

スタートアップ投資におけるジェンダー・ギャップ

—INCJ 投資先等へのインタビュー調査から得た研究の視点—

Gender Gaps in Investment to Start-ups

—Research Perspectives from INCJ Investee Companies and Female Venture Capitalists—

専修大学 鹿住 倫世

1 はじめに

女性の起業家活動は、商圏や事業規模が小さい、業種が小売業やサービス業に偏っている、成長スピードが遅いといった特徴があるといわれている。しかし、国や地域によっては先端的な分野で急成長するビジネスを立ち上げる女性起業家も存在しており、Global Entrepreneurship Monitor Women's entrepreneurship report 2022/2023 では、「女性の起業家活動をステレオタイプに見るべきではない」として、ポテンシャルのある女性起業家に対する支援の必要性が示されている（GEM2023）。

日本では他の国や地域に比べて、男女合わせた起業率（初期起業活動指数）が低いことが知られているが、起業率の男女差も大きく、男性1に対して女性は0.4に過ぎない。女性の起業率の低さは、エジプトに次いで下から2番目である（GEM2023）。

スタートアップにおける女性起業家の割合はさらに低く、J-Startupにおける女性起業家の割合は9.2%となっている（経済産業省 2025）。事業化や企業の成長において資金調達重要であるが、女性起業家は男性起業家と比較して、資金調達に大きな困難を抱えている（金融庁 2022）。投資家側のアンコンシャス・バイアスや、女性が男性中心の起業家ネットワークにアクセスすることが難しく、必要な情報を入できないことなどが理由として挙げられている（金融庁 2022）。

金融庁（2022）は、ベンチャーキャピタルからの投資を受けたスタートアップ等の企業を運営する多くの女性にインタビュー調査を実施している。その結果から、女性起業家が男性起業家の社会ネットワークに参加することが困難であるため、スタートアップ経営や資金調達に関する重要な情報にアクセスしにくいという状況があぶりだされた。また、投資を審査する側に女性が少ないことも、女性起業家が資金調達において困難な状況に置かれている一因であると指摘されている。

しかしながら、なぜスタートアップ経営者のジェン

ダーによって、資金調達の機会や調達金額に違いが生じるのか、その全体的な構造は明らかになっていない。

今般、主にディープテックスタートアップへの投資を行ってきた INCJ の投資先企業のうち、女性が創業者または経営トップである企業の女性起業家に対するインタビュー調査の機会を得た。同時に、INCJ の女性キャピタリストに対しても、グループインタビューを行うことができた。そこでインタビュー調査によって得られた情報を手掛かりにして、スタートアップ投資におけるジェンダー・ギャップを分析する際の視点を整理することとする。

今回の研究においては、INCJ の投資先のうち、創業者または経営者が女性である企業は3社（うち1社は調査不可能）しかいないため、調査結果を分析して何らかの結論を導出することは困難であった。そこで、今後のスタートアップにおけるジェンダー・ギャップ研究の端緒として、論点整理や分析項目の同定を行い、研究の視点を示すこととする。

2 研究方法

2.1 研究目的とデータ収集

研究対象は、基本的には INCJ の投資先企業のうち、創業者または経営者が女性である企業となる。しかしながら、INCJ の投資先のうち、該当する企業は3社しかいないことから、投資における評価や投資後の企業成長等について統計的にジェンダー・ギャップを分析することはできない。また当該企業に対する投資審査の内容についても、企業が特定されてしまう恐れがあり、個別の評価分析を行うことは困難である。

そこで本研究では、INCJ 投資先企業の女性起業家に対するインタビュー調査（2件）を実施し、創業経緯や事業に対する考え方、経営理念、経営戦略、成長やリスクに対する考え方、企業経営における課題を明らかにし、女性がスタートアップを運営する際に直面する課題について整理する。

また INCJ の女性ベンチャーキャピタリスト 4 名

に対するグループインタビュー調査も実施し、女性キャピタリストから見た女性スタートアップ経営者の特徴、特に事業内容や経営戦略、成長、リスクテイク、資金調達に関する特徴などを整理する。

以上の研究によって、大まかな女性スタートアップ経営者の特徴を把握し、ジェンダー・ギャップを分析する上での論点を整理し、今後、多数のデータを用いて研究を行う際の視点や分析項目を列挙する。

