

第3回スタートアップ・ファイナンス研究会 議事録

日時：2024年2月8日（水）9：00～11：00

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、長谷川座長、村上委員

ゲストスピーカー

レオス・キャピタルワークス株式会社 代表取締役 会長兼社長 最高投資責任者 藤野 英人氏
同上 未来事業室長 田中秀一郎氏

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

「投資家・資産運用業のエコシステムの強化について」

「投資信託による未上場株運用の意義と課題について」

3. 議事概要

事務局及びレオス・キャピタルワークス株式会社からの資料説明ののち、自由討議。

○ 資産運用会社の新規参入を促進する上での課題とニーズ

- 資産運用業に対する新規参入の促進がどういう形で金融市場の活性化につながるのかということが、必ずしも自明でないのではないかと。特に初期の段階の新興運用業者について、特別に投資成績が上がるような優位性があるのであれば、それが何かをより詳細に分析しておく、今後の政策面の取組で、新規参入をより促進すべきという議論につながりやすいのではないかと。
- アセットオーナーとしては、投資運用業者の能力を判断することが受益者のために求められるが、新興運用業者を促進するプログラムを無理やり押し進めてしまうと、事実上、能力とは無関係に新興運用業者の利用をアセットオーナーに強制してしまうこととなり、アセット

オーナー自身の受託者責任と正面から衝突してしまうという問題がある。したがって、資産運用立国実現プランや金融庁の取組において、EMP（エマージングマネージャープログラム）ということで、新興運用業者を活用していくという方向性があるにしても、アセットオーナー自身も受託者責任を負っているということを強く意識して取り組んでいく必要がある。

- 新規参入、立ち上げは難しく、シードマネーが必要というのはご指摘のとおりだと思う。VCより上場株のほうが新規にファンドを立てるのが難しい背景は、運用基盤のハードルが非常に高く、小さいファンドでスタートするとエコノミクスの無理があるというジレンマがあるからだと思う。ただ、VCファンドは投資した株式評価額がゼロになってしまうリスクがあるが、上場株の場合は、投資した株式評価額がゼロにはなりにくいという点とのトレードオフかと思う。
- シードマネーのアンカーマネーというのは、あえて言うと、失敗覚悟でばらまいて、その中から成功するファンドマネージャーが一部出てくればよいというような視点で行う必要があるのでは。確実に成功しそうなファンドマネージャーだけに資金を充当するというスタイルだと目利きの限界もある。また、上場株のほうが短期間で淘汰の仕組みがはっきりしやすいのでは。
- 運用基盤に対するサポートは、一部、民間企業でも行っているところがあるが、政府で行うという観点も非常に大事だと思う。
- 外資系の証券会社など、各国の運用資産を持ち、その都度調子のいいファンドを推奨して営業するように、新興運用会社についても同様に、そのときに調子の良いエンティティをメインのエンジンとして起業するというような仮説はあり得るかと思う。ただ、そうした状況はあまり長続きしないので、変に偏った形の運用を標榜してしまうと、その後、身動きが取れなくなり、そこに α がなくなったら沈滞するというのは、あり得る話ではないか。
- 例えばアクティブ運用が勝っているか、負けているかといった論文についても、日本やヨーロッパも含めた国際的な分析をした人と、アメリカ市場だけを分析した人で真逆の結果が出ていることもあり、それぞれのマーケットの特性が違うのだというようなことが一般論として語られる場合がある。調査範囲、調査期間、調査結果の内容を整理しなければ、新興の運用会社は3年だけパフォーマンスがいい、といった内容を一般化できるのかは分からないと思う。
- 運用力が続くから、あるいは運用力が陳腐化するからといった点を判別するには、そのとき売れそうなもので起業した、といった傾向性を排除した上での統計の調整をしなければ、出た結論自体が正しくないのではないかと思う。
- 新興系の投信、ファンド、PMの方が増えるような取組は非常にポテンシャルがあると思う。大手の機関投資家のPMの方は、当然、ブルーチップの銘柄を含めて、膨大な銘柄を見られているので、質問内容も比較的似通った形になることも多くあると思うが、ニッチにフォーカスされているグロース株を見ている方は、細かい点でいうと、オンラインではなく、オフィスに来て雰囲気をつかみ取り、PLの項目よりも一段、二段、掘り下げた、細か

