を下回っている可能性が高い。

成長ステージごとに見た、利用可能だったものの（広義の）ベンチャーデットを利用しなかった理由

■ 特にアーリーステージにおいて、財務健全性以外の観点から通常融資の活用を見送った企業が多い。



Sansan社はエクイティファイナンス直後にプロパー融資での資金調達を実施しており、エクイティと融資を組合わせた資金調達の好事例といえる。

- Sansan社はIPOに伴う68億円の増資直後に、資本業務提携に伴い、金融機関から50億円の借入を行った。
- エクイティ調達直後は金融機関に対する企業の信用力や交渉力が最も強くなるタイミングであり、有利な条件での融資を短期間で取りまとめることに成功した可能性が高い。

資金調達概要

企業名	Sansan
事業概要	営業DXサービス『Sansan』と個人向け名刺アプリ『Eight』、クラウド請求書受領サービス『Bill One』を提供
調達先	株式会社みずほ銀行、株式会社三井住友銀行、株式会社三菱 UFJ 銀行
調達形態	銀行融資（プロパー融資）
調達額	50億円
調達日	2019/11下旬
資金調達の目的	資本業務提携契約に伴う株式取得費用

主な資金調達



メルカリ社は株価が低調であった時期の資金調達スキームとして、メザニン性ローンを活用しており、株式希薄化を回避しつつ、ワラントによって支払利息を抑えた調達を実現した。

- メルカリ社は公募転換社債を利用して無利子で500億円の資金を調達した。
- 当時の株価は理想の株価よりも低く、単純な増資での資金調達では希薄化の影響が大きいと考え、転換社債の利用を選択している。

資金調達概要

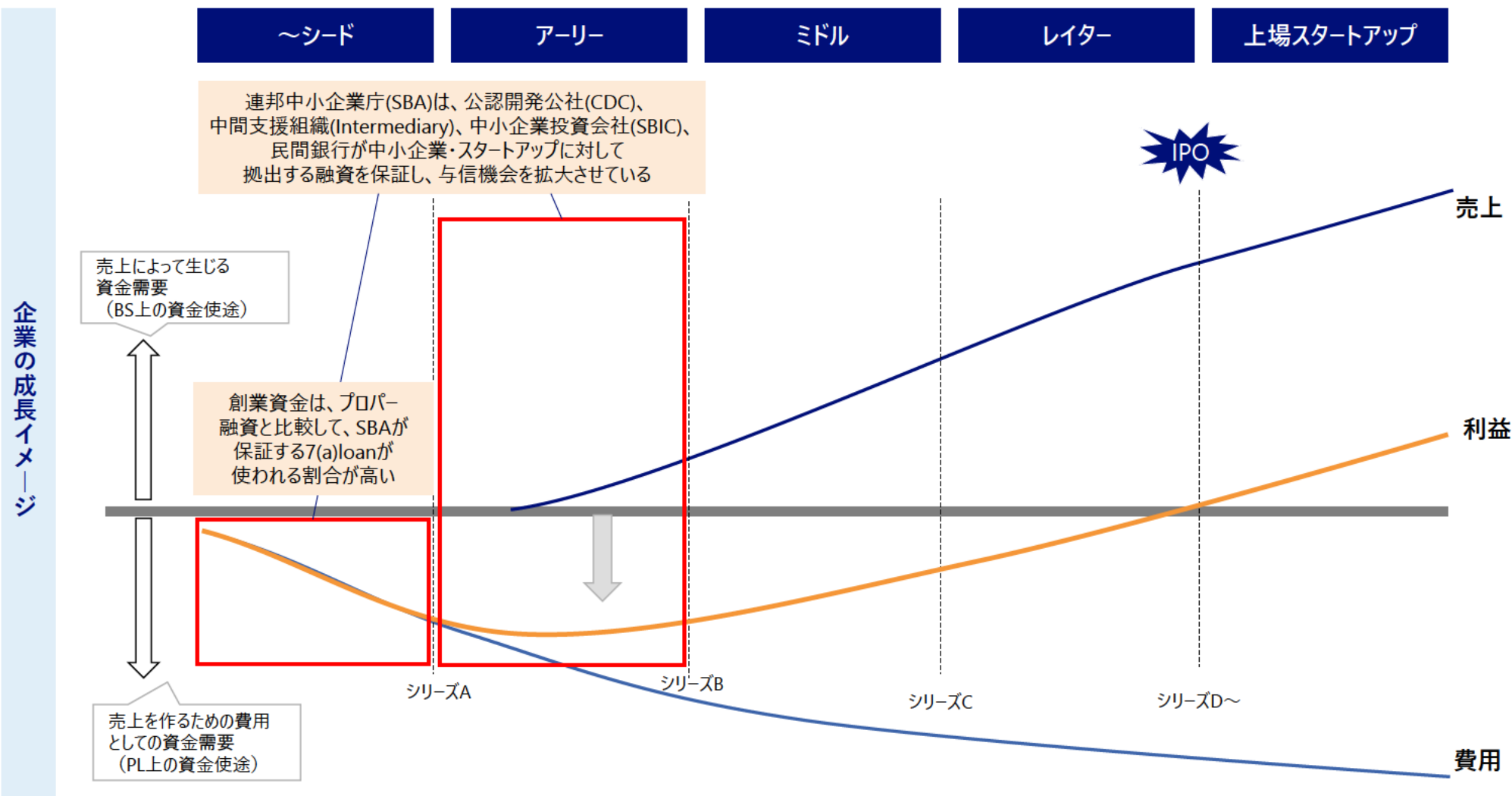
企業名	メルカリ
事業概要	スマートフォンに特化した個人間取引（CtoC）のためのマーケットプレイスを提供
主幹事	モルガンスタンレー/ゴールドマンサックス/みずほインターナショナル/SMBC日興キャピタル/大和キャピタル
調達形態	メザニン性ローン（転換社債）
調達額	250億円（年限：5年） 250億円（年限：7年）
調達日	社債発行日：2021/7/14
資金調達の目的	借入金の返済、人材採用・マーケティング費用、関連サービス拡大の運転資金、新規事業創出の資金

