

日本の「ユニコーン」不足は バッドニュースか？

歴史的な制度発展の観点から考察

日本のスタートアップエコシステムはこれまでにない関心を広く集めている。トップクラスの人材を惹きつけ、大企業との提携に積極的なスタートアップの躍進が目立ち、一流大学発の技術も活用されている。他方で、「ユニコーン」不足、すなわち評価額が10億ドルを超える非上場企業が日本にはほとんどないことが、国内外から懸念される材料となっている。アメリカの調査会社であるCB Insightsによると、アメリカには117社、中国には73社、イギリスには15社、インドには11社のユニコーン企業があるのに対して、日本ではこれまでのところ2社にすぎなかった。

日本にユニコーン企業が少ないことは、スタートアップのエコシステムが発展していないことを示しているのだろうか。歴史的な観点からみると、ユニコーン企業の少なさ、実は、1990年代後半からの重要な制度変更が奏功し、日本のスタートアップの環境が改善していることを示している。現在、日本のユニコーン企業が1社になっているのも、2018年6月、メルカリが東京証券取引所の小型株取引所「マザーズ」で過去最大の600億円の新規株式公開(IPO)を行ったためである。つまり、日本ではスタートアップのIPOがより容易となり、ユニコーンになる前に上場する環境が整備されているといえる。現在の状況は、ベンチャーキャピタリストが複数の戦略を取ることで、ユニコーンのような成長企業を育てることが可能となるまでに、日本のエコシステムが成長したと考えるべきであろう。

櫛田健児

Kenji Kushida

スタンフォード大学アジア太平洋研究所
リサーチスカラー

日本の「ユニコーン」不足はバッドニュースか？

歴史的な制度発展の観点から考察

日本のスタートアップエコシステムと「ユニコーン」

市場評価が10億ドル以上あり、ベンチャーキャピタルによる支援を受けている非上場のスタートアップ、すなわち「ユニコーン」の動向は、国や地域のスタートアップエコシステムの活力と健全さを表す指標としてしばしば用いられる。ベンチャーキャピタルにより多額の投資を受けてスタートアップ企業が急速に成長できるエコシステム(生態系)が形成されていれば、ユニコーンは大量に育つと考えられている。

ベンチャーキャピタリストは、投資先企業の合併・買収(M&A)やIPOからのリターンを得て、はじめて資金を回収する(エグジット)ことができる。そのため、ベンチャーキャピタリストは高い収益を期待して、既存市場をディスラプト(破壊)して、さまざまな事業分野でパラダイムシフトを起こす新技術を持っているスタートアップ企業を探し求める。一方、買収や公開時の市場評価が高いと見込まれるスタートアップは、ベンチャーキャピタリストによって高く値付けされ、多額の資金を確保することができる。こうした強固なスタートアップエコシステムは、シリコンバレーが作り出され、今でもIT企業を先導し、多くの場合は理想的な姿として描かれる。

Gornall et al.(2015)の分析によると、1974年以降に設立された米国の株式公開企業のうち、ベンチャーキャピタルに支援された会社は、数では全体の42%であり、株式時価総額の63%、雇用者数の38%、研究開発事業費の85%を占めている¹。Apple、Amazon、Google、Facebookは設立当初ベンチャーキャピタルの支援を受けており、今は世界で最も株式時価総額が大きく、多額の現金を保有する企業にまで成長している。GAFAの例は、強固なスタートアップエコシステムによって得られる、最もすばらしいリターンの例だと考えられている。

こうした状況から日本のスタートアップエコシステムの現状を把握しようとする、日本のベンチャーキャピタル業界の産業規模が、アメリカ、欧州連合(EU)や中国に比

べて小さいという点に着目した分析になりがちだ。実際に統計をみると、ベンチャーキャピタル投資の規模の差は確かに存在する。しかし、アメリカ以外のG7先進諸国と比べれば、その差はさほど大きくないことも明らかだ(図表1)。

また、日本にユニコーン企業が少ない(CB Insightsによると、Preferred Networksの1社)ことも、しばしば懸念の材料としてみられている。しかし、本稿ではこうした見方にくみしない。ここでは、日本のスタートアップエコシステムが歴史的な制度発展の観点からみると、着実に進化していることを示したい。

図表1 ベンチャーキャピタルの投資額
(単位：10億ドル)