いK P I と、指標を定期的に確認するなど、 α を取っていく意識が非常に強いように思われる。資金を預けるアセットオーナーの意識をどう変えるかという点も非常に重要だと思うが、新興系PMの方を増やす取組は非常によいことだと思う。

- ベンチャーキャピタルにおいて新規参入のパフォーマンスが良い理由は2点あり、1点目は新規参入者の集められるお金は少なく、IRRなどパフォーマンスで見れば母体が小さいので、少しよくなれば準じてパフォーマンスがよくなるという割り算のマジックのようなものがあること。2点目は、当然新規参入であり、従来の運用の方法とは違う新しいフィールドを狙いにいくということで、ある意味、投資のイノベーションを積極的に取りにいかうという差別化をしていること。それが裏目に出て失敗することもあるが、第1号ファンドが成功しないと2号ファンドは集まらないので、そういった意味では必死になるというメンタリティ以上に、これまでの投資手法、投資エリアに比べて差別化をするという意味でのイノベーションがある。これが新陳代謝を促すということであり、業界にとっても新規参入者が入ることの価値があるのではないか。過去の統計において、新規参入VCが既存VCよりもパフォーマンスがいいという事例、論文が出ている。
- 市場環境などの変化を踏まえて、アセットオーナーを含むエコシステムを形成する各プレイヤーの行動にはどのような変化が求められるのか。そうした変化を生むためのドライバーは何か。
- 企業年金については、給付を確保するという観点と運用力を向上させるという観点はどちらも受託者責任の下で果たすべき役割として重要。運用力の向上といっても、決してハイリスク・ハイリターンの投資をせよということではないが、給付の確保を強調する立場と、受託者責任の観点から運用力の向上を求める立場とで共通理解が進んでいないため、関係者がうまく理解を共通にして、糸口を見つけていただきたい。
 - オルタナティブ投資が増えてきているとは思いますが、劇的に増えるかということ、やはりニワトリと卵の関係で、放っておいても勝手にニワトリを増やすことは難しいのではないかと。本当に政府として増やしたいのであれば、税制を含めて明確なインセンティブをつける必要があるのではないかと。
 - アセットオーナーの中で、海外においては、大学基金が非常に大きな割合を占めている。大学には相当に寄附金が集まり、基金が10兆円、20兆円ある中で運用していくという状況であるため、その一環としてオルタナティブ投資も当然入れている。それに比べると日本の大学基金は、東大が積極的になっているとのことだが、大学のメンバーは保守的な方が多く、金融機関出身の方がサポートメンバーに入っているものの、運用責任者も、大学の常務理事など、比較的大学の理事会の一環で登用されており、総じて教員出身者が多く専門性を持った人材が少ない。

- 日本には、大学に寄附をするという文化だけではなくて、寄附をするメリットがあまりないと言われている。ニワトリと卵の関係ではあるが、期限のない、かつアップサイドを何%取らなければいけないといった義務のないお金で、相当に大きなポーションが取れるという意味では、大学基金を少し増やすような方策も必要かと思う。
- 日本の場合、ファミリー企業にとって相続税が頭の痛い問題と聞く。未公開企業、上場企業含め、ファミリー企業の相続と絡めた大学基金という観点を考えてもよいかと思う。

○ 既存の投資家層（VC・PE・投資信託等）が未上場後期～上場後のマーケットに参入することを促進する上での課題・政策対応のニーズ

- プレIPOフェーズのいい会社、クオリティが高い会社は、大型のデットなど、ファンド期限が来ても、セカンダリーマーケットで買い手はいくらでもいるというのが、実態かと思う。そのため、そこを後押ししていくと、結局、調達側の需要の金額は変わらない中で、供給量が増えて、ブックカバーの倍率が増えるだけになってしまうので、例えば時価総額二桁億円～200億円程度の少しくオリティとサイズが不十分なところに、どのように政策的、制度的に後押しをして、お金を流していくかということを考えていかないと、格差、死の谷はむしろ拡大していつてしまうのではないかな。今後またこの研究会で皆様と議論させていただきたい。

