

# バルト三国のベンチャー・キャピタルと新興株式市場の現状と課題

篠田

優

## 1 はじめに

近年、多くの国々でスタートアップの設立が活発化している。筆者は、二〇一八年九月から二〇一九年八月の一年間、東欧リトアニアに滞在し、中央銀行や大学の研究者らと共同研究を行う機会を得た。滞在中、リトアニアを含むバルト三国では、政府のスタートアップ振興策を推進力に起業家精神が旺盛となっており、東欧の小さなテック系新興国群という位置付けから、欧州の主要国にステップアップすることを本気で目指している事を知った。ただし、それを金融面で支えるベンチャー・キャピタル（以下、VC）やプライベート・エクイティ（以下、PE）、そして新興企業向け株式市場（以下、新興株式市場）などが未成熟であるという課題があることも知った。<sup>①</sup>スタートアップにとって、資金調達は成長のためには欠かせないことであり、これが未熟という状況は問題である。しかし、これも国内外との連携を深め改善が進みつつある。

本稿では、このようなバルト三国のVCやPE、そして新興株式市場の現状と課題について、筆者らが行ったインタビュー調査の結果も踏まえて紹介し、検討を行いたい。<sup>②</sup>

## 2 バルト三国のベンチャー・キャピタル

企業は、既存事業を拡大する際や、新事業に進出する際などには、相応の資金が必要となる。この場合、例え

ば大手企業であれば、自己資金を用いたり、銀行借入れを行ったり、株式や社債を発行したりするなどして必要な資金を調達できる。しかしスタートアップの場合は、エンジェル投資家やVC<sup>(3)</sup>などからリスクマネーを調達することが現実的な手段となる。

この点について、バルト三国のスタートアップを取り巻く外部環境（いわゆるスタートアップ・エコシステム）では、資金調達面、特に国内系VCの未熟さが指摘されることがある。例えば、エストニアの二〇〇六年から二〇一八年央までの中小企業（以下、SME）向け投資のうち、およそ九二%が外国のVCからの投資であったという指摘が有る。<sup>(4)</sup> また、筆者によるバルト三国でのインタビュー調査においても、国内系VCの資金力やメンター能力の弱さに言及する起業家やインキュベーターが複数いた。<sup>(5)</sup>

もちろん、スタートアップにとつては、VCなど投資家が国内系でなければならぬ事はない。必要な資金が調達できるのであれば、国籍は問わない場合が多い。またVCには、スタートアップの成長を支援するメンター機能も期待されるため、経験豊富な国外VCがバルト三国のスタートアップを支援するのであれば、これは有意義である。さらに、国外VCからバルト三国のスタートアップに多くの投資が行われるということは、それだけバルト三国に魅力的なスタートアップが存在するということの証明でもある。

しかし、筆者によるインタビュー調査では、国外のVCと組むことのマイナス面についても指摘があった。例えば、あるスタートアップが開発または提供しているサービスが、その国の文化や商習慣に根ざすものであった場合、スタートアップと国外VCとの間で意見の相違が生じることが有るという。その場合、スタートアップは、VCから適切なビジネス支援が受けられるか不安も生じるという。そのため、同じ文化的・商習慣的観点を持った国内系VCと組みたいと考えるスタートアップも複数見られた。これは、一定地域に限定的な発想であり、普

遍的なものではないかも知れない。しかし、スタートアップとVCとの関係性という観点から考えれば、無視できない指摘でもある。

また、特に政府系機関でスタートアップ支援を行う担当者や、大学で起業家教育を行う研究者などは、国外のVCから投資を受けたスタートアップが、成長ステージが進むにつれて、バルト三国からVCの拠点都市などに移転する傾向があることを指摘した。そして、そのように国外VCから投資を受けられるような有力スタートアップの国外流出が増えると、バルト三国内でのスタートアップの不活発化に繋がるとの懸念もされていた。<sup>(6)</sup> については、多くの政府機関関係者や研究者は、「起業家は自由に起業する場所を選ぶことができ、またビジネス成功のために最善を尽くすことは当然であるため、バルト三国を離れることは仕方ない」との意見も聞かれた。<sup>(7)</sup> しかし、スタートアップおよび起業家の流出は、バルト三国がスタートアップを積極的に推進する目的、すなわち雇用機会と主要産業の創出、そして若年人口の流出抑止などを達成することを難しくする可能性もあるだろう。したがって、(VCに限らず) 国内の投資家を充実させることは、バルト三国のスタートアップの活性化に加え、バルト三国経済全体の活性化にも通じる、重要な課題と言えるのではないか。

