

第2回スタートアップ・ファイナンス研究会 議事録

日時：2023年12月5日（火）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

ゲストスピーカー

株式会社マネーフォワード 取締役CFO 金坂 直哉氏
シンプレクス・アセット・マネジメント株式会社 ディレクター 逸見 氏

経済産業省出席者

亀山産業資金課長、三藤総括補佐、奈良崎補佐

2. 議題

- 「スタートアップエコシステムにおける上場市場グロース市場の位置付け」
- 「担い手・役割の拡大に向けた議論の方向性について」
- 「スタートアップの上場後の成長に向けた議論の方向性について」

3. 議事概要

事務局、株式会社マネーフォワード及びシンプレクス・アセット・マネジメント株式会社からの資料説明ののち、自由討議。

○グロース市場の現状

- グロース市場の現状は、上場した後に企業がどんどん成長していく場というよりも、むしろ、投資の単なる出口になっているのではないかと。
- グロース市場はVCのEXITの場としての機能は果たしているものの、それ以外の上場市場の意義というのはまだ十分に果たせていない。政府が掲げている5か年計画のとおり、スタートアップに10兆円の資金を入れていこうとすると、自律的な成長までにもっと多額の資金が必要なスタートアップが多くなるため、上場市場がEXIT以外の機能を果たしていくという

ことの重要性が増していくということを念頭に置く必要がある。

○上場維持基準

- グロース市場に一度上場したら、あとはあまり成長しなくても市場に居続けられる形ではなく、成長を続けられない限りいられないような市場にしないといけない。そうなれば今後上場してくるスタートアップの目線も上がり、クオリティーも上がるのではないかな。
- 上場維持基準において何をメルクマールとして見るかについては、機関投資家に評価されるような会社かどうかという観点から流動性が一番大事であり、そこを厳格にしていくことで上場スタートアップのレベルを上げるのが良いのではないかな。
- 規模が小さい上場企業は、金額面や流動性で機関投資家が投資しにくいと言われているが、加えて、個人投資家中心ゆえに機関投資家とは違う思惑で相場が動く傾向にあることも、投資対象にはなりにくい理由ではないかな。
- スタートアップの中でも、ユニコーンとなり得るもの、数百億円規模くらいが目標となるもの、さらには、企業価値とは別の存在意義があるようなソーシャルスタートアップやローカルスタートアップなどで成長の仕方やニーズも異なり、育成に際して取り組むべき施策も全然違ってくるのではないかな。
- 上場基準を高めていく発想は、ユニコーン育成という観点からはありと思う半面、スタートアップのボリュームゾーンである数百億円を目指すスタートアップ企業にとってはかえって不利益な施策ということになってしまうので、そこを割り切って取り組むのか、従来のスタートアップにも十分配慮するような形で抜本的な取組まではやらないのか、政策的な判断をしなければいけない。
- 当面は、非上場株式のセカンダリー市場の活性化などを進めて、上場以外の非上場株式の換金の機会を拡充した上で、上場基準を高くしていくのが折衷案だと思うが、これも結局虻蜂取らずになってしまう懸念があり、八方美人的な施策は難しい。
- 2023年9月までの東証の市場選択にかかる特例期間中に合併や非公開化などに踏み切った会社も多かった。このように、上場維持基準を厳しくするということは上場企業の再編を促していく特効薬になるのではないかな。
- 成長が期待されているグロース市場において、上場維持を判断するのが10年後というのはちょっと長いなと感じており、例えば5年プラス2年の7年とか期間を短くする、あるいは、プライムには流通時価総額100億円という基準があるが、グロース市場の流通時価総額をその7掛けぐらいの70億円にするとか、金額バーについても引き上げるということが必要ではないかな。それによって海外の投資家に見てもらえるような魅力あるマーケットにしていくということが重要ではないかな。
- 上場基準も、上場維持基準もちょうど低いのではないかなと思っており、魅力的な市場、特にユニコーンを育てていく市場と、いろいろな企業がずっと残れる市場の両立は難しく、現在のグロース市場は両方を取ろうとした結果、市場全体としての魅力がぼやけてしまっていると感じている。