調達方法の比較

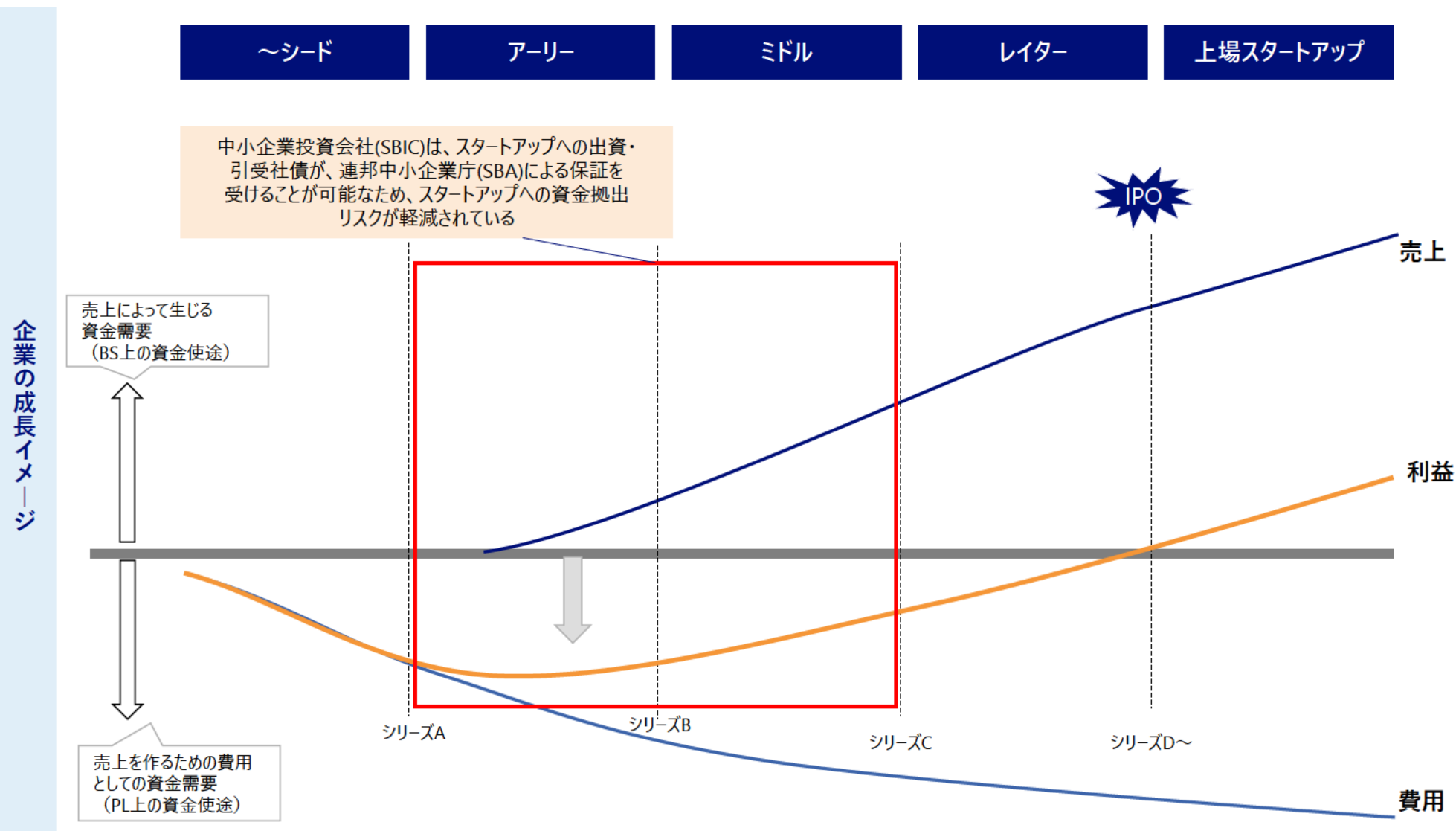
手法	評価	理由・概要
公募・第三者割当増資	×	当時の株価では、希薄化の観点から満足いくエクイティファイナンスができないと考え不採用
転換社債	○	希薄化の影響を抑え、ワラント部分を活かすことで支払利息抑えた調達が可能
借入・社債	×	借入も活用しているが、長期投資を考えた場合に年限や調達額等で転換社債に優位性があり、一部借入金を返済し転換社債を発行