	2010	2015
日本	1.29	1.11
アメリカ全体	23.52	59.70
シリコンバレー	9.39	27.76
EU	4.26	5.91
ドイツ	0.97	0.87
フランス	0.80	0.84
イギリス	0.79	0.62
イスラエル	0.41	0.65
韓国	0.96	1.78

(注)イギリスは2015年ではなく2014年。
(出所)Venture Enterprise Center, GVCA, BVCA, AFIC, IVC Research Center, KVCAを参照。

シリコンバレーのエコシステムの特徴

「シリコンバレー」は、もはや単なる地名ではなく、経済システムのモデルであり、複数の制度が、それぞれ補完関係を持ってお互いの機能を高めながら成り立っているシステムである。シリコンバレーモデルは、故青木昌彦による比較制度分析における核心的なケースとなっている²。比較制度分析とは、政治・経済をサポートする国家間または地域間の基礎制度を比較するフレームワークがあるが、ここでいう制度は、法律に限らず、社会のさまざまなプレー

本稿は Kushida, K. E. (2018) "Is the lack of "Unicorns" in Japan good news or bad news? -Injecting a historical institutional perspective into debates about Japan's startup ecosystem," Nippon Institute for Research Advancement. を NIRA 総合研究開発機構が翻訳したものであり、文責は当機構が負うものとする。

ヤーがお互いの関係を持つ際に使う共通認識や暗黙のルールなども含んだ概念である。シリコンバレーモデルはさまざまな新しい競争原理の方針を生み出し、モジュール式的设计や製造パラダイム、グローバル生産ネットワーク、プラットフォームの競争など、各地でコモディティ化を加速させた³。特にITプラットフォームは近年の世界トップ企業の原動力となっている。サードパーティの事業者がプラットフォームプレーヤーによって提供されるリソースを活用することで、プラットフォームおよびサードパーティの両者の付加価値が上がり、特にプラットフォームへの恩恵が大きい。プラットフォームはグローバル競争の重要なプレーヤーとして2000年代に登場し、シリコンバレーを中心に多大な利益と付加価値を作り出している⁴。

シリコンバレーモデルの根底にある制度は、(A)ファイナンス、(B)人的資本、(C)産学官連携、(D)産業組織、(E)起業文化、(F)事業インフラの6つである⁵。(A)～(F)はカテゴリーであり、それぞれのシリコンバレーでの具体的な力学は次の通りである(図表2)。

図表2 6つの制度におけるシリコンバレーのエコシステムの特徴

- | | |
|------------|---------------------------------------|
| (A) ファイナンス | ベンチャーキャピタルによるスタートアップ企業のファイナンスおよびガバナンス |
| | 成功した起業家およびスタートアップ企業の初期の従業員に対する高額のリターン |
| (B) 人的資本 | スタートアップのあらゆる段階における高レベルかつ多様な人的資源 |
| | 流動性の高い労働力 |
| (C) 産学官連携 | トップレベルの大学 |
| | 多様かつ多面的な産学連携 |
| | 基礎研究の方針設定における行政の支援的役割 |
| (D) 産業組織 | 大企業および中小規模の高成長スタートアップ企業からなるデュアルエコシステム |
| | 非常に競争的な産業における「オープンイノベーション」と秘密保護とのバランス |
| | 技術的方針と基礎科学の形成における行政の広範な役割 |
| (E) 起業文化 | 失敗の受容(失敗の評価およびモニタリングによる起業家精神の称賛) |
| (F) 事業インフラ | 事業インフラ(法律事務所、会計事務所、顧問等)による法的プラットフォーム |

(出所) Dasher, Harada et al. (2015) より作成。

着実に進化している日本のエコシステム

戦後の日本の制度体系は、日本におけるシリコンバレー型制度の発展を阻害する要因が多かった。上記の6つの制度ごとにもと、以下のような障壁があったといえる。

(A)銀行中心の金融システムがベンチャーキャピタルの余地をほぼなくしていた。(B)終身雇用制度が高度な人的資本を閉じ込めていた。(C)産学官連携は多くの規則に縛られていた。(D)大企業は外部の組織に頼ることなく自社で研究開発に取り組んでいた。(E)起業家は社会的なエリートと考えられていなかった。(F)事業環境と法整備がスタートアップ企業向けに構築されていなかった。