2.2 調査の概要

INCJ 投資先企業の女性創業者・経営者へのインタビュー調査は、2 件実施した。A 社（マテリアル系）代表取締役社長 AA 氏へのインタビュー調査は、他の研究チームとともに 2025 年 3 月 4 日 14:00~16:00 に対面にて実施した。B 社（IT 系）取締役 BB 氏へのインタビューは、2025 年 3 月 7 日 17:00~19:00 に対面にて実施した。主な調査項目は、創業までの学歴、キャリア、創業経緯、INCJ から投資を受けたきっかけ、資金調達時の課題、成長に対する考え、リスクに対する考えなどである。

また、INCJ の女性ベンチャーキャピタリスト 4 名へのインタビュー調査は、2025 年 3 月 5 日 13:30~15:00 にオンライン（Teams）にて実施した。主な調査項目は、INCJ 投資先以外の企業を含めた一般的な女性が経営するスタートアップの特徴（業種、規模、戦略等）、女性起業家のリスク、成長に対する考え方、スタートアップ経営におけるジェンダー・ギャップ等である。

3 調査結果から得られた示唆

3.1 女性起業家の数に関する視点

ディープテック系、IT 系のスタートアップへの投資を行っている INCJ の投資先企業は、候補も含めて女性が経営者である企業が少ない。女性起業家への投資実績が少ないことにより、事業成功（IPO、M&A）に至る起業家の特徴（審査時点での評価ポイント）についてジェンダーによって差があるのかどうか、把握されていないという実態がある。

「女性だから理系が向かないというより、そもそも理系の大学に女性が少ない」（INCJ 女性ベンチャーキャピタリストの言葉。以下、「VC」と表記）状況である。「ライフサイエンス系には女性の研究者が結構いるが、起業する人は少ない」（VC）という現実もある。

理系分野の大学研究者に女性が少ないのは、女性は理系分野の学習や研究に向かないという性差の視点、高等学校の進路指導等における「女性は文系」というアンコンシャス・バイアスによる進路の偏りなどが背景にあると考えられる。なお、女子学生の起業意思、起業態度は男子学生より有意に低いことがわかっているが、その原因は明らかになっていない（鹿住 2024）。

テクノロジー系スタートアップの女性起業家が少なくなることによって、女性研究者にとってのロールモデルが見つからず、起業への意思や態度が高まらないことも原因の一つとして考えられる。

3.2 起業家自身および事業に関する視点

今回調査した 2 件の女性起業家企業は、A 社が CEO 女性（妻）、CTO 男性（夫）、B 社は CEO 女性（妻）、夫は他社（ベンチャーキャピタル）勤務であった。

女性が経営者である場合、「夫が技術、妻が経営、あるいは夫が他のベンチャー企業やベンチャーキャピタル勤務など、同じ業界にすることが多い」（VC）。

理系分野の女性研究者が少ないことから、女性が CTO で男性が CEO という組み合わせは少なく、Google で検索したところ、国内のスタートアップ（シリーズ A 以降）では見つからなかった。

なぜ、テクノロジー系スタートアップにおいて、女性（妻）が CEO、男性（夫）が CTO という組み合わせになるのか。一つは「リーダーは男性が適しており、女性は補佐役」というジェンダー規範に反して、実質的にマネジメントに向いている妻をリーダーに就かせ、夫は研究開発に集中する環境を作るためではないか。また技術知識は豊富であるが、経営には不慣れである男性にとって、よく知らない他人に資金を含めたマネジメントを任せることには抵抗があるのではないか。その結果、経歴もよく知っており、信頼のおける家族である妻に CEO を任せていると考えられる。

CEO が男性、女性にかかわらず、夫婦で取締役を務めている企業には、投資しにくいという意見もある。金融機関では、夫への融資を行う際、妻は保証人になれないそうである。生計を一つにしているからという理由だが、かつての「男性片働きモデル」では女性が個人で資産を保有していることは少なかったため、このような対応をしていたと考えられる。現在は女性も結婚・出産後も仕事を継続する者が増加し、なおかつスタートアップを起業する女性は高学歴であり、取締役等の高職位のキャリアを経験している者も多く、個

