

# 日本の構造問題を踏まえたリスクマネー供給 ～脱炭素社会も展望、リスクマネー供給年間1兆円に向けて～

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  
SBI大学院大学 教授

幸田 博人



## 1. はじめに

—コロナ禍から次のステップに  
向けて

2020年の年初から既に1年半以上経過、未だに新型コロナウイルス感染症（COVID-19）は十分には収まる見通しはたたず、ポストコロナ時代の展望は見えてこない。7-9月に東京オリンピック、パラリンピックの無

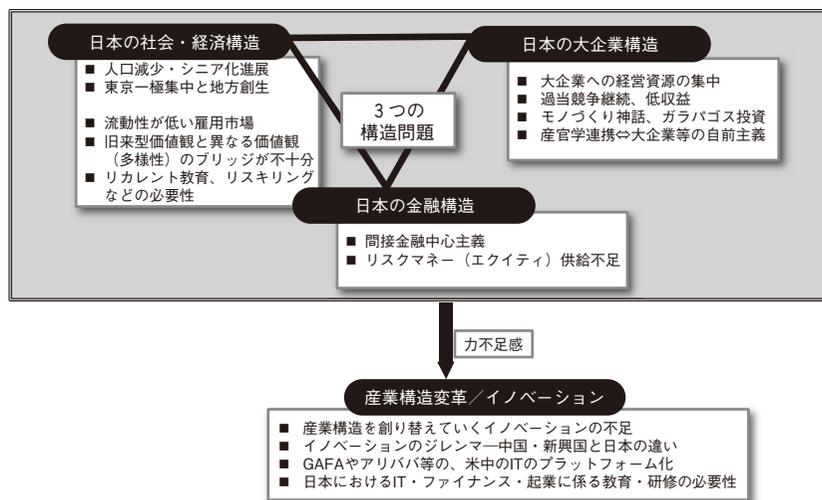
観客開催を無事に終えたことで一区切りをつけ、菅政権退陣に伴う新政権発足による新しい経済政策も組上に乗りはじめ、衆議院総選挙を経て少しは落ちついた取り組みが期待される。次の展開を考えはじめるタイミングにきている。

COVID-19は、いずれ収斂すると予想されるものの、広範囲にわたって人の命の問題に直結し、それが、個人の意識、考え方や生き方そのものに大きな影響を与えている。コロナ禍が長引けば長引くほど従来の価値観が変化し、社会の基本的な枠組みや社会構造にも大きな影響を与えつつある。社会に何をもちたらし、社会構造そのものにも大きな変化をもちたらすのか、それをどう乗り越え、次の時代に相応しい社会の仕組みを再設計していくかなど、いよいよ旧来型の社会・経済構造の仕組みから脱却する時が来ている。そして、新たな社会・経済のあり方の構築に向けた様々な視点を導入し変革を進めることが求め

### 〈目次〉

1. はじめに—コロナ禍から次のステップに向けて
2. 旧来型社会・経済システムの問題—脱炭素社会の取り組みも意識して
3. コロナ禍におけるベンチャー投資の「量」と「質」
4. リスクマネー供給年間1兆円に向けて—3つの取り組み
5. おわりに

(図表 1) 2020年代の日本の構造問題



(出所) 筆者作成

られる。

日本の将来の成長に向けた歩みは、その難しさが日に日に増している。コロナ禍に加えて、2020年代の人口減少・高齢化の急速な進展など社会・経済構造の大きな変革期の局面である。さらには、脱炭素社会に向けた中・長期的な取り組みを認識し、そうした困難性を克服していくには、政府や企業の将来の変革に向けた投資行動が不可欠である。リスクマネー供給を通じて投資規模の絶対的な不足感を解消し、その取り組みのスピード感を上げることが求められる。不十分なリスクマネー供給に係る論点について、本稿で論じていきたい。なお、本稿で言及するリスクマネー供給は、主にベンチャー企業へのシード・アーリー・グロース領域での投資を対象とし、VCに係る論点を中心に言及し、いわゆる成

