

スタートアップの育成の在り方に関するワーキンググループ（第1回）

日 時：令和3年3月19日（金）16：00～17：30

場 所：合同庁舎第4号館共用第1特別会議室

1. 議事

- (1) 開会
- (2) スタートアップの育成の在り方について
- (3) 閉会

2. 出席者：

【参加者】（五十音順）

大関 洋 ニッセイアセットマネジメント株式会社代表取締役社長
黒沼 悦郎 早稲田大学大学院法務研究科教授（オンライン）
鈴木 健嗣 一橋大学大学院経営管理研究所教授
松本 勝 VISITS Technologies株式会社代表取締役（オンライン）
吉村 隆 ゴールドマン・サックス証券株式会社取締役

【成長戦略会議有識者】

金丸 恭文 フューチャー株式会社代表取締役会長兼社長グループCEO（オンライン）
國部 毅 三井住友フィナンシャルグループ取締役会長
竹中 平蔵 慶應義塾大学名誉教授
南場 智子 株式会社ディー・エヌ・エー代表取締役会長

【省庁等】

内閣官房

新原 浩朗 成長戦略会議事務局事務局長代理補
堀本 善雄 成長戦略会議事務局次長
野原 諭 成長戦略会議事務局次長

金融庁

古澤 知之 企画市場局長

東京証券取引所

青 克美 株式会社東京証券取引所執行役員

3. 内閣官房成長戦略会議事務局より、資料1～3に沿って説明。

（参加者・成長戦略会議有識者・関係省庁からの意見の概要（順不同））

- SPACについては裏口上場という批判もあり制度設計や投資家保護策が重要だが、起業家の資金調達手段が増えることや、個人投資家にも未公開企業やベンチャー企業に投

資する機会が開かれることは好ましい。

- SPACのIPO時は設立者に対する投資家の目利きが必要。SPACの上場後や買収対象企業の実体名が明らかになった後は、普通の企業分析の中で上場株式に投資するのと同様。分析の側面が多面的なため、多様な投資家を引きつけることが可能。
- 日本の持続的な成長に向け、スタートアップによる新たなサービスの開発・提供と、既存企業によるたゆまないイノベーションを両輪で進めていく必要がある。
- 起業を目指す人を増やすには、起業に失敗した際のリスク低減策や、起業家が関与する教育プログラムを、例えば高等教育等に取り入れ、起業を将来の選択肢の一つとして認識させること等が考えられる。
- 起業したスタートアップのサポートについて、政策目標の面では、急成長を目指すユニコーンのみならず、厳しい事業環境下でも持続的な成長を目指す企業や社会的利益の実現と収益の両立を目指す企業の育成も支援すべき。資金面では、SPAC など資金調達を多様化する手段の検討は重要だが、SPACについては本当に資金調達の多様化に資するのか、投資家保護の観点も踏まえて検討が必要。人材面では、人材不足がスタートアップの成長の足枷となっていることが多いので、大企業の人材をスタートアップに供給する仕組みを整備してはどうか。
- スタートアップ育成には、技術開発段階など早い段階から、市場ニーズを見据えた舵取りや商流の獲得に向けた支援が重要。こうした事業面での支援では広いネットワークを持つ大企業の役割が非常に大きいので大企業にスタートアップとの連携を促す施策を検討してはどうか。また、政府としてもスタートアップからの公共調達の拡大や、入札手続の完全デジタル化によるスタートアップが公共調達に参入しやすい環境の整備など、スタートアップの成長を事業のパートナーとして支援してはどうか。総理からも引き続き政府としてスタートアップの成長を積極的に支援するというメッセージを発信いただきたい。
- 一定の投資家保護規制を前提に、2つの点でSPAC導入に対して非常に賛成。1つ目は、IPOによる起業家の資金調達額の問題。2010年以降、初期収益率が平均で110%を上回っている。SPACを導入することでこのディスカウント率が低くなる。毎年約100社がIPO上場するが、平均時価総額約100億円の規模の企業が1社当たり約20億円ずつ多く調達できるということは、経済的に強いインパクトがある。2つ目は、公開準備にかかる成長投資の問題。上場審査の関係上、IPO前2～3年の準備期間は大規模なM&Aといった巨額な投資は抑制されてしまう。また、不特定多数の投資家に対してIPO企業の株式を販売する場合、PERで公開価格を決めるため、IPO準備期間は利益を高めるために成長投資を抑制するということが散見される。SPACを通じてIPO前の成長投資が止まってしまうことにより、IPO後の成長が止まってしまうことも防げるのではないか。
- 日本で画期的なベンチャーが出て来ない、起業しないのは、規制が強く破産法が極めて厳しいため。根本にどこまで踏み込むのが重要なポイント。