(VC)

- クロスオーバーの投資のニーズが高いと思うが、特にセカンダリーマーケットについて、スタートアップ、アーリーステージのVCのニーズが高い。また、相対取引で、必ずしも今ついている最新のラウンドでの価格ではなく入れるという意味では、先ほど指摘のあったエコノミクスが成立しないという問題も、解決する方法が幾つかあり、ポテンシャルがあるように思う。
- コーポレートの投資家も、グロースステージと上場後の長期的な資金の出し手となり得るのでは。今、コーポレートの中でも、バランスシート投資、CVC、ビジョンファンドなどあり、一概にまとめにくいけど、それなりに投資家数も増えてきており、投資件数も増えてきているように思う。
- 海外の、ある程度キャピタルインテンシブなインダストリー、ディープテックのような案件では、テマセクなど、価格設定力が高いようなプレIPO投資家がリードして、残り半分程度は事業と相性が良いコーポレートを連れてきて、それなりに大きなラウンドをつくって、資金需要を満たしつつ、長期的な投資家を育てていく。その協業をそこで仕込むことによって、上場後の企業のエクイティストーリーも助けるといったラウンドのつくり方をしているが、日本では、そうした事例はまだ少ないのでは。これは投資家側も、スタートアップ側も、いろいろな課題があると思うが、エコシステム全体としてもったいないと思う。
- 日本では、特に銀行系や証券系のCVCがグロースステージでアクティブだと思うが、ケミストリー、自動車、インダストリー系のCVCについては海外案件を多くこなしているのに国内案件は全然やらない、もしくは、投資をしなくても協業が簡単にできてしまうからやら

ないというケースが多く見られている。これらの業界のCVCがもう少し資金の出し手としても機能すれば、上場後の企業の成長のドライバーとしても活用できるのではないか。

- ある程度サイズのある魅力的なIPOをもっと増やしていく必要があるという問題に対して、もう少し業界内での統合のようなものが起こってもよいのではと思っており、幾つかのPEが行おうとしているようなロールアップのようなテーマで、ある程度規模の経済を確立してから上場する、という流れは、市場全体としてはもっと起こるべきで望ましいことかと思っており、ここを仕切れるようなVCやVPが出てくることは非常に楽しみ。
- 上場後に参加する投資家とVCの違いとして、VCは、会社ができて間もない困難な時期を含めてその会社のことをよく分かっており、その上で、上場後のその会社の成長へのインセンティブも持っている、という点。VCが上場後に投資先からすぐに去ってしまう形を変え、VCも上場後の企業の成長に関わる余地を増やしていくことが望ましい。
- VCの上場後の関与を日本で進める上での課題について、VCは上場したらすぐに株式を売ってしまうと言われるが、それは、VCがGPとしてそうしているという面以上に、日本の場合、現金での分配しか受け付けないLPが多いという点が大きい。そうした点についてルールやプラクティスも変えていく必要があるのでは。日本のLPは、VCファンドに出資した資金を現金で分配してもらわなければならないという方針を持っていることが多い。もし日本のVCのLPも、アメリカのPEやVCに投資している年金基金のようところが大宗を占めるようになっていくのであれば、現金ではなく現物で配ってもよいという方向感になるはず。
- 上場した後に取締役会から抜けるプラクティスを持つVCが多いが、その理由としては、取締役会に残りながら市場で株式を売却した場合に、金商法のインサイダー規制違反を問われるリスクがあることがあると言われている。取締役会に残ってVCが継続支援をしながら、株式の市場売却をしても問題にならないような関わり方が、プラクティス、ないしはガイドラインなどを通じて明確になることも大事かと思う。そうしたセーフハーバーのようなものが明らかになると、今までよりも安心してVCがレイター期からグロース市場の企業への投資に関わっていきやすくなるのでは。
- VCはもちろん投資リターンを出すのが仕事であることから、未上場後期も含めて投資をするには、上場後にグロースし続けることができるような会社でなければならないし、市場の規律もそうならなければいけない。
- 典型的なシードありのVCのクロスオーバーについては、一部、行えばよいとは思いますが、そこだけに依存するのは慎重になったほうがよいのでは。
- 長期の大手機関投資家の方と、シードに近い、アーリーステージのVCの方とでは、レイトステージの会社への指摘内容も目線も異なっている。上場していく中では機関投資家側の視点をより取り入れる必要があるということを踏まえると、典型的なVCのガバナンスだけが強く残る状況については検討すべきではないか。
- プレIPOの会社のお金の議論の際に、誰にガバナンスライツを取ってもらうのか、既存のシードありのVCのガバナンスライツをどこまで残すのかという議論も考えておかないと、VCと機関投資家双方がガバナンスライツを主張することとなり、経営の判断が遅れるとい

