

商工金融

特集 スタートアップ・エコシステムの構築に向けて(下)

巻 頭 言	スタートアップベンチャーとアトツギベンチャー／落合康裕1
特 集 論 文	起業家に必要なリベラルアーツとスタートアップエコシステムの課題／中川卓也5
特 集 対 談	スタートアップ・エコシステム構築に向けて／水本尚宏・宇野雅晴26
中小企業の目	小学生が将来なりたい職業ランキングに “社長”がランクインする国に／佐古さや香44
論 壇	サステナブルファイナンスの「量」の拡大と「質」の向上に向けて／山崎 剛46
S T R E A M	実質消費支出／江口政宏48
統 計 ・ 資 料	中小企業金融統計49 読者アンケートの結果について50

企業の未来を支えていく。 日本を変化につよくする。

安心と豊かさを生み出すパートナーとして、
ともに考え、ともに創り、ともに変わりつづける。

私たち商工中金は、中小企業のみなさまとともに歩みつづけるパートナーです。

世の中が大きく変わる時こそ、勇気を持って自分たちを変えていけるように。

安心や安全が揺らぐ時にも、冷静に、正しく、一步を踏みだせるように。

変化を恐れず、誰もがチャレンジできる社会を、みなさまとともにめざしていきます。



本店

〒104-0028 東京都中央区八重洲2丁目10番17号

<https://www.shokochukin.co.jp/>



スタートアップベンチャーと アトツギベンチャー

落 合 康 裕
(静岡県立大学)
(経営情報学部教授)



以前、筆者は日本経済新聞社主催の「スタアトピッチJapan」の審査員を務めたことがある。これは、スタートアップベンチャー（以下、スタートアップ）とアトツギベンチャー（以下、アトツギ）が互いの事業企画を競うピッチラン型のイベントである。彼らのプレゼンテーションを聞いて驚いたことは、同じベンチャーでも彼らの発想や行動に大きな違いがあることだ。

スタートアップとは、ゼロから事業を立ち上げる起業家のことである。他方、アトツギとは、先代世代から事業を引き継ぐ事業承継者のことだ。この二つのベンチャーの大きな違いは、引き継げるヒト、モノ、カネ、情報など経営資源の有無である。ここでいう情報とは、規範、技術、ブランドなど見えざる資産を含む概念だ。スタートアップは自らがこれらの経営資源を集めてこなければならないが、アトツギは先代世代から経営資源を引き継ぐことができる。一見すると、アトツギの方が恵まれた環境にあるように思うが、実はそう単純な話ではない。

確かに、スタートアップは、知名度や実績がないため人の採用や資金の調達も苦勞することが多い。しかし、伝統的な規範がないことで自由に事業活動を行うことができる。これは、引き継げる経営資源がないメリットといえよう。アトツギの場合、歳が若く経験が未熟であっても先代世代が築いた経営資源を使って経営することが可能だ。しかし、先代世代の経営資源に依存することはアトツギのオリジナリティが発揮しづらいというデメリットも生む。利点と欠点異なる2種類のベンチャーを考察すると、互いの特長を上手に取り入れ発展的な経営に活かしていることがわかってきた。

最初に、アトツギの場合を見てみよう。筆者の研究によると、老舗企業ではアトツギを本社の基幹事業ではなく、あえて組織の辺境的部門（新規事業、海外現地法人など）に配置するケースが見られる。例えば某食品製造業ではアトツギを老舗ブランドが通用しない異国の現地法人の責任者に配置し、事業の立ち上げや取引先や顧客の新規開拓の仕事を任せている。これは、あえてアトツギに先代世代によって築かれた経営資源の使用を制限する配置といえる。では、なぜ先代の恩恵に与れるアトツギに、スタートアップのような試練を与えるのであろうか。

筆者は、老舗企業が生み出したアトツギ育成の叡智なのではないかと考えている。確かに、アトツギにとって先代の資源に依存できることは優位な点だ。しかし、政治、経済、社会、技

術などの経営環境が変化する中、企業が保有する従来の経験や資源が無力化してしまうこともある。昨今のコロナ禍が良い例である。長い歴史の中で順調に存続してきた企業であっても、この変化にうまく対応できず廃業を余儀なくされた。このような厳しい環境変化への対応力を培わせるため、極めて経営資源が制約された厳しい仕事環境をアトツギに提供しているのではないだろうか。いつか訪れるかもしれない経営環境の変化という大きな試練にアトツギが立ち向かえるように、事業承継の中で段階的に疑似的なスタートアップのような試練を与えるのだ。

また、アトツギの組織の辺境部門への配置は、先代世代の教訓の結晶である規範の影響を一時的に弱める狙いもある。日本の老舗企業の多くは、先代世代から継承された家訓を持っている。規範はアトツギが今後事業を展開していく際に指針を与えてくれる利点がある。しかし、規範が強すぎると次世代の経営のオリジナリティが発揮しづらい欠点も生じる。組織の辺境への配置は、アトツギに環境変化に適応した事業機会の探索を行いやすくするとともに、組織イノベーションの可能性を高める効果が考えられる。

次に、スタートアップの場合は、どこにアトツギの特長が見られるのだろうか。稲盛和夫氏の経営実践がそのヒントを与えてくれる。稲盛氏は、京セラをはじめ数々の企業の立ち上げをおこなってきたスタートアップの草分け的存在である。スタートアップは、アトツギと異なり戦略展開の自由度も高いことがメリットである。稲盛氏の場合、1950年代のテレビ放送開始に伴う松下電器製テレビの部品の製造を皮切りに、1960年代のセラミックパッケージの開発、さらに1980年代の通信業界の規制緩和に伴う第二電電企画（現KDDI）設立など、経営環境の変化に応じて広範囲に機会を探索し事業展開を行ってきた。しかし、稲盛氏は新規事業展開をする際に、その展開が自社にとって適正かどうかを常に問い続けたという。稲盛氏の経営実践を通じて生み出されたのが、京セラフィロソフィーである。稲盛氏の経営の背景には、京セラフィロソフィーなどの規範が影響を与えていたことが示されている。先述のとおり、先代から継承された規範は、時にアトツギにとって経営の自由度を狭める可能性もあった。しかし、企業が成長する中、稲盛氏のようなスタートアップの起業家であっても、事業展開の拠り所として規範を必要とした点は非常に興味深い。

筆者は、従来のようにスタートアップとアトツギの支援を別個のものとして取り扱うのではなく、むしろ融合的に支援することを提案したい。冒頭で指摘したように、二つのベンチャーには相互補完できるような特長が多くある。起業家と事業承継者が互いのビジネスを競い合うピッチランコンテストを行うことも効果があるだろう。また、ビジネススクールにおいて、両者を融合した授業を行う方法もある。スタートアップとアトツギが互いの垣根を越えて、忌憚ないディスカッションを行うことで気づきを創発できるかもしれない。二つのベンチャーの活性化は、間違いなく日本経済発展の原動力となるものだ。スタートアップ・アトツギ融合型の支援策を行うことで、新たな化学反応が起こることを期待したい。

目次

巻頭言 スタートアップベンチャーとアトツギベンチャー

静岡県立大学経営情報学部教授 落合康裕 ……1

特集

スタートアップ・エコシステムの構築に向けて（下） ……4

特集論文

起業家に必要なリベラルアーツとスタートアップエコシステムの課題 ―金融資本戦略からの視点―

株式会社アカデミック・ギャングスター代表取締役 中川卓也 ……5

特集対談

スタートアップ・エコシステム構築に向けて

東京大学協創プラットフォーム開発株式会社

パートナー・AOI1号CIO 水本尚宏 ……26

株式会社Yoi代表取締役 宇野雅晴

（聞き手：商工総合研究所 小林順一）

中小企業の目

小学生が将来になりたい職業ランキングに “社長” がランクインする国に

倉敷ボーリング機工株式会社代表取締役社長 佐古さや香 ……44

論壇

サステナブルファイナンスの「量」の拡大と「質」の向上に向けて

株式会社静岡銀行コーポレートサポート部

法人ファイナンスグループ課長 山崎 剛 ……46

STREAM

実質消費支出

商工総合研究所調査研究室長 江口政宏 ……48

統計・資料

中小企業金融統計 ……49

読者アンケートの結果について ……50

スタートアップ・エコシステムの構築に向けて(下)

5月号では、4月号に続き「スタートアップ」について特集します。

昨年閣議決定された「経済財政運営と改革の基本方針2022」では、新しい資本主義実現に向けて、「スタートアップへの投資」が重点分野の1つに掲げられ、5年後の2027年度には10兆円の予算規模を投じ、100社のユニコーン、10万社のスタートアップ創出を目標にしています。またスタートアップに必要なエコシステムとしての課題解決に向けた環境整備にも力を入れており、新しい資本主義実現会議による「スタートアップ育成5か年計画」も作成され、今後ますます注目を集めることが予想されます。

こうした日本経済の「成長エンジン」と期待されるスタートアップ企業ですが、その実情はどうなっているのでしょうか。今回の特集では、4月号では経営学の「アントレプレナーシップ」や「組織論」の観点からの研究をご紹介しますとともに、5月号ではスタートアップ市場で実際にご活躍されている諸氏に、論文という形式にはこだわらない形でスタートアップの実情についての論考を掲載します。

新しい資本主義実現のため、起業家サイド、投資家サイド、またこれらを支援する企業には「何が必要なのか」、読者の皆様とともに考えていきます。

今回の特集論文のテーマは次のとおりです。

4月号	スタートアップ企業の資金調達 中央大学商学部教授 本庄 裕司
	絆創膏現象と滑業家：スタートアップ企業の急成長の穴を埋める 多摩大学経営情報学部教授 小林 英夫
5月号	起業家に必要なリベラルアーツとスタートアップエコシステムの課題 株式会社アカデミック・ギャングスター代表取締役 中川 卓也
	《対談》スタートアップ・エコシステム構築に向けて 東京大学協創プラットフォーム開発株式会社 パートナー・AOI1号CIO 水本 尚宏 株式会社Yoi 代表取締役 宇野 雅晴

特集論文

起業家に必要なリベラルアーツと スタートアップエコシステムの課題 —金融資本戦略からの視点—

中 川 卓 也
(株式会社アカデミックギャングスター)
代 表 取 締 役



< 要 旨 >

企業価値は将来価値であり、人的資本（アントレプレナー）と知的財産（イノベーション）という無形資産で構成されますが、それらを活用してビジネスに昇華させるにはそこに事業戦略（マーシャルアーツ）と金融資本戦略（リベラルアーツ）という経営戦略を掛け算しないといけません。リベラルアーツとはファイナンス、M&A、企業統治、税務、法務、知財、SDGs、人材組織開発などの経営リテラシーを指しますが、それらをバランスよく俯瞰しながら独自で構築した戦略を即座に実行することができる能力がスタートアップの経営者には必要だと考えます。

日本では人材育成も教育という観点のみからの座学に終始してしまっている傾向があり、大学でもビジネスとして孵化させるためのレベルまではあまり要求されていない現状のために、起業する人材に事前にビジネスに必要な実践的でリアルなリベラルアーツを学ぶ機会やトレーニングがとても過少です。

本来は将来を見通したコンテンツで構成されるアクセラレーションプログラムの策定が必要なのですが、アントレプレナーシップとMBA教育の提供が限界となっており、起業家、研究者、支援者すべてに共通する言語を確立する仕組みがほぼ存在しません。

また閉じた社会の中に閉じこめられ、そこに所属することで受ける厳しい制約から如何にイノベーションを開放してビジネスに結びつけるか、これはアカデミア、大企業、地方が直面する共通の課題であり、これを解決しないとオープンイノベーションの実現などは夢物語ですから、彼らはスタートアップとの向き合い方を抜本的にフェアな方向に変化させることに意識を転換しないとイノベーションの源泉を孵化させることは不可能です。

自由自在な考えを表現ができて、孤独に強いながらも行動力やチームビルディング力を保持している人物がリーダーとして常に評価されるようになるためには水平型組織を整備する改革が必要です。AIにリプレースされない未来人材を育てる仕組みが真のエコシステムではないかと考えます。

目次

はじめに

スタートアップとそれを支援する意義

スタートアップが直面する数多くの課題とは

スタートアップの金融・資本戦略に関わる
現状と課題

エクイティファイナンスと資本政策の実際

日本からなぜスタートアップが育ちにくいのか

コロナ禍が明らかにしたこと

日本のスタートアップエコシステムの問題点

何故日本ではアカデミア発スタートアップが
成功しないか

なぜ日本では大企業からイノベーションが
創出されにくいのか

ポストコロナのスタートアップエコシステム
おわりに

はじめに

弊社は普段、全国のスタートアップ経営者、革新的技術/大学研究シーズの事業化を推進する研究者、彼らに関わる多種多様な支援者の皆様によって構成される、いわゆるスタートアップエコシステムの設計や強化や再構築を徹底的におこなうべく、起業家/支援者人材の育成並びに企業価値向上のための経営アドバイスというミッションを推進しております。

具体的には、金融市場や有価証券に関わる知識、ファイナンスやストックオプションの実務、コーポレートガバナンスに関係深い資本戦略、知的財産や人材組織開発戦略、などをコンテンツにした講演やセミナーを通して、あるいは行政/大企業/アカデミア/インキュベーターなどの要請に基づいて、スタートアップや中小企業経営に必須なリベラルアーツを網羅したアクセラレーションプログラムを企画・運用・実施するプロデュース業務、これら事業シーズを戦略・戦術・実務の三層にて社会実装する業

務を全国で展開しております。

事業モデルや研究・技術シーズを孵化させてビジネスとして成立・成長させるためには、経営人材の発掘と開発においてミッション・ビジョンを確立するだけでなく、事業戦略と車の両輪を為す金融財務資本戦略、採用/チームビルディング/タレントマネジメント/報酬制度策定のための人材組織論、などのリベラルアーツなくしては成功することが困難です。

そして具体的にビジネスがスタートする可能性を検証する実証実験機会の提供、その後の支援体制整備や伴走型個別メンタリング、金融機能へのアクセスなどを担保している戦略的なコミュニティ形成が必須であり、また不動産事業で思考停止しがちなコワーキングスペースとは異なる真のインキュベーター及び高度人材としてのインキュベーションマネジャーの存在が不可欠なため、これらの実現を弊社自身が追及するテーマとして全国各地での活動をスピード感と強い信念を持ちながら継続的に進めていきたいと思っております。

スタートアップとそれを支援する意義

スタートアップマーケットは日本の産業、歴史や文化、研究技術開発、企業統治、行政、政治、教育など社会構造の縮図であり写し鏡だと考えています。

天災や経済危機や政変、そして今回のコロナ禍などエポックメイキングな事変が起こる度に世の中が大きく変わるだろうと皆が異口同音に叫ぶのが常ですが、実際には数十年に渡って社会の仕組みや価値観がほぼ変わっていないのではないかと強く懸念しています。

いわゆる既得権益を温存したまま変革を唱えたところで何も新しいことは産まれないし、むしろ昨日と同じ明日が来ることを期待しながら、変わらない、変われない、変わらせない、という力学が結局はいつも勝利してしまい、競争力も革新性もない、今や人的資本とイノベーションの進化の程度とスピードという意味ではかなり世界に大きく劣後した国に日本はなってしまったのではないかと、という深刻で不都合な真実が眼下にあります。

こんな停滞状況が30年以上続く中、軌道修正や実際のアクションからずっと目をそらしてきた顛末であるこの国の今の姿を変革するためには、今いる場所からスクラッチを前提に改革を始め、強い使命感と実行力を保持し、必要な知識や知見とともに孤独に強いマインドだからこそ人を束ねることのできるリーダーが必要であることは明確です。

革新的なビジネスモデルやイノベーションを実現するためには、まずはそれを可能にする人材を育成・応援し続けて、かつビジネスを産み

出す健全な事業環境そのものを整備すること、それが真のアクセラレーターに求められる最大ミッションだと考えております。

スタートアップが直面する数多くの課題とは

ご存知のように、ベンチャーを立ち上げその会社を成長させていく過程においては数々の課題が時系列で出現するのですが、主なものを一部ですが以下に整理してみました。

まずは将来ビジョン形成ですが、解決したい社会課題は何か、どんな領域でどんな事業を始め、創業する会社をどこに持っていきたいのか、ビジネスとして成り立つのか、課金やサプライチェーンはどこを狙うのか、などのイメージを経営陣の中で最低限度共有しておき、なるべく多くの角度からの仮説設定と初期検証をしておくという準備が重要です。

それが曖昧だと経営陣で意見が異なった時や事業が行き詰まった際に、哲学や目標のアライメントが不在なために混乱した状態に收拾がつかなくなる危険性が高いからです。

2つ目にスタート時においては株主構成をどうするかという問題があります。

起業家が一人で創業するよりも、最近特に都心部では仲間と一緒に創業するケースが多いと思われますが、それは必要な能力や経験が多岐に渡りその割には少人数で起業するならダイバーシティが大事だからです。その場合に誰がどれだけの株式を保有するか、逆に言えば初期資本の何%をそれぞれがいくら拠出するかはその後の経営に影響を及ぼす可能性が高いので、将来起こることを多面的に想定して慎重に設定

する必要があります。

また、スタート時に株主として参加してもらった人に、経営上の問題から早い段階で株主から外れてもらう必要が出てくる場合もあり (Squeeze-out)、その時にその人にどの根拠でどの程度外れてもらうのか、どのくらいの株式を返還すべきなのか、過去貢献や役務提供への支払いをどうするか、買い戻す価格はどうか等を予め設定しておかねばなりません。

3つ目の創業時のチームビルディング設計も同様に、組織をどう構築するか、どういう人材が必要か、評価や報酬の体系はどうか、キャリアパスはどこまで用意するのか、研修や育成の仕組み、メンタリングや労務はどうか、創業者はもちろん当事者となるメンバー一人一人がきちんと理解しておくこと (Goal Alignment) がとても重要です。

4つ目はマーケティング・広報の観点からその会社の事業が世の中に存在する価値、すなわち顧客創造価値としてどのマーケットと規模を狙うのか、どのタイムフレームでどれくらいの売り上げを上げられるか、というビジネスとしてそもそも成立する蓋然性と将来の成長性を具体的な数値を想定して創業前からヒアリングや検証をするべきです。

5つ目はファイナンスで、何をさておいても資金は事業継続や拡大成長にはどうしても欠かせない訳なので、資金使途は何か、資金調達の相手の属性や手法、タイミングや規模や回数など、資金繰りを超えた視野と視座で将来を見通して、戦略的に構想しておくべきです。

6つ目が知的財産権の確立です。アカデミア系や研究開発系ベンチャーには当然のことなが

ら何をさておいても生命線であるわけですが、残念ながら日本ではPOC (Proof of Concept : 概念実証) においても戦略的考察が実装されていない、IP ランドスケーピングから事業価値や応用領域を決定することが少ない、知財評価が定性的評価に留まっていて定量評価の観点や手法がほぼ理解されていないため事業性評価が確立していない、そのため知財とファイナンスの世界が紐付けられていないので実務では参考にすらされていない、などという問題があります。

7つ目として創業後の経営人材採用も大きな課題です。特に大学発スタートアップにおいてはそもそも社長をどうするのが深刻な問題であり、現状大学の教員や研究者は会社の代表権を独占的には事実上持てず経営の知識も経験も希薄である、研究の価値と事業の価値の違いが判らないのでそれが内部分裂の原因になりがち、部局や本部に事業化の理解者が少ない、共同研究とスタートアップとの違いがわかっていない、大学がビジネスという外の世界と断絶している、いわばそれらが民間経営人材の参入障壁になっているのです。

8つ目が専門家の選別です。経営者と同様にスタートアップが成長していく上では何人もの専門家が必要ですが、スタートアップはコスト的にもそうした人材を揃えることは難しく、さておき専門家の質の目利きもほぼできない。知名度や知人の紹介による採用が必ずしも人材の質の担保にはならず、間違ったアドバイスで将来の大きな障害が埋め込まれることも珍しくないし、裏に隠れている利益相反を可視化することも実際かなり困難です。