熟企業向けのバイアウト投資は対象としていないことを付言する。

## 2. 旧来型社会・経済システムの問題

—脱炭素社会の取り組みも意識して

日本経済の先行きを考えるに際して、人口減少、シニア化進展、地域の縮退などの社会問題、デジタル社会の進行、企業のDXに向けた取り組みの遅れ、脱炭素社会の目標などを踏まえ、抜本的な構造変化を伴う長期的なアクションプランを実行していく必要がある。今後の企業価値向上は、成長しつつ収益力を上げていくことのみではなく、社会課題解決型アプローチを十分に組み合わせることが必須となりつつある。

---

中・長期的枠組みを念頭におきつつ、現在の日本を取り巻く社会環境について、3点の構造問題を図表1に示してある。すなわち、「社会・経済構造」、「大企業構造」、「金融構造」に係る論点である。

まず、「社会・経済構造」関連では、前述した人口減少・シニア化進展、地域の縮退に加えて、雇用の非流動性や多様な働き方に関する変化への対応などが構造的論点である。特に、雇用や働き方改革関連については、コロナ禍で、企業依存型ではなく、社会課題に向き合うような自己能力を広げるべきである。例えば、テレワークに伴い、会社から自己の能力をより具体的にアウトプットとして示すことが求められている。コロナ禍が長引けば長引くほど、個人の自立性がより必要となる。一方で、企業サイドとしては、日本社会を長年支えてきた新卒一括採用方式、終身雇用の下での大企業の年功序列型雇用制度の限界が、顕著になっている。今までの新卒一括採用方式は、多様な能力を有する人材を獲得する手法としての限界があり、通年採用方式の採用企業の増加などに変化の兆しが見られる。また、終身雇用制度は維持されているものの、以前のような就社的な概念は希薄化し、企業にとっても、個人にとっても、会社が未来永劫成長し続けるモデルから脱却せざるを得ない。年功序列型雇用制度は大きな変化を迫られている。複雑で多様な社会を生き抜いていく人材が、全体的に不足している。そういう観点で、リカレント教育やリスキリング

などがテーマ性を有することとなる。

次に、「大企業構造」関連である。現在、コーポレートガバナンス・コードやステュワードシップ・コードが浸透し、ESG投資も急増している。そうした中で、大企業としての社会課題取り組み型アプローチの広がりや事業ポートフォリオの見直し、多様性に対するチャレンジなども行われつつある。しかし、大企業の自前主義からの脱却が不十分でオープンイノベーションが進展していない。また、脱炭素社会に向けた投資に十分資金が振り向けられていないこと、人材投資に十分な資金を投入していないことなど中・長期的観点での構造的な課題は山積みである。現状は、一定水準の企業業績が維持されていることもあり、企業価値は十分には向上していないにも関わらず、大企業自前主義などには大きな変化は生じていない面がある。

3つ目の構造問題は、「金融構造」関連である。従来型の銀行を中心とする間接金融主義は、1970~1990年代までの日本経済の一定の成長が期待される中での効率的な資源投入を図っていく際には極めて有効に機能した。しかし、政策保有株式の売却が進展し、産業界において金融機関からの人材受け入れを必ずしも必要としなくなってきた。また企業貸出そのものが構造的に減少傾向にあるなどから、成長を前提とした、ある種の「デットガバナンス」、メインバンク的なアプローチに大きな限界が生じている。金融機関は、事業評価による貸出の創出や、企業課題に係るソ

リューション提供などを通じて、企業の事業戦略や新規投資の支援などなどにも注力している。しかし、現在の日本の間接金融を中心においた構造では、企業の投資を推進する観点から、金融機関によるリスクマネーの主体的供給について、エクイティ投資を通じて戦略的に取り組むには、限界がある。リスクマネーとエクイティ資金を重視する方向で金融構造を組みかえていくことが、現状、十分にはできていないと認識される。

この3つの構造問題が、日本の成長に向けた取り組みを遅らせていることを、理解しておく必要がある。その上で、日本経済の成長のためには、プロアクティブに産業構造変化に取り組むこと、イノベーションを創り出すことで新しい産業につなげていくことが求められる。考慮すべき点として、足元、ますます日米の格差は広がっている。例えば、日米の比較ベースで、設備投資を営業利益で割った指数、あるいは研究開発投資を営業利益で割った指数（2011年を100で指数化）は、米国は徐々に上昇しているのに対して、日本は下落傾向にある（経済産業省の産業構造審議会の2021年6月資料参照）。投資やリスクマネー供給の問題は重要と認識される。

