

経済産業省 御中

令和2年度産業経済研究委託事業

我が国事業会社とスタートアップによる オープンイノベーションを通じた産業競争力強化に関する調査研究

報告書 【概要版】

株式会社野村総合研究所
コンサルティング事業本部

2021年3月31日

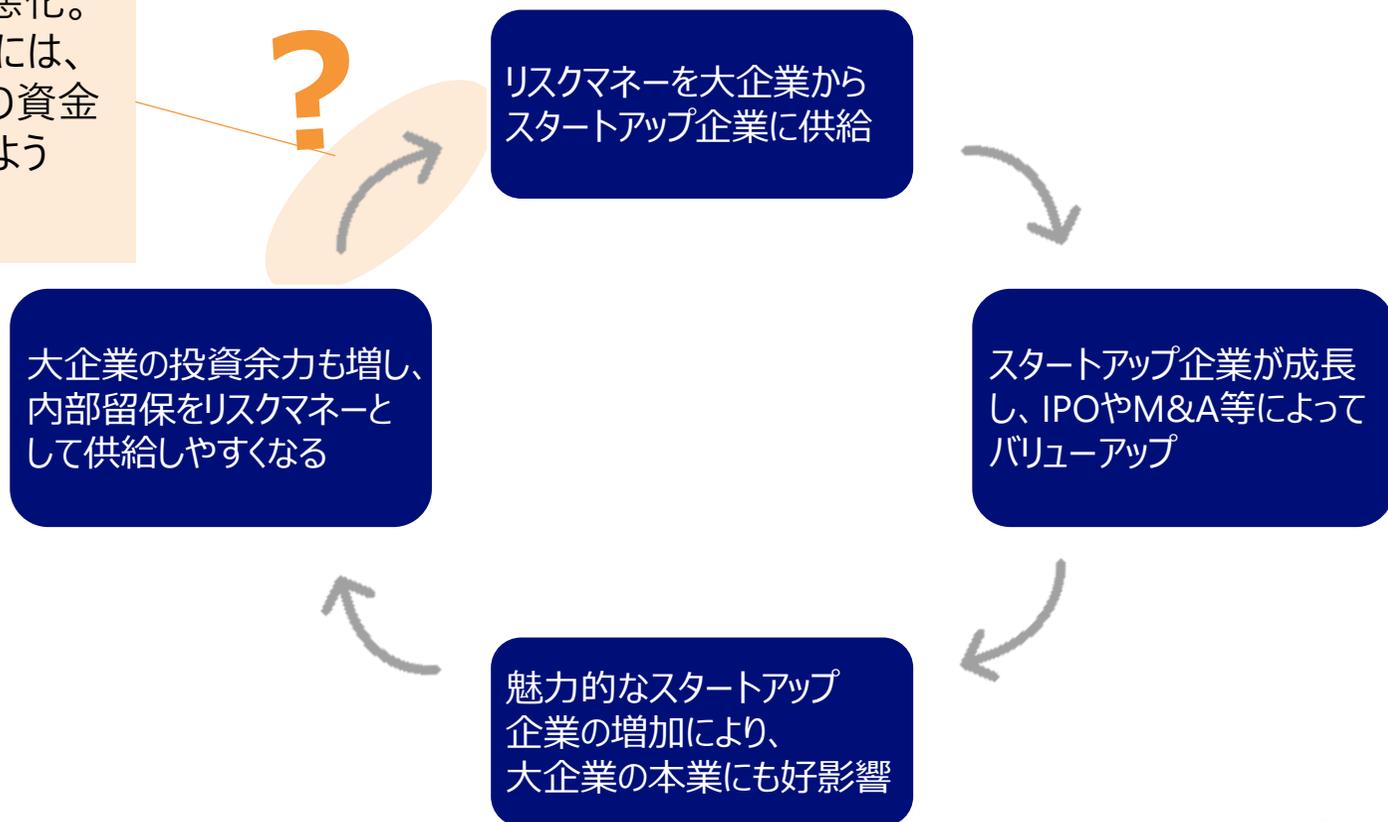
NRI

Share the Next Values!

大企業からスタートアップ企業へ、スタートアップ企業から大企業へとリスクマネーが循環するのが理想。しかし、足元ではコロナ渦の影響もあり、リスクマネーの供給が滞った

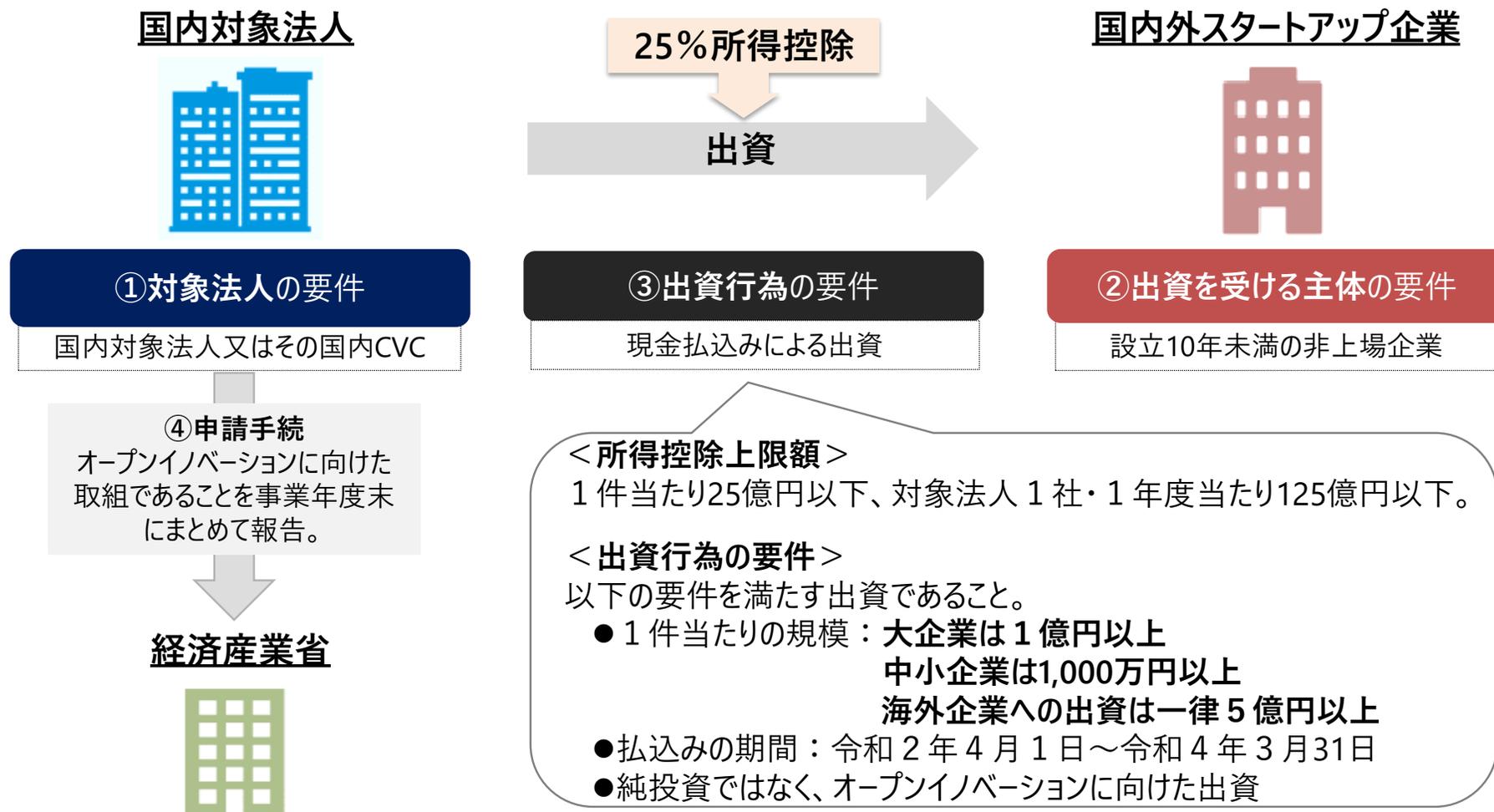
- スタートアップ企業から大企業へ、大企業からスタートアップ企業へと、お互いの事業成長を通じてリスクマネーが循環している状態が我が国の産業資金構造上望ましい状態と史料される。
- コロナ渦の影響が徐々に出てきている中、この循環を支えることが重要となっている。

コロナ渦の影響で、企業業績が悪化。リスクマネーを循環させていくためには、大企業からスタートアップ企業への資金供給がボトルネックとならないよう手を打っていく必要がある。



このような背景からオープンイノベーション促進税制（以下、OI促進税制）が創設された

- OI促進税制は、国内の対象法人等がオープンイノベーションを目的としてスタートアップ企業の株式を取得する場合、取得価額の25%を課税所得から控除できる制度である。



調査結果 概要

- OI促進税制初年度は、ウィズコロナ期における事業会社のスタートアップ企業向け投資を下支えし、資金供給の面で一定の成果があったといえる。
- 他方、我が国事業会社による成長投資の取組については、以下のような変化があったと思われる。
 - これまで以上に「技術開発⇒実装」のスパンが短縮化されていることに鑑み、マイルストーン投資によるOIだけではなく、買収を促すような支援も考えられる。
 - しかし、日本では、2018年以降、買収件数が半減。また、日本の事業会社はコロナもあり内部留保をため込む傾向を強化。2021年3月12日発表の法人企業景気予測調査によれば、「20年度の利益配分で何を重視するか」に対し、「設備投資」と回答した大企業は26.2%で前年比-2.6%で、「内部留保」と答えた企業は19.6%と前年比+2.2%。
 - また、資金以外の経営資源の供給は必ずしも活発とは言えないなど、オープンイノベーションの更なる進展に向けた課題も顕在化している。
- 更に、国内スタートアップ企業のExit環境についても検討の余地がある。
 - 更なる事業拡大等のために資金調達をする手段としてIPOを視野に入れているスタートアップ企業が多いにも関わらず、国内スタートアップ企業のIPOはここ数年で横ばいとなっている。
 - その一因として、ブックビルディング方式のIPOにより公開価格が低く設定される傾向があることが指摘される（初期収益率が100%以上と高く、上場する企業にとって経済損失を伴っている）。
 - また、国内のIPO株式の7割近くが個人投資家に割り振られており、発行体にとって安定的な投資家層となる機関投資家によるIPOへの参加が限られていることも挙げられる。

1. OI促進税制の実態調査

制度利用状況

OIの促進効果

税制利用に至らなかった要因の検証

今後の支援策の方向性

2. 国内外スタートアップ企業のExit調査

国内外スタートアップ企業のExit概観

国内スタートアップ企業のExitの実態調査

国内スタートアップ企業のExit促進に向けた論点

OI促進税制見込み 制度利用状況

- 2021年3月22日時点での相談案件は105件・356億円に上り、うち既にオープンイノベーション（OI）に資することが確認された案件は証明済も含め63件・231億円（2021年3月22日時点）。

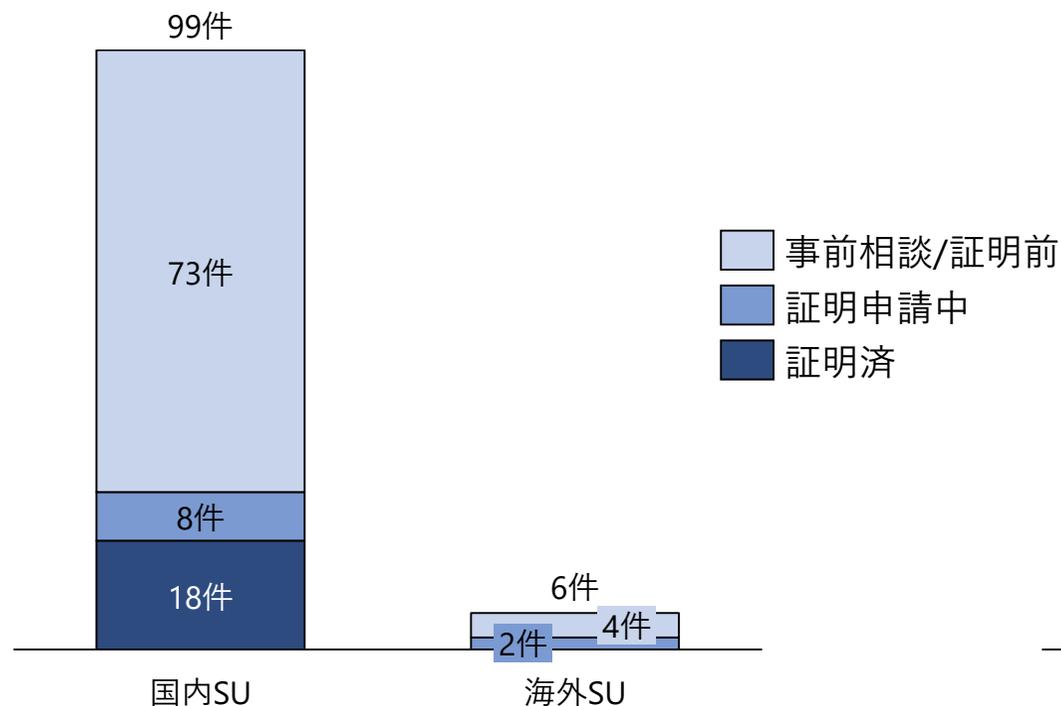
SU：スタートアップ企業

案件数（件）	総計	大企業			中小企業		
		合計	国内SU	海外SU	合計	国内SU	海外SU
総数	105	88	82	6	17	17	0
うち、証明済	18	10	10	0	8	8	0
OI要件事前確認済	63	49	44	5	14	14	0

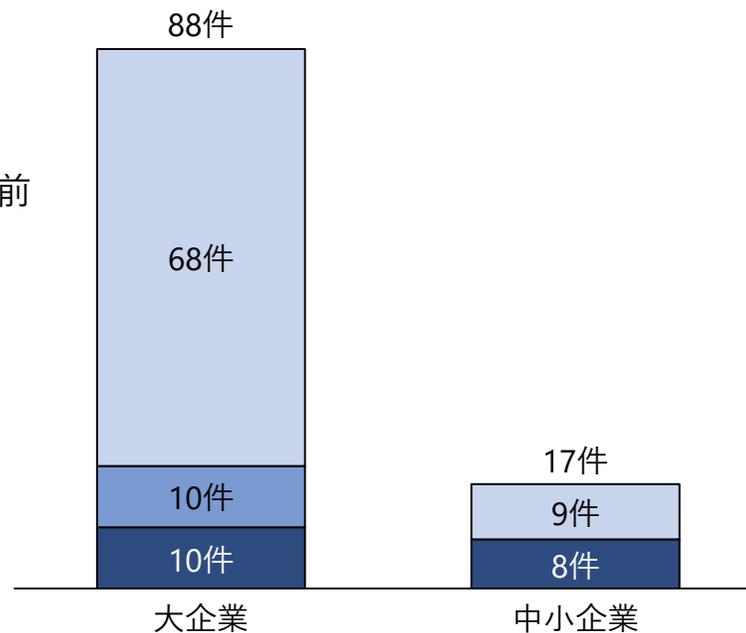
投資額（百万円）	総計	大企業			中小企業		
		合計	国内SU	海外SU	合計	国内SU	海外SU
総計	35,613	34,573	23,505	11,068	1,040	1,040	0
うち、証明済	3,645	3,079	3,079	0	566	566	0
OI要件事前確認済	23,105	22,142	12,293	9,849	963	963	0
一件あたり投資額 （総計ベース）	646	759	680	1,845	61	61	0

事業規模別OI促進税制の承認状況

OI促進税制承認段階別申請社数（対象SU別）



OI促進税制承認段階別申請社数（企業規模別）

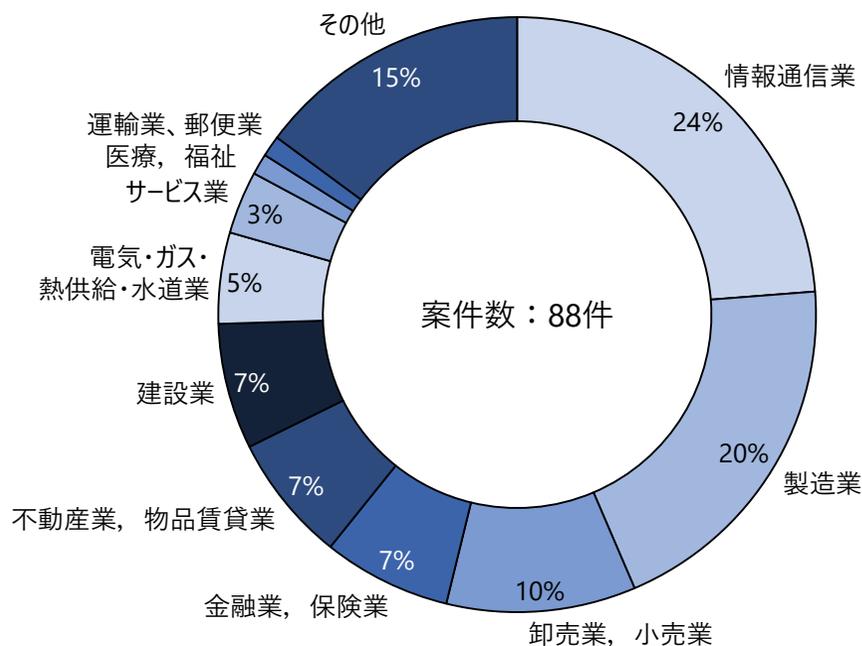


※来年度申請予定の案件を事前相談/証明前から除いたものを示す

出所：OI促進税制申請企業データより集計（2021年3月22日時点）

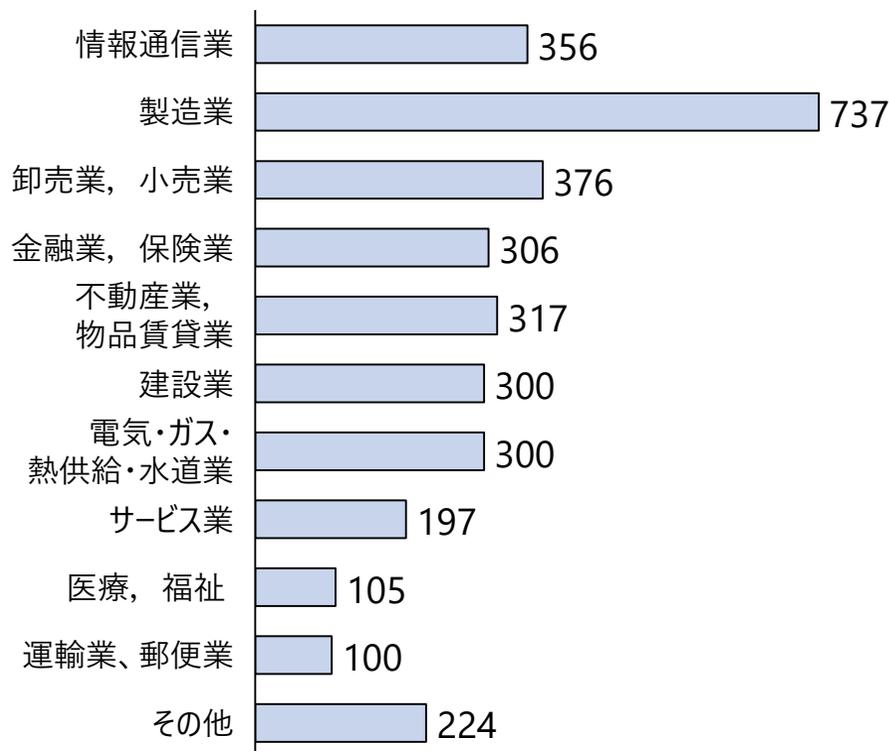
大企業によるOI促進税制活用状況

業種別OI促進税制申請案件の割合（大企業）



業種別1件あたりの平均投資額（大企業）

(百万円)

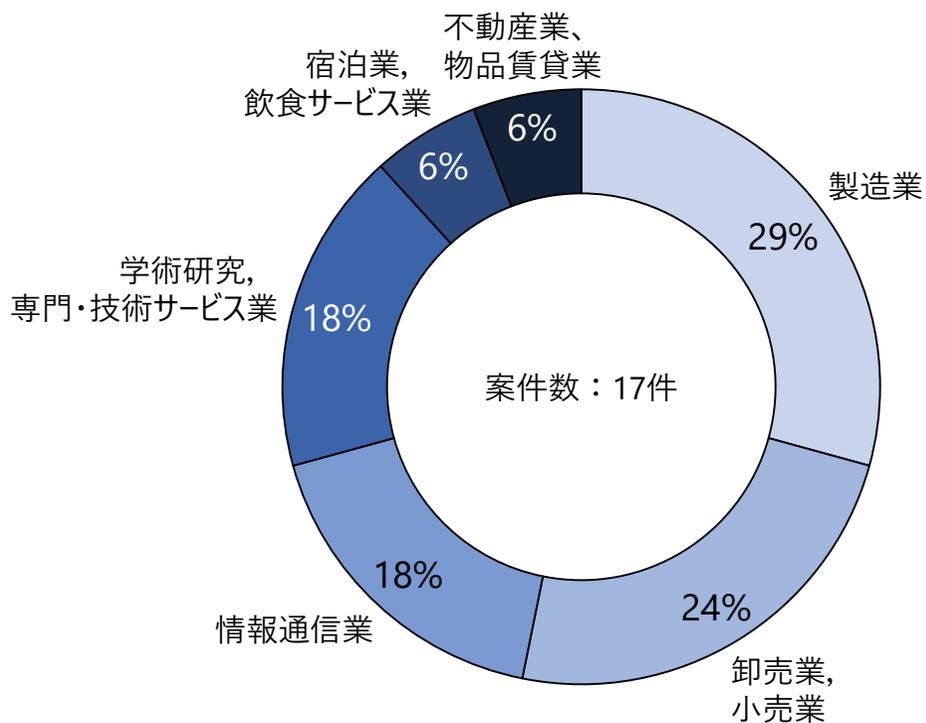


※分類は日本標準産業分類大分類ベースに従う。その他は分類されない商社等を含む

※案件数は来年度申請を受けるものを除く

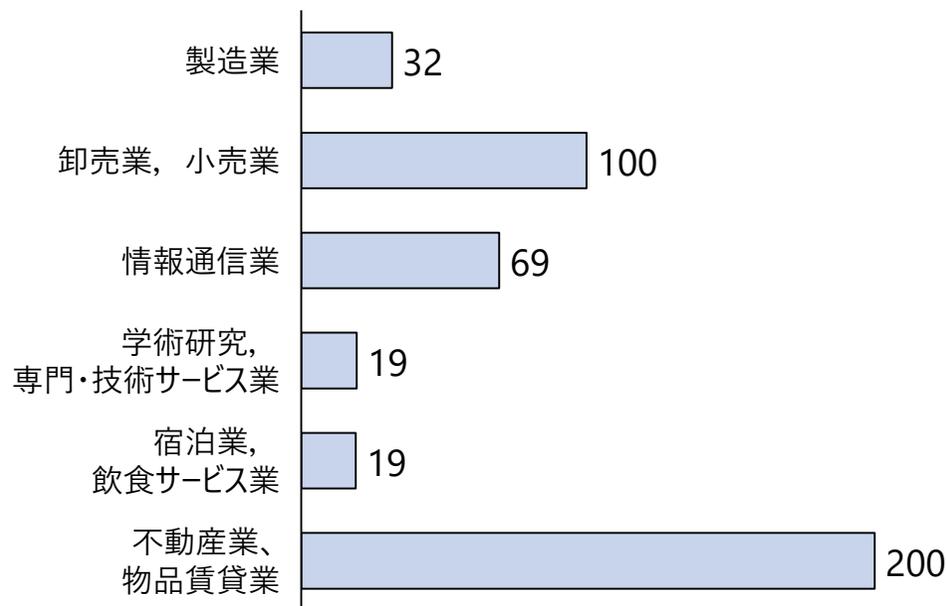
中小企業によるAI促進税制活用状況

業種別AI促進税制活用社割合（中小企業）



業種別投資総額と1件あたりの平均投資額（中小企業）

(百万円)

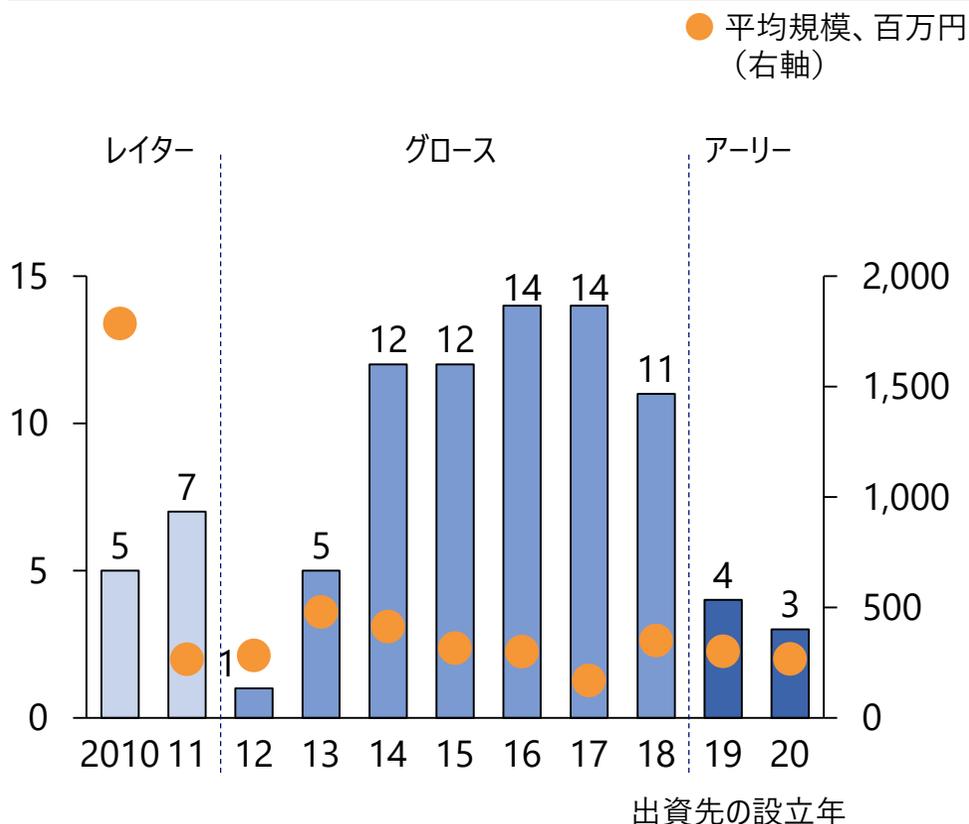


※分類は日本標準産業分類大分類ベースに従う。その他は分類されない商社等を含む

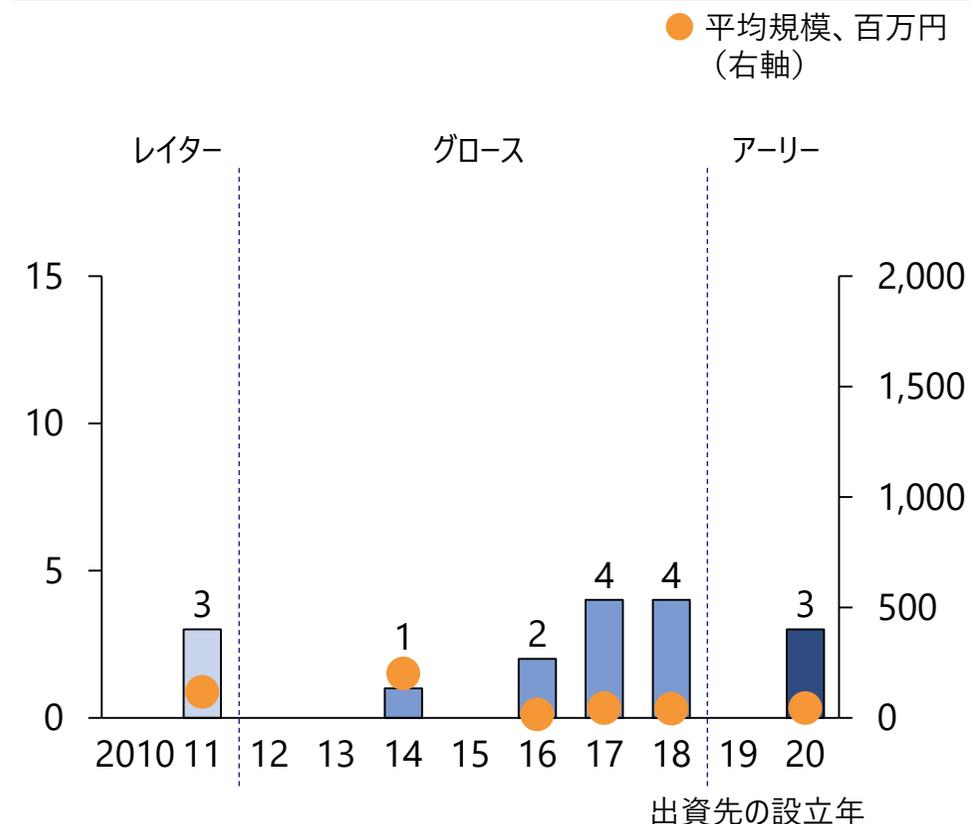
※案件数は来年度申請を受けるものを除く

OI促進税制活用状況

出資先の設立年別社数（大企業：88件）



出資先の設立年別社数（中小企業：17件）

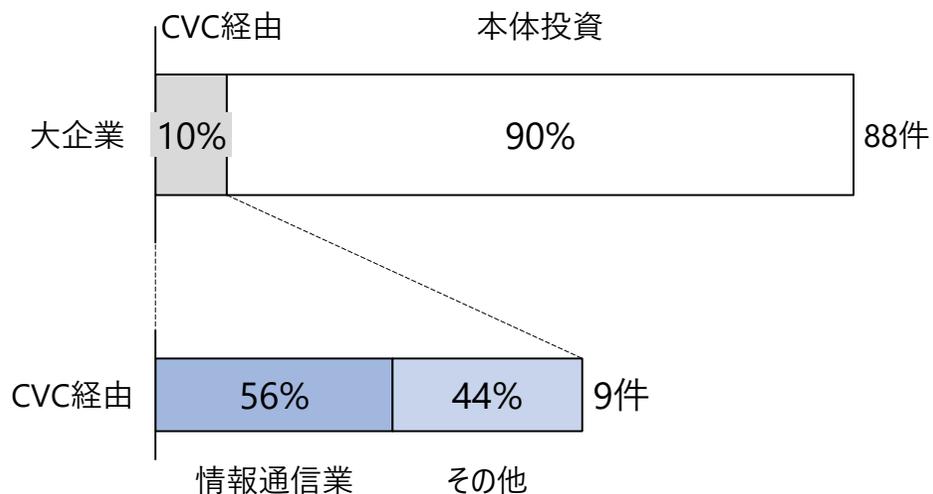


※案件数は来年度申請を受けるものを除く

特に大企業においては低リスクとされる「グロース期での小規模投資」の件数が多く、高リスクとされる「レイター期での大規模投資」や「アーリー期での小規模投資」は件数が少ない。

CVC経由の投資は全体の1割程度、うち、情報通信関連のSU向け投資が大半

投資主体（見込み）



※CVC経由で投資を行った中小企業の案件数は0件であった

※案件数は来年度申請を受けるものを除く

- CVCから出資する場合、自社の持つアセットによってどのようにSU企業の成長に寄与できるかを検討し、その先に事業提携を据えている。(情報通信)
- 事業会社の色が付くことを理由に敬遠されることを避けることができる (CVC)
- 専門家によるSUの経営状況を加味した出資が出来る、違った観点で案件を評価できる (製造業)
- CVCはバルクで投資するため、減損の評価が3~5年に1回となる上、一つの会社が立ち行かなくなった際のリスクを軽減できる。(CVC)

1. OI促進税制の実態調査

制度利用状況

OIの促進効果

税制利用に至らなかった要因の検証

今後の支援策の方向性

2. 国内外スタートアップ企業のExit調査

国内外スタートアップ企業のExit概観

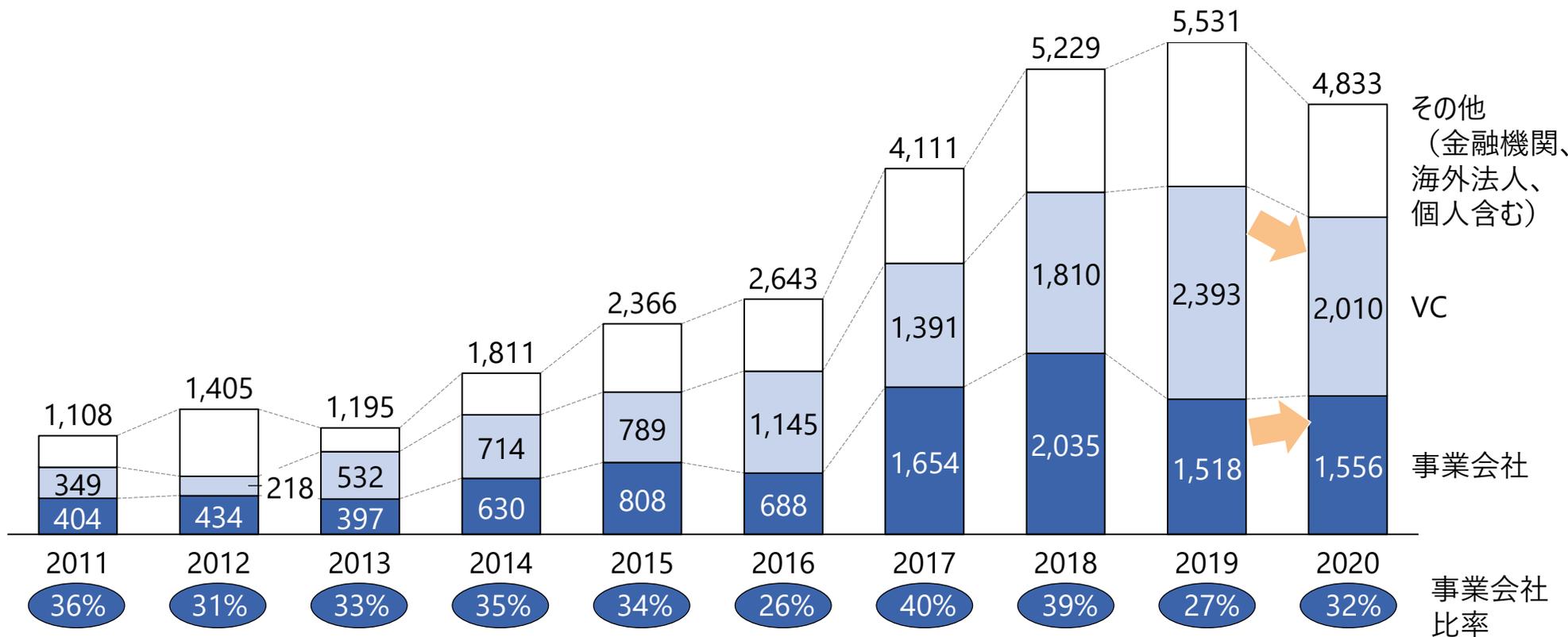
国内スタートアップ企業のExitの実態調査

国内スタートアップ企業のExit促進に向けた論点

効果1 事業会社によるスタートアップ企業向け投資の下支え

国内スタートアップ企業向け投資額（投資家タイプ別）

億円



2020年は、投資額が前年比で2割程度落ち込んだVCとは対照的に、事業会社によるスタートアップ企業投資は増加したことから、OI促進税制の下支え効果が伺える。

効果1 事業法人によるスタートアップ企業向け投資の下支え：関連報道

過去のピークを越えた！ベンチャー投資は今はチャンス

2020年12月26日 日刊工業新聞

・・・リーマン・ショックで875億円まで減ったVC投資が過去のピークを越えた。それまでは集計を始めた2000年の2825億円が最高だった。当時はITバブルに沸いて投資件数は3736件。19年度は1824件で2891億円と、1件当たりの投資額は倍になった。

事業を見極め、成長に導く。そのためには時間も投資も必要だ。市川理事長は「ベンチャーを成長戦略の柱とし、政府一丸となって施策を投入してきた」と振り返る。起業家育成や技術開発支援、オープンイノベーション促進税制など、政策面での後押しもあった。

日経スタートアップイベント「大企業からの資金増える」

2021年2月6日 日本経済新聞

VECの市川氏も「（20年に始まった）オープンイノベーション促進税制や官民ファンドの活動の場が広がり投資が盛んになる」と強調。「コロナ治療薬やワクチンの開発でもスタートアップが関わる可能性がある」とコロナをバネにした成長力に期待を示した。

スタートアップ投資、件数最多

2020年11月24日 日本経済新聞

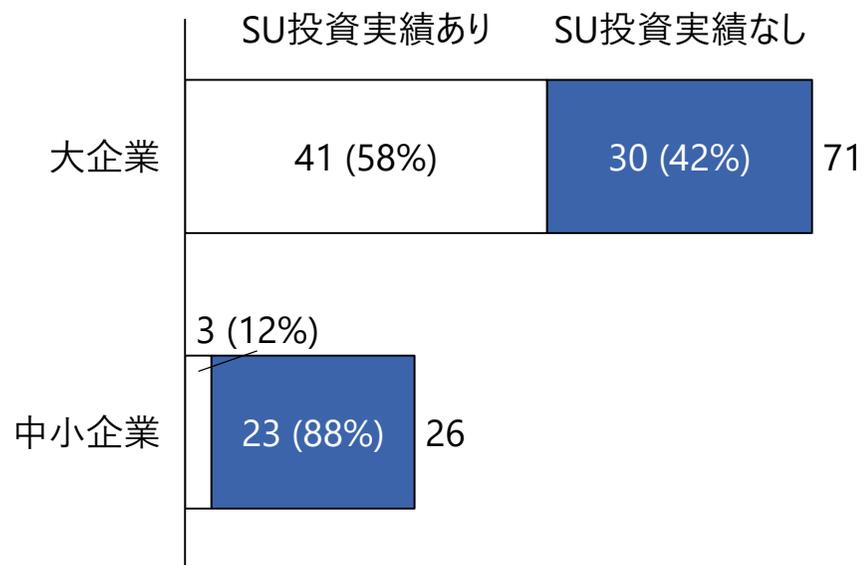
・・・政府の税優遇も追い風となっている。4月、設立10年未満の未上場企業に1億円以上を出資すれば出資額の25%を所得控除する税制を始めた。10月末時点で49社が税制の利用を予定しており、大塚商会や双日などが意向を示している。

関連する報道においてもOI促進税制の有用性が確認できる。

効果2 スタートアップ企業向け投資への「あとひと押し」

- 2021年3月末において、OI促進税制利用予定の大企業の4割、中小企業の約9割がこれまでスタートアップ企業への投資実績が無かった。

OI促進税制利用予定企業の、
申請前のスタートアップ企業向け投資実績
社



- OI促進税制の枠組みを活用したことで、本件の税務上のキャッシュアウトが減少するなど、スタートアップ企業向け投資に伴うリスクを軽減できた。（製造業）

※案件数には来年度申請を受けるものを含む

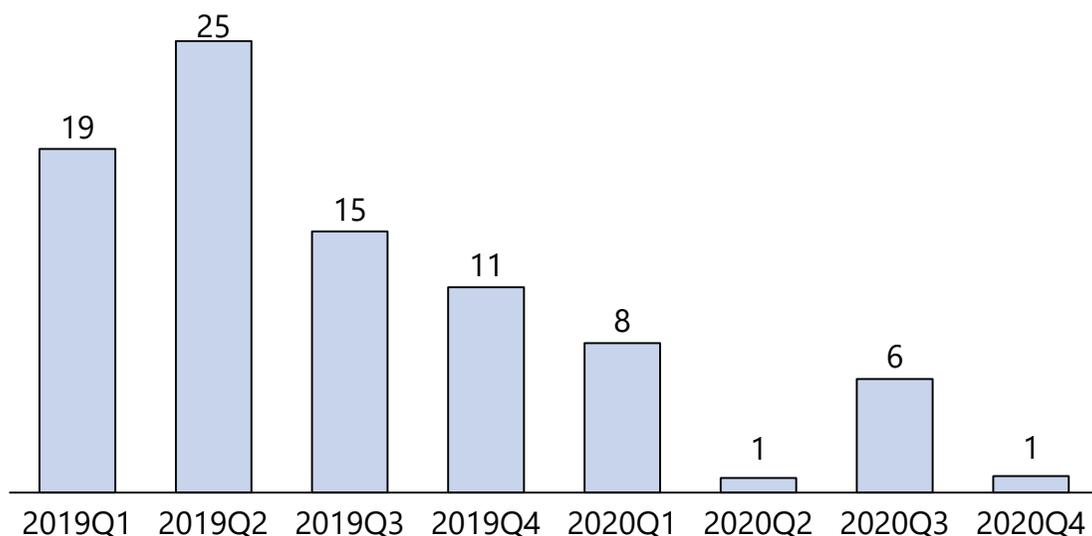
本税制を契機として「探索」が行われていることが示唆される。

効果3 海外投資の下支え

- コロナの影響もあってか2020年のCVC投資は前年に比べて大幅に減少した。
- 海外スタートアップ企業への投資に対しても約12%程度の件数、投資額で約2%の効果が見られた。

CVCによる海外向け投資実行

億円



OI促進税制 利用実績（海外SU 向け投資）	国外スタートアップ企 業向け投資における 割合※
6 件	12.2 %
11,068 百万円	1.7 %

※2020年4月以降、国内上場企業による、海外非上場企業への出資案件を100%とした場合

OI促進税制を通じた海外向け案件は規模こそ小さかったが、件数においては一定の効果があったと言える。

1. OI促進税制の実態調査

制度利用状況

OIの促進効果

税制利用に至らなかった要因の検証

今後の支援策の方向性

2. 国内外スタートアップ企業のExit調査

国内外スタートアップ企業のExit概観

国内スタートアップ企業のExitの実態調査

国内スタートアップ企業のExit促進に向けた論点

阻害要因の検証 アンケート項目（1 / 2）

- 税制利用に至らなかったケースについて調査すべく、OI促進税制をきっかけに投資を検討した企業に対し、自社の投資案件のうち税制要件を満たさないものがあった場合、どのような要件がハードルとなったかについてアンケートを実施した。

分類	ハードルとなった要件	想定ケース（仮説）
申請企業要件	対象法人が出資割合の過半数を有する以下の組合であって、 1. 投資事業有限責任組合のうち a. 対象法人の国内完全子会社が無限責任組合員であるもの b. 対象法人が単独の有限責任組合員であるもの 2. 民法上の組合	自社のCVCである組合が要件に合致しなかった等
	1. 子法人が投資を行う場合、その子法人の課税所得の額が、所得控除の額の上限であること 2. また、この場合、オープンイノベーションにあたり活用する経営資源はその投資を行う法人又はその子法人が有するものであること	課税所得が十分に存在しない投資専門子会社による投資であった
出資先企業要件	設立10年未満要件 法人の子会社・孫会社等でないこと	投資先スタートアップがレイト期企業であり、設立10年を超えたタイミングでオープンイノベーションが必要であった 自社又は自社以外の子会社であった、株式数ベースで満たさなかった等
	法人以外の者（LPS,民法上の組合、個人等）が1 / 3超の株式を有していた	創業者等が資産管理会社を経由し株式を保有していたため、法人株主が1/3超であった等