- 規制については、1980年代に民泊ビジネスが現れたが、規制でやめさせられた。Airbnb になっていたかもしれない。農業についても、株式会社は基本的に50%以上の農地を持ってない。全銀ネットについても、これまで重要な役割を果たしてきたことを認めるが、スタートアップ企業は全国銀行協会の下全銀ネットのシステム上でしかビジネスができない。シンガポールではPayment Councilというものを作っており、こうした新規参入を支援する仕組みを入れていくということも必要ではないか。
- 公正取引委員会のレポートには、重要なことが色々と記載されているが、色々な抵抗で実現されていない。それを全部洗い出すというプロセスが必要。
- 起業する人が出てこないのは、20代は新卒一括採用が非常に大きく、30代、40代、50代は大企業のルールの中に乗っかりきっていることがある。また、失敗を怖いとかチャレンジしないというところは、教育の問題も根深く、時間はかかるが着手すべき。規制が強く、不明確と言う問題もある。
- スタートアップに人が流れ込まないのは、魅力的なインセンティブ制度が作りにくい。米国ではオプションプールで一定の行使価格で数年間発行できる。また、アーリーステージの優先株と普通株で数百倍の価格差がありインセンティブとして使いやすい。普通株の値段は409Aで公正に決まるため、後で贈与税リスクにさらされない。また、住宅ローンなど、同じ企業に長く勤務することが奨励されている社会慣行がある。兼業・副業は大企業の優秀層をスタートアップに流し込むのに非常に有効な手段。
- スタートアップの柔軟な運営ができない。例えば、創業者ベスティングをしていないために創業メンバーの1人が途中で離脱したときに、他の創業メンバーが購入できない株価に上がっていたり、また、会社による買取りも剰余金がないのでできない。こうした煩雑なことに多大な労力を使って神経をすり減らし、プロダクトに向き合う時間が奪われる。
- 東証マザーズが非常に上場しやすいため、小さい上場を目指しがちになり、上場後に大きい試合ができない。米国では、上場前に1000億円以上の調達をしている企業があるが、日本は同規模のリスクマネーを投入できるVCは極めて限られている。
- 各方面に色々な課題があるので、エコシステムを一斉につくっていく必要。
- SPACについては、スポンサーを通じて短期間で資金調達ができること、業界に知見がありスタートアップをサポートできるスポンサーがタッグを組むという利点がある一方、スポンサーがしっかりした人でなければいけないということ、実際に合併が行われるときの情報開示の在り方などの懸念点がある。
- 継続して激しい変化が起きているということは、新規プレーヤーにとっては大きなチャンスであるにも関わらず、日本は大学生の就職の人気ランキングを見ていると、より安定的な企業の人気が高まるということが起きており、世界のエリート層のリスクの取り方と相当違う。大学改革と併せてパッケージのような形で政策を提供したい。
- 制度面では、起業をしやすい環境を国はつくったが、リスクを取って起業する人は質・

量ともに足りない。時間のかかる深刻な問題ではあるが、できれば3年ぐらいの間に効果が出るような政策を今回盛り込みたい。

- 日本では2002年頃からベンチャー企業振興施策を続けてきたが、それでもベンチャー企業が育っていないと言われると見方は分かれる。新興企業向け市場の上場基準は低いので、目ぼしいベンチャーはマザーズなどに既に上場してしまい、非上場の有望なベンチャー企業が少ないという見方もできる。
- 制度面では、非上場企業への資金供給のため、プロ私募、少人数私募やプロ向け市場などの制度整備も続けられてきたが機能しなかった。その理由の一つは機関投資家がベンチャー企業に投資しないことにあると考えられ、その理由を分析する必要がある。
- プロ投資家制度があまり使われていない理由は、プロ投資家の要件が厳しくプロ投資家だけでは十分な投資層にならないため企業側にメリットがないことと、プロ投資家になることで得られる便益が少なく投資家側にメリットがないこと。この制度の利用を促すには、プロ投資家の要件を緩和してプロ投資家層を増やすとともに、例えば非上場企業の株式に投資できることをメリットの一つとすることが考えられる。
- SPACについて上場までの期間や費用が少なく済むというメリットが強調されるが、その代償についても検討する必要。
- 第1に期間の短縮ができるのは、引受証券会社による審査がなく取引所による審査も簡略化されるからであるが、上場後は一般投資家の投資対象となるので、上場時の審査は簡略なものでもよいとしても、買収対象企業が上場会社となる際には当該企業がIPOで上場する場合と同等の審査が必要ではないか。取引所が、SPACが株主総会決議を経て買収対象とした企業を、上場基準を満たしていないということを理由に上場承認しないことが現実にはできるかやや疑問。
- 第2に費用削減を実現できるのは引受手数料を払う必要がないから。SPACでは引受証券会社の引受審査の役割の一部をスポンサーが担っていることになるが、実際はスポンサーが多額の報酬を得ているため費用削減を実現できていないのではないかとということが米国の論文などで指摘されている。より重要なのは、スポンサーが引受証券会社と同等のゲートキーパーとしての責任を果たせるか。スポンサーに引受証券会社と同等の役割を担わせる必要があると考え、引受証券会社並みの法的規制が必要。これに対しSPACでは対象企業を買収するかを投資家が株主総会決議によって承認し、反対株主には退出権が与えられているので、従来のIPOにおける引受証券会社の役割はスポンサーと投資家が分担しているとも見られる。この説明には一定の説得力があるが、そうだとするとSPACでは投資家に一層の自己責任が求められることになる。
- 起業家に必要な課題発見力を身につけさせる教育が日本でも必要。また、リスク耐性、リスクコントロールの仕方も含め、挑戦することが怖くなる、リスクとリターンのバランスで考えられる人材が増えることが重要ではないか。
- 大企業と協業すると、知財をくれ、など契約なかったことを言われることもある。ス