9つ目は人事・組織開発やコーポレートガバナンスの課題。例えばIPOを目指すのであれば、その3年くらい前にはデューデリジェンスに耐えられる内部統制や組織体制構築がある程度必要ですが、それが無いと証券会社や監査法人に相手にされないのです。

これも人材に大きく依拠しますが、優秀な人材が短期間でそう簡単にはリクルートできないし、そもそも対象となり得る人材の蓄積がほぼ皆無なので採用には相当苦労します。

さらにその人材が上場後の市場関係者や当局との折衝や要求に対応できるかどうかもあり、そうであるならばリテインするための仕組みも策定せねばならないのです。また同時に役職員のインセンティブプランや福利厚生制度なども設計するなど課題は満載です。

10番目が他企業とのアライアンスの問題です。とても奥深い課題で、どの時期からどういう属性の相手と組むのか、等価交換する価値の対象は何か。提携の形態は出資なのか、共同研究なのか、製造委託先なのか、商流やサプライチェーンなのか、そこはイグジット先として考えている相手なのか、果たして相手側の真の目的思惑は何なのか、など多面的な考察とコミュニケーションによって経営の自由度を提携先に妨げられないことが重要です。

そして最後がEXIT＝出口の問題。IPOかM&Aかという問題に限らず、それぞれ投資家の換金のタイミングや数量にどう折り合いをつけるかを考えねばならないのです。それはポストイグジットの資本戦略と深く関係しており、IPOなら株主/投資家リレーションやコーポレートガバナンスコードに対応する人材配置も早めに

手当てする必要があります。

以上の様に、スタートアップは膨大な数の問題に創業後すぐに直面することになりますが、起業家や経営者はそれに対して常に答えを出さなければならないということです。

こうした問題は上場した企業においてはそれぞれに専門の部署や社員がいて考えるわけですがスタートアップではそうはいきません。起業家はそれらの問題、すなわち事業開発、マーケティング、財務、税務、法務、知財、人材組織開発、DX、ガバナンスなど、に自らが向き合い対処しなければならないのです。

要するに経営全体を決められた時間軸のすべての工程で俯瞰して全体最適をジャッジするための幅広く奥深いリベラルアーツが必要なのですが、大抵は当事者も支援者もそこへの理解が徹底されていないし、人材や体制も大きく欠如しているというのが現状です。

現状日本でもアクセラレーターと呼ばれる人たちが出て来ており、アントレプレナーシップやリーダーシップ、また中には個々の事業戦略については教えてくれることの期待も生まれていますが、残念ながら事業戦略や技術指導面に比べると金融・資本戦略に関しては専門的に教えてくれる人材の蓄積や報酬の制度がほぼ整備されていないのです。

コロナ禍発生以降、ビジネス、経済、金融、メディアの論調、世界情勢、ライフスタイル、政治の評価、社会課題など、われわれを取り巻く環境は大きく変化しました。従って今後、これまでの仕組み・価値観を見直すこと、そして変化・発展させるイノベティブな取り組みを実行できる「人財」が強く求められています。

企業価値は将来価値であり、それは人的資本（アントレプレナー）と知的財産（イノベーション）という無形資産で構成されますが、そこに事業戦略（マーシャルアーツ）と金融資本戦略（リベラルアーツ）とを掛け算して初めてビジネスとして結実すると考えます。

特に金融資本戦略という経営リテラシー、そしてそれが内包する要素をバランスよく俯瞰できて独自で理論構築する能力、自ら即座に行動することができる能力が求められますが、それがないと人材と知財が事業価値として具現化することはまずありえないのです。

スタートアップの金融・資本戦略に関わる現状と課題

日本で現状行われているスタートアップの資金調達、なかでも投資家であるVC等からのエクイティファイナンスについて、一部ながら問題の本質を幾つか論じたいと思います。

1) 日本のスタートアップ側、起業家側のファイナンス・リテラシーの低さ

最初に指摘しなければならないのは、日本のベンチャー起業家のファイナンス・リテラシーが当然投資家、VC側に比較すると低い点です。

最近でこそ、若い起業家の中によく勉強していてかなりのリテラシーを持った起業家も出てきてはいますが総じて低いのが現実で、ましてや地方において、あるいは学生、技術者、研究者、エンジニアが創業する場合は事前知識がほとんど皆無という状態です。

また、最近ではシードアクセラレーターと称する人達が出て来ていて、ファイナンスについ

てもアドバイスしてくれるようにはなっているようですが、それはかなり初歩的な内容に止まりしかも座学の域を出ない故に、結果としてはファイナンスのクオリティという視点からは投資家有利にことを運ばれてしまうことになる。そもそもシードアクセラレーター自体がVCであるならば、彼らがイグジットまでの多様なバリューチェーンを完結する力量や経験がなければならぬが、そのような存在なのかどうかはとても疑わしいです。

未上場企業のファイナンスにはロジックというか、科学的な根拠はほとんどなく、あくまで起業家と資金の出し手である投資家の交渉事なのですが、一般的に起業家は性善説に立ちすぎていて相手を信用しすぎるか、相手の実力を過信する傾向があるように思えます。

そしてそれに起因する障害や限界や利益相反が、その後連続して発生して企業価値向上を妨げてしまうリスクを本当に理解している人が日本の起業家には少ないと思います。

それに対して米国マーケットは歴史も深く規模も桁違いに大きいのですが、それは支援人材のモビリティが高いために起業家としての経験と投資家としての経験、アカデミアと民間企業両方に精通している、つまりリボルビングドア（回転ドア）の状態が担保されどちらの立場もフェアに理解でき、さらに交渉事はパワーバランスで決まることも分かっていることから、駆け引きを駆使した攻防を行って最終決着に持っていく力が備わっています。

つまり彼らは戦争の仕方というか、性善説が不毛というリテラシーに長けているため、お互いのパワーバランスを推し量りながら落としど

ころを探す手立てをよく知っています。

逆に日本では人材のモビリティが低く、お互いの立場を理解できない中で、自らの利益を最大化するという資本主義の原則に忠実過ぎて、エコシステムが正しく機能しません。

結果ファイナンスに関しては投資家の知見の方が起業家より高いため、どうしても起業家ないしは経営株主が一方的に不利な状況に置かれてしまう結果になることが多いのです。

2) 起業家と投資家の立場の違い、利益相反という概念への理解度が希薄

上記1)と並行して問題なのは、日本の起業家は自身と資金提供者である投資家＝VCとでは利益が相反するという理解が余り出来ていないことです。そして同様のことがエコシステムの構成員すべての間で潜在的に存在しており、起業家、大企業、コンサル、士業、証券会社、監査法人に対して、あるいは同じ属性内についても当てはまるということです。

確かに、スタートアップの革新的な事業を成功させる上においてVCがその支援者でありアドバイザーであること、彼らが事業成功に向けて進んでいる、同じ船に乗っている人達、on the same boatの状態であることは確かだとしても、本質的には両者の利害得失は株価形成や株主構成やイグジット戦略において対立するケースが多々顕在化するはずです。

さらに厄介なのは時間軸に沿って増えていく利害関係者である投資家・株主間の力関係が変容していきイグジットのタイミングと手法の考え方に齟齬が発生して機関決定が行えず、最悪の場合には事業自体までもが空中分解する

リスクさえあります。

通常起業家は自身が作ったスタートアップの経営権にこだわりがありますが、一方のVCも自らとファンド出資者に大きなリターンをもたらすために経営権への執着を示します。日本の起業家はこのVCによるハンズオンに対する考えや能力や手法をあまり理解できていません。それは無理もないのですが、スタートアップの展開する革新的な事業が上手く軌道に乗っているときは起業家と投資家の利益相反もあまり見えてこない一方で、一旦上手くいかなかった時には利益相反が顕著に表れて、方針の転換によりビジネスモデルのピボット、ファイナンス計画の変更、株式の強制売却、イグジット戦略の転換、経営陣の入れ替え要求、などが起りかねないことに想像力が働かないのはとても危険なことです。

改めてですが、スタートアップへの株式投資においては「出口」(Exit)という言葉が良く使われます。一般的には「出口」とはVCの「出口」、すなわち資金回収のことを指し、具体的には、投資先のIPOないしはM&Aによって株式の売却＝流動化をすることです。

VCという投資家は、スタートアップの発行する流動性がほぼ皆無の未公開株式をなるべく最小価格で購入したいと同時に、IPOかM&Aというイベントで投資先株式を換金して投資リターンを確定する「出口」が必要なわけで、この「出口」が彼らにとってはGOALであり、いかにしてGOALに最速で辿り着き利益を最大化するかがミッションです。

要するに彼らはスタートアップの創業からイグジットまでの期間株主になるだけでありその

後は株主ではなくなる存在なので、ある意味、その先の成長ストーリーに口を出さないありがたい株主だともいえますが、いずれにせよ彼らはその「出口」でかなりのリターンを上げてファンド出資者の期待に必ず報いる必要があるので、起業家に早い、高い、確実な「出口」を要求してきますし、実現できる時にすばやく実現したがる傾向があります。

一方の起業家、すなわち経営株主にとってIPOは「出口」ではなく、場合によっては生涯をかけて、あるいは相続にいたるまで終わらないかもしれない全く別のものであり、経営者によってもまた各々考えがあるはずです。このVCと起業家との「出口」の相違を、起業家はきちんと理解しておく必要があります。

3) 投資家であるVCに様々な属性のVCが存在することへの理解不足

最近増えているシードラウンドで少額の投資をするVCは、全部が全部ではないが多産多死型、つまり少額を数多くのベンチャーに投資し、余り良い表現ではないが当たりを待つといった投資戦略をとっていると考えられています。

その意味で彼らは投資先からすると事業モデルや専門知識などのハンズオン期待ではなく創業後早い時期に資金提供してくれるという意味で有難い投資家ですが、他方、その後のバリューチェーン構築を独力ではデリバリーできないであるとか、投資コストが低い時には株式の損切や転売の見切りが早いかもしれないとも考えられます。

反対に、比較的大きなサイズのファンドを持っているVCはシリーズAよりシリーズB、Cと

いった節目に事業が進んだ段階に応じて大きめの金額を提供してくれて、大きなリターン獲得というより「出口」を実現できる蓋然性の高さを求めることに比重があります。

ただ、彼らは実績のあるVCであるが故、ハンズオン能力に優れていることが多いものの、投資契約などに起業家には最も厳しい条件や条項を入れてくることも多く、かつその契約内容が彼ら以前に投資をした株主との契約との関係性から障害となることも多くあります。

時間軸とも関係しますが、民間系、銀行系、官民系、事業会社、CVCなど投資家のタイプが違えば投資や出口や知財の戦略も甚だ異なっていて、ここに最大限注意が必須です。

いずれにしても、VCといえども様々な特色を持ったVCがいるわけで、起業家はそのあたりをきちんと研究し調査し相手とコミュニケーションしておく必要があるのです。

4) 増資による資金調達には経営権の分散につながる

戦後の日本の金融はご存知のように銀行による間接金融、負債調達(Debt)を中心に展開してきたため、日本では直接金融、株式による資金調達に起業家といえども経営者は依然として慣れていない人が多いように思われます。

起業家が創業した会社が増資、つまり新しい株式を発行する形の資金調達方法(不特定多数の株主相手に発行して買ってもらう資金調達方法が公募増資、特定の第三者、例えばVC数社にだけ買ってもらう資金調達方法が第三者割当増資など)を行うと、資金は入ってくるが、その反対に自身が持っている会社の株式の持

分はそれまでの100%から減少していくことになり、さらなる増資ではさらに株式保有比率が低下する、いわゆる希薄化が起ります。

株式とは株価という経済的側面（財産価値）と同時に、株数という議決権による会社を支配する側面（経営権価値）も持っているのですが、これが意味することへの理解が薄いと株価と株数を己の責任でコントロールできず、思い描いた将来価値が毀損してしまいます。

すなわち、新株を発行することによる資金調達は同時に会社の支配権を他人に渡す行為でもあるので、安易に増資を行うと起業家自身の会社の支配力はどんどん低減します。

制度的には、ある株主が会社の発行する全株式の2/3超持っていれば、定款変更や合併など会社にとって極めて重要な特別決議事項を株主総会で単独で決議することが可能になり、また1/2超持っていれば役員の選任など普通決議事項を自身で決議することが可能となりますが、逆に言えば、全株式の1/3超を外部株主に持たれていれば特別事項を拒否されてしまい、1/2を持たれていたら役員の解任権を渡すことになります。従って会社の支配権を気にする起業家にとっては、経営株主の持株比率の推移には慎重な戦略が必要です。

これに加えて20%以上の保有は持ち分法適用会社になり先方にとっては重要な境目となりますので役員派遣を含めて先方の思惑の分岐点がこの20%という数字であるのは自明です。

5) 未公開企業のファイナンス実務はアートの世界

税務や会計や法務などの知識やリスク認識

は当然必要なうえで申し上げると、スタートアップのような未公開企業によるファイナンスの実務の世界は、基本的には理屈や理論の世界というより、理想とする株価推移カーブの形成実現という、いわばアートに近い世界であり、鉛筆ナメナメとも言える決定プロセスである、というのが現実です。

他人が公の市場で株価を決める上場株式の世界と違って、スタートアップは原則経営株主が自由に決められます、とはいえ、投資家から株式による資金調達を考えている場合は、発行する株式を購入する投資家との相対の交渉で株価が決定されますから、高い株価設定で自社株式を売りたい起業家と安値で買いたい投資家の間でのバトルになります。

しかし注意して欲しいのは、ここでの交渉事の本質的な争点は株価と思われるかもしれないがそうではなく、実は企業価値＝時価総額の合意と希薄化のコントロールなのです。

何故なら、株価とは株式を発行する会社の企業価値＝時価総額を発行済み株式数で割った数値に過ぎない、つまり、 $\text{株価} = \text{企業価値} \div \text{株数}$ の結果なのであり、同じ企業価値であっても割る株式数を変えれば株価はいくらでも操作できてしまうからです。

例えば企業価値100億円の会社の株価は、発行株式数が100株なら株価は1億円になり、株数が1億株なら株価は100円になります。

言い換えると論点は企業価値＝時価総額をどのように合意するのかということ、発行済み株式数、すなわち新株発行による議決権の流出量をどう抑制するか、ということになります。

上場企業と違い未上場企業の企業価値評価

は曖昧というかロジック形成が難しいので上場企業とは全く異なります。時価総額の設定に投資家側はイグジット確率や期間における投資収益目標などの指標をもっていますが、起業家側には闘うための武器がない訳です。

6) 種類株式（優先株式）への理解が充分ではない

昨今では日本でもVCのスタートアップ投資において種類株式が汎用化されています。

米国ではかなり以前から使われていたのですが、日本では種類株式の会社法上の規定はあったものの主に中小企業や再生案件以外ではあまり使われてなかった、それが近年は商法改正や会社法制定で使い勝手が良くなりスタートアップマーケットでもほぼ当たり前のように浸透してきました。ただ大きな誤解や間違った解釈が浸透している懸念があります。

種類株式と言っても色々あるのですが、スタートアップの世界で使われているのは、種類株式保有者である外部株主に普通株式を保有する普通株主より優先的な権利（配当優先や議決権優先以外）を数多く与える内容を付与した株式、つまり投資家に一方的に有利な内容な優先株式であり、文言をあれこれ操作すれば極端に片務的な契約形態となる代物です。

本来こうした種類株式は、資金調達の際に比較的高い時価総額を表現できる起業家の利益と実質的な支配権獲得によるリターン効果向上を望むVCの利害との等価交換というか差し違えによりWIN-WINを達成するために使われているのだ、というのが建前です。

すなわち、スタートアップが100百万円を

VCから調達したいと考えた時、支配権にこだわる起業家は出来るだけ高い時価総額で最小の株数しか渡さないような調達を好むのに対して、VCは、株式持分以外の何らかの手段でリターンを大きくしたいと考えます。

その両者の期待をそれぞれに満足させるとの名目で、起業家は100百万円の調達にあたって普通株式なら株価100円で1百万株式を渡すことになるところ、種類株式（優先株式）に優先権を多数付与しハンズオンの権利を最大化することと引き換えに株価を1000円に妥協すれば10万株式発行で済むのですが、問題は失うものの大きさが不明なことです。

それは契約書に埋め込まれる数々の優先権の発動要件や経営権支配権移動のインパクトの過激さから判断するととてもアンフェアで優越的地位の乱用に近いものかもしれません。

現実にはこの等価交換の実務は鉛筆ナメナメなので日本で発行されている種類株式は普通株式との価格差が極めて小さく低く合意されているようでもあり、その場合、種類株式は価格面でも投資家にとっても有利な株式になってしまっていることになります。

と考えるならば種類株式については、もしシリーズラウンドでその採用を強く要求してくるエンジェル投資家がいればその人物はエンジェル投資家などではない、と言っても過言ではないのでしょうか。（無議決権株式でOKというならそれは真正のエンジェルですが）

いずれにしても、種類株式について起業家の正しい理解と知識を深める事がなによりも肝要ですが、そのための学習の場はネット検索で研究するしかない座学の世界です。

7) 飛び道具である新株予約権の発行・付与 におけるリスクコントロールが不足している

新株予約権に関しては、税務・法務・会計の面で既に一定のルールや解釈が確立されています。これを知らずに運用すると、後々付与対象者や発行体に損失が発生してトラブルの原因になるリスクがあります。

スタートアップにおいては、新株予約権はストックオプション制度として採用や評価における報酬やインセンティブのために設計するスキームですが、実務としては以下の様なポイントが事前知識としては必要となります。

- ①新株予約権とは何か
- ②ストックオプション（以下SO）とは何か
- ③税制適格制度SOの適格要件を本当に満たしているのか
- ④発行のタイミングはどうやって決めるのか
- ⑤行使価格の株価はどうやって決めるのか
- ⑥いつ権利行使をするのか、また出来るのか
- ⑦付与対象者の選抜はどういう基準で考えるのか
- ⑧発行サイズの上限はだれがどう決めるのか
- ⑨付与時の個別のパーセンテージはどうするのか
- ⑩行使条件にはどのようなものがあり、それぞれの功罪は何か

以上のポイントの中で外部株主や投資家が実務に介在してくるケースが実は多々あります。その際にきちんとした哲学や方針や戦略が無いと交渉や合意形成ができません。

そして、SOはそもそも昇格昇給や人事効果と紐づいている制度であるべきで、かつあくまでも対象が役職員と言う個人なので、制度に公

平性や整合性が担保されていなければなりません。さもないと個々の付与数が開示された際に組織崩壊する可能性があります。

また、イグジットがIPOかM&Aかにより行使実務に大きな差異が出ますが、イグジットの柔軟性を保持したまま走るスタートアップは、投資契約や社員の金融教育にも注意を払わなければなりません。

さらに新株予約権は資本政策を目的とした発行も戦略的には存在します。ただしこれは既存株主や新しい投資家の了解がないと成立しませんし、有償発行やイグジット前行使などの付帯条件を前提とするケースが多いです。

昨今はアカデミアにおける知財などを対価とした新株予約権の発行も実施されていますが、知財の権利関係と同様に、アカデミアとスタートアップの利益相反を考慮して何が適正な制度かをきちんと俯瞰した上で策定する必要があります。

エクイティファイナンスと資本政策の実際

スタートアップの起業家は、創業から所謂Jカーブを描いて成長していくことを考えるのであれば、投資家（エンジェル、VC、企業CVC）によるエクイティファイナンスを計画する必要がありますが、シード段階の調達においてもまずはビジョンとともに策定したシナリオに沿って創業から2～3年間程度の短期計画ではなく、「出口」までの事業戦略を数値計画ともに投資家に示します。