うことになり得る。成熟して機関投資家が投資できるような会社であれば、VCの投資契約上のガバナンスも少し引っ込めながら、新規で入る機関投資家のガバナンスを緩めて、ある程度独立的な経営ができる、従って、機関投資家が入る、という前提でガバナンスライツを設計しないと、スタンスの違いが結局会社をがんじがらめにするリスクがあるのでは。

- シードVC、あるいは、機関投資家で、二元論になってしまっているが、未上場の段階でも投資家の多様性が必要なのではないか。要は中継ぎの性質を持つような人たちを入れる必要があり、クロスオーバーを発展させようとする、未上場側でも中継ぎの多様性をつくるのが大事になるのではないか。
- 他の委員からもご指摘があったように、機関投資家側のクロスオーバーはすでにできているということもあり、コーナーストーンなど、IPO時のエントリーは一つの選択肢になるように思われる。ある程度典型的な機関投資家のエントリースキームはあるということも踏まえると、既存のプレーヤーをどう拡大するだけではなく、プレIPOからポストIPOを専門特化でやっていくファンドなど、プレーヤーの多様性をつくっていくこと、要は新しい特化型のファンドをつくっていくことをミックスして解決していくことがよいのではないか。
- スタートアップ側からの視点では、やはり上場した後も追加的に資金が必要で、株価がよければオフERINGができるが、PIPEsをどう行うのか、オフERINGを行うにしても需要が集まるのか、など、証券会社もリスクを取りづらいフェーズがあるかと思う。そういうときに、ウォールクロスで見られる投資家など、ある程度特化して見る人がいると、ウォールクロスで見た上で、できそうであればPIPEsを行ってもよいし、オフERINGの形態で集めることもできるかもしれない。そうした分野に特化したファンドが出てくると、そのような議論もできるのではないか。
- 最終的には機関投資家を入れていきたいのであれば、ニワトリと卵の関係ではあるが、市場の質がアップするから機関投資家が入ってくる、エコシステムの質が上がるから機関投資家がクロスオーバーする、ということだと思うので、基本的には質を上げる方向で政策を考えるのが大前提かと思う。
- レイトステージからポストのIPOに入る投資家は、リスクマネーの提供という役割のみならず、基本的には、創業のビジネスの成長がある程度読める段階で必要とされるものかと思う。したがって、バリュエーションにも織り込まれているが、いい会社で成長余地があるという場合は、会社がリスクを取ってそこからさらに10Xを狙うという戦略をつくっていくフェーズになるため、投資家は、織り込まれたバリュエーションでエントリーして入るかどうかではなく、ここから会社が成長するため違う形での経営のギアチェンジを促していくということが非常に大事。
- 大きな会社になると、機関投資家ガバナンスでよいが、間のフェーズの会社においては、もっとリスクを取って投資してください、資金調達が必要なのではないか、業界再編をしたほうがいいのか、株価のパフォーマンスを踏まえると非上場化したほうがいいのか、というように、個別の企業に対してよりプレッシャーをかけ経営の質を上げていくような、VCガバナンスとは違う形で、深く経営関与をしていくような投資家が必要。それがないと、既存事業のバリュエーションが高いか低いかという判断だけになり、結局はいい会社でも、成長がどこかで寝てしまうことになる。

