

スタートアップ・ファイナンス研究会 とりまとめ概要

2024年6月24日

経済産業政策局 産業資金課

論点の全体像

全体

- スタートアップの成長を促すファイナンス環境の整備に向けて、上場前から上場後にかけてシームレスに繋がった市場制度やファンドエコシステムの構築を進めるとともに、それを通じたスタートアップのガバナンス向上を促す（「短期的視点からの上場ゴール」から「中長期的視点での成長志向」へ）ことが重要。

■ 未上場市場の制度改革

- ・ プライマリー市場改革
- ・ セカンダリー取引活性化（市場・相対取引の活性化）

■ 上場市場の制度改革

- ・ 中長期的な上場審査基準の在り方
- ・ 上場維持基準の見直し（成長動機付け・M&A促進・新陳代謝促進）
- ・ IPOにおける公開価格の設定プロセスの在り方

■ デットファイナンスの活用

- ・ エクイティファイナンスの補完としてのスタートアップ向けのデットファイナンス拡大（金利ある世界における金融機関の「稼ぎ方多様化・リスク分散」のための啓蒙、ディープテック向けのデットファイナンス）

■ 新興資産運用会社の振興

- ・ 日本版EMP等の取組促進（アセットオーナーによる「オルタナ投資の拡大」）

■ 投資家層の多様化（クロスオーバー投資含む）

- ・ VCの役割（クロスオーバー投資等）
- ・ 投資信託の役割（未上場株式の組入れによるクロスオーバー投資の促進等）
- ・ 官民ファンドを含む公的資金の出し手によるリスクマネー供給

市場制度
(未上場・上場)

ファンドエコシステム

スタートアップの成長を促す
ファイナンス環境の整備

ガバナンス
(経営の意思決定・執行)

■ ガバナンス

- ・ 中長期の企業価値の向上に向けた適切な意思決定や執行を可能とするステークホルダーを含めた体制構築・マネジメント

【現状】
経済合理性の観点で短期的な最適解としての「上場」が主流に
【あるべき姿】
企業価値の向上に向けて、中長期的な成長を見据えた段階的なガバナンスの構築が必要

国内外
機関投資家

資金
委託

VC等資産運用会社
(ガバナンス水準の向上)

支援

未上場/上場スタートアップ
(意思決定・執行に資する組織体制)

支援

金融機関
(証券会社・銀行等)

M&A

Exit

上場

「ファイナンスの多様化」に資する論点

「ガバナンスの向上」に資する論点

論点

内容

市場制度

（未上場・上場）

成長を促す未上場/上場市場制度の在り方

- ・ 未上場市場においては、**全体としての資金供給量の拡大や投資家層の裾野拡大**を踏まえて**プライマリー市場とセカンダリー市場の双方について制度の改善**を進めていくことが重要。
- ・ 上場市場については、グロース市場の上場審査基準等が低いことから、**小規模段階であってもIPOを既定路線としてしまうケースが多い**。小規模上場を行う場合、多くのケースで機関投資家の投資対象とはならず、上場後のセカンドファイナンスに困窮し、結果として資金調達やM&Aを含めた成長投資が出来ないまま成長が停滞する企業が増加するという悪循環が生まれている。
- ・ **未上場から上場にかけての制度改革**を進め、成長が途絶えない地続きの市場設計としていくことが重要。

ファンドエコシステム

未上場から上場後にかけてのファンドエコシステムの在り方

- ・ **新興の資産運用会社の新規参入が限定的**。その背景として、**アセットオーナー等（金融機関、大学基金、年金基金）によるシードマネーの拠出などへの慎重な姿勢**が存在する。また、VCや投資信託等のプレイヤーによる**クロスオーバー投資を含むプレイヤー層の多様化も限定的**。
- ・ 市場環境の変化（デフレ⇒インフレ等）を踏まえると、アセットオーナーは、**新興開拓を進めることも含めて知の探索に取り組むことが重要**である。その他、新興資産運用会社に限らず、**既存のプレイヤー（VCや投信等）の領域/規模拡大等の動きを促進していくことも重要**である。
- ・ また、**エクイティの補完的な役割としてのデットによる資金供給を行うプレイヤー（金融機関やデットファンド）の役割の重要性も更に高まる**。
- ・ **官民ファンドを含む公的資金の出し手によるリスクマネーの供給も引き続き重要**である。

