

第1回スタートアップ・ファイナンス研究会 議事録

日時：2023年11月1日（水）14：00～16：00

場所：オンライン

1. 出席者

委員出席者（五十音順）

有吉委員、磯崎委員、岩谷委員、大櫃委員、加藤委員、郷治委員、作井委員、鈴木委員、長谷川座長、村上委員

経済産業省出席者

吾郷首席スタートアップ創出推進政策統括調整官、亀山産業資金課長、奈良崎補佐

2. 議題

「スタートアップ・ファイナンス研究会について」

「未上場株式市場について」

3. 議事概要

事務局及び一般社団法人新経済連盟からの資料説明ののち、自由討議。

○ 総論

- スタートアップの成長について、上場前から上場後に至るまで地続きで考えたいという研究会趣旨に賛同。
- 成長資金供給のための課題は多岐にわたるもので、できることをしっかりやる発想も重要だが、特に重要性が高いものからメリハリをつけて取り組む必要。
資金供給の可能性を広げるということだけでなく、投資家保護、真にスタートアップの成長に資する資本構造になるのか、市場の公正性や効率性といった観点に配慮すべきであり、むやみに規制緩和を図ることは適切ではない。特に、一般投資家がスタートアップに直接投資を行うことは慎重に検討すべきで、基本的には、投資信託やファンド等のゲートキーパーを通じて行うべき。

○ 未上場株式市場

- ユニコーンを目指す企業と、ローカルスタートアップやソーシャルスタートアップでは、資金供給のあり方は変わってくる。政策的な議論では前者が重要な論点だとは思いますが、社会的意義のある後者についても検討していくべきで、たとえば、株式投資型クラウドファンディングは後者に対する資金供給手段として有用かもしれず、そのような制度として設計を検討すべきではないか。

既にユニコーンとなっているかどうかではなく、将来的にユニコーンとなり得るものであってそれを目指す企業か、そうではない企業かという区分けで考えるべき。ユニコーンを目指すべき企業にとっては小口の株主ではなく、大口の投資家との引き合わせが重要になる一方で、そうではない企業にとっては、必ずしも規模の大小を問わず、株主としてふさわしい投資家がいるのかもしれない。

- 勝ち組の一部のスタートアップと平均的なスタートアップを分ける、あるいは、IT系スタートアップとディープテックを分ける、といった視点を入れないと、各論の対応が異なってくる。

たとえば、現在、成功しているIT系スタートアップのボトルネックは、資金ではなく人材や経営力。そういった会社にとっては、セカンダリーを整備すると、IPOまでの期間を延ばすことができる一方で、アーリーのスタートアップなど、リスクの高い状態でセカンダリーを増やすと、モラルハザードが起き、M&AのEXITを選択しなくなる。M&Aとセカンダリーのバランスが重要。ディープテック系スタートアップにおいては、資金供給が課題。IPOまで時間がかかり、資金調達に苦労するので、セカンダリーの整備や海外の機関投資家と繋げていくまでのハードルは低くなく、最低限国内資金に頼らなくても自走できる実力がつくまで支援できるような国内での資金提供が重要。

- セカンダリー市場について、PTS（私設取引システム）等を利用する話があったが、PTSをビジネスとして成立させるのは、上場株のような、ある程度巨大な市場をベースとするものでも難しい。ただでさえ厳格な日本の金融法制的枠組みの下において、PTSという法的・技術的ハードルが高いシステムで処理するには、日本の未上場株のセカンダリー市場は規模が小さすぎるのではないか。

問題解決には、今の日本の未上場株のセカンダリー市場の構造を考えるのが有意義ではないか。ニーズは主に、①ファンド期限到来に伴い、ファンドが保有している株式を売却する場合、②創業メンバーが辞めた際に株式を売却する場合、③途中退職した際に行使したストックオプションで得られた株式を売却する場合、の3つで、第三者が関わるべきものとしては①が最も大きそうである。

単に取引システムを作れば自動的に取引ニーズが発生するというものではない。開示や監査制度に裏打ちされている上場株と異なり、未上場株式取引には非常に強い情報の非対称性が存在する。「あの株を欲しいな」というニーズが発生しないと取引につながらないが、そもそも知らないものに対してのニーズは発生しようがない。仮にニーズが発生しても、開示資料がないことを補うために、非常に大きなデュー・デリジェンスのコストやノウハウが必要である。

- 特定投資家の認定範囲を広げていくことに賛同。お金を持っている人から成長企業に資金が流れるようにすることは重要。米国で言われているような、金融アドバイザーとファミリーオフィスのクライアントや、上場企業の役員の経験者等も特定知識の経験の条件として加えるなど、できるだけ要件を広げていくことが重要。