人資産を保有していないということは考えにくい。かつてのジェンダー規範に基づく慣習が残っているのではない。

女性経営者のキャリアも、投資評価に影響を与えるポイントである。女性経営者が理系学部出身ではないという点は、投資判断の際に問題となる可能性があるが、そこは女性経営者自身のキャリアあるいはトラックレコードによって補完されている。最近では、有名大学を卒業後、大手金融会社や事業会社に勤務し、さらにスタートアップ等の取締役 (CFO, COO 等) を数社経験しているという女性も見られる。

逆に、女性経営者はこのような「キラキラキャリア」でないと、CEO としての適性を認めてもらえない可能性がある。女性起業家自身もそのように認識しているため、「ハイスpek的なキャリアではない女性は、自信がなく、面接で強く言われると落ち込んでしまう」(VC) そうである。女性起業家は、キャリアやこれまでの起業経験 (トラックレコード) において、男性より期待されるpekが高くなっている可能性がある。

女性のライフイベントと投資判断の関係も看過できない。技術系スタートアップの経営者は 30 代が多く、既婚者の場合、投資後に出産というケースも考えられる。個人差があるので一概には言えないが、経営者の場合、労働者と異なり育児休業が取れない場合もあり、出産後すぐに仕事に復帰せざるを得ないこともある。出産前後に経営に携われない状況が生じた場合、どのように対応するのか。この点は性別によって評価に影響を与える事項であることに留意する必要がある。

経営者の性格について、VC では「信頼性を重視している。また、計画通り事業が進まない場合に、こちらのアドバイスを受け入れる人かどうかも見ている」

(VC) とのことである。ここでジェンダーが問題となることはなさそうだが、投資審査の一環で面接を行う際、女性経営者は感情的になってしまうこともあり、経営者としての適性を問われることもある。「女性同士なら、この人は今、泣いていても、通常は冷静に判断することができるだろう」(VC) と考えることができるが、男性キャピタリストから見て「女性は感情的になりやすく、冷静な経営判断ができないのではないか」というジェンダー・ステレオタイプに基づく評価を行ってしまう可能性もある。

一方、女性起業家は自ら社会ネットワークを構築し、それを駆使して経営や資本政策等に関する専門的な

知識を獲得している状況も見られた。自分にはない技術を持った経営幹部人材も獲得している (B 社)。「わからないことは人に聞く」ということを、躊躇なく行える機動力がある。

実際のスタートアップ経営においては、「アカデミア系の先生方との関係を築いたり、他社とのアライアンスや M&A において、社長だけではなく、年長の人や経験のある人とチームで取り組むことができるかどうか」(VC) であり、男女にかかわらず重視されるポイントである。

以上のような起業家の行動パターンを見る背景には、リーダーシップにおけるジェンダー・ギャップの視点がある。一般的には男性は課題志向的リーダーシップスタイル、女性是对人志向的リーダーシップスタイルをとるというジェンダー・ステレオタイプが存在する。しかしリーダーシップ研究のメタ分析の結果によれば、「(リーダーシップスタイルの) ステレオタイプの男女差は、組織のリーダーを評価した研究では非常に小さい」(坂田桐子 2024, p. 123) そうである。リーダーシップの有効性においても、男女差はほとんどないか、女性のほうが高いという結果が出ている。しかしその背景には、「女性は男性の二倍有能でなければ男性と同じ地位に就けない」ため、実際にリーダーになっている女性は男性より有能だからという事情が含まれている (坂田桐子 2024)。

興味深い結果は、「リーダーシップの訓練を受けていない人々や学生を参加者とした実験室の研究では、(男性が課題志向型、女性が対人志向型というリーダーシップスタイルの男女差が) 比較的大きかった」(坂田桐子 2024, p. 123) という点である。つまり、裏を返せば、訓練を受けていれば、リーダーシップの男女差は少なくなるということである。

スタートアップを率いる起業家は、明確なビジョンを示し、具体的な目標を掲げて組織を引っ張っていくイメージがある。課題志向型のリーダーシップに近いと言えよう。そのため、「男性のリーダーシップスタイルのほうが向いている」というアンコンシャス・バイアス、あるいはジェンダー・ステレオタイプに立った視点から、女性起業家の評価に影響を与えている可能性がある。