「出口」とは、先ほど説明したように通常は投資家であるVCが資金回収することであり、それが株式市場に上場＝IPOすることであるな

ら、たとえ絵にかいた餅であり、まだ仮説には過ぎないとしても、その「出口」を含めた5～6年の計画にする必要があります。

その際には新しく株式を発行する都度に株主として誰にいくらで何株買ってもらうか、そして出口において会社はどのくらいの企業価値になっているのか、IPOまでの坂道における資金調達と株主構成変化の計画である資本政策を創業時に立案します。

そして、それら数値に裏書された事業計画と資本政策を元に起業家（＝経営株主）は資金提供者である投資家・VC・事業会社等と交渉することになります。

たとえば、あるスタートアップが創業時に起業家＝経営株主が拠出した100万円の資本金（100円×1万株）で事業スタートし、シードラウンドで投資家から30百万円、シリーズAでVCから100百万円、シリーズBで同じくVCから300百万円、シリーズCで同じくVCから500百万円調達、IPO時に公募増資で不特定多数の投資家から約1,000百万円の資金調達を行って上場すると仮定し、加えて、起業家＝経営株主は、IPO後も株主として単独で最低でも特別決議を株主総会で通せる総株数の3分の2超（67%）の持株比率を維持したいと考えているケースを想定します。（実際にはその実現はほぼ不可能でしょうが）

その場合、まずは最初のシードラウンドの希薄化を1割以下に抑制することに成功すれば、その時点で時価総額＝企業価値も創業時の100万円が300百万円（プレベース）と300倍に拡大し、株価も1万円だったものが3百万円程へと300倍に上昇します。

創業からエンジェルラウンドまでの経過時間は早ければ半年とか1年位の時間かと思われますが、それだけの短期間にこのスタートアップの株価や企業価値は拡大したのであり、それに対して双方の合意がとれるのであれば何も問題はない訳ですが、これは正に錬金術と言って良い代物で、未上場の世界ではこうしたことが起こっているわけです。

実際は1：10程度の株式分割を行って株数を10倍に増すなどをどこかのタイミングでは実施するので、そうすると株価上昇は30倍となるが、時価総額の拡大幅は変わりません。

同様に希薄化抑制のオペレーションを順次行い、シリーズCまでの4回を無事に達成してIPOまで辿り着けば時価総額はポストベースで110億円となり、株価は73百万円と7300倍となりますが、万が一創業から5、6年でそうなるのであれば、まさに錬金術そのものです。

先にスタートアップファイナンスの世界はアートの世界だと言いましたが、VCから調達したシリーズA、B、Cすべての資金調達は経営株主とVCとの交渉の結果実現できたものであり、その時の株価や発行株数、その結果としての経営者やVCが保持する株数や持株比率はお互いが納得した上で決めればよいものということです。（*ただし税務に要注意）

とはいえ、VCについては、ファンドに資金を出してくれた出資者にリターンを出す必要があります。あり起業家とは全く逆の自陣に有利な計算をするのは当然のことです。

VCは「出口」であるIPO時に保有株式を売却するので「出口」の企業価値をさらに上げるという努力をするのはもちろん、まず投資時の

株価が最小化する交渉をしてくるはずです。

株式を安く購入して高く売却する、保有株式数を増やすか希薄化を緩和する、回収までの期間を短くする、それらにより期間収益の効率性を最大化するということなので、そこにはある意味でのセオリーやロジックを投資家側は持っているということを理解すべきです。

上述の通り、VCは投資先IPO時の公開価格（IPO時に行われる公募増資と売上の株価）を想定しなければならないのが、その際通常マーケットアプローチなるものにより時価総額を計算することが通常です。（ただしステージが進むとインカムアプローチの併用もあり）

それは、そのスタートアップの事業計画に沿ったIPO時の収益予想値を基に、そのベンチャーと類似の事業を行っている上場会社の株価収益率（PER＝株価／一株当たり利益）を利用して計算されます。（セクターや銘柄によっては売上げやキャッシュフローもあり）

例えばIPO時点の予想一株当たり利益が事業計画で1000円、そのスタートアップのプロフィールと類似する上場会社のサンプル群の平均PERが20倍だとするとそのベンチャーの公募価格は2万円になる、といった具合です。（恣意性が高い為抽出手法に注意）

VCはその売却予想株価と自らが投資した時点の株価を基に投資期間を勘案して年率の投資収益率を計算することになりますから、その投資収益率に満足できる水準あれば投資を実行するし、そうでなければ時価総額、割り当て株数、株価を議論し交渉に入る、あるいは投資自体を断念するという理屈になります。（契約書の内容に関しても議論と交渉する）

このようにIPOイグジットであれば将来価値の想定に、ある程度の理論的な背景はあるものスタートアップファイナンスの株価カーブ形成は基本アートの世界であり、投資家との交渉事の世界であり、そこにはある種のタクティクスやスキルが物を言う世界です。

これは起業家、投資家双方が認識しておくべき事柄ながら、残念ながら現状の日本では備えるべき、蓄積すべき知見や経験において、起業家より投資家であるVCの方が勝っていると言わざるを得ない（グローバルにみて日本のVCの知見や経験のレベルが高いかどうかの議論はさておき）ので、その結果、起業家がVC・投資家に騙されたと思うような不幸な事例が数多く出ているようですが、これは何よりも起業家自身の問題だと考えています。

もっとも雲をつかむようなビジネスにコミットしなければならないという意味では、投資家も起業家にまんまと騙されたというような結果だけは受け入れがたいのも事実です。

最後に申し上げたいことは、大雑把ではありながら上記で述べてきたようなスタートアップファイナンスの現状、そして本質について、起業家の皆さんにもう少し理解度を上げて頂きたいと願っているということです。

なお、今回は、出口をIPO中心とした前提で説明しましたが、M&Aによる出口のケースでは、起業家と投資家との関係性、外部株主同士の関係性はかなり景色が異なってきます。

また、投資家にVCではなく事業会社やCVCを採用する場合は、事業の作り方や協業形態そのものから始まり、役員やスタッフの受け入れ、ファイナンスのタイミングや手法、イグジット

戦略、ポストイグジット体制構築、も大きく変わりより複雑になります。

何よりファイナンスだけでなく資本戦略はもっと広い定義となり、知的財産権の帰属や商流・ロジステック・製造に係る契約、コーポレートガバナンスなどもバトルの対象に含まれてくるので、別途多種多様な知見の取得やトレーニングが起業家には必須だと考えます。

日本からなぜスタートアップが育ちににくいのか

冒頭にスタートアップマーケットは社会の写し鏡だと申し上げましたが、それは日本が内外に閉じたコミュニティの集合体であり、その各々の構成員が自分たちの縄張りを守る事に精一杯であり、企業、地域、行政、大学、などあらゆる組織体が他の組織から身を閉ざしている、かつその内側でもさらにタコツボ状態になっておりお互いの部署が健全な関係構築を断絶しあっている、オープンイノベーションからはほど遠い状態だということです。

それら閉じた空間やコミュニティが排他的な故に、生存や事業継続に必要な要素を全部自前で揃えようとする傾向が強く、ダイバーシティやリベラルアーツの重要性、人材の流動性の担保、などエコシステムの成立に必要な価値観そのものを否定している様に見えます。

その割にというかそれが故に自分たち自身の生存欲求は強く、抜け駆けや不正行為を行ってでも得をしたいし幸福になりたいとする仲間意識が過度に醸成され、同時に閉じた社会の中で狭い分野や役割や立場による棲み分けをすることで相互に不干渉なスタンスを貫徹しているため競争原理は正常に働かず、組織内ガバナンス

が全く機能していません。

産業構造は歴史的に垂直統合型なので、国内では中小企業やスタートアップには優越的地位に安住し上から目線に対応しながら、優良な市場を提供してくれる手ごわい海外勢には平身低頭に最大級のリスペクトを示すというスタンスが顕著ですが、その姿は是非を議論する対象であるかどうか以前に少なくとも美しくは無い、むしろ滑稽で悲惨に見えます。

現状肯定を基本としながら既得権益層に寄り添う経営モデルは持続的イノベーションというマネジメント型イノベーションには向いていますが、既得権益にチャレンジする、あるいは違う場所でスクラッチからスタートするリーダーシップ型イノベーションには全く不適合であり、どちらかという障害となることでしょう。なお、イノベーションの分類として前者がサステイナブル、後者がディスラプトと弊社では認識をしています。

コロナ禍が明らかにしたこと

今回のコロナ禍が世界的規模でかつ無差別に犠牲者を作り出すことにこの国がきちんと対処出来ない事実から、既存の社会構造や統治構造に対する疑問や危機意識が高まり、今度こそは時代が大きく変わるのだというようなきわめて抽象的で楽観的な意見や観測が世にあふれていましたが、結局何かをスクラップしなければ何かがビルドされないという原理原則は無視されたままなので、現実の社会に組み込まれた既得権益はさらに自己増殖し、公民間の価値観断絶や民間同士における理不尽な経済格差は拡大するばかりで、これを放置する危険性に

ついて真剣に語られることも、まして抜本的改革の提案はほぼ目にしません。

双方に責任は所在するとしても、既得権益側は混乱を逆手に利用するに素早く、一般大衆はただ耐えるという儒教的寛容のみを美德とするという、日本型疑似資本主義的共産主義の歴史的構造的欠陥の罠に嵌ったままで、ついに革新的な提案が政治、官僚、財界、学会、メディアからアウトプットされることは今のところ事実上皆無というお寒い状況です。

起っている数々の事象は他国と同様だとしても、わが国で危機的課題が顕在化しているのに、それが真正面から分析されない、正しい情報の報道もされない、多くの人は危機が起こるたびに思考停止に陥る、といういつものパターンをまた繰り返している様に見えます。

耳障り良くて心地よい逸話や事実の切り取りだけがSNSなどを通じて世の中に流布され、再現性に乏しい成功体験ばかりが繰り返し称賛の対象とされ、社会のリーダーや彼らが所属する組織にとって都合の悪い話はほぼ削除されるか共有されない、というのは今に始まったことでは無いですが、コロナ禍を経てさらにその傾向が強まったかに思えます。

日本のスタートアップエコシステムの問題点

一般に日本のエコシステムは人材や経験の蓄積においてまだまだ未熟でありかつイグジット事例数も圧倒的に不足しており、またあちこちで組成されている起業家育成や事業開発プログラムにおいては、そのコンテンツや講師陣営が企業価値向上のアドバイスに必要とされる高

度なロジックや知見や経験を十分担保していない、ほとんどが創業だけを目的とするいわゆるゼロイチステージのみを対象としているために将来まで俯瞰した啓蒙が欠落している、伴走型支援を担保した仕組みになっていない放置プレイ状態など課題が満載なのですが、これら問題点を共有して改善する必要性に対してさえも、関係者の認識度やスピード感が極めて不足しているか、バラつきがかなり大きいのが重大な問題と考えます。

中身が無いとは言わないが金太郎飴みたいなイベントやコンテストを無機質で機械的に提供する団体や業者が全国に乱立し、それらを行政が税金により過度に後押しする為に特定の業者と支援側の関係が固定化し既得権益化して健全な競争が排除され、メディアも起業や資金調達の表層的な情報ばかり報道してそれらの質の問題を一切議論しない、支援側が自らは安全な場所にいながらにしてマネタイズは税金で回収する、こうした歪んだ仕組みが早くも世の中に出来上がってしまっているのではないかと強く危惧しています。

当事者にとっては大事な創業後の事業展開やバリューチェーン構築の支援があまり実存しないという現状は、支援ノウハウを元々業者側が保持していないからなのか、成長ステージごとのアドバイス提供が当初よりスコープ外なのか、それは不明ですが残念なことです。

いずれにせよエコシステム自体が不在か正しく成立していないということが本質であり、今後も既存の支援体制のままいくら公的資金や民間資源を投入しても結果が出ない、結果にコミットしていないし効果測定メソッドもまだない、

という環境が放置されたままです。

本来はエコシステムの構成員すべてのレベルアップや全体最適を優先するような視点や文化の醸造が、技術や研究シーズを真のイノベーションに結実させる鍵なのであり、複数の主体が閉じたコミュニティでバラバラに同じような支援体制を続けていく様では、継続的な事業の創出や社会の変革を産み出すことからはかなり程遠いのだと確信しています。

帰属する社会や組織からの自由度が小さい、技術と人材が帰属を超えて融合しない、むしろそれらが禁じられている環境においては価値観や創造力をすり合わせすることはまずは不可能であるため、悲しいかなこの国からイノベーションやアントレプレナーや社会のリーダーが生産されるはずがないのではないかと考えています。

人材育成の仕組みも教育や研究という視座しかない、つまり実学ではなく座学に終始してしまっているためビジネスとして孵化させる観点は欠落しており、実践による検証や社会実相までおよそ辿り着かない、そもそも狙ってすらいのではないかという悲劇的な状況だと認識しています。

ユーザー側にたった実際の実務への関心や結果に対する真剣度が欠如していることが障害となり、綺麗事では無いドロドロしく生々しい争いや戦いに満ちているビジネスの世界とはおよそかけ離れてしまっている、そんな形式知化されただけの情報提供や啓蒙教育が毎日いたるところで繰り返し行われていても、イノベーションは決して起こりません。

行政も冷戦時代と変わらない思考回路のまま

経済の供給側ばかりを応援するによって産業や経済をコントロールしようとするので、需要サイドの活性化や規制緩和は無視されたままです。供給サイド企業を過度に保護する現状の利権温存が顕著だと、人々の目には既得権者による寡占と固定化ばかりが映りモチベーションを大きく抑制しますし、その結果世界的に見て競争力がない企業や産業が生き残ってしまい、これがまたさらにイノベーションやアントレプレナー輩出を阻害して多大な損害を国家に招いてしまう悪循環となります。

また、都心部に情報と人材が多数集中しているということはイノベーションの源泉がそこにあるということを必ずしも意味せず、ひょっとしたらすでにプロダクトやサービスを消費するだけの街と化していて、逆に新しい着想や独創的なビジネスが創出される気がしないという見方や考え方もあります。都心部に売上げや採用の多くを依拠せざるを得ない地域社会から経済的自立のための努力や転換が中々出にくいという発想に陥って久しいですが、むしろ地域からイノベーションやアントレプレナーを育成しようとする特徴的なトライアルが報われる仕組みも必要なので、格付け会社やミシュランではないが、第三者による事例の紹介や評価をする活動が増えることをぜひとも促進したいところです。

組織内においては民間にも公的セクターにも言えることですが、マネジメント階層が受け身で指示待ちの防衛思考である傾向は時を重ねるごとに強くなる印象です。同調圧力や予定調和で組織を経営していると優秀で行動力のある社員や部下がどんどん流動化していくはずなので

すが、組織改革や人事制度改革に取り組む真剣さが圧倒的に足りないし行動スピードも遅いが為に、過去数十年にわたって組織劣化に歯止めが利かなくなっています。

雇用形態としてのジョブ型雇用制度を適材適所にうまく導入しないと、業務における責任の所在が明確ではなくそれを前提としたチームワーク形成や失敗の共有や学び能力が欠落し、またフェアなモニタリングや節目ごとの総括がないことで、短視眼的なただの成果重視とさほど代わり映えがしない既存の評価手法が漫然と繰り返されていくだけになります。

データが軽視されると役職員の評価、報酬、配置、キャリアパス、タレントマネジメントなど人材組織開発に客観的検証が還元されることがなく、勘と思い付きと好き嫌いだけで人事が敢行されるだけの非科学的な経営が企業価値向上の前に立ちはだかるばかりです。

さらにはリーダーシップが存在しない現場回復力のない国家がいかに安全保障上も危険なことは明白なはずですが、成長して差別化を図りながら競争に勝ち抜くことに対する一般国民の意識や危機感はとても希薄であり、まさに平和ボケが悠然と続いている状態です。

シリコンバレーの成功体験やエフェクチュエーション思考がもてはやされたところで、それが我が国に効果的に作用するかどうかは全くの別の話しですし、自分たちが坂道を転がり落ちているのに単純に他国の前例を借りて転用するという安易さを見ていると、明治維新や終戦後からずっと続いてきた海外の引用や猿真似という悪癖が日本のスタートアップマーケットにも跋扈してきている様に強く感じられます。

何故日本ではアカデミア発スタートアップが成功しないか

このテーマに関しては数々の論点が存在しますが、本質的な課題を抽出してみましょう。

A. 研究者自身の意識やミッションの問題

研究自体が本質的価値だと考えがちなために、論文を書くことと科研費を獲得することが職責だとしている、それにより身分と評価が保全されている、との建付けを変容させる必要があります。その研究や技術がどのように社会実装されると世の中の課題解決により貢献し、どれくらいの多くの人を幸せにし、経済全体や産業創出に寄与するか、の思いがまず強くあって研究や技術はその手段であるという思考に転換いただくが必要です。

つまり事業化によって知的財産権の価値を最大化するための戦略に研究者自らが関わるものが求められる時代であり、基礎研究探求もそのステージで終わらせず応用領域を想定してからバックキャストするという考え方がデファクトになることが望ましいはずです。

B. 研究開発には長い時間軸と膨大な資金が必要

にもかかわらず日本の大企業や投資家に許される結果を出すまでのタイムフレームが極めて短期間であり、長い時間軸を視野にマイルストーンを設定してイノベーションを起こすという継続的戦略性が欠けています。このことは研究開発という効率や合理性だけでは頂説明できない分野が、ビジネスや金融と親和性をもつことに大きな障害となっています。

C. 本邦における小規模なマーケットサイズと リスクマネーの過少さ

わが国の産業構造はいわゆるガラパゴス状態と言われますが、これは垂直型統合構造と供給サイドを保護する産業政策によって市場のガバナンス機能が不全になりオープンイノベーションが実現できなかった結果です。国内市場は少子高齢化や参入障壁により縮小するため自前主義のR&Dや人材投入のコストを回収するにはあまりに小さすぎますし、すでに市場とサプライチェーンを他国に頼っているという現実があるため、本邦企業は海外の大企業やスタートアップとの協業をまず優先せざるを得ません。

リスクマネーの供給は行政主導による官製スタートアップブームにより改善の方向にありますが、果たして税金は正しく使われているのか、VCを過度に優遇する制度が多すぎないか、人やネットワークへの投資がより肝要ではないのか、などの議論や検証がきちんと行われていなければただのバラマキに終わるでしょう。かつほとんどの投資家はPOCには一切投資しないスタイルなので、スタートアップ側のニーズとはズレが生じています。

D. スタートアップと学内ステークホルダーの 間に存在する利益相反

一言でいうと起業家陣営の味方が学内にとても少数であるというファクトがあります。

国立大学の場合知財の帰属が大学ということであれば、再実施許諾権付独占的専用実施権の付与、知財評価手法の確立、大企業との交渉における当局の介入能力、知財や役務提供を対価とした新株予約権発行ルール策定、などの必要な施策が圧倒的に不足しています。

共同研究とスタートアップの違いが関係部局に深く理解されているかどうかも疑問ですが、そもそも知財戦略や資本戦略にはそれぞれの分野に長けたプロ人材が必要です。

またリスクマネーへのアプローチがあまり準備されていないか、逆に安易なマッチングが行われてしまっています。投資家の属性や実績の目利きは大丈夫か、VCに出資している事業主体は開示されているか、契約書や企業価値を交渉するサポート体制は備わっているのか、弁護士や弁理士などの専門家はVCや大学から独立した立場にあるか、などを含めて産学連携部門がプロフェッショナルにチェックする体制がなくてはなりません。

E. 経営人材の選抜と必要な資質

スタートアップであれば上記の課題すべてに対応できる経営人材がいれば成功の確率は上がります。ただその人材の資質が大企業や技術系出身に偏りすぎていたり、経営と金融に関する知見が脆弱だったりすると企業価値向上はとてもむずかしく、採用ルートが利益相反のある相手からの斡旋や紹介であればそれが将来の失敗の原因になることもあります。