ガバナンス

（経営の意思決定・執行）

ガバナンス（経営の意思決定・執行）の在り方

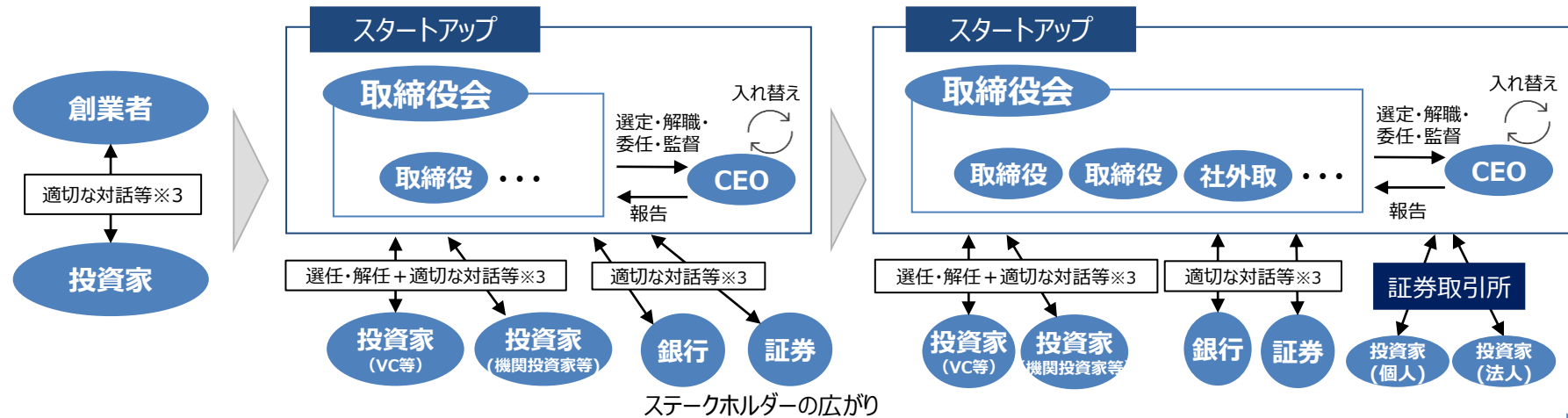
- ・ 現状のマーケット環境は、**スタートアップとステークホルダーのそれぞれが経済合理性を追求した結果、「短期目線の上場」を最適解として目指してしまう状況**にある。未上場市場ではユニコーン数が伸び悩み、上場市場では特に小規模で上場したスタートアップの多くが上場後の成長に苦労しているのが実態である。
- ・ 中長期的な企業価値の向上を目指す観点から、**適切な意思決定・執行を可能とするステークホルダーを含めた体制構築・マネジメントの質を高めることが重要**である。

通底する重要事項としての「ガバナンス」の考え方

ガバナンス

- スタートアップが、円滑に資金調達や上場後を含めた成長を目指すためには、その成長段階に応じて適切な意思決定・執行を可能とするステークホルダーを含めた体制構築・マネジメント（ガバナンス）を構築していくことが重要。しかし、現状では、スタートアップと各ステークホルダーのそれぞれが短期的な経済合理性を追求した結果、「短期目線の上場」を最適解として目指してしまう状況（※1）にある。
- そこで、未上場・上場を地続きとした市場制度や、ファンドエコシステムの構築を通じて、中長期的な成長後の姿を見据えたガバナンスをスタートアップ・各ステークホルダー双方に促し、企業価値の向上に繋げることが重要（成長後の姿は未上場ユニコーンや上場後の持続的成長等、様々なパターンが存在）。

企業のカバナンスの高度化のイメージ（上場を通じた成長を描くケース） ※2



ガバナンスの在り方の例

- ・ 創業者と投資家（例：VC）の関係での意思決定・執行が行われる。
- ・ CxOを選任する、投資家層を拡大（様々な種類の投資家が入る等）をする等を通じてステークホルダーの広がりとともに経営体制を強化し説明責任を果たす。
- ・ 社外取締役の選任や、上場対応等を通じて更なるステークホルダーの広がりとともに投資家対話のためのツールなども実装し、更に広いステークホルダーに対する説明責任を果たす。