3.3 投資側の視点

INCJ 投資先にかかわらず、一般的に女性起業家が経営するスタートアップは、身の回りの課題を解決するような小さな市場、もしくは大きな市場であっても

ニッチ分野を狙うなど、スケールを第一としないターゲットिंगをしていることが多い。成長戦略も堅実、現実的である。一方、男性起業家は初めから大企業との提携や海外進出など大きな目標掲げるが、実現可能性が低いと思われる計画もある。ただ、女性起業家の堅実な成長プランであれば、投資ではなく融資で資金調達可能な規模であり、なかなか投資対象になりにくい。

最近、女性起業家を対象としたピッチイベントも開催されるが、「登壇するスタートアップには『自己実現タイプ』と『IPOを目指すタイプ』があり、前者は成長を意識していない。このタイプは女性が多い。後者のタイプのスタートアップについては、男女の差は感じられない」(VC)といわれている。

ピッチイベントは事業提携や投資を考えている企業向けにプレゼンテーションを行うものであるが、女性起業家が少ないために、「自己実現タイプ」でも多少成長志向であるケースは、登壇させているのではない。数合わせではなく、本人の起業目的や成長プランなどを確認する必要がある。スタートアップの取締役などを経験した若い女性が増加しつつあるので、将来的には「IPOを目指すタイプ」の女性起業家も増加することが予想される。

ただ、「シード期やプレシード期、これからスタートアップを始める人の中では、女性経営者や CFO、COO のほうが(男性より)リスク許容度が低い」(VC)という見方もある。これは、先行研究によれば女性起業家のほうが男性より「失敗への恐れ」が有意に強い(Tezuka 1997)ということと関係していると思われる。そのため、「ミドルステージや、あと 3~4 年で IPO できそうなステージにおいては、男女差は感じられない」(VC) そうである。特に、「スタートアップで働いた経験に乏しいシード、プレシードステージの企業の女性 CFO や COO は、リスクの取り方を知らない。全部、自分でやって責任を取らないといけないと思っている」(VC) 人が多い。キャリアやビジネス経験の違いがリスク許容度にも影響を与えている可能性がある。

4 スタートアップ投資審査とジェンダー

4.1 投資審査に影響を及ぼすジェンダーイシュー

本研究では、先行研究において指摘されている、女性起業家が経営するスタートアップの資金調達額が男性より有意に少なくなっている理由を明らかにす

るため、ジェンダー・ギャップの観点から投資審査に影響を及ぼしていると思われる項目を洗い出した。

- ① テクノロジー系スタートアップの女性起業家の人数が少ないこと
- ② 妻が CEO、夫が CTO といった夫婦で経営を行っていること
- ③ リーダーシップ
- ④ リスク許容度
- ⑤ キャリア
- ⑥ ライフイベント

まず①のテクノロジー系スタートアップを経営する女性起業家の人数が少ない点だが、このことにより、「成功する女性起業家」のモデルが把握できず、男女差と個人差を適切に評価できない恐れがある。女性起業家の人数が少ないこと自体は審査する投資機関とは関係ないが、「女性は文系が得意」といったアンコンシャス・バイアスによって理系分野への女性の進学が妨げられている可能性はある。また女性の研究者が比較的多い分野でも、女性は男性より起業する人が少ない。この点も、投資機関側とは関係ないが、女性起業家のロールモデルがまだ少ないことも影響していると思われる。

②の夫婦で経営しているスタートアップへの評価であるが、これは「男性のほうがリーダーに向いている」というアンコンシャス・バイアスにより、女性起業家への評価が低くなっている可能性もある。また、夫婦で取締役をしている企業への投資を控える傾向があるが、これも生計が同一であるため万が一の時の債務保証が困難であると推察されている可能性があり、「男性片働きモデル」を下敷きとして、女性は個人の資産を保有していないというアンコンシャス・バイアスや性別役割分業観が背景にあると考えられる。

ちなみに、男性(夫)が CEO、女性(妻)が CTO という組み合わせの企業は少なく、女性起業家が CEO である場合に浮上しがちな問題である点も、ジェンダー・ギャップを感じさせる。

③のリーダーシップは、まさにアンコンシャス・バイアスが強い項目である。内閣府の調査においても、職場での性別役割意識において、男性の第2位に「組織のリーダーは男性のほうが向いている」が上がっている(内閣府男女共同参画局 2021)。アントレプレナーシップは男性性が強い活動であるといわれており、そのため無意識のうちに男性がリーダーであることを高く評価する傾向にあるのではないかと。同様に、感情的であるなどリーダーシップにとってマイナス