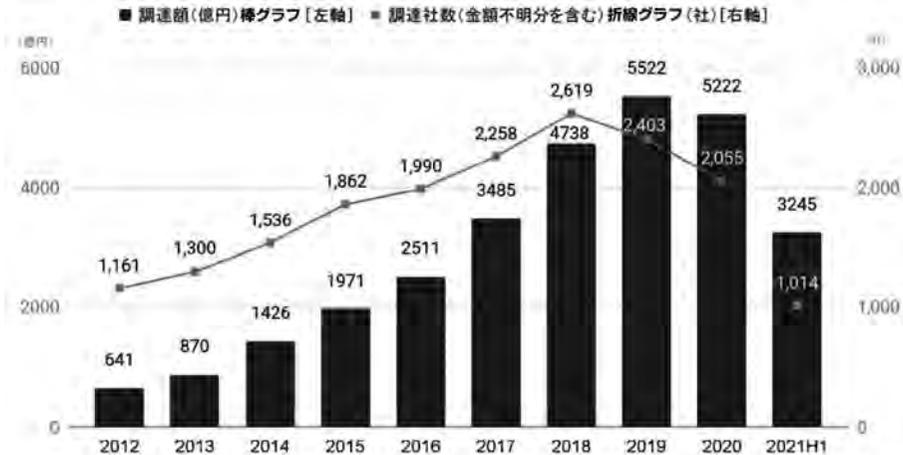
2050年の脱炭素社会に向けて、現状、工程表やアクションプランがまだ十分には整っていない中で、具体的な取り組みが求められる状況となっている。エネルギー供給サイドの再生可能エネルギーへの取り組みなどに加えて、自動車業界の急速なEV化対応、半導体

分野に対する取り組み、鉄鋼や化学産業などの構造転換などが挙げられる。こうした取り組みに対し、どのくらいのタイムスパンで物事を動かしていくのか、また、人材面のミスマッチも出てくることから雇用吸収力をどこに求めていくかといった課題もあろう。脱炭素社会に向けて大きな投資を行っていくことで、日本の成長の可能性を模索していくべきとの議論を、更に深めていく必要がある局面と考える。

### ■ 3. コロナ禍におけるベンチャー投資の「量」と「質」

日本の中長期的成長を実現し、旧来型社会・経済構造を大きく変えていく観点から、ベンチャー企業向けのシード・アーリー投資やその後の成長を支えるグロース投資が、日本の将来を支える産業や企業を創り出していくことが大事である。そうした問題意識をベースに、まずは、コロナ禍における日本のベンチャー投資の現状と課題について見ていきたい。日本のベンチャー投資（含むグロース投資）は、2020年は年央まで半年程度は、ややスローな動きの下で、昨年6月頃はリーマンショックに近い縮小の方向感で論じる向きもあった。しかし、その後、日米共に、縮小することなく、特に米国においては急増する動きとなった。コロナ禍の中での株高局面に加えて、一部の業種を除いた好調な業績、さらには、DXを通じた新しいビジネスモデルへ

(図表 2) 国内ベンチャー企業の資金調達



- (注1) 各年の値は基準日時点までに観測されたものが対象。  
 (注2) データの特性上、調査進行により過去含めて数値が変動する。調査進行による影響は、金額が小さい案件ほど受けやすく、特に調達社数が変化しやすい。  
 (出所) INITIAL「JAPAN STARTUP FINANCE REPORT 2021上半期」(2021/7/28時点)

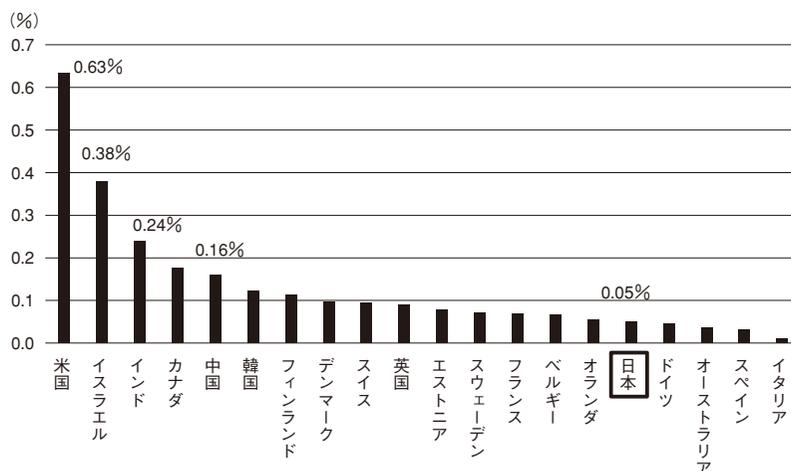
の転換や様々なテクノロジーの進展などが加速化しており、ベンチャー投資への資金の流れが広がった。