阻害要因の検証 アンケート項目（2 / 2）

■（続き）

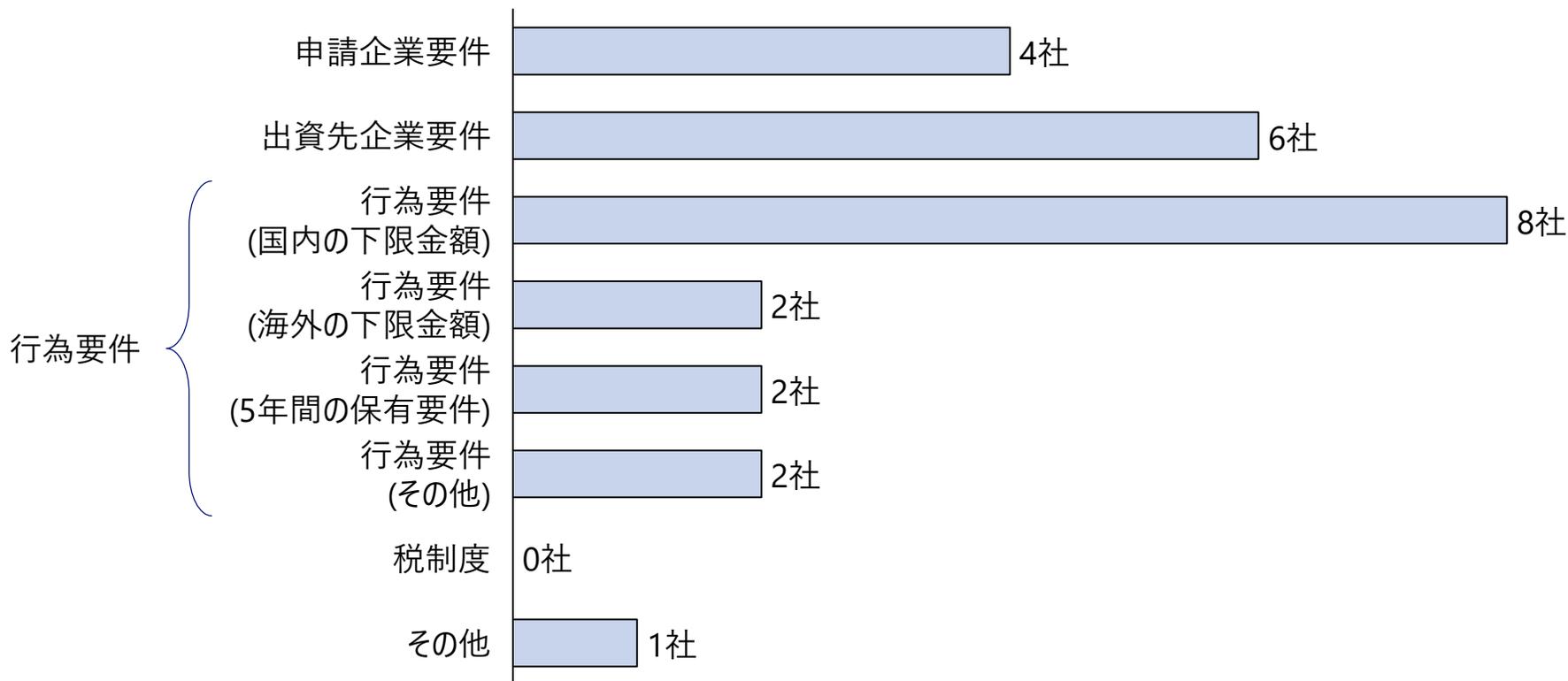
分類	ハードルとなった要件	想定ケース（仮説）
行為要件	資本金の増加を伴う現金出資 1 億円以上（国内向け投資の場合）という要件を満たさなかった	既存株式の取得であった 新株予約権の取得であった シード期企業の新株取得や、実証実験の共同実施を目的とした新株取得であり、1 億円以上という規模に至らなかった
	資本金の増加を伴う現金出資 5 億円以上（海外向け投資の場合）という要件を満たさなかった	既存株式の取得であった 新株予約権の取得であった シード期企業の新株取得や、実証実験の共同実施を目的とした新株取得であったり、為替の影響で 5 億円以上という規模に至らなかった
	5 年間の保有見込み要件を満たさなかった	コーポレートガバナンスの強化・ポートフォリオの適正化の観点から、5 年間保有見込みであるといった確約ができない 出資先が上場予定であり、上場時には売却することが社内ルールや契約にある等
	オープンイノベーション要件中「出資先スタートアップ企業の成長に資する協力」を満たさなかった	資金以外に提供する経営資源が無かった
	出資先スタートアップ企業の経営資源が自社にとって不足かつ革新的ではなかった	自社グループ内に同等の経営資源を有していた等
税制	多額の繰越欠損金があり、翌期繰越欠損金がある（ある見込み）であった	-

税制活用時にハードルとなった要件の分類

OI促進税制活用時にハードルとなった要件

※本アンケートはOI促進税制申請企業を対象に2021年に実施。うち有効回答社19社の回答を示したものである。

※複数回答可

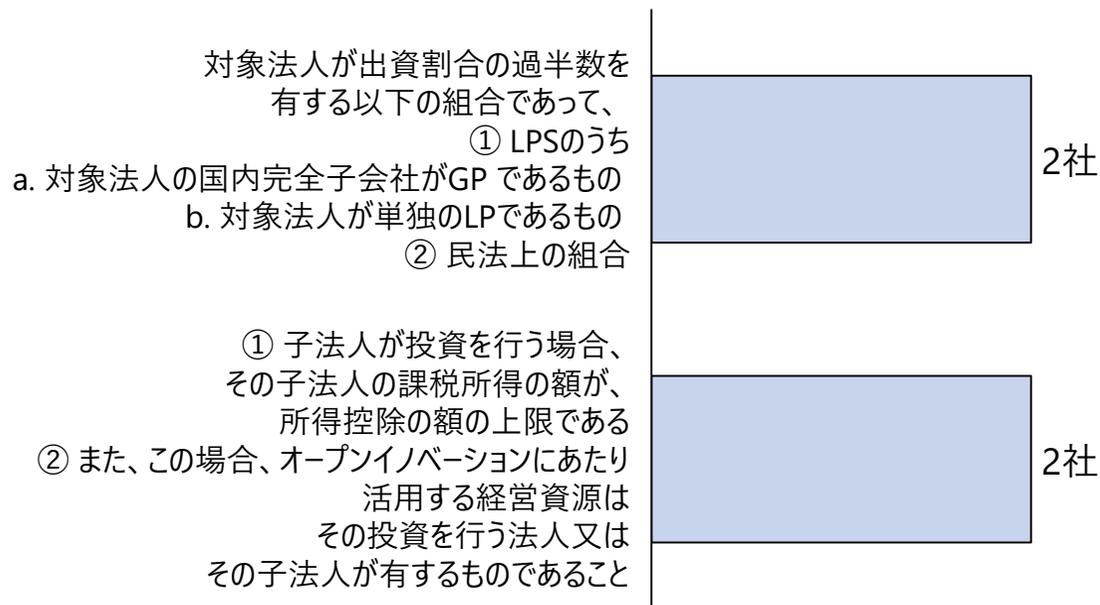


申請企業要件の中でハードルとなった項目

申請企業要件の内ハードルとなった要件

※複数回答可

※コメントはアンケート対象企業以外へのヒアリング結果も含む



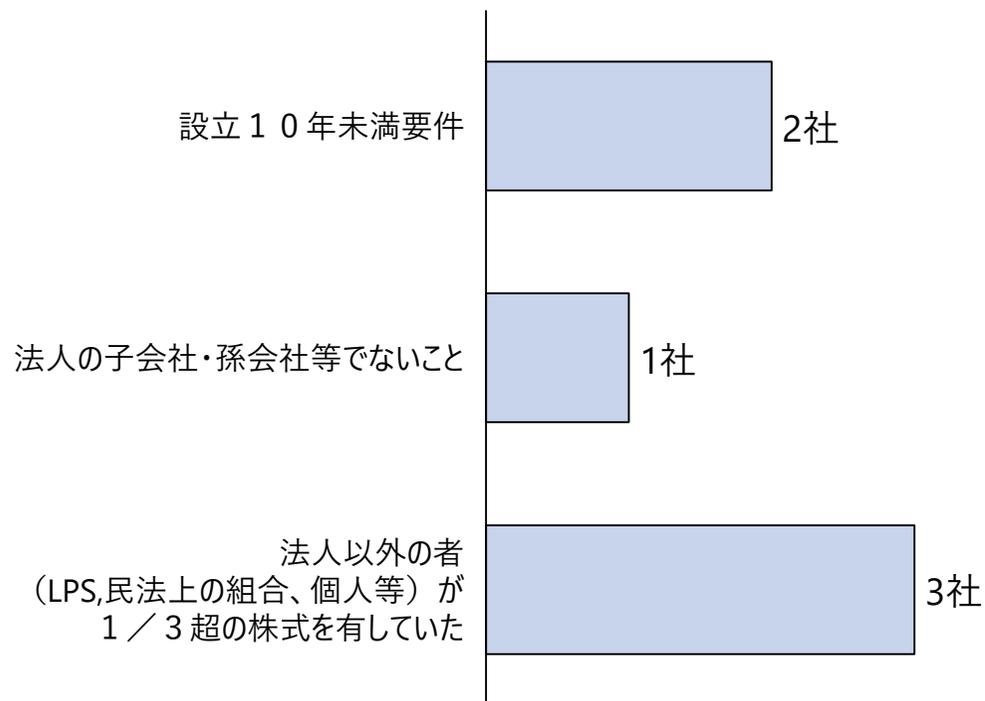
- 本税制は合同会社が対象外となっていたが、もし**合同会社も対象**ということであれば**活用の可能性があった**。(化学製造業)
- CVCから出資はするが、お金以外の経営資源は持ち合わせていない。例えば、CVCがGP、本社や他がLPで、LPSを組成し、そのLPSから出資すれば出資者要件を満たすが、**テクニカルな組織改編で要件を満たすのもどうか**と思う。(電子機器製造業)

出資先企業要件の内ハードルとなった項目

出資先企業要件の内ハードルとなった要件

※複数回答可

※コメントはアンケート対象企業以外へのヒアリング結果も含む



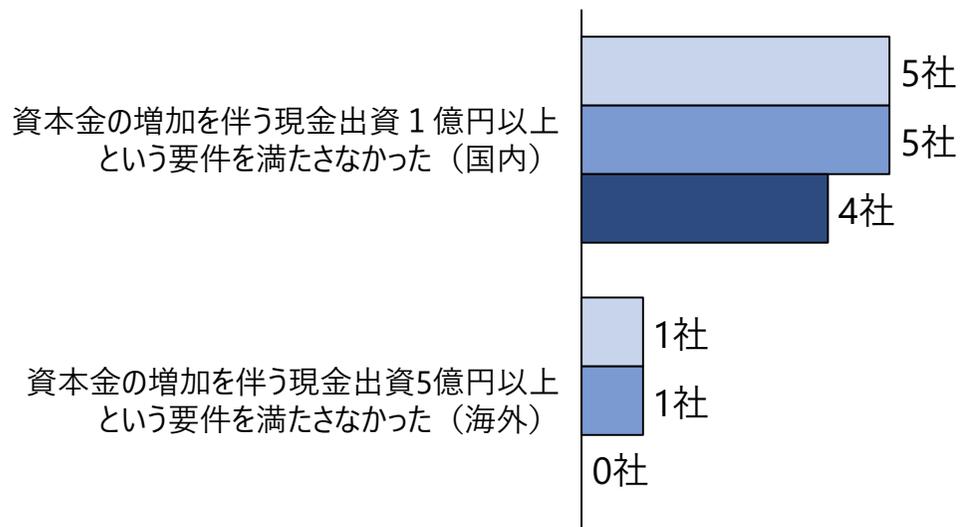
- **創業者等が資産管理会社を経由し株式を保有していたため、法人株主が2/3超であった。**
(情報通信業)

行為要件の内ハードルとなった項目 1/2

行為要件の内金額がハードルとなった要件

※複数回答可

※コメントはアンケート対象企業以外へのヒアリング結果も含む



申請の目的

- 既存株の取得であった
- 新規予約券の取得であった
- シード期企業の新株取得や、実証実験の共同実施を目的とした新株取得であり、下限金額に至らなかった

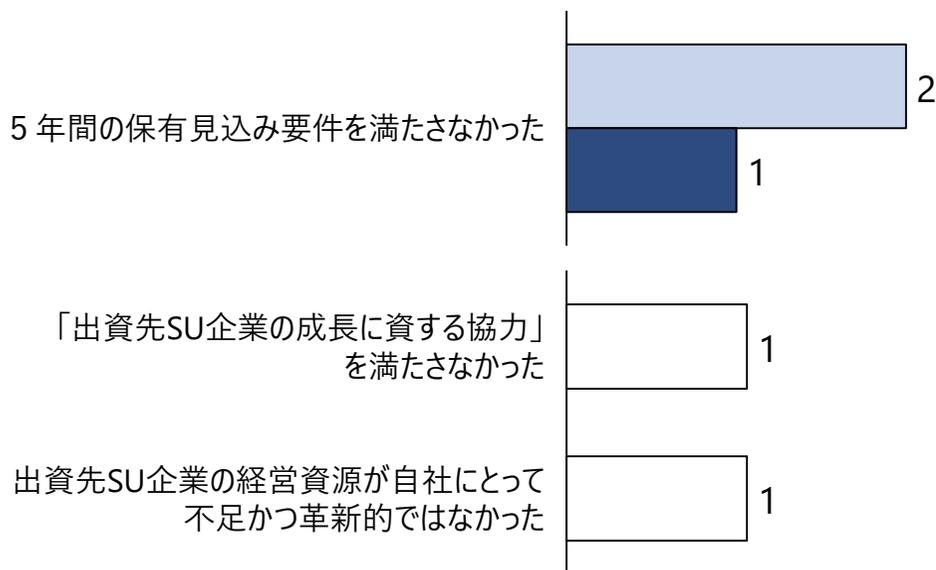
- スタートアップ企業側からすると、**大企業の出資額が大きくなると経営権を握られる、あるいは外部から大企業の関連会社（持分法影響力基準）とみなされることを嫌う傾向もあり**、1 億円、5億円のハードルの引き下げができるといいのではないか。（電子機器製造業）
- 創業者からの株式譲渡を受けた場合や、資金提供が無い場合でも事業シナジーが発揮されベンチャー投資として意義があるケースは多々あるのではないかと**。（情報サービス業）

行為企業要件の内ハードルとなった項目 2/2

行為要件の内ハードルとなった要件

※複数回答可

※コメントはアンケート対象企業以外へのヒアリング結果も含む



- ①不確実性の高い領域においても事業機会の獲得を図ることを目的とした出資、②**将来的な事業展開に併せて事業機会を得ることを目的とする出資の2つは将来性に注目している**ので、要件を満たさない。特に②は本税制の対象となるよう緩和、もしくはレベル感の提示など出資判断に資するようなガイドがあると良い。（電子機器製造業）
- 保有期間5年、は弊社の場合、ガバナンス・ポートフォリオではなく、スピード感でハードルを感じる。**中計が3年なので変化対応の激しい時代、やや長い**のではないかと。（電子機器製造業）

5年間の保有見込み要件を満たさなかった理由（設問）

- コーポレートガバナンスの強化・ポートフォリオの適正化の観点から、5年間保有見込みであるといった確約ができない
- 出資先が上場予定であり、上場時には売却することが社内ルールや契約にある等

その他回答（アンケートより）

その他ハードルとなった要件

【出資先企業要件】

- 本税制の趣旨と実務上の要件に整合性が無い部分も散見された。スピンアウトや、一度買収された会社の2次売却後の増資などのケースも増えている中で、本税制における「ベンチャー」「オープンイノベーション」「投資」の定義を整理したほうがいいのではないか。例えば、**設立10年超だが、半分は他社の子会社の期間だったものがその後スピンアウトした場合などについて、他社子会社期間を除く、または親会社の定義が煩雑なら設立15年以下などにしてほしい。**（メディア）
- 単独のLPでなくても、**LPSの投資先との技術・情報収集目的で投資事業有限責任組合に投資することがある。**両社の技術を活用できるのであれば、税制の対象でも良いのではないか。特に日本国内限定の出資先になるLPSであれば、日本の技術力向上にも寄与するのでは。（電子機器製造業）

“

【行為要件】

- 弊社を含めCVC等を通じた投資のウォッチ期間が長くて5年のケースが多いこと、協業は最初に集中することを鑑みると、**保有予定は2, 3年程度（30カ月くらい）にして頂きたい。**（メディア）

【その他】

- （上場会社である自社の）**会計上の視点**から、以下を指摘できる。
 - ①会計上、税前利益絶対額が少ない1Q決算で、exit意思決定により要件満たさなくなったときの繰延税金負債の計上が、インパクト大きい可能性がある
 - ②会計上、損金経理処理は使えない。
 - ③会計上、純資産の部に株主資本等変動計算書に独立掲記必要。（電子機器製造業）

1. OI促進税制の実態調査

制度利用状況

OIの促進効果

税制利用に至らなかった要因の検証

今後の支援策の方向性

2. 国内外スタートアップ企業のExit調査

国内外スタートアップ企業のExit概観

国内スタートアップ企業のExitの実態調査

国内スタートアップ企業のExit促進に向けた論点

金額要件、投資主体の要件、保有要件について見直し要望が多かった

■これまでの調査結果を概括すると、既存要件の見直しについて以下のような声が集まった。

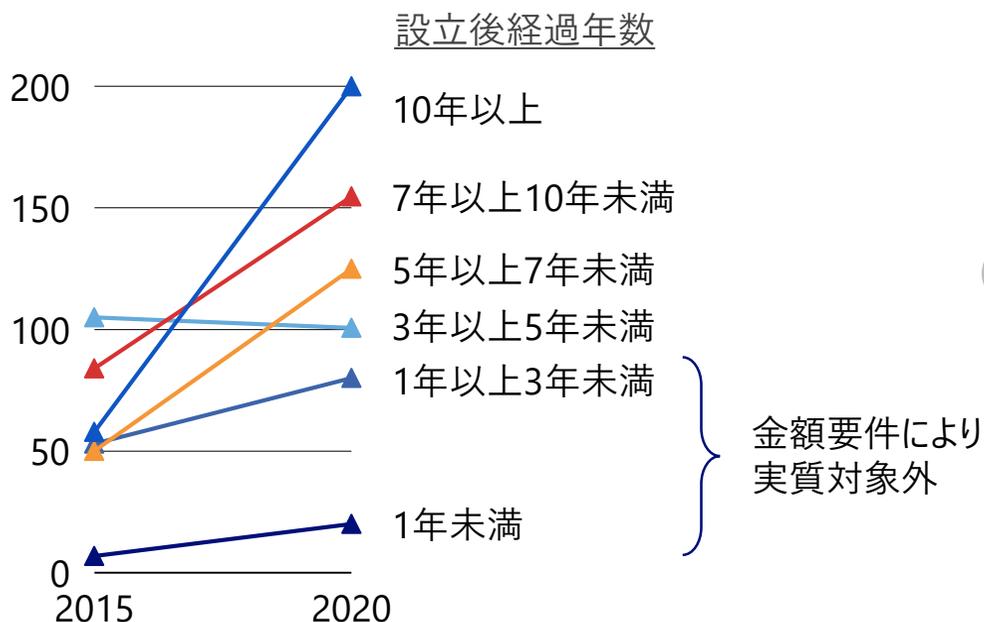
要件	OI促進税制の現状	税制対象企業からの声
① 金額要件	リスクの少ないグロスステージ、かつ国内スタートアップ企業への投資が中心	<ul style="list-style-type: none">国内1億円未満、海外では数億円規模の投資を検討しているシード、海外は比較的风险が高く、財務リターンの観点から社内の意思決定を通しにくいこともある
② 投資主体	CVCは対象法人の子法人（連結子法人含む）でも別法人扱い	<ul style="list-style-type: none">CVCは別会社として運用はしているが、本社への還元を意識しているそのためOI促進税制上、別法人として扱われるべきでない
③ 株式の保有期間	5年間、スタートアップ企業の株式を保有しなければならない	<ul style="list-style-type: none">スタートアップ企業の世界で5年もあればExitもあれば事業会社側のニーズも変わりうる5年も先が読めないなかで、5年間株式を保有することにコミットするのは負担
④ 出資先の設立年数	10年以上のスタートアップ企業は税制対象外	<ul style="list-style-type: none">設立年数がわずかにオーバーしているなど、ハイリスクかつレイターステージの案件であれば設立10年の要件を満たさないこともありうる

金額要件（1 / 2）

- シード、アーリーステージの1件あたりの調達額は1億円前後である現状と、既存の投資額下限要件を照らし合わせると、こうしたステージのスタートアップ企業とのオープンイノベーションが税制の対象から実質除外されていることが示唆される。

スタートアップ企業の資金調達額

百万円、中央値



- 出資金額は出資するスタートアップ企業のステージに依存しており、幅広い出資を行っている当社としては税制で許容される金額の幅が広いほどよくなる。シード期に出資することを考慮した場合、5000万円程度が下限となればありがたい。（商社）

従来では効果の薄かったシード期への投資を促すためにも
出資金額要件を、設立年数の浅いスタートアップ企業に限り緩和するなどの措置が考えられる。

金額要件 (2 / 2)

- 海外のシードの1件あたりの調達額は1億円程度である現状と照らし合わせると、海外案件の5億円の金額要件により除外される案件が多い可能性を示唆している。

スタートアップ企業への出資件数 (本拠地別)

	Seed	Early	Late
US	19,535	2,239	2,188
EU	7,689	1,960	283
ASEAN	1,810	580	120

調達額の平均値 (千USD)

	Seed	Early	Late
US	1,451	20,051	75,905
EU	971	12,903	64,062
ASEAN	983	11,846	174,522

投資家数の平均値 (社)

	Seed	Early	Late
US	2	4	5
EU	2	3	5
ASEAN	2	3	4

※2018.1.1-2020.12.31までアナウンスされた案件にもとづく。

※ASEANは件数が少ない一方でGrab、Tokopediaなどの大型調達を含む

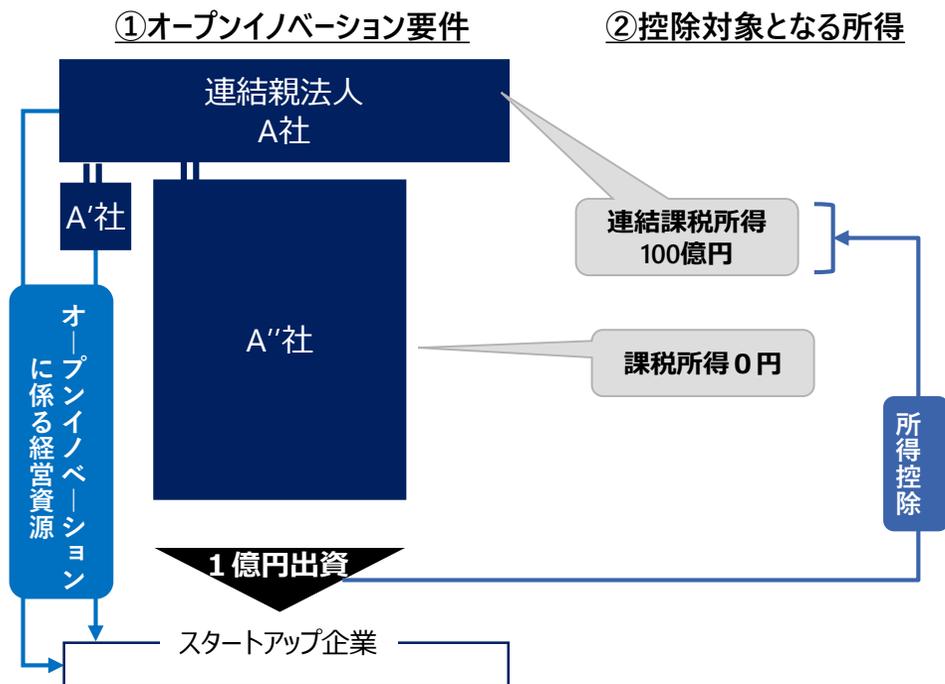
- 日本の事業会社のマネジメントは利益を出していないスタートアップ企業の出資に消極的。**1~3億円程度ならば、試験的に実施されるケースもあるが、5~10億円出ず場合は、出資によるリターンが大きな論点となる。**(製造業)
- ステージA,Bなど比較的早い段階のスタートアップ企業への出資、あるいは新興国(インド等)のスタートアップ企業に出資する際、下限5億円は金額としては大きい。インドをはじめとする東南アジアのスタートアップ企業に出資する場合は、2~4億円程度の案件が多い。**出資額が1億円未満になることは少ないが、5億円に届かない件数が多い**(下限が2~3億円程度に引き下げられれば、案件は5件程度増えるのではないか)。同規模の事業者からも下限を5億円とする出資ラインはハードルが高いとする意見がある。(製造業)
- In-Out案件の5億円基準は、投資対象が一定以上成熟したスタートアップ企業でないと厳しい。東南アジアなどスタートアップ企業の価格水準が異なる地域では5億円の要件を引き下げた方が良いかもしれない。(製造業)

シードやアーリーステージの海外スタートアップ企業への出資の後押しするためにも
海外の金額要件を現状の5億円より引き下げることにより、一定の促進効果を促す可能性が高い。

投資主体に係る要件

- 対象となるCVCの判定においては、対象法人の子法人（連結子法人含む）であっても別法人扱いになる。
- 長期的な目線でCVC経由で投資している会社からはグループ全体での見直しを要望する声が複数寄せられた。

子法人が出資を行う場合、連結所得の多寡を問わず、その子法人の課税所得がなければ所得控除が受けられない。



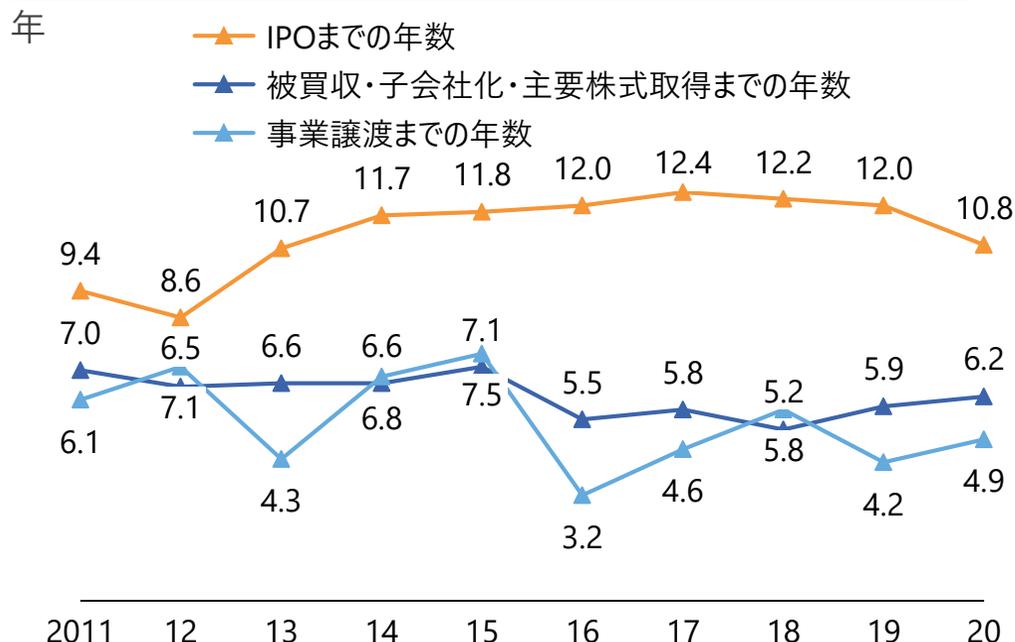
- 当社では、本体出資・子会社出資にかかわらず全社の投資委員会を経て出資の意思決定をしている。子会社から出資する理由としては、本社と違った観点で案件の評価をできることが挙げられる。（情報通信）
- スタートアップ企業の株式を保有する際に子会社のバランスシートから出資した方が、決算を閉める際などの際に管理しやすい。最終的にはグループ全体とのオープンイノベーションや、スタートアップ企業のサイドビジネスに当社が関与して収益を上げる状態を理想とする。（商社）
- CVCという形態で出資しているだけであり、CVCとしては本社の一部として出資を実施していると考えている。**CVCによる出資は、将来的に本社とのシナジーやイノベーションを見据えて実施しているものであるため、グループ全体を俯瞰してイノベーションの有無を判断いただけるような制度にしていきたい。**（商社）

CVCの中には法人の壁を越えた柔軟な機能分担が実施されていることに鑑み、投資専門子会社経由の投資も実質対象とするニーズがあると言える。

保有期間に係る要件

- スタートアップ企業はIPOまで平均10年、その他のExitまで5～6年かかる。
- そのような背景がある中で、保有期間の要件については、スタートアップ企業出資の実態に伴っていないという声が多く寄せられた。

スタートアップ企業のExitまでの年数



税制では5年以内にオープンイノベーションを満たすような要件になっているが、5年というスパンは変化が激しい時代においてはスピード感にそぐわず、長すぎるのではないかと。投資判断は必要に応じて見直ししており、自社の投資判断スピードの中では5年は長い。（製造業）

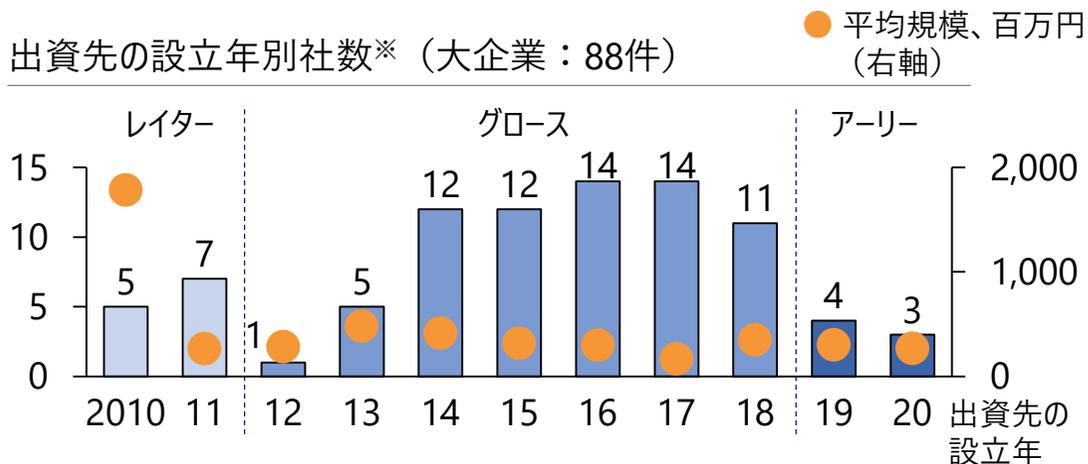
出資先の株を5年以上保有する条件も、見直すことは可能か。スタートアップ企業とその5年間でExitするなど、5年間の縛りと、スタートアップ企業のスピード感が一致していない印象を受けた。5年の保有条件を2～3年に短縮するなどしてほしい。（製造業）

IPOは中央値。テクニカル上場等を含まない。スタートアップ企業はINITIALが定義するものに加え、VCからの資金調達を行っていることが判明した企業を対象としている
 被買収・子会社化は完全子会社化などにより調査終了となったもののみを対象としている
 事業譲渡は、事業譲渡後に法人としての活動が確認できない、解散しているもの等のみを対象としている

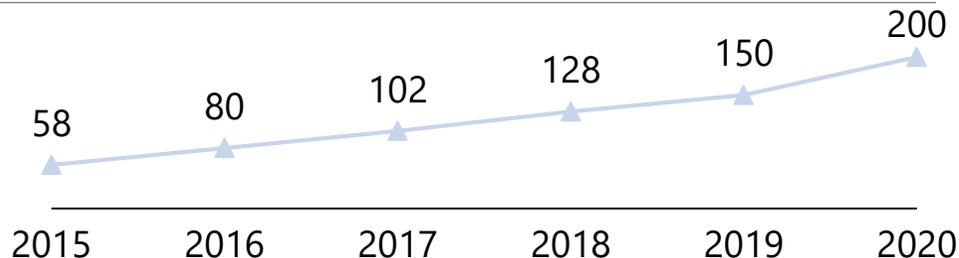
外部環境の変化、スタートアップ企業側の成長度合いに応じて事業ポートフォリオの見直しを図っている。
 中期経営計画などに合わせ、株式保有期間を3年程度に見直すことも考えられる。

設立年数の要件見直し

- OI促進税制を利用した大企業は高リスクなレイター期への投資をしてこなかったが、設立10年以上のスタートアップ企業は資金ニーズが高く、大企業による出資との親和性が高いセグメントといえる。



設立10年以上のスタートアップ企業の資金調達額（中央値）



※案件数はOI促進税制要件を満たすもの、質問中のもの、来年度申請を受けるもの、未着手のものを含む

- 設立年数が11年であるが故に、税制対象外となってしまった案件がある（金融）
- 過去に1件、スタートアップ企業の設立10年を超えていたために申請を断念した案件があった。（情報通信）
- 設立10年超だが、半分は他社の子会社の期間だったものがその後スピナウトした場合などについて、他社子会社期間を除く、または設立15年以下などにしてほしい。（メディア）

高リスクとされる「レイター期での大規模投資」を促すため設立年数を12年程度に伸ばすことが考えられる。

今後のスタートアップ企業向け投資を促進するための視点

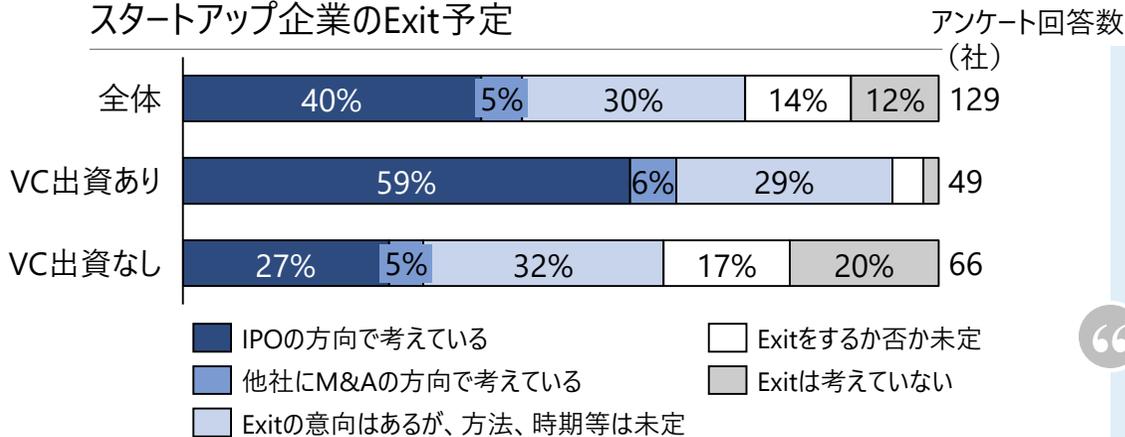
■ OI促進税制の制度趣旨に照らして、以下のような方向性があり得る。

項目	我が国スタートアップ企業向け投資の現状（ヒアリング先の状況）	スタートアップ企業向け投資を促進する視点
① スタートアップ企業のExitを見越した投資	投資先のIPO（オープンイノベーションの継続は前提）を意識していないケースが多く、マイノリティ出資 + α というスタンスで挑んでいる	<ul style="list-style-type: none">投資先のIPOを選択肢の一つとして見据えたオープンイノベーションの促進
② コントロール権を確保する出資形態	マイノリティ出資にとどまっていることが多く、スタートアップ企業側の経営に口出ししないのが基本スタンスだった	<ul style="list-style-type: none">スタートアップ企業側の経営に踏み込みバリューアップさせるというマインドの醸成（海外では、大企業がイノベーションを起こす上での成功パターンとして認識されている）
③ スタートアップ企業側の資金以外のニーズ	人材交流していないことが多いが、交流させている企業はいずれも肯定的	<ul style="list-style-type: none">特にミドルステージではスタートアップ企業側の人材ニーズが深まることを鑑みた、技術や人材交流の要件化

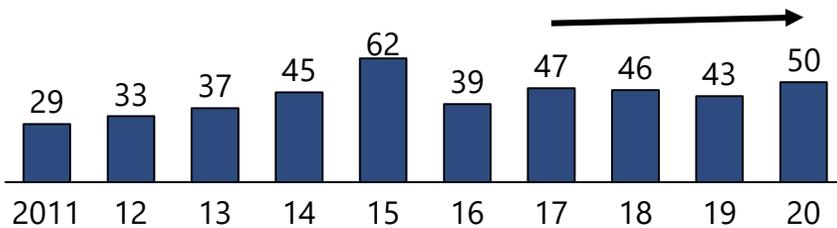
投資先のExitを促進

- VCから出資を受けているスタートアップ企業のうち、IPOを検討しているのは6割である。
- OI促進税制利用企業の中では出資先のExitを念頭において出資しているケースを確認できたが、ヒアリングした企業の中では少数派であった。

スタートアップ企業のExit予定



スタートアップ企業の新規上場数 (件)

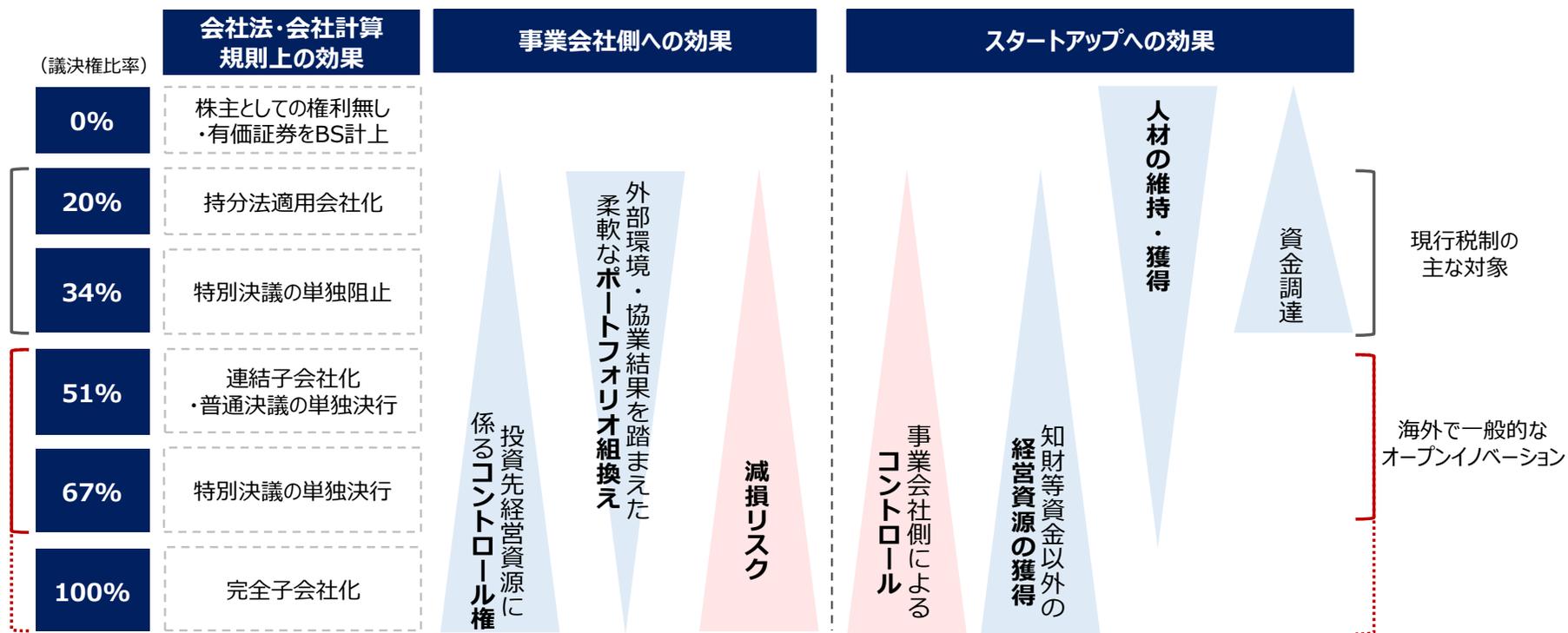


- **スタートアップ企業のM&Aを念頭に置いて出資している。**出資先のIPOがグループ全体の利益につながる場合に限り、上場を容認している。(情報通信業)
- **出資先のIPOについては、ファイナンシャルな側面からは成功を意味する。**IPO時に協業を維持するかはその時点での判断となり、継続する場合もあれば売却する場合の両方が想定される。(情報通信業)

OIの継続を前提としたスタートアップ企業側のIPOを通して、
事業シナジーに加え、フィナンシャル・リターンの獲得が可能になる。

出資形態の多様化

- 議決権比率については、事業会社側で「コントロール権-フィナンシャルリスク」、スタートアップ企業側で「提供される経営資源-コントロール権」といった観点からバランスがとられる。
- 現行税制は、新株取得のみが対象となっていることから過半数未満の議決権比率を取得する投資を主な対象としている。



完全子会社化・合併を伴わない買収により、Exitの選択肢を確保しつつ
十分なコントロール権を確保する買収を促すことで、OI促進税制の活用幅が広がるといえる。

WalmartはインドのEコマース大手Flipkartに77%出資することで経営権を掌握

買収概要

- 買収時期** • 2018年5月
- Flipkart概要**
 - インド最大のEコマース企業
 - 創業：2007年
 - 本社：インド、バンガロール
- 取引概要**
 - Flipkartの時価総額を280億USDと算定（買収当時）
 - Walmartは160億USD出資し、77%のシェア獲得
 - 取引完了後4年以内に**Flipkart社のIPOを促す**と示唆
 - Walmartにて**取締役5名を選任する権利**を獲得
 - FlipkartのCEOや他の経営層を選任することも可能（取締役と創業者と協議の上）
 - Walmart側がFlipkartに対して30億USD相当の新株発行を指示することも可能とした

Flipkartの取締役（買収時の合意内容に基づく）



背景と成果



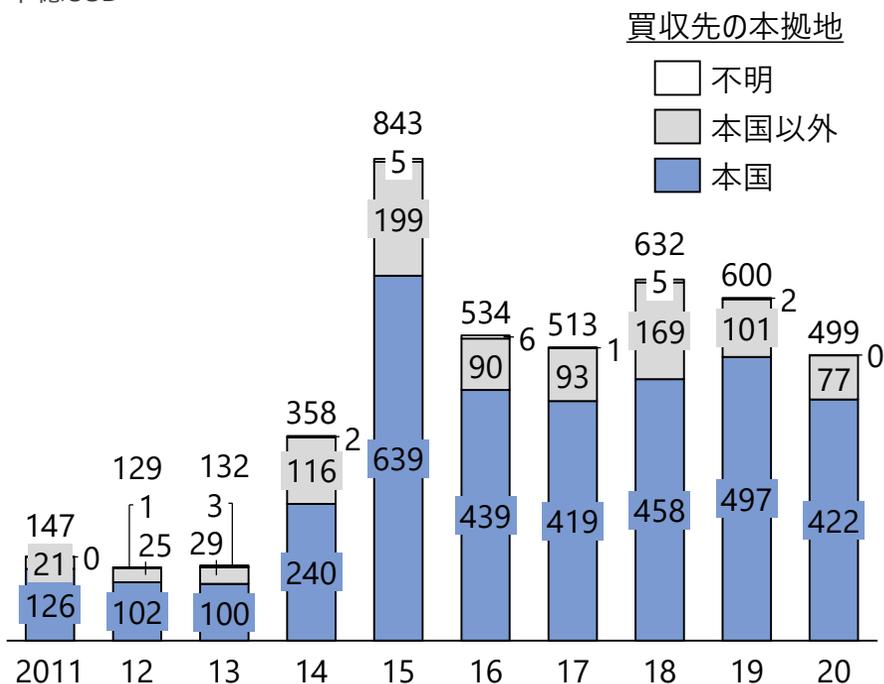
Walmartはマジョリティ出資を通してExitの選択肢を確保し、経営層の構成を含めたコントロール権を手に入れた。

米国の事業会社はスタートアップ企業の買収を促進している

- 金額ベースでは直近10年間で3倍以上伸びており、競争力を高める意味でスタートアップ企業の買収が一定の効果があることを示唆している。
- 直近2020年では金額は海外スタートアップ企業向けが減少したものの、件数は微増している。