このような国内のVCの未成熟さを補完し、またスタートアップへの資金供給を促進するため、バルト三国の各国政府機関と欧州投資銀行傘下の欧州投資基金 (European Investment Fund、以下EIF) は、協力して Baltic Innovation Fund (以下、BIF) というファンド・オブ・ファンズ (以下、FoF) を二〇一二年に創設した。これは、「バルト三国の起業家たちが、民間リスクマネーの利用可能性を改善するために、EIFが主導して創設した仕組み」<sup>(8)</sup>とされている。また同政策には、SMEの資金調達支援に加え、VCの投資機会を創出し、投資家およびメンターとしての経験を蓄積させることも意図されている。それは、後述するBIFの説明文

に、「このユニークな国を超えたプロセスは、バルト諸国のPEとVCの市場をさらに発展させる真の機会を提供しています。」<sup>(9)</sup>と記載されていることから分かる。

BIFについて説明する。BIFには、時期区分でBIFIとBIFIIがある。BIFIは二〇一二年に、EIFから四〇〇〇万ユーロ、バルト三国各国政府機関からそれぞれ二〇〇〇万ユーロが拠出され、合計で一億ユーロのファンド・オブ・ファンズ（以下、FoF）として創設された。バルト三国の各国政府機関とは、エストニアの政府系政策金融機関のKredEx、ラトヴィアの信用保証機関のAltum、リトアニアの政府系政策金融機関のINVEGAである。その後二〇一五年には、BIFIはEIFから三〇〇〇万ユーロの追加出資を受け、合計で一億三〇〇〇万ユーロの資金規模となった。さらに、二〇一六年にはEIFとKredExが二者協力し、エストニアのVCに投資する六〇〇〇万ユーロのFoFであるEstFundも創設された。

BIFIのスキームは次のようなものである。まず、EIFが、バルト三国内のVCまたはPEからファンドマネージャーを三名から六名選定し、そしてファンドマネージャーは、年金基金や民間投資家などからもBIFと同額以上の資金を集めてファンドを起ち上げ、期間四年を目的に投資を実行するというものである。EIFは、投資期間中はファンド運営にコミットするとされてい

図表 1 Baltic Investment Fund I 概要

VC/PE	ファンド名	出資額
BPM Capital (EE)	BPM Mezzanine Fund	約7,000万€
Livonia Partners (LV)	Livonia Partners Fund	約7,300万€
Karma Ventures (EE)	Karma Ventures Fund	約7,000万€
BaltCap (EE)	BaltCap Growth Fund	約4,000万€
INVL (LT)	INVL Baltic Sea Growth Fund	1億6,500万€
Change Ventures (EE)	INVL Baltic Sea Growth Fund	2億1,000万€
BaltCap (EE)	BaltCap Private Equity Fund II (運用期間終了)	約8,200万€

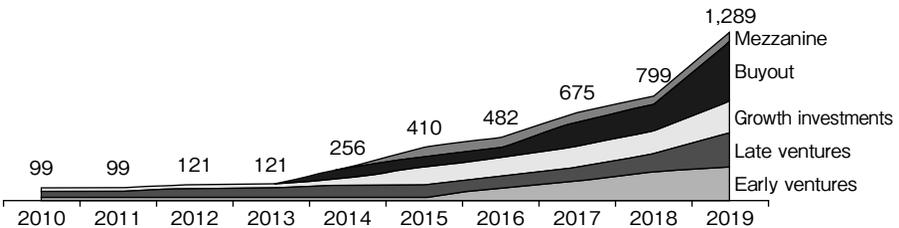
(出所) European Investment Fundウェブサイトを参考に筆者作成

る。二〇二〇年六月三〇日時点までのBIFIの実績として、BIFIから投資された資金を含め五億二二〇〇万ユーロが六つのファンドによって集められ(図表1)、うち二億六〇〇〇万ユーロが五四社に投資されたことが明らかにされている<sup>(10)</sup>。