しかしながら、1990年代半ば以降、日本のスタートアップエコシステムは着実に進化したといえる。日本の政治経済が発展していくにつれて、さまざまな制度変更やビジネス環境の変化がスタートアップエコシステムのプレーヤーたちに新たな機会をもたらした。90年代半ばまでの日本のスタートアップエコシステムが直面した構造的障壁の多くは、戦後日本の高度成長時代の経済モデルが成功したが故に存在したもので、それらは2010年頃までには、以下のように様変わりしていった。(A)新しい小型株市場が創出され、ベンチャーキャピタル業界が発達した。(B)大企業の威信が低下する一方、労働流動性が増大した。(C)規制の変更により産学連携がより活発になった。(D)企業はますます「オープンな」イノベーションとスタートアップ企業とのコラボレーションを取り入れ始めた。(E)起業家はこの10年でより称賛されるようになった。(F)法律事務所、会計事務所、行政プログラムなどのビジネス環境が、スタートアップエコシステムを積極的に支援するようになった(図表3)。これらの変化の詳細な分析については、文末脚注に記載のURLの論文を参照されたい⁶。

旧来の日本の経済モデルは核となる各制度が相互に依存して強固なシステムとなっていたため、制度を変更することは難しく、これらの変化は緩やかなものだった。しかし、こうして整理してみると、それぞれの相互補完的な制度が連動して新しい価値基準に移行したとって差し支えないだろう⁷。1990年のバブル崩壊以降30年にわたる日本の経済モデルの進化は過小評価されてしまいがちだが、スタートアップエコシステムの環境は着実に前進していると断言できる⁸。その契機となったのが、小型株市場の創設である。

日本の小型株市場の創設が契機となった

1990年代後半、活発なスタートアップエコシステムを育成したい日本にとって、大きな障壁であったのは、ベンチャーキャピタリストがエグジットする機会、つまり新規

図表3 日本のスタートアップエコシステムの制度進化：シリコンバレー、1990年代および2010年頃の日本との比較

シリコンバレー	1990年代の日本	2010年頃の日本
各制度が補完関係を持つ、強固なスタートアップエコシステム	シリコンバレー型制度発展の障壁	スタートアップエコシステムを促進する変化
ベンチャーキャピタルの金融システム	銀行を中心とした伝統的な金融市場	新小型株金融市場、成長するベンチャーキャピタル業界、独立系ベンチャーキャピタルの台頭
流動的かつ多様な人材、高度技術者	年功序列および長期雇用制度が流動性の低い労働市場を創出しており、優れた人材は大企業や役所が囲い込んでいた。	特にIT業界および外資企業での労働流動性が増大した。大企業での終身雇用の魅力が薄れ、大企業の存続も安泰ではなくなった。
多角的な産学官連携	多数の規制が多角的な産学官連携を束縛していた。	法制度の変更や大学、民間のベンチャーキャピタル、行政の積極的な努力により、大学の技術を活用したスタートアップ企業が生まれるようになり、政府もスタートアップを積極的に応援し、リソースを投入し始めた。
大企業と中小企業の共生および「オープン」イノベーション	大企業の社内研究開発部門は自前主義が主流でスタートアップ企業とのビジネスに対しては無関心だった。	企業がオープンイノベーション、ベンチャーキャピタルファンドへの投資、スタートアップ企業と協業に強い関心を持つようになった。
起業を後押しする社会システム	起業は大企業と行政に比べて地位が低く、事業の失敗は再起が難しいハードルとなっていた。	大企業が競争力の危機に陥るにつれて起業の魅力が高まり、スタートアップ企業の成功例も増え、失敗からの学びが重要視されることで再起可能な風潮になってきた。
専門サービスのエコシステム	スタートアップのエコシステムを支える事業が未発達で、企業からスタートアップ企業へのサポート体制が弱かった。	スタートアップ分野に特化した法律事務所および会計事務所がスタートアップエコシステムを育成し、その成長から利益を上げるようになってきた。

株式公開(IPO)や合併・買収(M&A)の機会が不足していたことだった。とりわけIPOの状況は厳しいもので、企業が株式を公開するまでに平均して何十年もかかった。したがって、IPOのための小型株市場の整備が切実なニーズであった。