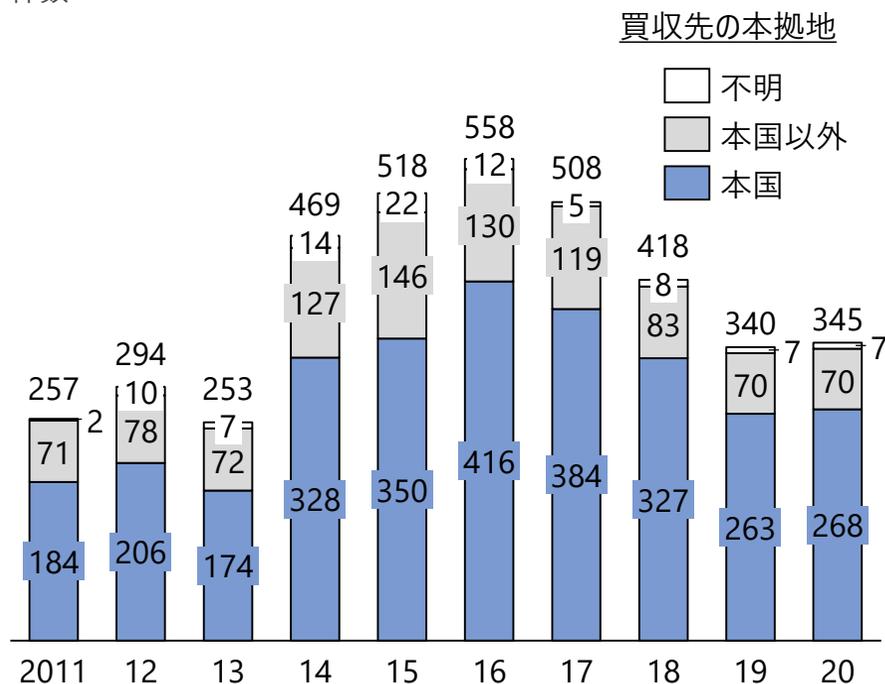
米国事業会社による国内外スタートアップ企業買収

十億USD



米国事業会社による国内外スタートアップ企業買収

件数



※ 上場している米国企業が投資家としてスタートアップ企業を買収している場合の総額

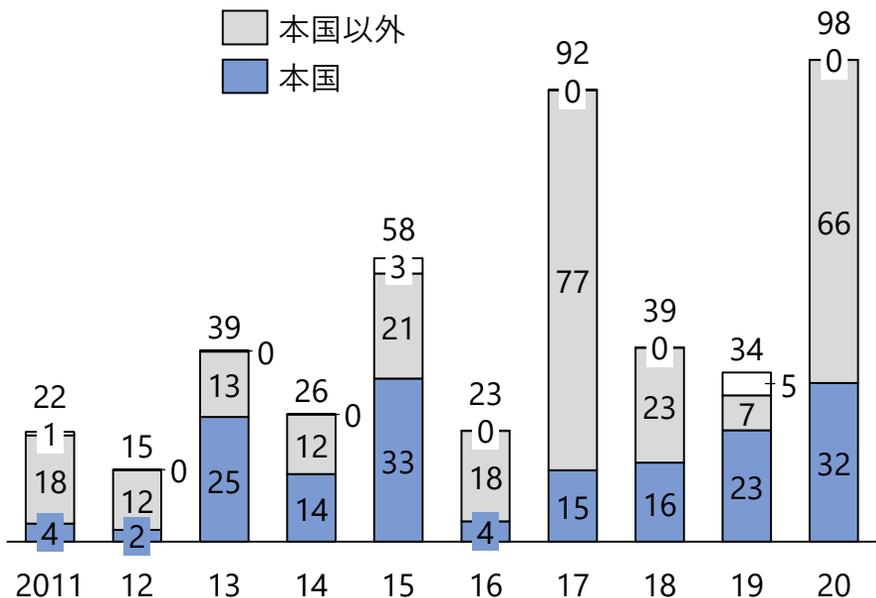
英国の上場企業は海外スタートアップ企業への投資に積極的である

- 英国の上場企業は海外スタートアップ企業の買収に意欲的で、ブレグジット後も海外スタートアップ企業への投資意欲は減少していない。

英国事業会社による国内外スタートアップ企業買収

十億USD**

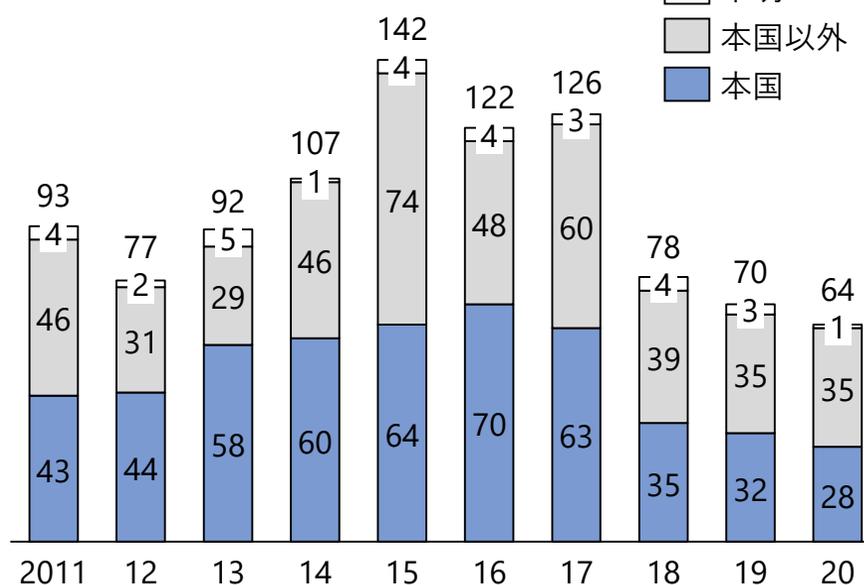
買収先の本拠地



英国事業会社による国内外スタートアップ企業買収

件数

買収先の本拠地



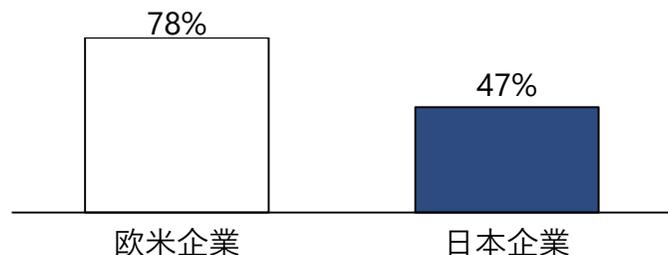
* 上場している英国企業が投資家としてスタートアップ企業を買収している場合の総額

** USD/GBPの為替レート変動の影響を排除できないことに注意

スタートアップ企業側の業務提携・出向のニーズ充足 (1/2)

- 従来、我が国企業は業務提携・出向等（資本提携とは別に行う経営資源活用の共同化）の実施率が低いことが問題視されてきたが、税制創設後もその件数は増加していない。

オープンイノベーション（業務提携）の実施率
(2018年：OI促進税制創設前)



スタートアップ企業による業務提携の実施率
(OI促進税制創設以降)

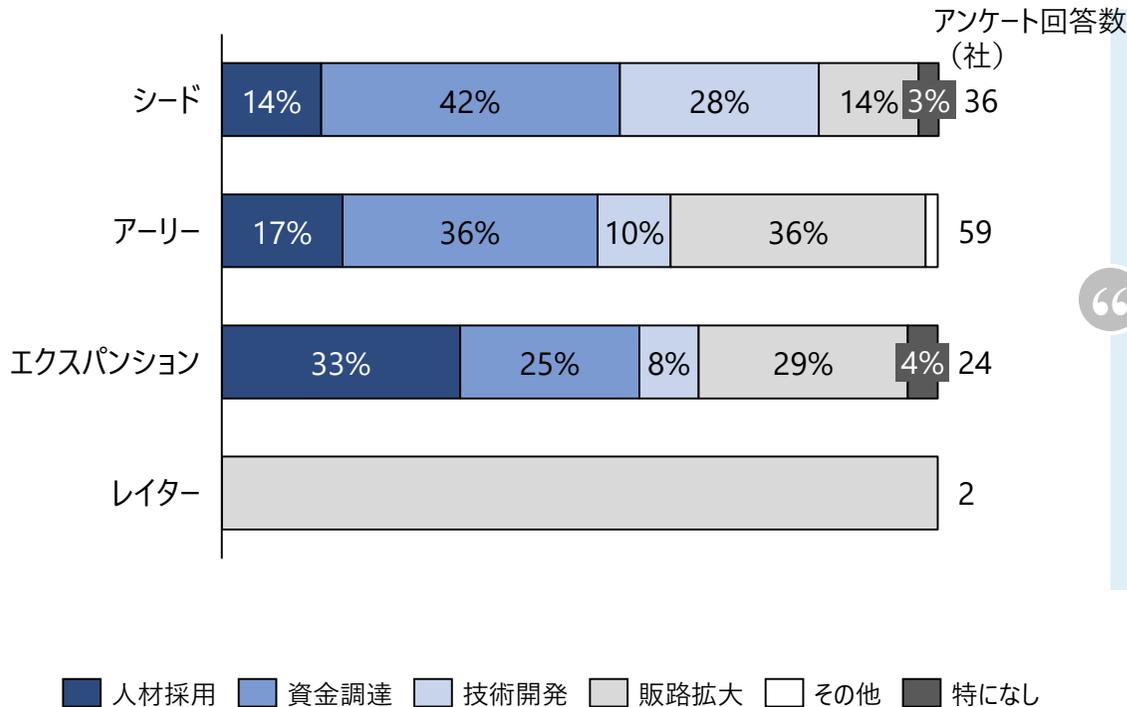


- 基本的にはスタートアップ企業が当社のリソースをうまく活用できるよう、自由度の高い形での提携を目指しており、スタートアップ企業ともめることはあまりない。(情報通信業)

スタートアップ企業側の業務提携・出向のニーズ充足 (2/2)

- スタートアップ企業が成熟するにつれて企業の資金ニーズと人材ニーズの重さが逆転する。
- 人材交流を通して出資側、スタートアップ企業側双方にとってメリットになりうる。

スタートアップ企業の経営ニーズ



- ベンチャーマインドの醸成を目的に毎年4, 5人程を出資先のスタートアップ企業に出向という形で派遣している。背景には会社の上場以降、安定志向のメンバーが増えてきたことに対する課題意識がある。スタートアップ企業としては採用できない人材を社員として迎え入れられ、出資社はベンチャーマインドの醸成という目的を果たせ、双方がwin-winの形式となっている。(サービス業)

一部の企業では業務提携や出向による効果を得られていることから、要件化することによりOI促進効果の拡大を期待できる。

1. OI促進税制の実態調査

制度利用状況

OIの促進効果

税制利用に至らなかった要因の検証

今後の支援策の方向性

2. 国内外スタートアップ企業のExit調査

国内外スタートアップ企業のExit概観

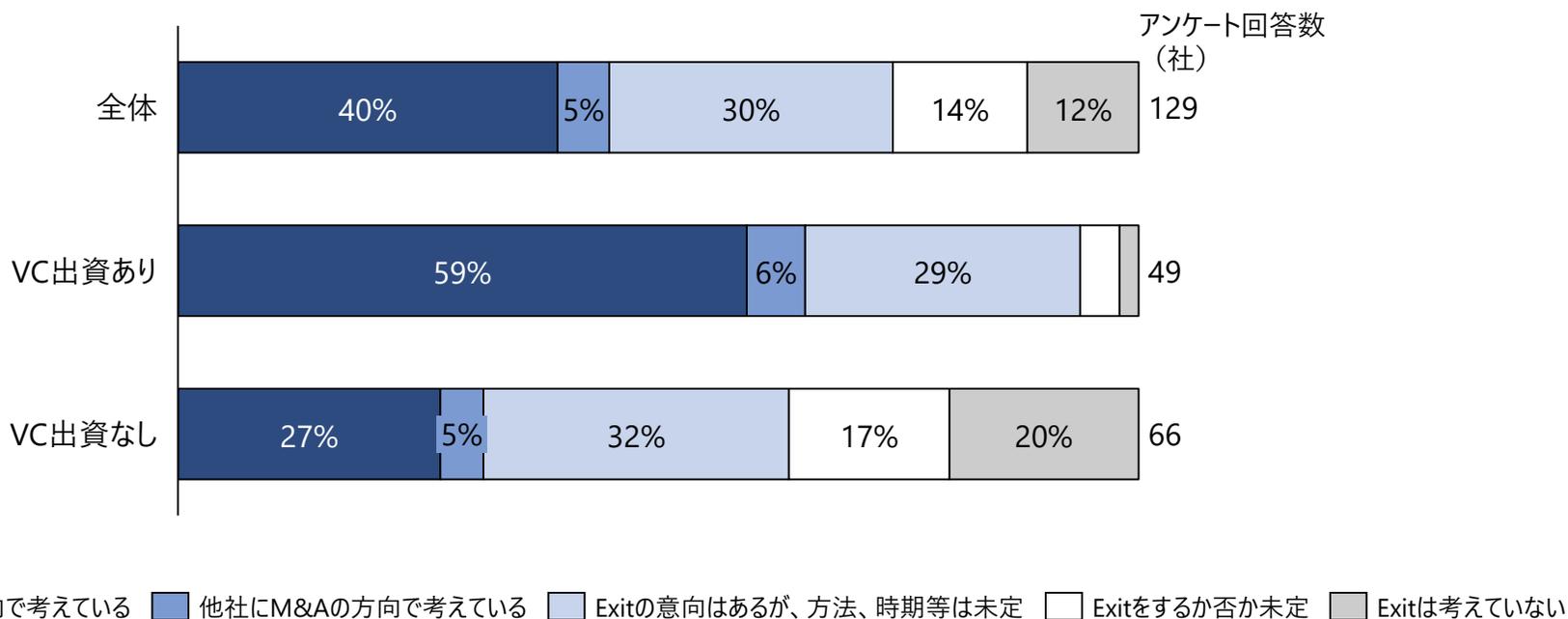
国内スタートアップ企業のExitの実態調査

国内スタートアップ企業のExit促進に向けた論点

多くのスタートアップ企業はExitを予定しており、うち、ほとんどがIPOの方向で考えている

- 特にVC出資を受けているスタートアップ企業はIPO志向が強く、6割のスタートアップ企業がIPOを意識している。

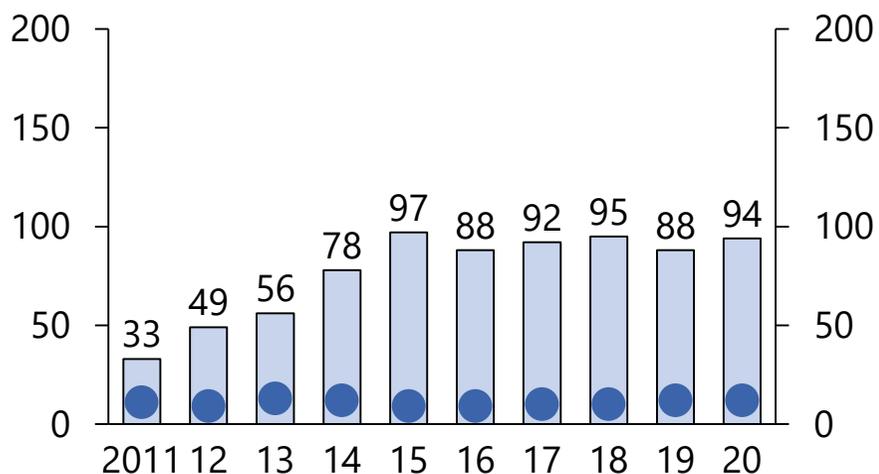
スタートアップ企業のExit予定



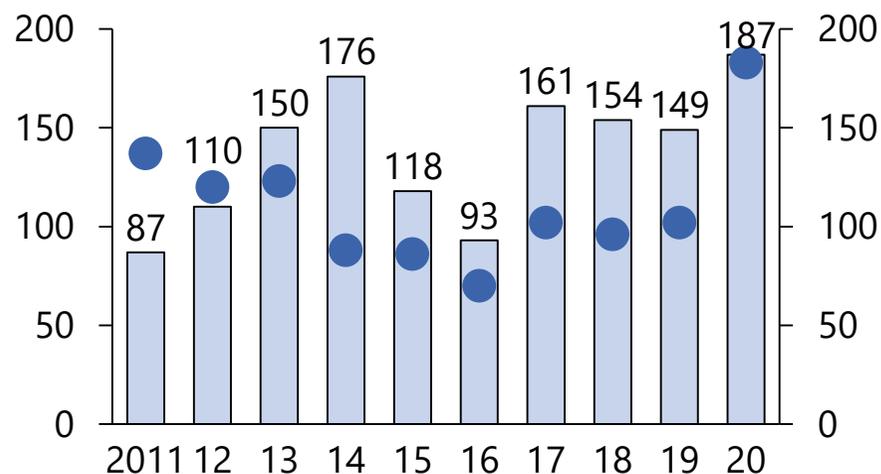
しかし、国内IPOは数年前の水準で高止まり、調達額は米国の数分の一に留まる

- 国内IPOの件数は数年前止まりだが、1件あたりの調達額は米国と比べて低い水準で推移している。
- 対する米国は、SPACの影響を除いても件数、調達額ともに上昇している。

国内IPOの件数※
● 調達額の中央値
(右軸、百万USD)



米国IPOの件数※ (SPAC除く)
● 調達額の中央値
(右軸、百万USD)



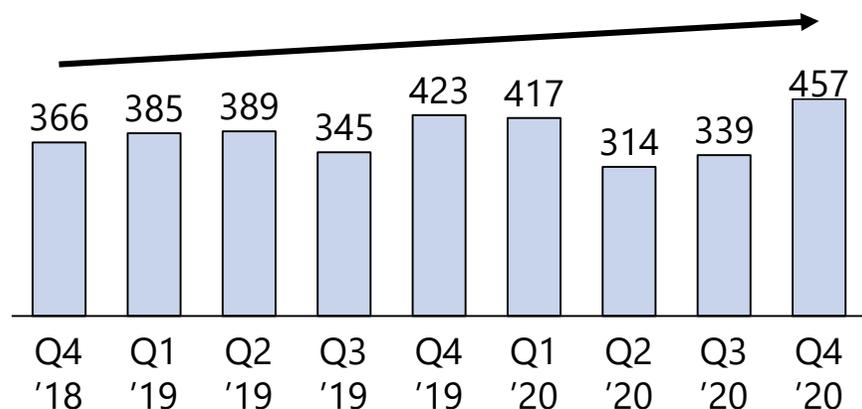
※2021年まで上場廃止になった銘柄を除く

日本のIPOは小規模で、米国に比べて調達しやすい環境にあるにもかかわらず、件数が伸びないことから、発行体側が上場を選んでない理由があると考えられる。

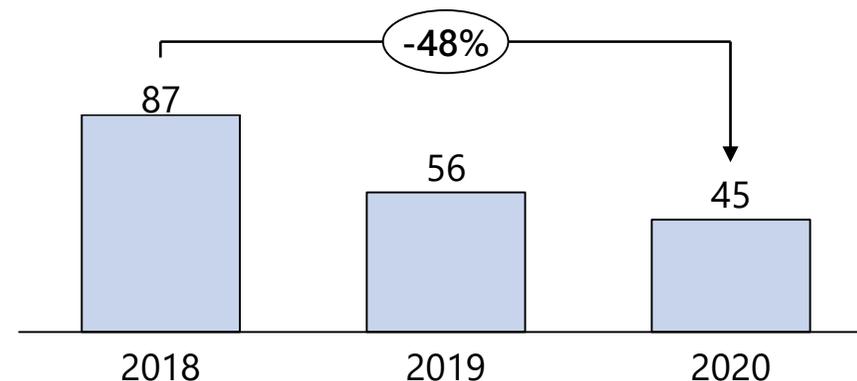
M&Aにおいても、日本国内では2018年以降スタートアップ企業の買収件数が半減している

- 世界はコロナ下でも買収が堅調な一方、日本は過去3年で大幅に減少した。

全世界におけるVC出資企業の買収（社）



日本国内のスタートアップ企業買収（社）



1. OI促進税制の実態調査

制度利用状況

OIの促進効果

税制利用に至らなかった要因の検証

今後の支援策の方向性

2. 国内外スタートアップ企業のExit調査

国内外スタートアップ企業のExit概観

国内スタートアップ企業のExitの実態調査

国内スタートアップ企業のExit促進に向けた論点

事業会社向け調査概要

- 事業会社がスタートアップ企業を買収するにあたり、売上シナジーや研究開発シナジーの観点からどのように取り組んでいるか、把握するためヒアリング調査を実施した。
- OI促進税制利用企業にも同様の内容をヒアリングした。

大企業	スタートアップ企業	ヒアリング日程
A社（電気機器）	a社（電気機器）	2021/3/16
B社（電気機器）	-	2021/3/11
C社（医薬品）	-	2021/3/17
-	d社（IT）	2021/3/17
E社（金融）	e社（FinTech）	2021/3/18
F社（医薬品）	f社（医薬品）	2021/3/16
G社（金融）	g社（医療 x IT）	2021/3/17
H社（製造業）		2021/3/4
I社（CVC）		2021/3/4
J社（サービス業）		2021/3/9
K社（サービス業）		2021/3/12
	l社（オンライン学習）	2021/3/16
H社（商社）	-	2021/3/17
I社（電気機器）	-	2021/3/22
J社（製造業）	-	2021/3/18
K社（情報通信業）	-	2021/3/23

1ヒアリング1行とする。
 大企業とスタートアップ企業が並列のヒアリングは、
 両方に対して同時にヒアリングしたことを意味する
 （大企業がスタートアップ企業に出資した場合）。

出資者の主な意見 1 / 2

大分類	項目	主な意見
投資・買収	目的	<ul style="list-style-type: none"> 開発機能が日本に集中しているため、投資先で得られた技術やビジネスアイデアを国内に還元することが基本的な考え（製造業） 本業での協業だけでなく、新たなビジネスモデルの模索に向けた協業も目的に2歩3歩先に行くベンチャーへ投資している（複数）
	出資のきっかけ	<ul style="list-style-type: none"> 事業部門、R&Dが各自見つけるのが理想だが、CVCが情報収集している中で出資機会を事業部門に提供する場合もある（情報通信） 以前出席したマッチングイベントで接点を持ったのがきっかけ（医薬品）
	形態	<ul style="list-style-type: none"> 新しく資金を導入することで何かを実現させることがCVC出資の根幹にあるため新株取得が一般的（情報通信） 会社にNew moneyが流入することがその会社の成長につながると考えるためである（製造業）
	規模	<ul style="list-style-type: none"> 2~3億円程度が一般的。5億円を超えるものは経営会議案件となる（情報通信） 国内外問わず5000万~2億円（数千万円~数億円）程度の規模で出資（複数）
	資金面以外での連携 （人材派遣・知財共有）	<ul style="list-style-type: none"> チャンネルの拡大を期待するスタートアップ企業も多く、紹介できる場合は販路を紹介（製造業） 信用力、取引先の紹介、ワークスペースの提供を行っている。また、毎年4、5人程を出資先のスタートアップ企業に（役員ではない）出向という形で派遣している。（サービス業） 企業方針やアジアでのビジネス展開について双方の理解を深めるために社外取締役として派遣（製造業） 人材を実際に派遣するような協業は実施していない。（複数）
	将来的な展望	<ul style="list-style-type: none"> M&Aを目的としているため、シードを中心に出資している。（サービス業） 必ずしもM&Aを見据えた出資をしているわけではない（製造業） 買収チームは本社傘下の独立した部門だったため、CVCと密な連携ができず、出資先のIPOを見据えるような意識は浸透しなかった（情報通信）
	選定基準	<ul style="list-style-type: none"> VCがリードとして参画していることが条件。ファイナンシャルリスクはリードインベスターのVCが取るべき（複数） 数値データよりも、創業者の人柄や社会課題への寄与など定性的な判断が大部分を占める。（サービス業）
	契約	<ul style="list-style-type: none"> ライセンスアグリーメントを締結したことにより、スタートアップ企業製品の単独販売権を有している（製造業） アジアにおける独占的開発・販売権を出資先から取得するライセンス契約を締結（製造業）

出資者の主な意見 2 / 2

大分類	項目	主な意見
ハードル	Valuation	<ul style="list-style-type: none"> 日本のCVCではVC経験者がいないため、実務ノウハウが蓄積されていない（情報通信） シード、アーリーステージの企業価値は本当にわからないというのが実感（製造業）
	CVC用の人材確保	<ul style="list-style-type: none"> VC・CVC経験者を外部から採用することが重要。ただし、CVCが成功報酬になっていないのは世界共通の実情であり、構造的な問題。（情報通信業）
	社内調整	<ul style="list-style-type: none"> R&Dが強い会社は自社の技術力に自信を持っており、自社基準でスタートアップ企業を評価してしまう。結果としてDisruptiveなものを適切に評価できないことがある（情報通信業） 経営層と現場の間でスタートアップ企業投資に対する温度差がある。経営層の方が新技術や異業種提携に積極的（製造業）
	その他	<ul style="list-style-type: none"> 興味深く、投資条件も問題ないにも関わらず、事業部門の関心や検討リソースがないために出資できずに終わる案件がある（情報通信業）
国内外の比較	海外案件	<ul style="list-style-type: none"> 国内と海外で出資案件の件数は半々程度（複数） 海外は欧米とイスラエルが大半を占める（複数）
	差異	<ul style="list-style-type: none"> 海外では最低でも3~5億円程度の出資が一般的となる（製造業） シリコンバレーなどではスタートアップ企業周りのエコシステムが成立しており、スタートアップ企業に知悉した会計士、弁護士を含めて調達しやすい。何かあった際の相談相手、情報が入りやすいため、自ずと出資がしやすくなる。（製造業）
	海外ならではのハードル	<ul style="list-style-type: none"> 言語と日本拠点の有無が懸念事項となる。鶏卵議論にはなるが、日本の事業部としては日本拠点がないと連携しづらいという意見が多い。（複数） ストーリーの描きにくさから、国内スタートアップ企業と比べると出資は困難になる（情報通信業） 資金が欲しい一方、多くの海外スタートアップ企業はVC・CVCに経営に関与してほしくないのが本音である。そのため協働事業に本腰をいれないケースもあり、事業会社側とのせめぎあいが生じる。（製造業）
その他	CVCのメリット	<ul style="list-style-type: none"> 事業会社の色が付くことを理由に敬遠されることを避けることができる（サービス業） 会計上の利点大きい。CVCはバルクで投資するため、減損の評価が3~5年に1回となる上、一つの会社が立ち行かなくなった際のリスクを軽減できる。（サービス業） 既存事業における文脈やシナジー効果が問われる事業会社出資が馴染まない場合がある（複数） 専門家によるスタートアップ企業の経営状況を加味した出資が出来る、違った観点で案件を評価できる（複数）

スタートアップ企業の主な意見

大分類	項目	主な意見
資金調達	将来的な展望	<ul style="list-style-type: none"> • IPOより事業基盤を固めて行くほうが重要。調達先とは10年、20年先を見据えた長期的な関係を念頭に置いている（情報通信） • 韓国をはじめとするアジアの顧客に着目しており、潜在顧客と接点を持つため、調達先が有するネットワークは有用（製造業）
	投資家の選定基準（SUの視点）	<ul style="list-style-type: none"> • 事業領域が他の出資者と類似しすぎないように留意（サービス業）
IPO	ハードル	<ul style="list-style-type: none"> • 年間の引受数が決まっている証券会社に対し、その枠に自社を入れてもらえるよう関心をひくことが重要となる（サービス業） • 大企業と連携するノウハウがなく、苦労した（オンライン学習）
	ディスカウント	<ul style="list-style-type: none"> • 業界慣行として2~3割程度のディスカウントが平均的なのではないか（サービス業） • 一方発行体としてはディスカウント自体納得がいかない側面もある（複数）
	投資家への配分	<ul style="list-style-type: none"> • 発行体としては、業界に詳しく、最終的には相談相手のように長期的な関係をもてる投資家の配分を多くしたい（複数）

1. OI促進税制の実態調査

制度利用状況

OIの促進効果

税制利用に至らなかった要因の検証

今後の支援策の方向性

2. 国内外スタートアップ企業のExit調査

国内外スタートアップ企業のExit概観

国内スタートアップ企業のExitの実態調査

国内スタートアップ企業のExit促進に向けた論点

今回の調査の中で得られた視点としては以下の通り

Exitによって充足したいニーズ

更なる事業拡大等のために
資金調達したい

安定的な投資家層の確保

スタートアップ企業の声

上場の選択肢が不足している。主幹事証券ではなく、市場に直接株価をつけてもらったり、従来の手続きより簡素な方法で上場したいが、そのような手段がない

ブックビルディングによる公開価格形成プロセスが不透明。公開価格と初値の乖離が当たり前になっている。テック系だと比較対象がないなどの理由でさらにハードルが高くなっている

IPO時の配分先は個人投資家に偏っている。比較的長期で保有し、自社のバリューアップを意識してくれる機関投資家に保有してもらいたい、発行体は投資家を選べない

テック系企業などのバリュエーションに知見のある海外の投資家へアクセスしたいが、グローバルオフリングにはコストがかかる

ダイレクトリスティングやSPACなど、伝統的なIPOの代替手段が注目されている

	従来型IPO	ダイレクトリスティング (直接上場)	SPAC (特別買収目的会社)
概要	引受証券会社を介して証券取引所で新規株式公開	引受証券会社を介さずに、発行体自らが新株を売り出す	受け皿となる、買収を目的とした企業
公開価格の決め方	主要な機関投資家の意見に基づいて決定	市場の投資家の需要で決める	SPACとの交渉次第
準備期間	1-2年	1-2年	半年程度
ロックアップ期間	半年程度、ただし公開価格の1.5倍まで株価が上がった場合など条件付きで早期解除が可能	なし	SPAC株主に対してのみ、De-SPAC [※] 後180日～1年程度 ^{※※}
事例	ほぼ全ての上場企業	Spotify (米)、Slack (米)	Virgin Galactic Holdings (米)

- “
- 証券会社と合意が取れない場合、市場に決定を委ねたいという理由からダイレクトリスティングを活用する場合もある。(サービス業)

※SPACによる非上場企業の買収

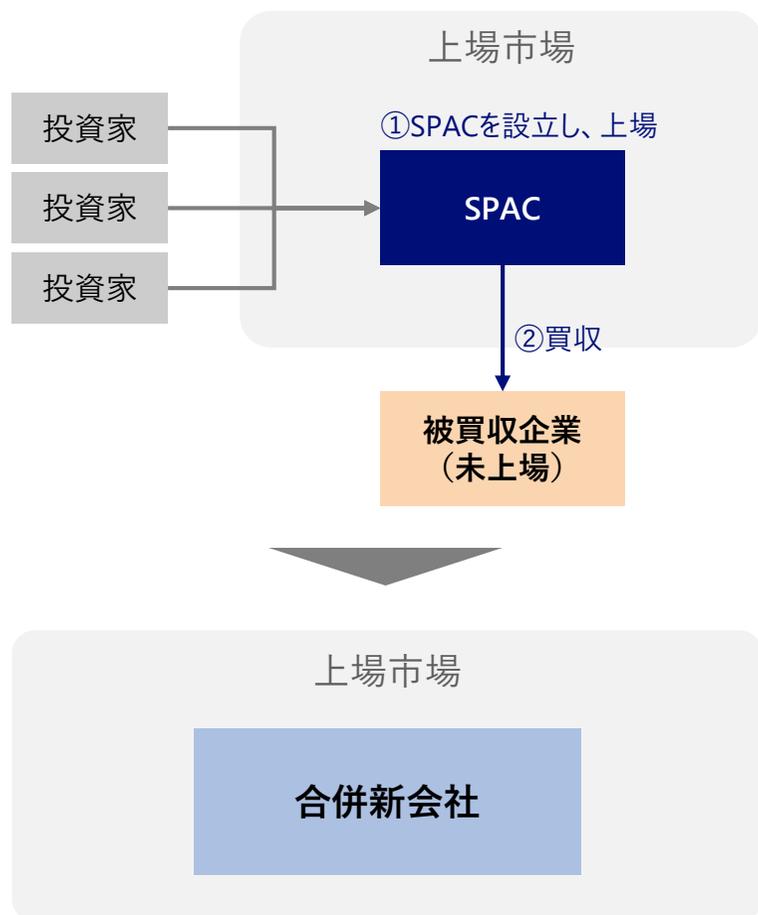
※※Harvard Law School Forum on Corporate Governance、「Special Purpose Acquisition Companies: An Introduction」
(<https://corpgov.law.harvard.edu/2018/07/06/special-purpose-acquisition-companies-an-introduction/>)

従来型IPOと比較して、準備期間、ロックアップ期間、投資家の選定権利など、発行体はニーズにあわせて上場することが可能になる。

SPAC（特別買収目的会社）とは

- SPACは1992年に制度化され、事業を持たない、いわば「空箱」の状態です。SPACは上場し、株式公開より調達した資金で被買収会社と統合するものです。

SPACの仕組み

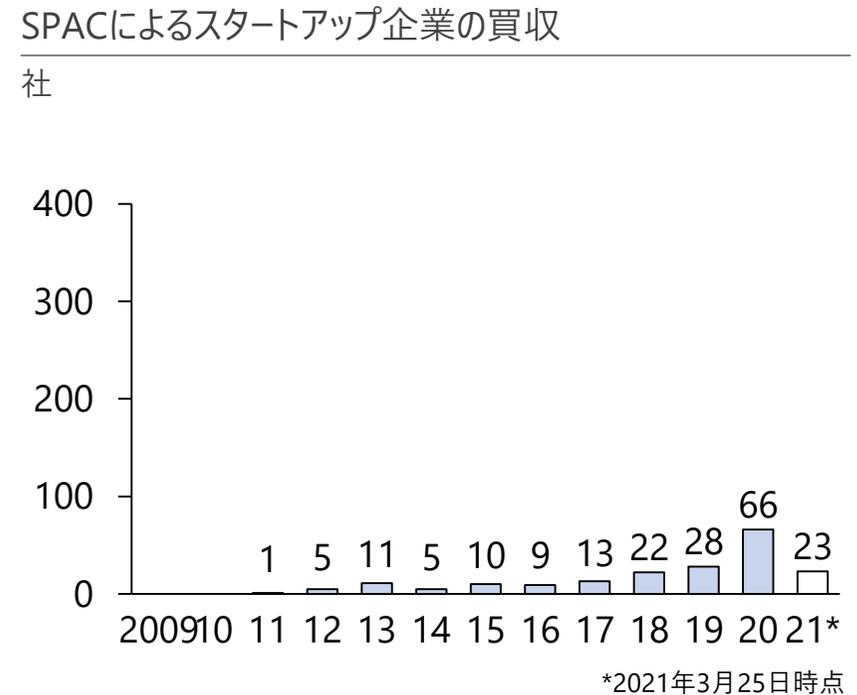
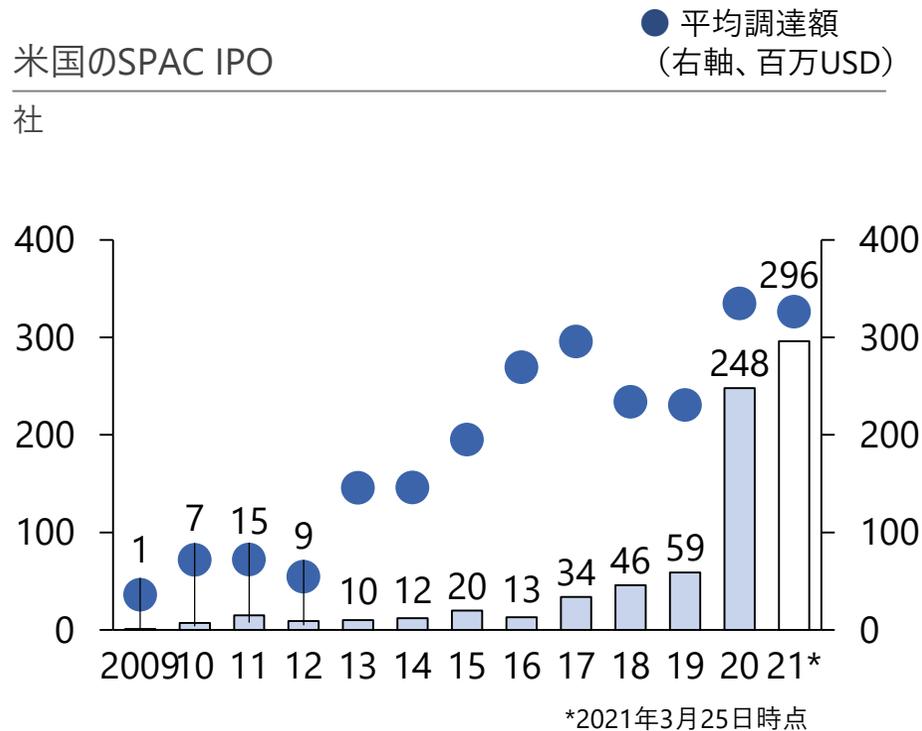


SPACによる吸収合併の例

日付	買収ターゲット	SPAC（ティッカー）
2021/2/26	ChargePoint Holdings, Inc.	Switchback Energy Acquisition Corp (SBE)
2021/1/21	UWM Holdings Corporation	Gores Holdings IV, Inc (GHIV)
2020/12/18	Opendoor Technologies Inc.	Social Capital Hedosophia Hldgs II Corp (IPOB)
2020/12/16	Skillz	Flying Eagle Acquisition Corp (FEAC)
2020/12/2	Luminar Technologies, Inc.	Gores Metropoulos, Inc (GMHI)
2020/11/27	QuantumScape	Kensington Acquisition Corp (KCAC)
2020/11/17	MP Materials Corp.	Fortress Value Acquisition Corp (FVAC)
2020/4/23	DraftKings Inc	Diamond Eagle Acquisition Corp (DEAC)
2020/2/10	Vertiv Holdings Co	GS Acquisition Holdings Corp (GSAH)
2019/10/25	Virgin Galactic Holdings Inc	Social Capital Hedosophia (IPOA)

新型コロナがSPACブームを一気に加速させた

- 2020年に上場したSPACは248社と従来の4倍程度増えた一方、同年SPACに買収された企業は66社（対前年比2.4倍）と、上場するための「空箱」の供給が急速に伸びた。

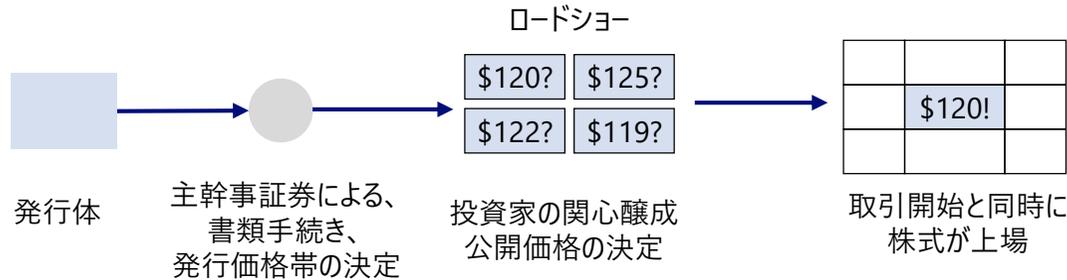


国内スタートアップ企業のExit促進に向けた論点

ダイレクトリスティングと従来型IPOの比較

従来型IPOとダイレクトリスティングのプロセス比較

従来型IPO



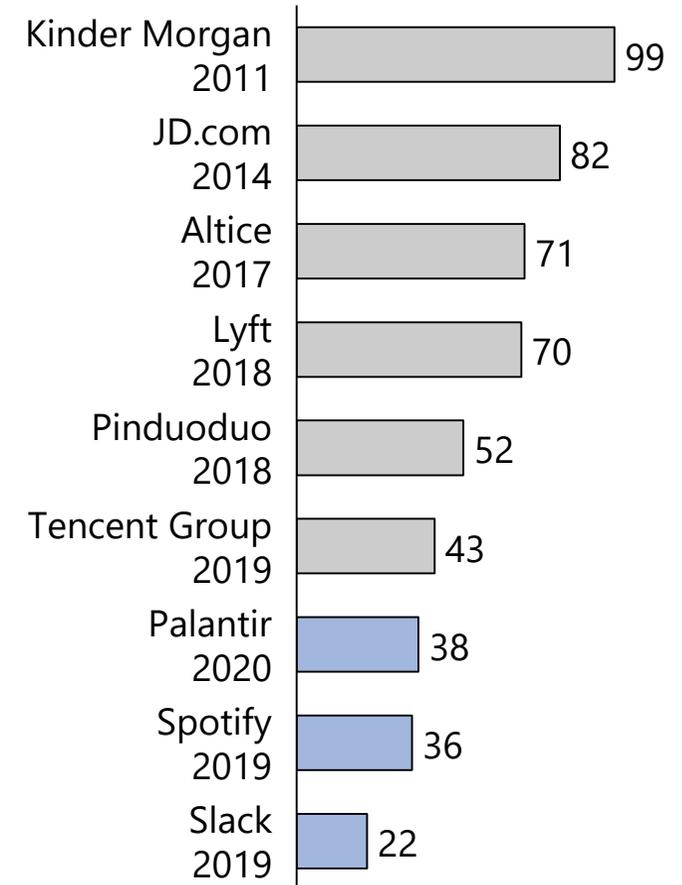
ダイレクトリスティング



上場時の引受手数料

● ダイレクトリスティング

百万USD



ダイレクトリスティングの特徴

- ダイレクトリスティングを活用し得るのは、知名度が高い発行体等に限られるが、ダイレクトリスティングは既存株主に有利な売却機会を提供するとともに、投資機会の公平性を確保する上場方式として有意義な選択肢であるとされる。

ダイレクトリスティング (DL)

	Spotify社	Slack社	従来型IPO	
初日 時価総額	256億USD	195億USD		
事業概要	音楽配信サービスを提供する消費者向けクラウドサービス = 高い知名度・理解が容易な事業	ビジネス上のコミュニケーションアプリを提供する企業向けクラウドサービス = 高い知名度・理解が容易な事業	知名度が低い事業等でも、証券会社による引受・投資家勧誘が可能	▶ DL活用の条件① 発行体の知名度
発行体の 資金需要	上場前から大規模調達が可能であり、キャッシュフローも安定していたため、 資金需要は限定的*		資金調達需要が比較的大きい	▶ DL活用の条件② 発行体に資金需要が無い
価格変動	①上場前株価ベース参考値:\$132 ②売価:\$166 (①+26%) ③初日終値:\$149 (②-10%) →②で売却する既存株主に裨益	①上場前株価ベース参考値:\$26 ②売価:\$38.5 (①+48%) ③初日終値:\$38.6 (②+0%) →②で売却する既存株主に裨益	②売出価格:低い傾向 ③初値:②より高い傾向 →②で購入・③で売却する新規株主に裨益し易い	▶ DLの意義① 既存株主に有利な価格形成
ロック アップ	上場直後の既存株主による売却に対して 規制 (ロックアップ) が無い		ロックアップ有	▶ DLの意義② 流動性向上・株価の安定性向上**
売出株の 購入者	個人投資家・機関投資家の別を問わず、高値を付けた投資家が購入者に		米国のIPOでは、売出株の大半が機関投資家に割り当てられる	▶ DLの意義③ 投資機会の公平性

*米国では、これまで資金調達を伴わないダイレクトリスティングのみが認められていたが、2020年末に、資金調達を伴うダイレクトリスティングも解禁された。

(出所: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2020-12-22/silicon-valley-wins-as-sec-allows-direct-listings-to-raise-cash>)

**ロックアップ解除時には、株価にボラティリティが生じるが、DLであればこれを回避することができる。(出所: <https://corpgov.law.harvard.edu/2018/07/05/spotify-case-study-structuring-and-executing-a-direct-listing/>)

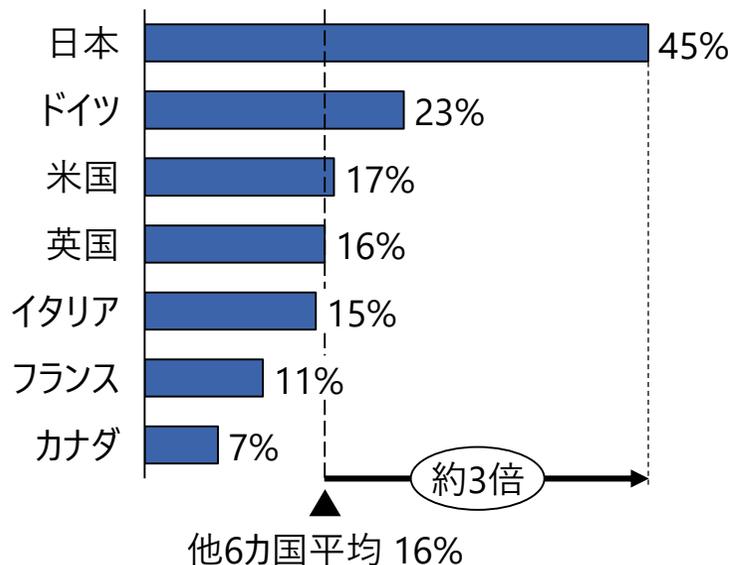
国内スタートアップ企業のExit促進に向けた論点

日本のIPOは初期収益率が高く、スタートアップ企業がIPOを通して十分な資金供与を受けられない可能性が指摘されている

- 公開価格に対する初値の高さを示す「初期収益率」は、先進6か国の長期間平均が16%であるのに対し、我が国は45%と高い水準にある。

平均初期収益率

%

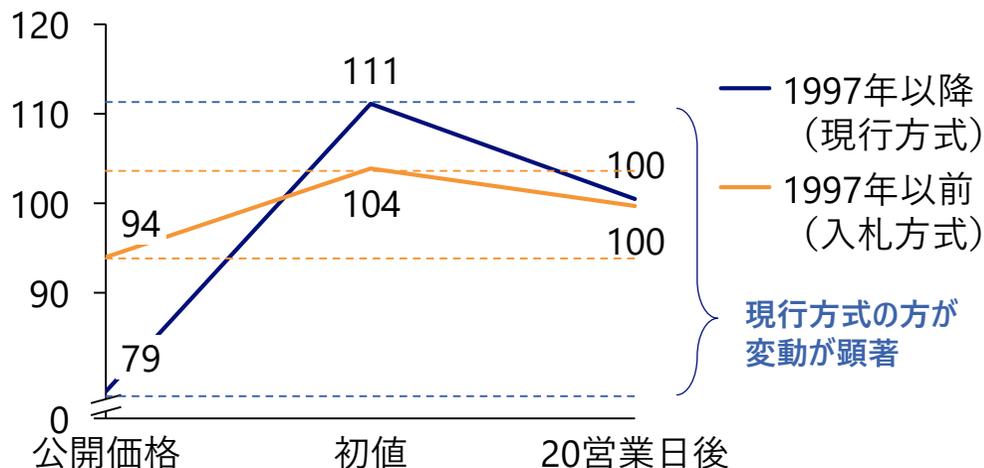


※日本（1970年～2016年）3488件、ドイツ（1978年～2014年）779件、米国（1960年～2017年）13,001件、英国（1959～2012年）4932件、イタリア（1985～2013年）312件、フランス（1983～2010年）697件、カナダ（1971～2016年）743件。Loughran, Ritter and Rydqvist（2018年3月4日更新版）をもとに金子氏作成