- 上場基準や上場維持基準を大幅に変更するのはなかなか難しいが、流動性の観点で微修正をしていくのがあるのではないかと。ただ、流動性が高い企業でも、機関投資家がちゃんと入り I R をしっかりすることで流動性が高くなっているケースと、個人投資家によって流動性が増えているケースもあるので、見極めも必要ではないかと。
- 成長企業に資金や有能な人材を集めて、成長しない企業が淘汰されることを促し、人材がまた成長企業に移っていく、お金も流れていくことが社会の成長に必要。
- 小規模スタートアップが早期に上場できるということは、I P O で E X I T するような V C から未公開の段階で、より早い段階で資金を集めやすくなる、こういう目的がグロース（マザーズ）市場にあった。
- ところが、成長しない会社でも I P O できてしまうと、V C などは成長しなくても I P O で E X I T できればいいとなり、数少ない V C の貴重なお金がそういう成長しない会社に対して流れてしまうことが起こる。これは成長するような会社資金が集中することに反する。
- 成長する会社だけが I P O をするような仕組みや環境づくりが重要であるが、上場基準を上げてしまうと、未公開のときの成長企業にキャピタルランチが生じてしまい、早い段階でお金が流れない、成長しないような成熟企業だけが上場するという問題も起こりうるため、上場基準だけを上げるということはあまりよくないのではないかと。よって上場維持基準を厳しくすることで成長しない会社が退出することを促すような仕組みを作り、成長しないかもしれない、I P O で資金が換金できればいいと思っているような会社が I P O を選びにくくなるようにすることが有効ではないかと。
- 上場維持基準を修正するのは 1 つアイデアではあるが、スタートアップの財務的特徴、競争環境等が大きく異なるため、画一的な基準を設けることは難しい。
- 上場後も成長し続けることが上場後スタートアップにとって重要で、そのための成長投資が続けられるかがポイントであるので、今後 10 年で見たときにどれだけ成長投資が必要なのか、この会社は成長投資をし続けられるかという点を I P O の審査等で勘案されるべき。現状黒字化してキャッシュが回っていれば問題ないという審査がされており、成長投資できるかがあまり勘案されていない。
- 上場維持基準は、少し厳しくしたほうがいいと思っている。未上場時点では大体 1 年から 1 年半ぐらいのマイルストーンを立てて資金調達をしているので、上場市場であれば 2 ～ 4 サイクルで 3 ～ 5 年で成長性を判断するのがよいのではないかと。
- また、上場維持基準を厳しくして上場後のハードルを示すことで、上場の判断にも影響してくる。小さいスタートアップに重いガバナンス基準を設けるのは負担だが、やはり徐々にガバナンスの基準をプライムに近い形で引き上げていくというような形で、バーを上げていくというのも一案。

○機関投資家層の薄さ

- 機関投資家層の薄さが指摘されているが、機関投資家が最初の I P O ファイナンスにおいて十分な役割を果たせていない。現状でもブックビルディングに機関投資家が一応関わるようにはなっているが、制度的にブックオーダーができないような形になっている。機関投資家の中には、今は時価総額が小さくてもきちんと成長性を持っているスタートアップに対して、I P O 時に投資をしたいと評価できる者もいると考えられ、そういったことが制度運用上難しい点は

改善をしていかなければいけないと思う。

- 現在、IPOオフアリングのアロケーションにおいて個人投資家様が7割、8割を占めており、機関投資家が参加できないため、マーケットメカニズムが働かず適切に評価されず、IPOのファンディングのサイズを大きくならないことが起こる。機関投資家は、形の上ではブックビルディングに関わってはいるが、実際に購入することができない。値段というのは実際に値付けをする人と買う人が同じであって初めて値付けの意味があるので、その点改善していく余地がある。
- 機関投資家はベンチマークに連動したパッシブ運用が非常に大きく、アクティブ運用でも多くがベンチマークを基にしている。したがって、機関投資家がグロース市場に参加するには、ベンチマークを工夫することが、一つのレバーとなると思う。
- JICのそーせいに対する出資のような並行第三割への参加のような形は機関投資家の役割として一つあると思う。ファイナンスに対して、それをもっぱらターゲットとしたようなファンドの形を組んでおいて応募するという形があり得る。そういった仕事と呼び水となって、機関投資家側が中長期的に呼応するという展開は可能だろう。
- 例えば、インサイダー取引規制や議決権行使基準などは機関投資家一社として一括してかかる可能性があることから、たとえば機関投資家の中で組織建てを分けるなど工夫することは考えられる。
- 日本においては、調子のいい会社は大体海外で言うシリーズBとかCぐらいの段階で上場してしまい、それ以降のシリーズで未上場の会社は何かしら理由があると思われる。その中にはユニコーンになるまで上場しない意思を持ったスタートアップもいるが、上場できない、EXITの見込みが立たないスタートアップがかなり多い。本当は日本に投資したい日本の機関投資家も、海外のほうがフラットに見たときに投資先として魅力的なところが多いので、なかなか日本はプライオリタイズできないという問題がある。レイトステージは投資家が足りないというのは、上場オプションが早くからあり過ぎだからという相関もあると思っており、鶏と卵の問題となっている。
- 上場後スタートアップに投資するファンドにLP出資するようなアセットオーナーやPIPEsファンドなどが出てきて欲しいと思っている。