こうしたなか、日本の「金融ビッグバン」改革の一環として、新しい証券取引所の創設に関する規制緩和が実施された。1999年に2つの競合する小型株市場が創設され、ベンチャーキャピタリストがエグジットし、リターンを得るに当たり、安定した基礎となった。この2つの小型株市場は現在、東京証券取引所により運営されている。その結果、現在の日本はアメリカよりもIPOの実施が容易となり、日本のベンチャーキャピタルにとっては、エグジット戦略環境が非常に安定的になったといえる(もちろんアメリカでは日本と比べてM&Aが圧倒的に多いので、アメリカではM&Aも安定的なエグジット戦略に含まれるが)。なお、これらの市場の設立および発展の話はそれ自体興味深いものだが、本レポートの範囲を超えるので省略する。

ここで重要なのは、マザーズに上場している企業の規模は、米ナスダックの上場企業の規模よりはるかに小さいことである(図表4)。また、マザーズ上場にかかる実際の費

用は、アジアの他の市場で上場にかかる費用よりはるかに低い。こうしたことから、日本のベンチャーキャピタル業界は、マザーズによる小規模なIPOが可能になって以来、日本でのM&A活動が比較的少ない状況を鑑みて、野球で例えるならば、ホームランではなくシングルヒットを狙う傾向にあった⁹。

図表4 日米の小型株市場でのIPOにおける1社あたり調達額(中央値)

(単位：100万ドル)

	マザーズ/ジャスダック	米ナスダック
2015	3.5(7.6)	75.0(116)
2014	5.7(8.7)	65.0(121.6)

(注)カッコ内は平均値。
(出所)東京証券取引所、ナスダック。

一方で、規模が小さい段階で上場した企業は、その時点からさまざまな株主の声に配慮して安定した成長を追求する圧力がかかり、大きなリスクをとって劇的な急成長を目指すことができなくなってしまう傾向がある。これは日本発の高成長企業から巨大企業になるスタートアップを生む大きな妨げとなっている。これまでの日本のベンチャー

キャピタルは、投資先企業からの安定した収益を目指し、小規模であってもスタートアップ企業にIPOを勧めて、利益を上げる傾向がある。

過去からの大きな進歩としてみる現状の評価

以上でみたように、現在の日本における小型株市場の状況は昔に比べて大きく進歩している。ベンチャーキャピタルは企業に投資してから数十年ではなく、数年以内のIPOにより安定した利益を期待することができる。先の図表4に見るように、日本の小型株市場のIPOの規模は米ナスダックの10分の1以下であり見劣りするようにもみえるが、シリコンバレーと単純に比較するのは尚早であり、歴史的な観点から考察を加えるべきと思われる。日本のベンチャーキャピタルがエグジットとしてIPOやM&Aを期待できずに担保を伴う融資を行っていた2000年以前の頃に比べて、現在の状況は大きく前進している。

こうしたなか、ユニコーン企業であったメルカリのIPOは、日本のスタートアップエコシステムを新たな可能性に導いている。日本のベンチャーキャピタルが大きなIPOを目指し、うまくいったら膨大なリターンが得られるということが実証されたからである。メルカリの大規模な株式公開は、数百万ドルを投資したベンチャーキャピタルに数億ドルの莫大な利益をもたらした。いまや日本のベンチャーキャピタルはホームランを目指すという戦略をとることができるようになったのだ。マザーズは現在、小規模IPOと大規模IPOの両方を支えることができる市場として機能する可能性を示している。日本のベンチャーキャピタルは小規模なIPOだけではなく、より大型のIPOを目指すための前例を得ることができたのだ。

日本でスタートアップエコシステムをより発展させていくうえで、このことは何を意味するだろうか。シリコンバレーの足跡をたどっていくのか、それとも全く違う新しいものを作っていくのだろうか。

制度的な観点からみれば、日本がシリコンバレーとは異なる道をたどっていることはすでに明らかである。小規模なIPOができるということは、ソフトウェアやメルカリなどのマーケットプレイスのように、急成長は見込めない科学技術のスタートアップでも、日本では上場して安定的に成長できるということである。これは間違いなく日本の強みと考えるべきである。再生医療や大企業と協力・連携を必要とするサービス、および製造業などの領域でもス

