

共通論題

〔成長企業へファイナンスの果たす役割を問う〕

『証券経済学会年報』第57号 2022年12月

概要

岡村 秀夫

関西学院大学

三和 裕美子

明治大学

1. 本共通論題の特徴

企業の成長は日本経済の活性化に必要不可欠である。しかし、我が国の企業の成長は遅く、成長企業数も極めて少ない。成長企業を生み出す原動力として、ファイナンスの果たす役割は大きい。しかし、日本における成長資金の供給は十分であったとはいえない。また、日本のIPO時の公開価格の過小値付け問題が深刻であり、資金調達額も極めて少ないという問題点もある。さらに、IPOはゴールと揶揄され、IPO後の市場を通じた資金調達も少なく、IPO後に時価総額が1兆円を超える企業はほとんど出てこない。成長企業を生み出すために、日本の成長投資（ファイナンス）はどうあるべきかについて議論が必要である。企業の成長段階として以下の4期に分類できるが、ステージ毎の課題と今後の方向性について、シード・アーリー期（クラウドファンディング）：柴原祐喜氏（日本クラウドキャピタル）、ミドル・レーター期（ベンチャーキャピタル）：松本季子氏（日本ベンチャーキャピタル協会）、IPO期：高橋陽二氏（県立広島大学）、IPO後：藤野英人氏（レオス・キャピタルワークス）の4名にご報告頂いた。

2. 報告の概要

第一に、日本クラウドキャピタルの柴原祐喜氏より、「シード・アーリーステージの課題と日本市場」と題する報告があった。まず投資ラウンドの各ステージの整理がなされ、製品のライフサイクルが短くなる中、投資判断とリスクマネーが必要であることが指摘された。日本のベンチャー出資環境は、米国、中国に比べて整っている状態とは言い難く、金額的にもはる

かに小さい規模である。日本における家計の企業への資金の流れは銀行中心であり、これを米国のように家計から直接企業へとマネーフローの道筋を創ることが課題である。この解決策として、株式投資型クラウドファンディングの活用がある。具体例として株式投資型クラウドファンディングプラットフォームである『FUNDINNO』の事例が紹介された。また非上場株の流動性が乏しいという課題については、非上場株のセカンダリーマーケットを創ることなどが提案された。さらに、株主コミュニティ制度、Exit to Community (E2C) の活用例および可能性が提示された。

第二に、日本ベンチャーキャピタル協会の松本季子氏より、「ベンチャーキャピタルから見た非上場株式の発行及び流通市場の活性化に向けた課題と論点」と題する報告があった。日本のVCは米国と比べて、ファンドサイズが小さいものが多く、追加投資の実施が限定的な状況であり、特にレイトステージに大型資金を投資できるVCが限定的である。この問題を解決するためには、機関投資家の資金獲得のための取り組みが必要との指摘がなされた。次に個人投資家向けの非上場株式流通に係る課題、特に種類株式と株主間契約に関して、それぞれに様々な権利が規定されているため、各株主は正しく理解するなど、ファンド投資家よりも高いリテラシーが求められるべきであるとの指摘がなされた。機関投資家については「国内ベンチャーキャピタルファンドへのLP投資」及び「未上場スタートアップへの投資」が限定的であり、この点証券会社によるプライベートプレースメントの取り扱いができないか、との認識が示された。また、グロースキャピタル／レイトステージ資金の拡大のために、

このような資金の出口戦略大型化が必要であり、そのため国内 IPO に関連する諸規則及び慣習を業界全体でアップデートする必要性が説かれた。

第三に、県立広島大学大学院経営管理研究科の高橋陽二氏より、「日本の IPO の現状と課題」と題する報告がなされた。まず日本の IPO 研究はこの10年で飛躍的に進展していることが紹介された。そのうえでこの分野の主要な論点の一つである、IPO 時の公開価格の過小値付けに関して、日本の IPO の現状と課題について、米国などとの比較をもとに議論がなされた。IPO 時の公開価格の過小値付けとは、IPO 前に設定される公開価格と、IPO 時に市場の需給によって決まる値では、公開価格より初値が高い状況をいう。このような状況は、IPO 前から参加してきた投資家、創業者とその関係者、エンジェル投資家、VC などにとっては好ましい状況ではない。日本では、この問題が「過剰」に生じており、成長戦略会議2021での価格形成プロセスの見直しの議論にもつながっていることが紹介された。