金融機関の在り方とベンチャーデット | 米国における資金の出し手

参考：連邦中小企業庁（SBA）の取り組み



参考：中小企業投資会社（SBIC）の取り組み



参考：早期参入金融機関の取り組み

Silicon Valley Bank, Bridge Bank

～シード

アーリー

ミドル

レイター

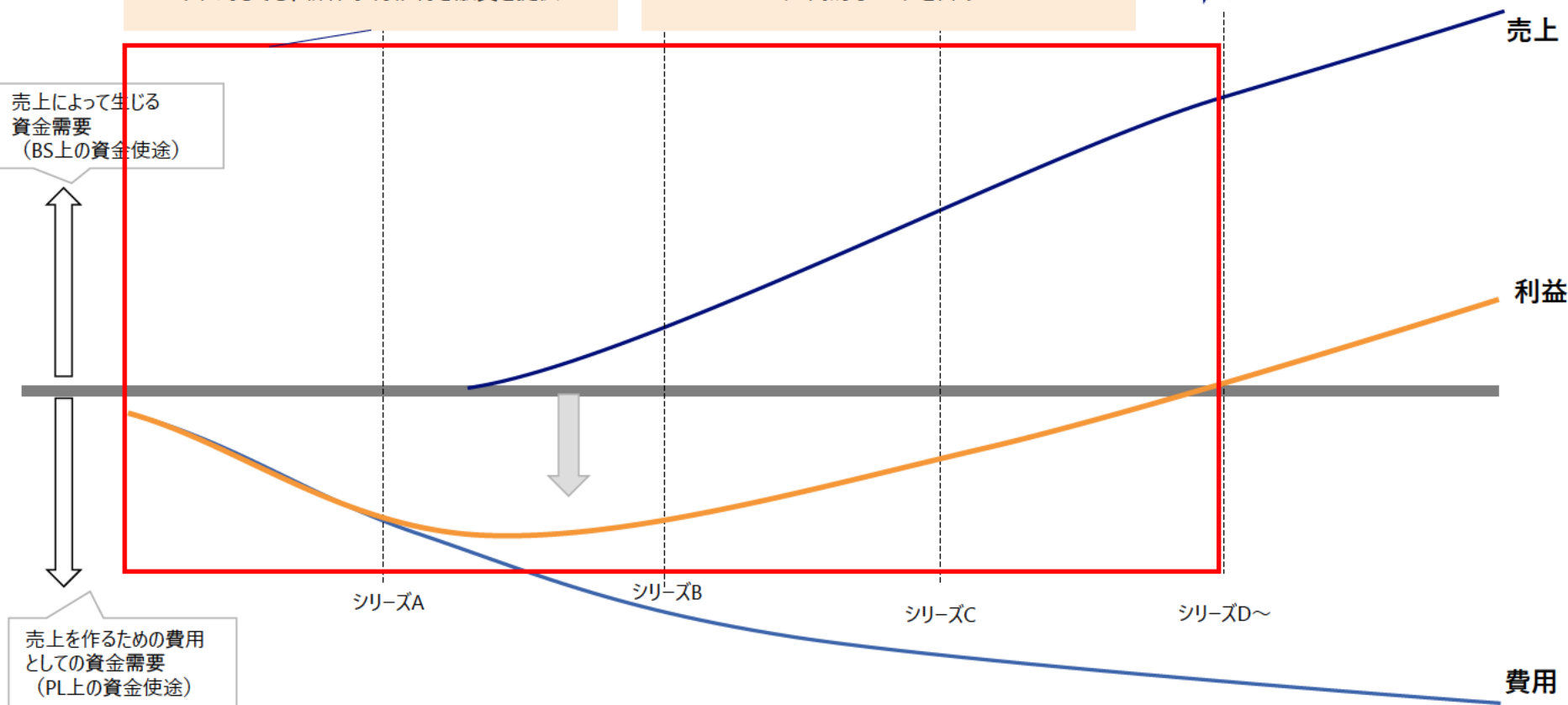
上場スタートアップ

早期参入金融機関はスタートアップによる預金を原資とした潤沢な資金を元手に、シード期のスタートアップに対しても、新株予約権付き融資を提供

中でもSilicon Valley Bankは、米国のスタートアップに対する融資ではシリーズにかかわらず、圧倒的なシェアを占める

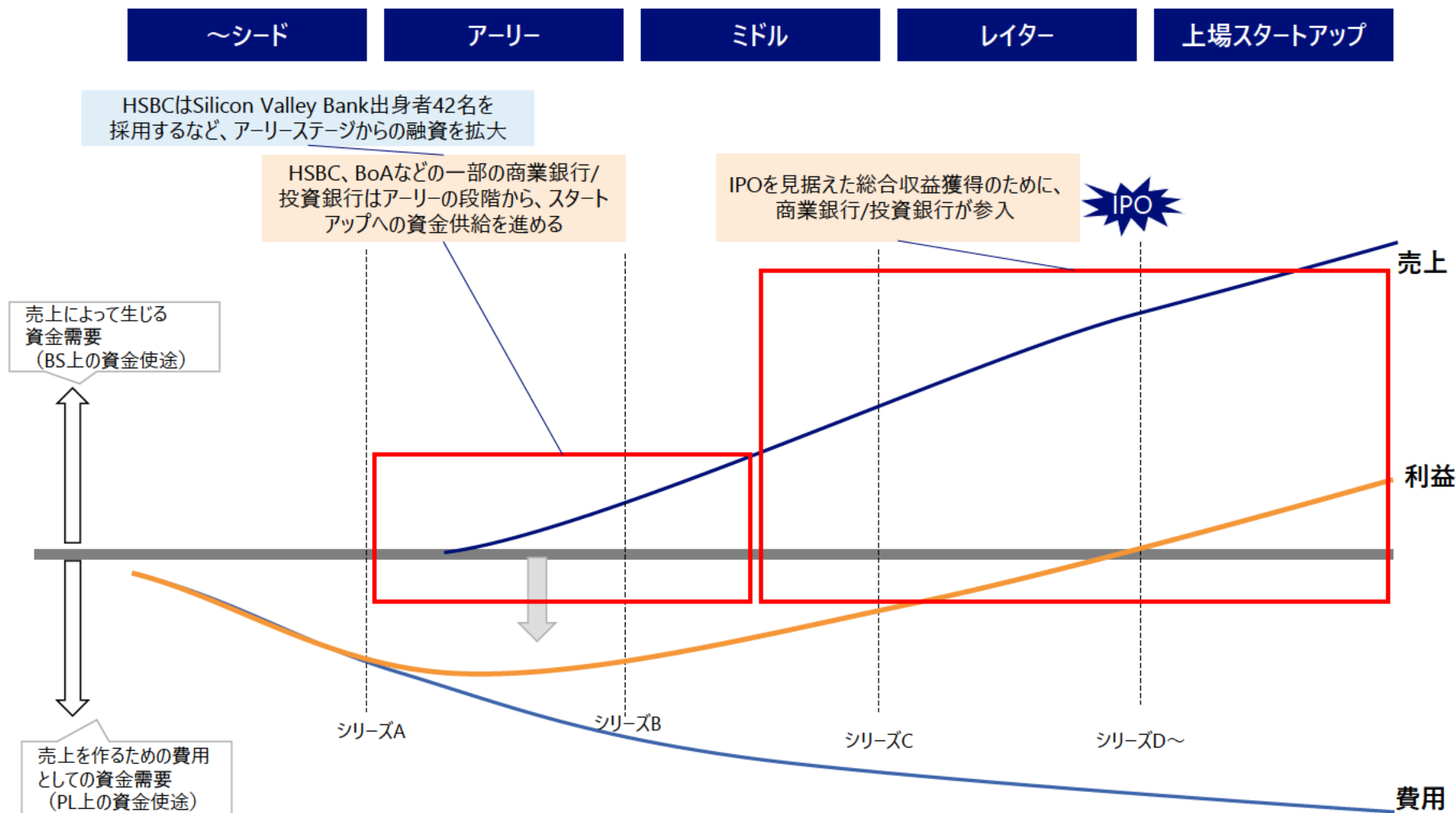


企業の成長イメージ

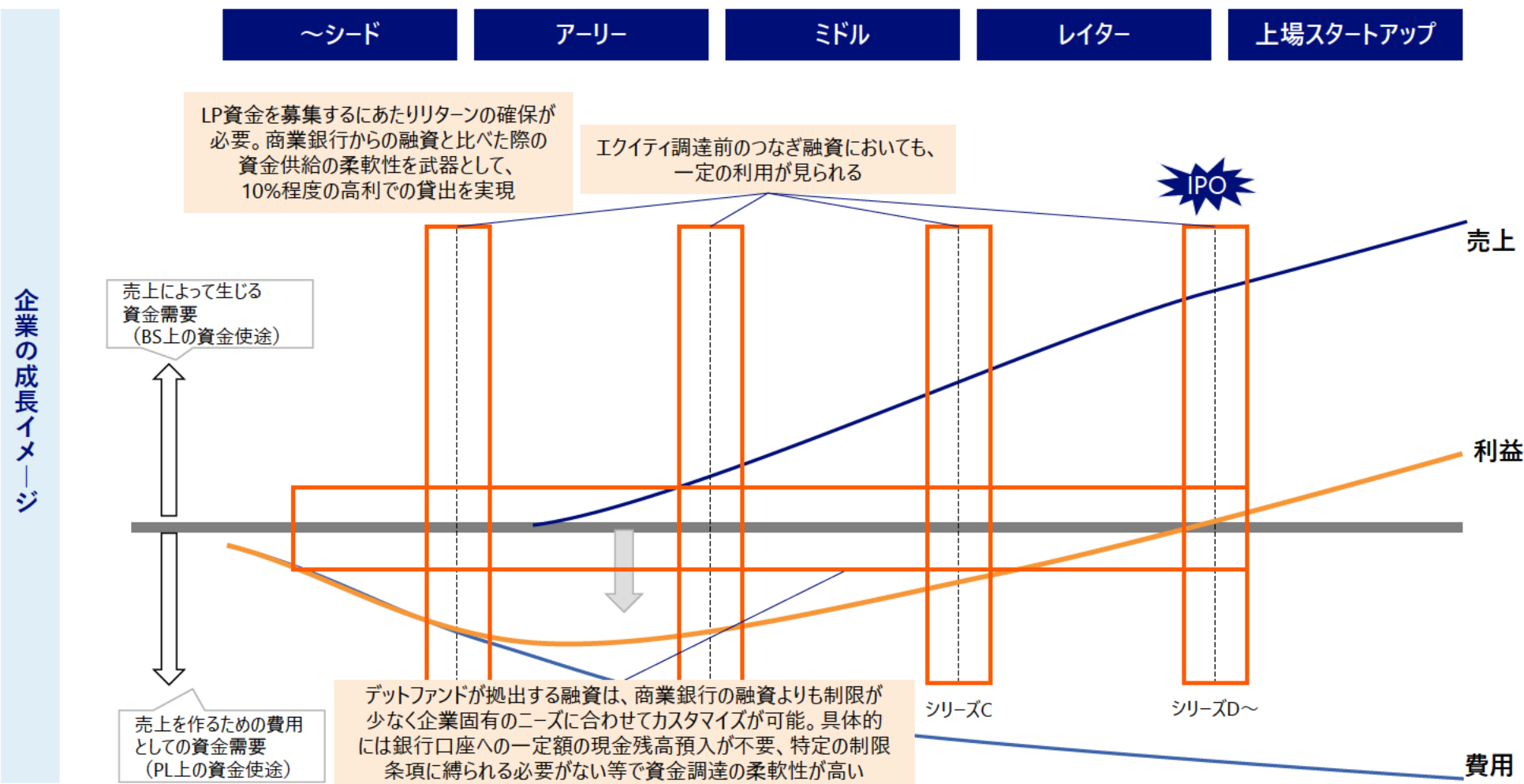


参考：IPOを視野に入れたグループ収益を見込む金融機関（商業銀行、投資銀行）の取り組み

企業の成長イメージ



参考：（独立系）デットファンドの取り組み



参考：諸外国および日本のベンチャーデット・ファンド

主な世界のベンチャーデット・ファンド

運用会社	主な投資先	ファンド総額
Kreos Capital	スタートアップ	不明
Columbia Lake Partners	スタートアップ	不明