タートアップエコシステムが成り立つ可能性があり、これらの領域ではより急成長を求められるアメリカに比べて優位性があるかもしれない。アメリカやシリコンバレーではこういった企業がM&Aの対象となることが多いが、買収されたスタートアップは、多くの場合、多かれ少なかれ買収先の企業経営に組み込まれてしまい、かなりの自主権を失ってしまう。IPOを行うスタートアップと独立を保っているスタートアップとでは、かなり異なった形で発展していくのである。したがって、シリコンバレーとは異なる形式の企業が小規模IPOとして日本に現れることが期待される。

同時に、日本では制度的にユニコーン企業を作ることが、日本のベンチャーキャピタルと海外の投資家双方にとって、有効かつ魅力的であろうモデルであることが証明された。拡張性の低いスタートアップは着実にIPOに向かう一方で、規模の大きいスタートアップはユニコーン企業になるべく進んでいくという、複数の均衡点を狙った戦略が共存する可能性がある。この点においては急成長してIPOをするか、M&Aで買収されて独立性を失うシリコンバレーモデルとは大きく異なっている。科学に深く根差すスタートアップが増えるにつれ、これが日本の強みになっていくかどうかはわかるだろう。特に、既存の大企業と共生することで、シリコンバレーに比べたら緩やかに成長する日本のスタートアップが世界のスタートアップエコシステムに貢献できるかもしれない。

【注】

- Gornall, W. and I. A. Strebulaev (2015) "The economic impact of venture capital: Evidence from public companies."
- Aoki, M. (2001) *Toward a comparative institutional analysis*. Cambridge, Mass., MIT Press.
- Baldwin, C. Y. and K. B. Clark (2000) *Design rules*. Cambridge, Mass., MIT Press.
- Borras, M., D. Ernst and S. Haggard (2000) *International production networks in Asia rivalry or riches?* London New York, Routledge.
- Kushida, K. E. (2015) "The Politics of Commoditization in Global ICT Industries: A Political Economy Explanation of the Rise of Apple, Google, and Industry Disruptors." *Journal of Industry, Competition and Trade*.
- Sturgeon, T. (2006) Modular production's impact on Japan's electronics industry.
- D. H. Whittaker and R. E. Cole (2006) *Recovering from success: innovation and technology management in Japan*, Oxford University Press.
- Gawer, A. and M. A. Cusumano (2002) *Platform leadership: how Intel, Microsoft, and Cisco drive industry innovation*. Boston, Mass., Harvard Business School Press.
- Kennedy, M. and J. Zysman (2016) "The rise of the platform economy." *Issues in Science and Technology* 32(3): 61.
- Dasher, R., N. Harada, T. Hoshi, K. E. Kushida and T. Okazaki (2015) "Institutional Foundations for Innovation-Based Economic Growth." Nippon Institute for Research Advancement.
- <http://www.stanford-svnj.org/s/SVNJ-WP-2018-1-Kushida-Abenomics-Third-Arrow-r6de.pdf>
- Aoki, M. (2001) *Toward a comparative institutional analysis*. Cambridge, Mass., MIT Press.
- Vogel, S. K. (2006) *Japan Remodeled: How Government and Industry are Reforming Japanese Capitalism*. Ithaca, NY, Cornell University Press.

- Kushida, K. E., K. Shimizu and J. Oi, Eds. (2014) *Syncretism: The Politics of Economic Restructuring and System Reform in Japan*, Shorenstein APARC.
- 9 Riney, J. (2016) "7 Things Investors & Founders Need to Know about the Japan Startup Ecosystem." Retrieved 2016, June 1, from <http://500.co/japan-startup-ecosystem-founders-investors/>.

櫛田健児(くしだ けんじ)
スタンフォード大学アジア太平洋研究所リサーチスカラー。Ph.D. (政治学) (カリフォルニア大学)。Stanford Silicon Valley - New Japan Project プロジェクトリーダー。専門は政治経済学。



PDFはこちらから

NIRA オピニオンペーパーは、ホームページでもご覧いただけます
<http://www.nira.or.jp/president/opinion/index.html>

NIRA オピニオンペーパー [no.39]

2018年11月9日発行
発行所：公益財団法人 NIRA 総合研究開発機構
発行人：牛尾治朗

※本誌に関するご感想・ご意見をお寄せください。
E-mail: info@nira.or.jp



公益財団法人 NIRA 総合研究開発機構
〒150-6034 東京都渋谷区恵比寿4-20-3
恵比寿ガーデンプレイスタワー 34階
TEL:03-5448-1710 FAX:03-5448-1744

<http://www.nira.or.jp/index.html>