（事例①）ラクシル社は、東証1部上場後、連続的なM&Aによる事業拡張の方針を打ち出し、それに資する経営体制（創業者CEOの交代も含む）に変更している。
（事例②）free社は、IPOや公募増資時を含む海外投資家とのコミュニケーションを事業推進にも生かしている。また、証券会社と議論を徹底的に行うことで、日証協のルールに準拠する形で将来M&Aを資金使途とした公募増資を実現した。

出所：ラクシル社プレスリリース、経産省「スタートアップの成長に向けたファイナンスに関するガイダンス」

※1 ガバナンス高度化の余裕がある企業とない企業が存在する中、「余裕があるが、経済合理性を優先しガバナンス高度化に取り組んでいない企業」が存在し、こうした企業のガバナンス高度化を促すことが重要である。

※2 上記の体制図はあくまでイメージとして抽象化したものであり、実際には意思決定に関わる様々な機能が実装されている。

※3 スタートアップと各ステークホルダーの間で積極的にコミュニケーションを取り、置かれた状況に応じてステークホルダーからの適切な支援やスタートアップからの適切な情報共有がなされることが重要である。

- **未上場市場の成熟度の高まり**（プライマリー市場の資金供給量の増加、投資家層の裾野拡大、セカンダリー取引需要の拡大）を踏まえて、**プライマリー市場・セカンダリー市場双方の制度改正**を進めることが重要。

現状（As Is）

＜プライマリー市場の現状と課題＞

- ・ プライマリー市場においては、全体としての資金供給量が拡大しているほか、成功した起業家等投資家の裾野も拡大している一方で、以下のような課題が存在。
 - ⇒ 株式投資型クラウドファンディング（ECF）/小規模公募：募集上限の低さ、開示負担の大きさ（特に1億円以上の募集を行う際の開示負担）、株主数の多さ
 - ⇒ 少人数私募制度：勧誘人数の制約（諸外国においては購入者数で算定）
 - ⇒ 特定投資家私募制度：特定投資家の数の少なさ

＜セカンダリー市場の現状と課題＞

- ・ セカンダリー市場においては、第一種金融商品取引業者がPTSで特定投資家向けの非上場株式を扱うことが出来るが、現状では仲介に携わる事業者の新規参入等が限定的。

今後のあるべき姿（To Be）

- ・ 一般投資家については、資産運用会社等のプロフェッショナルの目利きを介した投資が促進されることが重要。また、ECF、小規模公募、少人数私募については、投資家保護や活用するスタートアップの性質も十分加味しながら、投資家及びスタートアップ双方が使いやすい制度としていくことが重要。
- ・ 投資家層の裾野の広がりを踏まえて、特定投資家の拡大を検討していくことが重要。
- ・ セカンダリー取引の活性化は、拙速な上場の回避や株式流動化による価格形成等の観点からも重要であり、第一種金融商品取引業者等の新規参入等が進むこと、セカンダリーファンドの裾野拡大も重要。
- ・ 未上場市場の成熟度の高まりに応じて、事業者のニーズや投資家保護にも留意しつつ、金融商品取引業者の未上場市場における役割を再考することが重要。

政策の方向性

- ・ 一般投資家からの資金供給の拡大に当たっては、投資信託等のプロフェッショナルの目利きを介した資金供給を促すための検討が必要。また、ECFについて、投資家保護の観点や活用するスタートアップの性質も十分踏まえつつ、募集上限、適切な開示負担の在り方やシンジケート型の形式の普及に向けて検討することが必要。また、小規模公募についても、諸外国の制度状況やスタートアップの具体的なニーズを踏まえて、募集額の上限の引上げを含めた制度のあるべき姿の検討を進めていくことが必要。
- ・ 少人数私募について、諸外国の動向、スタートアップの具体的な資金ニーズ、投資家保護等を踏まえながら、現行の勧誘人数による算定方法の見直し等について検討することが必要。
- ・ 特定投資家私募について、特定投資家の裾野の拡大や特定投資家として扱われることのメリットを示しやすい勧誘規制の在り方を検討することが必要。
- ・ セカンダリー取引の活性化に向けて、セカンダリーファンドの振興に資する取組を進めるするとともに、セカンダリー市場への第一種金融商品取引業者等の新規参入等を促進するPTS規制の在り方を引き続き検討することが必要。
- ・ 投資家保護や事業者のニーズに留意しつつ、金融商品取引業者による未上場株式の取得勧誘禁止の原則（日証協の自主規制）の在り方を検討することが必要。