日本のベンチャー企業の資金調達規模は、図表2に示したように、コロナ前と比べて、ほぼ変わらない相応の水準で、2020年においても年間で5,000億円を上回る資金調達規模が確保されている。この水準は、日本の今後の困難な道筋を念頭におくと、少しは心強い面がある。2010年代前半が、リーマンショックや東日本大震災の影響などで、1,000億円程度の規模であったことから考えると、その5倍程度のリスクマネー供給となっている。この背景としては、第4次産業革命としてのAI、ビッグデータなどのテクノロジーの進展、デジタル化による効率化がビジネスモデ

ルをサポートし、ベンチャー企業の資金調達規模の裾野を広げた。政府の成長戦略の下で、様々な施策とのリンクも効果があったと評価できる。また、資金調達の業種分類について見ると、人工知能・AI(660億円)、SaaS(560億円)、FinTech(526億円)で上位3位までとなっており、新たにトップ10入りしたのは、CleanTech(292億円)・シェアリングエコノミー(290億円)・製薬/創薬(232億円)の3分野であり、相応に業種の広がりも見てとれる。

こうした年間5,000億円規模の資金調達について、約6割程度をVCが担っている(残りは事業会社による直接投資など)。2015年以降、既存VCの地道な活動に加え、新しいVCの設立も増加し、VC業界の裾野の広がり

(図表3) VC投資額のGDPに対する比率 国際比較



(注) イスラエルは2014年の数値、インドは2018年の数値。他は2019年の数値。

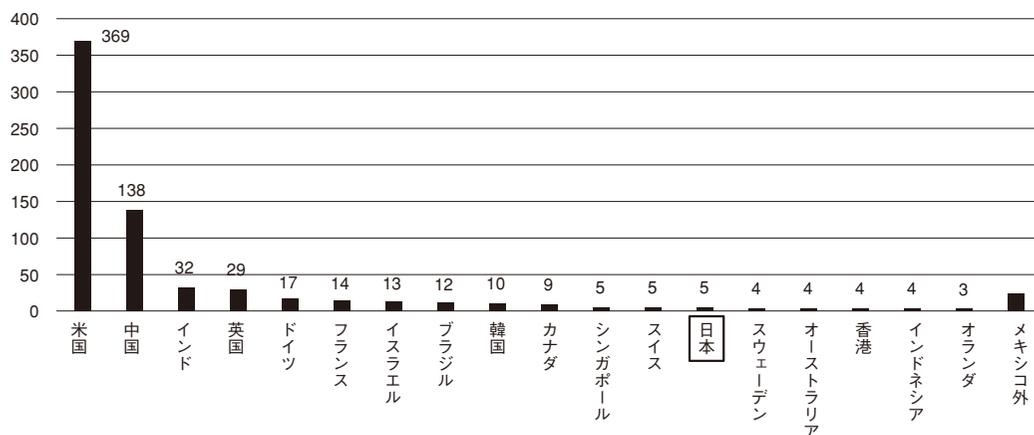
(出所) OECD統計等より作成。

が見てとれる。そうした量的な広がりに加えて、質の面でも向上している。独立系パートナーシップ型のVCやIT関連投資先を中心としたVCが増え、また、投資対象を専門領域、例えばディープテック、環境エネルギー関連、ライフサイエンス関連、宇宙事業関連、ドローン関連などとする専門型・特化型VC、さらには大学発ベンチャー企業を中心に手掛けるVCなど、専門性をアピールする特徴的なVCも増え、VCの専門性と多様化が進んだ。また、大企業がイノベーションを進めていく仕組みとしてコーポレートベンチャーキャピタル(CVC)が、2010年代半ばから急増している。現在では、日本ベンチャーキャピタル協会に加入したCVCも100社近くへのぼるなど、大企業がオープンイノベーションを進めていくための一つの仕掛けとして、完全に