○上場後の成長を見据えたVCの在り方

- IPOを促す、急かす傾向が、特に満期が近づいているVCファンドも存在する。解決法としてはセカンダリー市場の整備や、ファンドのLPに対して現金ではなくスタートアップ株式の現物分配を出来るようにすることで、必ずしもIPO市場で売らなくてもいいようにすることなどが考えられる。
- VCが上場直後に必ず売却するのではなく、上場後も取締役会に残る或いは株主としてサポートする手法も増やしていく必要があるのではないかと。米国のVCにおいては、上場後も取締役に残ってサポートし続ける事例もある。日本のIPO市場だとVC比率が高いことはマイナス評価につながるが多いが、VCがむしろ上場後も、ロングの視点からスポンサーをする、サポートをする形に変わっていけるといいと思う。
- VCのブランディング、つまりどういう行動をするかということを示し、市場から認識しても

らうということが大事なのではないかということを考えている。

- 日本でも米国のように上場後も株を持ち続けたいと考えているVCはいるが、上場後に株を持ち続けていると、市場からはそのうち売却するとみなされてしまい、株価に悪影響を与えてしまう、いわゆるオーバーハングと言われる事象が発生してしまう。また、機関投資家のレンジに入ってくるような数百億円規模のIPOにおいては、機関投資家が参入できるようにオフアリングサイズを大きくする必要がある。こういった事情からスタートアップからもVCに対して売り出してほしいという話があり、持ち続けることが難しい。
- 米国を代表するVCであるセコイア・キャピタルは、上場時に売らないでずっと持ち続けても、市場からこの会社はますます成長するに違いないとみなされるので、やはりブランドが必要だと思う。
- VCのブランディングというのは、1件当たりの投資期間が長いため、15年、20年単位で時間がかかるものであるが、セコイアのようにブランドが付いてくれば、投資先企業に人材や投資家の好循環が起こり、安定したパフォーマンスを出せるVCになれるのではないかな。
- ほとんどのVCは戦略が皆同じであり、もっと多様な戦略を持ったVCが出てきたほうがいい。そうすると、上場後も持ち続けるVCや早い段階でEXITするVCが出て来たりするのではないかな。現状はLPがトラックレコードを重視するため、大型ファンドをいきなり立ち上げることが難しく、シード、アーリー向けの小型ファンドを徐々に大きくするという似たような戦略にならざるを得ない。トラックレコードだけではなく、マーケットニーズや戦略を評価するLPが日本でも出てくると、多様なVCが育つのではないかな。

OM&Aの在り方

- スタートアップにとってM&Aは絶対に必要であり、現状でもグロース市場における企業のおそらく7割は、常にM&A先を探し、検討しているくらいM&Aの熱は高い。しかし、成長期において自己資本が薄い段階において、のれんの減損による債務超過への転落を危惧して、M&Aに踏み切れないということがある。会計の透明性を維持していく必要はあるが、簡易IFRSや据置期間など、何か工夫をして、M&Aが促進されるような施策というのを打ち出していくことが必要ではないかな。
- 企業からはお金の使い道が分からない、投資ポイントが分からないという話をよく聞く。何となくM&Aをしたほうがいいとどこの会社も思っているが、経験者がいないためにやり方が分からない。
- M&Aは重要な経営のドライバーになるが、会計上の利益が非常にシビアに見られるマーケットになっているので、のれんの償却が非常に制約となっている。のれんのリスクを減らすために、利益率の低いアセットを買って、バリューアップさせるという取組もあるが、利益率の高い会社を買いにくくなっている。
- 成長資金を増やしていくためには資金源の選択肢、プレーヤーを増やすということが重要であり、先ほど話に出ていたJICのファイナンスは大きなイベントだと思っている。また、今年、日証協のガイドラインが変わって、M&Aを資金用途とするエクイティファイナンスがやりやすくなった点は相当大的な変化であり、制度改革や規制の緩和も効果が高い。

- 資金調達に苦勞する或いはIPOが難しくなったことでM&Aを検討するパターンもあり、海外と比べてこうしたスタートアップが少ないが、上場基準や維持基準を厳しくすることが一つのトリガーになってM&Aが増えるのではないかな。
- のれんは頭が痛い問題であり、企業規模が小さい時はM&Aはできず、ある程度財務力が出てきて初めてM&Aを検討できるが、それでも純資産やのれんがボトルネックになる。
- 加えて、買手も売手も、取締役会を含めたガバナンスが未整備であることが多く、執行ではなくて経営ができるようなガバナンス、取締役構成をつくっていかないと、M&Aが増えていかないのではないかな。