第四に、レオス・キャピタルワークス株式会社の藤野英人氏より、「ファンドマネージャーの経験した新興市場の歴史と未上場投資の今後について」と題する報告があった。まず2003年にレオス・キャピタルワークス株式会社を創業し、投資家であると同時に起業家になった背景について、続いて大型株成長の限界および中小型株、超小型株まで視野を広げて成長企業をとらえる重要性が指摘された。投資家、起業家として藤野氏は、「社会的課題はビジネスチャンス」という。介護、防災、高齢化、空き家、後継者問題などの社会的課題は埋めるべき「穴」であり、穴に気付き、穴を埋めるビジネスが重要である。レオス・キャピタルのひふみ投信マザーファンドがアクティブ投信においてアジア最大のファンド規模になった理由として、大企業の低パフォーマンス、サラリーマン型の資産運用会社などが競争相手だったことなどがあげられた。日本の金融市場の問題点は、「大きいことがよいという風潮」がはびこっている点である、と藤野氏は言う。ひふみ投信の成功は、新興市場の重要性を物語っている。未上場市場の活性化が日本の生命線であるとの指摘がなされた。

3. 質疑応答

藤野氏はスケジュールの都合上ご報告後退出されたため、質疑応答は3名のご報告者に対して行われた。

柴原氏への質問：①登録投資家に対するリテラシー向上の施策等について教えて戴きたい。②投資家はどの程度待てるのか。

柴原氏の回答：①ベンチャー企業を知ってもらうことが大事である。そのため、発行者と投資家の交流会、勉強会、セミナーを開催するなどして、スタートアップの投資、バリュエーション、目利き手法などについて学んで頂く機会を設けている。②投資体験をしたいというユーザーが一番多い。データによれば待てる期間は5-10年、IPO までの設定では約7年。M&A 市場は、IPO よりも期間が短く、株主コミュニティ制度は IPO、MBO よりも短い。投資家の期待、ニーズに合わせて考える必要がある。

松本氏への質問：①マザーズ市場ですら機関投資家資金が十分に回っていない。この状況に鑑みれば、未公開株式売買市場がある程度整備されても十分に機関投資家の資金が流入しないことが懸念される。日本の上場・未上場ベンチャー企業へ、機関投資家の資金流入を促進するためには何が必要か。②VC が IPO 後も長期保有を行うクロスオーバー投資家、もしくは新たな長期投資家として存在することについての意見を伺いたい。

松本氏の回答：①機関投資家の運用総額の2-3% 入ってくるだけで違う世界になる。パイアウトファンドには VC ファンドと比較すると機関投資家の資金が流入している。VC 市場に機関投資家が入りにくい要因は、金融危機の影響もあり、実績あるファンドが少ないことが大きい。パフォーマンスがよいファンドも出てきているので整い始めているといえる。VC 投資は収益の源泉をロジカルに説明することが難しく、受託者責任のある機関投資家は手を出しにくい点があげられる。

②VC が IPO 後売却する理由として2つ考えられる。一つは、ファンドの運用期間は、通常の VC は10年、延長しても2年であり、期間内に流動化する必要があること。もう一つには、VC の役割として、上場後の値上がりを投資家から期待されていないので速やかに売却するというのが考えられる。

高橋氏への質問：小規模 IPO 企業では、ブックビルディング方式の価格形成が機能しないと考えられる。そのため入札方式やダイレクトリスティングを用いた方がよいと考えるが、これについての意見を伺いたい。

高橋氏の回答：上記意見に同意する。一部の企業は

上場してから成長している。彼らは海外の機関投資家を相手にしており、このようなアプローチは参考になる。

その後モデレータより、クラウドファンディングで小口の投資家が増えていくことによる管理上の問題

点、公開価格の在り方、個人投資家を念頭においた未上場株の公開、プラットフォームの構築についてなどの論点が提示され、活発な議論が展開された。

(2021.9.11 第93回全国大会)