

第四次産業革命に向けたリスクマネー供給に関する研究会

第7回議事要旨

日時:平成30年3月12日(月) 16時30分～18時30分

場所:経済産業省 本館17階 第1共用会議室

出席者:松田座長、富山副座長、秋池委員、出雲委員、岡委員、仮屋蘭委員、田中委員、星委員、山田委員
みさき投資株式会社 中神様、シニフィアン株式会社 朝倉様、小林様、村上様

討議テーマ:

- ① 企業が IPO 後も継続的に成長していくために必要なことは何か?
- ② 金融仲介機能強化に向けて機関投資家はどうかあるべきか?
- ③ 機関投資家と経営者の対話はどうかあるべきか?

議事要旨:

事務局およびゲストよりプレゼンテーションの後、討議を行った。プレゼンテーション及び委員等からの主な御意見は以下のとおり。

- 近年、上場前の会社が非常に活況な状態にある一方で、上場直後の企業の多くは、色々な課題(経営人材の採用、人員増加に伴う組織の整備、ポートフォリオ経営への体制移行等)に直面している。
- 上場か非上場かという形式的な制度の区分によって、狭間にある上場直後の会社に対するリスクマネーの提供者、事業知見の提供者が手薄な状況にある。このゾーンにだけプロの投資家がないことが、新産業創出のボトルネックになっているのではないか。
- 上場前は、顔の見える VC とマンツーマンで対話出来るが、上場後は投資家や株主が入れ替わるため、株主の顔が見えない中で、手探りで対応する必要がある。
- 上場直後の企業群に対してリスクマネーと経営知見が供給されていない理由は、会社側の投資対象としての難点(浮動株が少ないため株式の取得、売却が難しいこと等)と、サービスを提供する供給側のスキルセット不足・仕組みの不備という点(上場直後の企業の選別が難しいこと等)が考えられる。
- 上場すると支援ができないのであれば、上場のハードルを上げて、ある程度仕上がった会社へののみ門戸を開くという考え方もあるが、高圧的に上場社数を絞ると起業意欲が削がれ、連続起業家やエンジェル投資家数が減少し、日本全体でのベンチャーエコシステムの形成が阻害されるのではないかと考えている。
- 株主資本コストを 7%だとすると、日本の 3/4 の会社における 10 年平均の資本生産性は、株主資本コストを下回っている。資本生産性の山を動かすためにも、色々なタイプのエクイティプレーヤーを増やして、それぞれのスタイルで経営に働きかけていくことが必要である。世界標準の資本生産性を上回る企業、世界水準からは少し劣るが日本においては良い企業、10 年平均しても資本の生産性が極端に低い企業、によって必要なエクイティプレーヤーは変わってくる。
- 資産運用業は、商品特性、制度特性、顧客特性、流通特性により、ベンチャーが生まれ辛く、育ちにくい。また、シードマネーが付くのか、というところが非常に厳しい。
- エクイティプレーヤーの拡大に向けて、「新興運用者育成プログラム」(Emerging Managers Program, EMP)の導入・「投資一任プラットフォーム(ミドル・バック業務のプラットフォーム)」の設立・「各種制度整備」・「『出島』を創る」(海外人材の誘致等)といった打ち手が考えられる。

- 育ててから IPO をさせた方が VC にとって儲かる場合が結構あると思うが、なぜ日本では早く Exit をするのか。
- 日本では、スモール IPO が多く、すぐに IPO をさせてしまうことが、メガベンチャーを生めていない 1 つの大きな理由である。リスクマネーの金額が、シリーズ C、D やユニコーン創出についていけないこと、マザーズには米国のシリーズ C、D のステージで上場できるということ、の 2 つが背景にある。
- 早く上場すると、早い段階で収益化やガバナンス、コンプライアンスに応える必要が生じ、高成長が阻害されていた。一方で、今は上場しなくてもリスクマネーが獲得できる環境が整いつつあるため、グローバル化や目線の高い企業を選択的にユニコーンの形で育て、大きくなってから上場する方法も必要である。
- 日本で大きなベンチャーが育たない理由は、数十億～数百億の資金を供給できるベンチャーファンドがまだ組成されていないことや、日本の投資家でプライシングできる投資家がないためではないか。
- 経営テコ入れは今の延長線上では成長が難しく、違う経営資源が必要である。お金でも事業でも、事業会社が事業パートナーとして入ると成長できるのではないか。
- 伝統的な企業にとっては、ベンチャー企業の情報量が少ないため、良いマッチングができていない。ファンドが間に入り情報を整理したり、一緒にリスクを取って新たな投資をしたりすることになれば良い。
- スタートアップ側と大企業では、事業のスピード感やリスク感覚が異なる。両者の感覚が体感値として分かる人間が介在して、事業提携のアレンジメントをすることが重要。
- 駄目になる IPO 企業の典型的なパターンは、経営者が小規模な IPO で小金を手にして満足する一方で、大株主の VC が Exit しているため、経営のテコ入れが行われられないというパターンである。
- 個人的な感覚として、経営者の約半数は上場が当人のゴールになってしまっている印象がある。もう半数には会社を成長させる意欲があるが、その半数は経営が上手いかず忸怩たる思いを持っている。残りの 1/4 が継続的に会社を伸ばせているように感じる。
- シリコンバレーの HR コミッティでは、チェアマンに VC が座り、外部ボードメンバーと有識者がしっかり議論をして CEO を任命していたが、日本では VC はお金だけでよく、そこまで口を出してくれるなどというケースが多い。日本でも指名報酬委員会、HR コミッティの上手い形の導入が、健全なガバナンスのためには大変重要である。
- ミドル・バック業務を公正中立なプラットフォームとすると、ミドル・バック業務自体を競争力の源泉にして投資をしているようなファンドからすると、民業を圧迫ということにならないか。
- アメリカではベンチャー投資を受けている起業の Exit の 8 割は M&A であるが、日本では M&A の数は少ない。
- 上場前のレイターステージのベンチャー企業を大きく生んで大きく育てるのも重要な方法だが、日本の実情を考えると、小さく生むという現状のスタイルも捨てるべきではなく、2 つのオプションを持つべきである。
- 日本の VC はシードかアーリー向けが多いが、その LP の多くは情報収集を主目的とする事業会社である。アーリーの VC は図らずも事業会社から付託を受けてマネジメント名目でリサーチ事業を行なっているとも言える。年金基金等が LP に入り、リターンに対して厳しい目を持つようになれば、状況は変わるのではないか。
- レイターステージの VC が機能するためには、アーリーからレイトの VC に対し、直接株式を渡すようなセカンダリーマーケットが成立する必要があるが、現実にはアーリーの VC にインセンティブがなく、成立しづらい。
- 会社の状況やステージによって資金需要そのものも異なる。また上場企業のメリットが大きい非上場が良いか等の判断も異なってくる。大事なのは経営者がその判断をできる素地があることと、その判断を可