スタートアップ側から見た大企業との連携、オープンイノベーションの課題点も議論させていただきたい。

- SPACはIPOの初値と公開価格の乖離の問題を解決するという観点でも一定の意味があるのではないかと。既存のIPOでは、証券会社が公開価格の決定と投資家の募集の両方を行っており、チャイニーズウォールがあるといっても、利益相反が起こるような構造になっている。一方、SPACは上場時に証券会社が投資家の募集に特化し、価格の目利きや買収対象を探すのはスポンサーがやるという形で分担されている。合併時も、買収対象のスタートアップ側の株主も、SPAC側の投資家も、価格に対して合意するかしないか、お互い納得したところで取引が行われるというのは非常に健全ではないか。
- このまま日本にSPACがないと、日本のスタートアップが海外のSPACと合併することが増えてくると思うが、合併後、英語での開示が必要となり負担となるのではないかと。そういった意味で、日本にSPAC制度があると活用しやすいのではないかと。
- かねてから新興企業への資金供給機能強化に努力。日本では新興企業向け市場は個人投資家中心であり、米国とは市場の構造に差異がある点に留意が必要。
- SPACの検討に当たって、個人投資家に不測の損害が生じないように枠組みが重要。SPACでは、設立者の目利きや合併への期待に依拠して投資判断が行われる。上場時又は上場後において、適切な投資判断と合理的な価格形成を確保するため、どのような情報開示が必要になるか、あるいは情報開示だけで足りるかの検討が重要。また、買収後の上場適格性の確保についての検討が必要。ベンチャー企業への円滑な資金供給と投資者保護の両立が重要。
- 資料5について、どの法制度・政策をどう変えたらボトルネックを解除できるかについて調べていただきたい。また、法制度・政策だけでなく取引慣行や企業スタンスも課題要因であるところ、官民挙げた運動の成功事例であるフランスの取組を調べて日本と比較してほしい。VCをワーキンググループメンバーにするか、ワーキンググループに呼び、現場の課題をヒアリングしてほしい。
- 初等教育だけでは時間がかかり過ぎるので、中等教育、高等教育に手を付けるのは賛成だが、我が国の間違えない達人を目指した育成は初等教育から始まっているので、初等教育から人と違うことに関心を持つことを祝福するという教育に大きく変えていかなければならない。
- 負の循環を解決するための施策だけでなく、攻めの施策があっても良い。米国のSBIRのように、上手くいきそうなスタートアップの押し上げで政府ができることはまだまだたくさんある。J-Startupは良い路線に行っているが、成果はまだ出ていないので、もう少し頑張らなければいけない。
- SPACありきではなくて、ボトルネックを解除するためのトリガーとなる施策を抽出できるかを検討いただきたい。
- スタートアップ育成のトリガーになるものを特定し、そこから広げていくべき。例え

ば、金融市場改革についてはSPACを実現するための投資家保護策を金融庁と東証が報告すること、教育についてはスペインのようなアントレプレナーシップとリーダーシップの学位を出す大学の創設を文科省が検討すること、規制慣行については農業スタートアップのKPIをつくることが考えられる。