日本証券業協会の規則として、未上場株式の勧誘の禁止というものがあるが、もう少し緩和できればと思う。

未上場株式のセカンダリー市場の整備について、賛成ではあるが、少し懸念もある。優れた会社は相対で既に取り引されていて、買い手の付かないような質の悪い会社の株式がセカンダリー市場で流通してしまうおそれがある。これは、セカンダリー市場への信頼を失墜させることになり、証券会社の顧客勧誘のインセンティブもなくなる。そうならないために、信頼を得るまでの間については、IPO直前の会社など、対象を限定して始めていくことが重要ではないか。

株式投資型クラウドファンディングについて、本来、情報劣位な個人投資家が、開示が十分でないスタートアップに投資するというのは、相性が悪いが、そこを集合知で解決していくというのがこの制度。うまく仕組みを広げていくためには、一人あたりの投資上限額を引き上げすぎないことも重要。

- 株式投資型クラウドファンディングについて、一般投資家が容易に売買できるグロース市場ですら閑散としている状況にあって、仕組みの整備だけでは打ち手としては弱い。投資家保護という意味では開示資料の観点も重要だが、個人投資家に対する優遇措置など、何らか踏み込んだ対策を考えてもよいのではないか。
- 株式投資型クラウドファンディングによって資金調達をせざるを得ない企業は、あまり有望な企業ではない。むしろ、そうした企業が、ミドルやレイターステージに進んでいく中での資金需要に対して、特定投資家私募や少数私募等の制度を拡充すべきではないか。

一番大事なのは、セカンダリー市場。民からでも官からでもいいが、セカンダリー市場を育てていくことが極めて重要。

少数私募の募集人数の論点については、むしろ、証券会社による未上場株式勧誘の禁止に関する規定を改めることの方が重要。

- 少数私募の49人のルールについて、個別訪問であればよいという定義も分からないまま、現場の感覚としても形骸化している印象。勧誘した人数ではなく購入者数で区切っていくべきという点は、実務者としても重要と思う。その上で、開示の水準については、上場企業のような書類作成や監査対応を未上場のスタートアップに対して求めるのは非現実的であり、未上場スタートアップの管理体制を勘案しながら、バランスの取れた規制緩和が望ましい。
- 未上場株式市場の資金調達について、スタートアップを正しく導けるVCが入るべきところ、大量の投資家が早い段階で参入してくることは、投資家保護の論点のみならず、スタートアップの意思決定を阻害するという意味でも悪影響があるのではないか。

○ 上場株式市場

- 東証マザーズ指数は指数算出基準日以来、パフォーマンスはマイナスであるが、その内訳をみると力強い成長を遂げている会社が存在している。これらをいかに増やしていくかが重要。
- 魅力あるIPOマーケットにしていくことが重要。その中で、小粒上場の問題が課題。個人投資家の金融リテラシー低さや、のれん償却によるM&Aの伸び悩み、セカンダリー市場が存在しない、アナリストがいない、等の理由で、魅力あるIPOマーケットになっていない。こうした課題の結果、コーポレート・ベンチャーキャピタルのお金も逃げてしまうのではないか。
- 魅力的な大型の上場案件やM&AのEXITの少なさが課題。M&Aという選択肢が選好されず、投資家からのプレッシャーも強いため、小粒で早期に上場してしまおう、というインセンティブが働くことは、スタートアップ・エコシステムにとって良くないと思う。上場維持基準が低く、成長性のハードルがかなり低い。
- スモールIPOばかりではなく必要に応じてIPOまでの距離を大きく伸ばし大きく育ててから上場するというパラダイムシフトが起きているにもかかわらず、それに対応しきれていない部分にギャップが存在している。また、M&Aを増やしていくことも成長の促進、Exitの多様化の観点で重要。さらに、IPO後のスタートアップが大きく成長していくことこそが、IPO前の資金調達環境やガバナンスの引き上げと関係しており、経営力や成長余力の乏しいスモールIPO企業の数が増えるばかりでは、未上場株式市場は改善しない。

黒字がIPOの前提になっており、早い段階からIPOの選択肢を比較するようになると黒字化を前提とした財務戦略や資本政策を目指してしまうことで長期の成長ポテンシャルを損なう可能性がある。実際のレイターの状況を理解してセカンダリーを考えるのが重要で、無暗にセカンダリーの整備を進めすぎ、アーリーフェーズでの活用が悪用されるとモラルハザードやIPOを含めた資本政策に悪影響を及ぼす可能性もある。基本は未上場で大型化するスタートアップに対する対応策を主軸で考えるのが良いのではないか。