上場後20営業日終値を100とした価格推移

相対株価

※上場後60～120営業日と比較した場合も同様の傾向



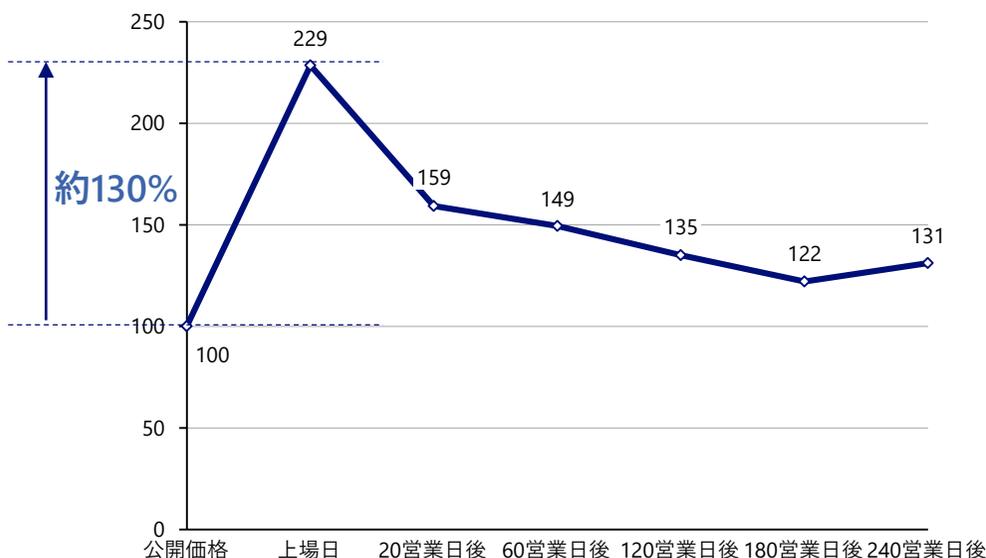
出所：池田直史・金子隆「ブックビルディング方式は本当に優れているのか？」『三田商学研究第57巻第6号』（2015）より作成
 ※1993年～2012年までのジャスダック・マザーズ・ヘラクレスで公開された株式を対象とし、市場条件の違いによる影響を排除するため、それぞれの株価はその時々の株価指数でデフレートした中央値を用いている。また、公開日～基準日迄に株式分割を行った企業等を除外している

直近数年では、我が国の初期収益率が更に拡大している

- 逆に米国では、こうした背景から、公開価格の低さに不満を抱く発行体やVC等により、ダイレクトリスティングやSPAC等が普及してきた。

日本の株価騰落率

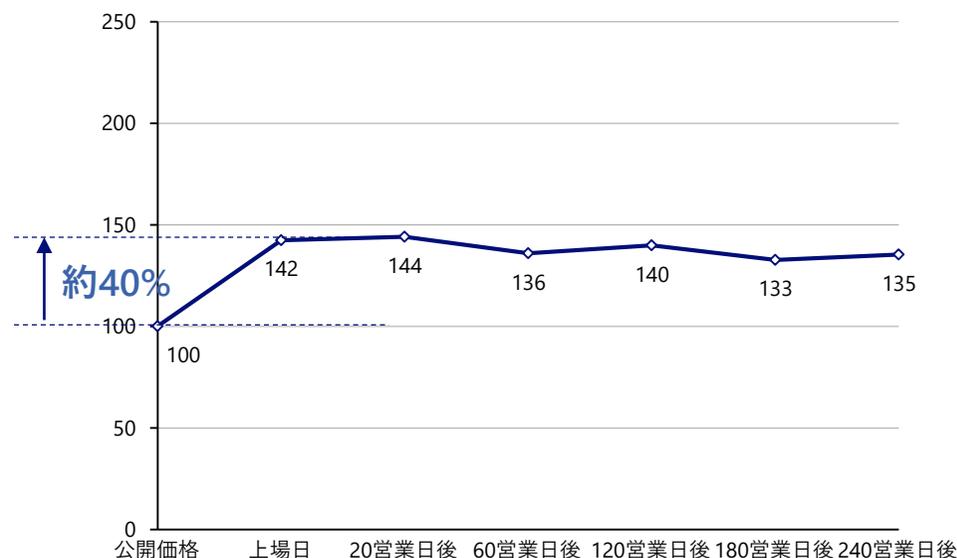
公開価格 = 100



約130%

米国の株価騰落率

公開価格 = 100



約40%

出所：Capital IQより作成

※上場時期の違いによるマクロ影響を排除するため、株価指数の騰落率を控除した。日本のデータは東証マザーズ市場の企業、米国のデータは2017年以降NYSE、NASDAQ、AMEXに上場した企業が対象。

日本ではまだIPOの代替手段が確立されておらず、潜在的なIPOニーズが充足されていない可能性がある

公開価格が低く設定されていることにより、1社あたり20億円以上の経済損失が生じている

- 2013年から2020年までの我が国新興市場（マザーズ、ジャスダック）において、①適正株価での発行規模想定（上場後株価が安定するとされる20営業日後株価ベース）と、②実際の発行規模（公開価格ベース）とを比較すると、1社あたり平均20億円以上の経済損失が生じていることが示唆される。

新興市場（マザーズ、ジャスダック）の上場銘柄における想定経済損失

年	サンプル数	想定経済損失 (1社あたり平均値) (百万円)	発行規模 (1社あたり平均値) (百万円)	適正価格での発行規模 (1社あたり平均値) (百万円)
2013	40	4,401	1,746	6,147
2014	52	1,981	1,871	3,851
2015	70	1,022	2,048	3,071
2016	67	725	1,708	2,433
2017	65	2,368	1,750	4,118
2018	74	2,840	4,122	6,963
2019	59	1,888	3,103	4,992
平均値		2,048	2,405	4,453
合計値	427	874,628	1,026,864	1,901,492

出所：鈴木健嗣「日本のIPO企業の資金調達に関する状況について」

（<https://sites.google.com/view/suzukikatsushi/ipo%E8%AA%BF%E6%9F%BB>）より作成

※発行後20営業日時調整済み株価（120営業日後、240営業日後、480営業日後の株価を利用してもほぼ同様の結果）公開後のパフォーマンスについては、市場効果、規模効果、Value株効果を考慮するべく規模、Valueの25(5 x 5)ポートフォリオリターンを利用。Value weighted index returnを利用しても大きな結果は変わらない

小規模上場であれば上場後の株価の乱高下が常態化している

- IPOに伴う新株と既存株の売出総額（「吸収金額」）が50億円（≒5,000万USD）以上の場合、日米の初期収益率水準に大きな差異は無い。他方、吸収金額が10億円未満の場合、70%程度という極めて高い水準となる。
- これに対し、米国では1,000万USD（≒10億円）未満の場合も初期収益率が2.8%となっており、上場規模と初期収益率には関係が無い。

吸収金額別初期収益率（日本、2001年～2019年）

	吸収金額	件数	割合	初期収益率
I	10億円未満	787	44%	69.6%
II	10億円以上、50億円未満	753	42%	38.2%
III	50億円以上、100億円未満	100	6%	11.5%
IV	100億円以上、500億円未満	112	6%	3.0%
V	500億円以上、1,000億円未満	18	1%	-4.7%
VI	1,000億円以上	30	2%	13.8%

吸収金額別初期収益率（米国、2001年～2019年）

	吸収金額	件数	割合	初期収益率
I	1,000万USD未満	57	3%	2.8%
II	1,000万USD以上、5,000万USD未満	345	16%	1.2%
III	5,000万USD以上、1億USD未満	656	30%	7.7%
IV	1億USD以上、5億USD未満	923	42%	11.7%
V	5億USD以上、10億USD未満	136	6%	6.2%
VI	10億USD以上	70	3%	7.7%

出所：金子隆「日米比較を通してみる値付けの歪み－「IPO神話」復活の兆しに問う－」『三田商学研究』第63巻第5号（2020年12月）pp.91-114
 ※日本はTOKYO PRO Marketを除く国内の全市場で上場したIPO（ETFとREITを除く）が対象。初期収益率は中央値を採用

更に、規模の小さいIPOほど引受手数料が高い水準となっている

- 手数料率そのものも、2001年～2005年と比較して2016年～2020年は1～2%高く設定されている。
- 特に発行規模が小さいほど引き受け手数料率が高い傾向が見られ、吸収金額が10億円未満のIPOは半減している。

吸収金額別引受手数料率（日本、2001年～2020年）

上場時期		全規模	吸収金額			
			10億円未満	10億円以上、 50億円未満	50億円以上、 100億円未満	100億円以上
2001年～2020年	中央値	7.50%	8.00%	7.50%	7.00%	6.00%
	平均値	7.21%	7.49%	7.25%	7.04%	5.73%
	件数	1888	820	795	108	165
2001年～2005年	中央値	6.50%	7.00%	6.50%	6.00%	5.75%
	平均値	6.66%	6.92%	6.61%	6.45%	5.49%
	件数	747	329	326	42	50
2016年～2020年	中央値	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%	6.00%
	平均値	7.75%	8.03%	7.92%	7.55%	6.07%
	件数	441	165	201	30	45

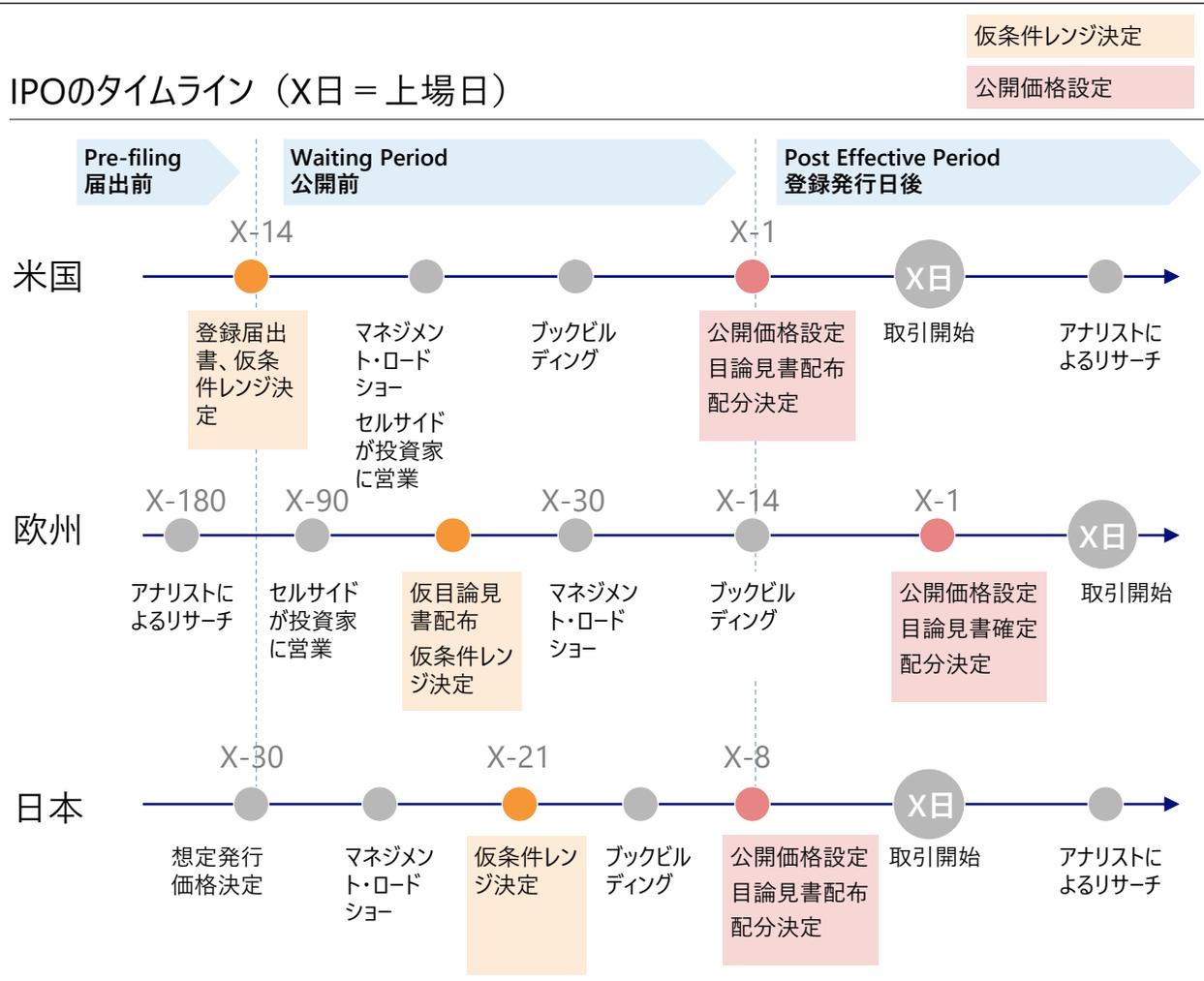
直近
5カ年の
手数料が
1-2%
高い

規模の小さいIPOほど手数料が高い

国内スタートアップ企業のExit促進に向けた論点

諸外国では、届け出前の実需調査に基づいて公開価格が設定される

IPOのタイムライン (X日 = 上場日)



各国の特徴

項目	米国	欧州	日本
届け出前の実需調査	原則禁止※	幅広く実施されている	原則禁止
仮条件レンジ決定～公開価格設定までの期間	14日前後	30日～60日	14日前後
仮条件変更の有無	機関投資家からの需要に応じて変更可能	原則なし	皆無 制度開始直後を除く
仮条件レンジ外での公開価格の有無	あり (全体の50%程度)	あり (全体の10%程度)	原則なし

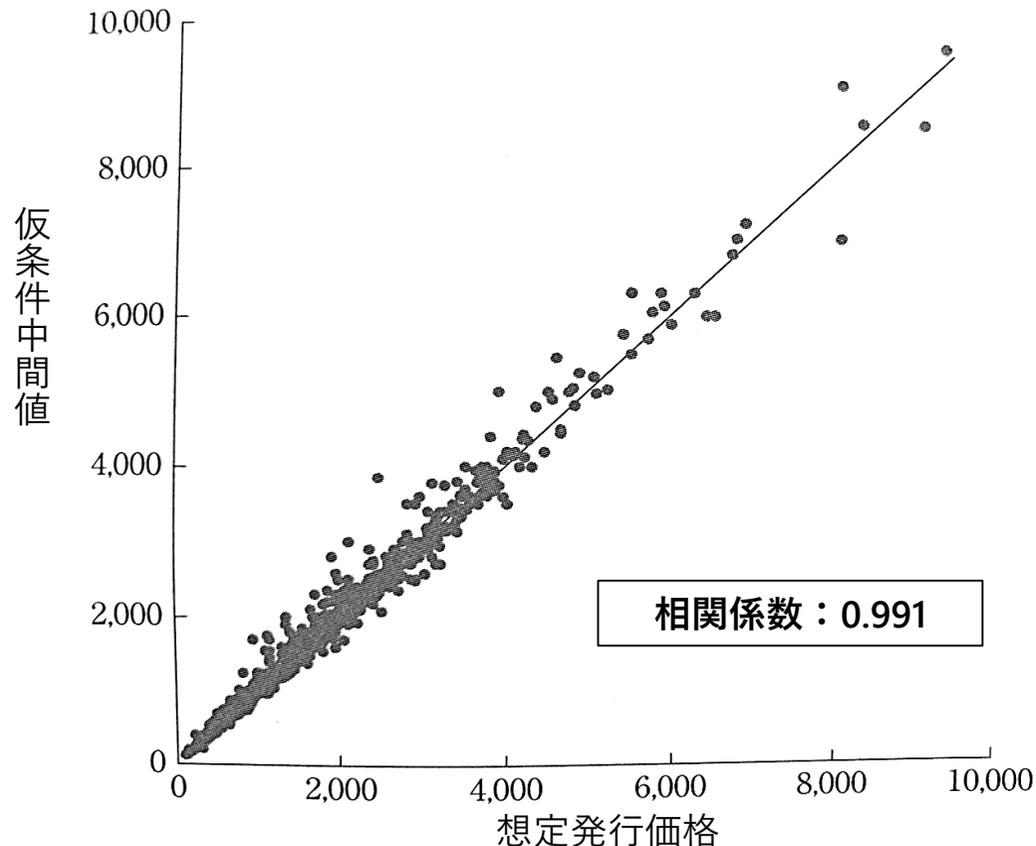
※JOBS法3.0 (雇用及び投資家信任法案) が成立すれば全面解禁される

日本のIPOにおいては、発行体と引受証券会社は、届け出前の実需調査ができない中で仮条件レンジにコミットせざるを得ない。このことから公開価格を低めに設定するインセンティブが働くと言われている。

想定発行価格と仮条件の設定水準

- 想定発行価格は、その後設定される仮条件（一定のレンジで証券会社が提示する公開価格案）及び公開価格の水準に大きな影響を与える。
- 例えば、我が国では、想定発行価格と仮条件レンジ中間値の相関係数が0.991となっている。

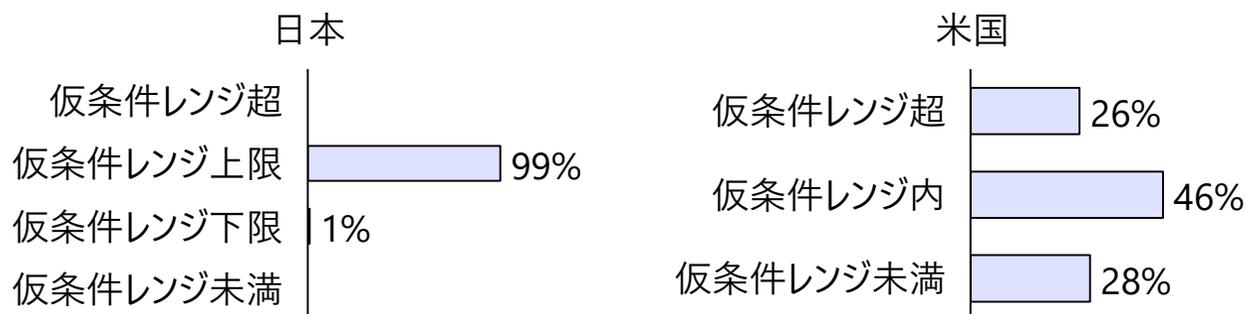
想定発行価格と仮条件中間値の設定水準



公開価格設定において実需が反映されていない可能性が指摘される

- 我が国のブックビルディングでは、慣習により、投資家が仮条件レンジの外で希望価格を申請できない仕様になっており、ブックビルディングの結果を踏まえて決定される公開価格も必ず仮条件レンジ内で設定される。公開価格を仮条件レンジ内で設定することは法令・自主規制等により定められているわけではなく、原因は明確でない。
- また、こうした慣習を前提として、「公開価格を仮条件レンジの上限に設定することで市場に対して『超過需要感』を強調するために、仮条件レンジを保守的に設定すべき」という認識が、業界の一般常識となっているとされる。
- このため、我が国では、99%超の公開価格が仮条件レンジの上限で設定されており（下図参照）、超過需要が生じる水準で公開価格が決定されていることが示唆される。これは、公開価格で売却に応じた既存投資家の機会損失、上場後高値掴みをした新規投資家の損失、株価乱高下による発行体側の健全な成長の阻害、といった弊害に直結し得る。
- なお、米国では、仮条件レンジ外で公開価格が行われる場合が過半数であり、その時々々の需要量に応じて適切な公開価格水準が決定されていると考えられる。

仮条件レンジと公開価格の設定水準



出所：2019年の上場企業情報を基に作成

出所：Jay Ritter「IPO Data」を基に作成 対象は1990～2017年のIPO
(<https://site.warrington.ufl.edu/ritter/ipo-data/>)

上場時の価格決定：日本では2014年に限定的にプレヒアリングが解禁している。 米国は今後事前調査（test the water）の解禁を全発行体に解禁する方針としている

	日本 「届出前勧誘に該当しない行為の明確化」	アメリカ 「JOBS法3.0」
改正年月日	<ul style="list-style-type: none"> 2014年8月27日 	<ul style="list-style-type: none"> - (2018年7月下院通過)
法改正の背景	<ul style="list-style-type: none"> そもそもの目的は、投資家が不確実な情報に基づいた投資判断を強いられることの防止 一方で「募集・売出しの是非や価格の判断に支障（特にIPOやライツ・オフアリング）」（2013年10月25日金融審議会事務局説明資料）が出るといった課題が存在 上記解決の一環として、販売圧力を受けにくい投資家に対し、プレヒアリングが限定的に解禁された 	<ul style="list-style-type: none"> トランプ政権下で投資機会の拡大と、発行体に対する規制緩和を目的にJOBS法2.0の見直しが実施 テスト・ザ・ウォーターの対象を全発行体に広げる検討は発行体に対する規制の一環として位置づけられる
法施行の対象出資者	<ul style="list-style-type: none"> 全ての発行体 (発行体を限定する主旨の記載なし) 	<ul style="list-style-type: none"> 2019年2月にテスト・ザ・ウォーターの対象を全ての発行体に拡大する方針でパブコメの募集を開始 (2015年のJOBS法2.0にてEGC※1に限定して解禁)
開示時期・対象	<ul style="list-style-type: none"> 適格機関投資家 特定投資家 大株主※2 	<ul style="list-style-type: none"> 適格投資家 (IAI) IAI適格機関購入者 (QIB)
備考	<ul style="list-style-type: none"> 改正に伴い、内閣府「開示ガイドライン」にて届出前勧誘に該当しないプレヒアリングを始めとする8つの項目が明記された ただし、日本証券業協会はプレヒアリングの合法的手続きを定めた「協会員におけるプレ・ヒアリングの適正な取扱いに関する規則」でIPO時のプレヒアリングを対象から除外するとともに、国内でのプレヒアリングを禁止している 	<ul style="list-style-type: none"> JOBS法3.0が施行された場合、ロードショーに先立って実施することが可能になる

※1：新興成長企業（Emerging Growth Company）を意味し、IPOから5年以内等一定の条件を満たす必要がある。

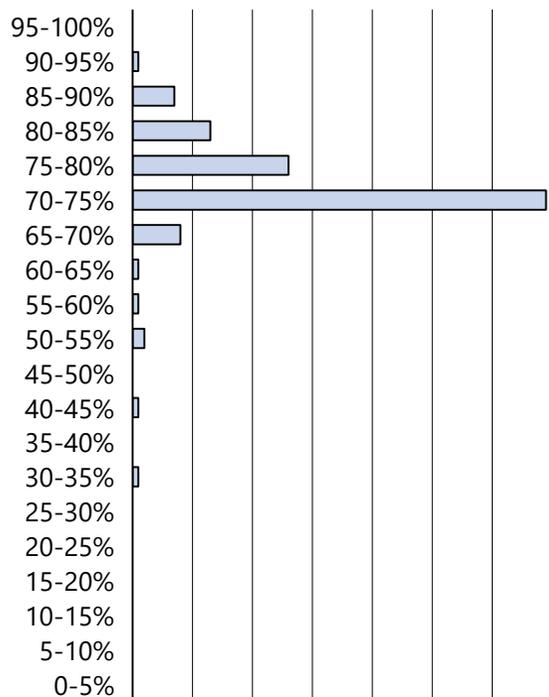
※2：大株主とは調査時点で5%以上の株を保有しているものを指す。ただし、調査時点に悪意があれば本緩和の要件は満たさないものとする。

投資家層の形成：日本は個人投資家に偏っているほか、発行体は投資家を選べない

- 日本では慣習上、IPO株の割当先は「機関投資家：個人＝3：7」となっていることが殆どで、機関投資家が十分な購入量を確保できていない上、短期売買中心の個人の株主比率が高まり、発行体の短期主義化を進めている。
- 加えて、発行体が投資家を指定する、いわゆる「親引け」は原則として禁止されていることから、発行体は投資家を選べない構造となっている。

新規株式公開企業の引受証券による個人顧客への配分割合

個人への配分割合



2017年～2018年に
東証1部、東証2部、
ジャスダック、マザーズの
いずれかに新規上場した
企業130社の分布

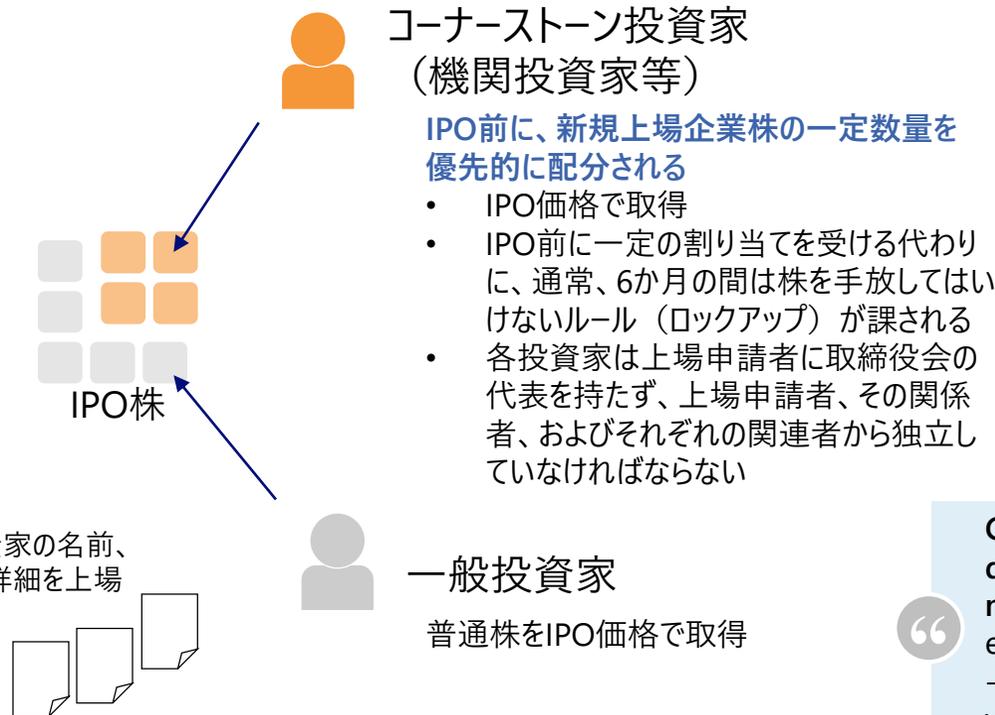
平均値	73.8%
中央値	73.9%
標準偏差	7.1%

- 発行体としては、業界に詳しく、最終的には相談相手のように長期的な関係をもてる投資家の配分を多くしたい。(サービス業)
- 投資家が発行体を選ぶ一方、選ばれた発行体はそれに応じざるを得ない点に違和感がある。(サービス業)
- 日本は個人投資家への配慮から公平分配の原則が定められているのではないかと感じられる。くじ引きの導入など公平性の原則は重視されている印象を受ける。個人投資家について公平に分配するのは問題ないが、機関投資家にまでこの原理を適用する必要はないのではないかと。(サービス業)



投資家層の形成：IPO株の長期保有にコミットする「コーナーストーン投資家」

「コーナーストーン投資家」制度（香港）



■ IPO株が個人に多く割り当てられる日本では、機関投資家が十分な購入量を確保できていない。このため、プレヒアリング・ロードショーでは購入意欲の無い機関投資家に話を聞くことになる場合も少なくない。

■ 他方、香港では、長期保有が期待でき発行体の中長期的な成長を支えられる機関投資家に対し、新規上場企業株の一定量を優先的に配分する「コーナーストーン投資家」制度が導入されている。

■ 欧州では、「コーナーストーン投資家」制度に対する明確な規制はないが、2011年以降、同様の慣習が北欧や英国へ普及してきている。

“Cornerstone investors “can make a tangible difference to the success of an IPO by building early momentum”, said Nick Fowler, co-head of European equity capital markets at Lazard.
- Financial Times、「European IPOs mark best start to year since 2015 with €8bn haul」(2021年2月12日) より

「コーナーストーン投資家」は、IPO株の購入価格と保有期間にコミットすることで、上場する会社にとって安定的な投資家層を確保できる

投資家層の形成：親引け制度は例外的に許容されているが活用例が少ない

- 発行者が指定する販売先への売付けや、販売先を示唆する等実質的に類似する行為（「親引け」）については、投資家間の公平性確保や、「株の持ち合い」に対する批判から、原則禁止とされてきた。他方、下記日証協規則第2条第2項第1～3号に規定する要件を満たす場合には、例外的に許容されている。
- 現在は、発行体の従業員持株会や重要取引先に対する「親引け」が殆どで、機関投資家に対して行われることは少ない。

<日証協「株券等の募集等の引受け等に係る顧客への配分に関する規則」抄>

(適切な配分)

- 第2条 協会員は、募集等の引受け等を行うに当たっては、市場の実勢、投資需要の動向等を十分に勘案したうえで、当該募集等の引受け等に係る株券等の配分が、公正を旨とし、合理的な理由なく特定の投資家に偏ることのないよう努めなければならない。
- 2 引受会員（引受規則第2条第8号に規定する引受会員をいう。以下同じ。）は、株券等の募集又は売出しの引受けを行うに当たっては、親引け（発行者が指定する販売先への売付けをいい、販売先を示唆する等実質的に類似する行為を含む。以下この項及び次項において同じ。）を行ってはならない。ただし、次の各号に掲げるすべての要件に該当する場合は、この限りではない。
- 一 当該親引けを行ったとしても前項の規定に反する配分にならないと当該引受会員が判断したこと。
 - 二 当該株券等の発行者が、当該親引けについて、親引け予定先（当該親引けによる配分を予定している者をいう。以下同じ。）の状況（親引け予定先の概要、発行者と親引け予定先との間の関係、親引け予定先の選定理由、親引けしようとする株券等の数、当該親引けに係る株券等の保有方針、親引け予定先における払込みに要する資金等の状況及び親引け予定先の実態をいう。）、当該親引けに係る株券等の譲渡制限、発行条件に関する事項、当該親引け後の大株主の状況、株式併合等の予定の有無及び内容、その他参考になる事項を、有価証券届出書又は発行登録書の提出後において適切に公表すること。
 - 三 当該募集に係る払込期日若しくは払込期間の最終日又は当該売出しに係る受渡期日から180日を経過する日まで継続して所有することの確約を、主幹事会員（引受規則第2条第9号に規定する主幹事会員をいう。以下同じ。）が親引け予定先から書面により取り付けること。
- 3 (略)

<マザーズ>パークシャがストップ高 トヨタが親引けで大株主に
2017年9月25日日本経済新聞

…人工知能（AI）のアルゴリズムを開発しており、先週22日に上場した。証券会社が株券を発行者の指定する販売先へ売る「親引け」により、トヨタ（7203、1部）が大株主となった。23日付の日経新聞朝刊が「トヨタも出資」と報じ、改めて個人投資家の人気を集めている。

投資家層の形成：ブックビルディング結果に関する、発行体への情報共有

- 海外では、引受証券会社は配分先個社情報を配分前に発行体と共有した上で、配分先について協議が行われる。
- 他方我が国では、配分先個社情報は、原則配分後事後的に発行体へ共有されるため、証券会社が実需に応じた配分を行っているかを確認する手段が無い。

< 米国における自主規制規則「FINRA 5131. New Issue Allocations and Distributions」抄 >

(a)~(c) (略)

(d) New Issue Pricing and Trading Practices

In a new issue:

- (1) Reports of Indications of Interest and Final Allocations. **The book-running lead manager must provide to the issuer's pricing committee (or, if the issuer has no pricing committee, its board of directors):**
 - (A) a regular report of indications of interest, including the names of interested institutional investors and the number of shares indicated by each, as reflected in the book-running lead manager's book of potential institutional orders, and a report of aggregate demand from retail investors;
 - (B) after the settlement date of the new issue, a report of the final allocation of shares to institutional investors as reflected in the books and records of the book-running lead manager including the names of purchasers and the number of shares purchased by each, and aggregate sales to retail investors

(以下略)

FINRA Rule 5131 (米国) の場合



1. 配分前に共有し、配分先について協議
2. 配布後に報告

日本の場合

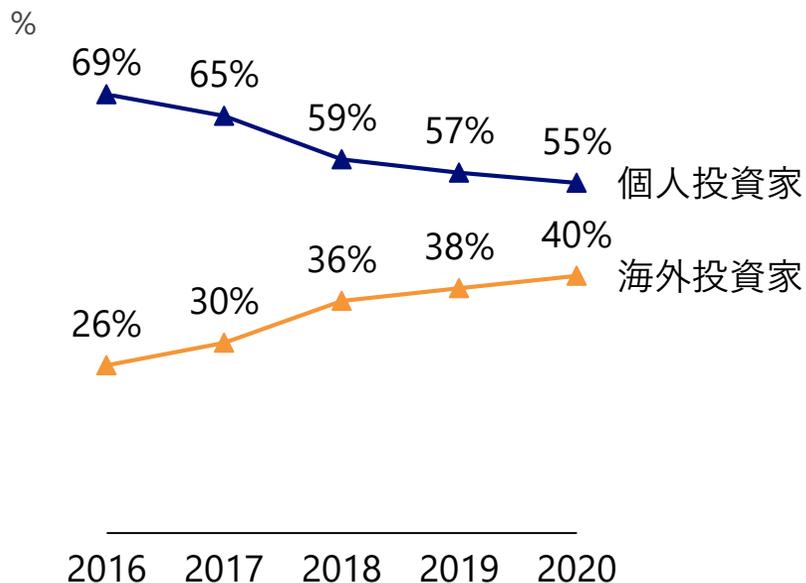


配分後に共有 (事後連絡のため、協議なし)

投資家層の形成：海外投資家の参画

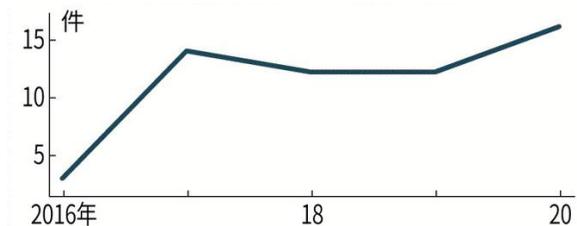
- 近年、世界的なグロース株人気等により、かつて個人投資家が売買金額の7割を占めたマザーズ市場は、今や海外投資家が4割以上を占める市場に。こうしたなかで、海外投資家のIPO参画は進み、2017年は海外での募集・売出を行ったIPO*が15件に（全体の16%）。
- 他方で、コストや海外投資家の購入可能な株数が少ないことなどにより、海外調達件数は近年頭打ちに（16件、全体の17%）。

マザーズの売買金額に占める海外投資家の割合



海外投資家を呼び込む際の課題

<海外調達を伴うIPO件数推移*>



- ① **海外調達に要するコスト**が課題になる場合もある
- ② **機関投資家に割り当てられる吸収金額が少ない**場合、海外投資家が投資したくてもできない
- ③ **そもそもの吸収金額が少ない**場合も同様

*海外調達には旧臨報方式を含む

国内スタートアップ企業のExit促進に向けた論点

投資家層の形成：長期保有に前向きな海外の機関投資家へアクセスする手段はあるが、そもそものロットサイズがハードルになっているためグローバルオフリングの障壁も高い

		海外調達			
		国内調達	旧臨報	RegS	144A
対象投資家	国内 欧州・アジア 北米	○ (▲) ×	○ ▲ ×	○ ○ ×	○ ○ ○
海外RS (ロードショー)		<ul style="list-style-type: none"> 金商法上、海外募集は無いという整理 海外機関投資家の数は49名以内 	<ul style="list-style-type: none"> 海外募集に人数の制限はない 海外への発信はネットRSを活用（最近はRSしている可能性もある） 和文のみなので、投資家範囲が限定 	<ul style="list-style-type: none"> 欧州アジアの投資家とはRS実施 	<ul style="list-style-type: none"> 欧州アジアに加え、北米の投資家ともRS実施
作成資料		有価証券届出書、目論書と文資料	有価証券届出書、目論書と文資料、ネット資料	有価証券届出書、目論書臨時報告書、英文目論見書と文資料、英文資料	有価証券届出書、目論書臨時報告書、英文目論見書と文資料、英文資料
審査		引受審査	引受審査	引受審査 海外法準拠のDD	引受審査 海外法準拠のDD
費用（概算）		40~60百万円	50~80百万円	150~200百万円	300~400百万円
うち、弁護士費用			3割程度	4割程度	6-7割

- “
- 流動性の観点から144Aでオフリングする際は、300~400億円程度が最低限の規模となる。日本では一般的な100億円規模では144Aは活用できないのではないか。300~400億円規模であっても、米国の基準では小規模に分類される。(IT)

- “
- 国内市場に限定すると、8, 9割が個人投資家になり、機関投資家の割合が小さくなる。専門的な知見を持つ人と長期的な関係を築くという観点で初めから海外投資家に注目していた。(サービス業)

The text is framed by two decorative swooshes. The top swoosh is a gradient bar transitioning from blue on the left to red on the right. The bottom swoosh is a solid blue bar.

Share the Next Values!

経済産業省御中

令和2年度産業経済研究委託事業

**我が国事業会社とスタートアップによるオープンイノベーションを通じた
産業競争力強化に関する調査研究報告書**

2021年3月

株式会社野村総合研究所

目次

1. 我が国事業会社による国内外スタートアップとの特定事業活動に係る実態	6
1.1. 調査の背景.....	6
1.2. 調査の目的.....	7
1.3. 調査の内容.....	8
1.3.1. 我が国事業会社による国内外スタートアップとの特定事業活動に係る実態の調査.....	8
1.3.2. 国内外スタートアップの Exit に係る実態の調査.....	8
1.4. 実施期間.....	8
2. 我が国事業会社による国内外スタートアップとの特定事業活動に係る実態	9
2.1. はじめに.....	9
2.2. OI 促進税制の利用状況.....	9
2.3. オープンイノベーションの促進効果.....	13
2.3.1. 効果その1 事業会社によるスタートアップ企業投資の下支え.....	13
2.3.2. 効果その2 スタートアップ企業向け投資の「あとひと押し」.....	14
2.3.3. 効果その3 海外投資の下支え.....	15
2.4. 税制利用に至らなかった要因の検証.....	16
2.5. OI 促進税制の要件を踏まえた、今後の支援策の方向性.....	20
2.5.1. 金額要件.....	21
2.5.2. 投資主体に係る要件.....	22
2.5.3. 保有期間の要件.....	23
2.5.4. 設立年数の要件.....	24
2.6. 今後のスタートアップ企業投資を促進するための視点.....	25
2.6.1. 投資先の Exit 促進.....	25
2.6.2. 出資形態の多様化.....	26
2.6.3. スタートアップ企業の資金以外のニーズ.....	27
3. 国内外スタートアップの Exit に係る実態	29
3.1. はじめに.....	29
3.2. 国内外スタートアップ企業の Exit.....	29
3.3. 国内スタートアップ企業の Exit の実態調査.....	31
3.4. 国内スタートアップ企業の Exit 促進に向けた論点.....	35
3.4.1. 資金調達ニーズの充足.....	36
3.4.2. 安定的な投資家層の確保.....	47
4. 参考資料	52

4.1.	スタートアップ企業の IPO.....	52
4.2.	SPAC の上場、非上場企業買収.....	56

図目次

図 1：OI 促進税制の概要.....	7
図 2：大企業による投資.....	10
図 3：中小企業による投資.....	11
図 4：設立年別の案件.....	12
図 5：投資主体の分布.....	12
図 6：国内ベンチャー企業投資額（投資家タイプ別）.....	13
図 7：申請前のスタートアップ企業投資実績.....	15
図 8：海外スタートアップ企業向け投資.....	15
図 9：ハードルとなった要件（全体像）.....	17
図 10：申請企業要件のハードル.....	18
図 11：出資企業要件のハードル.....	18
図 12：行為要件のハードル.....	19
図 13：行為要件のハードル（つづき）.....	19
図 14：スタートアップ企業の資金調達額.....	22
図 15：海外スタートアップ企業の資金調達額.....	22
図 16：投資主体要件における子法人の位置づけ.....	23
図 17：スタートアップ企業の Exit までの年数.....	24
図 18：設立年数に関する申請企業の声.....	24
図 19：スタートアップ企業の Exit 予定.....	26
図 20：出資形態の種類.....	26
図 21：米ウォルマートによる Flipkart 買収概要.....	27
図 22：スタートアップ企業とのオープンイノベーション.....	28
図 23：スタートアップ企業の経営ニーズ.....	29
図 24：国内スタートアップ企業の Exit 予定.....	30
図 25：国内外 IPO の件数と資金調達額.....	30
図 26：スタートアップ企業の買収.....	31
図 27：SPAC の仕組みと事例.....	37
図 28：SPAC の上場と、SPAC とスタートアップ企業の統合.....	38
図 29：従来型 IPO とダイレクトリスティングのプロセス比較.....	38
図 30：ダイレクトリスティング活用の条件と意義.....	39
図 31：平均初期収益率.....	40
図 32：上場後 20 営業日終値を 100 とした価格推移.....	41
図 33：日米の株価焼酎率.....	41
図 34：IPO の日欧米比較.....	44
図 35：想定発行価格と仮条件中間値の設定水準.....	45
図 36：仮条件レンジと公開価格の設定水準.....	46

図 37：プレヒアリングに関する日米比較.....	46
図 38：IPO 株の配分割合.....	47
図 39：「コーナーストーン投資家」制度.....	48
図 40：ブックビルディング結果に関する発行体への情報共有.....	50
図 41：マザーズの売買金額に占める海外投資家の割合.....	51
図 42：投資家募集の種類.....	51
図 43：米国の上場企業による国内外スタートアップ買収.....	61
図 44：英国の上場企業による国内外スタートアップ買収.....	61

表目次

表 1：OI 促進税制利用状況（2021 年 3 月 22 日時点）.....	10
表 2：OI 促進税制に関連する報道（抜粋）.....	14
表 3：アンケート確認事項.....	16
表 4：その他ハードルとなった要件（自由回答より）.....	20
表 5：税制対象企業からの声.....	21
表 6：今後のスタートアップ企業投資を促進するための視点.....	25
表 7：回答企業一覧.....	32
表 8：大企業の調査結果.....	33
表 9：大企業（出資者）の調査結果（つづき）.....	34
表 10：スタートアップ企業の調査結果.....	35
表 11：上場予定企業（スタートアップ企業）が Exit によって充足したいニーズ.....	36
表 12：上場手法の比較.....	36
表 13：新興市場の上場銘柄における想定経済損失.....	42
表 14：吸収金額別初期収益率の日米比較.....	43
表 15：吸収金額別初期収益率.....	43
表 16：親引け制度.....	49
表 17：2011 年以降の、米国スタートアップ企業の IPO.....	52
表 18：2011 年以降の、英国スタートアップ企業の IPO.....	54
表 19：米国における SPAC の上場.....	56
表 20：SPAC の被買収案件一覧.....	56

1. 我が国事業会社による国内外スタートアップとの特定事業活動に係る実態

1.1. 調査の背景

近年、政府成長戦略実行計画でも指摘されてきた通り、我が国事業会社は営業利益に対する設備投資や研究開発費の比率が低下しているが、米国を始めとする海外企業は上昇している。この結果、製造業やサービス業において新製品や新サービスを投入した企業の割合は、我が国が先進国中最も低い状況となっている。

こうした状況を解決する手段として、コーポレート・ベンチャーキャピタル（CVC）が着目されてきた。例えば、CVC投資を行う企業ほど、特許で測定されたイノベーションの程度が高くなること¹や、既存大企業がベンチャーキャピタルと共同でベンチャー投資を行うことで、その大企業の経営層による不連続な技術変化への注意を促す効果を生むこと（Maula et al., 2013）²など、投資を行う事業会社側への様々な便益が実証されている。また、CVCの支援を受けたスタートアップの方が、ベンチャーキャピタルに支援を受けたスタートアップ企業よりもイノベーションの成果が大きくなること³など、投資を受けるスタートアップ企業への便益も実証されている。

他方で、我が国事業会社によるスタートアップ企業と連携したオープンイノベーションについては、欧米に大きく劣る水準にある。我が国大企業によるスタートアップ企業の買収件数は、以前欧米中国よりも低調であり、また、欧米では、IT業界に限らずヘルスケア、広告、金融サービス、商業など広範囲の業界に及ぶが、日本では、業界を問わず少ない⁴。

令和2年度税制改正では、こうした背景を踏まえ、法人税改正の第一番目の措置として、国内の事業会社又はその国内CVCが、国内外のスタートアップ企業の新規発行株式を一定額以上取得する場合、その取得価額の25%が所得控除される税制⁵が創設された（オープンイノベーション促進税制、以下OI促進税制）。

¹ Dushnitsky, G., and M. J. Lenox. 「When Do Incumbents Learn from Entrepreneurial Ventures? Corporate Venture Capital and Investing Firm Innovation Rates.」 (2005) Research Policy 34(5): 615-639.