- グロース市場においては、上場後に成長が鈍化する企業が多い状況であり、市場環境整備を通じて上場企業の成長動機付け、M&Aの促進、成長停滞企業の新陳代謝を促していくことが重要。

現状（As Is）

＜グロース市場上場企業の状況＞

- ・ 現状では、グロース市場上場後に売上高や時価総額の成長が鈍化する企業が多く、全体の約半数の企業は現在の時価総額が新規上場時の時価総額を下回る状況。
- ・ 現状のグロース市場の上場審査基準が低いことや、ファンドの満期を迎えるVCがIPOを求めること等から、小規模上場の企業が多く存在する。
- ・ こうした小規模上場企業について、多くの場合は、時価総額の観点から機関投資家の投資対象外となる。その結果、公募増資や第三者割当増資等の上場後の資金調達手段が限定的となり、成長出来ない状況に置かれてしまう。
- ・ 小規模上場企業も含めて、グロース市場への上場後は、成長投資が行われていないケースが多く、その要因として、上場維持基準の低さがあげられている。

＜M&Aの活用状況＞

- ・ M&Aは買収側・売却側双方の成長にとって重要な経営上の手段であるが、成長投資やExit手段としてのM&Aは少ない状況。

今後のあるべき姿（To Be）

- ・ 多くの企業が上場後に成長出来ていない実態を踏まえて、後述する投資の担い手拡大・既存投資家の役割拡大に加えて、上場審査基準や上場維持基準の見直しも含め、投資家の参入促進や発行会社の成長の動機付けの強化等に繋がる市場環境整備を進めることが重要。
- ・ 上場後の重要な成長手段としてM&Aが活発に行われ、成長停滞企業の新陳代謝が促される環境の構築が重要。
- ・ その他、上場時のスタートアップ調達の円滑化の観点からもIPOにおける公開価格設定プロセスの変更を踏まえた行動変容が重要。

政策の方向性

- ・ 上場審査基準はセカンダリー取引環境の整備や投資家層の拡大といった環境整備をしっかりと進めた上で、中長期的な上場審査基準等の見直しの検討が必要。また、上場企業の成長動機付け、上場企業のM&A等、成長停滞企業の新陳代謝を促すため、グロース市場の機能強化に向け、東証において上場維持基準の見直しを検討することが必要。
- ・ 現場のニーズも踏まえながら、「のれん」の柔軟な資産評価等を含めてM&Aの促進に向けた取組を検討することが必要。
- ・ IPOにおける公開価格の設定プロセスの変更を受けた柔軟な公開価格設定のプラクティスの普及に取り組むことが必要。

- 主に未上場レイトー段階から上場後にかけて投資家層が薄い中、**新興資産運用会社の創出や既存の資産運用会社（VC・投資信託等）によるクロスオーバー投資の促進**が重要。

現状（As Is）

- 未上場レイトー段階から上場後にかけて、投資家・資産運用会社のエコシステムが十分に機能していないのではないか（人材流動性を含めて）。
- 未上場段階からの投資家層の広がりには限定的な状況。VCのマーケットは大きく成長しているが、レイトー段階での投資やクロスオーバー投資の取組は限定的。また、現状では、VCはLP投資家から上場後のマーケットリスクを取れるプレイヤーとして認識されていないとの指摘もある。
- 上場段階からの投資家層の広がりも現時点では限定的な状況。大手の機関投資家等については、一定の時価総額規模や流動性がなければ投資検討対象にはならず、特にグロース市場では機関投資家の参入が限定的。
- 国内のアセットオーナー（金融機関・年金基金・大学基金等）を含めて、新興の資産運用会社へのシードマネー拠出等は限定的（他方、海外アセットオーナーは新興資産運用会社への出資により早期の関係構築に取り組んでおり、ファンドエコシステムが進展）。
- 官民ファンドを含む公的資金の出し手から、例えばVCへのLP出資等を通じたリスクマネー供給もなされている。