なぜ日本では大企業からイノベーション が創出されにくいのか

まず何よりもそのプロジェクトは何を目的にしているのかを十分に議論して行動に及んでいるかが大事で、できれば会社として株主に約束した中期経営計画との紐付けがされていると理想的です。ゴールは新規事業創出なのか既存事業の延長線なのか、R&Dの代替を外部に強く求めているのか自社が保有する知財のライセ

ンスアウトなのか、将来の幹部候補生を育成するためなのか関連業界の情報収集が主眼なのか、などによってスポンサーや主幹となる部門も異なってくるはずです。

そして革新的事業やイノベーションの実現を目指すアントレプレナー人財を発掘し育成し応援すること、ビジネス創出を可能にする環境そのものを整備することが必須です。

事業部単独では経営の知見が自己で賄えないのでコーポレートスタッフが伴走し、場合によっては当該事業部だけではなく他事業部との連携という縦串・横串をいれて成功の確度をあげる、ビジネスのサイズをスケールさせる、など前向きの支援体制が重要です。

成功体験をまずは一つつくることが重要なので、ある程度の依怙蟲員が当初は有効となる一方で、成功の再現性は決して高くないのでそこは抜本的に失敗に寛容なトライアル&エラーが当たり前の企業文化を熟成し定着させる必要があります。

現実には俗人性が成功事例の説明の多くを占めるのですが、さらに成功確率を上げるためにはチームビルディングが極めて大事であり、その人選ならびにチーム構成員全員のゴールアライメントと構成員のダイバーシティにより組織力と戦闘力を増幅して事業が崩壊するリスクを最小化することに努めます。

また、損益分岐までは時間がかかるのが自明なので、予めゴール・イグジットまでの予算化を複数年確定しておき異動や役員交代による安易な方向転換を防止すると共に、各成長ステージにおいて進捗をモニタリングするためのマイルストーンを事前に設定して朝令暮改を阻止し

ます。

なお結果や途中経過の目標未達に対して、人事考課上著しいマイナスポイントをつけない、むしろチャレンジしたことを評価して後続する人材が輩出される土壌を創る、成功した際のご褒美などインセンティブを明確に制度化しておく、プロジェクト終了後の兼業副業許可など働き方改革も進める、などこれらのプラクティスは企業の人材組織開発（採用・評価・報酬・配置・キャリアパス）戦略や長年変わらなかった人事の仕組みそのものを根本的に変化させるはずなのです。

さて企業内起業にとって最も大事なものは金融資本戦略を会社法と資本主義の原則に沿って冷徹に議論する事です。会社設立の際の株主構成が特に経営権にたいして大きな影響をもたらすのですが、ここでは親会社がマジョリティである必要は全くない、むしろ強すぎる会社の支配権や起業家の過少な持ち分は、将来のガバナンスやファイナンスやインセンティブに重大な弊害をもたらすことをまずは認識しておくべきです。創業後の優秀な人材の採用にはストックオプション制度などのインセンティブ設計がありきで、知財のライセンス対価も現金では支払えないなら新株予約権や収益シェアやイグジットなどでどう回収するかなど金融資本戦略の中に組み込んでおかねばなりません。

なお、創業する社員が親会社との帰属を切るか切らないかにより戦略はかなり変わります。

ポストコロナのスタートアップエコシステム

今までの議論を踏まえた上で、今後はスター

トアップの躍進により人や事業や組織の評価が大きく変化し、社会のヒエラルキーまでも良い方向に変わっていくかもしれません。

今後世の中で起こりそうなことの中には以下のような事象があり、また期待しています。

①DXとはCX (Corporate transformation)

と裏表一体の関係ですが、これらを組織においてはもちろん同様に産業レベルにおいても川上から川下に至るまで駆使し、迅速に体質と構造を変容させて効果的かつ健全な競争環境を加速することで、創造的なイノベーションを世に送り出す経済環境が形成され、そこから実際の成功例が出てくる。

②中間管理職の存在意義に関する議論が活発化していますが、彼らが無駄な会議と人間関係の軋轢を増幅しているだけの存在であれば、いわば実質的社内失業者が社内改革を阻み良質な人材の成長や新しい事業創造も阻んでしまうことが最悪のストーリーです。人事考課は定量評価から定性評価へ大きくシフトするはずですが、残念ながら日本企業の人事部はそこにノウハウをほとんど持たないという事実があります。量ではなく質の向上が試されている時代ですが、冷戦構造の思考回路そのままに右肩上がりの外形的な数字の拡大主義にどっぷりとつかってきた日本の組織には定量的なKPIしか設定できません。戦略的経営人材を育成して実際の結果をだせる仕組み造りが企業としてはマストで、受け身で防衛思考が強く、意味不明の同調圧力や前例主義による支配だけのマネジメン

トは、逆に企業の存続そのものを危くしていきます。

③スタートアップの育成は地方創生にとっての最大のチャンスとなりますが、既存の地方自治体単位の活動では政策能力や実効性やその経済規模の小ささが障害となります。ハードインフラ誘致や立地推進という古ぼけた概念や単年度予算主義という戦略なきスタンスではなく、人材誘致と人材開発の推進こそが地域の生き残りの最大要素と確信すべきです。コロナで仕事も教育もリモートが可能であることが明確になり、東京近郊に住むリスクやコストや閉塞感など都会の劣勢が明確になった今こそ、足元にすでにある Tradition と新たな Innovation を思う存分に掛け合わせるチャンスです。

④またLOCAL to LOCALが理想的な組み合わせでもあります。なぜわざわざ東京を経由して時間とエネルギーを浪費するのか。市場としての東京の購買力は縮小の途上にあり、そこに依拠することでしか存在意義を示せない地域や組織や企業は自立できるどころか共倒れになるのではないかと問われています。多様性・パーソナル性・瞬時性をその本質とするDXによる市場開拓を目指すならば、地域同士のダイレクトコミュニケーションとロジスティックス構築が日本再生のキーと考えます。地域においてスタートアップが主役になるというのはまだ控え目過ぎであり、むしろスタートアップとはもはや一つの産業カテゴリーとみることができるのではないのでしょうか。

おわりに

ビジネスもファイナンスも人心掌握も、すべて相手があり相手との交渉や議論を要するものなので、まさにこれはDiplomacyであると言えます。従って知識や経験だけではなく相手の立場や損得を理解した上での、コミュニケーションスキルがとても大事だということです。そして多種多様な構成員で成り立つエコシステムがより永く持続するためには、一定のルールや共通言語を裏付けとするプロトコルの確立が必須であるし、それが構成員相互にとっての最大の安全保障のカギだと考えています。

何十年かぶりに復活したインフレーションと

激しい景気循環、民主主義の危機と開発独裁の成功という二項対立、貧富の差や価値観二分化に起因する相互不信、グローバリズムの否定と一国至上主義、気候変動と疫病発生の常態化など現代社会には課題が満載であり今後もある一方かもしれませんが、これらを解決する最大の武器はスタートアップ産業の育成であるに違いない、この度起業家に必要なリベラルアーツとスタートアップエコシステムの課題を論じながら、そう強く確信した次第です。

皆様の専門領域における考察や実際のビジネスに何らかの参考になったのであれば、誠に幸甚でございます。

スタートアップ・エコシステム構築に向けて



水本 尚宏 東京大学協創プラットフォーム開発株式会社 パートナー・AOI1号CIO

京都大学大学院修了（技術経営学）、弁理士試験最終合格（2004年）。大和SMBCキャピタル（現、大和企業投資）にてIT・医療などハイテク分野へのベンチャー投資を経験後、昭和シェル石油（現、出光興産）に転職。タスクフォースリーダーとして決済プロジェクト、新電力プロジェクト、店舗のデジタルトランスフォーメーションなど、新サービス企画から市場導入まで主導。2017年1月に東大IPCに参画。

宇野 雅晴 株式会社Yoi 代表取締役

神戸大学発達科学部卒。博報堂プロダクツを経て決済スタートアップOmise（現、Opn）に参画。Country Managerとして事業拡大を推進。その後、BUIDLでVice President、Stake TechnologiesでCOOを務めブロックチェーン業界で金融×ブロックチェーンのPoC、導入を進める。2021年4月にYoiを共同創業。



（聞き手：商工総合研究所 小林 順一）

はじめに

昨年閣議決定された「経済財政運営と改革の基本方針2022」では、新しい資本主義実現に向けて、「スタートアップへの投資」が重点分野の一つに掲げられ、5年後の2027年度には10兆円の予算規模を投じ、100社のユニコーン、10万社のスタートアップ創出を目標にしています。

こうした持続可能な日本経済の「成長エンジン」と期待されるスタートアップ企業ですが、その実際の活動（現場）はどうなっているのか

しょう。

現在でも地域金融機関や各地の自治体などでは、スタートアップ支援として各種補助金などによる支援や、補助金入金までのいわゆるつなぎ融資（ブリッジローン）などを行っていますが、上記政府方針を現実のものとしていくためには、より踏み込んだ対応が必要だと思われます。こうした意味でも、現在スタートアップ企業が、必要な成長資金の調達や、事業の拡大に伴う諸課題に、どのように対応しているか、実際のマーケットで活躍されている2名の方々からお話を伺いました。

まず、スタートアップ企業の事業化支援や、自らが運用するベンチャーキャピタル（VC）ファンドを通じて資金供給も行う東京大学協創プラットフォーム開発株式会社（東京都文京区、以下、「東大IPC」）の水本尚宏氏。および、同社からエクイティ・ファイナンスを導入したフィンテック企業の株式会社 Yoi（「ヨイ」、東京都渋谷区）の宇野雅晴氏に、スタートアップ企業の現状と今後の課題について伺いました。

スタートアップの現場で日々ご活躍されているお二方の生の話から、スタートアップ企業についての実状と必要な支援について考えてみます。

東大IPCとは

小林 まずは水本さんにお伺いします。東京大学を中心に国内トップクラスの大学との連携、また産業界や大手金融機関などとも連携する国内でも数少ないスタートアップのプラットフォームを運営している貴社ですが、その成り立ちや事業目的などについてお聞かせください。

水本 東京大学では2004年の国立大学法人化を受け、ベンチャー企業の創出活動を強化してきました。2004年の東京大学エッジキャピタル（UTEC、現、東京大学エッジキャピタルパートナーズ）の設立、2005年のアントレプレナー道場の開始、2007年のアントレプレナープラザの竣工をはじめ、教育領域でのアントレプレナーマインドの醸成という最上流から、施設・成長支援に至るまでトータルに支援提供がなされてきました。日本では他に類を見ない体制が築かれてきましたが、諸外

国、特に米国の大学と比べると、その規模には差があるのが実情でした。

日本でも新しい産業の創出が喫緊の課題であるなか、大学発ベンチャーをアクセラレートすることで日本全体の底上げを図ろうという機運が高まり、文部科学省と経済産業省が主導する官民ファンドの形で大学出資事業（官民イノベーションプログラム）が開始されました。東京大学ではすでにイノベーションエコシステムが構築されつつある中で、その発展をさらに加速させるべく、2016年1月に東京大学100%出資の子会社「東京大学協創プラットフォーム開発株式会社」が誕生しました。東大IPCという略称は、「Innovation Platform Company」の頭文字をとったものです。

イノベーションエコシステムの発展に資するべく、東大IPCではファンドを通じた投資活動に加えて、インキュベーションプログラム1stRoundや人材支援の取り組みなども手掛けています。設立から7年が経過した現在、こうした東大IPCによる様々な活動も加わることで、2009年には100社強だった東大関連ベンチャー数は右肩上がりで増加し、2019年には約400社と、国内最大級の大学関連ベンチャーを輩出するまでに成長。既に20社以上が上場し、企業価値合計は1兆5000億円を超えています。また、東京大学周辺には他のアカデミアやVC、支援や投資を受けるベンチャー企業、1stRoundのパートナーを含む企業などが参画し、イノベーションエコシステムの発展が進みつつあります。

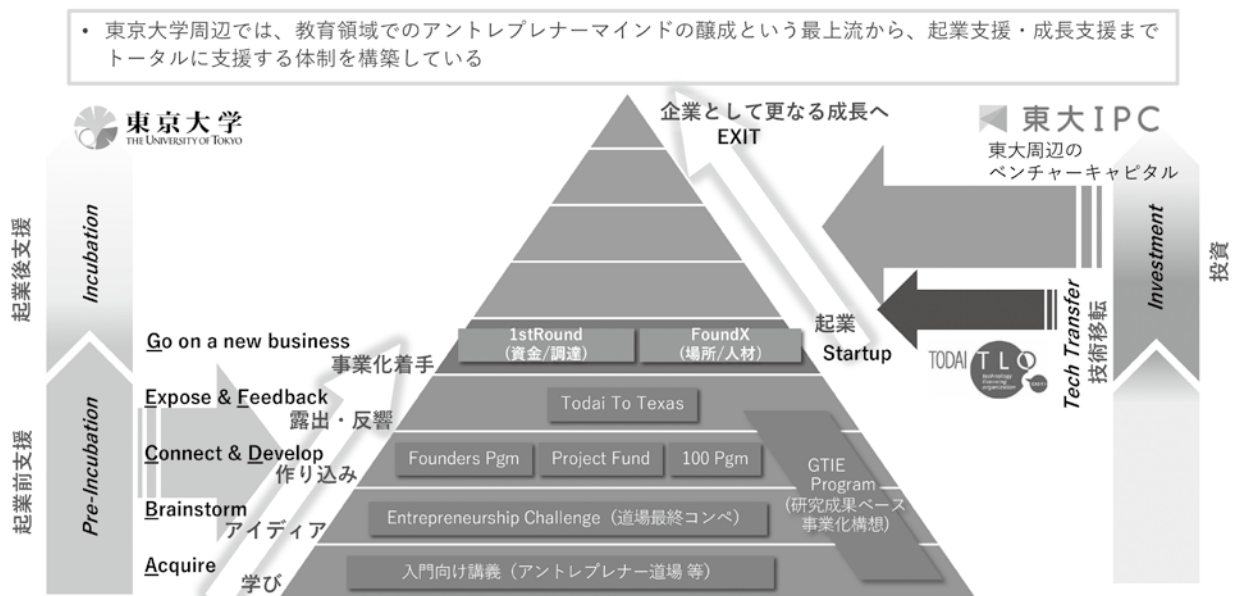
小林 2022年4月に経済産業省から、「スタートアップの成長に向けたファイナンスに関するガイドライン」が公表されました。「スタートアップ」に対する資金支援といっても、シード期、ミドル期、レイター期、IPO前後とそれぞれのステージによって、必要な支援は大きく変わってきますが、実際には、どのような支援を行っているのですか。

水本 まず起業前支援としては、大学に関連する優れた技術や着想の事業化、社会実装を支援する大学横断型インキュベーションプログラム「1stRound」を筑波大学、東京大学、

東京医科歯科大学、東京工業大学、神戸大学、一橋大学、名古屋大学、および北海道大学としています¹。ここでは様々なシーズの事業化の検討から実際の起業・法人化まで、各分野におけるアカデミアの専門的な知見を集結して多面的な支援を行っています。

また、投資のステージとなる起業後は、成長の段階に応じて必要となる事業資金を2つのVCファンドから供給するほか、事業計画の着実な遂行に関するアドバイスなども行っています。

ベンチャー創出・育成における東大IPCの位置づけ



¹ 2022年度時点。技術シーズ社会実装プログラム「1stRound」は、2023年3月、九州大学、慶應義塾大学、立命館大学、立命館アジア太平洋大学、早稲田大学が参画し、共催13大学となっている。

小林 連携する国内トップクラスの大学の知見を活用できることは、大きなアドバンテージですね。しかし起業後は、資金調達以外でも予期しない様々な課題に直面する企業も多いと聞いてますが、こうした課題にはどのような

に対応されていますか。

水本 東大IPCが提携するVCや専門家、既存投資先といった「IPCコミュニティ」を形成しており、各者の持つ専門的知見なども活用することがあります。

東大IPCのネットワーク（IPCコミュニティ）



スタートアップ企業への支援

小林 そもそも「スタートアップ」といいますが、大学などでの研究成果の事業化から、個人のアイデアによる事業化、既存企業からのスピンアウトなど、そのシーズや起業形態は様々だと思いますが、御社が対象とする「スタートアップ」とはどのような対象で、どのような特徴がありますか。

水本 東大IPCが支援しているベンチャー企業は、昨今では「スタートアップ企業（スター

トアップ）」と呼ばれることが多くなっています。これは、たとえば街の飲食店や商店、いわゆるスモールビジネスが着実かつ継続的な事業運営を旨とするのとは異なり、「急成長」がその特徴となります。さらに、われわれVCが投資対象とするのは、スタートアップのなかでも近い将来にIPOやM&A（バイアウト）などの形でイグジットをし、キャピタルゲインやストックオプションといったリターンが期待できる場合に限られます。世の中

に中小企業が数多くありますが、そのなかで急成長を目指すスタートアップはごく一部であり、さらにVCの投資対象となるのはそのまたごく一部であるという構造です。VCの投資対象であっても、最終的にイグジットし、投資を回収できる企業はもちろん多くはありません。誰もやっていないビジネスや取り組まれている社会課題に踏み込むため失敗することもあるので「ハイリスク」である分「ハイリターン」となり、成功したときには大きな果実を得られるということになります。

よく「センミツ」、千社のうち成功するのは三社などといわれますが、VCが行う投資がそのような確率では事業が成り立ちません。現実的には2～3割の成功率が投資判断の目安となるので、センミツの世界で2～3割もの成長株を引き当てねばならないという、かなり厳選したうえで投資を行っているのです。

小林 最近では社会課題に取り組むスタートアップなども増えていると思いますが、こうしたビジネスモデルを確立しようとする、当然ですが不確実性は高くなり、途中で事業化できなくなるリスクもあると思います。最近の失敗事例などから傾向のようなものはみられますか。

水本 理由はさまざまありますが、テクノロジー関連でいえば、そもそもそのテクノロジーができると思ったが実現できなかった、テクノロジーはできたがコストが事業化に見合わなかった、テクノロジーができてコストも見合ったが品質が安定しなかった、などがあり

ます。いわゆるPMF（プロダクトマーケットフィット）ができなかったパターンです。

これも資金と時間が無限であれば、開発、改良を好きなだけ行えばよいのですが、当然投資家として支えられる資金と期間には限界があるので、それが来てしまえばゲームオーバーということになります。

もう一つ、かなりの割合で散見されるのが、チームが崩壊してしまうケースです。特に初期のスタートアップは数人の力によって支えられているものなので、そこからキーとなる人間が2～3人抜けてしまうことで大きく瓦解するケースがあります。このように失敗要因には、技術的・資金的・人的という3つの要素が主なものといえます。

小林 もともとハイリスク・ハイリターンのスタートアップに対して、貴社が投資判断を決定する際には、どのような点を重視されていますか。

水本 まず当然ながら、ファイナンシャルリターンの可能性を見ます。東大IPCは東京大学の子会社かつ官民ファンドの一つとして「日本や社会に資するもの」という視点が特に強くなるので、リターンは見込めても、社会へのインパクトの点で望ましいものでなければ、その投資対象には不适当という判断もあり得ます。

では、どういう会社がリターンを生むのか。1つ目は、市場性に爆発力があること。2つ目は、労働集約的でなくテクノロジー次第で大きくスケールしやすいものであること。3つ目は、テクノロジーに強みを持つ会社であ

ること。それがないと模倣も容易なので、競合の参入を生みやすくなってしまいます。

大きくこの3点を見ていますが、全ての会社がこの3点を遍く満たすわけではなく、バランスを見て総合的に判断を下しているのが現状です。また、これらを包含したうえで最も重要なのが、経営者あるいは経営陣のポテンシャルです。ビジネスモデルがどれほど優れていようとも、経営陣に物足りなさや不安があれば、投資を決めるには至らないことになります。