Western Technology Investments	スタートアップ	不明
Hercules Capital	スタートアップ	不明

主な日本のベンチャーデット・ファンド

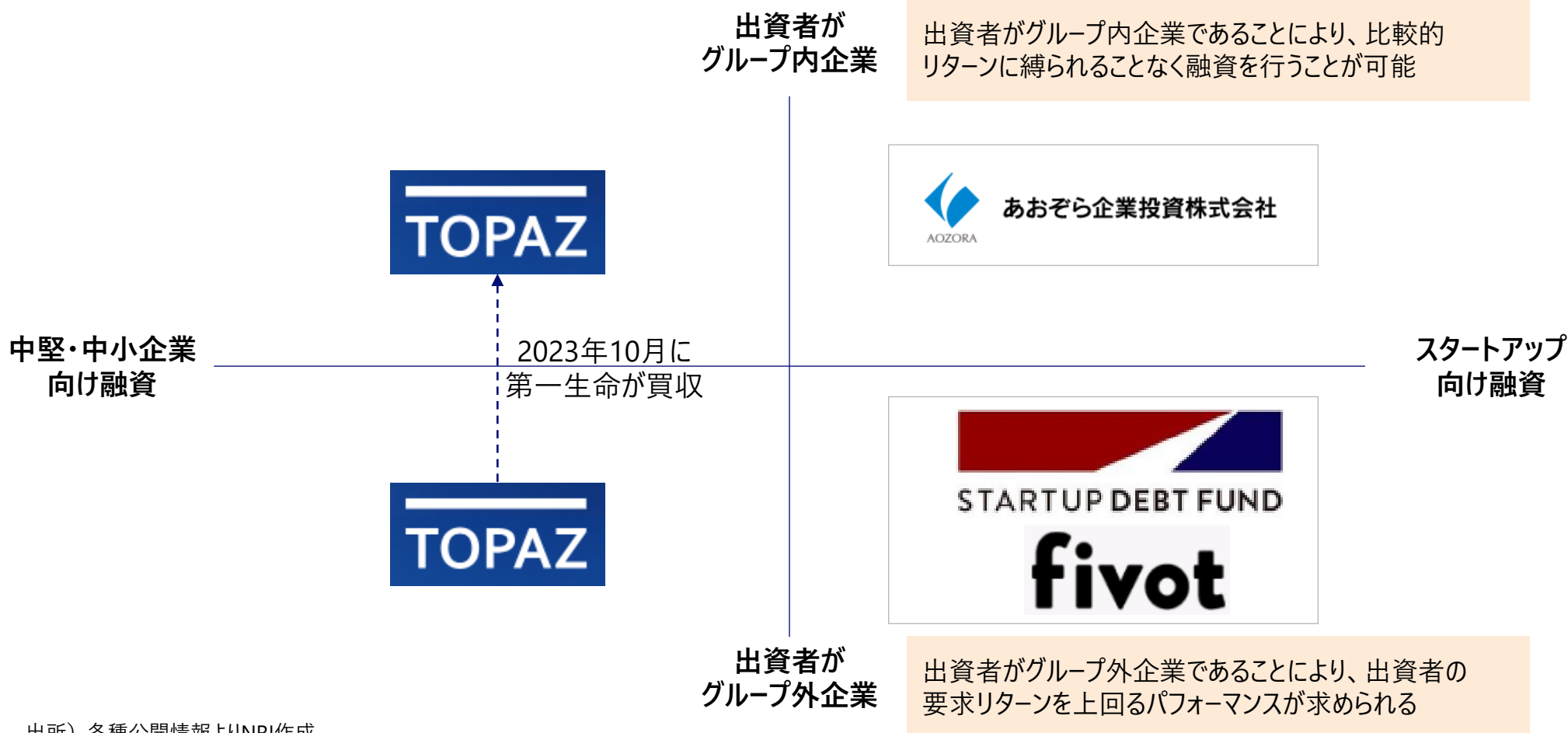
運用会社	主な投資先	ファンド総額
トパーズ・キャピタル	中堅・中小企業	約1,000億円
SDFキャピタル	スタートアップ	42億円
あおぞら企業投資	スタートアップ	約210億円
Fivot	スタートアップ	不明
大和ブルー フィナンシャル	スタートアップ	不明

- 他にも国内大手生命保険会社は、プライベートデットの組入に積極的
- 第一生命グループは、トパーズキャピタルを買収し、プライベートデットを含めたオルタナティブ投資と強化を目指している
- 日本生命保険、住友生命保険は、既に数千億円規模で、プライベート・デットへの投資を実施済みで、今後も投資額の拡大を図りたいという構え

参考：日本国内におけるベンチャーデット・ファンドのプレーヤー

- 欧米のPEファンドや資産運用会社のように、中堅・中小企業向けの融資を行うプレーヤーは少なく、スタートアップに対するベンチャーデットを提供するプレーヤーが主となっている

日本国内におけるベンチャーデット・ファンドのプレーヤー



参考：Western Technology Investmentは1980年に設立され、ベンチャーデットを供給主体として長い歴史を持つ。2022年には資産運用会社のP10がWTIを買収。