能にする選択肢を提供できるかが大事である。気を付けなければいけないのは、上場後の基盤が不整備だから安易にレイトステージ VC の資金にしがみつこうという状況を生んでしまうことである。

- ミドル・バックを競争力のコアとするような運用会社はほとんどないと思う。ミドル・バック業務はノンコアな業務なので、社会インフラとする方が、新しい投資スタイルを持つベンチャーが生まれやすいのではないか。
- 一般的にプラットフォームはお金が儲かるため、政府ではなく民間がやった方が良いのではないか。
- プラットフォームは資本集約的なビジネスのため、結果的に社会インフラになる。民業を戦わせて結果残ってくるというやり方もあるし、最初から社会インフラとしてやっていくというやり方もあると思う。
- 新興企業で上場直後の企業は、魅力を世の中に十分に伝えられていない。IR 等々に携わる方々の経験が弱く、そういう人をハイアリングしにくい状態ではないかと思う。
- 日本でも、今東大発のベンチャーをやる人はエリート中のエリートの多国籍軍である。かつての Google クラスの素質を持ったベンチャーをどう育てるかが今後の本当の問題である。この領域では日本は完全な後進国のため、世界のベスト・アンド・ブライテストで始めるくらいのつもりで巻き直した方が良い。
- 上場を控えている企業が一番求めているのは経験である一方、日本では 60 代で経験知もノウハウもピークのところで翌日から何もしないという人がたくさんいる。日本にはそこにプールがあるだろうと思う。
- ロンドンで KYC のユーティリティカンパニーを作ろうという動きや、日本の年金の事務を銀行界で統合した事例を考えると、プラットフォーム化についてある程度政府が支援するのは構わないだろうと思う。
- 海外 IR では、英語で話せるかどうかは、経営者の事業説明の巧拙と同じくらい影響がある。機関投資家と十分なコミュニケーションを取るためには、経営者や CFO には十分な経験と能力が必要なことは明らかであるため、ベンチャー企業は正面から向き合って対応していかなければならない。
- 新興企業の場合、上場前は 100 人以下の規模の会社が多く、その人数規模であれば文鎮型組織でなんとかマネジメントできるが、100 人を超えるとミドルマネジメントを育成し、さらに全体のカルチャーをしっかりと作る必要がある。
- 未上場時代は、ストックオプションの付与に対する会社の裁量が大きく、またエグゼクティブクラスには相応の規模のキャピタルゲインを期待できるような規模感で付与することが可能であり、ストックオプションによる採用力向上が明確に期待出来るが、上場後は上場前と同じような規模感のインセンティブは提供する例は稀であり、アントレプレナーシップのある人が採りづらくなる。
- 大企業に成長していくためには、プロダクトを作り込むだけでなく、ファイナンスや資本市場を理解し、成長に必要なリスクの取り方が勝負を分ける局面が増えてくると感じている。日本のスタートアップ経営者は、理系出身者や IT 企業出身者が多く、ファイナンスや市場経験が少なく、それらの判断が苦手で、選択肢を十分に模索しきれていないのではないか。
- スタートアップには CFO が足りない。銀行を辞めたい人を是非使ってほしい。縮小していく産業や成熟産業から新興産業に流れていくということが、この国の中でおきるべきだと思う。
- アセットマネジャーはサラリーマン的で、保守的である。そこをどうやって仕組みとして変えていくのかは非常に大きなテーマである。
- 優秀な人が金融機関を辞めてベンチャーには行かない一番の問題として、家庭の問題が挙げられる。本人が来ると言っても、翌日家に帰って相談すると駄目だとなってしまう。
- ベンチャーへの転職について、お金の影響も大きいのではないか。例えば、ベンチャーキャピタルから調達したお金から、3 年くらいは支払わないと、金融機関の人間は採用できない。逆に、そうすれば来られるという人はたくさんいるだろうと思う。

- 最近では、上場前に金融機関から転職して CFO などに就任する例が徐々に増えてきているように思う一方、上場後は前述した通り億円単位のインセンティブを付与することが難しく、なかなかハイクラスな人材が採れない。結果、上場前に採れなかった会社はずっと苦勞するというパターンが日本では続いている。

お問い合わせ先：

経済産業政策局 産業再生課・産業資金課

電話：(産業再生課)03-3501-1560・(産業資金課)03-3501-1676

FAX：(産業再生課)03-3501-0229・(産業資金課)03-3501-6079