- GAFAM日本版をつくっていかうとすると、経営が会社として企業価値向上に必要な適切なリスクを取り続けることができるかが重要。変革もなくリスクも取らない形で大きな企業価値を生み出すことは不可能だと思う。それが難しい企業は非上場化や再編を促す必要があるが、リスクテイクを促すような対話相手がポストIPOスタートアップには実質的にほとんど存在せず、孤独な状況で株価のプレッシャーを受ける中で、限られたリソースの中でリスクテイクをしなければならないという状況に追い込まれてしまう。逆に言えば、成長に必要なリスクテイクがし続けられる経営体制とアセットの状況であるかを上場時に見極めていくことが重要になる。
- 今、エコシステムで唯一それをやっているのはおそらくPEファンド。PEファンドの役割も徐々に高まっていくと思うが、彼らは、やはり最終的には非上場化というアクションが一番分かりやすいケースとなる。
- 非上場化しない形でもエンゲージメントをして、グロースをサポートしてくれるような存在がいないので、VCガバナンスと機関投資家ガバナンスの間を担うようなプレーヤーが資金供給もしながらガバナンス供給もしていくといった視点が大事と思う。

(PE)

- 資金の出し手という観点ではPEファンド、特にMBO（マネジメントバイアウト）の文脈というのは、資金量でいくと数百億、数千億円単位でスタートアップ周りへの資金量が増える可能性があるため、ポテンシャルが大きいと思う。
- 一部の外資系のPEは、日本株全体のウエイトをファームとして非常にポジティブに捉えており、実績と基盤を日本の市場でつくるために、多少、バリュエーション、EBITDAマルチプルが高くても資金を出すという話も聞く。特にスタートアップのバイアウトも資金を出すという方針があるファームも多く出ているようで、実際に、直近で発生した数百億円規模のスタートアップのバイアウト案件でも、他社のPEのビットの価格よりも高いオファーを出したところを買うなど、一見、短期的には、経済的に非合理に見えるようなアクションでも、日本株全体の期待が上がっておりウエイトが上がっているの、行う主体が生まれているという状況。
- そのため、スタートアップだけというよりは日本株全体の魅力を海外の投資家、PEが感じ取れるような後押しがあれば、結果的に、スタートアップ周りにも、エコノミクスが合わない局面でも資金を流すというアクションも生まれてくるのではないかな。

(投資信託)

- 例えば30億円、100億円といった規模であれば、既存の投資事業有限責任組合でも、今やお金が集まる時代ではないかと思うが、そこにプレーヤーが現れないのは、要は投信の箱でないとそれができないのか、それともそもそもそのマーケットの性質上、非常にリスクがあるという話で、エコノミクスの成り立たないのか、どちらか。
- 投資事業有限責任組合は、一般の投資家からお金を集めるのではなく特定の大口投資家からお金を集めたほうが、レギュレーション上も緩くフレキシブルな運用ができるというような話になるはずだが、そういうプレーヤーが出てこないというのはなぜか。それを投信という