定着したところである。

しかし、VCのベンチャー企業への投資水準について、国際比較を見ていくと、米国と日本のギャップは、2019年のデータで概ね50倍の格差がある。2020年には、コロナ禍にもかかわらず米国は16.4百億ドル(17兆円)のVCのベンチャー投資水準で過去最高を確保し、さらに、2021年前半においては、ほぼ2020年投資水準近くを半年で投資している。ここに来て、一気に投資水準のレベルが増加し、日本の投資水準との格差が更に広がっている。米国においては、ベンチャー企業に対するリスクマネー供給の水準がさらに切りあがってきたとの見方もできる。かつてのGAFAsを創り出した以上の新しいイノベーションを通じ、産業創生や新興企業の勃興が引き続き生じうるようなリスクマネー供給の基

(図表4) ユニコーン企業数 国際比較



(出所) 2021/6時点。CB Insights。

盤ができたともいえよう。図表3に示してあるGDPに対するVC投資額の比率は、日本は0.05%で、米国の約1/12である。前述した絶対額の比較の50倍から見ると、GDPベースに引き直すと、やや差は小さいが、イスラエル、インド、カナダ、中国、韓国など主要国に軒並み劣後しており、日本がリスクマネー供給の「量」の問題に引続き直面していることがよくわかる。

さらに、リスクマネー供給の「質」においても、懸念される状況である。日本においては、脱炭素社会に向けた投資への取り組みが遅れている。その上、ベンチャー企業や新興企業の企業価値十億USドル以上の未上場企業であるユニコーンが、2021年6月時点で、日本は5社と限定的である。世界全体で701社に上り、2020/6時点479社から、一年間で222社、46%もの増加である。コロナ禍が

プラスに作用しており、また、新しい事業が様々な形で勃興していることもうかがわれる。図表4にあるように、米国が369社で1位（前年の228社から141社増）、中国が138社で2位（前年122社）、インド（前年21→32社）、ドイツ（同13→17社）、フランス（同5→14社）、イスラエル（同7→13社）の増加が顕著であるが、日本は前年の3社から、2社増え5社にしか過ぎない。日本においては、ベンチャー企業の資金調達の事業領域の裾野が広がっているにも関わらず、その裾野の広がりを活かして、ユニコーンを創り出せていない状況は深刻である。前述した間接金融の構造問題と、産業を創り出す力の弱さの問題と直結している。

世界の時価総額上位を見ていくと、GAFAMの時価総額で、既に日本のGDPを上回っており、そうした新しい企業が米国において大

大きく成長していることが、コロナ禍でさらに加速している。足元の米国のVC投資の規模の大きさなどからすると、次世代の新興企業も米国が席卷する可能性が高い。日本から世界的なユニコーンが出てくるのかがまさに問われており、2030年を展望しても、米国と日本の企業の時価総額の大きな格差が継続していく可能性が高いと思われる。

#### ■ 4. リスクマネー供給年間1兆円に向けて — 3つの取り組み

日本における3つの構造問題を踏まえ、また、今後の脱炭素社会やデジタル社会に向けて、産業構造を、イノベーションを起こしながら創り変えていくことが必要である。そのためには、社会課題解決型を志向しつつ、リスクマネーを供給し、日本の社会が変化していく中で、経済成長あるいは発展を確保していくことが求められる。ベンチャー企業に対するVC投資の規模を1兆円程度に引き上げるべく、具体的な策を講じ、大きく動き出すタイミングにきている。以下、そのための3つの取り組みのポイントについて論じたい。

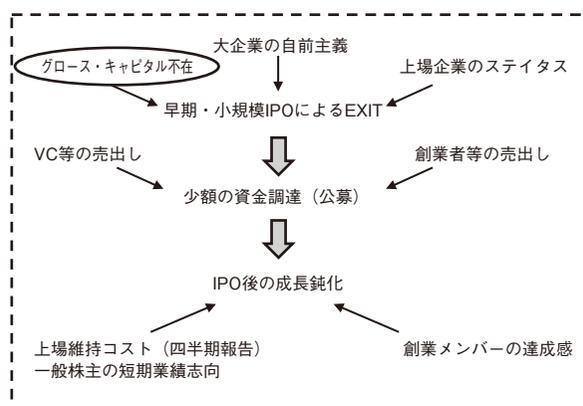
##### (1) リスクマネー供給の「量」の課題 への対応～1兆円に向けて～

リスクマネー供給の「量」が、十分に足りていない。例えば、VCの投資額を現状の年間2,000億円台の規模から年間1兆円の規模

にどう拡大させるのか。VCの投資規模を1兆円まで引き上げれば、GDP対比で世界の中で上位5社に必ず入ってくる。また、ベンチャー企業としての資金調達総額も事業会社や金融機関などの投資もVCと連動していけば、1.5～2兆円規模になってくる可能性も出てくる。