Western Technology Investment

概要

- 1980年に設立された、米国ポルトラバレーを拠点にスタートアップに融資を提供する投資会社
- 2022年に資産運用会社のP10が買収

方針・戦略

領域

(エリア・ステージ・
インダストリー・
投資対象)

- シード～ポストIPOまで幅広いステージを対象
- 宇宙、物流、FinTech、EdTech、FoodTech等が主領域

スキーム

(ファンド規模・
期間・パートナー)

- WTI社がGPとなり、LP出資者の出資を受けて、主にデットファンド(一部小型エクイティファンドの組成実績有)を組成して融資を提供。これまで10のデットファンドを組成・運用している（小型エクイティファンドは1つのみ）
 - ✓ 運用期間は10年で、平均運用手数料率は～2%
 - ✓ LP出資者は年金基金、NPO、学術機関、ファミリーオフィス等の機関投資家となっている

手法

融資条件

- –（不明）

実績

金額・件数

- 1980年以来、USD約7.8B\$の資金を1,400社以上のスタートアップに融資を提供

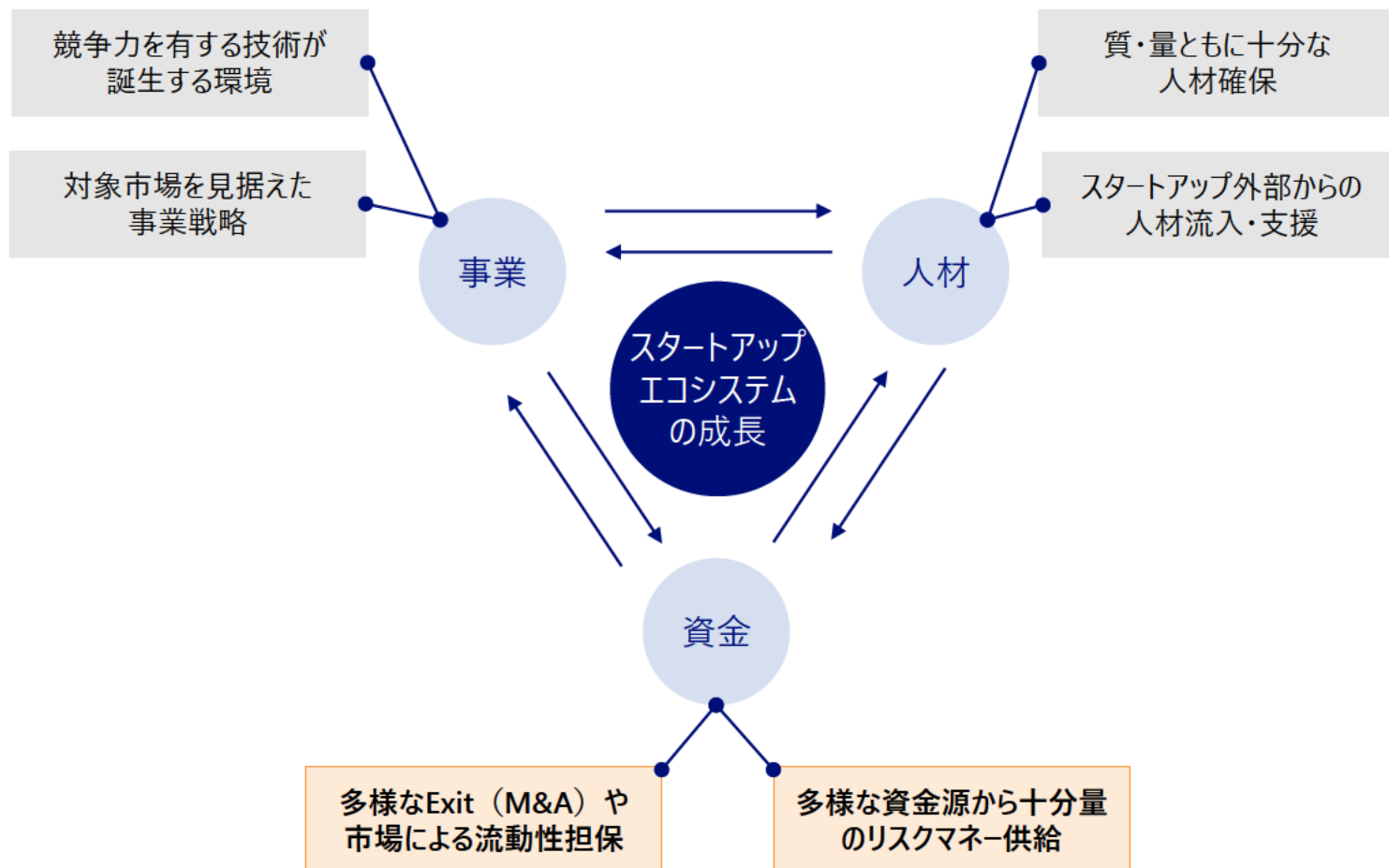
参考：Columbia Lake Partnersは欧州のテクノロジー企業、Bridge Bankはカリフォルニア州のスタートアップを中心に融資を提供。

		Columbia Lake Partners	Bridge Bank
概要		2014年に設立された、イギリス・ロンドンを拠点にスタートアップに融資を提供する投資会社	2001年に設立された、米国カリフォルニア州を拠点にスタートアップに融資を提供する銀行 2015年にWestern Alliance Bankと合併
方針・戦略	領域 (エリア・ステージ・インダストリー・投資対象)	- アーリー～ミドルまでの初期ステージに位置するスタートアップが対象 - 欧州のテクノロジー企業が主な投資先	アーリー～レイトーまで幅広いステージを対象
	スキーム (ファンド規模・期間・パートナー)	CLP社がGPとなり、LP出資者の出資を受けて、デットファンドを組成して融資を提供	－（不明）
手法	融資条件	－（不明）	－（不明）
実績	金額・件数	2014年以来、USD約500M\$の資金を70社以上のスタートアップに融資を提供	－（不明）

- (0) 調査概要・サマリ
- (1) リスクマネー供給者の実態調査
- (2) リスクマネー仲介者（機能）の実態調査
 - VC
 - PEファンド
 - 金融機関/ベンチャーデット
 - 市場制度

我が国のスタートアップエコシステムが成長するためには様々な課題に取り組む必要があるが、スタートアップによる、M&A及びそれを支える資金調達の活発化を促すことが大きな課題。