そして、BIFIの成功もあり、二〇一九年にはBIFIHの創設が発表された。BIFIHの資金規模は一億五六〇〇万ユーロで、EIFが七八〇〇万ユーロを、バルト三国の各政府系機関が二六〇〇万ユーロを拠出することとなった。BIFIHも、VCまたはPEのファンドマネージャーには、バルト三国内の民間投資家などから一定規模の資金調達を行い、BIFIHからの投資資金と合わせてSMEへ投資することが求められている。それらを合計すると、BIFIHでは三億ユーロ規模以上の資金が域内企業へ投資されることになる。さらに、昨今のバルト三国のスタートアップの活況を考えれば、BIFIの集めた五億ユーロを超える可能性もある。

このような政策もあり、バルト三国ではVCやPEの脆弱性という弱点の克服が始まりつつある。以下、Deloitte (2020)によると、バルト三国のVCとPEは、二〇一〇年から二〇一九年までに累計で一億八九〇〇万ユーロの資金調達を行っている(図表2)。二〇二〇年時点では九九〇〇万ユーロであったことと比較すると、約一三倍に増加している。単年で見ても、二〇一九年に行った四億九〇〇〇万ユーロの資金調達は過去最高額であったとされている。ただし、二〇一九年末時点で、二〇一〇年以降に実際に投資された資金は四億八〇〇〇万ユーロであり、八億二〇〇

図表2 バルト三国のVCおよびPEの資金調達額推移 (100万ユーロ)



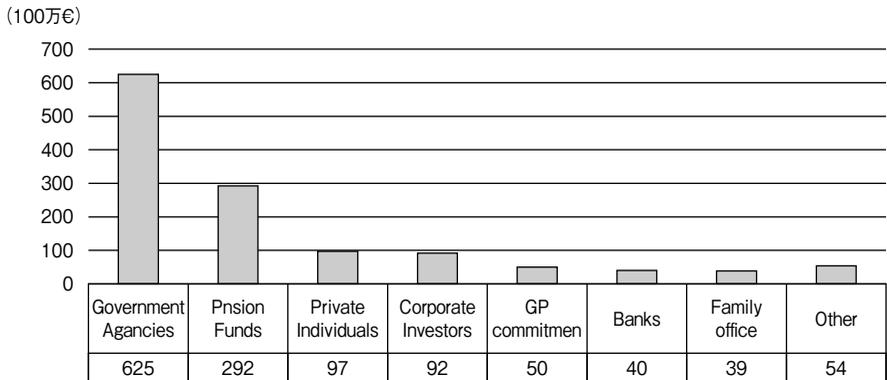
(出所) Deloitte (2020) p.8掲載の図表を筆者編集

万ユーロが待機資金となっておりとされている。この点は、投資余力として残しているのか、投資できずに滞留しているのか判断しかねるため、今後に注目したい。加えて、VCとPEが調達した資金の大半は、BIF関連とみられる政府関連機関と年金基金からの調達であったことも示されており（図表3）、VCとPEの資金調達先の多様化も今後の課題だろう。

またDeloitte (2020)によると、二〇一九年にはバルト三国全体で一四のVCまたはPEが新たに活動を開始したことも述べられている。このうち、バルト三国全体を対象としたものが八社、リトアニアを対象としたものが五社、ラトヴィアを対象としたものが一社であった（エストニアを対象としたものは無かった）。VCおよびPEの全体数が明らかにではないため、一四のVCおよびPEが新たに立ち上がったことが、どの程度のインパクトなのか判断はできない。しかし、バルト三国のVCおよびPEの活動が活発化してきたことの表れとしてDeloitte (2020)で紹介されていることは、注目される。

ここで、バルト三国内のVCやPEがバルト三国外にも投資を始めている点も紹介したい。二〇一六年以降はバルト三国から北欧とイギリスのスタートアップに投資しており、その金額は年々伸びている。

図表3 バルト三国のVC/PEの資金調達構造 (2010-2019)



(出所) Deloitte (2020) p.8

具体的には、二〇一六年から二〇一九年にかけて四九件、四七〇〇万ユーロの海外向け投資が行われ、そのうちフィンランド向けが三件（約一五〇〇万ユーロ）、スウェーデン向けが八件（約一一〇〇万ユーロ）、イギリス向けが一〇件（約一〇〇〇万ユーロ）であった。バルト三国のVCまたはPEであっても、当然ながら投資先はバルト三国に限られるわけではない。そのため、より良い投資機会として北欧やイギリスに投資先を見出したのであろう。このようなことは、未熟と言われているバルト三国のVCやPEの国外での経験が増えるという点でもポジティブであろう。