今後のあるべき姿（To Be）

- 投資家層の拡大のためには、金融業界内における人材の流動性の向上やナレッジの共有が重要。また、大規模な投資が可能な国内外の機関投資家からの資金供給の拡大を図り、未上場レイトー段階におけるスタートアップへの投資を行うプレイヤーを拡大していくことが重要。また、これまで国内のVCやスタートアップに対する資金供給に一定の役割を担ってきた金融機関や事業会社の役割も引き続き重要。
- VC・投資信託等によるクロスオーバー投資の促進や安定株主の確保を進めることが重要。
- 市場環境の変化を踏まえて、アセットオーナーは新興運用業者促進プログラム（日本版EMP）の取組を通じてオルタナティブ投資の拡大に取り組むとともに、アセットマネジャーの独立を促進し、ファンドエコシステムが回る環境作りを進めることが重要。
- 民間ではリスクが取りにくいセクターやフェーズにおいて、民業補完を徹底しながら官民ファンド等からのリスクマネーの供給に引き続き取り組むことが重要。

政策の方向性

- VCにおける公正価値評価の導入に加えて、広く内外機関投資家から資金調達を目指すVCについて、VC等における持続的な経営体制の構築やコンプライアンス管理、LP投資家への情報提供、投資先のスタートアップの価値向上に資する取組等を含めて、LP及びGPにおいて推奨・期待される事項を整理することが必要。
- VCによるクロスオーバー投資促進や安定株主の確保に向けた各種プラクティスの整理・普及に向けた検討が必要。
- 投資信託における未上場株式の組入れについて、引き続き制度の課題の整理や対応の検討を行うことが必要。
- アセットマネジャーの独立等の円滑化に資する日本版EMPの活用等、資産運用会社の新規参入促進に向けて検討することが必要。
- 民間ではリスクが取りにくいセクターやフェーズにおいて、官民ファンド等による公的資金の供給に取り組むことが必要。

スタートアップ向けのデットファイナンス

- エクイティ投資の補完的な役割としてのニーズの高まりや、金融機関としての稼ぎ方の多様化観点から、スタートアップ向けのデットファイナンスの活性化が重要であり、そのためにも、スタートアップと金融機関双方のコミュニケーションの円滑化等に取り組むことが必要。

現状（As Is）

- エクイティと比べて資本コストが抑えられるデットファイナンスは、株式希薄化の回避や、より有利な条件で次のエクイティ調達ラウンドを迎えるための期間確保といった意義が存在。特に近年の市況の悪化等により、その活用ニーズは高まっている。
- 金融機関における貸出業務の金利は低下基調が継続（預貸利鞘も縮小）し、貸出業務の貸付金利収入は伸び悩みの状態。企業側では、借入れを中心とした外部調達の需要は軟調傾向。
- メガバンク、一部の金融機関、デットファンド等がスタートアップ向けの融資に取り組み始めているが、経営側・現場側双方での障壁やスタートアップ側とのコミュニケーションの課題が存在。

今後のあるべき姿（To Be）

- エクイティ投資の補完的な役割としてのニーズの高まりを踏まえ、スタートアップ向けのデットファイナンスの活性化が重要。また、ディープテック企業も含めて、スタートアップの特性に応じたデットファイナンスの活用が進んでいくことも重要となる。
- 今後の金利のある世界では、金融機関が「稼ぎ方の多様化・リスク分散」に取り組むことの重要性が高まっている。特にスタートアップについては、一般企業と比べても情報（特に非財務）の非対称性が高く、早期参入による情報蓄積によるメリットが大きい（新たな顧客基盤構築などの市場開拓を含む）。
- 金融機関側の目利き力の向上に加えて、スタートアップと金融機関のコミュニケーションの円滑化を進めていくことが重要。
- その他、スタートアップの種類（ディープテック企業も含む）に応じてデットを活用しやすくする環境の整備や出し手の多様化が重要。

政策の方向性

- 企業による多様な資金調達を可能とするため、金融機関をはじめとする貸し手、ディープテック企業を含むスタートアップ等の借り手の双方に対して、スタートアップにおけるデットファイナンスの活用方法に関する普及に向けた手引きの作成等に取り組むことが必要。
- ディープテックスタートアップ向けの債務保証制度の拡充について検討することが必要。