

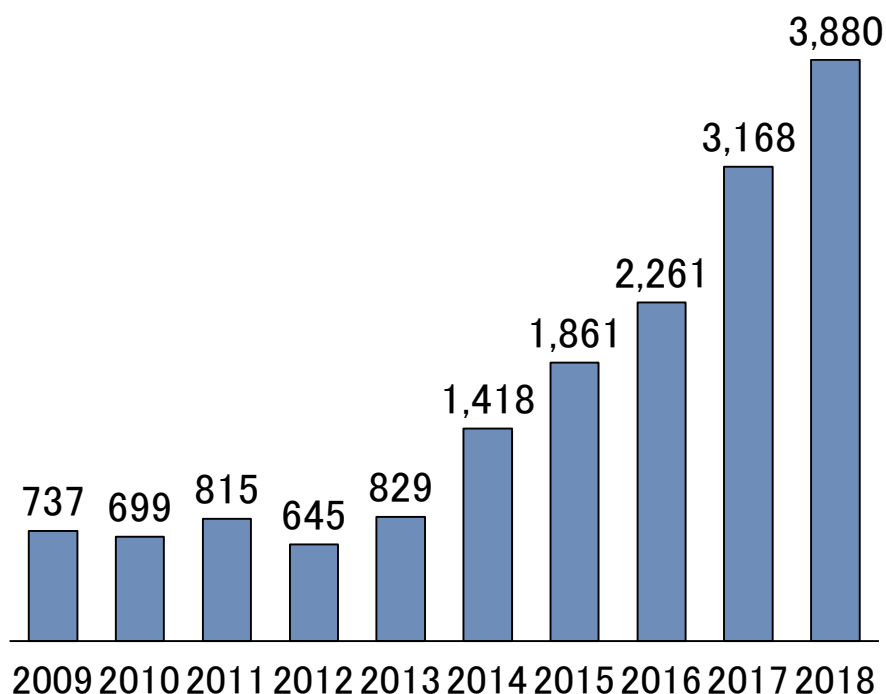
スタートアップの成長支援を通じた新産業創出に向けて

2019年3月7日

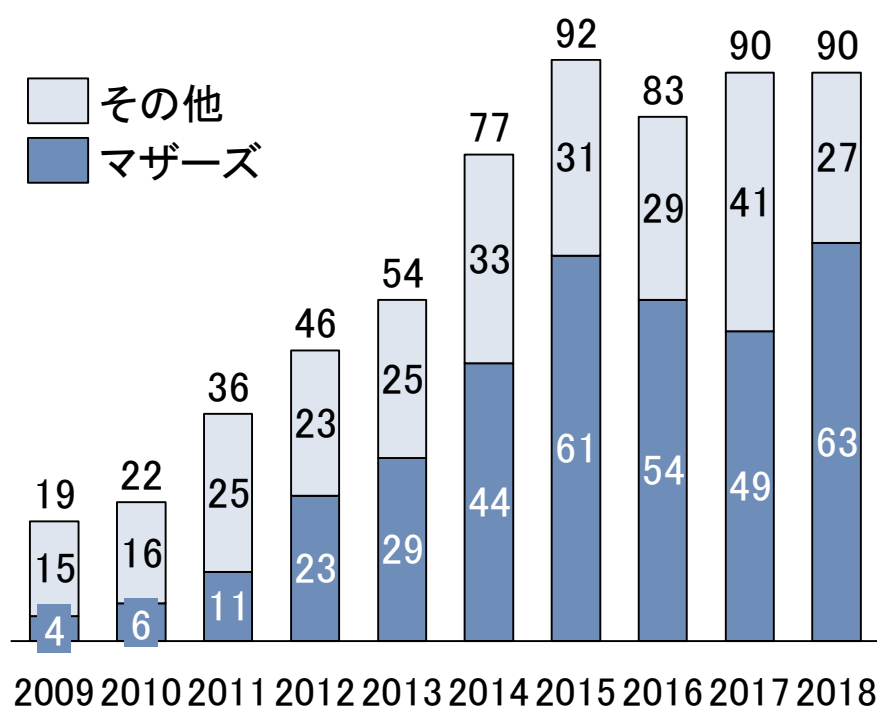
シニフィアン株式会社
共同代表 朝倉祐介

- 財政投融資の多面的な役割の内、以下、新産業創出に向けた新興企業(スタートアップ)へのリスクマネー提供の意義という観点のみに特化して論述する
- 新産業創出のためには、スタートアップを取り巻くエコシステムの確立が肝であり、起業家の絶対数の増加、M&Aによるイグジット機会の増加、並びに上場したスタートアップの継続成長の実現が重要な課題である
- 「ベンチャー企業の創出」や「イノベーションの推進」が日本の重要課題と位置づけられ、近年、国内未上場企業の資金調達額、並びに新規上場社数は増加傾向にある
- 一方で多くのスタートアップは上場後、成長に伴う様々な課題に直面し、新産業創出のボトルネックとなっている
 - マザーズに新規上場した企業の上場時平均時価総額は約66億円(公募価格ベース)であり、成長途上の段階(2016年)
 - 上場企業経営経験のない経営者が率いる多くの「Post-IPOスタートアップ」が、事業・資本の支えが途絶える「第二の死の谷」に直面
- 「第二の死の谷」を回避するためには、大規模上場を実現するためのレイターステージのサポート充実、並びに上場後の「Post-IPOスタートアップ」を支える仕組みが求められるが、その役割を担うプレイヤーが不足している
- 一方、INCJはシード・アーリー期を中心に、ベンチャー投資における呼び水の役割を果たしており、資金供給の停滞は日本のスタートアップ・エコシステムの発展に深刻な影響を及ぼしかねない
- 現実的な解として、官主導によるスタートアップへの資金提供は「ファンド」ではなく、「エクイティ型産業振興プログラム」と位置づけ、主にレイターステージ/Post-IPOに対する間接的リスクマネー提供を重点化すべきではないか
- 経営基盤の整っていない会社に対する野放図な資金提供は、かえってスタートアップ・エコシステムの健全性を妨げる。民間の知見・目利き力を活用し、節度なき資金提供は厳に慎むべきことに留意

日本におけるベンチャー投資額 (億円)