VC1兆円投資に向け、①民間パートナーシップ型VCの広がり、②CVCの拡大、③官民ファンドの呼び水投資拡大、④バイアウト型PEからのグロース投資などを、広げていく必要がある。そのためには、日本の金融機関や国内機関投資家がVC投資を積極的に行うことに加えて、海外機関投資家の資金呼び込みを組み合わせ、実現していくことが重要である。官民ファンドによる呼び水効果についても、一段と加速化していくことが必要となる。従来、この呼び水効果は、やや狭い範囲でとらえられていた面がある。官民ファンドが、投資先に直接投資を行う場合に、その投資先に他のVCなどから資金が入りやすくなること、また、官民ファンドが民間VCにLP投資家として投資を行うことで、他の金融などの投資家がVC投資を行いやすくなることなどを想定していた。今後は、これらに加えて、民間VCが将来的に内外の機関投資家資金を呼び込めるように、官民ファンドによる民間VCへの様々なサポートを通じて、次号ファンドも含めた連続的な呼び水効果を獲得する可能性を広げていくための支援は重要である。

(図表5) IPOによるEXIT偏重～早期IPOによるEXITと成長鈍化



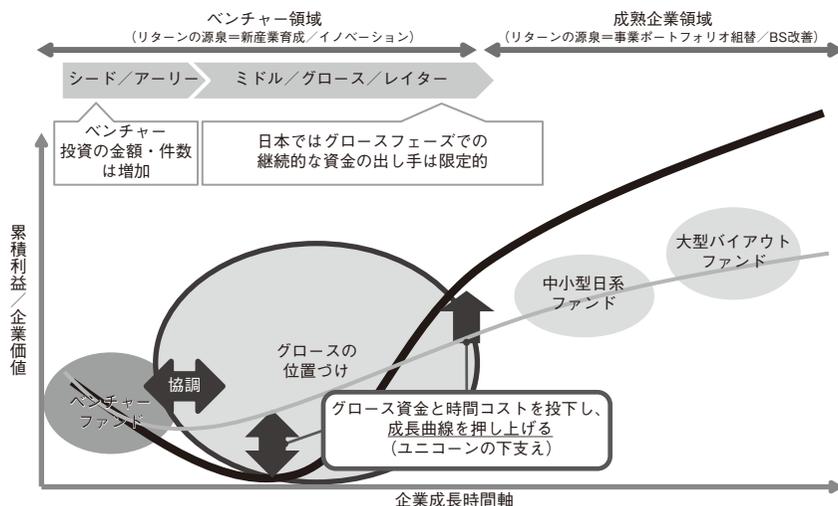
(出所) 筆者作成

## (2) グロス領域のリスクマネー供給 拡大とIPO至上主義からの脱却

ベンチャー企業が、徐々にキャッシュフローを拡大して、一定規模（数億円）の黒字を達成するようになると、東証マザーズ上場が視野に入ってくるケースが多い。近年では、IPO上場の年間社数は80-100社程度と安定しており、新興企業のEXITとして相応の役割を果たしている（2020年IPO社数93社・うち東証マザーズ64社）。一方で、初値時価総額ベースで100億円未満の企業が34社占めており、上場IPOの1/3ものウェイトを占めている。当然、時価総額が小さな企業は、公募調達の規模も小さく限定的であり、上場後の成長余地が限られてしまう。時価総額が小さな企業は、本来的には、上場よりむしろ、未上場企業のまま、新たなエクイティ調達などを行い、機動的な成長の可能性を探るべきと考える。ベンチャー企業のこうしたIPO偏