IPO後にうまくいく企業ほど資金需要が増えてくるが、用途の大半はM&A。M&Aファイナンスや資本市場ファイナンスの経験が乏しいにもかかわらず、最も難易度の高いことをやらないといけなくなる。内部統制からデュー・デリジェンス、ファイナンスと徐々にレベルが高くなっていくが、ここに対応できる会社は、IPOの審査基準をぎりぎり超える会社ではなく、よりノウハウを蓄積していてガバナンスが効いている会社。内部統制やガバナンスが求められる水準に追い付いていない会社を何とか引き上げる形でIPOしているのが実情。
- 上場維持基準を厳しくすることには賛成。上場後に成長しないような企業にとって、資金の換金場としてIPOすることを防ぐ。
- 適切な上場維持基準の設計について、アメリカのナスダックの例も参考にしつつ、成長性を加味し、流動性の要件を明確化するなど、基準の切り上げを検討すべき。

○ 機関投資家・海外投資家

- 最優先の課題は、機関投資家や海外投資家などの大口の投資家の資金をスタートアップ振り向けることができるかどうか。
- 機関投資家の投資参加意欲について。国内機関投資家は、TOPIX指数をベンチマークとするケースが多いと考えられる。当のTOPIX指数にはこれまで、東証マザーズ市場に上場する株式が含まれてこなかった。ここをどう広げるかという論点があるだろう。
他方で海外の機関投資家は、ベンチマークとして他の株式指数を採用しているケースがある。そうした指数には、東証マザーズ市場に上場する株式が採用されていることがある。このような場合、海外の機関投資家にとって、グロース市場にエントリーする抵抗感が低下しているのではないか。
上場スタートアップが相応の規模と質とに成長することを前提にすれば、我が国株式市場を網羅する株式指数の構成如何によっては、内外機関投資家の東証グロース市場への参加がすすむ余地はあるのではないか。
- マーケットポートフォリオの代理としてTOPIXを使っているが、マーケットポートフォリオとは本来すべての資産を含むポートフォリオなので、マザーズを代表的なインデックスに入れてもおかしくはない。
- 上場後スタートアップの企業価値向上については、いかにして機関投資家に上場時や上場後の早期段階で入ってもらえるかが重要。現状、東証グロース市場は、公開株価は機関投資家によるブックビルディングで値付けされる一方で、機関投資家はブックオーダーできず、投資判断能力が必ずしも十分でない個人投資家向けの市場になってしまっている。この課題を解消し、機関投資家が参入しやすくしていく必要。
- 海外の機関投資家のIPOの目線としては、最低\$3bnともいわれる。現実問題としては日本がその規模に対応できるようになるにはまだ時間がかかるので、それより小さい規模でも有望であれば見てもらえるケースもあるが、本来はその水準。そうすると、その規模に満たないIPOはいずれにせよ想定すべきで、海外機関投資家だけに頼るのではなく、国内でアクティブに投資できるような機関投資家の育成も必要。
- 個人が少しずつ拠出したお金をプロ投資家が正しく出資できるようなLP投資が必要だと思っているが、日本では、年金基金のベンチャーキャピタル出資も限定的で、コーポレート・ベンチャーキャピタルは増えているという話もあるが、依然として、ベンチャーキャピタルの数や多様性は不足している。

○ ガバナンス

- プレシードからレイターの未上場企業の価値向上に関連して、日本においてはベンチャーキャピタルとスタートアップの間の投資契約の慣行に課題があるとされているが、そもそも、日本におけるスタートアップのガバナンスに課題があることに起因してそのような投資契約の慣行が形成されてきたという実態を直視する必要がある。

アメリカなどの海外でベンチャーキャピタルからの投資を受けているスタートアップでは、取締役会の中で会社側の取締役はCEO一人であることが通常で、その他の取締役はベンチャーキャピタルや独立社外取締役といった構成が一般的である。したがって、取締役会の中でしっかりとガバナンスが機能した議論がなされるため、あえて投資契約で会社の重要事項について縛る必要が無い。それに対して日本のスタートアップでは、社外からのガバナンスが十分に機能していないケースが大多数。具体的には、創業者であるCEOやその配下にある会社側取締役が取締役会の多数を占め、ベンチャーキャピタルといった投資家や独立社外取締役は少数派。株主構成を見ても、ベンチャーキャピタルなどの投資家や社外株主は少数派であることが多い。そのような実態を前提に、投資資金が毀損しないよう経営株主や会社をどう規律するかという観点から形作られてきたのがこれまでの日本の投資契約の慣行。こういった実態を踏まえずに投資契約の慣行を否定しようとする、投資資金が毀損されるリスクが高まるだけでなく、そもそも投資資金が流入しなくなりかねない。したがって、現状の日本のスタートアップのガバナンスが適切かどうかを議論することがまず先決。ガバナンスがしっかりしているなら投資契約で細かく縛る必要はない。逆に、ガバナンスが不十分な場合に、投資家の資金を呼び込もうとすると、投資契約の慣行を投資者不利に変更することは難しいことに留意する必要がある。