○人材・インセンティブ・ガバナンス

- 上場後にすぐに辞める人材ばかりがスタートアップ業界の中心になるのではなくて、上場後にその会社をさらに大きくして、世界で戦えるような企業にしていけるような人材が集まる業界にしていかなければいけない。そのためには、従業員の上場後の中長期のコミットメントを引き出すような仕組みの議論もなされるべき。今のストックオプションの制度設計の多くは、上場までを中心に考えられていると考えられる。
- マネーフォワードの金坂さんなどがロールモデルになると思うが、投資銀行出身者など上場後のことをわかっている人材を未上場のうちから用意しておくことが最も重要。
- 上場前まではお尻をたたいてくれるVCがいるが、中小型で上場すると株主に機関投資家がいまいるので、会社のガバナンスが緩くなる。創業メンバーだけだと上場してキャッシュを得たことでひと段落してしまうことが多い。上場後にマネジメントをガラリと入れ替える、或いは上場企業のマネジメント経験者を入れることで、会社のステージを大きく変えて成長を続けていく必要があるが、あまりそういう事例は見ない。投資銀行やプロフェッショナルファームからスタートアップのCFOになる人材は10年前に比べると増えてきたが、上場後のインセンティブを変える働きかけとか仕組みづくりを行って、上場したての会社のマネジメントをより向上させていく余地がある。
- 日本のインセンティブ設計がゼロイチに寄り過ぎており、ゼロから100億円にするところではなくて、100億円から1,000億円、1,000億円から1兆円に時価総額を上げることを意識した報酬設計を考えようとすると、創業者メリットとストックオプションだけではなかなか難しい。より大きくしていくことのインセンティブをつける報酬設計やガバナンス体制をつくるのが、上場後にいい人材が入って、さらに大きくしていくことにつながる。

○その他

- 中小型株の時点でそのサイズに見合った投資家とだけ会話をするのではなく、大型株になることを意識して大型株を対象とするファンドマネージャーや、メガバンクのアナリスト等ともIRを実施していくと良いのではないかな。
- 政策保有株式削減の流れの中で、上場企業が上場スタートアップの株を買うということのハードルが高いのではないかな。上場後のスタートアップへの投資に若干ブレーキを踏ませる方向に意図せざる副作用として働いているのであれば、修正の余地があるのではないかな。

- メガバンクグループのキャピタルにおいて、レイトステージ向けのファンドやIPOを後ろ倒しにしてより成長を促すためのデットファンドが立ち上がっており、その支援に取り組んでいる。一方で、この領域は市場のボラティリティーに影響を受けやすく、リターンを出すのが難しいと認識をしており、特に現状のような市場の停滞期において、資金供給源が自然に増えていくことはなかなか難しい。したがって、IPOはゴールではなくて、成長余力を持ったまま上場してくるような企業を迎える、こういうマーケットに切り替えていくということが重要。
- 上位層の会社については自助努力で解決でき、経営としてやるべきことをやっていない層は退出を含めて新陳代謝が行われるべきである。よって、アグレッシブに挑戦もしており、一定の成果もあげているものの、いろいろな制約があって死の谷を抜けられない、グロースキャピタルを獲得しづらい層、例えば時価総額二桁億円～200億円程度のグロース銘柄にターゲットを絞って集中的に解決していくのも支援方法としてある。
- 重要なプレーヤーとして証券会社側のロジックも意識するべき。手数料ビジネスであり、コスト目線や規制などを踏まえて、取り組めるオフリングサイズや企業のサイズ感が今の目線の収れんしている。よって、民間の大手証券会社でなかなか取り組めない、時価総額二桁億円～200億円程度のエリアに対して、何かしら政策的にお金を流していく。上場スタートアップという広い定義の枠ではなく、細かくカテゴリーを分けて支援を検討していく姿勢が必要。
- ロックアップ契約は、IPO直後の評価が定まらない時点でインサイダーが投資家を出し抜いて売却することを防ぐものであり、ロックアップ期間は180日程度となっているが、これを2年でも3年と伸ばしていくことも有効。現状、IPO株価が跳ね上がるとロックアップが解除される条項がついており、初日から解除されて売りさばいて株価が急落するということも起きているので、そこも含めて変えていくべき。
- IPO市場における過小値付け問題は様々な市場改革によって10月以降やや改善していると見受けられる。ただ、公開価格が仮条件の範囲外に柔軟に設定できるようになったが、12月5日時点でそういったケースはなく、依然として仮条件の上に張りついている場合がほとんどである。制度としては柔軟に設定できるようになったが運用面でうまく機能していないのではないかな。

以上