我が国のスタートアップエコシステムが目指す姿

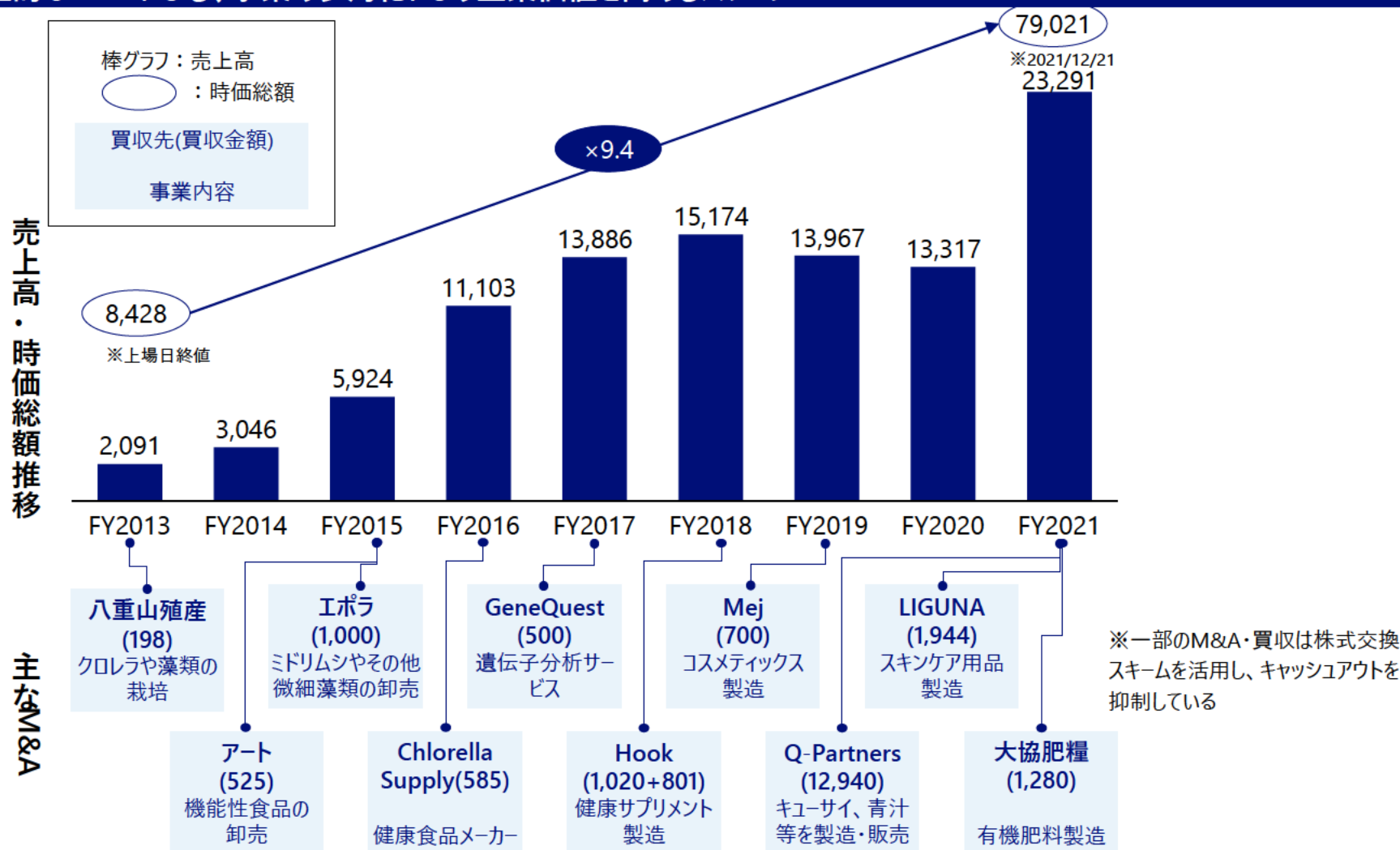


出所) 経済産業省「ユニコーン創出に資する中小企業・スタートアップの海外展開及び資本政策のあり方に関する調査事業」

https://www.meti.go.jp/policy/newbusiness/houkokusyo/R1Unicorn_hokokusyo.pdfよりNRI知見を踏まえて作成 (2024年3月21日最終閲覧)

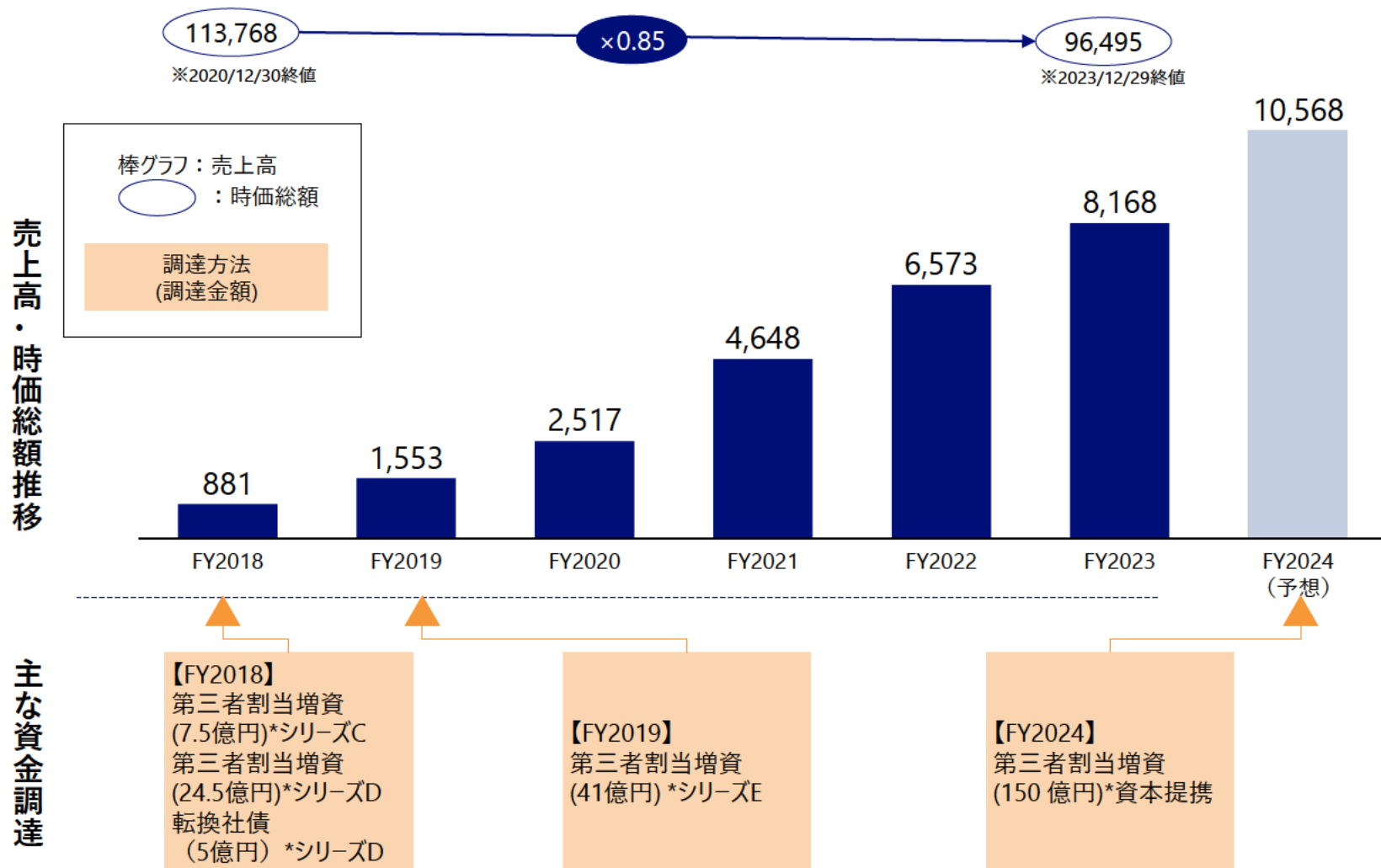
ユーグレナは、2013年の上場以降で10以上のM&Aを実施することで事業を多角化した上で、企業価値を高めている。