小林 先程の失敗事例ではないですが、チーム構成を見極めるのは至難の業だと思いますが、どのようなポイントを重要視していますか？

水本 その事業のゴールまで走り抜けられる経営陣かを見ています。まず事業によってゴールが変わります。創薬でしたら開発した薬の治験を成功させて大手にライセンスアウトすることがゴールですし、フィンテックでしたらユーザーを増やして業界ナンバーワンのポジション確立することがゴールになります。このため創薬なら開発力とライセンス交渉力が、フィンテックならマーケティング力や資金調達能力が経営陣に求められます。第二に社長が異なるスキルセットを持った一流人材を創業期に集められるかを重視しています。社長が集めた創業メンバーにより、その後集まる社員が決まり、それにより会社の成否が決定されるためです。創業期は信頼関係のある人を集めるしかないので、実はこれは凄く難しいことです。資金調達と戦略に長けた社長、開発力のあるCTO、営業力とマネジメ

ント力のあるCOOなどが典型的な成功パターンですね。IT分野では社長が開発の一流人材を集められず、業務委託メンバーにシステム開発を委託しながら事業を進めるケースもありますが、その場合は会社のカルチャーが営業会社的になり、システムに長けた人が入社しにくく最後まで開発力の弱い会社になりがちです。

注目されるフィンテックの現状

小林 ところで、スタートアップで注目される分野として先ほど触れられた「フィンテック」があります。当該分野については、どのような認識をお持ちですか。

水本 まず、フィンテックとはファイナンスとテクノロジーを融合した造語であり、金融セクターのテクノロジーを使っているベンチャー、スタートアップ全般を指しています。

具体的なサービスを見てみましょう。B to Bの代表例としてfreee（フリー）やマネーフォワードのようなクラウド会計ソフトなどがあります。また、一般的に想像されやすい、銀行や証券会社の機能を置き換えるようなスタートアップは、どちらかといえば最近出始めた領域であり、B to C系のサービスのほうが先行してきた経緯があります。分かりやすい例が、Paypayなどの決済サービスです。また、2021年にPayPalに3000億円で買収された後払い決済（BNPL、Buy Now Pay Later）のPaidy（ペイディー）もその一例です。したがって日本のフィンテックサービスの場合はB to Cから見ると分かりやすく、最近少しずつB to Bも出てきているという状況

です。

そして、フィンテックスタートアップは非常に成長していて、想像以上に金融業界で大きな存在感を示しています。理由はいろいろありますが、根本的理由としては、人々のインターフェースが対面からスマホやPCに変わっていく流れが、コロナ禍で加速したことです。旧来型の銀行・証券ではそうしたインターフェースへの最適化に対応するスピード感を維持できない。結果として、その穴を埋める形でフィンテックの新興企業が市場を形成している。もともと金融業界は規制産業なので資本力が重要だといわれてきましたが、テクノロジーとスピード感というスタートアップならではの強みが活かせる環境になってきています。

フィンテック企業 株式会社Yoiのビジネスモデル

小林 ここからは、東大IPCの投資先でもあるフィンテックスタートアップ、株式会社Yoiの代表取締役CEOの宇野様にもお話を伺います。

水本 まず私から株式会社Yoiをご紹介します。Yoiは、「挑戦しようとしているスタートアップに資金が行き渡っていない」「価値を見出されていないスタートアップが多すぎる」という課題を解決するために、未来査定型資金調達プラットフォーム「Yoi Fuel（ヨイフューエル）」の開発と運営を行うフィンテック企業です。ブロックチェーン業界において、金融×ブロックチェーンの経験を積んだ宇野雅晴氏と大森亮氏によって2021年に設立されました。

「Yoi Fuel」とは、デットでもエクイティでもない新たな資金調達方法として注目されるRBF（Revenue Based Finance）のプラットフォームです。

海外ではCapchase（累計調達額：約950億円）やClearco（累計調達額：約682億円）、pipe（累計調達額：約316億円）をはじめとするビッグプレイヤーが市場を牽引しており、エクイティやデットによる調達を補完する役割として、今後は国内でも注目が高まっていくと考えられます。

昨年9月、東大IPCも、One Capital株式会社（本社：東京都港区）ほかとの共同出資を行いました。

小林 まず、Yoiへの出資は、どのように判断されたのですか。

水本 YoiはB to Bのサービスで、スタートアップへの新たな資金調達手段となるRBF事業を行っています。市場環境に目を向けると、RBF自体が日本ではまだ競合がほとんど存在しない一方、グローバルではユニコーン含めスタートアップが何社か出ている領域です。世界ですでに成功している会社は何社もありますが、日本ではプレイヤーがまだいないという、大きな市場が見込める千載一遇のチャンスといえます。日本のGDPは米国の四分の一なので、普通に考えればこの領域で米国にユニコーンが4社あるならば、日本にも1社あってよいであろうという見方です。またテクノロジードリブンという点も大きい。通常の融資というのは紙ベースで人が判断しますが、Yoiはこれをテクノロジーで置き換

えており、加えて、既にそのインフラが完成しています。テクノロジーやインフラといってもデータすなわち数字がなければ何も判断できませんが、freeeやマネーフォワードのようなクラウドシステムや各種決済システムなどをスタートアップや多くの企業が使うようになっています。ゆえに、データが既に整備された状態にあるといえ、これをどう繋ぎこんで活用するか、ということだけをやればいいので、非常に立ち上がりをさせやすい。そこも労働集約的な要素がなく、投資対象として相応しいと判断しました。

さらに、社会貢献性も高く評価しました。われわれはスタートアップ支援を行っているわけですが、YoiのRBFはまさにスタートアップファイナンス支援なので、テーマ的にも合致しています。東大IPCを含むVCが投資できるスタートアップはまだわずかというのが現状であり、VCのみではその投資の特性からごく一部のスタートアップにだけ資金が渡ることになりかねません。スタートアップのための資金調達方法はもっと多様化させる必要があると考えており、これに貢献できることが投資判断の決め手となりました。

小林 ここからは宇野様にお伺いします。B to BのファイナンスであるというYoiの事業について、まず貴社で行う「RBF」とはどのようなものですか。

宇野 デット（融資）でもエクイティ（株式）でもない、レベニュー・ベースド・ファイナンスという新しい資金調達手段です。通常、企業の資金調達を考えるとときには銀行からの

借り入れか、スタートアップであればVCから調達するかの主に二択になります。この二つの手段は、同じ資金調達でもベースとなる法律が異なり、換言すれば、資金の出し手である投資家のリスクが異なるということになります。株式は戻ってくるかどうか分からないというえに、価値がゼロになる可能性もあってリスクが高い。一方、銀行融資は、もちろん戻ってこないこともあり得ますが、基本的には戻ってくると考えられ、投資家のリスクは低い。顧客から預かったお金を使って融資を行うので、当然それを毀損するわけにはいかないという理屈になっています。

これに対して企業側のコスト、つまり当社や他の調達する側のオペレーションコストについては、株式ではリスクが高いのでしっかりチェックして判断するため、デューデリジェンスのオペレーションコストが高い。一方、融資はある程度は定型化された書類があるため、株式と比べればオペレーションコストは低いと言えますが、それでも審査中に追加で質問や書類を求められることもあり、リソースを取られます。このなかで、RBFは中間くらいの中ドルリスク・ミドルリターンという立ち位置になります。さらに当社ではスタートアップとして資金調達プロセスの円滑化を推進するべく、テクノロジーの力で、資金を受け取る側の企業のオペレーション負荷を極力軽減しており、経営陣が事業にリソースを集中させることが可能です。

小林 テクノロジーに支えられた、YoiならではのRBFはどのようなものですか。

	RBF	借入(銀行など)	株式(VCなど)
株式の希薄化	なし	なし	あり
調達期間	短い	短い	長い
人的工数	小	中	大
個人保証/担保	不要	必要	不要
コスト	中	低	高

Yoil Inc.

宇野 仕組みとしては、未来の売上を現在のキャッシュに変える、将来債権を用いたサービスとなっています。今を基準月としたときに、毎月売上が発生するような事業体質になっている企業に対して、売上の発生する一部分について、当社に債権を譲渡する形にしてもらってその対価を前払いする。これにより、本来予定されるキャッシュフローを前倒しすることが可能になります。

つまり、株式の希薄化を防止しつつ、Stripeやfreeなどの財務データと連携することで、書類でのやり取りは不要、すべてオンラインで完結します。着金までのリードタイムは、審査から調達完了まで6営業日以内です。また個人保証や担保が必要ありませんし、資金調達コストも借入と株式の中間くらいです。

小林 どのようなチーム体制で事業を進めてられましたか？

宇野 創業当初の一年間は、私と共同創業者CTOの大森と2、3名の業務委託で進めていました。創業チームとして弊社が良いと考えている点は私と大森の能力の補完関係がよく機能している点です。大森は、開発力があり数理モデルへの理解も深いテック人材で、開発とリスクモデル一般を任せています。私は、ビジネス創出、オペレーション、法務周りに強みがあります。

フィンテックのビジネスをやる時に必要になるのが技術、ビジネス、法務の掛け合わせなので、創業者の二人で上手くカバーできていると思っています。また、我々二人は銀行、証券会社といった金融機関出身者ではないのですが、だからこそそ外部的視点で従来金融を見つめ直し、プロダクト、テクノロジードリブンでビジネスを考えてサービスを設計できていると考えています。

チームは、初期からグローバル展開を意識して作っています。創業時から社内公用語を

英語にし、すでにメンバーの半分が外国籍です。これは日本スタートアップがグローバル展開を実施する際の大きな障害となるのが言語であるのではないかという仮説を持っているためです。公用語を変えるというのは、非常に大きな転換コストが発生します。海外展開する時点である程度の規模のスタートアップになっていると推定しており、その時点で社内の人間が英語対応できないとなるとコミュニケーションコストが増大します。弊社のような体制ですと、海外展開時に切り替えコストがかかりません。また、英語化するとリーチできる人材の母数が圧倒的に大きくなるために採用機会が増えるというメリットがあります。

水本さんのおっしゃっていたチーム崩壊に対する考え方ですが、最終的にはカルチャーが大事だと考えており、選考時にスキルセットは見ますが最終的には「カルチャーフィットするか、一緒に働きたいと思えるか」という所に重きを置いています。ですので、素晴らしいスキルセットの人材でも最終面接で断りすることもよくあります。そうすることにより入社後のミスマッチを防げると考えています。

エンジニアチームは現在8名ですが、少数のわりには、役割を細かく分けています。たとえば、お客様のデータをもとに与信モデルを作ったりアップデートをしたりするデータサイエンティスト、お客様がデータを提出するためのプロダクト側を開発するメンバー、その中でもさらにフロントエンド、バックエンド、インフラのエンジニアがいます。最初

からグローバルなチームを想定して、国籍や言語要件にはこだわらず求人を出していました。結果的に集まってくれたメンバーには、海外出身者が多くいます。日本語レベルの要件を設けなかったのがよかったのか、求人募集の際には100名程度の方に応募していただきました。

今後もビジネスとともに組織も大きくしていく必要があると考えています。与信モデルにおいて、年次の会計データを見るだけなら銀行と変わりません。いかにあらゆるデータを見て、判断の材料にできるかが重要ですから、その実現のためにも組織の拡大は避けて通れません。あとは社内オペレーションや与信の自動化も、実際にやってみると結構難しく、事業の内容から法律まで、ケアしないといけない部分が予想以上に多いんです。ただ、わたし自身はそういったことを考えながらとても楽しく感じています。同じように、この事業におもしろみを感じてくれるようなメンバーを今後も集めていきたいですね。

小林 RBFは、具体的にどのような企業が利用されているのですか？

宇野 当社のクライアントには、SaaS（Software as a Service）企業やD2C（Direct to Consumer）企業など、いわゆるサブスクリプションやリカーリングといわれる継続課金企業が多くいらっしゃいます。こうしたビジネスモデルでは、当初CAC（顧客獲得費用、Customer Acquisition Cost）がたとえば15,000円かかるのに対して、MRR（月次経常収益、Monthly Recurring Revenue）が

3,000円だったりします。このビジネスモデルの弱点は当初のキャッシュフローにあり、顧客の数だけ赤字が膨らんでしまうため、将来売上を資金化できれば、それを新規の顧客獲得費用に充てることができます。特にスタートアップにとっては、VCによる企業価値算定が期末収益額をベースに行われるため、自社の成長を加速させることにつながります。

企業の理屈としては、たとえばソフトウェアのような商材においても、割引を適用してでも年間契約などを推進し、キャッシュフローの前倒しを図りたいものですが、RBFであれば自分たちでディスカウントを行わなくても、同様の効果を期待できることになります。

小林 実際の手続きはどのように進めているのですか？

宇野 Yoiの強みは未来査定を行うアルゴリズム設計にあります。当社として安全な範囲で、資金提供先の起業家や経営者と同じ未来を見据え、積極的にビジネスをスケールさせるための成長資金の提供というつもりで行っています。そのため決済システムのStripeやPAY.jp、会計システムのfreee、請求システムのboard、ECカートシステムのShopifyなどとのAPI連携や、CSVアップロードにより審査に必要なデータを取得しています。すべてのAPIがつながっている状態が理想的ですが、プラットフォームによってはAPI連携を提供していない場合もあるので、その場合はCSVをもらっています。多少手作業のフローが発生するわけですが、そちらも今後は

高速化する必要があります。審査・分析をふまえてスコア化し、提供可能額や手数料をオファーするという形なので、利子や利息という概念は存在しません。

水本 少し専門的になるので、私からも質問させてください。このRBFが資金調達する側からすると、将来債権を即時に資金化できる点は大きなメリットですが、将来キャッシュフローは、銀行融資や最近増えているベンチャーデットでも考慮されていると思いますが、スピード感の違いということでしょうか。

宇野 銀行融資やベンチャーデットの場合、基本的には三期分の決算書を見て審査が行われることが多いと思いますが、赤字イコール即、要注意先となってしまいます。しかし、いま政府でもスタートアップ等への円滑な資金供給を促す観点から、金融庁で「事業性に着目した融資実務を支える制度のあり方等に関するワーキング・グループ」が設置され審議が進められるなど、資金調達のあり方も見直される機運が出てきており、RBFの考え方はそこには近いと思います。ベンチャーデットは基本的には、新株予約権付の融資という定義になるものだと考えていますが、それを実行するには新株予約権発行手続きをしなければなりませんし、行使されれば株式を渡す形になります。RBFでは新株予約権から利益を得るというようなことはありません。当然、株式の概念が入った瞬間、デューデリコストが高くなるし、スピード感を犠牲にすることにもなるでしょう。その点でもRBF、さらにYoiのほうがAPI連携などの工夫によ

り、そもそもプロセス的に早いところがあるのも大きなメリットだと考えています。

小林 逆にRBFのデメリットはどういうことがありますか。

宇野 デメリットというほどでもありませんが、YoiのRBFは売上をベースとした資金調達の考え方をしているので、たとえば売上がゼロの企業は利用できません。また、売上額を超えた資金提供もできません。その点は、融資やベンチャーデットであれば当然売上がゼロでも利用は可能であるし、売上1000万円の企業が5億円借りるのも信用供与という形で理論上は可能です。あくまで貸し手の判断によるわけですが、そうした金額の制限というのはRBFのデメリットといえるかもしれません。

小林 ところで、RBFの各国での普及の様子はどうですか。

宇野 Allied Market Researchの調査では、世界のRBF市場規模は2019年に\$901M（約900億円、1ドル100円で概算）に達しました。そこから急拡大を続け、27年には\$42.3B（約4.2兆）まで拡大すると予想されています。20年から27年までのCAGR（Compound Average Growth Rate）は61.8%、特にアジア・太平洋地域のCAGRは65%と、世界で最も高い成長率となる見込みです。さらに当社で地域・国別にRBF市場を調査したところ、2022年時点ですでに世界17カ国で42社の存在が確認できました。全てを網羅できているわけではありませんが、たとえば米国では

SaaS企業やEC企業を中心に多数の利用が広がっており、実際にRBFのユニコーン企業も現れています。また、南米やヨーロッパ、アジアでも急速に立ち上がり、成長を見せています。これら全体の8割以上の企業が2019年以降に設立されており、サービスをローンチさせて、2021年あたりに頭角を現しているケースが非常に多いです。この、新興企業の勃興自体が、市場需要を証明しているといえるでしょう。この市場の勢いは、BNPLの広がりを思わせると個人的には感じています。

小林 そのなかで、日本での広がりはどういうふうに見えていますか。

宇野 現状で、世界市場ほどにはRBFが広がっていないのは、単純に認知の問題だと見ています。一般的にはもちろん、スタートアップや経営者自体にもまだあまり知られていません。一方、VCはやはり情報が早いので、よく知られてきているという段階です。そもそも知られていなければ資金調達の際に選択肢にも上がらないので、まずは選択肢として検討してもらえるための、認知を推進していくことが日本のRBF普及には非常に大事だと考えています。そこで当社の目標としては、ここ2年くらいでRBFが選択肢として一般化する程度まで広めていきたいし、十分に可能性があると思っています。実際に今は、VCや当社の顧客企業からの紹介によりRBFの存在を知られることがほとんどであり、関心もニーズも高いので、しっかり認知をとっていけば自ずと広がっていくと期待しています。

水本 Yoiiでは戦略的にVCとのパートナーシップを推進しており、弊社も名を連ねていますが、そのプログラムの進捗はどうか。

宇野 2022年9月から開始している「ベンチャーキャピタルパートナープログラム」は、当初の14社から、5ヶ月で30社にまで提携先を増やしています。VCごとに多少の温度差はありますが、「挑戦しようとしているスタートアップに資金が行き渡っていない」「価値を見出されていないスタートアップが多すぎる」という課題をしっかりと共有できているVCも多く、かなり積極的にスタートアップを紹介していただけている状況です。今後はさらに、VC向けや投資先スタートアップ向けのセミナー企画など、推進策をブラッシュアップさせていきたいと考えています。

水本 一方で、世界的な不景気の流れを受けて、2022年あたりからスタートアップの資金調達環境が鈍化しつつあります。株式での調達が厳しくなると、デット系の調達が盛り上がるため、ベンチャーデットやYoiiのようなRBFが日本でも注目されてきたといえるでしょう。日本と海外とではそもそも、直接金融や融資、ベンチャーデットの普及率やスタイルなど、かなり違いがあると思われますが、米国やヨーロッパと比べると、日本はRBFが普及しやすい土壌はあると言えるでしょうか。

宇野 まず、RBFもデット系と見なされるので、比較対象が銀行融資などになります。そのときに、日本の銀行金利はこれまでのところ異常な低金利であるために、単純比較で調達コス

トが高いと思う層が一定数いると思われます。このように経済的にコストだけ見て考えるのではなく、調達資金を利用した投資に対するリターンといった費用対効果や、目に見えないコミュニケーションにかかる時間的コストを含めて本来的な判断をしてもらえれば、普及を進めやすいと思います。今はそれが阻害要因になり得る状況です。

一方で、事業者としての観点でいえば、日本の技術環境としてAPIの公開に消極的な傾向があり、その展開には現状として苦労があります。海外では、会計システムや決済システムのAPI連携が非常に盛んで、当たり前に行われているので、カルチャーの転換を促していきたいところです。

水本 Yoiiは融資やベンチャーデットと比較検討されるソリューションだと思いますが、よく言われる議論の1つに、「銀行自身と競合するのでは」「VCと競合するのでは」というものがあります。実際にはどうでしょうか。たとえばYoiiの株主には農林中央金庫や三菱UFJ信託銀行など、既存の金融機関が名を連ね、むしろ応援してくださっていると思いますが、彼らから見て自分たちの競合たり得る存在と認識されないのでしょうか。

