



## 責任投資もいよいよ プライベート市場へ

### 日本の資本市場の構造的問題

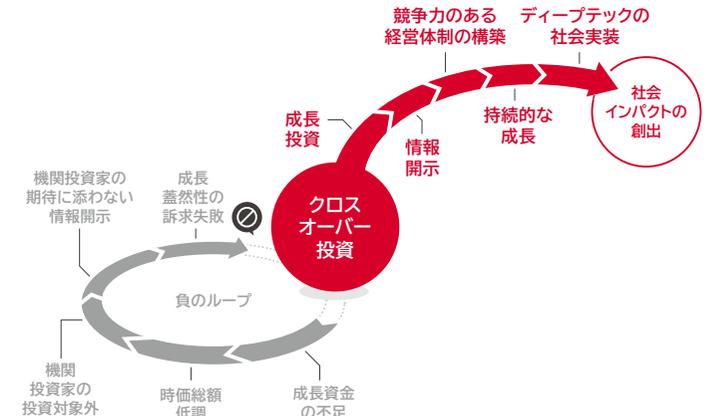
東京証券取引所は、「市場区分の見直しに関するフォローアップ会議」における議論を踏まえ、2023年3月、プライム市場およびスタンダード市場に上場する全企業に対し、「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応について」を発信しました。この背景には、上場企業が資本コストや資本収益性を意識した資本政策や人的資本投資を適切に行っていないため、持続的な成長ができておらず、ひいては、産業の新陳代謝やイノベーションが滞り、経済が低迷しているのではないか、という懸念があります。同フォローアップ会議は、グロース市場上場企業がリスクマネーを呼び込み、高い成長可能性を実現するためには、成長戦略とその進捗に関する情報開示を一層充実させることの必要があることも指摘しています。これらの問題、すなわち企業の資本コストや資本収益性の意識不足、持続的な成長戦略の欠如、不十分な情報開示の問題は、当社が長年投資先企業への働きかけを通じて抱えてきた日本の上場市場全体の課題認識と一致しています。そこには、プライベート市場とパブリック市場を跨ぐ構造的

な課題に起因する2つの要因があると推察されます。

1つ目は「市場の厚み」の問題です。企業は創業後、研究開発や設備投資、人材確保や事業拡大等の目的で資金をその都度調達し、シード/アーリー期からミドル期にかけて、資金不足や市場の不確実性、競争の激化などの困難に直面するいわゆる「死の谷」を克服しながら成長していき、企業によっては上場を一つの選択肢として、さらなる成長を目指していきます。しかし、日本は諸外国に比べ、プライベート市場とパブリック市場の懸け橋となるレイター期および上場後のグロース市場への資金の出し手が極端に少ないという問題を抱えています。そのため成長投資に必要な資金調達を行うことができず、企業規模が十分に大きくならないまま上場する企業も少なくありません。2014年から2020年にグロース市場に上場した企業の75%が上場時の時価総額が200億円未満で、その後もその80%以上が200億円未満にとどまっており、時価総額が数百億円以上の企業を投資対象とする機関投資家が投資しにくい状況にあります。2つの市場の分断を埋め、市場を厚くする資金供給が求められています。

2つ目は「市場の分断」によってもたらされる準備不足の問題です。上場前に「インサイダー」として、企業の成長を伴走してきたベンチャーキャピタル(VC)や投資銀行などが、上場を機にいなくなり、企業は公開情報をもとに企業価値を判断する「アウトサイダー」である機関投資家をはじめとした不特定多数の株主と向き合うこととなります。その際、パブリック市場が期待するコーポレートガバナンスや情報開示に対する理解や意識が十分でないため、企業はこれまでインサイダーに認められてきた自社の成長性を、アウトサイダーの機関投資家に訴求できていない可能性があります。この状況は、プライベート市場とパブリック市場の間に断絶があるため、プライベート市場

の投資家が上場後の環境を十分に把握できていないことにも起因していると考えられます。そのため、機関投資家は、企業の成長性や将来キャッシュフローの蓋然性を適切に判断できず、投資ができない結果、上場後の時価総額の伸び悩みを招き、ますます機関投資家との接点が遠のく要因となり得ます。このように、2つの市場の断絶は、上場直前直後の企業の時価総額の停滞と、インサイダーとアウトサイダーの情報の非対称性を招き、負のループを招いていることが考えられます。



### 日本を変えるためのエコシステムの構築

日本政府が2023年に掲げた「資産運用立国実現プラン」では、持続的な日本経済の成長と、運用資産の多様化を図るため、スタートアップ企業への成長資金の供給促進がひとつの重要要素と位置付けられています。特に、少子高齢化や気候変動、自然災害、地方創生等、日本が抱える様々な課題に対し、革新的な解決策を提供するディープテック<sup>※</sup>を持つスタートアップ企業への期待が高まっています。実際、経済産業省が公表した「令和5年度大学発ベンチャー実

<sup>※</sup>事業化、社会実装を実現できれば、経済社会課題の解決など社会にインパクトを与えられるような潜在力のある科学的技術のこと。

態等調査」の結果によると、経済社会にイノベーションをもたらす担い手として期待される大学発ベンチャー数は4288社と、22年度に確認された3782社から506社増加し、企業数、増加数ともに過去最高を記録しています。