パターン①：積極的なM&Aによる、事業の多角化により企業価値を高めるパターン



ウェルスナビはM&Aに頼ることなく、投資家からの調達資金を、唯一の事業である個人向け資産運用サービス事業に投資をすることで、事業成長を進めている。

パターン②：魅力的な一つのビジネスモデルを、地道な資金調達を行いながら売上高を伸ばしていくパターン



スタートアップのCFOは、上場前後でそれぞれ求められる強みが異なるため、フェーズに応じて適切な能力を持った人材を選任していくことが継続的な成長を遂げていく上では必要となる。

スタートアップのCFOが持つバックグラウンド及びフェーズごとに求められる役割

バックグラウンド	期待できる強み
公認会計士	会計知識・実務や上場実務に強い
経営管理部門	人事、経理、総務などバックオフィス業務全体に対する業務理解があることから実践的なノウハウに長けている
投資銀行	M&Aや資金調達に強く、自社の企業価値を正しく評価でき、投資家と共通言語で話すことができる
コンサルティングファーム	企業の成長戦略を立てることができ、CSO（最高戦略責任者）としての役割も期待できる

上場準備のフェーズ

- ✓ 財務戦略を立案・実行するため、金融機関等からの資金調達の推進、IPO前には内部統制制度に基づいたガバナンスの整備や、監査法人とのレビューへの参加を求められるなど、実務的な能力を求められる
- ✓ そのため、実務的な能力が高い**公認会計士・経営管理部門**の経験者が適任となることが多い（スタートアップCFO経験者）

上場後のフェーズ

上場直後のフェーズ

- ✓ 上場直後で知名度の低い企業を認知してもらうためのIR戦略、時機を捉えた公募増資、借入等の次なる成長に向けた資金調達を適切に行う能力が求められる
- ✓ そのため、資金調達やIR向け資料作成等に長けている**投資銀行・コンサルティングファーム**の経験者が適任（スタートアップCFO経験者）

上場後一定期間を経過したフェーズ

- ✓ 上場を維持することに加えて、事業拡大・多角化のためのM&A、それに伴う資金調達等、ファイナンス×事業戦略の両分野に長けた人材が求められる
- ✓ そのため、M&Aや資金調達に強い**投資銀行・コンサルファーム**の経験者が適任（スタートアップCFO経験者）

成長したスタートアップのCFOに、投資銀行出身者が多く就任していることを鑑みるに、上場後のフェーズにおいては、M&A/資金調達に強みを持ったCFOが望まれることが伺える。

上場後に成長したスタートアップに在籍するCFOのバックグラウンド

企業名	ユーグレナ	マネーフォワード	ウェルスナビ	ビジョナル
上場日	2012年12月20日 (東証マザーズ) 2014年12月3日 (東証一部) 2022年4月4日 (プライム市場)	2017年9月29日 (東証マザーズ) 2021年6月14日 (東証一部) 2022年4月4日 (プライム市場)	2020年12月22日 (東証マザーズ) 2022年4月4日 (グロース市場)	2021年4月22日 (東証マザーズ) 2022年4月4日 (グロース市場) 2023年12月14日 (プライム市場)
CFO(経歴)	2001年：UBS証券入社 2013年：ユーグレナ入社 2016年：ユーグレナ経営戦略部長 2018年：執行役員経営戦略担当 2021年：執行役員CFO (最高財務責任者)	2007年：ゴールドマン・サックス証券入社 2014年：マネーフォワード入社 2015年：経営企画本部長 2015年：執行役員CFO 2017年：取締役CFO 2020年：マネーフォワードベンチャーパートナーズ代表取締役	2001年：日本ヒューレット・パカード入社 2006年：IBMビジネスコンサルティングサービス入社 2007年：ドイツ証券入社 2014年：トライフォース入社 2018年クレディ・スイス証券入社 2019年：ウェルスナビ入社 2020年：取締役CFO	2004年：モルガン・スタンレー証券入社 2010年：ゼネラル・エレクトリック入社 2016年：グラクソ・スミスクライン入社 2019年：ビズリーチ入社 2020年：ビジョナル執行役員CFO 2023年：ビズリーチ取締役

市場区分見直しの直前以降、グロース市場に上場する企業に対するM&A件数が増加。

母数

2021/12/31
までにグロース市場
(旧マザーズ含む)に
上場し、現在も上場を
継続しているかつ
時価総額が10～60
億円の“226社”

※2022/01/01以降に上場
した企業を含めないのは、
各集計期間の対象企業数
を統一するため

集計期間

<市場区分変更前>
2020/01/01～
2021/12/31

<市場区分変更後>
2022/01/01～
2023/12/31

※市場区分が変更されたの
は、2022/04/01であるもの
の、市場区分の直前も
影響を受けている可能性が
高いとして、2022/01/01を
集計期間対象としている

増資件数/総額 (時価総額10～60億円)

157件/
約411億円

※5億円以上の増資に
ついては、16件/168億円

※公募増資は1件のみ

73件/
約245億円

※5億円以上の増資に
ついては、11件/127億円

※公募増資は1件のみ

被M&A件数 (時価総額の縛りなし)

2件
(ロコガイド、アクトコール)

11件
(ALBERT、バリューデザイン、
NexusBank等)

NASDAQ-CM及びロンドンHGSは、東証グロス市場よりも厳しい上場要件を課している。

スタートアップ向け市場新規上場基準の各国間比較

	東証グロス	NASDAQ-CM			ロンドン High Growth- Standard	フランス EURONEXT ACCESS+
		資本基準	時価総額基準	利益基準		
純資産	-	\$5 million	\$4 million	\$4 million		
流通株式の 時価総額	5億円	\$15 million	\$15 million	\$5 million	£ 30 million (流通時価総額 は最低10%以 上)	€1 million
売上高成長率					上場前の3年間 で20%以上	
事業継続期間	1年以上	2年以上	-	-		
時価総額	-	-	\$50 million	-		
利益	-	-	-	\$0.75 million		
浮動株式数		1 million	1 million	1 million		
株主数		300	300	300		
マーケットメーカー数		3	3	3		
買呼値		\$4	\$4	\$4		