宇野 起業するときに、そのあたりの仮説も検討しましたが、結論としては競合しないといえます。

特にVCに対して、Yoiiが競合すると見なされるようなことがあれば難しいのですが、現実にはそうなっていません。銀行の場合も、そのようなVCの考えに近いのではないで

しょうか。

基本的には、2億円の資金を調達したい時にVCから2億円ではなく、VCから1億円、別のデットからも1億円を調達できれば、スタートアップとしては、その時点で株式の希薄化を防ぐことができます。その分、次のタイミングで株式を放出することができれば、手持ちの株式を減らさずにそのまま次のステージに持ち越すことができます。結局、当社のやっているのもそれと同じなので、そこでVCと競合するようなことはありません。VCパートナーシップを組んでいる中でもそうした抵抗は聞かれないので、大丈夫でしょう。

水本 たしかに、弊社はスタートアップ振興に資する意識が高いのですが、他のVCもそうなのかもしれませんね。では、銀行についてはどうでしょうか。

宇野 それも、競合と見なされるような気配は意外とないものだと感じています。そもそも銀行として融資対象にはできないスタートアップが多いなかで、そこに対して当社が将来性をみたうえで資金提供を実施している部分に関しては、競合はしないということでしょう。銀行が求めるのは、スタートアップであればもっとレイトステージで、融資額が数十億円クラスでないと、同様の工数をかけるに相応しないといえそうです。

実際、当社の株主である農林中央金庫や三菱UFJ信託銀行も、新しい資金調達のスキームの1つになるのではという期待のもとで応援してくれています。

ベンチャーデットの必要性

水本 ベンチャーデットの必要性や導入タイミングは、スタートアップの経営者としてどのように考えていますか。

宇野 面白い仕組みだと思って見ていますが、スタートアップのなかでもシリーズAやBなどのステージにある、マーケットに適した商品やサービスを提供できている、PMFしているフェーズがそのタイミングだと思っています。なぜなら、ベンチャーデットで資金提供者が新株予約権をもらうということは、仮に何かしらデフォルトのようなイベントが起こっても、新株予約権を行使して売却することによって回収できるとか、全体のポートフォリオのなかで他が潰れても、新株予約権を保有している分が相対的に価値が上がって回収できるので、全体のデフォルトリスクを回避できることになるのだと思うからです。しかし、プロのVCでもその見分けが難しいため、シードのスタートアップまで対象としているとデフォルトリスクが生半可ではなくなるので、事実上難しい。また、そもそも株価算定が難しいという問題もあります。その意味では、スタートアップ側からも、新株予約権の価値を伝えづらいという問題もあると思われます。だから、PMFである程度、企業価値を実質的に打ち出し、自分たちの新株予約権に価値がついたタイミングが適していると言えるでしょう。ベンチャーデットは比較的大きく億単位の調達できる傾向にあるので、その意味でもPMF前後のシリーズA以降、B～Cくらいかと思っています。

水本 スタートアップ経営者にとって、ベンチャーデットを使おうと思うのは、どういう場合ですか。

宇野 それは、RBFの利用タイミングと近いと思います。結局、経営をするなかでスケールしていくというのは、売上の解像度を上げていくことに近いと感じています。つまり、自分たちがこの辺りに対してどういうマーケティングをしたら何人くらいの顧客を獲得できるか、営業人員をどうすれば獲得数を増やせるか、実際のリードタイムがどうなっているかといった解像度を上げれば上げるほど、スケールの確度も高くなってくるものです。そして、確度が高いことを実施するのには、エクイティは向かない。そのように、ある程度実現や再現可能性のあることに関しては、株式発行するのではなく、よりリスクの低いデット系の手段を使うのが合理的であると考えます。従来はそれを株式調達によって埋めてきましたが、デジタル技術の発展により、広告費をいくら投入すればどのくらいの顧客が獲得できるかなどの予測が非常に立てやすくなっています。そういうものに対してはベンチャーデットを使うのが適していると考えますし、同様にRBFも勧めたいと思います。

金融機関に対する期待

小林 金融機関によるベンチャーデット、すなわち融資に対して、どのような要望や期待がありますか。

宇野 利用や検討をした経営者によれば、ベンチャーデットでもデューデリジェンスが思いのほか厳しく行われるらしく、挫折しそうに

なったという声も聞かれます。決してデューデリジェンスの大切さを軽視するわけではありませんが、資金調達をしようとするスタートアップ経営者からすれば、着金まで2ヵ月かかるのとすると、その2ヵ月間は不確実な状態で経営をしなければならないことになります。そこを少しでも短縮できるかは経営に直結するので、たとえば工程を減らすような工夫などで、もっと使いやすくなれば便利だと思います。

たとえば、VCにおいて経済産業省と（一社）日本ベンチャーキャピタル協会が標準的に利用可能なDDQ（Due Diligence Questionnaire）を取りまとめたような工夫があると良いでしょう。逆にVCとしては、どのように考えますか。

水本 VCとしては、ベンチャーデットもRBFも含め、デット系ソリューションが普及すればするほど、株式の希釈が防げるので望ましい。しかしその反面、ベンチャーデットではエクイティ性もあるので、最終的に1:1で転換されてしまうと意味がない。やはり転換比率をどう調整していくか、要はストックオプションの割合が2:8か、10:0なのかで違ってくるので、転換比率のコントロールが大事だと見ています。その辺りは、成功モデルとか、投資に対するリスクリターンのデータの蓄積がまだ十分ではありません。だから、デューデリジェンスに時間をかけざるを得ないのだと思います。

その意味では、RBFにも同様のことがいえる気がしており、結局のところデータが蓄

積まれてこないと資金提供の判断は難しいと
思われます。データはどのくらい積み重なっ
てくると、たとえば投資判断の自動化ができ
るものなのでしょう。

宇野 結局、データをどう分析するかの問題な
ので、現時点でもできてはいるといえます。
機械学習を使っていくには、数百件のオーダ
ーなど、ある程度のデータ量が必要になって
きますが、それ以前でも、たとえば統計的な
モデルや、人間の今までの経験を統計的に解
析したうえでモデルに落とし込む手法であれ
ば、少ない数でも問題はありせん。あとは
どこまで正確性を追い求めるか、それ次第と
いえます。

水本 ベンチャーデットにおいても、そうした
システムティックなやり方ができるでしょ
うか。

宇野 それは可能だと思います。新株予約権
の算定をどうするかが問題ですが、物事を複
雑化せずに、たとえば新株予約権の転換割
合などを一定割合に決めてしまえば、それで
プロセスを円滑化できます。

水本 ベンチャーデットでは、手数料の分を新
株予約権でもらうことにする、という考えに
するわけですか。それが何割かを決めてしま
い、あまり個別にカスタマイズするよりは、
シンプルにルールを決めてしまえばいいとい
うことですね。

宇野 そのとおりで、あとは、やらないことを
決めることも重要で、おそらくデューデリジ
ェンスの工程のなかには省略できる部分もあ
るように思います。投資に当たって調べ尽く

したい気持ちは分かりますが、その調べるポ
イントがどれだけ投資成績やデフォルトに影
響するかを考える必要があるのではないでし
ょうか。当社では、RBFの審査工程において、
削れるものがないかを積極的に考えるように
しています。

スタートアップ企業への期待

小林 最後になりますが、水本さんが投資家と
してスタートアップ企業に期待することは何
ですか。

水本 シンプルに言ってしまえば、起業家には
ぜひ「やりたいことをやってほしい」という
ことになります。効率よくお金を儲ける方法
は誰でも考えられるので、多くの人がやって
いることですし、論理的に説明できるので競
合も参入しやすい。それに対して、その人の
持つ原体験や強烈な思いというのは、多く
の人が同じものを持ち得るわけではなく、ま
た、必ずしもすぐ事業化やマネタイズができ
るわけでもなかったりします。だからこそ、
それが上手く進めば真のオンリーワンになる
かもしれず、結果としてGoogleなどのように
超巨大な会社に成長する可能性があるといえ
ます。また、VCとしてよく受ける質問に「ど
ういうビジネスなら資金調達できますか」と
いうのもありますが、実は資金調達ができる
ようなビジネスを考えることにはあまり意味
はありません。それよりもやはり、やりたい
ことをやるのが先決であり、そのうえで必要
な資金をどう集めるか、というほうが思考の
順番としては大事だといえます。2023年現
在は資金調達市場が非常に悪いため、資金

を集めるということをまず目的にして、次に手法である事業内容を考えるような思考回路に陥ってしまうケースも少なくないですが、市場環境に関わらず、起業家には常に「やりたいこと」を目指して欲しいと考えます。また不思議なことですが、そうした課題感への熱量のあるスタートアップのほうが、実際に成功しやすいように思います。

おわりに

今回は、スタートアップを支援する投資家サイドと、実際のスタートアップ企業の経営者からお話を伺いました。国策としても期待されているスタートアップ企業ですが、事業化し、成長資金を獲得しながら、しかも投資家の期待

にも応えつつ、社会実装していく過程には、いくつもの壁があります。予想しうる壁に対しては、事前に準備することもできますが、予想しえない壁に当たった時、しかも瞬時に決断を迫られた場合には、経営者の判断を支援する各専門分野のネットワークが極めて重要な意味を持ちます。

経営者に求められる問題解決能力は、スタートアップ企業に限らずもちろん必要な要素ですが、今後成長資金を供給する金融機関などにも、アクセラレーターとして従来とは異なる能力が求められています。

我が国経済をけん引するスタートアップのエコシステム構築に向けて、克服すべき課題はまだまだ多いといえそうです。

好評発売中

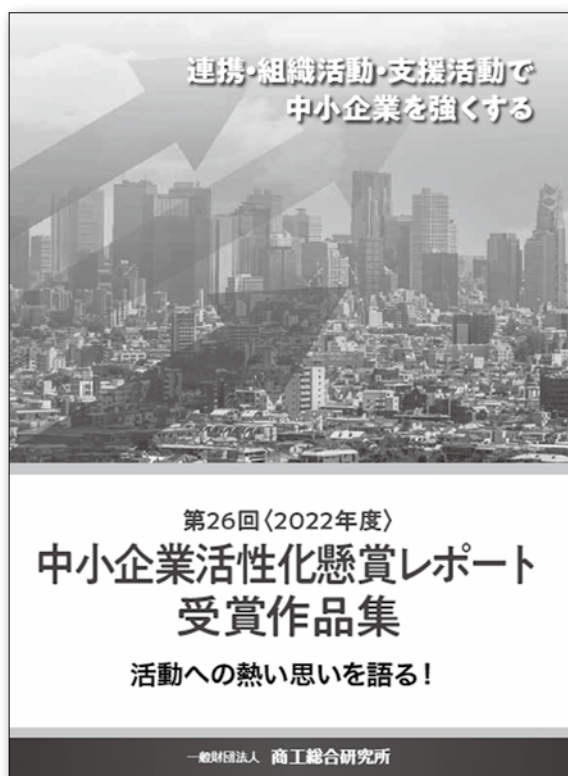
第26回(2022年度) 中小企業活性化懸賞レポート受賞作品集

連携・組織活動・支援活動で中小企業を強くする 活動への熱い思いを語る!

編集・発行 一般財団法人 商工総合研究所

定価 本体770円 (本体700円+税10%)

ISBN978-4-901731-42-3 C2034



☆審査委員長総評

◎特賞受賞作品

- 「商工会が繋ぐ小規模事業者同士の事業承継
—商工会ならではの事業承継とは—」

平野 由香氏
(天草市商工会 主任経営支援員)

○本賞受賞作品

- 「新たなビジネスプレイヤーのための組合活用と
その支援 —スタートアップ組合によるイノベーション
創出への試み—」

中本 浩喜氏
(商工組合中央金庫ソリューション事業部 調査役)

- 「薩摩川内市に『いてよかった!来て良かった!』
と思えるまちを目指して。—全国でも珍しい、
異業種の中小企業が加入し構成している事業協同組合
薩摩川内市企業連携協議会の取り組み—」

宮里 敏郎氏
(事業協同組合薩摩川内市企業連携協議会 事務局長)

——— 全国の書店および当研究所ホームページよりご注文ください ———

一般財団法人 商工総合研究所

URL <https://www.shokosoken.or.jp>

TEL 03(6810)9361 FAX 03(5644)1867

小学生が将来なりたい職業ランキングに “社長”がランクインする国に

佐古 さ や 香

(倉敷ボーリング機工株式会社)
代表取締役社長



ーはじめにー

中小企業はものすごくたくさんあるし、自分が思い立ったら誰でも起業でき、社長にもなれる。しかし現実には、小学生が将来なりたい職業第一位はユーチューバー。社長も近い将来ランクインできないだろうか？社長になりたい人がなれるまでには、様々な協力者が必要である。そんな前向きな起業家・中小企業継承者の良きアドバイザーになっている商工中金さんの各ご担当者にエールを贈りたい。

ー誰でも中小企業の社長になれるー

日本には中小企業が山ほどある。中小企業庁のHPによると、企業全体に占める中小企業の割合は99.7%もある(2016年度)。町に出て「社長!」と声をかけると、あの人も、この人も、その人も、自分の周りにいる人ぐるとみんなが振り返るのではないかと感じるほどの数である。弊社もそんな中小企業の一つであり、よくあるファミリービジネスを営んでいる。

弊社は祖父が1957年に創業し、今年で67年目を迎える。社名の通り、岡山県倉敷の地で、ボーリングという機械加工を行い、中古自動車のエンジンの内径を大きくして、燃焼効率を向上させることを生業にしてきた。高度成長期、コンビナートの石油化学や石油精製・製鉄・電力といった産業向けに、回転部品の保全の一環で、「溶射」という、金属などの粉末材料を高温で溶かして高速で吹き付ける技術により、部品の延命・寸法復元による修理・補修を行うようになった。二代目である父はセラミック溶射皮膜でより部品の長寿命化を、と、技術・研究開発に没頭した。晩年、第三回ものづくり日本大賞優秀賞を受賞したことは自信に繋がった。ここまでの話、戦後に会社を興した創業社長と、父親の会社を継承した長男(二代目)社長の流れ、中小ファミリー企業の姿と言える。そして、三代目は三兄弟姉妹の長女にバトンが渡された。

ー三代目に?ー

私がまだ十代のころ、地元県立高校への登竜門は総合選抜入試だった。受験した1,200人超が4つの内のどこかの高校に進学するという制度で、私は大多数の中の一人の学生であった。その後も県内の大学を卒業し家業に入社した結果、見えている世界の狭いこと、ヒヨコもヒヨコだったに違いない。これはまずいと思ったのか、先代から言い渡されたのは、「海を渡れ」だった。英語が全く話せない私は、たった一人で約15年間、米国で技術研修した。ただ、ここでの学びは大きく、海の向こうの「世界を知る」ことができた私は、「いいえ」という当たり前の自己主張と、なぜかという自分の意見を伝える訓練を、たたき込まれた気がする。そして次の刺激は、「川を上れ」だった。「ビジネスには王道があり、歴史を紐解いてそれを学べ」と

いうもの。その当時、MBAという響きのかっこよさもあり、専門職大学院にて2年弱過ごし、理論武装できたようだ。ということは、海外に行ったり、学問として経営を学んだりすれば、もうこれで、多くの子どもが将来の社長予備軍である。

ー社長になってみてー

私はぐいぐいヒトを引っ張っていくタイプではない。社長になって十数年、やっていることは、「うったてを立てる」こと。どうやら他県では、習字の第一画目を始めるときに筆を半紙に置いて、立派な一画を書くこと、のような使われ方のようなのだが、わが県では、何か物事を始めるときに使うのである。何か新しいことを始めるときに躊躇している状況で、「よし、うったてを立てよう」と言うと、その場が一体となって前向きになれる。子どもの世界では「この指止まれ!」的な、仲間を集めて一緒に遊べる子も、社長の素質があるだろう。

弊社では会社スローガンを毎年掲げているが、『両利きの経営』の両利き（2つ）から更にプラスして、4つの「シンカ」に取り組んでいる。「新化」・「深化」・「進化」・「芯化」である。まるで男児が好きな戦隊物のヒーローが変身するような語呂、「シンカ・シンカ・シンカ・シンカ」のようではあるが、（新）規顧客の創出と、既存顧客の（深）掘りを営業方針に掲げ、ITやAIなど（進）化した技術を生産現場で導入し、先行設備投資をした新規技術を新たな会社での（芯）化ビジネスにすることである。

大きなテーマでうったてを立てることは、その後の成功を妄想してワクワクする。発想力がある子は社長に向いていると思う。

ーつながりが大切ー

社長を続けている心の拠り所は、様々な角度から助言をくれるサポーター、人とつながっていること、である。そして、自分自身の前向きな気持ち、私にとっては、「しなやかさ」と「しぶとさ」が必要であると感じている。

私は4つの社外のつながりを大切にしてきた。1つ目は、岡山県出身の実業家で、京セラの元社長 伊藤謙介氏を囲む会である、おかやまIサロン。「リーダーは語り部たれ」は何度も聞いたフレーズで、そのことが関連しているのか、弊社が昨年作ったキャッチコピーには「ヒトには情熱を」という、ヒトに興味を持って接することの大切さを盛り込んだ。その他には、岡山中金ユース会議で先輩からたくさん刺激を貰い、岡山県ものづくり女性中央会では本気で経営について語り合っている。

「しなやかさ」は、一般社団法人ものづくりなでしこのキーワードでもある。女性らしいしなやかさで、柔と剛を合わせ持って活きる様。少々のことではへこたれない強い気持ちが大切に語られている。全国には製造業できらきら輝く女性社長が多数いる。

「しぶとさ」は「諦めが悪い」イメージをお持ちの方もおられると思うが、少しニュアンスが違う。中学・高校時代、バスケットボール部だったわたしは日々、何度も何度もシュートが決まるまでカットインの練習を繰り返させられた。できた経験を体に覚え込まされた感覚。そんな「しぶとさ」がビジネスで活きる気がする。スポーツでこの「しぶとさ」を体感・共感してきた子も社長になって困難に立ち向かえると思える。

ー結びにー

性別関係なく子ども達が挑戦して、新しい会社を興して欲しい。そして、多くのヒトに社長のバトンを繋いで貰いたい。社長になりたい人が夢を実現し、応援してくれるサポーターと繋がることで、より情熱的に活動意欲が増していく。こんな活気あるサイクルで、中小企業は社会を支えているんだ、と声を大にして言いたい。ますます元気な社会を目指して、地域の中小企業の社長を商工中金さん、サポートお願いします。

サステナブルファイナンスの 「量」の拡大と「質」の向上に向けて

山 崎 剛
(株式会社静岡銀行)
コーポレートサポート部
法人ファイナンスグループ課長



＜持続可能な社会の実現に向けた取り組みを加速＞

現在、人口減少や高齢化といった社会構造の変化に加え、コロナ禍を経てデジタル化や脱炭素化など、産業構造を大きく変革させる動きが加速するとともに、人々の価値観や行動様式も変わり、地域やお客さまが抱える課題やニーズは多様化、高度化しています。

こうしたなか、静岡銀行では、地域の持続可能性向上やスムーズな脱炭素社会への移行をめざし、2020年にTCFD提言への賛同を表明し、2021年4月に、グループ環境方針の改定および特定セクターに対する投融資方針を制定したほか、同年10月には、2030年度までの「サステナブルファイナンス目標」を累計2兆円と定めて取り組んでいます。

また、本年4月に持株会社体制に移行して初となる第1次中期経営計画をスタートし、中計ビジョン「未来へつなぐ新たな価値を創造する課題解決型企業グループ」を掲げ、課題解決力にさらなる磨きをかけるとともに、社会価値と経済価値の両立をめざす指標として、新たに「サステナビリティ指標」を導入しました。この指標の中には、社会インパクト指標として、静岡県内の温室効果ガス排出量の削減率などを設定し、地域とともに脱炭素社会の実現や経済の成長につながるさまざまな施策を展開していきます。