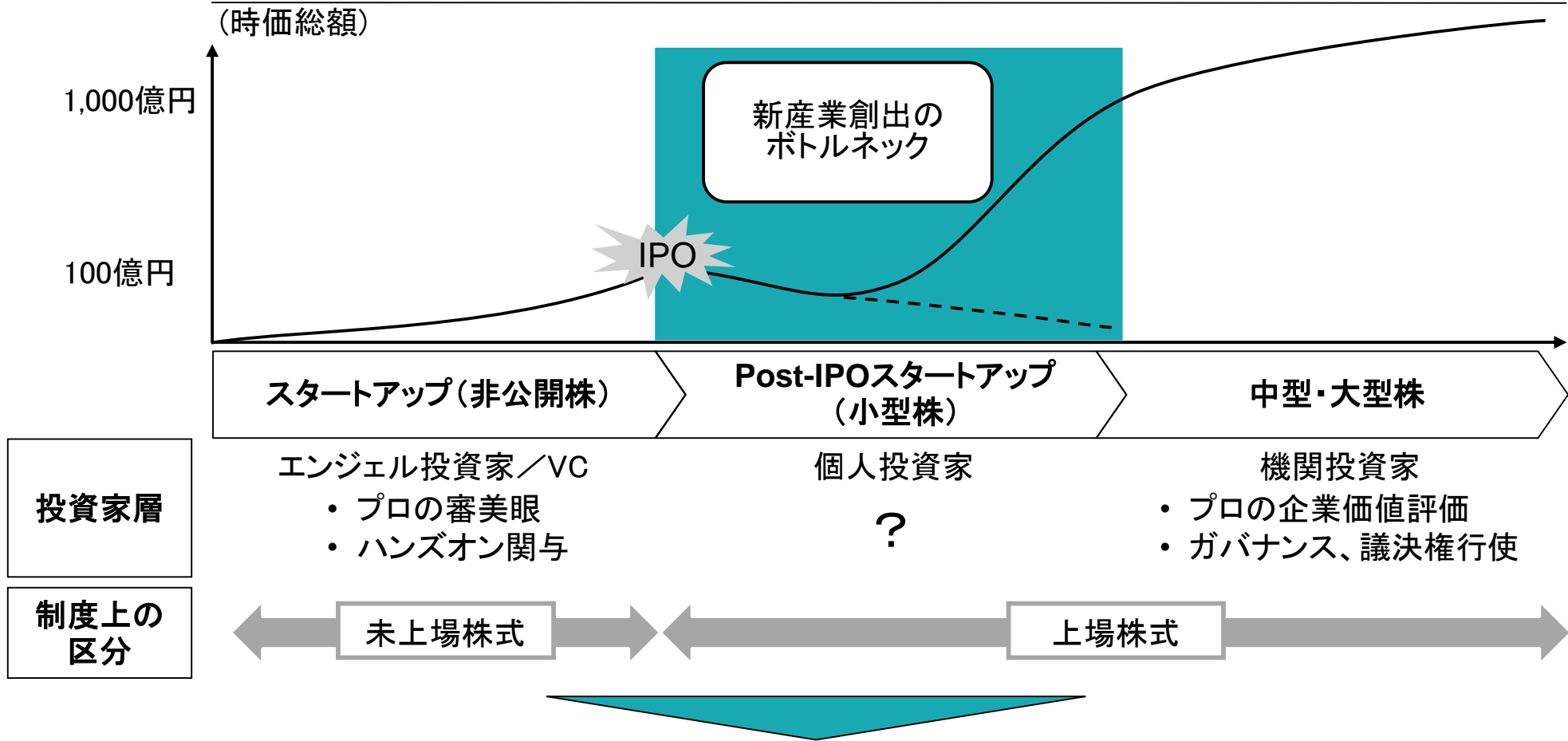


日本におけるIPO社数 (社)



一方で、スタートアップの成長促進を図る社会的意義は、
時代の変化に即した事業を通じた社会課題の解決、並びに新たな産業の創出にある。
単に上場社数を増やすことが目的ではない。

日本におけるスタートアップの成長イメージ



上場後、スタートアップは、経営知見、リスクマネーの提供が途絶える「第二の死の谷」に陥る。
 スタートアップが継続成長するためには、IPO段階で中型・大型株に達するための
レイターステージでのサポートと、Post-IPOスタートアップに対するサポートの充実が求められる。