※NASDAQ-CMは3つの基準のうち、いずれかを満たすことで上場可能

出所) 各種公開情報等よりNRI作成

参考：スタートアップ向け市場上場維持基準の各国間比較。

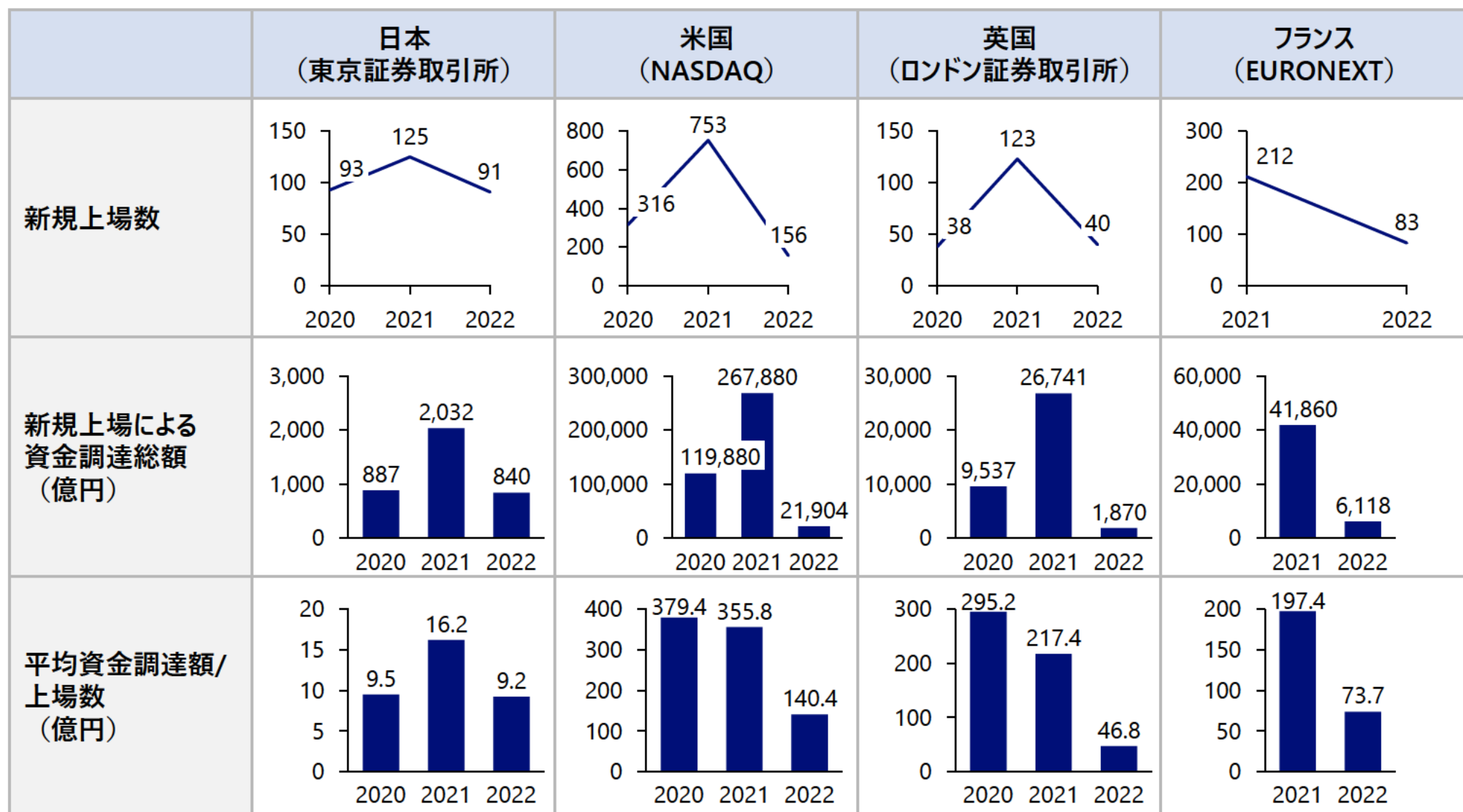
スタートアップ向け市場上場維持基準の各国間比較

	東証グロース	NASDAQ-CM			ロンドン High Growth- Standard	フランス EURONEXT ACCESS+
		資本基準	時価総額基準	利益基準		
純資産	-	\$2.5 million	-	-		初回上場後は、 特定の財務維持 要件がない
時価総額	40億円以上 (上場10年後)	-	\$35 million 以上	-		
流通株式の 時価総額	5億円	\$1 million以上				
流通株式比率	25%以上				10%以上	
浮動株式数	1,000単位以上	50万株以上				
税引前利益		-	-	\$0.5 million 以上		
株主数	150人以上	300人以上				
純資産の額	正であること	-	-	-		
買呼値		\$1以上				
株主数		300人以上				
売買	月平均10単位以上					

※NASDAQ-CMは3つの基準のうち、いずれかを満たすことで上場可能

出所）各種公開情報等よりNRI作成

新規上場基準の厳しい米国、英国のIPO規模は、日本に比べて大きくなっている。



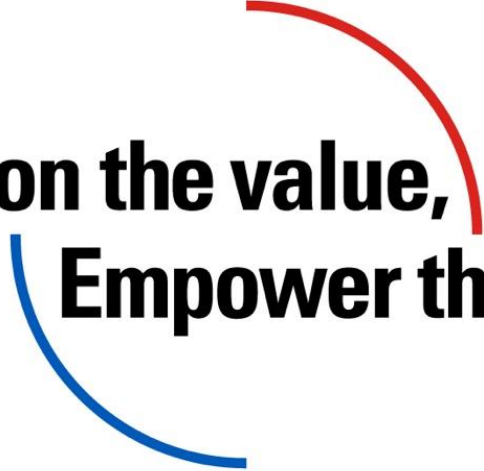
参考：EURONEXT（フランス）の新規上場基準

- フランスの上場市場であるEURONEXTは、スタートアップ向けの市場であるEURONEXT ACCESSを二つの区分に分けることにより、スタートアップに対する上場後の成長を促している

	EURONEXT	EURONEXT Growth	EURONEXT ACCESS (+)
概要	最も高いレベルの上場要件のため、大企業向けの上場市場（時価総額に応じて、下記の3つの区分に分かれる） A：10億€以上、 B：1.5億€～10億€以下、 C：1.5億€以下	中小企業向けの上場市場となっており、上場要件及び報告要件がEURONEXTに比べて簡素化されている	Accessは主にスタートアップを対象に作られた上場市場であり、最も上場要件の低い市場となっている。 一定の要件を満たすことで、Access+にグレードアップすることが可能(知名度の獲得に寄与)
（新規上場基準） 流通株式の時価総額	時価総額の25%以上もしくは、 時価総額の5%&500万€以上	時価総額250万€以上	Access+は時価総額100万€以上、 Accessは特段の要件なし
上場企業数	1,140	588	187
新規上場時の 平均資金調達額	1.9億€	2,500万€	3万€
新規上場時の 平均市場規模	27億€	8,900万€	3,900万€

※EURONEXT ACCESSに上場している企業は、監査済の年次財務諸表の提出が必要になる

出所）EURONEXT HP（<https://www.euronext.com/en>）等よりNRI作成（2024年3月25日最終閲覧）



**Envision the value,
Empower the change**