² Maula, M. V. J., T. Keil, and S. A. Zahra. 「Top Management's Attention to Discontinuous Technological Change: Corporate Venture Capital as an Alert Mechanism」 (2013) Organization Science 24(3): 926-947

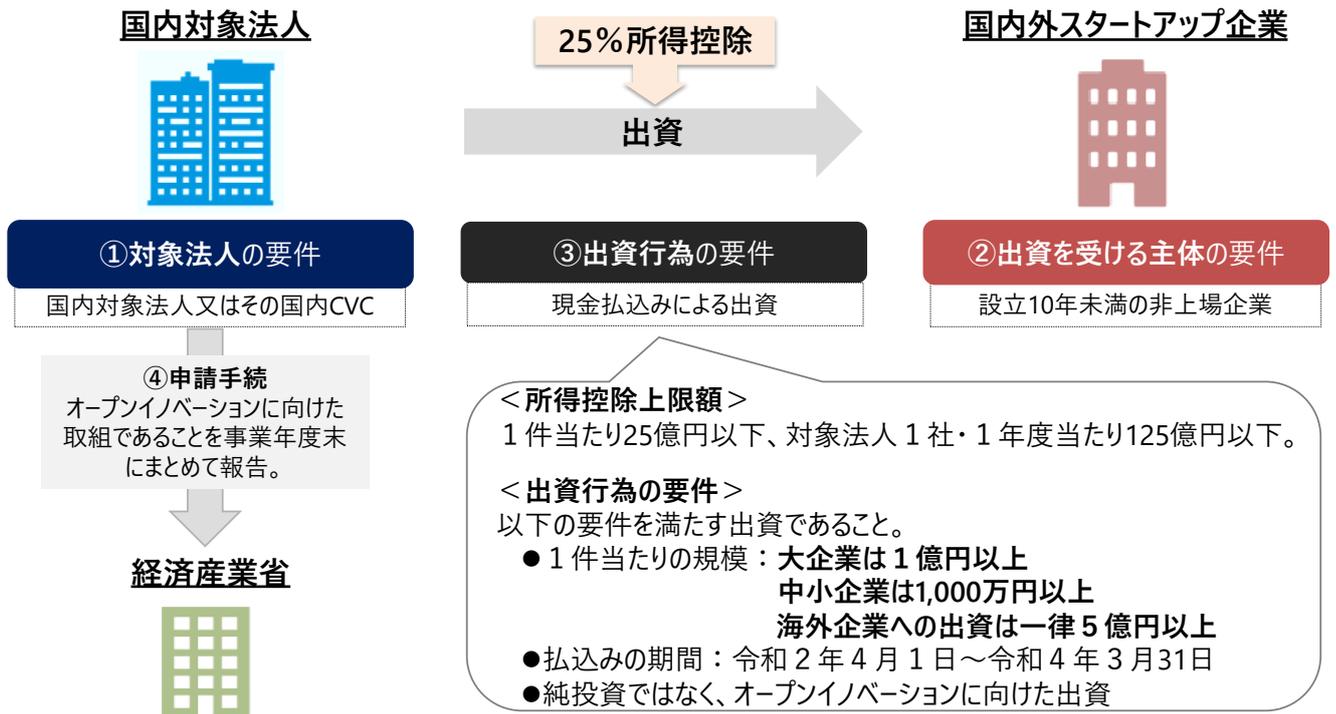
³ Chemmanur, T. J., E. Loutschina, and X. Tian. 「Corporate Venture Capital, Value Creation, and Innovation.」 (2014) Review of Financial Studies 27(8): 2434-2473.

⁴ 経済産業省「第1回 産業構造審議会成長戦略部会事務局資料①」45-46頁

⁵ 経済産業省「オープンイノベーション促進税制」ウェブサイト

https://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/open_innovation/kankeihorei/200706_oizeisei_gaiyoshiryō.pdf

図 1：OI 促進税制の概要



出所：経済産業省 OI 促進税制説明資料

他方、当該制度創設以降、コロナ禍等による市場環境の変化が顕著となった結果、その制度趣旨の実現に向けて講ずるべき措置の再検討が求められている。

1.2. 調査の目的

本調査では、現行制度を用いたオープンイノベーションの実態を調査するとともに、スタートアップ企業の Exit（事業会社による買収や、IPO のことをいう）の多様化をはじめとしたリスクマネーの供給促進によるオープンイノベーションの実質的強化及びスタートアップ・エコシステム全体の育成に向けて、必要な措置の在り方を検討した。

1.3. 調査の内容

1.3.1. 我が国事業会社による国内外スタートアップとの特定事業活動に係る実態の調査

国内外における経営資源活用の共同化に関する調査に関する省令（令和二年経済産業省令第三十六号）及び国内外における経営資源活用の共同化に関する調査に関する省令の規定に基づく経済産業大臣の証明に係る基準等（令和二年経済産業省告示第八十五号）に掲げる事項のうち、特別新事業開拓事業者（いわゆるスタートアップ企業のこと）に係る事項について、スタートアップ企業 8 者程度に対するメールによる簡易アンケート又はオンライン会議システムによる 30 分間程度のヒアリング調査を行った。

1.3.2. 国内外スタートアップの Exit に係る実態の調査

国内外スタートアップ企業の Exit について、事業会社による買収と上場（IPO）に係る課題を整理した上で、事業会社によるスタートアップ企業買収について、売上シナジーや研究開発シナジーの創出という観点から見た成功事例・失敗事例の調査及びその要因分析を行った。

調査方法は、文献・ウェブサイト等による情報収集、国内事業会社・スタートアップ企業 25 者程度に対するメールによる簡易アンケート及び国内外事業会社 5 者程度やスタートアップ企業の Exit に係る専門家 5 者程度に対するヒアリングとした。

また、上記調査に加えて、諸外国のスタートアップ企業の EXIT 手法の多様化の実態を把握するため、既存のデータベースやメディアから情報を取得・編集することを通じて、直近 10 年間の欧米諸国（1～2 か国程度）におけるスタートアップ企業の IPO、特別買収目的会社（SPAC）の上場・SPAC による非上場企業買収、ダイレクトリスティング、事業会社によるスタートアップ企業買収の実例について、件数、EXIT の日付、買収会社の概要、対象会社の概要、買収規模等の基礎的な情報を一覧的に確認できるリストを作成した。

1.4. 実施期間

2021 年 3 年 3 月 9 日から 2021 年 3 年 3 月 30 日まで。

2. 我が国事業会社による国内外スタートアップとの特定事業活動に係る実態

2.1. はじめに

OI 促進税制初年度は、ウイズコロナ期における事業会社のスタートアップ企業向け投資を下支えし、資金供給の面で一定の成果があったといえる。

他方、スタートアップ企業の事業環境は主に次のような変化があったと思われる。まず、これまで以上に「技術開発⇒実装」のスパンが短縮化されていることに鑑み、マイルストーン投資によるオープンイノベーションだけではなく、買収を促すような支援も考えられる。しかし、日本では2018年以降、買収件数が半減している上、日本の事業会社はコロナもあり内部留保をため込む傾向を強化している。2021年3月12日発表の法人企業景気予測調査によれば、「20年度の利益配分で何を重視するか」に対し、「設備投資」と回答した大企業は26.2%で前年比-2.6%で、「内部留保」と答えた企業は19.6%と前年比+2.2%である。また、資金以外の経営資源の供給は必ずしも活発とは言えないなど、オープンイノベーションの更なる進展に向けた課題も顕在化している。

更に、国内スタートアップ企業の Exit 環境についても検討の余地がある。更なる事業拡大等のために資金調達をする手段として IPO を視野に入れているスタートアップ企業が多いにも関わらず、国内スタートアップ企業の IPO はここ数年で横ばいとなっている。その一因として、ブックビルディング方式の IPO により公開価格が低く設定される傾向がある（初期収益率が100%以上と高く、上場する企業にとって経済損失を伴っている）。また、国内の IPO 株式の7割近くが個人投資家に割り振られており、発行体にとって安定的な投資家層をなす機関投資家による IPO への参加が限られていることも挙げられる。

2.2. OI 促進税制の利用状況

本章は OI 促進税制の、現時点での利用見込み状況を振り返りつつ、その効果を分析する。

2021年3月22日時点での相談案件は105件・356億円に上り、うち既にオープンイノベーション（OI）に資することが確認された案件は証明済も含め63件・231億円（2021年3月22日時点）。うち、99件が国内スタートアップ企業向けで、6件が海外スタートアップ企業、事業規模別では大企業が105件中88件を占める。

表 1：OI 促進税制利用状況（2021 年 3 月 22 日時点）⁶

案件数（件）	総計	大企業			中小企業		
		合計	国内SU	海外SU	合計	国内SU	海外SU
総数	105	88	82	6	17	17	0
証明済	18	10	10	0	8	8	0
OI要件事前確認済	63	49	44	5	14	14	0

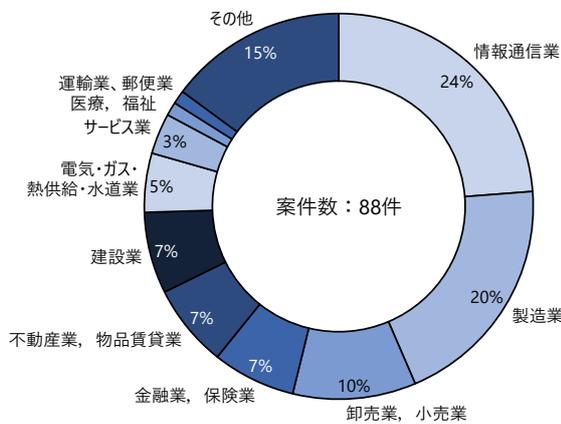
投資額（百万円）	総計	大企業			中小企業		
		合計	国内SU	海外SU	合計	国内SU	海外SU
総額	35,613	34,573	23,505	11,068	1,040	1,040	0
証明済	3,645	3,079	3,079	0	566	566	0
OI要件事前確認済	23,105	22,142	12,293	9,849	963	963	0
一件当たり投資額 （総額ベース）	646	759	680	1,845	61	61	0

出所：OI 促進税制利用実績データより NRI 作成（2021 年 3 月 22 日時点）

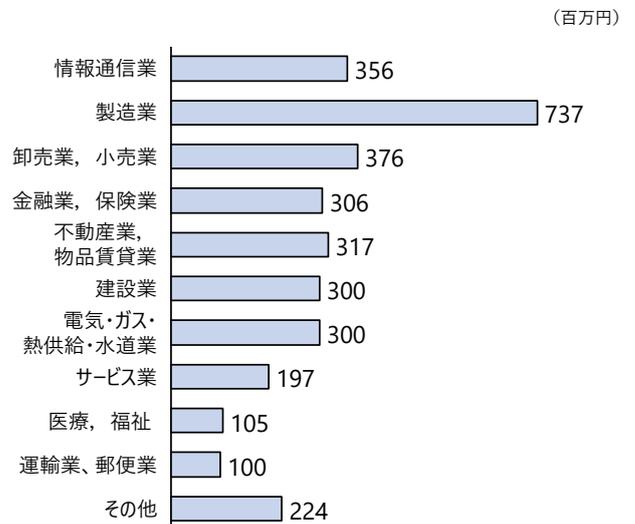
大企業 88 件のうち、情報通信業、製造業が半数近くに相当する。

図 2：大企業による投資⁷

業種別OI促進税制申請案件の割合（大企業）



業種別1件あたりの平均投資額（大企業）



※分類は日本標準産業分類大分類ベースに従う。その他は分類されない商社等を含む
 ※案件数には不適格となったもの、来年度申請を受けるものを除き、OI促進税制要件を満たすもの、質問中のもの、未着手のものを含む

出所：OI 促進税制利用実績データより NRI 作成（2021 年 3 月 22 日時点）

⁶ SU=スタートアップ企業の略称。

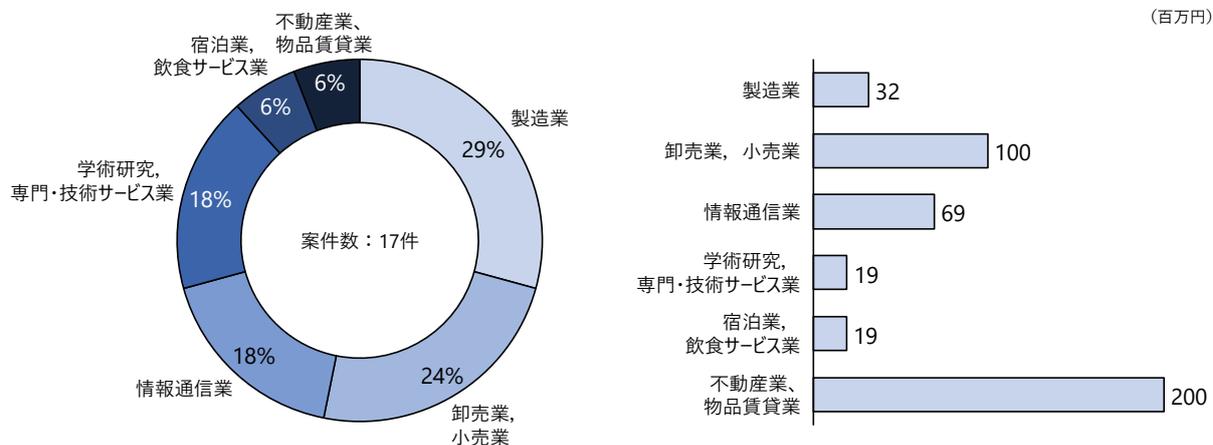
⁷ 分類は日本標準産業分類大分類ベースに従う。「その他」は分類されない商社等を含む。案件数は来年度申請を受けるものを除く。

中小企業 17 件のうち、製造業と卸売業・小売業が 5 割以上を占めている。

図 3：中小企業による投資⁸

業種別OI促進税制活用社割合（中小企業）

業種別投資総額と1件あたりの平均投資額（中小企業）



出所：OI促進税制利用実績データよりNRI作成（2021年3月22日時点）

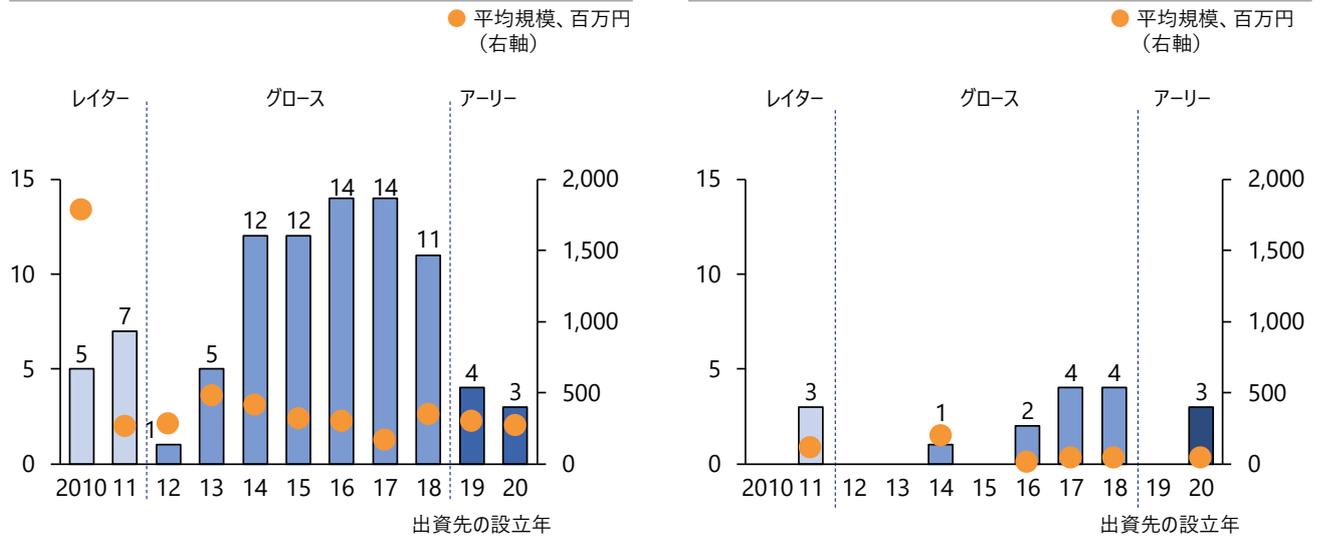
特に大企業においては低リスクとされる「グロース期での小規模投資」の件数が多く、高リスクとされる「レイトー期での大規模投資」や「シードアーリー期での小規模投資」は件数が少ない。

⁸ 件数には来年度申請を受けるものを除き、OI促進税制要件を満たすもの、質問中のもの、未着手のものを含む。

図 4：設立年別の案件⁹

出資先の設立年別社数（大企業：88件）

出資先の設立年別社数（中小企業：17件）

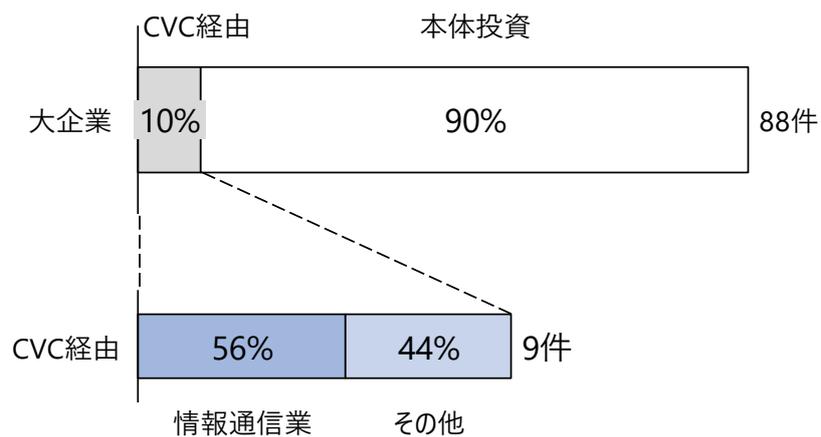


出所：OI 促進税制利用実績データより NRI 作成（2021 年 3 月 22 日時点）

大企業と分類される投資家のうち、CVC は 1 割程度。CVC の投資先は情報通信関連のスタートアップ企業向け投資が大半となった。

図 5：投資主体の分布¹⁰

投資主体（見込み）



出所：OI 促進税制利用実績データより NRI 作成（2021 年 3 月 22 日時点）

⁹ 分類は日本標準産業分類大分類ベースに従う。「その他」は分類されない商社等を含む。案件数は来年度申請を受けるものを除く。

¹⁰ CVC 経由で投資を行った中小企業は 0 社。案件数は来年度申請を受けるものを除く。

2.3. オープンイノベーションの促進効果

OI 促進税制の利用状況や、事業環境の変化を鑑みることによって促進効果を把握することが可能である。特に、事業会社によるスタートアップ企業投資の下支え、これまでスタートアップ企業に投資しなかった企業に対して投資に踏み切るためのきっかけ、そして海外スタートアップ企業への投資という観点で促進効果を評価する。

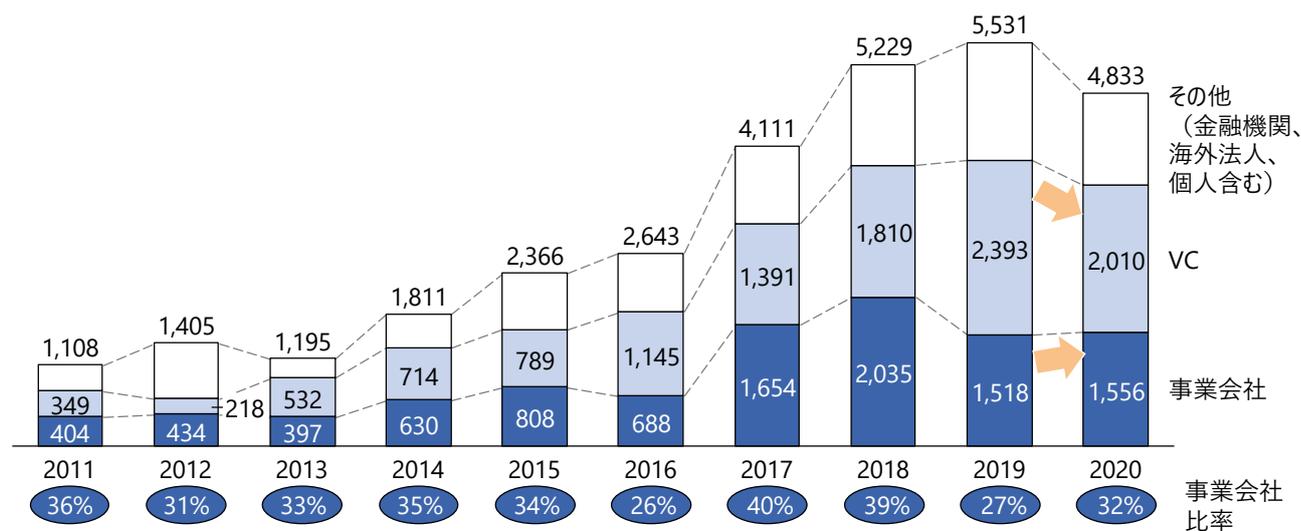
2.3.1. 効果その1 事業会社によるスタートアップ企業投資の下支え

2020 年は、投資額が前年比で 2 割程度落ち込んだ VC とは対比的に、事業会社によるスタートアップ企業投資は増加したことから、OI 促進税制の下支え効果が伺える。

図 6：国内ベンチャー企業投資額（投資家タイプ別）

国内スタートアップ企業向け投資額（投資家タイプ別）

億円



出所：INITIAL「Japan Startup Finance 2020」より NRI 作成

上記のデータ以外でも、各種報道でOI 促進税制の効果について書かれており、多方面から期待されている状況が伺える。

表 2：OI 促進税制に関連する報道（抜粋）

過去のピークを越えた！ベンチャー投資は今はチャンス

2020年12月26日 日刊工業新聞

…リーマン・ショックで875億円まで減ったVC投資が過去のピークを越えた。それまでは集計を始めた2000年の2825億円が最高だった。当時はITバブルに沸いて投資件数は3736件。19年度は1824件で2891億円と、1件当たりの投資額は倍になった。

事業を見極め、成長に導く。そのためには時間も投資も必要だ。市川理事長は「ベンチャーを成長戦略の柱とし、政府一丸となって施策を投入してきた」と振り返る。起業者育成や技術開発支援、オープンイノベーション促進税制など、政策面での後押しもあった。

日経スタートアップイベント「大企業からの資金増える」

2021年2月6日 日本経済新聞

VECの市川氏も「（20年に始まった）オープンイノベーション促進税制や官民ファンドの活動の場が広がり投資が盛んになる」と強調。「コロナ治療薬やワクチンの開発でもスタートアップが関わる可能性がある」とコロナをバネにした成長力に期待を示した。

スタートアップ投資、件数最多

2020年11月24日 日本経済新聞

…政府の税優遇も追い風となっている。4月、設立10年未満の未上場企業に1億円以上を出資すれば出資額の25%を所得控除する税制を始めた。10月末時点で49社が税制の利用を予定しており、大塚商会や双日などが意向を示している。

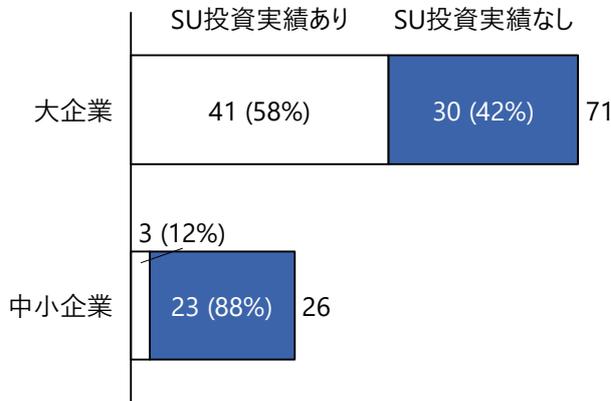
出所：日刊工業新聞、日本経済新聞

2.3.2. 効果その2 スタートアップ企業向け投資の「あとひと押し」

2021年3月末において、OI促進税制利用予定の大企業の4割、中小企業の約9割がこれまでスタートアップ企業投資を行った実績の無い企業であった。これらの企業はOI促進税制のおかげで、スタートアップ企業への投資に踏み切ることができ、本税制を契機とした「模索」が行われていたことも示唆する。

図 7：申請前のスタートアップ企業投資実績¹⁾

OI促進税制利用予定企業の、
申請前のスタートアップ企業向け投資実績
社



- OI促進税制の枠組みを活用したことで、本件の税務上のキャッシュアウトが減少するなど、スタートアップ企業向け投資に伴うリスクを軽減できた。（製造業）

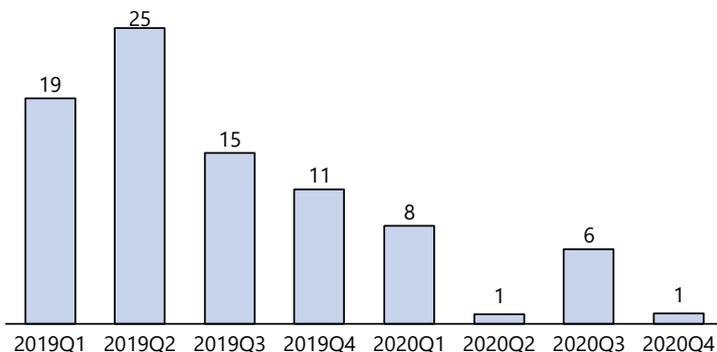
出所：OI促進税制利用実績データ、有識者ヒアリングより NRI 作成（2021年3月22日時点）

2.3.3. 効果その3 海外投資の下支え

コロナの影響もあってか 2020 年の CVC 投資は前年に比べて大幅に減少した。海外スタートアップ企業への投資に対しても 1 割程度の件数、投資額で 1-2%の効果が見られた。OI 促進税制を通した海外向け案件は規模こそ小さかったが、件数においては一定の効果があったと言える。

図 8：海外スタートアップ企業向け投資

CVCによる海外向け投資実行
億円



OI促進税制 利用実績（海外SU 向け投資）	国外スタートアップ企 業向け投資における 割合*
6 件	12.2 %
11,068 百万円	1.7 %

*2020年4月以降、国内上場企業による、
海外非上場企業への出資案件を100%とした場合
(SPEEDAより集計)

出所：ベンチャーエンタープライズセンター「直近四半期投資動向調査」、OI 促進税制利用実績データ、SPEEDA より NRI 作成

¹⁾ 案件数には来年度申請を受けるものを含む

2.4. 税制利用に至らなかった要因の検証

税制利用に至らなかったケースについて調査すべく、OI 促進税制をきっかけに投資を検討した企業に対し、自社の投資案件のうち税制要件を満たさないものがあった場合、どのような要件がハードルとなったかについてアンケートを実施した。

表 3：アンケート確認事項

分類	ハードルとなった要件	想定ケース（仮説）
申請企業要件	対象法人が出資割合の過半数を有する以下の組合であって、 1. 投資事業有限責任組合のうち a. 対象法人の国内完全子会社が無限責任組合員であるもの b. 対象法人が単独の有限責任組合員であるもの 2. 民法上の組合	自社のCVCである組合が要件に合致しなかった等
	1. 子法人が投資を行う場合、その子法人の課税所得の額が、所得控除の額の上限であること 2. また、この場合、オープンイノベーションにあたり活用する経営資源はその投資を行う法人又はその子法人が有するものであること	課税所得が十分に存在しない投資専門子会社による投資であった
出資先企業要件	設立10年未満要件 法人の子会社・孫会社等でないこと 法人以外の者（LPS,民法上の組合、個人等）が1/3超の株式を有していた	投資先スタートアップがレイト期の企業であり、設立10年を超えたタイミングでオープンイノベーションが必要であった 自社又は自社以外の子会社であった、株式数ベースで満たさなかった等 創業者等が資産管理会社を経由し株式を保有していたため、法人株主が1/3超であった等
行為要件	資本金の増加を伴う現金出資1億円以上（国内向け投資の場合）という要件を満たさなかった 資本金の増加を伴う現金出資5億円以上（海外向け投資の場合）という要件を満たさなかった 5年間の保有見込み要件を満たさなかった オープンイノベーション要件中「出資先スタートアップ企業の成長に資する協力」を満たさなかった 出資先スタートアップ企業の経営資源が自社にとって不足かつ革新的ではなかった	新株予約権の取得であった シード期企業の新株取得や、実証実験の共同実施を目的とした新株取得であり、1億円以上という規模に至らなかった 既存株式の取得であった 新株予約権の取得であった シード期企業の新株取得や、実証実験の共同実施を目的とした新株取得であったり、為替の影響で5億円以上という規模に至らなかった コーポレートガバナンスの強化・ポートフォリオの適正化の観点から、5年間保有見込みであるといった確約ができない 出資先が上場予定であり、上場時には売却することが社内ルールや契約にある等 資金以外に提供する経営資源がなかった
税制	多額の繰越欠損金があり、翌期繰越欠損金がある（ある見込み）であった	自社グループ内に同等の経営資源を有していた等

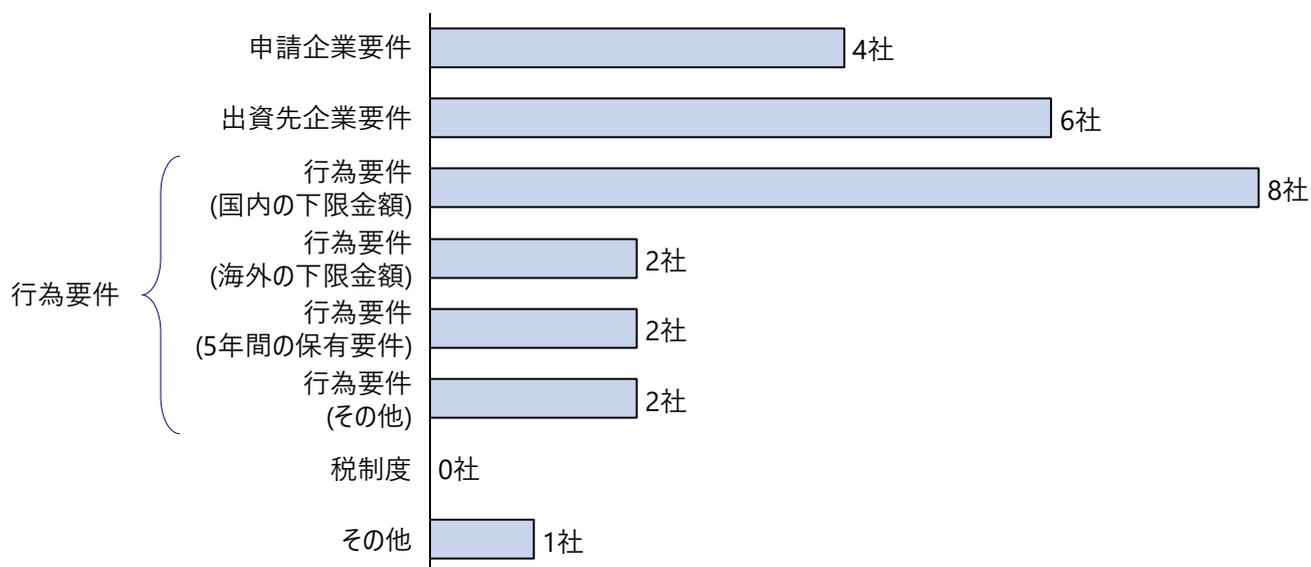
出所：OI 促進税制申請企業向けアンケート

行動要件（国内の下限金額）と出資先企業要件がハードルとなったと回答した企業が比較的多かった。以降、それぞれの要素を個別に確認する。

図 9：ハードルとなった要件（全体像）

OI促進税制活用時にハードルとなった要件

※本アンケートはOI促進税制申請企業を対象に2021年に実施。うち有効回答社19社の回答を示したものである。
※複数回答可



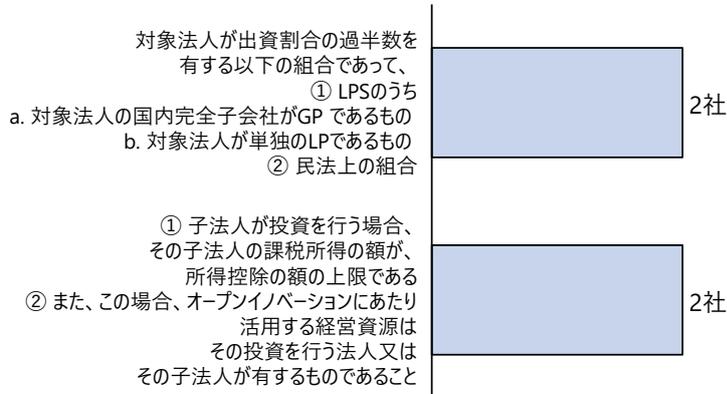
出所：OI 促進税制アンケート回答より NRI 作成

申請企業要件について確認できた回答は以下の通り。なお、回答内容と共に、適宜、ヒアリング等で確認した大企業やスタートアップ企業から収集した意見も記載する。

図 10：申請企業要件のハードル

申請企業要件の内ハードルとなった要件

※複数回答可
※コメントはアンケート対象企業以外へのヒアリング結果も含む



“

- 本税制は合同会社が対象外となっていたが、もし**合同会社も対象**ということであれば**活用の可能性があった**。(化学製造業)
- CVCから出資はするが、お金以外の経営資源は持ち合わせていない。例えば、CVCがGP、本社や他がLPで、LPSを組成し、そのLPSから出資すれば出資者要件を満たすが、**テクニカルな組織改編で要件を満たすのもどうか**と思う。(電子機器製造業)

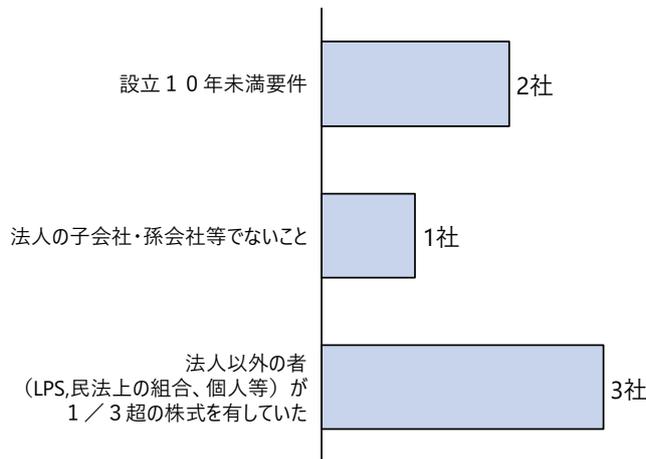
出所：OI 促進税制アンケート回答、有識者ヒアリングより NRI 作成

出資先要件を見ていくと、設立10年未満要件、法人以外の者の株式保有条件を理由でOI促進税制を活用できなかった声を確認できた。

図 11：出資企業要件のハードル

出資先企業要件の内ハードルとなった要件

※複数回答可
※コメントはアンケート対象企業以外へのヒアリング結果も含む



“

- 創業者等が資産管理会社を経由し株式を保有していた**ため、法人株主が2/3超であった。(情報通信業)

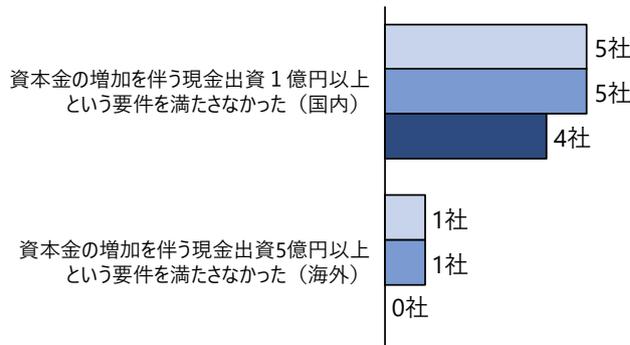
出所：OI 促進税制アンケート回答、有識者ヒアリングより NRI 作成

行為要件のうち、国内向けの金額要件がハードルとなった企業が多かった。

図 12：行為要件のハードル

行為要件の内金額がハードルとなった要件

※複数回答可
※コメントはアンケート対象企業以外へのヒアリング結果も含む



申請の目的

- 既存株の取得であった
- 新規予約券の取得であった
- シード期企業の新株取得や、実証実験の共同実施を目的とした新株取得であり、下限金額に至らなかった

出所：OI 促進税制アンケート回答、有識者ヒアリングより NRI 作成

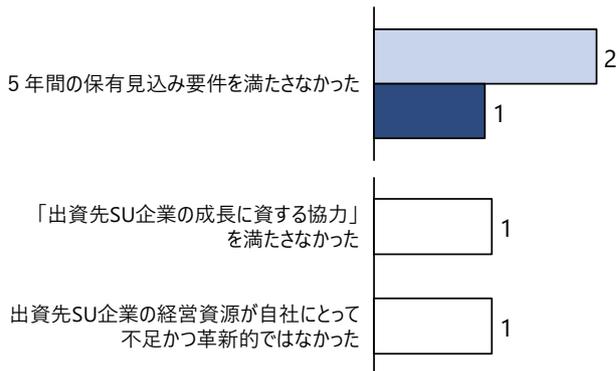
- スタートアップ企業側からすると、**大企業の出資額が大きくなると経営権を握られる、あるいは外部から大企業の関連会社（持分法影響力基準）とみなされることを嫌う傾向もあり**、1 億円、5億円のハードルの引き下げができるというのではないかと。（電子機器製造業）
- **創業者からの株式譲渡を受けた場合や、資金提供が無い場合でも事業シナジーが発揮されベンチャー投資として意義があるケースは多々あるのではないかと。**（情報サービス業）

その他の行為要件（5 年間の保有見込み要件、出資先スタートアップ企業の成長に資する協力を満たさなかった、など）については、保有見込み要件がやや目立つ。

図 13：行為要件のハードル（つづき）

行為要件の内ハードルとなった要件

※複数回答可
※コメントはアンケート対象企業以外へのヒアリング結果も含む



5年間の保有見込み要件を満たさなかった理由（設問）

- コーポレートガバナンスの強化・ポートフォリオの適正化の観点から、5年間保有見込みであるといった確約ができない
- 出資先が上場予定であり、上場時には売却することが社内ルールや契約にある等

出所：OI 促進税制アンケート回答、有識者ヒアリングより NRI 作成

- ①不確実性の高い領域においても事業機会の獲得を図ることを目的とした出資、②**将来的な事業展開に併せて事業機会を得ることを目的とする出資の2つは将来性に着目しているため、要件を満たさない。**特に②は本税制の対象となるよう緩和、もしくはレベル感の提示など出資判断に資するようなガイドがあると良い。（電子機器製造業）
- 保有期間5年、は弊社の場合、ガバナンス・ポートフォリオではなく、スピード感でハードルを感じる。**中計が3年なので変化対応の激しい時代、やや長いのではないかと。**（電子機器製造業）

アンケートに回答いただいた企業の自由解答欄から、投資対象の設立年数、出資先の形態、会計上の観点でのハードルについて意見が寄せられた。

表 4：その他ハードルとなった要件（自由回答より）

【出資先企業要件】

- 本税制の趣旨と実務上の要件に整合性が無い部分も散見された。スピアウトや、一度買収された会社の2次売却後の増資などのケースも増えている中で、本税制における「ベンチャー」「オープンイノベーション」「投資」の定義を整理したほうがいいのではないか。例えば、設立10年超だが、半分は他社の子会社の期間だったものがその後スピアウトした場合などについて、他社子会社期間を除く、または親会社の定義が煩雑なら設立15年以下などにしてほしい。（メディア）
- 単独のLPでなくても、LPSの投資先との技術・情報収集目的で投資事業有限責任組合に投資することがある。両社の技術を活用できるのであれば、税制の対象でも良いのではないか。特に日本国内限定の出資先になるLPSであれば、日本の技術力向上にも寄与するのでは。（電子機器製造業）

【行為要件】

- 弊社を含めCVC等を通じた投資のウォッチ期間が長くて5年のケースが多いこと、協業は最初に集中することを鑑みると、保有予定は2、3年程度（30カ月くらい）にして頂きたい。（メディア）

【その他】

- （上場会社である自社の）**会計上の視点**から、以下の点が指摘できる。
 - ①会計上、税前利益絶対額が少ない1Q決算で、exit意思決定により要件満たさなくなったときの繰延税金負債の計上が、インパクト大きい可能性がある
 - ②会計上、損金経理処理は使えない。
 - ③会計上、純資産の部に株主資本等変動計算書に独立掲記必要。（電子機器製造業）

出所：OI促進税制アンケート回答よりNRI作成

2.5. OI促進税制の要件を踏まえた、今後の支援策の方向性

これまでの調査結果を概括すると、既存要件の見直しについて次のような声が集まった。

表 5：税制対象企業からの声

要件	OI促進税制の現状	税制対象企業からの声
① 金額要件	リスクの少ないグロースステージ、かつ国内スタートアップ企業への投資が中心	<ul style="list-style-type: none"> 国内1億円未満、海外では数億円規模の投資を検討している シード、海外は比較的风险が高く、財務リターン観点から社内の意思決定を通しにくいこともある
② 投資主体に係る要件	CVCは対象法人の子法人（連結子法人含む）でも別法人扱い	<ul style="list-style-type: none"> CVCは別会社として運用はしているが、本社への還元を意識している そのためOI促進税制上、別法人として扱われるべきでない
③ 株式の保有期間に係る要件	5年間、スタートアップ企業の株式を保有しなければならない	<ul style="list-style-type: none"> スタートアップ企業の世界で5年もあればExitもあれば事業会社側のニーズも変わらう 5年も先が読めないなかで、5年間株式を保有することにコミットするのは負担
④ 設立年数の要件	10年以上のスタートアップ企業は税制対象外	<ul style="list-style-type: none"> 設立年数がわずかにオーバーしているなど、ハイリスクかつレイターステージの案件であれば設立10年の要件を満たさないこともありうる

出所：税制対象企業ヒアリング等より NRI 作成

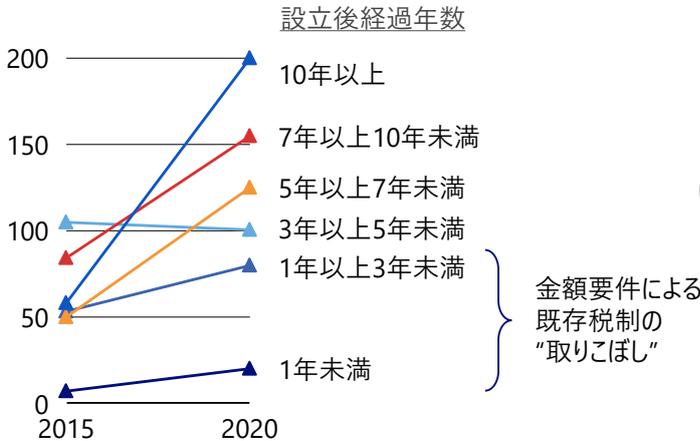
2.5.1. 金額要件

シード、アーリーステージの1件あたりの調達額は1億円前後である現状と、既存の投資額下限要件を照らし合わせると、こうしたステージのスタートアップ企業とのオープンイノベーションが税制の対象から除外されていることが示唆される。シード期への投資を促すためにも出資金額要件を、設立年数の浅いスタートアップ企業に限り別の下限を設けるなどの支援が考えられる。

図 14：スタートアップ企業の資金調達額

スタートアップの資金調達額

百万円、中央値



- “
- 出資金額は出資するスタートアップ企業のステージに依存しており、幅広い出資を行っている当社としては税制で許容される金額の幅が広いほど使い勝手がよくなる。シード期に出資することを考慮した場合、500万円程度が下限となればありがたい。(商社)

金額要件による
既存税制の
“取りこぼし”

出所：INITIAL「Japan Startup Finance 2020」、企業ヒアリングより NRI 作成

海外のシードの1件あたりの調達額は1億円程度である現状と照らし合わせると、海外案件の5億円の金額要件により、案件を取りこぼしている可能性を示唆している。

図 15：海外スタートアップ企業の資金調達額

スタートアップ企業への出資件数 (本拠地別)

	Seed	Early	Late
US	19,535	2,239	2,188
EU	7,689	1,960	283
ASEAN	1810	580	120

調達額の平均値 (千USD)