箱にしたら出てこられるのか。逆に投信のほうがレギュレーション等は厳しいのではないか。

- 個人的な見解としては、投資活動、富裕層の分布が日米において大きく違う点が影響していると思う。海外のシリコンバレーを中心としたスタートアップのエコシステムに関して伺っているところによると、自分自身がIPO長者になって、1,000億のお金がある人が100億、200億、などの資金を出せるというよう傾向があり、そこだけで十分な資金が集まると考えられるが、日本では、そのような人がほとんどいない。
- 日本の場合、2桁億円程度の富裕層は比較的多いと思われるが、数兆円単位を持っている人はほとんどいないため、個人で抱えてベンチャーを育てるといった文化にはならない。そうになると、公募に耐え得る仕組みの中で中堅規模の投資家のお金を広く集めることが、日本のマーケットにおいては合理的であって、そのビークルとして一番使いやすいのが投資信託ではないか。
- 未上場の投資は、今まで法的に排除はされておらず認められていたにもかかわらず、実務の基準が欠缺していたこともありできなかった。その点、2年ほど前から金融庁も問題にし、政府の資産所得の倍増プランの中でも問題視されていて、ここを手当てするべきだという話が問題意識として上がり、一昨年の夏以降からようやくこの議論を始めたという状況で、去年の年末頃に自主規制団体の規制に落とし込むことができた。その流れの中で、まだ第1号ファンドが出ていないという状況と認識。
- 投資信託として未公開株に投資するには、規模が小さいベンチャーが多く、いわゆるユニコーンのような企業が日本にはあまりにも少ないという問題がある。これはVC側の問題かもしれないが、ある程度のまとまった金額を未公開株に継続的に投資しようと思うと、例えば、20億、30億の会社ではなく、最低1,000億、3,000億で上場する会社など、時価総額が大きくなければ難しいのではないか。ファンドを大きくすべきという話とともに、そのような会社を育てなければならないのではないか。逆に言うと、このようにレイトステージのお金が入ってくればより成長が加速するのか。
- これはまさにニワトリと卵の関係の話になっており、レイトステージにおいて多額の資金供給をする会社がなかったから、逆に、早期で上場せざるを得なかったというような面もあったのではないか。
- 日本の場合、本来は未公開マーケットかつシリーズDなどで投資すべきところを公開マーケットで集めている状況であり、また、VCが期限のあるお金なので、早くエグジットする必要があるために、本来成長過程の会社が上場してしまう。上場すれば、四半期開示など株主から色々な指摘を受け、それに追われて成長が止まってしまう側面もあるため、期限のないお金が入り、現況であれば上場してしまうところを、もう一回大幅な増資をしてしっかり成長してから上場する、したがって時価総額が大きくなる、という循環が起こればよいのではないか。

- コーナーストーン投資、日本語で言うと親引けという領域など、クロスオーバー投資の手前のところにも技術的には可能な領域があるとの認識。ここであれば、既に実例としてはクロスオーバー取引のようなものは成立できている。
- 投資信託を使うと、資金流入の増加が見込める、発行体から見たときに選択肢が増加する、あるいはプレーヤーが増加することで、ここにお金流れ込むなど、いろいろな意味で、セカンダリーマーケットのようなことにもつながっていくと想定されるため、制度が充実し、実際に運用のフェーズに入れば、一定の意味があると想定。
- 一方、今のマーケットやプレーヤーの数、質などを見たときに、例えば、株式投資型クラウドファンディングの会社が投資家からお金を集めても、実は投資先がないので、投資家から不満の声を預かっているという状況も聞いている。エコノミクスが合わないからそういう実態が起きているのではないかと。
- グロースのマーケットがより磨かれていく、あるいはバリュエーションが高いままの未上場株があるなど、この辺の整理が進めば一定の解決が進むかもしれないが、残念ながらエコノミクスが合わないという状況があるのではないかと想定。
- ひふみの説明資料にある、「上場後の死の谷を埋めていく機能が社会的に重要であるが、具体的な手段がまだない」という点について、諸外国と比較すると、日本は銀行の融資が充実しており、N-1期、N-1.5期、の事例として名前があがる一部の会社には、ほぼ融資がついているという状況。
- それに対して、難しい領域であるディープテックやリアルテックには、それなりにリスクも大きいので、なかなか融資がついていかない。こうした領域にお金を流し込めるような仕組みになれば有意義かと思うが、そこはリスクリターンが合わないのではないかと推察。
- そもそもこの議論を考えるに際し、今の日本の上場企業、マーケットの在り方にメスを入れる必要があるのでは。まず第一歩目として、グロース、スタンダードの選別をしっかりと行う、あるいは上場基準の引き上げを行って、そこに投資信託のお金流れ込み、その次の段階として未上場企業のビッグサイズのところ流れ込む、といったステップを踏めば、マーケットがしっかりとできていくのではないかと。

○ その他

- 東証グロース市場が、上場したらグロースしなくても市場に残ったままでいられるということでは困る。今、上場維持基準の引き上げや見直しが議論されているが、そうした点は併せてやっていく必要があると思う。

以 上