重主義がもたらす問題について、図表5に、早期IPOによるEXITと上場後の成長鈍化を解説した。上場後、少額の資金調達による成長制約に加えて、上場維持コストなどから、中長期的な成長に向けた企業活動を行うことの困難性が浮かびあがってくる。そこで、未上場企業に対するグロスキャピタルの重要性が見えてくる。旧来、日本においては、このグロスキャピタル領域（投資先1社の調達規模で20億円～50億円規模をイメージ、更には百億円以上の調達規模）で活動するファンドは、ほとんど見当たらない状況であった。昨年7月に、(株)産業革新投資機構（JIC）が、(株)JICベンチャー・グロス・インベストメントを1,200億円規模で立ち上げ、足元までに20件超の投資を行っている。また、米国で近時急速に広がっているバイアウト型ファンド（PE）や資産運用会社などが、未公開グロス企業への投資を、日本でも徐々に始め

(図表6) グロース領域の重要性



(出所) JICベンチャー・グロース・インベストメンツ株の資料を筆者が加工したもの

ている。図表6は、グロース領域の重要性を図解したものである。こうしたリスクマネー供給が進展していくことで、日本のベンチャー企業が上場せずに企業価値を拡大させるチャンスを広げる必要がある。

### (3) 政策面からのバックアップ～1兆円に向けて～

1兆円のリスクマネー供給に向けた取り組みは、民間のみでの対応には限界がある。米国において、かつて1970～1980年代に、米国の鉄鋼、化学、電機などの重厚長大系産業が凋落した際、新産業創出も意識しベンチャー企業育成に向けて、米国政府が総合的な観点で、各種政策を実行した。例えば、ERISA法のPE投資緩和(1979年)、キャピタルゲイン減税(1978年及び1981年)、米国各省庁の

R&D予算の2.5%をベンチャー企業に振り向けるSBIR (Small Business Innovation Research) 制度(1982年)など政策面でのバックアップは、米国のベンチャー企業の隆盛に向けた動きを後押しした。

日本においても、脱炭素社会、産業構造の大きな転換が予想される中で、ベンチャー企業の裾野を広げる政策を総合的、体系的に取り組むタイミングが来ていると思われる。1999年に創設された「中小企業技術革新制度(日本版SBIR)」を、よりイノベーションを意識した制度に今年度衣替えする等の対応も行なわれており、今後、さらに例えば、日本の大企業や富裕層の資金をよりスタートアップ企業に振り向ける税制措置や、年金資金がベンチャー企業投資を行う際のインセンティブなど、税制面や財政的なバックアップを、

より踏み込んで行うことも必要ではないかと考える。

## 5. おわりに

2050年カーボンニュートラルに向けてグリーン成長戦略を実現し、日本の産業構造の大きな転換を図っていく時期に来ている。また、日本の社会課題解決に向け、ベンチャー企業へ投資を拡大すること、シード・アーリーを中心としたVC投資に加え、グロース領域でのリスクマネー供給を広げることが不可欠である。その中で、リスクマネー供給1兆円に向けて、どう早期に取り組むか、喫緊の課題ともいえよう。特に、グロース領域でのリスクマネー供給を本格的に拡大していくことで、10年後、20年後、30年後の日本の新しい企業の競争力構築と企業価値向上を図ることができる。それら新しい企業が社会課題を解決するステップを踏むことで、経済・社会構造の柔軟さと多様性を確立し、日本の基盤を支えていくことで、日本全体の価値向上につなげていくことを目指していくべきと考える。

### 〔参考文献〕

- ・経済産業省「資料1 ウィズコロナ以降の今後の経済産業政策の在り方について」(第28回産業構造審議会総会、2021年6月4日)
- ・「金融・資本市場リサーチ」3号における特集「脱炭素化社会と成長に向けた取り組み～グリーン金融・資本市場を展望して」各種論考(2021年8月10日発行)

(株)イノベーション・インテリジェンス研究所)

- ・PwCあらた有限責任監査法人「主要国のリスクマネー供給に係る実態・規制等に関する調査報告書」(金融庁調査委託：2021年4月21日)
- ・KPMGあずさ監査法人「2020年のIPO動向について」(2021年1月9日)
- ・幸田博人「変革に向けた日本の人材教育・人材育成の方向性」(第1回)(産業新潮 2021年10月号)
- ・幸田博人編著『プライベート・エクイティ投資の実践』(中央経済社 2020年3月)
- ・幸田博人編著『日本企業変革のためのコーポレートファイナンス講義』(金融財政事情研究会 2020年3月)