	Seed	Early	Late
US	1,451	20,051	75,905
EU	971	12,903	64,062
ASEAN	983	11,846	174,522

投資家数の平均値

	Seed	Early	Late
US	2	4	5
EU	2	3	5
ASEAN	2	3	4

出所：Crunchbase、企業ヒアリングより NRI 作成

- “
- 日本の事業会社のマネジメントは利益を出していないスタートアップ企業の出資に消極的。1~3億円程度ならば、試験的に実施されるケースもあるが、5~10億円出す場合は、出資によるリターンが大きな論点となる。(製造業)
 - ステージA,Bなど比較的早い段階のスタートアップ企業への出資、あるいは新興国(インド等)のスタートアップ企業に出資する際、下限5億円は金額としては大きい。インドをはじめとする東南アジアのスタートアップ企業に出資する場合は、2~4億円程度の案件が多い。出資額が1億円未満になることは少ないが、5億円に届かない件数が多い(下限が2~3億円程度に引き下げられれば、案件は5件程度増えるのではないか)。同規模の事業者からも下限を5億円とする出資ラインはハードルが高いとする意見がある。(製造業)
 - In-Out案件の5億円基準は、投資対象が一定以上成熟したスタートアップでない限り厳しい。東南アジアなどスタートアップ企業の価格水準が異なる地域では5億円の要件を引き下げた方が良くもしいない。(製造業)

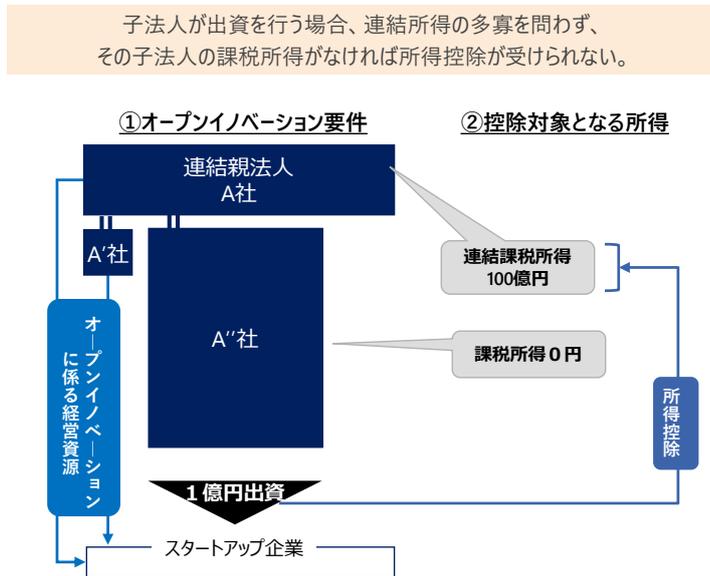
2.5.2. 投資主体に係る要件

対象となるCVCの判定においては、対象法人の子法人(連結子法人含む)であっても別法人扱いになる。長

期的な目線でCVC 経由の投資を行っている会社からはグループ全体での見直しを要望する声が複数寄せられた。

CVC の中には法人の壁を越えた柔軟な機能分担が実施されていることに鑑み、投資専門子会社経由の投資も実質対象とするニーズがあると言える。

図 16：投資主体要件における子法人の位置づけ



- 当社では、本体出資・子会社出資にかかわらず全社の投資委員会を経て出資の意思決定をしている。子会社から出資する理由としては、本社と違った観点で案件の評価をできることが挙げられる。（情報通信）
- スタートアップ企業の株式を保有する際に子会社のバランスシートから出資した方が、決算を閉める際などに管理しやすい。最終的にはグループ全体とのオープンイノベーションや、スタートアップ企業のサイドビジネスに当社が関与して収益を上げる状態を理想とする。（商社）
- CVCという形態で出資しているだけであり、CVCとしては本社の一部として出資を実施していると考えている。**CVCによる出資は、将来的に本社とのシナジーやイノベーションを見据えて実施しているものであるため、グループ全体を俯瞰してイノベーションの有無を判断いただけるような制度にしていきたい。**（商社）

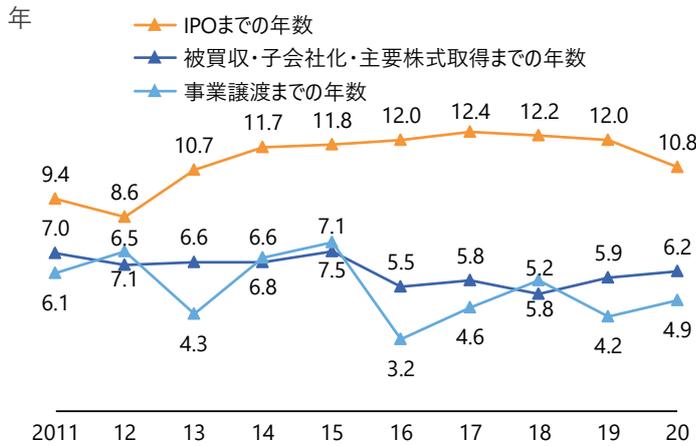
出所：経済産業省 OI 促進税制説明資料、企業ヒアリングより NRI 作成

2.5.3. 保有期間の要件

保有期間の要件についても多くの声が寄せられた。スタートアップ企業は IPO まで平均 10 年、その他の Exit まで 5-6 年かかるが、そのような背景がある中で、保有期間の要件については、スタートアップ企業出資の実態に伴っていないという声が多く寄せられた。事業会社は外部環境の変化、スタートアップ企業側の成長度合いに応じて事業ポートフォリオの見直しを図っていることから、中期経営計画などに合わせ、株式保有期間を 3 年程度に見直すことも考えられる。

図 17：スタートアップ企業の Exit までの年数

スタートアップ企業のExitまでの年数



税制では5年以内にオープンイノベーションを満たすような要件になっているが、5年というスパンは変化が激しい時代においてはスピード感にそぐわず、長すぎるのではないかと。投資判断は必要に応じて見直ししており、自社の投資判断スピードの中では5年は長い。(製造業)

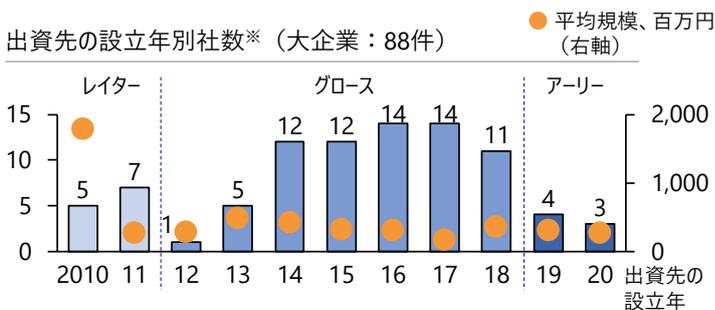
出資先の株を5年以上保有する条件も、見直すことは可能か。スタートアップ企業とその5年間の間でExitするなど、5年間の縛りと、スタートアップ企業のスピード感が一致していない印象を受けた。5年の保有条件を2~3年に短縮するなどしてほしい。(製造業)

出所：INITIAL「Japan Startup Finance 2020」、企業ヒアリングより NRI 作成

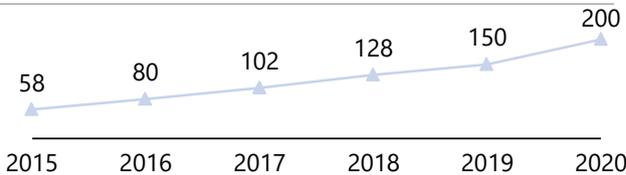
2.5.4. 設立年数の要件

出資先の設立年数の要件についてもハードルとして挙がった。OI 促進税制を利用した大企業は、利用実績を振り返る限り、高リスクなレイト期への投資をしてこなかったが、設立 10 年以上のスタートアップ企業は資金ニーズが高く、大企業による出資との融和性が高いセグメントといえる。

図 18：設立年数に関する申請企業の声



設立10年以上のスタートアップ企業の資金調達額 (中央値)



- 設立年数が11年であるが故に、税制対象外となってしまった案件がある (金融)
- 過去に1件、スタートアップ企業の設立10年を超えていたために申請を断念した案件があった。(情報通信)
- 設立10年超だが、半分は他社の子会社の期間だったものがその後スピンアウトした場合などについて、他社子会社期間を除く、または設立15年以下などにしてほしい。(メディア)

出所：OI 促進税制アンケート回答、INITIAL「Japan Startup Finance 2020」、有識者ヒアリングより NRI 作成

2.6. 今後のスタートアップ企業投資を促進するための視点

OI 促進税制の制度趣旨に照らして、以下のような方向性があり得る。

表 6：今後のスタートアップ企業投資を促進するための視点

項目	我が国スタートアップ企業向け投資の現状（ヒアリング先の状況）	スタートアップ企業向け投資を促進する視点
① スタートアップ企業の Exit を見越した投資	投資先の Exit を意識していないケースが多く、マイノリティ出資 + α というスタンスで挑んでいる	<ul style="list-style-type: none"> 投資先の IPO に対する受容性向上
② コントロール権を確保する出資形態	マイノリティ出資にとどまっていることが多く、スタートアップ企業側の経営に口出ししないのが基本スタンスだった	<ul style="list-style-type: none"> スタートアップ企業側の経営に踏み込みバリューアップさせるというマインドの醸成（海外では、大企業がイノベーションを起こす上での成功パターンとして認識されている）
③ スタートアップ企業側の資金以外のニーズ	人材交流していないことが多いが、交流させている企業はいずれも肯定的	<ul style="list-style-type: none"> 特にミドルステージではスタートアップ企業側の人材ニーズが深まることを鑑みた、技術や人材交流の要件化

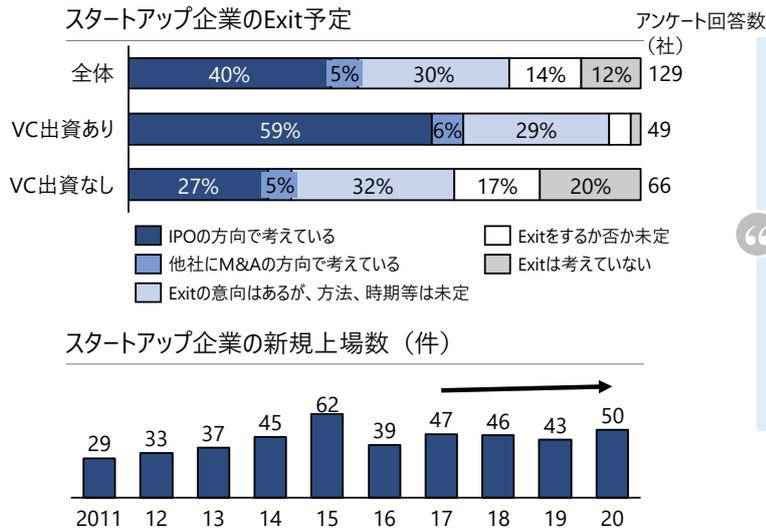
出所：税制対象企業ヒアリング等より NRI 作成

2.6.1. 投資先の Exit 促進

多くのスタートアップ企業は何らかの Exit を考えており、特に IPO の存在感が大きい。例えばベンチャーエンタープライズセンター「ベンチャー白書 2020」によると、VC から出資を受けているスタートアップ企業のうち、Exit 意向があるのは 9 割、うち、IPO を検討しているのは 6 割。他方でスタートアップ企業の IPO は直近数年で微増しており、IPO のニーズが充足されていない可能性が示唆される。

また、OI 促進税制利用企業の中では出資先の Exit を念頭において出資しているケースがあったが、少数派で、スタートアップ企業に出資している国内企業も一般的には投資先の Exit は検討していないという意見が寄せられた。

図 19：スタートアップ企業の Exit 予定



“

- スタートアップ企業のM&Aを念頭に置いて出資している。出資先のIPOがグループ全体の利益につながる場合に限り、上場を容認している。(情報通信業)
- 出資先のIPOについては、ファイナンシャルな側面からは成功を意味する。IPO時に協業を維持するかはその時点での判断となり、継続する場合もあれば売却する場合の両方が想定される。(情報通信業)

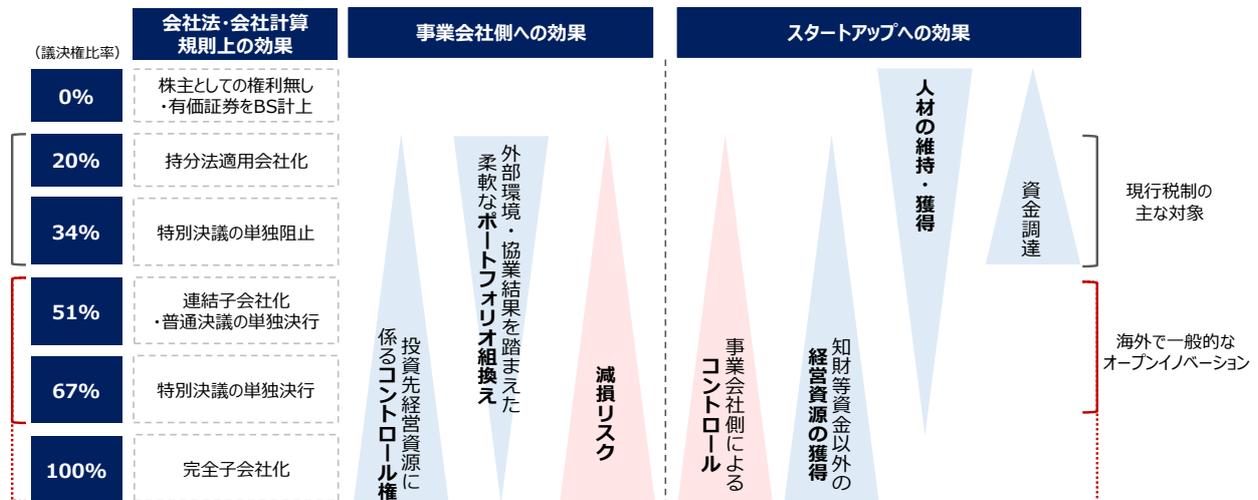
出所：ベンチャーエンタープライズセンター「ベンチャー白書 2020」、INITIAL「Japan Startup Finance 2020」、企業ヒアリングよりNRI作成

2.6.2. 出資形態の多様化

本税制の対象は新株取得のみであるため、議決権比率 50%以下の投資が主な対象としている。事業会社はコントロール権か減損リスクか、スタートアップ企業は獲得する経営資源かコントロール権か、どちらを優先するか次第で議決権比率の水準を決める。

米国などでは『オープンバージョン』とは、大企業のスタートアップ企業買収を意味することが常識となっており、多くの成功事例において議決権比率は 51%以上である。

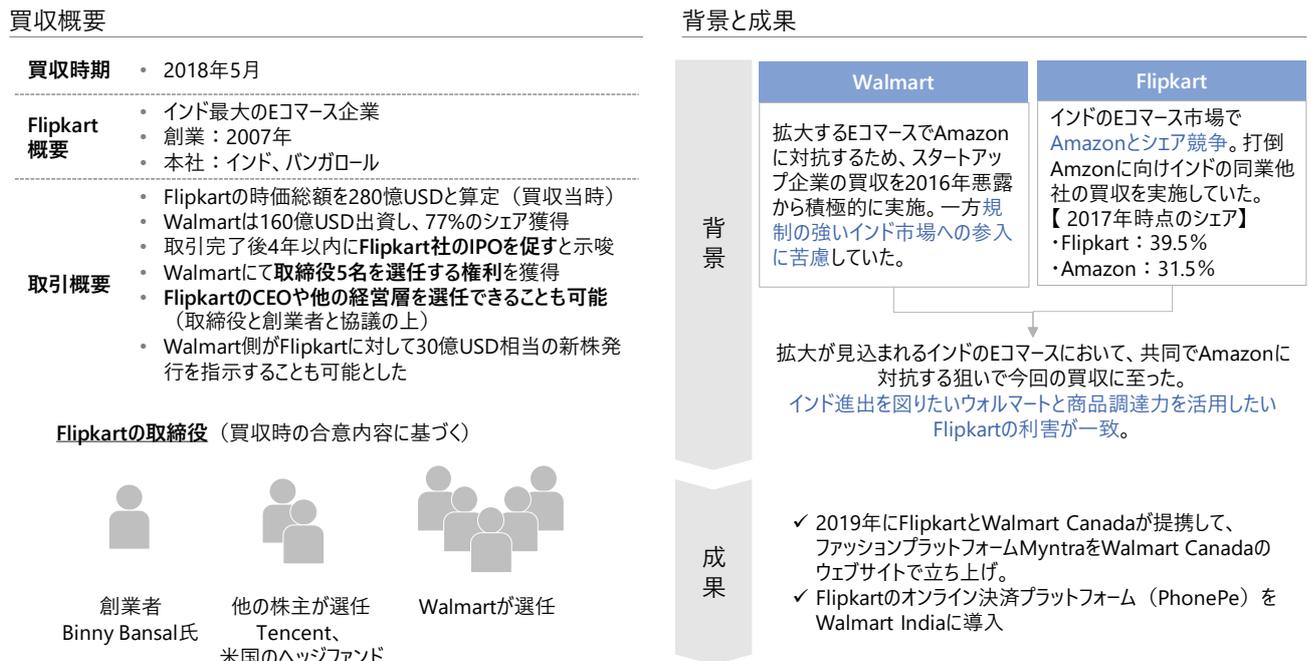
図 20：出資形態の類型



出所：経済産業省作成

例えば米国ウォルマートはスタートアップ企業の買収を通して革新的な技術を取り込み、EC系のライバルに対抗している。ハイリスクハイリターン of 海外市場進出に際しては、コントロール権を握りつつも投資先の独立性等を確保する形で、インドECスタートアップ企業「Flipkart」を77%買収し、IPOの可能性を示唆している。

図 21：米ウォルマートによる Flipkart 買収概要



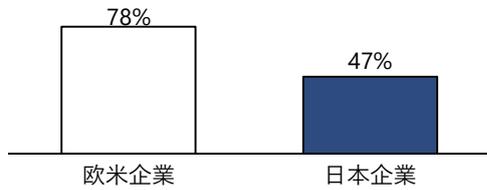
出所：Nikkei Asia, Talk Business & Politics、Crunchbase、Economic Times of India など報道資料をもとに NRI 作成

2.6.3. スタートアップ企業の資金以外のニーズ

最後に、スタートアップ企業の資金以外のニーズについて注目したい。従来、我が国企業は業務提携・出向等（資本提携とは別に行う経営資源活用の共同化）の実施率が低いことが問題視されてきたが、税制創設後もその件数は増加していない。

図 22：スタートアップ企業とのオープンイノベーション

オープンイノベーション（業務提携）の実施率
（2018年：OI促進税制創設前）



スタートアップ企業による業務提携の実施率
（OI促進税制創設以降）



“

- 基本的にはスタートアップ企業が当社のリソースをうまく活用できるよう、自由度の高い形での提携を目指しており、スタートアップ企業ともめることはあまりない。（情報通信業）

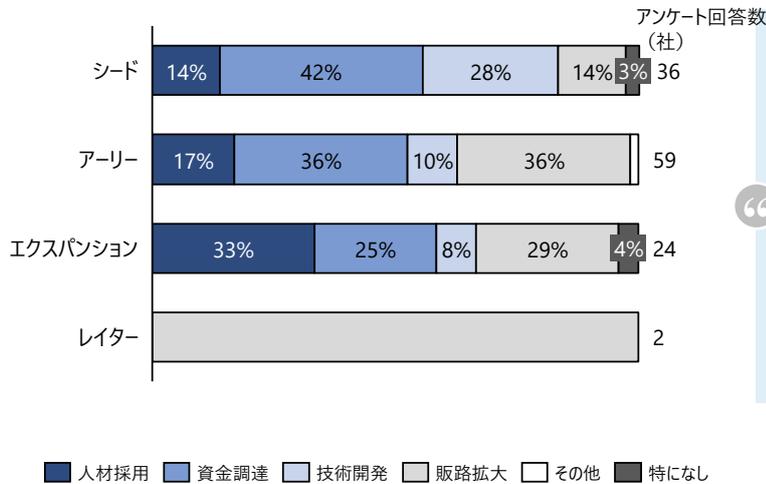
出所：成長戦略実行計画（2019年6月21日）、INITIAL「Japan Startup Finance 2020」、企業ヒアリングよりNRI作成

スタートアップ企業は軌道に乗ると、資金ニーズより人材ニーズが顕著になる傾向がある。例えば一般財団法人ベンチャーエンタープライズセンターの「ベンチャー白書 2020」によると、スタートアップ企業はエクспанションステージになると人材採用のニーズがある割合（33%）が、資金調達ニーズのそれ（25%）を超えている。

人材交流を通して出資側、スタートアップ企業側双方にとってメリットになりうるということがヒアリング調査でも確認できていることから、何らかの形で人材交流を促すことでオープンイノベーションの効果を高められることを示唆している。

図 23：スタートアップ企業の経営ニーズ

スタートアップ企業の経営ニーズ



ベンチャーマインドの醸成を目的に毎年4, 5人程を出資先のスタートアップ企業に出向という形で派遣している。背景には会社の上場以降、安定志向のメンバーが増えてきたことに対する課題意識がある。スタートアップ企業としては採用できない人材を社員として迎え入れられ、出資社はベンチャーマインドの醸成という目的を果たせ、双方がwin-winの形式となっている。(サービス業)

出所：VEC「ベンチャー白書 2020」、企業ヒアリングより NRI 作成

3. 国内外スタートアップの Exit に係る実態

3.1. はじめに

前章で触れたように、国内のスタートアップ企業の多くは Exit、特に IPO による Exit を考えている。他方で、日本はスタートアップ企業による IPO 件数が伸び悩んでおり、スタートアップ企業が Exit を希望するニーズが充足されていないことを示唆している。

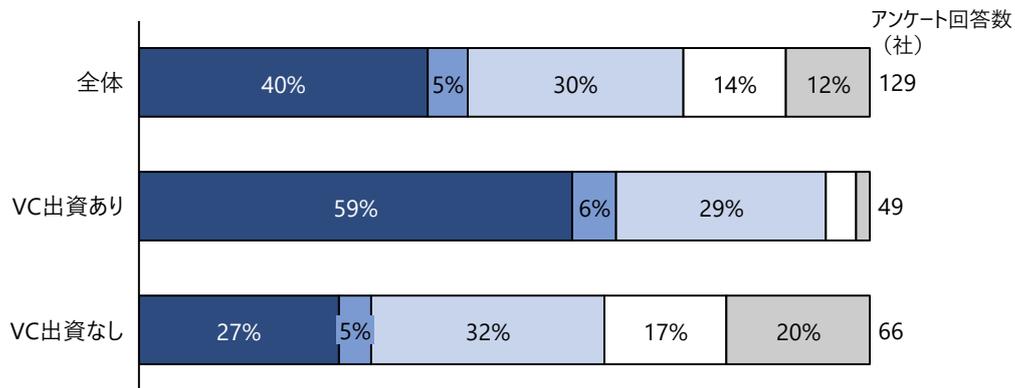
本章ではスタートアップ企業の Exit の阻害要因を振り返ると共に、今後に向けた論点を整理することとする。

3.2. 国内外スタートアップ企業の Exit

多くのスタートアップ企業は Exit を予定しており、うち、ほとんどが IPO の方向で考えている。特に VC 出資を受けているスタートアップ企業は IPO 志向が強く、6 割のスタートアップ企業が IPO を意識している。他方で M&A による Exit を考えているスタートアップ企業は、VC 出資の有無関係なく 5-6%程度となっている。

図 24：国内スタートアップ企業の Exit 予定

スタートアップ企業のExit予定



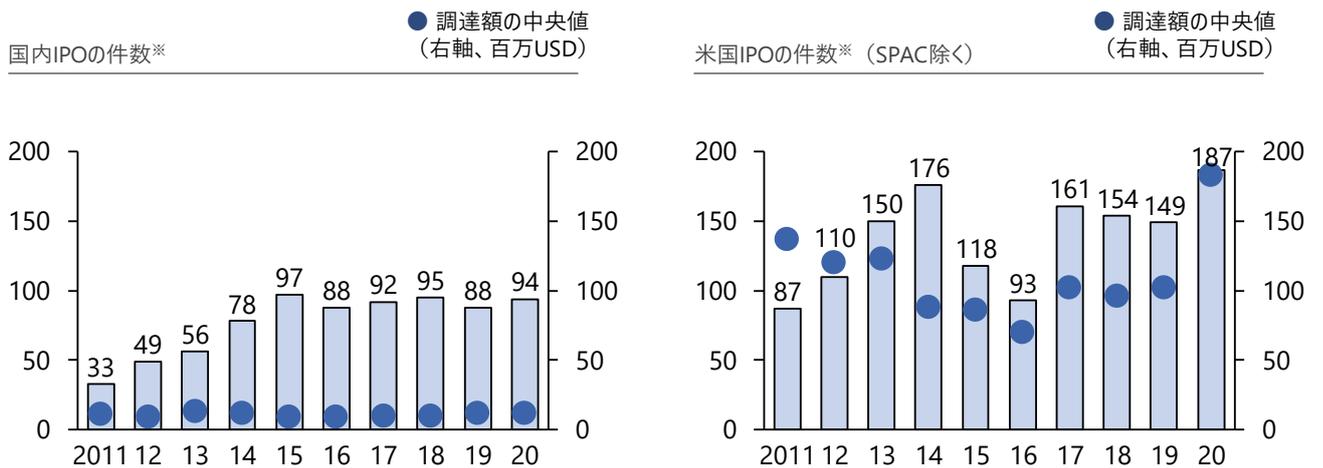
■ IPOの方向で考えている ■ 他社にM&Aの方向で考えている ■ Exitの意向はあるが、方法、時期等は未定 ■ Exitをするか否か未定 ■ Exitは考えていない

出所：ベンチャーエンタープライズセンター「ベンチャー白書 2020」より NRI 作成

しかし、国内 IPO は数年前の水準で高止まり、調達額は米国の数分の 1 に留まっている。国内 IPO の件数は数年前止まりだが、1 件あたりの調達額は米国と低い水準で推移している。他方、米国は、SPAC の影響を除いても件数、調達額ともに上昇している。

日本の IPO は小規模で、米国に比べて調達しやすい環境にあるにもかかわらず、件数が伸びないことから、発行体側が上場を選んでない理由があると考えられる。

図 25：国内外 IPO の件数と資金調達額¹²



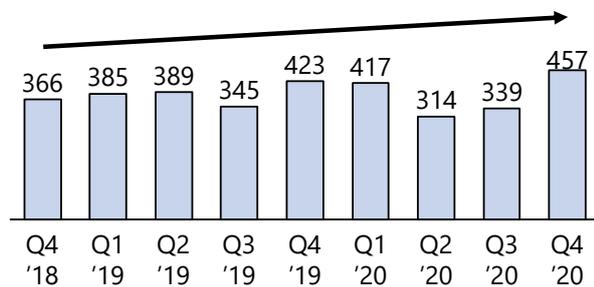
出所：Capital IQ より NRI 作成

¹² 2021 年まで上場廃止になった銘柄を除く。

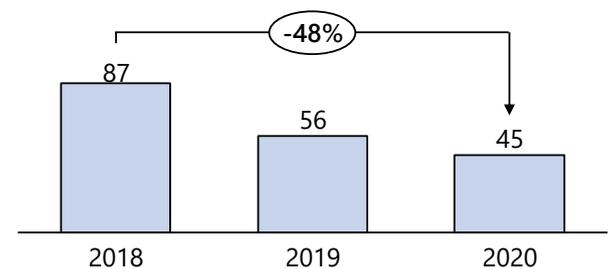
M&A においても、日本国内では 2018 年以降スタートアップ企業の買収件数が半減している。世界はコロナ下でも買収が堅調で、日本の状況とは対照的である。

図 26：スタートアップ企業の買収

全世界におけるVC出資企業の買収（社）



日本国内のスタートアップ企業買収（社）



出所：Initial「Japan Venture Finance 2020」、Crunchbase より NRI 作成

3.3. 国内スタートアップ企業の Exit の実態調査

事業会社によるスタートアップ企業買収について、売上シナジーや研究開発シナジーの創出という観点から見た成功事例・失敗事例の調査及びその要因分析を行った。

表 7：回答企業一覧¹³

大企業	スタートアップ企業	ヒアリング日程
A社（電気機器）	a社（電気機器）	2021/3/16
B社（電気機器）	-	2021/3/11
C社（医薬品）	-	2021/3/17
-	d社（IT）	2021/3/17
E社（金融）	e社（FinTech）	2021/3/18
F社（医薬品）	f社（医薬品）	2021/3/16
G社（金融）	g社（医療 x IT）	2021/3/17
H社（製造業）		2021/3/4
I社（CVC）		2021/3/4
J社（サービス業）		2021/3/9
K社（サービス業）		2021/3/12
	l社（オンライン学習）	2021/3/16
H社（商社）	-	2021/3/17
I社（電気機器）	-	2021/3/22
J社（製造業）	-	2021/3/18
K社（情報通信業）	-	2021/3/23

出所：NRI 作成

ヒアリングで得られた回答結果は以下の通り。大企業から寄せられた意見と、スタートアップ企業から寄せられた意見に分類している。

¹³ 1ヒアリング1行とする。大企業とスタートアップ企業が並列のヒアリングは、両方に対して同時にヒアリングしたことを意味する（大企業がスタートアップ企業に出資した場合）。

表 8：大企業の調査結果

大分類	項目	主な意見
投資・買収	目的	<ul style="list-style-type: none"> 開発機能が日本に集中しているため、投資先で得られた技術やビジネスアイデアを国内に還元することが基本的な考え（製造業） 本業での協業だけでなく、新たなビジネスモデルの模索に向けた協業も目的に2歩3歩先を行くベンチャーへ投資している（複数）
	出資のきっかけ	<ul style="list-style-type: none"> 事業部門、R&Dが各自見つけるのが理想だが、CVCが情報収集している中で出資機会を事業部門に提供する場合もある（情報通信） 2017年に出席したマッチングイベントで接点を持ったのがきっかけ（医薬品）
	形態	<ul style="list-style-type: none"> 新しく資金を導入することで何かを実現させることがCVC出資の根幹にあるため新株取得が一般的（情報通信） 会社にNew moneyが流入することがその会社の成長につながると考えるためである（製造業）
	規模	<ul style="list-style-type: none"> 2~3億円程度が一般的。5億円を超えるものは経営会議案件となる（情報通信） 国内外関わらず5000万~2億円（数千万円~数億円）程度の規模で出資（複数）
	資金面以外での連携（人材派遣・知財共有）	<ul style="list-style-type: none"> チャンネルの拡大を期待するスタートアップ企業も多く、紹介できる場合は販路を紹介（製造業） 信用力、取引先の紹介、ワークスペースの提供を行っている。また、毎年4、5人程を出資先のスタートアップ企業に（役員ではない）出向という形で派遣している。（サービス業） 企業方針やアジアでのビジネス展開について双方の理解を深めるために社外取締役として派遣（製造業） 人材を実際に派遣するような協業は実施していない。（複数）
	将来的な展望	<ul style="list-style-type: none"> M&Aを目的としているため、シードを中心に出資している。（サービス業） 必ずしもM&Aを見据えた出資をしているわけではない（製造業） 買収チームは本社傘下の独立した部門だったため、CVCと密な連携ができず、出資先のIPOを見据えるような意識は浸透しなかった（情報通信）
	選定基準	<ul style="list-style-type: none"> VCがリードとして参画していることが条件。ファイナンシャルリスクはリードインベスターのVCが取るべき（複数） 数値データよりも、創業者の人柄や社会課題への寄与など定性的な判断が大部分を占める。（サービス業）
	契約	<ul style="list-style-type: none"> ライセンスアグリーメントを締結したことにより、スタートアップ企業製品の単独販売権を有している（製造業） アジアにおける独占的開発・販売権を出資先から取得するライセンス契約を締結（製造業）

出所：Exit 実態調査の回答内容より NRI 作成

表 9：大企業（出資者）の調査結果（つづき）

大分類	項目	主な意見
ハードル	Valuation	<ul style="list-style-type: none"> 日本のCVCではVC経験者がいないため、実務ノウハウが蓄積されていない（情報通信） シード、アーリーステージの企業価値は本当にわからないというのが実感（製造業）
	CVC用の人材確保	<ul style="list-style-type: none"> VC・CVC経験者を外部から採用することが重要。ただし、CVCが成功報酬になっていないのは世界共通の実情であり、構造的な問題。（情報通信業）
	社内調整	<ul style="list-style-type: none"> R&Dが強い会社は自社の技術力に自信を持っており、自社基準でスタートアップ企業を評価してしまう。結果としてDisruptiveなものを適切に評価できないことがある（情報通信業） 経営層と現場の間でスタートアップ企業投資に対する温度差がある。経営層の方が新技術や異業種提携に積極的（製造業）
	その他	<ul style="list-style-type: none"> 興味深く、投資条件も問題ないにも関わらず、事業部門の関心や検討リソースがないために出資できずに終わる案件がある（情報通信業）
国内外の比較	海外案件	<ul style="list-style-type: none"> 国内と海外で出資案件の件数は半々程度（複数） 海外は欧米とイスラエルが大半を占める（複数）
	差異	<ul style="list-style-type: none"> 海外では最低でも3~5億円程度の出資が一般的となる（製造業） シリコンバレーなどではスタートアップ企業周りのエコシステムが成立しており、スタートアップ企業に知悉した会計士、弁護士を含めて調達しやすい。何かあった際の相談相手、情報が入りやすいため、自ずと出資がしやすくなる。（製造業）
	海外ならではのハードル	<ul style="list-style-type: none"> 言語と日本拠点の有無が懸念事項となる。鶏卵議論にはなるが、日本の事業部としては日本拠点がないと連携しづらいという意見が多い。（複数） ストーリーの描きにくさから、国内スタートアップ企業と比べると出資は困難になる（情報通信業） 資金が欲しい一方、多くの海外スタートアップ企業はVC・CVCに経営に関与してほしくないのが本音である。そのため協働事業に本腰をいれないケースもあり、事業会社側とのせめぎあいが生じる。（製造業）
その他	CVCのメリット	<ul style="list-style-type: none"> 事業会社の色が付くことを理由に敬遠されることを避けることができる（サービス業） 会計上の利点大きい。CVCはバルクで投資するため、減損の評価が3~5年に1回となる上、一つの会社が立ち行かなくなった際のリスクを軽減できる。（サービス業） 既存事業における文脈やシナジー効果が問われる事業会社出資が馴染まない場合がある（複数） 専門家によるスタートアップ企業の経営状況を加味した出資が出来る、違った観点で案件を評価できる（複数）

出所：Exit 実態調査の回答内容より NRI 作成

表 10：スタートアップ企業の調査結果

大分類	項目	主な意見
資金調達	将来的な展望	<ul style="list-style-type: none"> • IPOより事業基盤を固めて行くほうが重要。調達先とは10年、20年先を見据えた長期的な関係を念頭に置いている（情報通信） • 韓国をはじめとするアジアの顧客に着目しており、潜在顧客と接点を持つため、調達先が有するネットワークは有用（製造業）
	投資家の選定基準（SUの視点）	<ul style="list-style-type: none"> • 事業領域が他の出資者と類似しすぎないように留意（サービス業）
IPO	ハードル	<ul style="list-style-type: none"> • 年間の引受数が決まっている証券会社に対し、その枠に自社を入れてもらえるよう関心をひくことが重要となる（サービス業） • 大企業と連携するノウハウがなく、苦労した（オンライン学習）
	ディスカウント	<ul style="list-style-type: none"> • 業界慣行として2~3割程度のディスカウントが平均的なのではないか（サービス業） • 一方発行体としてはディスカウント自体納得がいかない側面もある（複数）
	投資家への配分	<ul style="list-style-type: none"> • 発行体としては、業界に詳しく、最終的には相談相手のように長期的な関係をもてる投資家の配分を多くしたい（複数）

出所：Exit 実態調査の回答内容より NRI 作成

3.4. 国内スタートアップ企業の Exit 促進に向けた論点

今回の調査で得られた視点を整理すると、スタートアップ企業の資金調達と、投資家層の形成に大別される。

表 11：上場予定企業（スタートアップ企業）が Exit によって充足したいニーズ

Exitによって充足したいニーズ	スタートアップ企業の声
更なる事業拡大等のために 資金調達したい	<p>上場の選択肢が不足している。主幹事証券ではなく、市場に直接株価をつけてもらったり、従来の手続きより簡素な方法で上場したいが、そのような手段がない</p> <p>ブックビルディングによる価格形成プロセスが不透明。公募価格→初値のディスカウントが当たり前になっている。テック系だと比較対象がないなどの理由でさらにハードルが高くなっている</p>
安定的な投資家層の確保	<p>IPOは個人投資家に偏っている。比較的長期で保有し、自社のバリュアップを意識してくれる機関投資家に保有してもらいたい。発行体は投資家を選べない</p> <p>テック系企業などのバリュエーションに知見のある海外の投資家へアクセスしたいが、グローバルオファリングにはコストがかかる</p>

出所：企業ヒアリング等より NRI 作成

3.4.1. 資金調達ニーズの充足

海外、特に米国で注目されているダイレクトリスティングと SPAC は、それぞれ公開価格の決め方やロックアップ期間、上場までの準備期間について、伝統的な IPO と比べて使い勝手が良いとされている。ダイレクトリスティングは引受証券会社を介さず、市場原理による価格形成を狙った上場手法で、SPAC は上場までの準備期間が半年程度と短いことが特徴的である。

表 12：上場手法の比較

	伝統的なIPO	ダイレクトリスティング (直接上場)	SPAC (特別買収目的会社)
概要	引受証券会社を介して証券取引所で新規株式公開	引受証券会社を介さずに、発行体自らが新株を売り出す	受け皿となる、買収を目的とした企業
公開価格の決め方	主要な機関投資家の意見に基づいて決定	市場の投資家の需要で決める	SPACとの交渉次第
準備期間	1-2年	1-2年	半年程度
ロックアップ期間	半年程度、ただし条件付きで早めることが可能	なし	SPAC株主に対してのみ、De-SPAC [※] 後180日～1年程度 ^{※※}
事例	ほぼ全ての上場企業	Spotify (米)、Slack (米)	Virgin Galactic Holdings (米)

- 証券会社と合意が取れない場合、市場に決定を委ねたいという理由からダイレクトリスティングを活用する場合もある。(サービス業)

※SPACによる非上場企業の買収

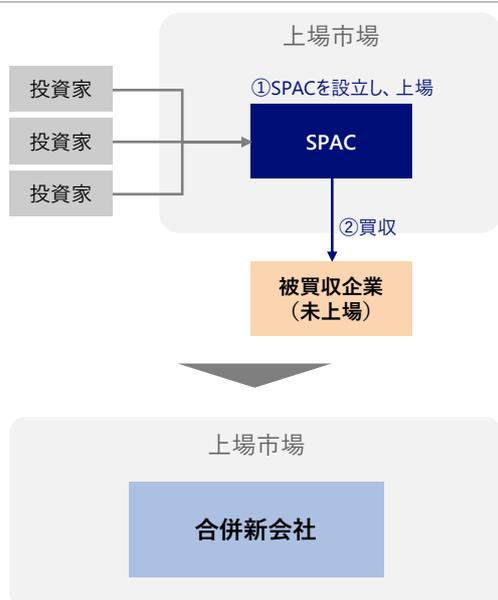
※※ Harvard Law School Forum on Corporate Governance、「Special Purpose Acquisition Companies: An Introduction」¹⁴

出所：NRI 作成

SPAC は 1992 年に制度化され、事業を持たない、いわば「空箱」の状態の上場し、株式公開より調達した資金で被買収会社と統合するものである。直近ではバリュエーションが難しいとされている E スポーツ関連の企業 (DraftKings) などが上場する手段として注目を浴びている。

図 27：SPAC の仕組みと事例

SPACの仕組み



SPACによる吸収合併の例

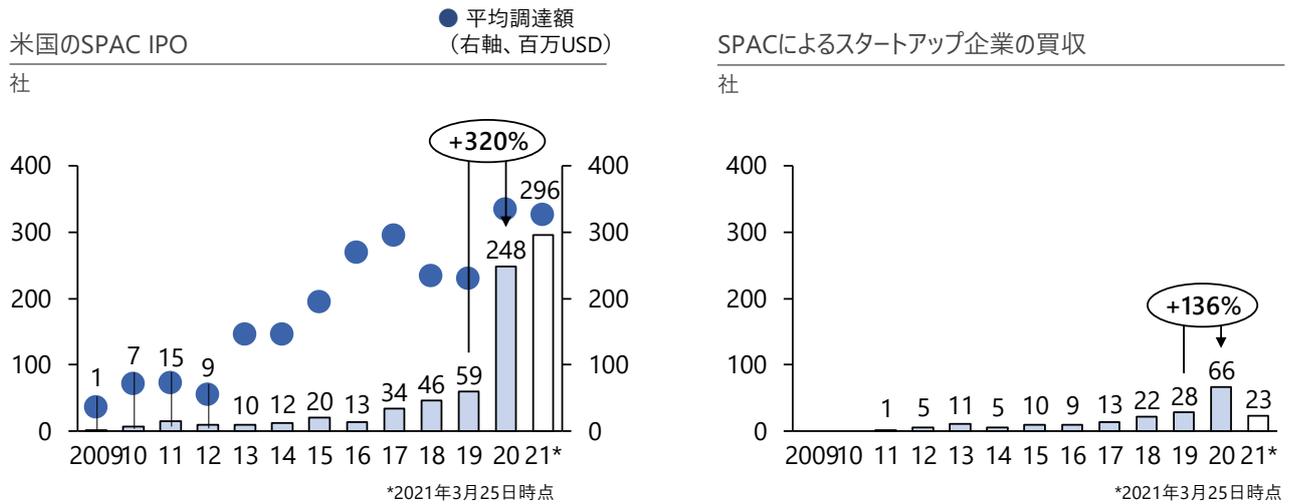
日付	買収ターゲット	SPAC (ティッカー)
2021/2/26	ChargePoint Holdings, Inc.	Switchback Energy Acquisition Corp (SBE)
2021/1/21	UWM Holdings Corporation	Gores Holdings IV, Inc (GHIV)
2020/12/18	Opendoor Technologies Inc.	Social Capital Hedosophia Hldgs II Corp (IPOB)
2020/12/16	Skillz	Flying Eagle Acquisition Corp (FEAC)
2020/12/2	Luminar Technologies, Inc.	Gores Metropoulos, Inc (GMHI)
2020/11/27	QuantumScape	Kensington Acquisition Corp (KCAC)
2020/11/17	MP Materials Corp.	Fortress Value Acquisition Corp (FVAC)
2020/4/23	DraftKings Inc	Diamond Eagle Acquisition Corp (DEAC)
2020/2/10	Vertiv Holdings Co	GS Acquisition Holdings Corp (GSAH)
2019/10/25	Virgin Galactic Holdings Inc	Social Capital Hedosophia (IPOA)

出所：野村資本市場研究所、各社報道よりより NRI 作成

2020 年に上場した SPAC は 248 社と従来の 4 倍近く増加した一方、同年 SPAC に買収された企業は 66 社 (対前年比 2.4 倍) と、上場するための「空箱」の供給が急速に伸びた。

¹⁴ URL : <https://corpgov.law.harvard.edu/2018/07/06/special-purpose-acquisition-companies-an-introduction/>