上場前の状況

上場後の課題

経営人材・知見

- 経験の少ない経営陣をVC陣がハンズオンでサポート
- SOによる採用力の向上

- 多くの経営陣は、上場企業経営は未経験
- 経営人材の採用が困難

組織

- 社長が全社員を見渡せる組織規模(100人以下)
- 事業の成長が組織全体のインセンティブとして機能

- 組織規模の拡大にミドルマネジメント層の育成が追いつかない
- 上場タイミングや事業の成熟により、士気が低下

事業

- 多くの場合、ほぼ単一事業
- 全員が一丸となって最前線で戦う「執行」主体の運営

- 既存事業の成長性鈍化に伴い、新規事業への投資が急務に
- 事業をポートフォリオ・マネジメントする「経営」への転換

資本市場との対話

- 顔の見える投資家(VC等)とのコミュニケーション

- 投資家が入替わった結果、対話相手が不在に

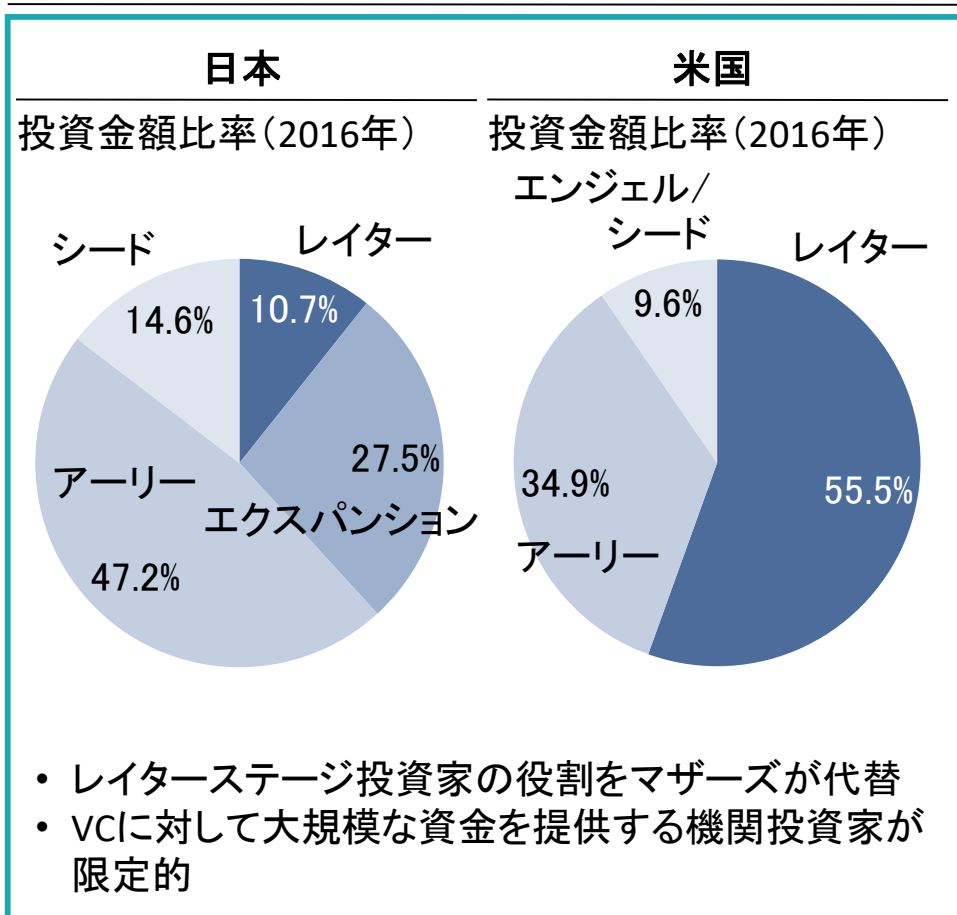
資金調達

- 未上場でも大きな金額の資金調達が可能な環境

- 上場後の資金調達の機会は実質的に限定的



レイターステージの投資は限定的



Post-IPOの投資・経営知見の提供も進みにくい

■投資対象としての難点

- 浮動株が少なく、株式の取得・売却が難しいため、株式を取得・売却する機会が極めて限定的
- 時価総額が小さく、投資できる額が少なく、運用コストに見合わないために機関投資家の間尺に合わない
- ファンダメンタルズに基づかない価格形成により株価の変動が激しすぎる

■供給側のスキルセット不足・仕組みの不備

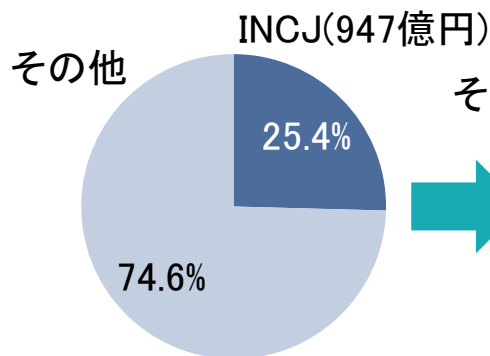
- 有望なPost-IPOスタートアップの選別が難しい
- Post-IPOスタートアップの経営に対する価値提供が難しい
- アセットオーナーは「上場⇔非上場」で投資対象を区分するため、中間的なアセットクラスへの投資、横断的な投資(クロスオーバー投資)を実行できない

レイター/Post-IPO期のスタートアップに対してリスクマネーと経営知見が提供されるように促す環境づくり、呼び水が必要ではないか

日本国内におけるベンチャー投資額

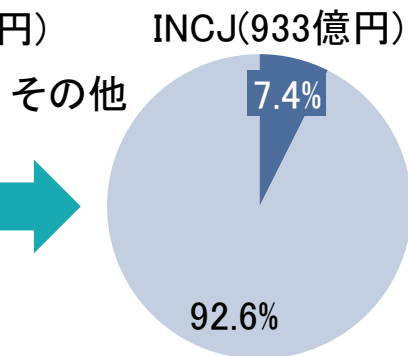
2009-2013年

(100% = 3,725億円)