- 6月の報告に向けてキー項目をピックアップして議論するとともに、スタートアップの育成に向けて何が必要か、という視点で継続的に議論していかなければならない。
- 日本の機関投資家はIPO市場やベンチャー企業投資に入っていない。GPIFがサステナブルなベンチャー企業の成長のためプレッシャーをかけることもできるのではないか。
- 米国のSPACは、単に個人投資家から資金調達ができるだけでなく、スポンサーが中心になり追加的な投資をする機関投資家も呼び込み、必要額の資金調達をできる。個人・機関投資家両方が動いているから盛り上がっている。個人・機関投資家の資金が適切な形で動員されることが資金調達面では非常に重要であるため、どのように個人投資家を保護するか、スポンサー等の取り分が大きくなり過ぎないようにするか、一般投資家が分かるような適切なディスクロージャーを担保するかが試されている。
- SPACのIPO時の投資家は機関投資家が主になっている。上場後は個人投資家も参入し、De-SPACのときには規模も拡大し、企業分析もしっかりできるため、機関投資家も入ってくる。IPO時、IPOからDe-SPACまで、De-SPAC後の3層で投資家の対応が大分変わっているため、投資家保護もそういう対応の変化を見ながら考えていく必要がある。
- 機関投資家としては、ベンチャーの分析は、玉石混交の中から選んでいくため手間暇がかかる中、非常に小さい金額のものに非常な手間暇をかけて分析していくのはコストに見合わないところがある。このため、どうしてもベンチャーファンドに大きなお金をつけ、そこから様々な企業への投資の果実を得るというパターンになっている。また、過去のトラックレコードを見ても、欧米やアジアのベンチャー市場の方がパフォーマンスが非常に良く、トップティアのベンチャーのマネジャーと取引や投資をすることができれば、打率もパフォーマンスも良い傾向がある。機関投資家としては、エコシステムが整ったリピータブルな結果が得られる市場に投資していくということになりがちである。鶏と卵ではあるが、機関投資家として欧米やアジアのベンチャーにはそれなりに投資しているが、日本のベンチャーには投資しても金額に限られるので、リソースのかけ方が変わるという事情は現状としてある。
- 金融庁としてもVCの現場のハードシングを知りたいと思っており、ご提案いただければ、ぜひいくつか聞いてみたい。IPOの初値と公開価格の関係については、過去のデータを見ると、制度だけでなく実際の現場の問題もあると思う。日証協とも相談しながら、現場の動き方、ダイナミズムも考えながらやってみたい。
- 米国で非上場株式取引が活発な理由の一つは、投資家が個人も法人も自己責任の下で積極的に投資を行っていること。日本はどちらかと言うと、投資家の自己責任よりも投資家保護に偏るケースが多い。金融リテラシー・教育の問題も含めて、投資家保護

と自己責任をうまくバランスさせていくことを考えないと、日本の金融資本市場の活性化はなかなかできないのではないかと。

- 機関投資家がベンチャー企業に投資しないのはなぜかという点が重要。SPACの制度整備をしても個人投資家ばかり参加するようなものでは困る。根本から変えていくのは中々難しいと思うが、制度を小手先で変えるだけではなく、ベンチャーや成長分野に機関投資家の資金を出してもらえるようにするために何をしたらいいかということのを常に考えながら議論をしていかなければいけない。
- 日本や海外の大手の機関投資家が日本のスタートアップに大きく投資できない理由として、そもそも時価総額が低いというところがある。日本のスタートアップは日本の市場だけをターゲットにしていることが多いが、VCはTAMを重視して投資をするので、バリュエーションが低くなる。しかし、海外で成功した事例が少なく、最近ではメルカリやスマートニュースのように海外に行くことが増えてきたが、そうした成功事例が増えないと、いくら日本のスタートアップが海外を目指していると言っても信憑性を得られず、バリュエーションがつかないので、特に大手の機関投資家から大きいロットで投資も受けられない。加えて日本のマザーズに上場しただけでは結局流動性が得られず、上場したのに資金調達ができなくなるので、だったら未上場でVCから調達したほうが回しやすいといった負のスパイラルに入ってしまうのが大きいと思っている。
- 短期、中期、長期の視点で取り組むべきことを考えた方がよい。短期的にはSPAC等により資金供給を増やすことで大型上場を増やし、ロールモデルを増やしていくべき。中期的には、年功序列でチャレンジしないことに慣れてしまっている大企業の優秀な人材にチャレンジさせるための規制や制度、マインドセットを変えていくような仕組みを整備することで、ロールモデルだけではなく母数を増やしていくべき。長期的には、日本のアウトプット教育やアントレプレナー教育、マインドセットを変えていくことをやっていくこと。これらを3つ同時に期間で分けてやっていく。ただし、短期のロールモデルをつくらないと、中長期のチャレンジしよう、アントレプレナーになろうと思う気持ちが生まれて来ないので、最初はSPACや、日本のスタートアップが大型上場できるような仕組みをつくっていくことにフォーカスしていくべきではないか。
- 根本は大儲けできるようなベンチャー企業が出てきていないことに尽きる。国内で成功していないものが海外で活躍できない。結局、国内で何かやろうと思っても制約があるというところに行き着いてしまう。そのために、安倍内閣の成長戦略でつくったサンドボックス制度を活性化する仕組みを考えるべき。