### 3 バルト三国の新興企業向け株式市場

企業の資金調達手段には、（それが可能であれば）株式上場という選択肢もある。もし株式上場をするのであれば、スタートアップやSMEの場合には、上場基準等が緩和的な新興株式市場が現実的な選択肢の中心となる。また株式上場は、事業売却などと並び、スタートアップの代表的なイグジット手段ともなり得る。したがって、新興株式市場の存在は資金調達とイグジットへのモチベーションという二つの点で重要である。筆者が行ったバルト三国における調査でも、新興株式市場への上場はイグジット手段として理想的な選択肢として挙げていた者は多かった。

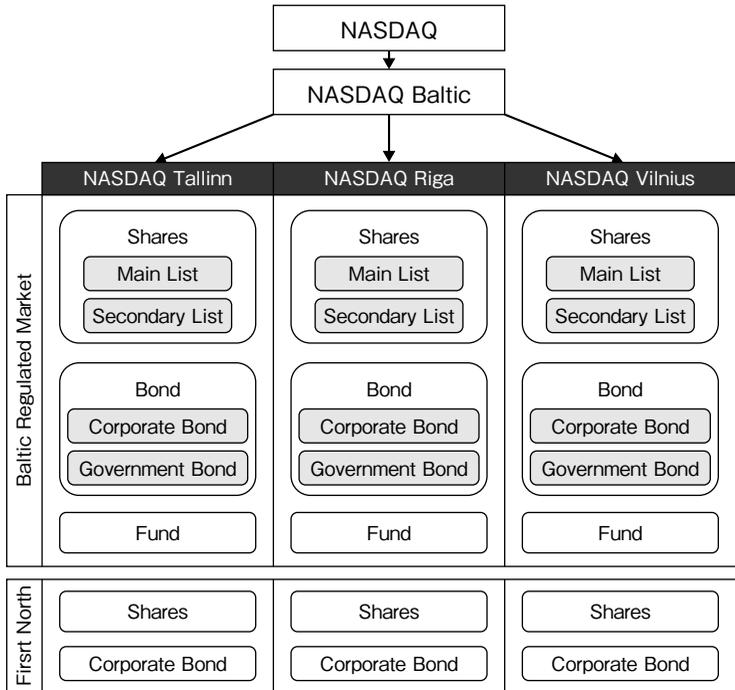
それでは、バルト三国の新興株式市場はどのようになっているのだろうか。その前にまずは、バルト三国全体の証券市場について確認したい。バルト三国には、アメリカのNASDAQグループ傘下の取引所であるNASDAQ Balticがある。NASDAQ Balticは、その傘下に、各国の首都名を冠した三つの取引所、すなわちNASDAQ Tallinn、NASDAQ Riga、NASDAQ Vilniusを運営している（図表4）。これら三つの取引所は、も

ともバルト三国各国が旧ソ連から独立した後の一九九〇年代に各国で設立された、タリン証券取引所、リガ証券取引所、ヴィリニウス証券取引所を出発点とし、その後証券取引所再編を経てOMXグループ傘下となり、二〇〇八年からは現在のようになすDAQ Balticとして再編された。二〇一〇年九月時点で、NASDAQ Balticの株式市場には六〇社が上場している。

なお二〇一〇年九月二〇日時点で、NASDAQ TallinnはNASDAQ Nordicが一〇〇%株主であり、NASDAQ VilniusはNASDAQ Vilnius自身が一〇〇%株主となっている。一方で、NASDAQ Rigaは九二・九八%の株がNASDAQ Nordicの保有であるものの、残りの七・〇二%はラトヴィア国内資本のRietum銀行が保有している。