世の中を豊かにするために必要とされるテクノロジーやソリューションは、社会に実装されて初めて意味があります。そのためには、研究段階だけで終わらせるのではなく、資本と優秀な経営陣をそろえて成長させていく必要があります。大学発ベンチャーをはじめとしたディープレック・スタートアップが、持続的な成長を実現し、社会に真に必要なとされる存在になるためには、投資家からの継続的な支援が必要です。機関投資家が上場前からスタートアップ企業に投資し、市場を「厚く」し、上場前後の市場をシームレスにつなげるエコシステムを構築して「分断」を解消することが必要です。

### 日本の未来を切り拓くクロスオーバー投資

当社は、未上場の段階から、社会を変え豊かにする技術に資本を供給し、競争力のある経営体制の構築と情報開

示を支援することが、市場の健全な成長と豊かな社会の実現につながると考えています。そのため、ディープレック投資に特化したVCであるUntroD Capital Japan株式会社（アントロッドキャピタルジャパン、以下、「UntroD社」と）と協業し、インパクト型のクロスオーバー投資を開始することにしました。

この戦略は、ディープレックを持つスタートアップ企業に対し、未上場の段階から投資を行い、上場後もその成長を支え続けるクロスオーバー投資のアプローチを採用し、社会課題を解決し、社会にポジティブな影響をもたらすことを目指すインパクト投資を行います。この、「ディープレック×クロスオーバー×インパクト」の3つの要素の組み合わせは、日本では新しい試みです。

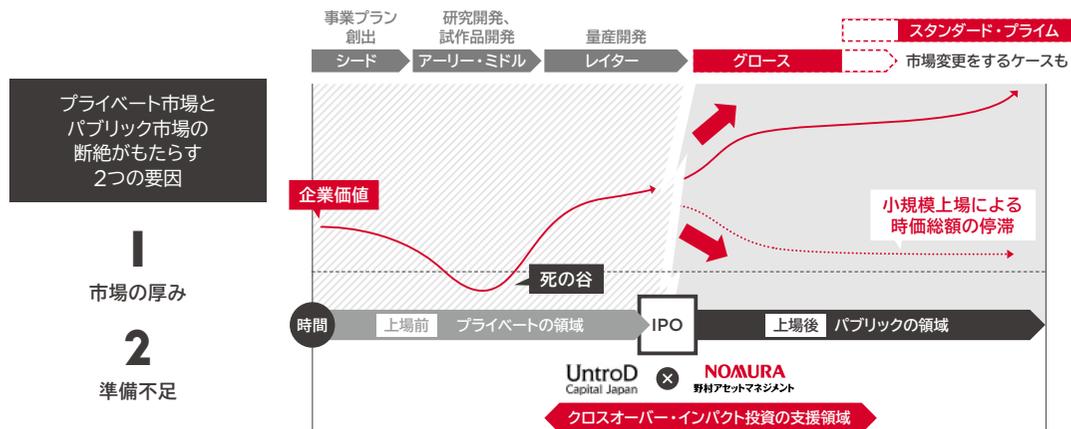
従来、社会課題への対応は、企業の成長や収益性の向上とトレードオフの関係にあると捉えられてきました。当社は、社会課題の解決＝新しい市場の開拓であり、その市場の拡張性を適切に経営戦略に反映することで持続的な企業価値向上につながり、投資リターンが拡大すると考えています。2024年6月に改訂された政府の「新しい

資本主義のグランドデザイン及び実行計画」では、「インパクトを含む非財務的要素を考慮することは、ESGの考慮と同様、「他事考慮」に当たらない」と整理され、さらに、社会課題の解決と経済的リターンの両方を追求するインパクト投資を推進すると政策上位置付けたことは、力強いメッセージとなりました。当社は、お客様の投資リターンの向上と、お客様とその次の世代も豊かさを享受できる社会にすることがフィデューシャリー・デューティーを果たすことであると捉え、インパクト投資を行います。社会課題の解決を企図するスタートアップ企業が目指す未来と、お客様の望む未来をつないでいくことも、投資ファンドの役割であると考えます。

### 10年の歩みを基盤に、プライベート市場での新たな挑戦

UntroD社とは、今後、有望なスタートアップ企業の選定と、投資実行を進めていきます。当社が長年培った上場企業の価値向上の手法と、UntroD社が有するディープレック領域での豊富なベンチャーキャピタル投資の知見を組み合わせ、上場前から、資本コストや資本収益性を意識した成長戦略の策定や、コーポレートガバナンス体制の強化、情報開示をサポートし、上場後も継続保有することで、成長資金を供給するとともに、パブリック市場の期待に十分応える企業体制の整備を支援し、ディープレック企業の持続的な成長を実現させます。

当社が責任投資調査部を2016年4月に立ち上げてから10年目の節目を迎えるなか、プライベート市場における責任投資という当社にとって新たな挑戦に取組み、インベストメント・チェーンをプライベート市場まで広げ、日本社会に活力を取り戻すことを目指します。今後の発展にぜひご期待ください。



1  
市場の厚み  
2  
準備不足