2014-2018年

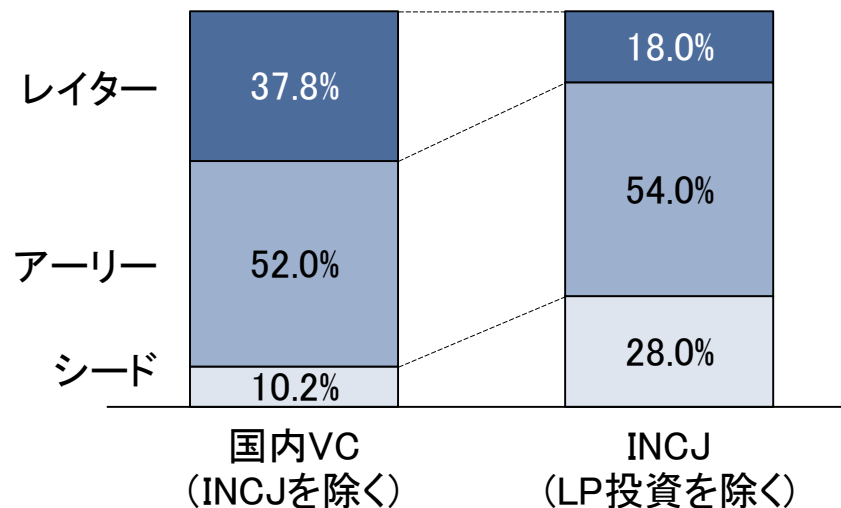
(100% = 1兆2,588億円)



- 2009年からの10年間、INCJは日本国内ベンチャー投資額の10%超を担っている
- 特にリーマン・ショック後の2009-2013年は25%以上を占めており、ベンチャー投資活性化の呼び水となった
- この他、VCへのLP投資も実施している(565億円)

国内VCとINCJのステージ別投資金額の割合

(2015年度)



- INCJの投資はシード・アーリー期のベンチャー投資増加の呼び水となったが、レイト期への投資割合は相対的に低い

INCJはシード・アーリー期を中心に、ベンチャー投資における呼び水の役割を果たしており、起業家、VCをはじめとしたスタートアップ・コミュニティの期待感も大きかった。
今後、産業投資はよりレイトステージ/Post-IPOへの資金提供を積極的に図るべきではないか。

検討すべきポイント

スタートアップに対する 公的資金提供の是非

- 中長期のリスクマネー供給の停滞がスタートアップ・エコシステムに及ぼす影響
- 主に非IT領域を中心としたより大きなリスクマネーを必要とするスタートアップの増加（IoTデバイス、モビリティ、ロボティクス、SaaS、バイオ、環境、航空宇宙など）
- レイター/Post-IPOなど、民間任せでは拡大しづらい投資領域
- 景気動向が不透明化しかねない状況下における公的リスクマネーの役割

資金提供方法の あるべき姿

- 現役世代の優秀な人材を核とする投資チーム組成の実現可能性
- アセットオーナー(LP)がアセットマネジャー(GP)の投資方針に積極関与することの是非
- 直接投資に起因するスタートアップ側のレポーティング負担増

現実解として、「ファンド」ではなく、「エクイティ型産業振興プログラム」と位置づけ、民間の知見と目利き力を活用し、主にレイターステージ/Post-IPOに対する間接的なリスクマネーの提供を重点化すべきではないか

留意点

- 積極的な「目利き」の役割を担わない
 - ー ファンド・オブ・ファンズ/民間投資家の投資に対するマッチング拠出（民業圧迫の回避）
- 資金のばら撒きを避ける
 - ー リスクマネーの増加が単純に成功数の増加に直結するわけではない
 - ー 経営基盤の整っていない会社への節度ない投資は、かえってエコシステムを不健全化する