ただ、NASDAQ Balticの時価総額は、二〇一〇年九月始め時点で七一億六二〇〇万ユーロ、すなわちNASDAQ

図表4 バルト三国の証券取引所構成概要

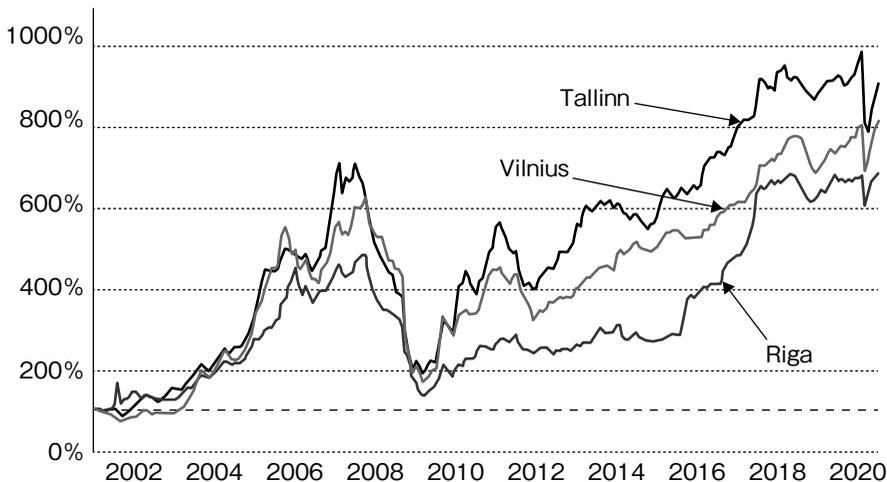


(出所) 筆者作成

Tallinnが二五億九三〇〇万ユーロ、NASDAQ Rigaが八億五五〇〇万ユーロ、NASDAQ Vilniusが三七億一三〇〇万ユーロとなっており、大きいとは言えない。これは、先述のように、上場企業が六〇社に限られていることなどが理由にある。一方で、NASDAQ Balticのウェブサイト掲載のグラフで把握可能な、二〇〇一年一月一日から直近までの株価指数を比較すると、各国の取引所の指数は約六倍から約八倍となっており、規模は小さいながら指数は上昇を続けている(図表5)。ただ、リーマンショック後の落ち込みは深刻で、指数は四分の一から六分の一にまで落ち込んでいる。新興国の株式市場はショックに弱いとされるが、NASDAQ Balticの各市場の受けたショックも相当大きかったことが確認できる。また、このような急激な指数の変動は、流動性の低さも表している。実際、NASDAQ Balticのウェブサイトで公表されている一日の上場株式全銘柄の売買代金合計は一二〇万ユーロ前後である。取引が活発とは言えず、流動性の低さから値動きが激しかったと考えらえる。

NASDAQ Balticの具体的な見つけ方、NASDAQ

図表5 バルト三国の各国株式指数推移 (2001年初=100)



(出所) NASDAQ Balticウェブサイト掲載の指数グラフを筆者編集

Baltic傘下の各取引所には、それぞれ株式市場 (Main List、Secondary List)、債券市場 (Corporate Bond、Government Bond)、ファンド市場がある。企業が株式上場をするとしたらMain List MarketかSecondary List Marketの二つことになるが、これらは一定の規模に成長した企業を対象にした市場であり、スタートアップをはじめとする新興企業が上場する新興市場ではない。

新興市場としては、NASDAQ Balticではなく、同じNASDAQグループのNASDAQ Nordicが運営している多角的取引ファシリテイ (Multilateral Trading Facility、以下MTF) のNASDAQ First North (以下、First North) が、バルト三国においてもその役割を果たしている。NASDAQのウェブサイトによると、「First Northは、欧州連合の証券会社や取引所を規制する金融商品市場指令 (MiFID) で定義されている多国間取引ファシリテイ (MTF) である」と説明されている。これは欧州独特の仕組みで、法的には取引所ではないが、日本のPTS (Proprietary Trading System、私設取引システム) やアメリカのATS (Alternative Trading System、代替取引システム) などと近くなるとされている証券の売買システムを言<sup>(14)</sup>つ。

First Northは、NASDAQ Nordicの運営とは言え、北欧のみならずバルト三国の株式や債券の取引も行うことを意図したMTFである。条件はあるが、登録<sup>(15)</sup>は他の国や地域からも可能で、登録後に本社を他へ移転することも可能である。そして、NASDAQ Balticの各取引所は、バルト三国内の新興企業をFirst Northへ登録させることを推進している。