投資先スタートアップに取締役を派遣しているハンズオン型ベンチャーキャピタルの多くの場合、上場直前にハンズオン支援業務から外れて、上場後いつでも株式売却できるよう準備するのが一般的であった。日本のベンチャーキャピタルの多くでは、IPOがゴールになってしまっているが、真に企業価値の大きなスタートアップを生み出していくためには、IPOした後も含めてVCが支援するプラクティスにしていく必要がある。更には、アメリカの有力ベンチャーキャピタルのように、LP投資家へのリターン分配について、市場売却による現金化によってではなく現物分配によって行うプラクティスも有効と考える。

- スタートアップのガバナンスが特に大事。経営体制が追い付いていない中でIPOの準備をしている。IPOが長期化すると資本構成を入れ替えていく必要があるが、議論をリードできる取締役会体制を中心としたガバナンスが整備されていない状況ではその議論は難しい。また、上場後の企業経営やファイナンスやM&A戦略に必ずしも明るくない創業経営陣だけで、経営体制の入れ替えやM&A、資本政策の判断をしていくのは経験の意味でも、客観的に議論していくという観点でも極めて難しい。IPOが長期化していく中では、ガバナンスと経営力をつけていかなければならない。

シード・アーリーのベンチャーキャピタルと、レイターの機関投資家では明確に利害関係が異なる。これまでは初期投資家と創業者のみがステークホルダーで上場を目指していた。今後は、多様な利害関係を有したステークホルダーの多様化が進むことが想定され、その中で資本基盤の入れ替えも必要。ベンチャーキャピタルの投資契約でガバナンスを利かせるVCガバナンスだけではなく、多様なステークホルダーの利害関係を踏まえた取締役会がしっかり機能するようなガバナンスの必要性も増大していくだろう。

未上場でも、資本基盤やガバナンス基盤を入れ替える交渉ができるような、上場市場にも知見を有したレイターステージのリード投資家が必要。

○ その他

- VCの投資戦略、具体的にはIPO後も保有することや、セカンダリーで積極的に売却するなど、異なる時間軸とリターン戦略を持った多様な投資家が出てくることを期待したいが現状はそうではない。多様性の観点で、IPO後もそのまま残るベンチャーキャピタルがいてもいいが、全て一様にそうなることはデメリットもあり、資本構成を継続保有や入れ替える部分を適切に管理しながら、利害関係でデッドロックが起きないように会社側がハンドリングしていくことが求められるようになる。

スタートアップの経営には、人材や経営力が重要。単に上場基準をクリアするレベルではなく、M&AができるようなCFOが重要。こうした人材の確保に向けては、まず、M&Aが増えることが重要。うまくいかなかったときにM&AでしっかりEXITできることは、CXOクラスにとっても大きなインセンティブになる。また、上場すると責任を伴う。すべてのスタートアップに優秀なCFOはいないので、ポストIPOで伸びそうな会社には優れたCFOを、そうではない会社には、ベンチャーキャピタルが社外取締役の人材を送り込むことで、むやみにIPOを目指さずM&Aなども積極的に検討できる素地を作っていくことがよいのではないかと。

- 売却せざるを得ないとわかっているものは当然、交渉力も弱く、価格は極めて低いものにならざるを得ず、LPを含む多くの組合員の損失につながる。グローバルなプラクティスでは、もちろん投資先が引き続き有望と考えられるファンドに限られるが、LP投資家の決議で了解を取ることができれば何年でも延長できるのがスタンダードであると聞いている。未上場株式には大きな情報の非対称性があるため、初期からの事情を知っている元の投資家(VC)とスタートアップとの関係を強制的に断ってしまうことは、会計上以外の社会的損失も大きいと考えられる。
- スタートアップが上場する前の期間には、監査法人に入ってもらいショートレビューを受けることが一般的だが、その際のレポートが、会社の概要やリスク、財務状況などがまとまった、バランスのとれたフォーマットとして参考になると思う。

以上