と考えられる特徴を審査対象の女性起業家が示すと、個人的な文脈も考えず、「女性は感情的で冷静な経営判断ができない」という評価を下してしまう可能性がある。ここにも、ジェンダー・ステレオタイプな視点が背景にあることが予測される。

④のリスク許容度については、「失敗への恐れ」が女性において男性より有意に高いこともあり、男女で差がある項目かもしれない。リスク許容度が低いことが、企画する事業の成長性の低さや堅実性に結びついていると思われる。しかし、他のスタートアップでの取締役経験や大企業でのビジネス経験など、キャリアによってリスク許容度が高まる可能性もあり、ジェンダー・ステレオタイプに見ることは間違った評価を行う恐れもある。

このように、リーダーシップやリスク許容度は、ハイスpek的なキャリアを歩んできた女性起業家においては、あまり問題にならないという特徴がある。その分、女性起業家には男性よりspekの高い「キラキラ」キャリアが求められる可能性もあり、現状では女性取締役等の上位職における女性の比率が極めて低いことから、女性起業家にとって投資を得るためのハードルがかなり高いということが言える。

出産などのライフイベントの影響は、生物学的に女性しか子供を産めないことから、性別によって異なる評価を行う必要性が出てくる。ただ、出産の大変さや体力の回復度合い、仕事への復帰までの日数は人によって異なるので、一律にマイナス要因としてとらえる必要はない。むしろ、女性起業家が出産した場合のサポート体制を充実させる方向で検討すべきではないか。

以上の考察をまとめたのが図1である。投資審査に影響を及ぼす項目のうち、どのようなジェンダー 이슈が関係しているかを整理している。

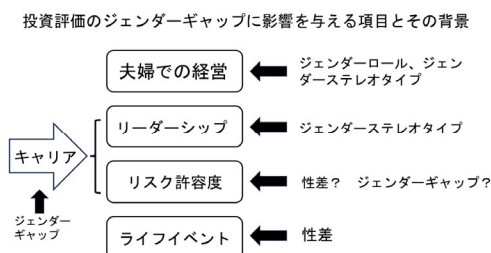


図1

(筆者作成)

4.2 今後の研究に向けて

今回の INCJ 投資先企業の調査では、女性起業家が経営する企業は3社しかなかった。そのため量的調査を行うことは不可能であった。今後、ベンチャーキャピタルや事業会社によるスタートアップ企業への投資におけるジェンダー・ギャップを研究する際には、投資審査する者がどのようなアンコンシャス・バイアスを持っているのかを分析し、そのことと投資決定比率や投資金額、EXIT などとの関係を分析することが必要である。

同時に、リスク許容度のように性差の有無が不明確な項目を今後の研究によって明らかにすることにより、個人差と性差のどちらが強いのかをあらかじめ審査者が理解し、ジェンダー平等な投資審査に資する研究を行っていきたい。

【謝辞】

今般、貴重な調査機会を与えてくださった株式会社 INCJ および、インタビュー調査に応じてくださった4名の女性キャピタリスト、2名の女性起業家の皆様に、心より御礼申し上げます。

【参考文献】

- GEM (2023) 'Global Entrepreneurship Monitor Women's entrepreneurship report 2022/2023'
- 鹿住倫世 (2023) 「日本における女子学生の起業意思の変化ー GUESSS 調査の時系列データからー」『公益財団法人中小企業研究センター年報 2023』 pp.3-15
- 経済産業省 (2025) 「経済産業省における女性活躍推進」(内閣府男女共同参画局 第6次基本計画策定専門調査会 第2回(令和7年1月31日開催) 配布資料2-3
- 金融庁 (2022) 「スタートアップエコシステムのジェンダーダイバーシティ課題解決に向けた提案」
- 内閣府男女共同参画局 (2021) 「令和3年度 性別による無意識の思い込み(アンコンシャス・バイアス)に関する調査結果」
- 坂田桐子 (2024) 『女性リーダーはなぜ少ないのか? リーダーシップとジェンダー』 ちとせプレス
- Tezuka, Hiroyuki. (1997) "Success as the Source of Failure? Competition and Cooperation in the Japanese Economy," *Sloan Management Review*, 38(2), pp.83-93