また、First Northは、細かくはNASDAQ First North Growth MarketとNASDAQ First North Premier Growth Marketに分かれており、Premierのつく方が上位に位置付けられている。NASDAQのウェブサイトに<sup>(16)</sup>よれば、新興企業は、まずFirst North Growth Marketに登録し、成長後にはFirst North Premier Growth

Marketに移り、そして最終的に主要取引所であるMain ListまたはSecondary Listへ上場することが推奨されている。また、その登録基準も、Main Listと比べると非常に緩和的となっている(図表6)。

NASDAQ Balticは、バルト三国からFirst Northに登録された銘柄を“First North (Baltic)”と区分している。ただし登録数は少ない。二〇二〇年九月末時点でFirst North全体の登録数が四〇三社あるが、First North (Baltic)として数えられているのは七社のみである。内訳は、エストニアが二社、ラトヴィアが三社、リトアニアが三社である。すなわち、バルト三国では新興株式市場(MTFであるが)は活発ではないと言わざるを得ない。

このような状況を改善するため、NASDAQ BalticはFirst Northへの登録支援を行う公認アドバイザー制度を設けており、金融機関や法律事務所、そして監査法人などがアドバイザーとして登録されている。そして、この公認アドバイザーの支援と承認を通じて、バルト三国からFirst Northへ登録する企業を増やそうとしている。ただし、現時点ではこの効果はあまり見られないため、制度改革を行う見当がなされているようである。

図表6 NASDAQ Balticの上場(登録)規則概要

NASDAQ Baltic Main List
①創業後、3年以上が経過していること
②承認された目論見書があること
③時価総額400万€以上であること
④IFRSに則って会計報告が行われていること
⑤25%以上の浮動株があること
⑥2つ以上の言語でディスクロージャーを行うこと
⑦各年、半期、四半期ごとに財務報告を行うこと
⑧ESG(企業統治とサステナビリティ)に関する報告を行うこと

First North
①創業後の経過年数に制限なし
②公募の場合を除き、定型の目論見書の書式はなし
③浮動株比率の制限なし
④半期と年次の会計報告(IFRSへの準拠義務なし)
⑤情報公開は1つの言語でOK
⑥公認アドバイザーの承認が必要

(出所) NASDAQ Balticウェブサイトを参考に筆者作成

なお、First Northに登録されている企業のうち、バルト三国の七社以外は、スウェーデンとフィンランドの企業が圧倒的に多いが、イギリスなどからの登録企業も見られる。

#### 4 おわりに

ここまで、バルト三国におけるスタートアップの資金調達手段という観点で、VCやPE、そして新興株式市場について述べてきた。バルト三国では、近年になりスタートアップの設立が活発化しているものの、それを支える金融的側面が国内では未成熟であるとの指摘があり、これは本稿での検討でも明らかであった。しかし、近年はBIFなどの政策効果も有り、VCやPEの脆弱性は改善が期待できる可能性も確認できた。一方で、新興株式市場のFirst Northへの登録が少ない点に関しては、アドバイザー制度などを通じ、国内のスタートアップやSMEを育てるという作業の継続が必要だろう。

起業家精神が旺盛で、東欧の小さなテクノロジー系新興国群という位置づけから、欧州の主要国に入り込むことを目指しているバルト三国である。その推進力であるスタートアップを金融面で支えるVCや新興株式市場の動きは、今後も注目されるだろう。

※本稿は、和歌山大学二〇一八年度国際交流課助成金、二〇一八年度電気通信普及財団助成金を使用して行った研究成果の一部である。ここに記し、感謝申し上げます。

注

- (1) エンジェル投資家も存在感は低い。詳しくは、築田・田路(二〇二〇)を参照されたい。
- (2) 詳細は、本頁下部に掲載する。
- (3) スタートアップへの投資家を行っている投資家のうち、VCとPEの違いが明確でない場合も有る。そのため、敢えて分けて述べる必要が無い時は、合わせてVCと表記する。
- (4) 大西(二〇一八) p.3より。大西は、エストニア投資庁を情報の根拠としている。
- (5) この点については、エビデンスとして企業名や起業家個人名等を挙げることは避ける。
- (6) 例えば、リトアニアのカウナス工科大学内にある、大学内インキュベーターのStartup Spaceにおける担当者や起業家へのインタビューなどで、このような話を聞くことが出来た。
- (7) 例えば、エストニアのタリン工科大学の研究者、リトアニアの政府系機関のStartup Lithuaniaの代表者、民間イ