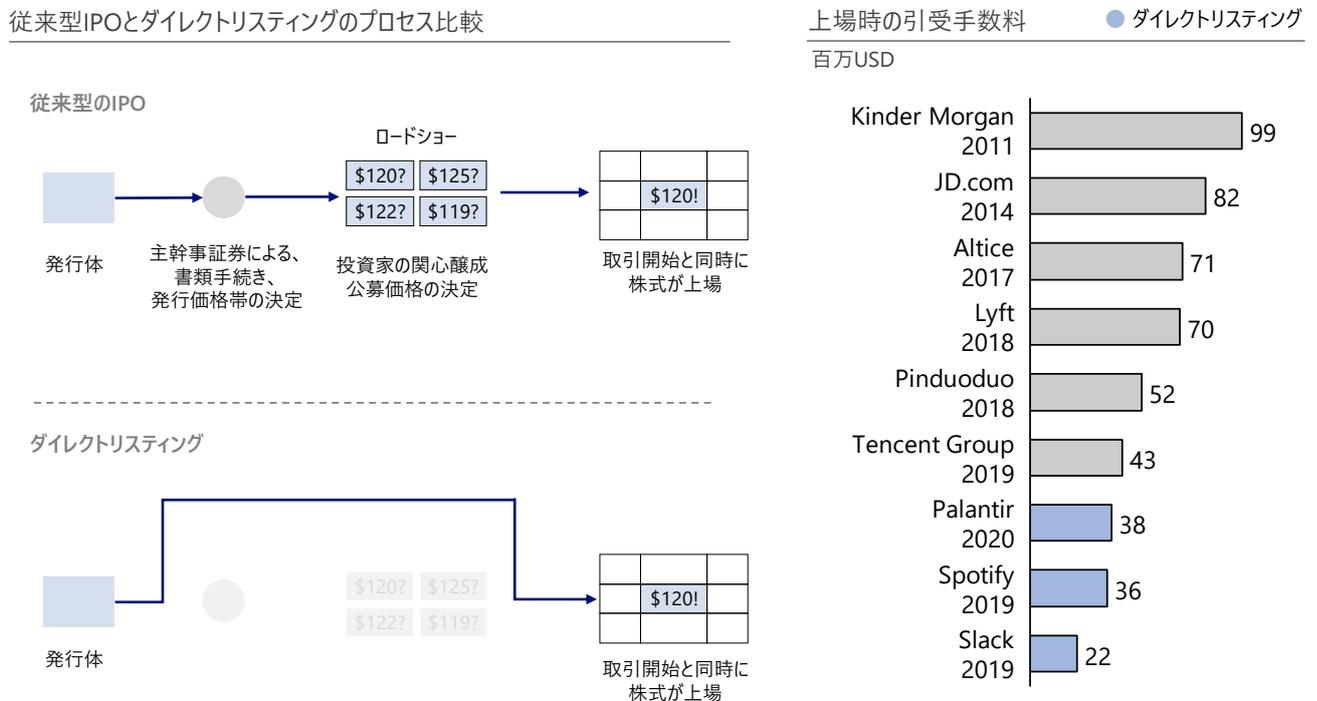
図 28：SPAC の上場と、SPAC とスタートアップ企業の統合



出所：spacinsider.com より NRI 作成 (2021年3月25日時点のデータに基づく)

SPACと同様に、IPOの代替手段として注目されているのがダイレクトリスティングである。特に通常のブックビルディングを介さず、名称通りそのまま上場することから、上場時の引受手数料がかからないことが特徴である。近年上場した Spotify や Slack のように、知名度の高いテック企業がダイレクトリスティングを採用する傾向が伺える。

図 29：従来型 IPO とダイレクトリスティングのプロセス比較



出所：The Wall Street Journal、「Palantir's IPO Shortcut: A Direct Listing」(2020年9月29日)より NRI 作成

ダイレクトリスティングを活用し得るのは、知名度が高い発行体等に限られるが、ダイレクトリスティングは既存株主に有利な売却機会を提供するとともに、投資機会の公平性を確保する上場方式として有意義な選択肢であるとされる。米国でダイレクトリスティングを果たした Spotify 社や Slack 社は知名度が高く、既に多くのユーザーを獲得していることからビジネスの内容が一般投資家に馴染みやすいという利点があった。

図 30：ダイレクトリスティング活用の条件と意義

ダイレクトリスティング (DL)		従来型IPO	
	Spotify社	Slack社	
初日 時価総額	256億USD	195億USD	
事業概要	音楽配信サービスを提供する消費者向けクラウドサービス = 高い知名度・理解が容易な事業	ビジネス上のコミュニケーションアプリを提供する企業向けクラウドサービス = 高い知名度・理解が容易な事業	知名度が低い事業等でも、証券会社による引受・投資家勧誘が可能
発行体の 資金需要	上場前から大規模調達が可能であり、キャッシュフローも安定していたため、 資金需要は限定的*		資金調達需要が比較的大きい
価格変動	①上場前株価ベース参考値:\$132 ②売価格:\$166 (①+26%) ③初日終値:\$149 (②-10%) →②で売却する既存株主に裨益	①上場前株価ベース参考値:\$26 ②売価格:\$38.5 (①+48%) ③初日終値:\$38.6 (②+0%) →②で売却する既存株主に裨益	②売価格:低い傾向 ③初値:②より高い傾向 →②で購入・③で売却する新規株主に裨益し易い
ロック アップ	上場直後の既存株主による売却に対して 規制 (ロックアップ) が無い		ロックアップ有
売出株の 購入者	個人投資家・機関投資家の別を問わず、高値を付けた投資家が購入者に		米国のIPOでは、売出株の大半が機関投資家に割り当てられる
			DL活用の条件① 発行体の知名度
			DL活用の条件② 発行体に資金需要が無い
			DLの意義① 既存株主に有利な価格形成
			DLの意義② 流動性向上・株価の安定性向上**
			DLの意義③ 投資機会の公平性

*米国では、これまで資金調達を伴わないダイレクトリスティングのみが認められていたが、2020 年末に、資金調達を伴うダイレクトリスティングも解禁された¹⁵。

**ロックアップ解除時には、株価にボラティリティが生じるが、ダイレクトリスティングであればこれを回避することができる¹⁶。

出所：経済産業省作成

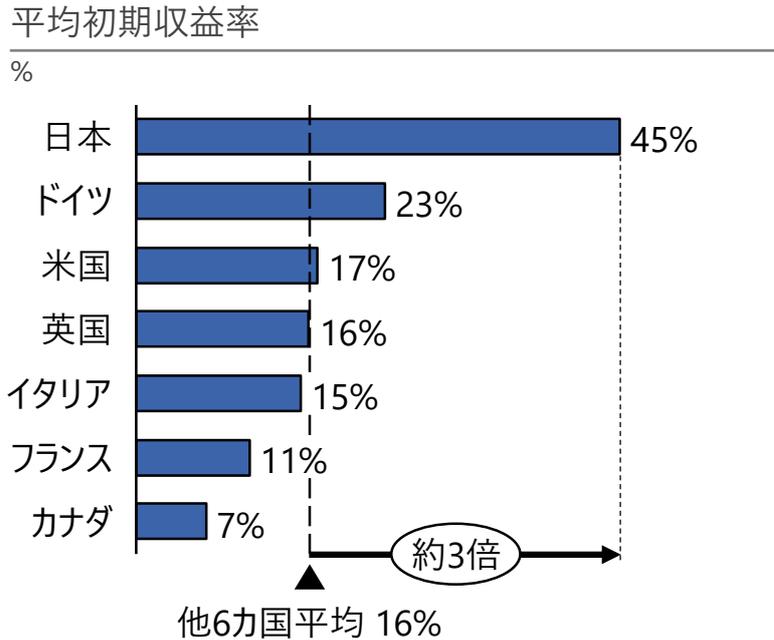
本章で紹介している SPAC やダイレクトリスティングは、上場予定企業の選択肢を増やす意味では有効な代替手段と言えるが、それ以前に、従来の IPO の株価形成プロセスに不満があることにより代替案が模索されたことを示唆している。

では日本の IPO 市場に焦点を当てるとどうか。日本の IPO は初期収益率が高く、スタートアップ企業が IPO を通して十分な資金供与を受けられない可能性が指摘されている。一例として公開価格に対する初値の高さを示す「初期収益率」は、先進 6 か国の長期間平均が 16%であるのに対し、我が国は 45%と高い水準にある。

¹⁵ URL : <https://www.bloomberg.com/news/articles/2020-12-22/silicon-valley-wins-as-sec-allows-direct-listings-to-raise-cash>

¹⁶ URL : <https://corpgov.law.harvard.edu/2018/07/05/spotify-case-study-structuring-and-executing-a-direct-listing/>

図 31：平均初期収益率¹⁷



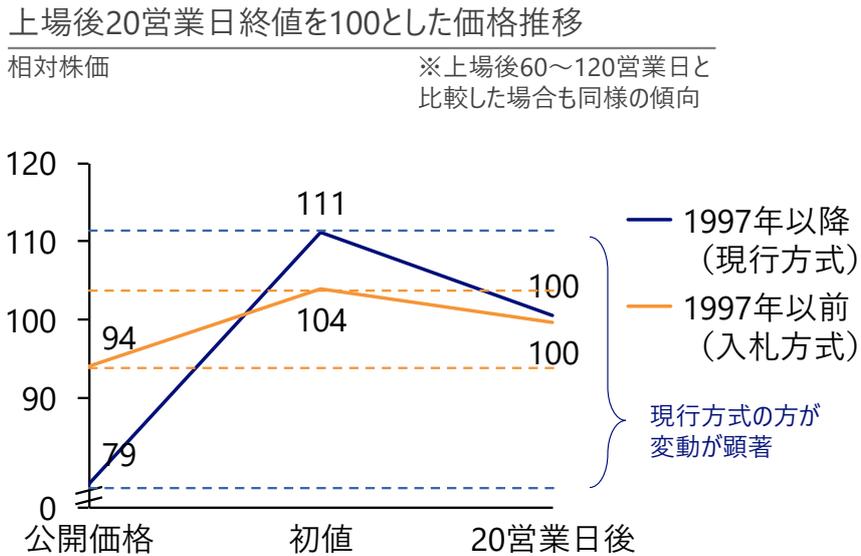
出所：金子隆「IPOの経済分析」（2019）、Jay Ritter「IPO Data¹⁸」よりNRI作成

初期収益率が高い要因としては、初値の高さ・公開価格の低さという2つが考えられるが、値動きが安定する上場後20営業日終値を適正価格とした場合、公開価格の低さによる影響が大きい。

¹⁷ 日本（1970年～2016年）3488件、ドイツ（1978年～2014年）779件、米国（1960年～2017年）13,001件、英国（1959～2012年）4932件、イタリア（1985～2013年）312件、フランス（1983～2010年）697件、カナダ（1971～2016年）743件。Loughran, Ritter and Rydqvist（2018年3月4日更新版）をもとに金子隆氏作成。

¹⁸ URL：<https://site.warrington.ufl.edu/ritter/ipo-data/>

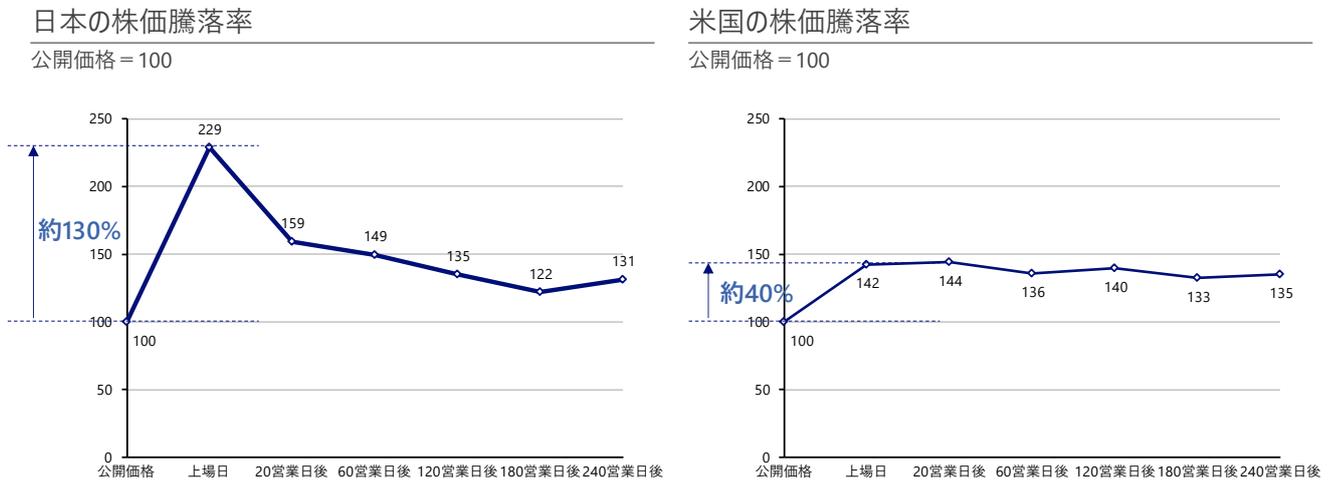
図 32：上場後 20 営業日終値を 100 とした価格推移¹⁹



出所：池田直史・金子隆「ブックビルディング方式は本当に優れているのか？」『三田商学研究第 57 巻第 6 号』（2015）より NRI 作成

更に、直近数年では我が国の初期収益率は更に上昇しており、2017 年-2020 年に新興市場で上場した銘柄の初期収益率は 130%程度まで伸びている。

図 33：日米の株価騰落率²⁰



出所：Capital IQ より NRI 作成

¹⁹ 1993 年～2012 年までのジャスダック・マザーズ・ヘラクレスで公開された株式を対象とし、市場条件の違いによる影響を排除するため、それぞれの株価はその時々々の株価指数でデフレートした中央値を用いている。また、公開日～基準日迄に株式分割を行った企業等を除外している。

²⁰ 上場時期の違いによるマクロ影響を排除するため、株価指数の騰落率を控除した。日本のデータは東証マザーズ市場の企業、米国のデータは 2017 年以降 NYSE、NASDAQ、AMEX に上場した企業が対象。

初期収益率が高いほど、上場予定会社にとって経済的な不利益が生じる点に注目したい。例えば 2013 年から 2020 年までの我が国新興市場（マザーズ、ジャスダック）において、①適正株価での発行規模想定（上場後株価が安定するとされる 20 営業日後株価ベース）と、②実際の発行規模（公開価格ベース）とを比較すると、1 社あたり平均 20 億円以上の経済損失が生じていることが示唆される。

表 13：新興市場の上場銘柄における想定経済損失²¹

新興市場（マザーズ、ジャスダック）の上場銘柄における想定経済損失

年	サンプル数	想定経済損失 (1社あたり平均値) (百万円)	発行規模 (1社あたり平均値) (百万円)	適正価格での発行規模 (1社あたり平均値) (百万円)
2013	40	4,401	1,746	6,147
2014	52	1,981	1,871	3,851
2015	70	1,022	2,048	3,071
2016	67	725	1,708	2,433
2017	65	2,368	1,750	4,118
2018	74	2,840	4,122	6,963
2019	59	1,888	3,103	4,992
平均値		2,048	2,405	4,453
合計値	427	874,628	1,026,864	1,901,492

出所：鈴木健嗣「日本の IPO 企業の資金調達に関する状況について」²²より作成

特に、小規模上場であれば上場後の株価の乱高下が顕著である。IPO に伴う新株と既存株の売出総額（「吸収金額」）が 50 億円（≒ 5,000 万 USD）以上の場合、日米の初期収益率水準に大きな差異は無い。他方、吸収金額が 10 億円未満の場合、70%程度という極めて高い水準となる。これに対し、米国では 1,000 万 USD（≒ 10 億円）未満の場合も初期収益率が 2.8%となっており、上場規模と初期収益率には関係が無い。

²¹ ※発行後 20 営業日時の調整済み株価（120 営業日後、240 営業日後、480 営業日後の株価を利用してもほぼ同様の結果）公開後のパフォーマンスについては、市場効果、規模効果、Value 株効果を考慮するべく規模、Value の 25(5 x 5)ポートフォリオリターンを利用。Value weighted index return を利用しても大きな結果は変わらない。

²² URL：<https://sites.google.com/view/suzukikatsushi/ipo%E8%AA%BF%E6%9F%BB>

表 14：吸収金額別初期収益率の日米比較²³

吸収金額別初期収益率（日本、2001年～2019年）

吸収金額	件数	割合	初期収益率
I 10億円未満	787	44%	69.6%
II 10億円以上、50億円未満	753	42%	38.2%
III 50億円以上、100億円未満	100	6%	11.5%
IV 100億円以上、500億円未満	112	6%	3.0%
V 500億円以上、1,000億円未満	18	1%	-4.7%
VI 1,000億円以上	30	2%	13.8%

吸収金額別初期収益率（米国、2001年～2019年）

吸収金額	件数	割合	初期収益率
I 1,000万ドル未満	57	3%	2.8%
II 1,000万ドル以上、5,000万ドル未満	345	16%	1.2%
III 5,000万ドル以上、1億ドル未満	656	30%	7.7%
IV 1億ドル以上、5億ドル未満	923	42%	11.7%
V 5億ドル以上、10億ドル未満	136	6%	6.2%
VI 10億ドル以上	70	3%	7.7%

出所：金子隆「日米比較を通してみる値付けの歪み－「IPO 神話」復活の兆しに問う－」『三田商学研究』第 63 巻第 5 号（2020 年 12 月）pp.91-114 より NRI 作成

更に、規模の小さい IPO ほど引受手数料が高い水準となっている。特に近年では引受手数料率そのものが増加している。また、引受手数料率の大小が IPO の件数と連動している点にも注目されたい。

表 15：吸収金額別引受手数料率（日本、2001年～2020年）

吸収金額別引受手数料率（日本、2001年～2020年）

上場時期		全規模	吸収金額			
			10億円未満	10億円以上、50億円未満	50億円以上、100億円未満	100億円以上
2001年～2020年	中央値	7.50%	8.00%	7.50%	7.00%	6.00%
	平均値	7.21%	7.49%	7.25%	7.04%	5.73%
	件数	1888	820	795	108	165
2001年～2005年	中央値	6.50%	7.00%	6.50%	6.00%	5.75%
	平均値	6.66%	6.92%	6.61%	6.45%	5.49%
	件数	747	329	326	42	50
2016年～2020年	中央値	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%	6.00%
	平均値	7.75%	8.03%	7.92%	7.55%	6.07%
	件数	441	165	201	30	45

直近5カ年の手数料が1-2%高い

← 規模の小さいIPOほど手数料が高い

出所：eol、EDINET 等の引受価額データを基に金子隆氏作成

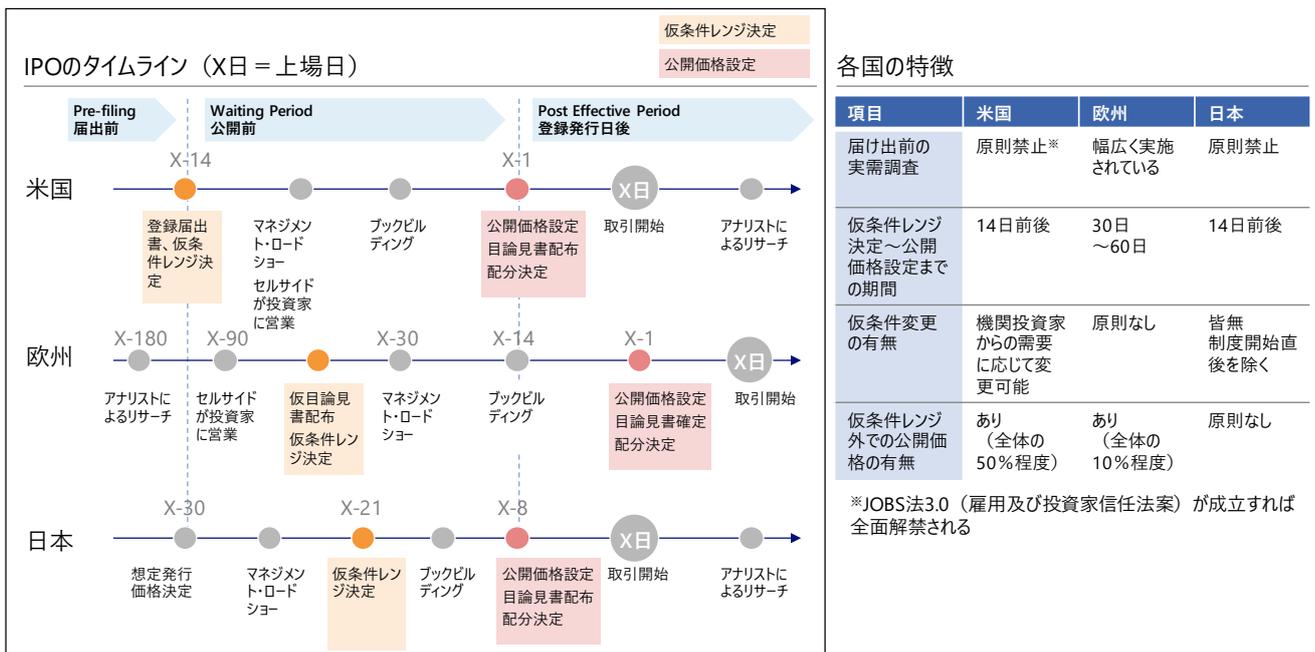
本章で公開価格と手数料について触れたが、改めて、通常の IPO において価格形成の要となるブックビルディングを振り返る。

²³ 日本は TOKYO PRO Market を除く国内の全市場で上場した IPO（ETF と REIT を除く）が対象。初期収益率は中央値を採用。

日本は米国や欧州と比較すると、価格幅が決まる仮条件レンジと、公開価格が決まるまでのステップが短い。発行体、引受証券会社は情報が少ない中で仮条件レンジにコミットせざるを得なく、投資家から十分なフィードバックを得られないため、引受証券会社は IPO 株の在庫処分などを意識して公開価格を低めに設定するインセンティブが働く可能性が指摘されている。

対する米国と欧州はそれぞれ仮条件レンジの設定から公開価格の決定まで、投資家との対話により市場のタイトを確認する期間が組み込まれている。

図 34：IPO の日欧米比較

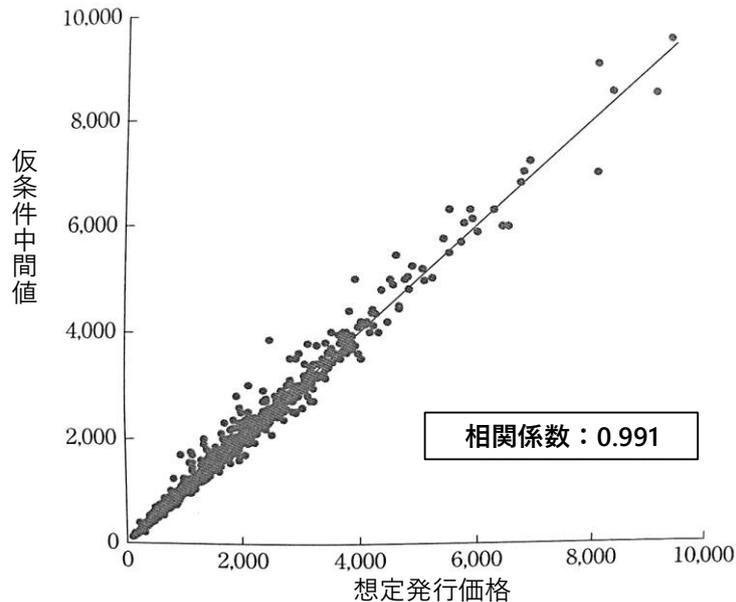


出所：Journal of Financial Economics, 「Why are European IPOs so rarely priced outside the indicative price range?」より NRI 作成

上場承認前に設定される想定発行価格は、その後設定される仮条件（一定のレンジで証券会社が提示する公開価格案）及び公開価格の水準に大きな影響を与える。例えば、我が国では、想定発行価格と仮条件レンジ中間値の相関係数が 0.991 となっている。

図 35：想定発行価格と仮条件中間値の設定水準

想定発行価格と仮条件中間値の設定水準



出所：金子隆「IPOの経済分析」（2019）（対象は2001～2017年のIPOで、作図の関係上1万円未満のIPOに限る）

また、我が国の公開価格設定において実需が反映されていない可能性が指摘される。ブックビルディングでは、慣習により、投資家が仮条件レンジの外で希望価格を申請できない仕様になっており、ブックビルディングの結果を踏まえて決定される公開価格も必ず仮条件レンジ内で設定される。公開価格を仮条件レンジ内で設定することは法令・自主規制等により定められているわけではなく、原因は明確でない。

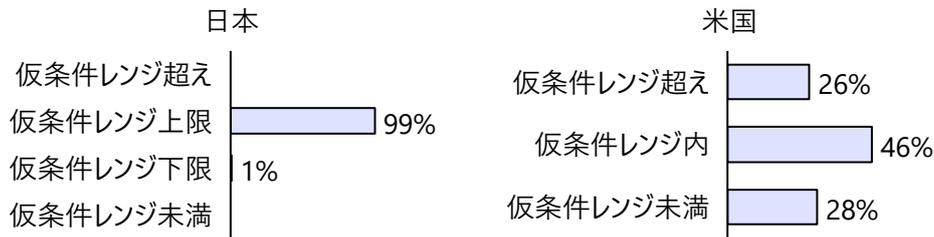
また、こうした慣習を前提として、「公開価格を仮条件レンジの上限に設定することで市場に対して『超過需要感』を強調するために、仮条件レンジを保守的に設定すべき」という認識が、業界の一般常識となっている。

このため、我が国では、99%超の公開価格が仮条件レンジの上限で設定されており、超過需要が生じる水準で公開価格が決定されていることが示唆される。これは、公開価格で売却に応じた既存投資家の機会損失、上場後高値掴みをした新規投資家の損失、株価乱高下による発行体側の健全な成長の阻害、といった弊害に直結し得る。

なお、米国では、仮条件レンジ外で公開価格が行われる場合が過半数であり、その時々々の需要量に応じて適切な公開価格水準が決定されていると考えられる。

図 36：仮条件レンジと公開価格の設定水準

仮条件レンジと公開価格の設定水準



出所：2019年の上場企業情報、Jay Ritter「IPO Data²⁴」を基にNRI作成（米国の対象は1990～2017年のIPO）

投資家に対する想定発行価格決定前の需要調査（届出前の需要調査、プレヒアリング）は、金商法第4条で禁止される「届出前の勧誘」に該当するか否かが明確でないため、殆どのIPOで実施されていない。

2014年の内閣府ガイドライン改定で、特定投資家や大量保有株主に対するプレヒアリングを合法化する旨が示されたが、日証協規則では非上場企業のIPOについて対象外となっている。この手の規制を緩和する方向で動いている米国とは対照的である。

図 37：プレヒアリングに関する日米比較

	日本 「届出前勧誘に該当しない行為の明確化」	アメリカ 「JOBS法3.0」
改正年月日	<ul style="list-style-type: none"> 2014年8月27日 	<ul style="list-style-type: none"> - (2018年7月下院通過)
法改正の背景	<ul style="list-style-type: none"> そもそもの目的は、投資家が不確実な情報に基づいた投資判断を強いられることの防止 一方で「募集・売出しの是非や価格の判断に支障（特にIPOやライツ・オフリング）」（2013年10月25日金融審議会事務局説明資料）が出るといった課題が存在 上記解決の一環として、販売圧力を受けにくい投資家に対し、プレヒアリングが限定的に解禁された 	<ul style="list-style-type: none"> トランプ政権下で投資機会の拡大と、発行体に対する規制緩和を目的にJOBS法2.0の見直しを実施 テスト・ザ・ウォーターの対象を全発行体に広げる検討は発行体に対する規制の一環として位置づけられる
法施行の対象出資者	<ul style="list-style-type: none"> 全ての発行体 (発行体を限定する主旨の記載なし) 	<ul style="list-style-type: none"> 2019年2月にテスト・ザ・ウォーターの対象を全ての発行体に拡大する方針でパブコメの募集を開始 (2015年のJOBS法2.0にてEGC※1に限定して解禁)
開示時期・対象	<ul style="list-style-type: none"> 適格機関投資家 特定投資家 大株主※2 	<ul style="list-style-type: none"> 適格投資家 (IAI) IAI適格機関購入者 (QIB)
備考	<ul style="list-style-type: none"> 改正に伴い、内閣府「開示ガイドライン」にて届出前勧誘に該当しないプレヒアリングを始めとする8つの項目が明記された ただし、日本証券業協会はプレヒアリングの合法的手続きを定めた「協会員におけるプレ・ヒアリングの適正な取扱いに関する規則」でIPO時のプレヒアリングを対象から除外するとともに、国内でのプレヒアリングを禁止している 	<ul style="list-style-type: none"> JOBS法3.0が施行された場合、ロードショーに先立って実施することが可能になる

出所：野村資本市場クォーターリ、日本取引所グループ、金融庁等よりNRI作成

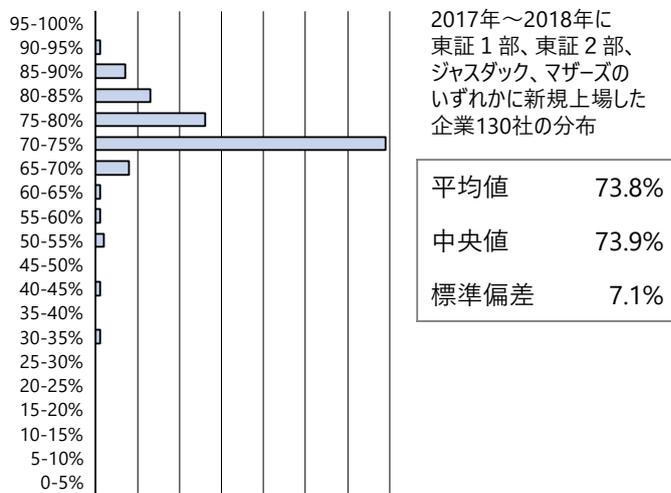
²⁴ URL：https://site.warrington.ufl.edu/ritter/ipo-data/

3.4.2. 安定的な投資家層の確保

日本では慣習上、IPO 株の割当先は「機関投資家：個人＝3：7」となっていることが殆どで、機関投資家が十分な購入量を確保できていない上、短期売買中心の個人の株主比率が高まり、発行体の短期主義化を進めている。加えて、発行体が投資家を指定する、いわゆる「親引け」は原則として禁止されていることから、発行体は投資家を選べない構造となっている。

図 38：IPO 株の配分割合

新規株式公開企業の引受証券による個人顧客への配分割合
個人への配分割合



- 発行体としては、業界に詳しく、最終的には相談相手のように長期的な関係をもてる投資家の配分を多くしたい。(サービス業)
- 投資家が発行体を選ぶ一方、選ばれた発行体はそれに応じざるを得ない点に違和感がある。(サービス業)
- 日本は個人投資家への配慮から公平分配の原則が定められているのではないかと感じられる。くじ引きの導入など公平性の原則は重視されている印象を受ける。個人投資家について公平に分配するのは問題ないが、機関投資家にまでこの原理を適用する必要はないのではないかと。(サービス業)

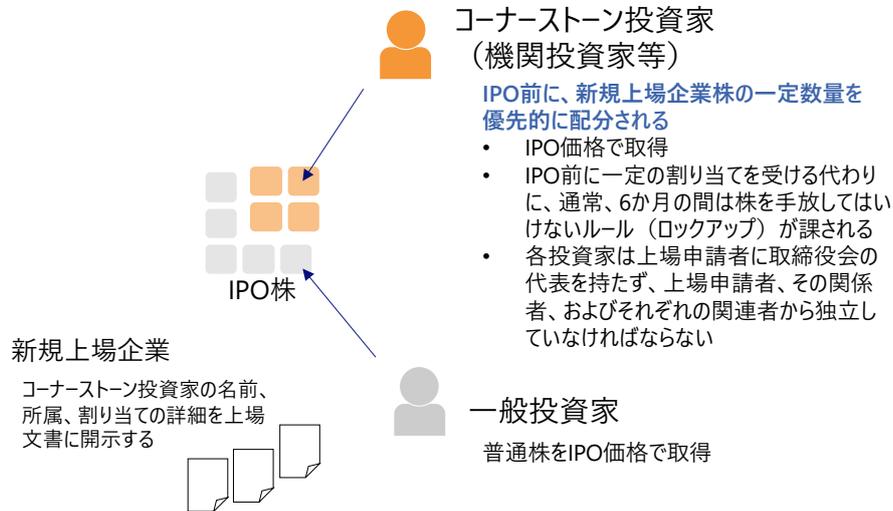
出所：経済産業省「企業の長期成長に資する市場構造の在り方等の検討について」、企業ヒアリングよりNRI作成

このように IPO 株が個人に多く割り当てられる反面、我が国機関投資家は IPO 株の十分な購入量を確保できていない。このため、上場する会社はプレヒアリング・ロードショーで購入意欲の無い機関投資家に話を聞くことになる場合も少なくない。

他方、香港では、長期保有が期待でき発行体の中長期的な成長を支えられる機関投資家に対し、新規上場企業株の一定量を優先的に配分する「コーナーストーン投資家」制度が導入されている。「コーナーストーン投資家」は IPO 株の購入価格と保有期間にコミットすることで、上場する会社にとって安定的な投資家層を確保できる。

図 39：「コーナーストーン投資家」制度

「コーナーストーン投資家」制度（香港）



出所：香港取引所公表資料、2019年10月23日金融審議会市場構造WG資料²⁵よりNRI作成

「コーナーストーン投資家」制度においては機関投資家が上場する企業を選ぶことを前提としているが、逆に上場する企業が投資家を選べる「親引け」制度を紹介する。

発行者が指定する販売先への売付けや、販売先を示唆する等実質的に類似する行為（「親引け」）については、投資家間の公平性確保や、「株の持ち合い」に対する批判から、原則禁止とされてきた。他方、日証協規則第2条第2項第1～3号に規定する要件を満たす場合には、例外的に許容されている。

現在は、発行体の従業員持株会や重要取引先に対する「親引け」が殆どで、機関投資家に対して行われることは少ない。

²⁵ URL： https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/market-str/doc/1023/01/05.pdf

表 16：親引け制度

<p><日証協「株券等の募集等の引受け等に係る顧客への配分に関する規則」抄> (適切な配分)</p> <p>第2条 協会員は、募集等の引受け等を行うに当たっては、市場の実勢、投資需要の動向等を十分に勘案したうえで、当該募集等の引受け等に係る株券等の配分が、公正を旨とし、合理的な理由なく特定の投資家に偏ることのないよう努めなければならない。</p> <p>2 引受会員（引受規則第2条第8号に規定する引受会員をいう。以下同じ。）は、株券等の募集又は売出しの引受けを行うに当たっては、親引け（発行者が指定する販売先への売付けをいい、販売先を示唆する等実質的に類似する行為を含む。以下この項及び次項において同じ。）を行ってはならない。ただし、次の各号に掲げるすべての要件に該当する場合は、この限りではない。</p> <p>一 当該親引けを行ったとしても前項の規定に反する配分にならないと当該引受会員が判断したこと。</p> <p>二 当該株券等の発行者が、当該親引けについて、親引け予定先（当該親引けによる配分を予定している者をいう。以下同じ。）の状況（親引け予定先の概要、発行者と親引け予定先との間の関係、親引け予定先の選定理由、親引けしようとする株券等の数、当該親引けに係る株券等の保有方針、親引け予定先における払込みに要する資金等の状況及び親引け予定先の実態をいう。）、当該親引けに係る株券等の譲渡制限、発行条件に関する事項、当該親引け後の大株主の状況、株式併合等の予定の有無及び内容、その他参考になる事項を、有価証券届出書又は発行登録書の提出後において適切に公表すること。</p> <p>三 当該募集に係る払込期日若しくは払込期間の最終日又は当該売出しに係る受渡期日から180日を経過する日まで継続して所有することの確約を、主幹事会員（引受規則第2条第9号に規定する主幹事会員をいう。以下同じ。）が親引け予定先から書面により取り付けること。</p> <p>3 (略)</p>	<p><マザーズ>パークシャがストップ高 トヨタが親引けで大株主に 2017年9月25日日本経済新聞</p> <p>…人工知能（AI）のアルゴリズムを開発しており、先週22日に上場した。証券会社が株券を発行者の指定する販売先へ売る「親引け」により、トヨタ（7203、1部）が大株主となった。23日付の日経新聞朝刊が「トヨタも出資」と報じ、改めて個人投資家の人気を集めている。</p>
---	--

出所：日本証券業協会「株券等の募集等の引受け等に係る顧客への配分に関する規則（平 9.8.8）」

本章で紹介した「コーナーストーン投資家」ならびに「親引け」は、いずれも上場する企業が機関投資家に IPO 株を購入してもらうことを目的とした仕組みである。

海外では、引受証券会社は配分先個社情報を配分前に発行体と共有した上で、配分先について協議する。例えば米国では2011年に施行されたFINRA（金融取引規制機構）のルール5131によると、新株の配分プロセスの透明性を高めている。

他方我が国では、配分先個社情報は、原則配分後事後的に発行体へ共有されるため、証券会社が実需に応じた配分を行っているかを確認する手段が無い。

図 40：ブックビルディング結果に関する発行体への情報共有

FINRA Rule 5131（米国）の場合



1. 配分前^前に共有し、配分先について協議
2. 配布後^後に報告

日本の場合



配分後^後に共有（事後連絡のため、協議なし）

出所：FINRA Rule 5131「New Issue Allocations and Distributions」より NRI 作成

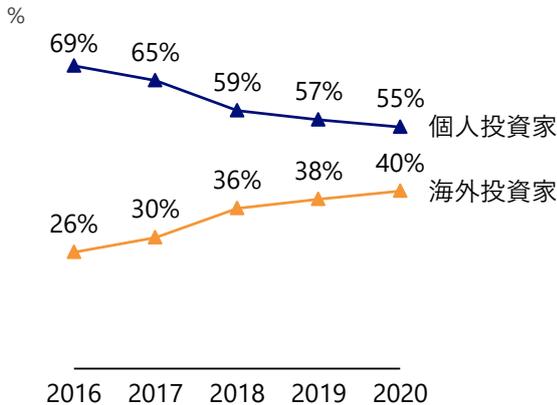
今回の調査でヒアリングしたスタートアップ企業や最近上場を果たした企業は、長期志向の機関投資家に自社株を購入してもらい、安定した投資家基盤形成について意欲的だった。とりわけテック系企業やスタートアップ企業のバリュエーションに知悉した海外の機関投資家を希望する意見が目立った。

近年、世界的なグロース株人気等により、かつて個人投資家が売買金額の7割を占めたマザーズ市場は、今や海外投資家が4割以上を占める市場になっている。こうした中で、海外投資家のIPO参画は進み、2017年は海外での募集・売出を行ったIPOが15件で、全体の16%に相当する（海外調達には旧臨報方式を含む）。

他方で、コストや海外投資家の購入可能な株数が少ないことなどにより、海外調達件数は近年頭打ちしている（16件、全体の17%）。

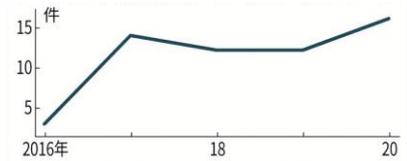
図 41：マザーズの売買金額に占める海外投資家の割合

マザーズの売買金額に占める海外投資家の割合



海外投資家を呼び込む際の課題

<海外調達を伴うIPO件数推移*>



- ① 海外調達に要するコストが課題になる場合もある
- ② 機関投資家に割り当てられる吸収金額が少ない場合、海外投資家が投資したくてもできない
- ③ そもそもの吸収金額が少ない場合も同様

出所：2021/01/19 日本経済新聞「縮まる距離（上）新興、海外マネーで育つ」、JPX グループ「投資部門別売買状況」より NRI 作成

IPO 株を国内外で同時に募集する「グローバルオファリング」を採択する企業の狙いは、まさに海外の機関投資家へのアクセスだが、それには相応なコストを伴う。特に米国の投資家となると、いわゆる規則 144A に則った登録が必要だが、上場費用が国内オファリングの7-8倍で3-4億円とされているが、そのうち大半が弁護士費用となっている。

図 42：投資家募集の種類

対象投資家	国内 欧州・アジア 北米	海外調達			
		国内調達	旧臨報	RegS	144A
海外RS (ロードショー)	○ (▲) ×	○ ▲ ×	○ ○ ×	○ ○ ○	
作成資料	有価証券届出書、目論書 和文資料	有価証券届出書、目論書 和文資料、ネット資料	有価証券届出書、目論書 臨時報告書、英文目論見書 和文資料、英文資料	有価証券届出書、目論書 臨時報告書、英文目論見書 和文資料、英文資料	
審査	引受審査	引受審査	引受審査 海外法準拠のDD	引受審査 海外法準拠のDD	
費用（概算）	40~60百万円	50~80百万円	150~200百万円	300~400百万円	
うち、弁護士費用		3割程度	4割程度	6-7割	

出所：有識者ヒアリングより NRI 作成

4. 参考資料

4.1. スタートアップ企業の IPO

表 17：2011 年以降の、米国スタートアップ企業の IPO（上場時の時価総額順、上位 50 社）

発行体	上場日	調達額 (百万 USD)	上場時の 時価総額 (百万 USD)	公開価格 (USD)	初値 (USD)
Uber	2019/5/9	8,100	82,400	45.00	42.00
Airbnb	2020/12/10	3,488	47,000	68.00	146.00
DoorDash	2020/12/9	3,370	39,000	102.00	182.00
Snowflake	2020/9/16	3,360	33,203	120.00	245.00
Snap	2017/3/2	3,400	33,000	17.00	24.00
Roblox	2021/3/10	-	30,000	0.00	64.50
Twitter	2013/11/7	1,820	24,566	26.00	45.10
Lyft	2019/3/29	2,340	24,000	19.00	-
Altice USA	2017/6/21	1,900	22,112	30.00	31.60
Palantir Technologies	2020/9/30	1,864	22,000	-	10.00
Opendoor	2020/12/21	1,000	18,000	26.00	54.50
Royalty Pharma	2020/6/18	2,175	16,670	28.00	56.39
Dell	2018/12/28	24,000	16,000	8.50	46.00
Wish	2020/12/16	1,104	14,087	24.00	22.75
Unity Technologies	2020/9/17	1,300	13,700	52.00	75.00
Warner Music Group	2020/6/3	1,925	12,750	25.00	27.00
Groupon	2011/11/4	700	12,708	-	-
GoodRx	2020/9/22	1,142	12,670	10.00	-
Pinterest	2019/4/18	1,400	12,660	19.00	23.75
Nikola Motor Company	2020/6/4	-	12,000	-	-
Affirm	2021/1/13	1,200	11,900	10.00	8.00
C3 AI	2020/12/9	651	9,630	42.00	100.00
Zoom	2019/4/18	751	9,229	36.00	65.00
Dropbox	2018/3/23	756	9,200	-	46.46
Pharmaceutical Product Development	2020/2/5	1,620	9,163	14.00	5.15
SmileDirectClub	2019/9/12	1,300	8,900	23.00	20.55
Elanco	2018/9/19	1,510	8,550	24.00	32.25
Bumble	2021/2/11	2,150	8,200	18.00	20.82
Peloton	2019/9/25	1,160	8,100	29.00	27.00
Avantor Performance Materials	2019/5/17	2,898	8,014	14.00	14.72
Oscar Health	2021/3/3	1,400	7,920	39.00	36.00
Datadog	2019/9/19	648	7,830	-	2.21
Albertsons Companies	2020/6/25	800	7,664	16.00	15.50
Moderna Therapeutics	2018/12/6	604	7,565	11.00	61.57
VICI Properties	2018/1/2	1,210	7,000	20.00	20.00
Clover Health	2021/1/8	1,200	7,000	-	-
Zynga	2011/12/16	1,000	6,990	10.00	11.00

Maravai Life Sciences	2020/11/24	1,863	6,956	8.00	3.15
Root Insurance	2020/10/28	724	6,732	27.00	26.00
Kosmos Energy Ltd.	2011/5/11	594	6,730	18.00	19.50
The Carlyle Group	2012/5/3	671	6,699	4.00	-
CrowdStrike	2019/6/12	612	6,600	-	-
Levi Strauss & Co.	2019/3/20	623	6,553	17.00	22.22
DraftKings	2020/4/24	-	6,500	-	3.42
Sotera Health	2020/11/24	1,233	6,381	23.00	28.26
Sana Biotechnology	2021/2/4	588	6,380	25.00	35.00
Invitation Homes	2017/2/1	1,540	6,042	20.00	20.10
Legend Biotech	2020/6/5	424	5,945	-	42.97
Bentley Systems	2020/9/22	237	5,747	12.50	9.24
Asana	2020/9/30	630	5,500	-	27.00