今後も、ESGやSDGsの推進に取り組む地域企業の支援に積極的に取り組むことで、より多くの地域企業に「サステナビリティ経営」を広く浸透させていきたいと考えています。

■サステナブルファイナンス目標「2030年度までの累計実行額2兆円（うち環境関連ファイナンス1兆円）」

単位：億円

	2021年度 目標	2021年度 実績	2022年度 目標	2022年度 第3四半期迄 実績	2022年度 進捗率
サステナブルファイナンス	1,000	1,133	1,150	2,477	215%
うち環境関連ファイナンス	500	547	575	1,077	187%

＜ポジティブ・インパクト・ファイナンスの推進＞

サステナブルファイナンスの一種である「ポジティブ・インパクト・ファイナンス（以下、PIF）は、お客さまの企業活動が環境面・社会面・経済面の側面に与えるインパクトを包括的に分析し、特定されたポジティブな向上とネガティブなインパクトの低減・緩和に向けた取り

組みを支援する融資スキームです。

変化が激しく先行きを見通すことが困難なVUCA時代において、地域の持続可能性を維持・向上させていくためには、お客さまに環境変化への対応を促し、強靱な企業体質づくりを支援することも地域金融機関に求められる重要な役割だといえます。

そこで、静岡銀行では、PIFは、地域企業が将来にわたって成長を続けるために必要なサステナブルファイナンスであると考え、2021年1月、国内の金融機関で初めて、中小企業向けPIFの取扱を開始しました。

これは、地域のシンクタンクである静岡経済研究所と日本格付研究所（以下、JCR）の協力のもと、中小企業向けPIF評価スキームを構築したものです。また、すべての案件で国連環境計画金融イニシアティブ（UNEP FI）が策定した「ポジティブ・インパクト金融原則」に適合しており、環境省がまとめた「インパクトファイナンスの基本的考え方」と整合的であることの第三者評価をJCRから受けています。

2023年3月末時点の実績は、累計で43件・約140億円にのぼり順調に推移しています。

<PIFから始まったサステナブルファイナンスの拡大>

静岡銀行では、より多くのお客さまにSDGsへの取り組みに関心を持っていただくため、損害保険会社と連携してSDGs診断ツールを用いるとともに、PIFで蓄積された「ポジティブインパクト」「ネガティブインパクト」の概念を反映したフィードバックを実施する「SDGsサポートローン」を2021年12月に開発し、お客さまへの提供を開始しています。

また、静岡県信用保証協会と連携してSDGsに取り組む企業を支援する保証制度を開発し、2022年4月から取り扱いを開始するなど、サステナブルファイナンスの「量」の拡大に取り組んできました。こうした積極的な活動が評価され、2022年2月に環境省が主催する第三回「ESGファイナンス・アワード・ジャパン」の間接金融部門で銀賞を受賞し、本年2月の第四回「ESGファイナンス・アワード・ジャパン」では、最高賞の金賞を受賞しました。

<PIFの「質」の向上を通じた伴走支援の実施>

静岡銀行では、PIFを全国に広げるため、他の地域金融機関との情報交換を行うなど、地道な普及活動に取り組んできた結果、PIFの認知度は向上し、現在、他の金融機関を含めて400件以上の実行につながっています（2023年3月末時点、静岡銀行調べ）。

PIFは、ただ実行するだけではなく、特定したインパクトについて、その後の測定ならびにマネジメント（Impact Measurement and Management、以下IMM）の体制強化が重要となります。静岡銀行では、従来から、お客さまが融資実行時に掲げたKPIの取り組み状況を確認するため、1年に1回、対話（エンゲージメント）を通じたモニタリングを実施しています。また、さらなるPIFの「質」の向上を図るため、環境省が実施する「ESG地域金融促進事業」を通じたIMM体制の強化にも積極的に取り組んでいます。

今後も、地域企業のKPI達成に向けて多様なソリューションを提供するなど、お客さまに寄り添った支援を徹底することで、「サステナブルな地域」の実現をめざしてまいります。

実質消費支出

実質消費額は物価水準の変化を調整した消費額で、数量ベースの消費水準に相当する。総務省「家計調査結果」を基に、2人以上世帯の実質消費支出額を2000年=100として指数化したものをみると、2022年の水準は86.1と2000年を下回る。

実質消費の水準を項目別にみると、その動きは4つに分けられる。「家具・家事用品」（家庭用耐久財、冷暖房、家事用消耗品など）は2010年代以降大幅に増加し、2022年の水準は2000年を4割近く上回る。次いで「医療保険」「交通・通信」が増加している。一方、「教養娯楽」「教育」「住居」（家賃・修繕維持費など）「食料」「光熱・水道」は2000年の水準を1割以上下回っている。うち「教養娯楽」はコロナ禍以降の低調推移が目立つ。「被服及び履物」は大幅に減少し、2022年の水準は2000年の半分近くまで落ち込んでいる。

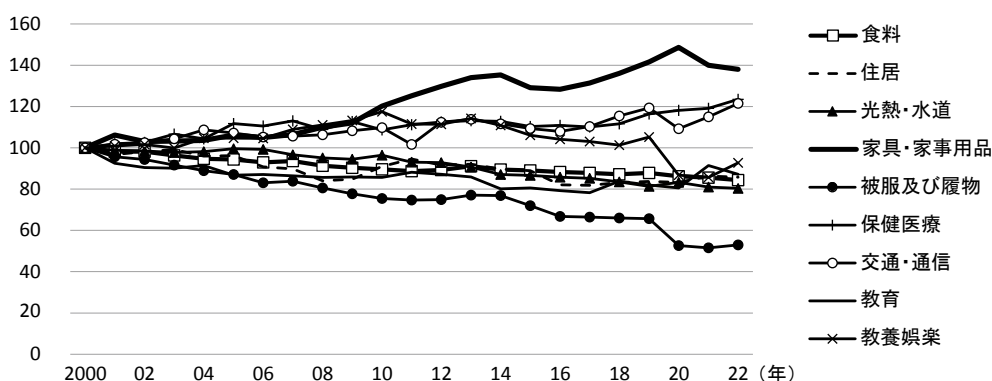
名目値と実質値との差を取ることで物価上昇との関係をみてみよう。名目値>実質値であれば2000年から2022年の間に物価が上昇したことを示し、名目値<実質値であれば物価下落を意味する。消費支出全体では名目値91.7、実質値86.1で名目値（金額ベース）が全体の物価水準は上昇した。下表a/bはGDP統計でいうデフレーター（物価水準）の変化率に相当し、年換算値はいわば年率の物価変動率である。

項目別に名目値と実質値を比較すると、「家具・家事用品」は名目ベースを上回って実質値が増加した。価格が下落するなかで消費数量が高まった。保険医療は名目値と実質値の差が小さい一方、交通通信は主として通信の価格低下の寄与により実質値が増加した¹。「教養娯楽」「教育」「住居」「食料」「光熱・水道」では「食料」と「光熱・水道」において価格上昇によるマイナス効果が大きく、特に後者でその傾向が顕著である。「被服及び履物」は名目値と実質値の差が小さく価格水準に変化は小さいなか、実質値が大幅に減少している。このことは家計がこの分野の消費を数量的に切り詰めたことを窺わせる²。

このように、家計では「食料」や「光熱・水道」の価格上昇で防衛的な消費計画を迫られるなか、「衣」を切り詰めつつ「住」の拡大により生活満足度を追求するスタンスが定着している。

（商工総合研究所 調査研究室長 江口政宏）

項目別実質消費（2人世帯、暦年ベース）



	消費支出	食料	住居	光熱・水道	家具・家事用品	被服及び履物	保健医療	交通・通信	教育	教養娯楽
名目2022年a	91.7	101.0	90.9	113.4	107.5	55.1	129.3	113.2	81.3	82.3
実質2022年b	86.1	84.4	85.8	80.4	138.1	53.0	123.5	121.5	87.2	92.7
a/b	1.06	1.20	1.06	1.41	0.78	1.04	1.05	0.93	0.93	0.89
a/b年換算	1.003	1.008	1.003	1.016	0.989	1.002	1.002	0.997	0.997	0.995

（資料）総務省「家計調査結果」より筆者作成

（注）公表数字は2020=100とする指数であるが、本図では2000=100として再構成した

1 消費者物価指数をみると2000年から2022年の間に通信価格が51%下落した。

2 名目値もほぼ同割合で減っているため低価格品へのシフトより購買数量を減らす選択が中心と考えられる。

中小企業金融統計

(図表1) 中小企業向貸出残高

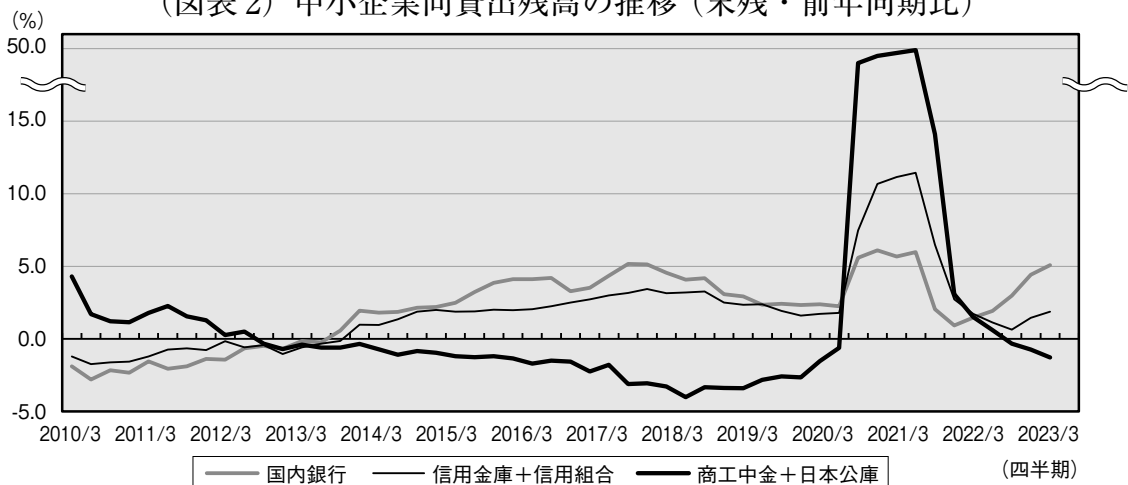
(2022年12月末)

(単位: 億円, %)

			総 貸 出	法人向 (含む金融) (A)	うち 中小企業向 (B)	個 人 向	地方 公共団体向	(B) (A)	中小企業向 (B)構成比	
国 内 銀 行 合 計			5,722,600 (4.4)	3,748,998 (5.3)	2,389,161 (5.1)	1,533,950 (2.8)	297,151 (▲0.9)	63.7	71.2	
中小企業 専門金融 機関	民間 機関	信 用 金 庫	797,101 (1.1)	540,567 (1.4)	540,567 (1.4)	205,847 (0.6)	50,687 (▲0.9)	100.0	16.1	
		信 用 組 合	133,634 (3.9)	133,634 (3.9)	133,634 (3.9)	—	—	100.0	4.0	
		計	930,735 (1.5)	674,201 (1.9)	674,201 (1.9)	205,847 (0.6)	50,687 (▲0.9)	100.0	20.1	
	政府 系 機関	商 工 中 金	96,880 (0.9)	96,870 (0.9)	96,870 (0.9)	7 (0.0)	3 (0.0)	100.0	2.9	
		日本政策金融公庫	中小企業事業	84,414 (▲0.3)	84,414 (▲0.3)	84,414 (▲0.3)	—	—	100.0	2.5
			国民生活事業	110,317 (▲3.8)	110,317 (▲3.8)	110,317 (▲3.8)	—	—	100.0	3.3
			小 計	194,731 (▲2.3)	194,731 (▲2.3)	194,731 (▲2.3)	—	—	100.0	5.8
		計	291,611 (▲1.3)	291,601 (▲1.3)	291,601 (▲1.3)	7 (0.0)	3 (0.0)	100.0	8.7	
	合 計		1,222,346 (0.8)	965,802 (0.9)	965,802 (0.9)	205,854 (0.6)	50,690 (▲0.9)	100.0	28.8	
総 計			6,944,946 (3.8)	4,714,800 (4.4)	3,354,963 (3.8)	1,739,804 (2.5)	347,841 (▲0.9)	71.2	100.0	

- (注) 1. 公表された計数が速報の場合は訂正される可能性がある
2. () 内は前年同月比増減率
3. 特別国際金融勘定（オフショア勘定）にかかる貸出金および中央政府向け貸出金は含まない
4. 「個人」は事業用資金として分別できないものおよび住宅・消費者ローン
5. 国内銀行は銀行勘定、信託勘定、海外店勘定（国内店向け）の合計
6. 国内銀行の中小企業向貸出は資本金3億円以下または常用従業員300人以下（卸売業は資本金1億円または常用従業員100人以下、物品賃貸業等は資本金50百万円以下または常用従業員100人以下、小売業・飲食業は資本金50百万円または常用従業員50人以下）の企業に対するもの
7. 中小企業専門金融機関の法人向貸出（信用組合、日本政策金融公庫は総貸出）を全額「中小企業向」とみなした
8. 日本政策金融公庫国民生活事業は普通貸付（直接接）、中小企業事業は公庫貸付（代理貸付を含む）および設備貸与機関貸付の合計
(資料) 日本銀行「貸付先別貸出金」（日銀HP3月29日閲覧）、全国信用組合中央協会「全国信用組合勘定」（同協会3月29日閲覧）、日本政策金融公庫「業務の概要」（公庫HP3月29日閲覧）、各種資料

(図表2) 中小企業向貸出残高の推移（末残・前年同期比）



(注) 図表1の(注)5~8に同じ

(資料) 図表1に同じ

読者アンケートの結果について

2022年11月から2023年2月にかけて実施しました読者アンケートの結果についてご報告いたします。お寄せいただいたご意見は今後の誌面づくりに活かしてまいります。ご協力ありがとうございました。

○調査概要

調査時点	2022年11月～2023年2月
調査方法	WEB回答、郵送自記入方式の併用
送付件数（郵送方式）	2,044件
回答総数	137件（WEB回答13件、郵送124件）
回収率（郵送方式）	6.1%

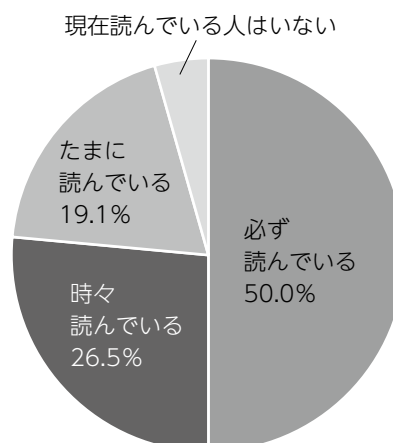
○回答者の所属機関

所属機関	回答数	構成比（%）
官公庁、地方公共団体	22	16.1
金融機関	16	11.7
商工会議所・商工会	13	9.5
中小企業組合	11	8.0
企業・事業法人	10	7.3
業界団体	6	4.4
研究者	20	14.6
その他中小企業支援機関	15	10.9
その他	24	17.5
合計	137	100.0

○調査結果

1. 本誌を読む頻度（n＝136）

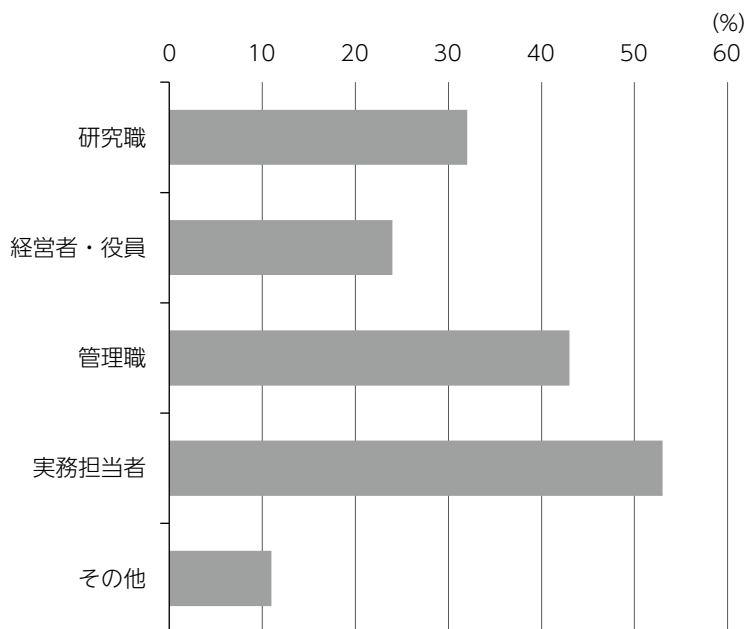
「必ず読んでいる」との回答が最も多く、約半数を占め、「時々読んでいる」との回答を合わせると、全体の3/4を占めています。



2. 読者の職務（複数回答 n=129）

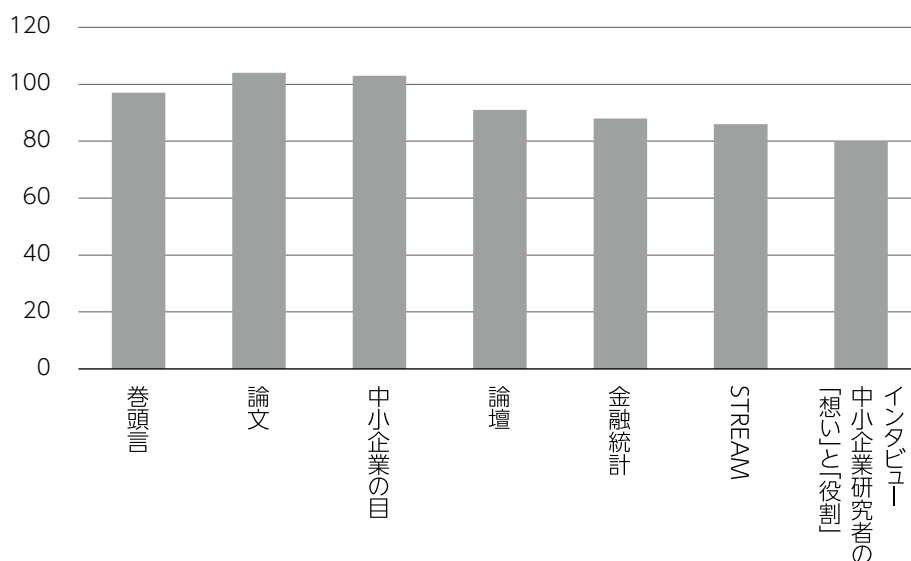
実務担当者が最も多く、管理職、研究職が続いており、幅広い層に大きな偏りなくご覧いただいています。