参考：バルト三国インタビュー調査

参加者	リトアニア	築田優 (代表、和歌山大学)、田路則子 (法政大学)、西尾圭一郎 (愛知教育大学)、近廣昌志 (愛媛大学)。
	エストニア	築田優 (代表)、古賀広志 (関西大学)、田路則子、近廣昌志。
訪問先	リトアニア	カウナス工科大学 (リトアニア滞在中複数回)、KTU Startup Space (リトアニア滞在中複数回)、Kaunas Science and Technology Park (リトアニア滞在中複数回)、リトアニア銀行 (リトアニア滞在中複数回)、ヴィリニウス大学 (2019年7月19日)、Startup Lithuania (2019年6月5日)、Google Lithuania (2019年6月5日)、Sunrise Valley (2019年6月5日)、Visorial Information Technology Park (2019年7月27日)、Dovre Forvaltning (2018年11月8日)、他にインキュベーター内の多くの起業家へインタビュー実施 (20社程度)
	エストニア	タリン工科大学 (2019年6月3日)、MEKTORY (2019年6月3日)、Technopole (2019年6月4日)、エストニア銀行 (2019年7月19日)、他インキュベーター内起業家 (10名程度)

※リトアニアとエストニアへ訪問してのインタビュー調査は複数回行った。また、各訪問先では複数部門へインタビューを行った。ラトヴィア調査は、訪問ではなくイベント参加時などに起業家や政府援機関関係者等から情報を入手した。

ンキョニーターのSunrise Valleyなど、同様の話を聞くと出てきた。

- (8) Altumのウェブサイトを参照。詳細は次の通り。 <https://www.altum.lv/en/services/enterprises/venture-capital/baltic-innovation-fund/about-the-programme/>
- (9) 原文は次の通り。“This unique trans-national process provides a real opportunity to further develop the Baltic PE & VC market.” 詳細は次を参照。 [https://www.eif.org/what\\_we\\_do/equity/news/2012/baltic\\_innovation\\_fund.htm](https://www.eif.org/what_we_do/equity/news/2012/baltic_innovation_fund.htm)
- (10) 出典はEIFのウェブサイト。 [https://www.eif.org/what\\_we\\_do/resources/BIF/index.htm](https://www.eif.org/what_we_do/resources/BIF/index.htm)
- (11) Deloitte (2020) p.2, p.6
- (12) NASDAQ Balticのウェブサイトより。詳細は次を参照。 <https://nasdaqbaltic.com/statistics/en/charts>
- (13) 詳細は次を参照された。 <https://www.nasdaq.com/solutions/rules-regulations-first-north-nft-rules>
- (14) 井上 (二〇〇九) p.179以下。
- (15) NASDAQ Nordicのウェブサイトでは“Listing”と記載されているため「上場」と日本語で表記することも有り得るが、First Northは取引所ではなくMTFのため「登録」とした。
- (16) 詳細は次を参照。 <https://www.nasdaq.com/solutions/list-your-company>

#### 参考文献

- ・井上武 (二〇〇九)、「新たな段階に入った欧州の取引市場間競争」、『野村資本市場クォーターリー冬号』、pp.178-195、野村資本市場研究所。
- ・大西勝 (二〇一八)、「個性的発展を遂げるエストニアの新興企業」、『三井物産戦略研究所』 <https://www.mitsui.com/mgssi/>

- ja/report/detail/\_icsFiles/afieldfile/2018/07/27/18071\_ohmishi.pdf (2020年9月20日アクセス)。
- ・ 築田優・田路則子 (2021)、「東欧リトアニアのスタートアップ・エコシステム―Tech Startupを中心に―」、『赤門マネジメントレビュー』一九卷二号、pp.55-76、特定非営利活動法人グローバルビジネスリサーチセンター。
  - ・ Deloitte (2020). Baltics Private Equity and Venture Capital Market overview 2010-2019, June 2020. ([https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/IV/Documents/about-deloitte/Baltic\\_Private\\_Equity\\_survey\\_results.pdf](https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/IV/Documents/about-deloitte/Baltic_Private_Equity_survey_results.pdf), 2020年9月20日アクセス)

(やなた すぐる・和歌山大学准教授)