（注）複数の職務が選択された回答については、それぞれの職務に同数を振り分けている。

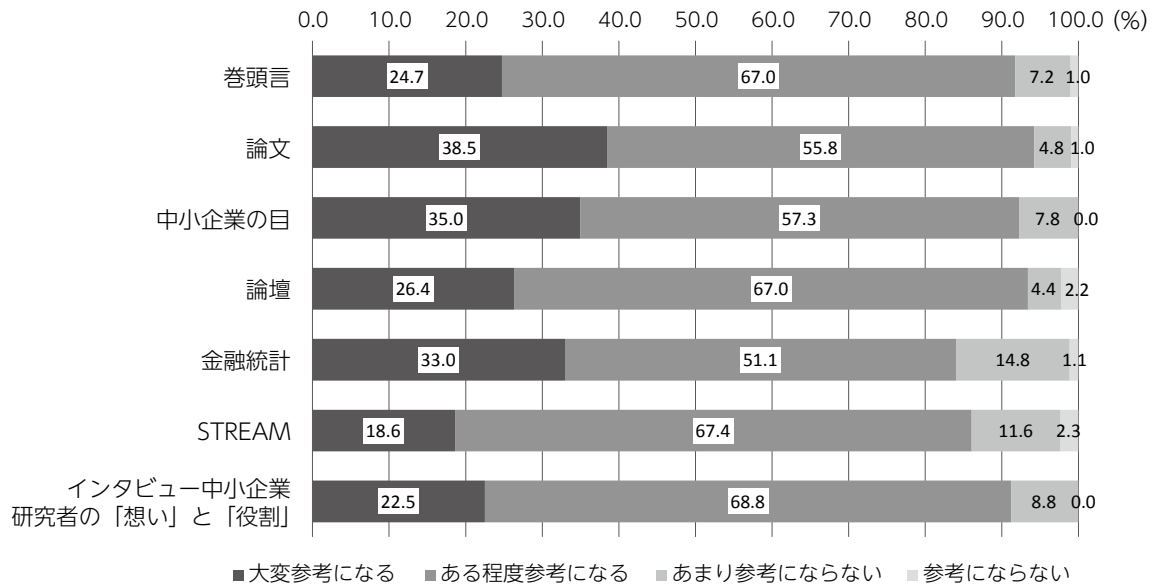


3. 読んでいる記事とその評価 (n=130)

3.1 「必ず読んでいる」、「時々読んでいる」、「たまに読んでいる」と回答した方を対象に、読んでいる記事の内容をみると、「論文」、「中小企業の目」が多く、「巻頭言」、「論壇」が続いています。



3.2 読んでいる記事に対する評価をみると、「大変参考になる」、「ある程度参考になる」を合わせると、すべての記事で8割を超えています。特に「大変参考になる」の割合が高い記事は、「論文」、「中小企業の目」で「金融統計」、「論壇」が続いています。



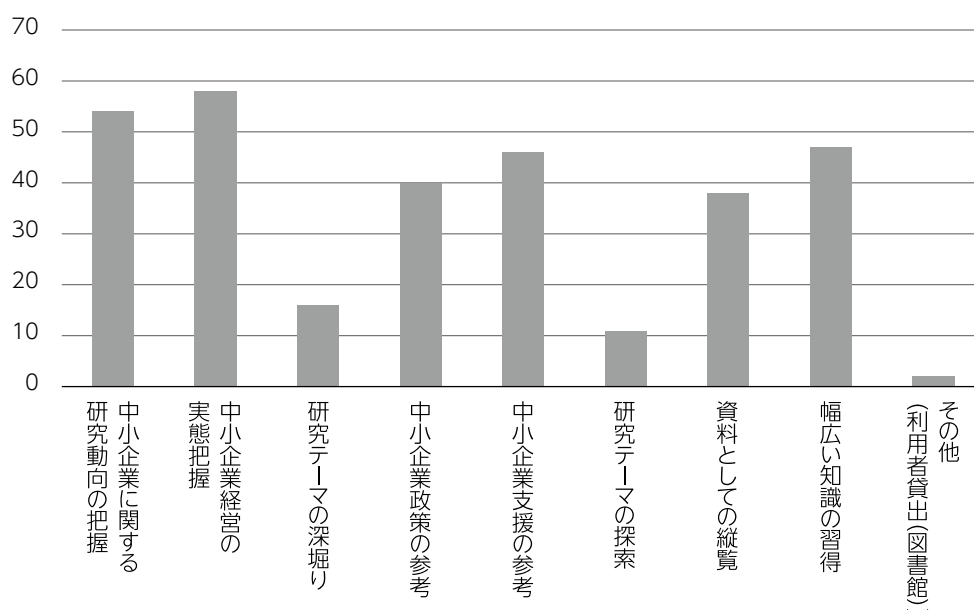
3.3 評価の具体的理由

参考になる、参考にならない、との回答についてそれぞれの具体的理由を記載いただきました。記事別に主なコメントをご紹介します。

- ・巻頭言～「タイムリーなテーマで参考になる」、「高い見識を感じる」といった評価の一方、「興味のあるものが少ない」といった声もありました。
- ・論文～「研究に大いに役立つ」、「研究者目線で分析され、支援担当者にとって新たな気づきを得られる」、「新たな事業転換へのヒントとなる」といった評価の一方、「情報量が多く、理解するのが大変」、「二次情報はヒントになりにくい」といった声もありました。
- ・中小企業の目～「中小企業の『生きた考え方』を知ることができる」、「中小企業支援の参考となる」といった評価の一方、「内容に関心がない」といった声もありました。
- ・論壇～「タイムリーな内容で様々な視点から書かれている」、「中小企業関連のトピックで理解しやすい」との評価がある一方、「論壇としての内容に相応しいか疑問」との声もありました。
- ・金融統計～「中小企業全体のトレンドが把握できる」、「当社の業務に関連している」、「具体的な金融情勢が分かる」といった評価の一方「他にアクセス方法があるから」との声もありました。
- ・STREAM～「研究者の方達の気づきに驚かされる」、「幅広い分野の情報が得られ、知見が広がる」、「読み易いテーマが多い」といった評価の一方「巻末のため気付かない」との声もありました。
- ・インタビュー～「研究と人生を詳しく知れ、参考になる」、「記録の意味でも価値がある」といった評価の一方、「知りたいことと乖離している」との声もありました。

4. 商工金融の活用方法 (n=134)

商工金融の活用方法については、「中小企業経営の実態把握」、「中小企業に関する研究動向の把握」が多く、読者層の構成（実務担当者、管理職、研究職）に対応した回答となっています。



5. 今後掲載を希望する関心の高いテーマ

関心の高いテーマについて、自由記載で回答をいただきました。

「スタートアップ、創業支援」について研究者や地方公共団体から要望があるほか、「事業承継」、「人材育成」といった今まさに中小企業が直面する経営課題について業界団体や金融機関などからありました。中小企業の経営課題とそれに対する処方箋となるような記事の掲載を要望する声が聞かれます。

6. 自由記載欄の主なご意見

「本誌は中小企業をめぐる研究発表の数少ない場となっており、その意義は極めて大きい」、「地味だが大切なテーマを丁寧に論じており、意義は大きい」（大学教授）といった評価がある一方、「学術的であり、現場サイドでも活用できるような紙面構成を希望」、「統計の充実を希望」（支援機関）といった中小企業と接する方々からは活用し易さを求める声もありました。

さいごに

本誌は中小企業研究の専門誌として情報発信を行ってまいりました。今回お寄せいただいた様々な声を参考に、より幅広い執筆者の開拓、調査研究テーマの掘り起こしなどを通じ、読者の皆様のニーズに応えられるよう誌面の充実、情報発信力の強化に取り組んでまいります。そうしたことにより、中小企業者と中小企業研究者、および支援機関など関連団体をつなぐハブとしての役割を果たせるよう努めてまいりますので今後ともご愛読いただきますようお願い申し上げます。

次号 予告 [2023年 6月号]	巻頭言 大手製造業の生産拠点再編とものづくり中小企業 立命館大学経営学部教授 西岡 正
	共同研究論文 (一般社団法人中小企業産学官連携センターとの共同研究論文) 『中小企業の外国人活用』 ～外国人材側のニーズを踏まえた採用・育成・定着への取り組み～ 〔中小企業産学官連携センター〕桜美林大学副学長・リベラルアーツ学群教授 堀 潔 中京大学総合政策学部教授 弘中史子 神戸大学大学院農学研究科博士課程後期課程 中原寛子 名古屋大学環境学研究科社会環境学専攻博士後期課程 侯 賀 〔商工総合研究所〕 調査研究室長 江口政宏・主任研究員 中谷京子
	中小企業目 「世界経済の血流である海運物流」社員と共に、これからも邁進して行きます 菅原汽船株式会社代表取締役 菅原勝利
	論壇 林業・木材産業の可能性 独立行政法人農林漁業信用基金統括理事 吉村 洋
	STREAM 労働力の確保に向けて 商工総合研究所主任研究員 筒井 徹

編集後記

▶4月号に引き続き5月号でも「スタートアップ企業」を特集テーマに採り上げます。4月号では、「アントレプレナーシップ」や、「組織論」の観点から2本の論文を掲載しましたが、5月号では、スタートアップ企業の現場で活躍されている方々に、論文という形式には拘らない生の声を掲載しました。

▶まず中小企業基盤整備機構スタートアップ挑戦支援事業のアドバイザーも務めるアカデミック・ギャングスターの中川社長には、金融資本戦略の視点からスタートアップエコシステムの課題を熱く語っていただきました。

実際の現場で必要とされる経営リテラシーや、アクセラレーションプログラムの重要性など、現場ならではの視点から課題を論じています。また、スタートアップをより身近に感じてもらうために、VCによる資金支援を含めた支援を行う東大IPCの水本氏、およびフィンテック企業の宇野社長からもお話を伺いました。参考になれば幸いです。

▶なお、今年度も引き続き表彰事業を実施します。募集要項は巻末記載の通りです。多数の応募をお待ちしております。

(J小林)

商工金融 2023年5月号(第73巻第5号 通巻858号)

発行日 2023年5月10日

発行所 一般財団法人 商工総合研究所

〒103-0025

東京都中央区日本橋茅場町2-8-4 全国中小企業会館3階

TEL 03(6810)9361(代表)

FAX 03(5644)1867

URL <https://www.shokosoken.or.jp>



印刷所 金山印刷株式会社

(禁無断転載)

新刊書籍のご案内

- 第1章 サステイナブルな社会とは何か、SDGs / ESGとは何か
- 第2章 事業性評価にSDGs / ESGの視点を組み込む
- 第3章 サステイナブル診断Ⅰ～基本タイプ～
- 第4章 サステイナブル診断Ⅱ～応用タイプ～
- 第5章 サステイナブル診断Ⅲ～小規模企業向け～
- 第6章 サステイナブル診断Ⅳ～事業協同組合向け～
- 第7章 建設的対話とは何か、その手法は
- 第8章 サステイナブルファイナンス実現のための情報開示推進について
- 第9章 中小企業がSDGsに取り組むうえでの基本的手法
- 第10章 サステイナブルファイナンスの推進とスマートファイナンスの実践



『中小企業のためのサステイナブルファイナンス』 ～サステイナブル診断と建設的対話手法～

発行：一般財団法人 商工総合研究所
発売：株式会社 同友館
2,500円＋税10%

- ✓ 4つのサステイナブル診断
 - ✓ 13の建設的対話手法
 - ✓ 5つのオリジナル報告様式
- など推進に必要なツールが満載！

サステイナブルファイナンス を推進する金融機関必見の書



〔著者〕
青木 剛 あおき つよし

株式会社 商工組合中央金庫 顧問
一般財団法人 商工総合研究所 専務理事
全国中小企業団体中央会 評議員
公益財団法人日本生産性本部 認定経営コンサルタント
中小企業基盤整備機構 中小企業応援士
1985年 商工組合中央金庫 入庫
以降、下関支店・さいたま支店・仙台支店・神戸支店・東京支店の5つの支店長を歴任
2019年 常務執行役員 営業店のサポートとソリューション推進部門を統括
2021年 商工中金顧問、商工総合研究所顧問に就任。6月から現職。

本書の解説動画は
コチラ! ▶▶▶



〔著書〕
『経営者の条件』（同友館）
『事業性評価と課題解決型営業のスキル』（商工総合研究所）
『事業性評価を起点とする企業価値向上マニュアル』（同友館）

発行元／一般財団法人 商工総合研究所

発売元／同友館

第 48 回「中小企業研究奨励賞」募集

- 募集対象 次の2部門で、2022年8月1日から2023年7月31日までに刊行された、中小企業に関する日本語で書かれた図書または定期刊行物に発表された論文(学術的研究および実務に有用な研究)を対象とします。
- 経済部門 (経済理論、経済政策、国際経済、地域経済、産業論、産業集積、金融、経済史、その他)
- 経営部門 (経営戦略、マネジメント、会計、財務、マーケティング、経営史、その他)
- 応募資格 著者または出版社
- 審査委員 名古屋大学名誉教授 山田基成氏ほか
- 表彰 本 賞：著者へ賞金40万円と記念品
出版社へ表彰額を贈呈します(4点以内)
- *特に優れた作品には特賞として賞金60万円と記念品を贈呈します(2点以内)
*本賞に準ずる作品には準賞として賞金20万円と記念品を贈呈します

第 37 回「中小企業懸賞論文」募集

- テーマ 次の4テーマの中から1テーマを選択してください。
- 産業部門 ①中小企業の新たな国際展開
(視点) 経済安全保障およびコロナ禍を受けたサプライチェーンの再構築の視点等から海外への販売戦略はどう変わるべきか。
②中小企業の事業再構築
(視点) 既存事業の見直し効果と課題は何か、どう進めるべきか。
- 金融部門 ①地域金融のサステナブルファイナンス
(視点) 中小企業のSDGsを推進する上で求められる地域金融機関との対話のあり方
②経営者保証に依存しない融資の広がりが必要な取り組み
(視点) 経営者保証融資からの脱却における課題は何か、また課題解決には何が必要か
*上記の(視点)は一例です。論文作成にあたってはこれに捉われず自由に論じていただいて差し支えありません。
- 応募資格 学生、中小企業関連の実務に携わっている方など、中小企業・中小企業金融問題に関心のある方。グループによる応募も可。但し、経済・経営・金融等の研究者(含む後期博士課程の大学院生)は応募できません。
- 審査委員 一橋大学名誉教授 清水啓典氏ほか
- 表彰 本 賞：賞金30万円を贈呈します(5点以内)
- *特に優れた作品には特賞として賞金50万円を贈呈します(2点以内)
*本賞に準ずる作品には準賞として賞金15万円を贈呈します

第 27 回「中小企業活性化懸賞レポート」募集

- テーマ 次の2部門の活動に関する内容であればテーマは自由です
(以下に例を記載しました。また当研究所ホームページに過去の本賞作品を掲載していますので参考にしてください。)
- 連携・組織 ○事業協同組合、商店街振興組合、企業組合などの組織活動
活動部門 ○農工商連携、産官学連携、企業間連携、異業種交流などの連携活動
- 支援 ○中小企業団体中央会、商工会議所、商工会、中小機構、産業振興機構などの支援機関の活動
活動部門 ○官公庁、地方公共団体、金融機関、信用保証協会による支援活動
○税理士、公認会計士、中小企業診断士、NPO法人などによる支援活動
- 実体験を踏まえた「熱い思い」「やりがい」などが伝わってくるレポートの応募を期待しています。
- 応募資格 中小企業の活性化を目的とした連携・組織活動および支援活動に取り組む方であれば、どなたでも応募できます。グループ、団体でも応募できます。但し、本懸賞レポートで過去に本賞を受賞された方は受賞作品と同一テーマでの応募はできません。
- 審査委員 明治大学専任教授 森下 正氏ほか
- 表彰 本 賞：賞金20万円を贈呈します(10点以内)
- *特に優れた作品には特賞として賞金30万円を贈呈します(1点)
*本賞に準ずる作品には準賞として賞金10万円を贈呈します

各賞とも

- 応募開始: 2023年8月1日(火) ●応募締切: 2023年10月13日(金) 但し、「中小企業研究奨励賞」は2023年9月29日(金)(必着)
- 受賞者発表: 2024年2月に当研究所HPおよび日本経済新聞紙上に発表します。

※詳細は当研究所あて募集要項をご請求いただくか、ホームページでご確認下さい。尚ホームページで最新の本賞受賞作品がご覧になれます。

一般 財団法人 商工総合研究所

〒103-0025 東京都中央区日本橋茅場町2-8-4 全国中小企業会館3F
お問合せは当研究所ホームページ「ご意見・お問合せフォーム」からお願いします
URL <https://www.shokosoken.or.jp/>

商工総合研究所は、商工中金創立50周年記念事業の一環として設立され、中小企業に関する調査研究事業・助成事業・情報提供事業を行っています。

動画
教材

動画で学ぶ 不祥事件・不正防止 Part4

収録事例

上巻: ① 顧客預金の着服 ② 取引先への謝礼要求 ③ 職員による副業
下巻: ④ 顧客個人情報の漏えい ⑤ 退職後の横領の発覚 ⑥ 中途採用者の不正・不祥事

価 格

DVD版: 上下巻 各**44,000円**(税込) / DVD版: 上下巻セット **77,000円**(税込)
※DVD版のほか、社内ネットワーク(データ)版もご用意しております。

「不祥事? うちは大丈夫!」はありません

■YouTube[kinzai(きんざい)公式チャンネル]でダイジェストをご視聴いただけます。
■各事例は6~9分と短くまとめているため、隙間時間でも学習教材として視聴いただけます。



社内ネットワーク版の
お問合せ先

●東京営業本部 TEL 03(3358)0051
●名古屋支社 TEL 052(211)1661

●大阪支社 TEL 06(6222)5291
●福岡支社 TEL 092(761)1511

通信
講座

地域を守るための転廃業支援入門講座

■期 間: 2ヵ月

■テキスト: 1冊

■添 削: 2回

■受講料: 7,700円(税込)

受講対象者

営業店の渉外・融資担当者、
本部関連部署の担当者

主要内容

- 第1章 金融機関に転廃業支援が求められる背景
- 第2章 転廃業支援とは何か
- 第3章 転廃業支援の対応方法
- 第4章 転廃業支援からわれわれが学ぶこと
- 第5章 ケーススタディ

ゼロゼロ融資終了後のもうひとつの
選択肢

民間金融機関による実質無利子・無担保融資(いわゆる「ゼロゼロ融資」)の元本返済の本格化が2023年度に見込まれています。それに伴い、金融機関においても地域の取引先から転廃業支援に関する相談案件の急増が予想されます。
本講座は、転廃業支援を行うにあたって、初学者が、対象企業より聞き取りを行い、本部の担当部署へ繋げる程度の知識を習得することを目的としています。

通信
講座金融機関での
スタートアップ支援の手法がよくわかる講座

■期 間: 2ヵ月

■テキスト: 2冊

■添 削: 2回

■受講料: 9,900円(税込)

受講対象者

本部・営業店職員全般

分冊構成と主要内容

第1分冊 基礎知識編

- ① いま、スタートアップが注目されるのは
- ② スタートアップにおける支援機関と資金調達
- ③ 金融機関のスタートアップ支援
- ④ スタートアップにおける公的支援

第2分冊 応用知識編

- ① スタートアップ・エコシステム構築に向けた金融機関の役割
- ② 金融機関におけるスタートアップ支援の法的留意点
- ③ スタートアップ支援における技術評価
- ④ スタートアップ支援の各種事例

金融行政方針の重要課題であるスタート
アップ支援。

何を、「学び」「行い」「実現を目指す」のか、その回答がここに!

わが国の開廃業率は、諸外国と比べ停滞しています。状況を変えるべく、政府は2022年をスタートアップ創出元年とし、日本にスタートアップを生み育てるエコシステムを創出することを目指しています。そこで注目されているのが、金融機関におけるスタートアップ支援の重要性です。

本講座では、支援に関する必要性や概論、各種諸制度、具体的手法をわかりやすく解説し、金融機関における取組事例も紹介します。

※「地域を守るための転廃業支援入門講座」「金融機関でのスタートアップ支援の手法がよくわかる講座」につきましては、パソコンやスマホ、タブレットで課題の提出が可能なWeb課題にも対応しています。
詳細は右記にてご確認ください。 <https://www.kinzai.jp/manabilitylabo/>

※2023年度の開講分より、当会の通信講座は日本ファイナンシャル・プランナーズ協会AFP/CFP®の継続教育単位の認定講座ではなくなりました。



お申込先

一般社団法人金融財政事情研究会 カスタマー・サービス・センター

【動画教材】TEL03-3358-2891 / 【通信講座】TEL03-3358-2471 〒160-8519 東京都新宿区南元町19

※通信講座の個人受講ご希望の方は、ホームページから直接お申込みいただけます。 <https://store.kinzai.jp/public/top/edu/>

商工総研