出所：Crunchbase より NRI 作成

表 18：2011 年以降の、英国スタートアップ企業の IPO（上場時の時価総額順、上位 50 社）

社名	上場日	調達額 (百万 GBP)	上場時の 時価総額 (百万 GBP)	公開価格 (GBP)	初値 (GBP)
Funding Circle	2018/9/28	300.0	1,500.0	4.4	4.6
Just Eat	2014/4/10	360.0	1,470.0	-	-
Boohoo Group	2014/3/21	-	560.0	0.5	0.6175
Sensyne Health	2018/8/16	60.0	225.0	1.75	1.805
Team17 Software	2018/5/25	107.5	217.0	1.65	2.35
QUIZ	2017/7/28	102.7	200.0	-	-
Arix Bioscience	2017/2/17	100.0	187.0	2.07	2.1
Draper Esprit	2016/6/17	145.0	173.0	3	3.065
Shield Therapeutics	2016/2/12	32.5	162.0	1.5	-
Mind Gym	2018/7/3	55.8	145.0	-	-
Sumo Group plc	2017/12/21	38.5	145.0	1	1.14
eve Sleep	2017/5/18	35.0	139.7	1.01	1.055
Inspects Group	2020/2/28	23.5	138.0	1.95	1.95
Anexo Group	2018/6/20	25.0	110.0	1	1.035
The City Pub Company	2017/11/24	46.6	102.2	1.7	1.81
OnTheMarket	2018/2/9	30.0	100.0	1.65	1.635
Kropz	2018/12/3	27.3	96.1	-	0.435
Manolete Partners	2018/11/30	16.3	76.3	-	-
essensys	2019/5/29	28.0	72.6	1.51	1.65
Nexus Infrastructure Plc	2017/7/17	35.0	70.5	1.85	1.88
GRC International Group plc	2018/3/5	5.0	69.0	0.7	0.825
Renalytix AI	2018/11/6	25.0	65.1	-	1.225
Mirriad	2017/12/12	26.2	63.2	-	-
Argo Mining	2018/8/6	32.0	61.0	-	-
LoopUp	2016/8/24	11.0	54.0	1	1.125
Diaceutics	2019/3/21	17.0	53.0	0.76	0.845
Keystone Law	2017/12/1	9.4	50.0	1.6	1.905
finnCap	2018/12/7	3.8	47.1	0.28	0.285
Cake Box Holdings	2018/6/29	16.5	43.2	1.08	1.305
Mode	2020/10/5	7.5	40.0	0.5	0.525
Induction Healthcare Group	2019/5/22	14.6	34.1	1.15	1.185
Maistro	2012/10/12	6.5	32.6	-	-
Ten Lifestyle Group Plc	2017/11/29	14.2	32.2	1.34	1.42
Cerillion	2016/3/18	15.0	32.0	0.76	0.785
Velocity Composites	2017/5/15	14.4	30.4	0.85	0.865
Quixant	2013/5/21	3.9	30.0	0.46	0.485
Angling Direct Ltd.	2017/7/13	9.0	27.4	0.64	0.7
Cellular Goods	2021/2/26	-	25.0	0.05	0.2
Beeks Financial Cloud	2017/12/1	7.0	24.5	0.5	0.43
Xpediator	2017/8/11	5	24.2	0.24	0.24992
i-nexus	2018/6/20	10.0	23.4	-	-
Immotion Group plc	2018/7/12	5.8	20.0	0.1	0.1425
Verditek	2017/8/10	2.8	16.5	0.09	0.09

Trackwise Designs PLC	2018/7/25	5.5	15.5	1.05	1.085
GetBusy Plc	2017/8/10	3.0	13.7	-	0.395
Crossword Cybersecurity	2018/12/14	2.0	13.6	-	3.075
Digitalbox	2019/2/28	-	13.3	-	0.15
KRM22	2018/5/1	10.3	12.3	1	1.32
Bidstack	2018/9/1	-	12.0	-	-
Altus Strategies	2017/8/10	1.1	10.8	0.1	0.5375

出所：Crunchbase より NRI 作成

4.2. SPAC の上場、非上場企業買収

表 19：米国における SPAC の上場²⁶

上場年	件数	調達額（百万 USD）	平均（百万 USD）
2021	297	97,017.60	326.7
2020	248	83,334.70	336
2019	59	13,600.30	230.5
2018	46	10,751.90	233.7
2017	34	10,048.50	295.5
2016	13	3,499.20	269.2
2015	20	3,902.40	195.1
2014	12	1,749.80	145.8
2013	10	1,455.30	145.5
2012	9	490.5	54.5
2011	15	1,081.50	72.1
2010	7	502.6	71.8
2009	1	36	36

出所：spacinsider.com より NRI 作成（2021 年 3 月 25 日時点のデータに基づく）

表 20：SPAC の被買収案件一覧²⁷

	SPAC 名称	業種・セクター	被買収先	日付
1	Replay Acquisition Corporation	Fintech	Finance of America	2021-03-26
2	Foley Trasimene Acquisition Corporation II	Fintech - Payments	Paysafe	2021-03-25
3	CIIG Merger Corporation	Automotive - EV Vans	Arrival	2021-03-24
4	Longevity Acquisition Corporation *	Biotech	LBP Service Corporation	2021-03-19
5	Newborn Acquisition Corporation	Automotive Tech	Nuwe Holding Corp.	2021-03-17
6	Roth CH Acquisition I Company	Sustainability	Paylocity Holding Corporation	2021-03-16
8	InterPrivate Acquisition Corporation	Tech - Automotive	Aeva Technologies, Inc.	2021-03-11
7	Colonnade Acquisition Corporation	Tech - Lidar	Ouster, Inc.	2021-03-11
9	CF Finance Acquisition Corporation II	Manufacturing - Glass	View, Inc.	2021-03-08
10	Switchback Energy Acquisition Corporation	Auto-tech, EV	Chargepoint Holdings Inc.	2021-02-26
11	Longview Acquisition Corporation	Med Device	Butterfly Network, Inc.	2021-02-12
13	Panacea Acquisition Corporation	Biotech	Nuvation Bio Inc.	2021-02-10
12	Mountain Crest Acquisition Corporation	Lifestyle, Media	PLBY Group, Inc.	2021-02-10
14	INSU Acquisition Corp. II	Insurance	Metromile, Inc.	2021-02-09
15	CC Neuberger Principal Holdings I	Tech - Software	E2open Parent Holdings, Inc.	2021-02-04

²⁶ 2021 年 3 月 30 日時点のデータに基づく

²⁷ 2021 年 3 月 30 日時点のデータに基づく

16	AMCI Acquisition Corporation *	Energy - Hydrogen Fuel Tech	Andritz AG	2021-02-03
17	FS Development Corporation	Biotech	Gemini Therapeutics, Inc.	2021-02-03
18	Novus Capital Corporation	Agri-Tech	AppHarvest, Inc.	2021-02-01
19	Gores Holdings IV, Inc.	Financial Services	UWM Holdings Corporation	2021-01-21
20	Oaktree Acquisition Corporation	Healthcare, Telehealth	Hims & Hers Health, Inc.	2021-01-20
21	South Mountain Merger Corporation	Fintech	BTRS Holdings Inc.	2021-01-12
22	Acomar Partners Acquisition Corporation	Consumer / Automotive	CarLotz, Inc.	2021-01-08
23	Social Capital Hedosophia Holdings Corporation III	E-healthcare, Insurance	Clover Health Investments, Corp.	2021-01-07
24	Tottenham Acquisition I Limited *	Biopharma	Clene Inc.	2020-12-30
27	Live Oak Acquisition Corporation	Materials - Bioplastics	Danimer Scientific, Inc.	2020-12-29
26	Landcadia Holdings II	Gaming	Golden Nugget Online Gaming, Inc.	2020-12-29
25	dMY Technology Group, Inc.	Software & Services	Rush Street, LLC	2020-12-29
28	RMG Acquisition Corporation	Auto Tech - batteries	Romeo Power, Inc.	2020-12-28
29	LifeSci Acquisition Corporation	Biotech	VINCI SA	2020-12-22
30	Pivotal Investment Corporation II	Auto-tech, EV	Xilinx, Inc.	2020-12-22
33	Monocle Acquisition Corporation *	Aerospace, Defense, Tech	AerSale Corporation	2020-12-21
32	Megalith Financial Acquisition Corporation *	Fintech	BM Technologies, Inc.	2020-12-21
31	Hennessy Capital Acquisition Corporation IV *	Automotive - EV	Canoo Inc.	2020-12-21
34	PropTech Acquisition Corporation	Proptech	Porch Group Inc.	2020-12-21
35	Schultze Special Purpose Acquisition Corporation *	Cannabis	Clever Leaves Holdings Inc.	2020-12-17
36	Social Capital Hedosophia Holdings Corporation II	Proptech	Open Text Corporation	2020-12-17
37	Flying Eagle Acquisition Corporation	Gaming	Skillz Inc.	2020-12-16
38	Opes Acquisition Corporation *	Dining, Hospitality	BurgerFi International, Inc.	2020-12-15
39	LF Capital Acquisition Corporation *	Homebuilding	Auto Trader Group plc	2020-12-14
40	Haymaker Acquisition Corporation II	Retail - Convenience Stores	Arko Corp.	2020-12-09
41	Tenzing Acquisition Corporation*	Healthcare - Pharma	Reviva Pharmaceuticals Holdings, Inc.	2020-12-09
42	Trine Acquisition Corporation	Manufacturing	Desktop Metal, Inc.	2020-12-08
43	HL Acquisition Corporation *	Energy - Hydrogen Fuel	Fusion Fuel Green PLC	2020-12-04
44	Gores Metropoulos	Tech - Automotive	Luminar Technologies, Inc.	2020-12-02
45	Kensington Capital Acquisition Corporation	Automotive - Batteries	Restaurant Brands International Inc.	2020-11-25
46	Legacy Acquisition Corporation *	E-commerce - Auto Parts	IDEX Corporation	2020-11-20
47	Orisun Acquisition Corporation *	TMT	Ukraine	2020-11-17
48	Fortress Value Acquisition Corporation	Metals & Mining	MPLX LP	2020-11-13
49	B. Riley Principal Merger Corporation II	Batteries, Storage	Eos Energy Enterprises, Inc.	2020-11-12
50	NetFin Acquisition Corporation	Fintech	Triton	2020-11-10
51	KBL Merger Company IV *	Biotech	180 Life Sciences Corp.	2020-11-06
52	CF Finance Acquisition Corporation *	Diversified Financial Services	GCM Grosvenor Inc.	2020-11-03
53	Healthcare Merger Corporation	Telehealth	SOC Telemed, Inc.	2020-10-30
54	Conyers Park II Acquisition Corporation	Consumer Services	Advent International Corporation	2020-10-28
55	Spartan Energy Acquisition Corporation *	Energy	Fisker Inc.	2020-10-27
56	ARYA Sciences Acquisition Corporation II	Biotech	Cerence Inc.	2020-10-26
57	DiamondPeak Holdings Corporation	Automotive - EV	Lordstown Motors Corp.	2020-10-23
58	Fintech Acquisition Corporation III	FinTech	Paya Holdings Inc.	2020-10-15
59	Forum Merger II Corporation *	Consumer Foods	Tattooed Chef, Inc.	2020-10-15
60	Software Acquisition Group, Inc.	Software	Curium SAS	2020-10-14
61	Insurance Acquisition Corporation	Auto Insurance	Shift Technologies, Inc.	2020-10-13
62	Churchill Capital Corporation III	Healthcare Providers & Services	MultiPlan Corporation	2020-10-08

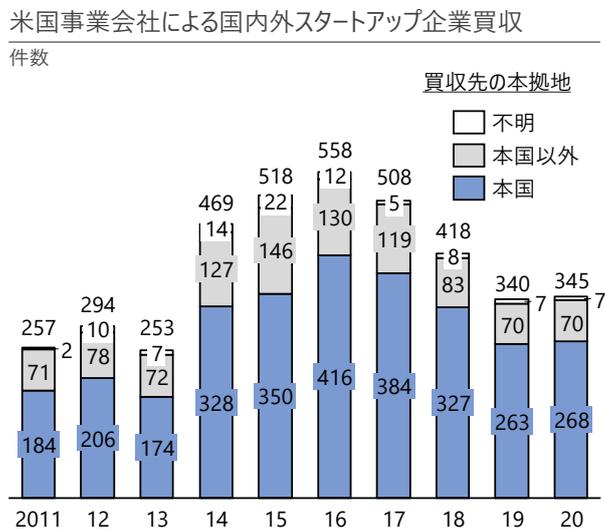
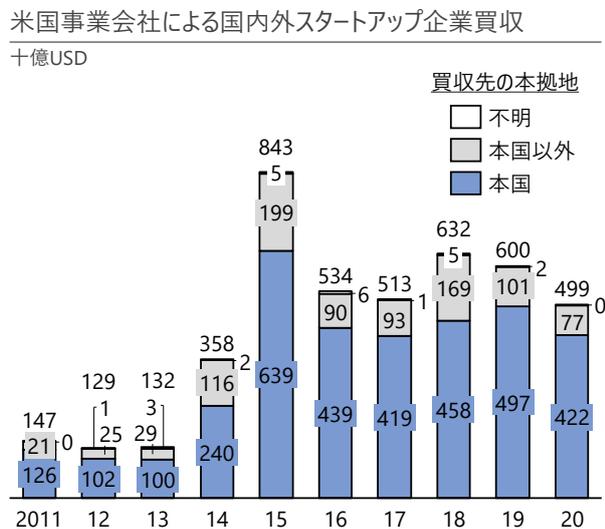
63	Tortoise Acquisition Corporation	Energy - North America	Hyliion Holdings Corp.	2020-10-01
64	Graf Industrial Corporation *	Tech - Automotive	Velodyne Lidar, Inc.	2020-09-29
65	8i Enterprises Acquisition Corporation *	Fintech	Diginex Limited	2020-09-15
67	Far Point Acquisition Corporation *	Consumer Services	British Pound	2020-08-28
66	Collier Creek Holdings	Consumer Food & Staples Retailing	Utz Brands, Inc.	2020-08-28
68	Pure Acquisition Corporation *	Energy	HighPeak Energy, Inc.	2020-08-24
69	Leo Holdings Corporation *	Digital Marketing	Digital Media Solutions, Inc.	2020-07-14
70	Gordon Pointe Acquisition Corporation *	Interactive Media & Services	Hall of Fame Resort & Entertainment Company	2020-06-30
71	ARYA Sciences Acquisition Corporation	Biotech	Immatics N.V.	2020-06-29
72	Act II Global Acquisition Corporation	Consumer Food & Staples Retailing	Whole Earth Brands, Inc.	2020-06-25
73	Nebula Acquisition Corporation*	Technology	Open Lending Corporation	2020-06-10
74	Proficient Alpha Acquisition Corporation	China	Lion Group Holding Ltd.	2020-06-04
75	VectoIQ Acquisition Corporation *	Technology	Nikola Corporation	2020-06-03
76	Mudrick Capital Acquisition Corporation *	Post-bankruptcy	Hycroft Mining Holding Corporation	2020-06-01
77	Diamond Eagle Acquisition Corporation	Software & Services	DraftKings Inc.	2020-04-23
78	Pensare Acquisition Corporation*	Telecom: wireless	American Virtual Cloud Technologies, Inc.	2020-04-07
79	EdtechX Holdings Acquisition Corporation	Education/ Ed Tech	Meten EdtechX Education Group Ltd.	2020-03-30
80	DD3 Acquisition Corporation	Consumer Durables & Apparel	Betterware de Mexico, S.A.B. de C.V.	2020-03-13
81	Tiberius Acquisition Corporation	Financial Services/ Insurance	International General Insurance Holdings Ltd.	2020-03-13
82	Wealthbridge Acquisition Limited *	Transportation/ Aviation-China	The J. M. Smucker Company	2020-03-07
83	ChaSerg Technology Acquisition Corporation	Software & Services	Grid Dynamics Holdings, Inc.	2020-03-05
84	TKK Symphony Acquisition Corporation	China Consumer	Glory Star New Media Group Holdings Limited	2020-02-15
85	Boxwood Merger Corporation	Commercial & Professional Servics	Atlas Technical Consultants, Inc.	2020-02-14
86	B. Riley Principal Merger Corporation	Construction & Engineering	Alta Equipment Group Inc.	2020-02-11
87	Gores Holdings III, Inc.	Aerospace Services	PAE Incorporated	2020-02-10
88	GS Acquisition Holdings Corporation	IT Infrastructure	Vertiv Holdings Co	2020-02-06
89	Mosaic Acquisition Corporation *	General/ Broad	Vivint Smart Home, Inc.	2020-01-17
91	Twelve Seas Investment Company	Pan-Eurasian	Brooge Energy Limited	2019-12-20
90	Pivotal Acquisition Corporation	Likely to be disrupted	KLDiscovery Inc.	2019-12-20
92	Health Sciences Acquisition Corporation	Biopharma/Medtech	Immunovant, Inc.	2019-12-19
93	New Frontier Corporation	China New Economy	New Frontier Health Corporation	2019-12-19
94	GigCapital, Inc.*	Technology	Keller Group plc	2019-11-25
95	TPG Pace Holdings Corporation*	General/Broad	Accel Entertainment, Inc.	2019-11-20
96	Trinity Merger Corporation	Real Estate	Broadmark Realty Capital Inc.	2019-11-14
97	DFB Healthcare Acquisition Corporation	Healthcare	AdaptHealth Corp.	2019-11-08
98	Chardan Healthcare Acquisition Corporation	healthcare	BiomX Inc.	2019-10-28
99	Social Capital Hedosophia Holdings Corporation*	Technology	Virgin Galactic Holdings, Inc.	2019-10-25
100	Greenland Acquisition Corporation*	China	GTEC Holdings Ltd.	2019-10-24
101	Modern Media Acquisition Corporation*	Media & Entertainment	Hipgnosis Songs Fund Limited	2019-09-11
102	Constellation Alpha Capital Corporation*	Healthcare: India	DermTech, Inc.	2019-08-30
103	Black Ridge Acquisition Corporation*	Energy: upstream	Allied Esports Entertainment Inc.	2019-08-09

104	Capitol Investment Corporation IV	General/ Broad	Nesco Holdings, Inc.	2019-07-31
105	Thunder Bridge Acquisition, Limited	Financial Services	Repay Holdings Corporation	2019-07-11
106	Jensyn Acquisition Corporation*	Tech: IT Cosulting	Peckham Industries, Inc.	2019-06-20
107	MTech Acquisition Corporation	Cannabis	Akema Corp.	2019-06-17
108	One Madison Corporation	Consumer Products	Ranpak Holdings Corp.	2019-05-20
109	Bison Capital Acquisition Corporation*	Media, Entertainment, Consumer, Healthcare	Xynomic Pharmaceuticals Holdings, Inc.	2019-05-14
110	Churchill Capital Corporation	Tech/ Software	Clarivate Plc	2019-05-13
111	CM Seven Star Acquisition Corporation*	General/ Broad	Kaixin Auto Holdings	2019-04-30
112	Hunter Maritime Acquisition Corporation*	Maritime Shipping: Int'l	Hunter Maritime Acquisition Corp.	2019-03-21
113	Haymaker Acquisition Corporation	Consumer	OneSpaWorld Holdings Limited	2019-03-06
114	Platinum Eagle Acquisition Corporation	Media & Entertainment	Thales S.A.	2019-03-06
115	Union Acquisition Corporation	Latin America	Bioceres Crop Solutions Corp.	2019-02-27
116	GTY Technology Holdings Inc.*	Technology	GTY Technology Holdings Inc.	2019-02-14
117	Federal Street Acquisition Corporation	Healthcare	Agiliti, Inc.	2019-01-03
118	Stellar Acquisition III Inc.*	General/ Broad	Phunware, Inc.	2018-12-26
119	Draper Oakwood Technology Acquisition, Inc.*	Technology	Reebonz Holding Limited	2018-12-19
120	Industrea Acquisition Corporation	Industrials	Concrete Pumping Holdings, Inc.	2018-12-04
121	Landcadia Holdings, Inc.*	Hospitality	Waitr Holdings Inc.	2018-11-15
122	I-AM Capital Acquisition Company *	India	Simplicity Esports and Gaming Company	2018-11-09
123	Kayne Anderson Acquisition Corporation	Energy	Altus Midstream Company	2018-11-06
124	Easterly Acquisition Corporation*	Financial Services	Sirius International Insurance Group	2018-11-02
125	Matlin & Partners Acquisition Corporation	Under-performing/ Distressed	U.S. Well Services, Inc.	2018-11-02
127	Hennessy Capital Acquisition Corporation III	Industrials	NRC Group Holdings Corp.	2018-10-17
126	Gores Holdings II, Inc.	General/ Broad	Verra Mobility Corporation	2018-10-17
128	Osprey Energy Acquisition Corporation	Energy	Falcon Minerals Corporation	2018-08-20
129	Atlantic Acquisition Corporation	Ethnic/Minority	HF Foods Group Inc.	2018-08-10
130	Fintech Acquisition Corporation II	Fintech	International Money Express, Inc.	2018-07-20
131	TPG Pace Energy Holdings Corporation	Energy	Magnolia Oil & Gas Corporation	2018-07-17
132	National Energy Services Reunited Corporation	Energy	National Energy Services Reunited Corp.	2018-05-18
133	M I Acquisition, Inc.	TMT	Priority Technology Holdings, Inc.	2018-04-19
134	M III Acquisition Corporation	Infrastructure	Infrastructure and Energy Alternatives, Inc.	2018-03-21
135	Andina Acquisition Corporation II	Latin America	Lazydays Holdings, Inc.	2018-03-15
136	Forum Merger Corporation	General/ Broad	Camaron Petroleum Limited	2018-02-20
137	Global Partner *	General/ Broad	Purple Innovation, Inc.	2018-02-20
139	Silver Run Acquisition Corporation II	Energy	Alpha Metallurgical Resources, Inc.	2018-02-06
138	JM Global Holding Company *	Consumer Products	Code Chain New Continent Limited	2018-02-06
140	Boulevard Acquisition Corporation II	Waste	Estre Ambiental, Inc.	2017-12-22
141	CF Corporation	Insurance	FGL Holdings	2017-11-30
142	GP Investments Acquisition Corporation	Enterprise Software Support	Rimini Street, Inc.	2017-10-11
143	Double Eagle Acquisition Corporation	Modular Homes	WillScot Mobile Mini Holdings Corp.	2017-09-15
144	Harmony Merger Corporation	Liquidified Natural Gas	NextEra Energy, Inc.	2017-07-24
145	Pacific Special Acquisition Corporation	Tech (China)	Borqs Technologies, Inc.	2017-07-14
146	Quinpario Acquisition Corporation 2	FinTech	Exela Technologies, Inc.	2017-07-12
147	Conyers Park Acquisition Corporation	Consumer Foods	The Simply Good Foods Company	2017-07-07
148	Capitol Acquisition Corporation III	Media	Cision Ltd.	2017-06-29
149	KLR Energy Acquisition Corporation	Oil & Gas	-	2017-04-27

150	Pace Holdings Corporation	Hotel / Resort	Playa Hotels & Resorts N.V.	2017-03-01
151	Hennessy Capital Acquisition Corporation II	Transportation	Daseke, Inc.	2017-02-28
152	E-Compass Acquisition Corporation	Grocery (China)	iFresh Inc.	2017-02-13
153	Arowana Inc	Asia Energy	VivoPower International PLC	2016-12-28
154	Hydra Industries Acquisition Corporation	General / Broad	Inseego Corp.	2016-12-23
155	Terrapin 3 Acquisition Corporation	General / Broad	Yatra Online, Inc.	2016-12-16
156	Gores Holdings Inc	General / Broad	Hostess Brands, Inc.	2016-11-04
157	Silver Run Acquisition Corporation	Oil and Gas	Centennial Resource Development, Inc.	2016-10-11
158	FinTech Acquisition Corporation	Fintech	Chris-Craft Industries	2016-08-01
159	1347 Capital Corporation	Insurance	Limbach Holdings, Inc.	2016-07-21
160	DT Asia Investments Limited	Asia	Roan Holdings Group Co., Ltd.	2016-07-06
161	WL Ross Holding Corporation	Distress	Nexeo Solutions, Inc.	2016-06-09
162	Cambridge Capital Acquisition Corporation	GovTech	Ability Inc.	2015-12-23
163	Global Defense & National Security Systems	Cyber Security	STG Group, Inc.	2015-11-24
164	Sino Mercury Acquisition Corporation	China	Wins Finance Holdings Inc.	2015-10-28
165	Chart Acquisition Corporation	Government	TMP Steel Corporation	2015-08-03
166	Boulevard Acquisition Corporation	AgTech	AgroFresh Solutions, Inc.	2015-07-29
167	Capitol Acquisition Corporation II	Cruiseline	Linde plc	2015-07-08
168	Levy Acquisition Corporation	Hospitality	Del Taco Restaurants, Inc.	2015-06-30
169	Silver Eagle Acquisition Corporation	General / Broad	Vedior N.V.	2015-03-31
170	HF2 Financial Management Inc.	Financial Services	ZAIS Group LLC	2015-03-17
171	Hennessy Capital Acquisition Corporation	Industrial	Blue Bird Corporation	2015-02-24
172	Aquisition Corporation	Marine transportation	KBS Fashion Group Limited	2014-10-31
173	CIS Acquisition Limited	Russia / Eastern Europe	mytheresa.com GmbH	2014-10-08
174	Quartet Merger Corporation	General / Broad	Pangaea Logistics Solutions, Ltd.	2014-10-02
175	Quinpario Acquisition Corporation	General / Broad	Jason Industries, Inc.	2014-06-30
176	Infinity Cross Border Acquisition Corporation	Canada, Europe, Africa, Israel	Glori Energy Inc.	2014-04-14
177	Lone Oak Acquisition Corp.	General/ Broad	Arabella Exploration, LLC	2013-12-24
178	Andina Acquisition Corporation	South & Central America	Tecnoglass Inc.	2013-12-20
179	Prime Acquisition Corporation	China	Prime Acquisition Corp.	2013-09-30
180	Trio Merger Corp.	General/ Broad	SAExploration Holdings, Inc.	2013-06-24
181	ROI Acquisition Corporation	Consumer/ Restaurants	EveryWare Inc.	2013-05-21
182	Selway Capital Acquisition Corp.	General/ Broad	Healthcare Corporation of America	2013-04-10
183	SCG Financial Acquisition Corporation	Financial Services	RMG Networks Holding Corporation	2013-04-08
184	Azteca Acquisition Corp.	Mexico	Hemisphere Media Group, Inc.	2013-04-04
185	China Growth Equity Investment Limited	China	Pro Medicus Limited	2013-02-26
186	Nautilus Marine Acquisition Corporation	Marine Shipping	-	2013-02-13
187	Global Eagle Acquisition Corporation	General/ Broad	Global Eagle Entertainment Inc.	2013-01-31
188	Universal Business Payment Solutions Acquisition Corporation	Financial Services	Jt Pyyny Oy	2012-12-31
189	Empeiria Acquisition Corp.	General/ Broad	Integrated Drilling Equipment Holdings Corp.	2012-12-14
190	Cazador Acquisition Corp.	Europe, Latin America, Asia	NetEase, Inc.	2012-11-11
191	RLJ Acquisition Corp.	General/ Broad	RLJ Equity Partners, LLC	2012-10-03
192	JWC Acquisition Corp.	Consumer/ Retail	Tile Shop Holdings, Inc.	2012-08-21
193	57th Street General Acquisition Corporation	General/Broad	Crumbs Bake Shop, Inc.	2011-05-05
194	GSME Acquisition Partners I	China		2010-12-16

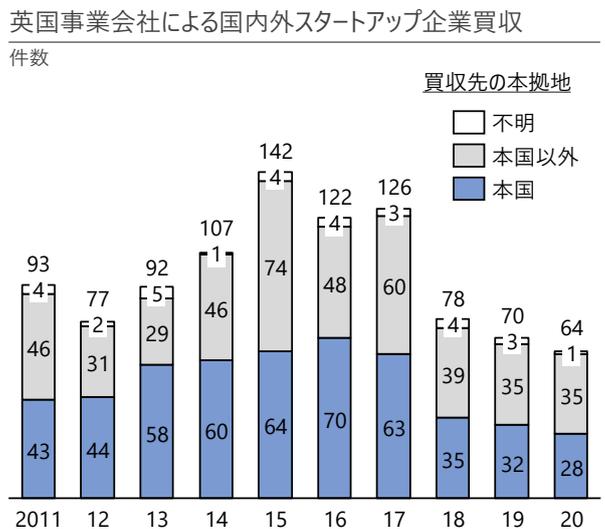
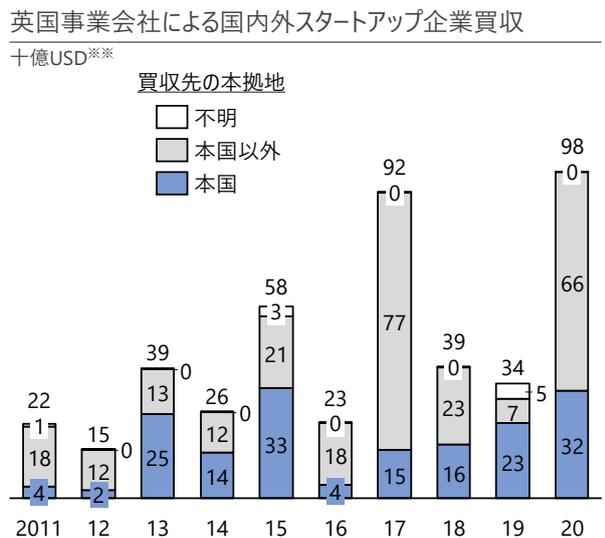
出所：spacinsider.com より NRI 作成（2021 年 3 月 25 日時点のデータに基づく）

図 43：米国の上場企業による国内外スタートアップ買収



出所：Crunchbase より NRI 作成

図 44：英国の上場企業による国内外スタートアップ買収



出所：Crunchbase より NRI 作成

経済産業省御中

令和2年度産業経済研究委託事業

**我が国事業会社とスタートアップによるオープンイノベーションを通じた
産業競争力強化に関する調査研究報告書**

2021年3月

株式会社野村総合研究所

目次

1. 我が国事業会社による国内外スタートアップとの特定事業活動に係る実態	6
1.1. 調査の背景	6
1.2. 調査の目的	7
1.3. 調査の内容	8
1.3.1. 我が国事業会社による国内外スタートアップとの特定事業活動に係る実態の調査	8
1.3.2. 国内外スタートアップの Exit に係る実態の調査	8
1.4. 実施期間	8
2. 我が国事業会社による国内外スタートアップとの特定事業活動に係る実態	9
2.1. はじめに	9
2.2. OI 促進税制の利用状況	9
2.3. オープンイノベーションの促進効果	13
2.3.1. 効果その1 事業会社によるスタートアップ企業投資の下支え	13
2.3.2. 効果その2 スタートアップ企業向け投資の「あとひと押し」	14
2.3.3. 効果その3 海外投資の下支え	15
2.4. 税制利用に至らなかった要因の検証	16
2.5. OI 促進税制の要件を踏まえた、今後の支援策の方向性	20
2.5.1. 金額要件	21
2.5.2. 投資主体に係る要件	22
2.5.3. 保有期間の要件	23
2.5.4. 設立年数の要件	24
2.6. 今後のスタートアップ企業投資を促進するための視点	25
2.6.1. 投資先の Exit 促進	25
2.6.2. 出資形態の多様化	26
2.6.3. スタートアップ企業の資金以外のニーズ	27
3. 国内外スタートアップの Exit に係る実態	29
3.1. はじめに	29
3.2. 国内外スタートアップ企業の Exit	29
3.3. 国内スタートアップ企業の Exit の実態調査	31
3.4. 国内スタートアップ企業の Exit 促進に向けた論点	35
3.4.1. 資金調達ニーズの充足	36
3.4.2. 安定的な投資家層の確保	47
4. 参考資料	52

4.1.	スタートアップ企業の IPO.....	52
4.2.	SPAC の上場、非上場企業買収.....	56

図目次

図 1：OI 促進税制の概要.....	7
図 2：大企業による投資.....	10
図 3：中小企業による投資.....	11
図 4：設立年別の案件.....	12
図 5：投資主体の分布.....	12
図 6：国内ベンチャー企業投資額（投資家タイプ別）.....	13
図 7：申請前のスタートアップ企業投資実績.....	15
図 8：海外スタートアップ企業向け投資.....	15
図 9：ハードルとなった要件（全体像）.....	17
図 10：申請企業要件のハードル.....	18
図 11：出資企業要件のハードル.....	18
図 12：行為要件のハードル.....	19
図 13：行為要件のハードル（つづき）.....	19
図 14：スタートアップ企業の資金調達額.....	22
図 15：海外スタートアップ企業の資金調達額.....	22
図 16：投資主体要件における子法人の位置づけ.....	23
図 17：スタートアップ企業の Exit までの年数.....	24
図 18：設立年数に関する申請企業の声.....	24
図 19：スタートアップ企業の Exit 予定.....	26
図 20：出資形態の種類.....	26
図 21：米ウォルマートによる Flipkart 買収概要.....	27
図 22：スタートアップ企業とのオープンイノベーション.....	28
図 23：スタートアップ企業の経営ニーズ.....	29
図 24：国内スタートアップ企業の Exit 予定.....	30
図 25：国内外 IPO の件数と資金調達額.....	30
図 26：スタートアップ企業の買収.....	31
図 27：SPAC の仕組みと事例.....	37
図 28：SPAC の上場と、SPAC とスタートアップ企業の統合.....	38
図 29：従来型 IPO とダイレクトリスティングのプロセス比較.....	38
図 30：ダイレクトリスティング活用の条件と意義.....	39
図 31：平均初期収益率.....	40
図 32：上場後 20 営業日終値を 100 とした価格推移.....	41
図 33：日米の株価焼酎率.....	41
図 34：IPO の日欧米比較.....	44
図 35：想定発行価格と仮条件中間値の設定水準.....	45
図 36：仮条件レンジと公開価格の設定水準.....	46

図 37：プレヒアリングに関する日米比較.....	46
図 38：IPO 株の配分割合.....	47
図 39：「コーナーストーン投資家」制度.....	48
図 40：ブックビルディング結果に関する発行体への情報共有.....	50
図 41：マザーズの売買金額に占める海外投資家の割合.....	51
図 42：投資家募集の種類.....	51
図 43：米国の上場企業による国内外スタートアップ買収.....	61
図 44：英国の上場企業による国内外スタートアップ買収.....	61

表目次

表 1：OI 促進税制利用状況（2021 年 3 月 22 日時点）.....	10
表 2：OI 促進税制に関連する報道（抜粋）.....	14
表 3：アンケート確認事項.....	16
表 4：その他ハードルとなった要件（自由回答より）.....	20
表 5：税制対象企業からの声.....	21
表 6：今後のスタートアップ企業投資を促進するための視点.....	25
表 7：回答企業一覧.....	32
表 8：大企業の調査結果.....	33
表 9：大企業（出資者）の調査結果（つづき）.....	34
表 10：スタートアップ企業の調査結果.....	35
表 11：上場予定企業（スタートアップ企業）が Exit によって充足したいニーズ.....	36
表 12：上場手法の比較.....	36
表 13：新興市場の上場銘柄における想定経済損失.....	42
表 14：吸収金額別初期収益率の日米比較.....	43
表 15：吸収金額別初期収益率.....	43
表 16：親引け制度.....	49
表 17：2011 年以降の、米国スタートアップ企業の IPO.....	52
表 18：2011 年以降の、英国スタートアップ企業の IPO.....	54
表 19：米国における SPAC の上場.....	56
表 20：SPAC の被買収案件一覧.....	56

1. 我が国事業会社による国内外スタートアップとの特定事業活動に係る実態

1.1. 調査の背景

近年、政府成長戦略実行計画でも指摘されてきた通り、我が国事業会社は営業利益に対する設備投資や研究開発費の比率が低下しているが、米国を始めとする海外企業は上昇している。この結果、製造業やサービス業において新製品や新サービスを投入した企業の割合は、我が国が先進国中最も低い状況となっている。

こうした状況を解決する手段として、コーポレート・ベンチャーキャピタル（CVC）が着目されてきた。例えば、CVC投資を行う企業ほど、特許で測定されたイノベーションの程度が高くなること¹や、既存大企業がベンチャーキャピタルと共同でベンチャー投資を行うことで、その大企業の経営層による不連続な技術変化への注意を促す効果を生むこと（Maula et al., 2013）²など、投資を行う事業会社側への様々な便益が実証されている。また、CVCの支援を受けたスタートアップの方が、ベンチャーキャピタルに支援を受けたスタートアップ企業よりもイノベーションの成果が大きくなること³など、投資を受けるスタートアップ企業への便益も実証されている。

他方で、我が国事業会社によるスタートアップ企業と連携したオープンイノベーションについては、欧米に大きく劣る水準にある。我が国大企業によるスタートアップ企業の買収件数は、以前欧米中国よりも低調であり、また、欧米では、IT業界に限らずヘルスケア、広告、金融サービス、商業など広範囲の業界に及ぶが、日本では、業界を問わず少ない⁴。

令和2年度税制改正では、こうした背景を踏まえ、法人税改正の第一番目の措置として、国内の事業会社又はその国内CVCが、国内外のスタートアップ企業の新規発行株式を一定額以上取得する場合、その取得価額の25%が所得控除される税制⁵が創設された（オープンイノベーション促進税制、以下OI促進税制）。

¹ Dushnitsky, G., and M. J. Lenox. 「When Do Incumbents Learn from Entrepreneurial Ventures? Corporate Venture Capital and Investing Firm Innovation Rates.」 (2005) Research Policy 34(5): 615-639.

² Maula, M. V. J., T. Keil, and S. A. Zahra. 「Top Management's Attention to Discontinuous Technological Change: Corporate Venture Capital as an Alert Mechanism」 (2013) Organization Science 24(3): 926-947

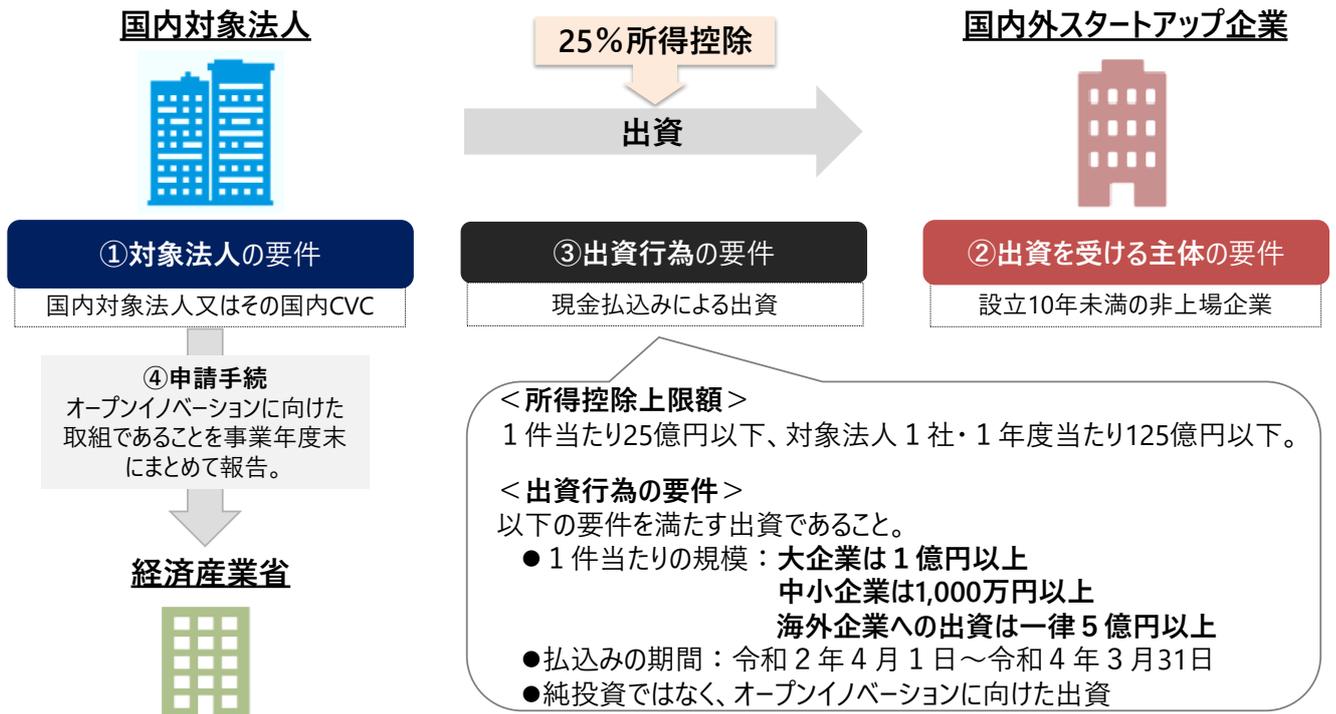
³ Chemmanur, T. J., E. Loutschina, and X. Tian. 「Corporate Venture Capital, Value Creation, and Innovation.」 (2014) Review of Financial Studies 27(8): 2434-2473.

⁴ 経済産業省「第1回 産業構造審議会成長戦略部会事務局資料①」45-46頁

⁵ 経済産業省「オープンイノベーション促進税制」ウェブサイト

https://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/open_innovation/kankeihorei/200706_oizeisei_gaiyoshiryō.pdf

図 1：OI 促進税制の概要



出所：経済産業省 OI 促進税制説明資料

他方、当該制度創設以降、コロナ禍等による市場環境の変化が顕著となった結果、その制度趣旨の実現に向けて講ずるべき措置の再検討が求められている。

1.2. 調査の目的

本調査では、現行制度を用いたオープンイノベーションの実態を調査するとともに、スタートアップ企業の Exit（事業会社による買収や、IPO のことをいう）の多様化をはじめとしたリスクマネーの供給促進によるオープンイノベーションの実質的強化及びスタートアップ・エコシステム全体の育成に向けて、必要な措置の在り方を検討した。

1.3. 調査の内容

1.3.1. 我が国事業会社による国内外スタートアップとの特定事業活動に係る実態の調査

国内外における経営資源活用の共同化に関する調査に関する省令（令和二年経済産業省令第三十六号）及び国内外における経営資源活用の共同化に関する調査に関する省令の規定に基づく経済産業大臣の証明に係る基準等（令和二年経済産業省告示第八十五号）に掲げる事項のうち、特別新事業開拓事業者（いわゆるスタートアップ企業のこと）に係る事項について、スタートアップ企業 8 者程度に対するメールによる簡易アンケート又はオンライン会議システムによる 30 分間程度のヒアリング調査を行った。

1.3.2. 国内外スタートアップの Exit に係る実態の調査

国内外スタートアップ企業の Exit について、事業会社による買収と上場（IPO）に係る課題を整理した上で、事業会社によるスタートアップ企業買収について、売上シナジーや研究開発シナジーの創出という観点から見た成功事例・失敗事例の調査及びその要因分析を行った。

調査方法は、文献・ウェブサイト等による情報収集、国内事業会社・スタートアップ企業 25 者程度に対するメールによる簡易アンケート及び国内外事業会社 5 者程度やスタートアップ企業の Exit に係る専門家 5 者程度に対するヒアリングとした。

また、上記調査に加えて、諸外国のスタートアップ企業の EXIT 手法の多様化の実態を把握するため、既存のデータベースやメディアから情報を取得・編集することを通じて、直近 10 年間の欧米諸国（1～2 か国程度）におけるスタートアップ企業の IPO、特別買収目的会社（SPAC）の上場・SPAC による非上場企業買収、ダイレクトリスティング、事業会社によるスタートアップ企業買収の実例について、件数、EXIT の日付、買収会社の概要、対象会社の概要、買収規模等の基礎的な情報を一覧的に確認できるリストを作成した。

1.4. 実施期間

2021 年 3 年 3 月 9 日から 2021 年 3 年 3 月 30 日まで。

2. 我が国事業会社による国内外スタートアップとの特定事業活動に係る実態

2.1. はじめに

OI 促進税制初年度は、ウイズコロナ期における事業会社のスタートアップ企業向け投資を下支えし、資金供給の面で一定の成果があったといえる。

他方、スタートアップ企業の事業環境は主に次のような変化があったと思われる。まず、これまで以上に「技術開発⇒実装」のスパンが短縮化されていることに鑑み、マイルストーン投資によるオープンイノベーションだけではなく、買収を促すような支援も考えられる。しかし、日本では2018年以降、買収件数が半減している上、日本の事業会社はコロナもあり内部留保をため込む傾向を強化している。2021年3月12日発表の法人企業景気予測調査によれば、「20年度の利益配分で何を重視するか」に対し、「設備投資」と回答した大企業は26.2%で前年比-2.6%で、「内部留保」と答えた企業は19.6%と前年比+2.2%である。また、資金以外の経営資源の供給は必ずしも活発とは言えないなど、オープンイノベーションの更なる進展に向けた課題も顕在化している。

更に、国内スタートアップ企業の Exit 環境についても検討の余地がある。更なる事業拡大等のために資金調達をする手段として IPO を視野に入れているスタートアップ企業が多いにも関わらず、国内スタートアップ企業の IPO はここ数年で横ばいとなっている。その一因として、ブックビルディング方式の IPO により公開価格が低く設定される傾向がある（初期収益率が100%以上と高く、上場する企業にとって経済損失を伴っている）。また、国内の IPO 株式の7割近くが個人投資家に割り振られており、発行体にとって安定的な投資家層をなす機関投資家による IPO への参加が限られていることも挙げられる。

2.2. OI 促進税制の利用状況

本章は OI 促進税制の、現時点での利用見込み状況を振り返りつつ、その効果を分析する。

2021年3月22日時点での相談案件は105件・356億円に上り、うち既にオープンイノベーション（OI）に資することが確認された案件は証明済も含め63件・231億円（2021年3月22日時点）。うち、99件が国内スタートアップ企業向けで、6件が海外スタートアップ企業、事業規模別では大企業が105件中88件を占める。

表 1：OI 促進税制利用状況（2021 年 3 月 22 日時点）⁶

案件数（件）	総計	大企業			中小企業		
		合計	国内SU	海外SU	合計	国内SU	海外SU
総数	105	88	82	6	17	17	0
証明済	18	10	10	0	8	8	0
OI要件事前確認済	63	49	44	5	14	14	0

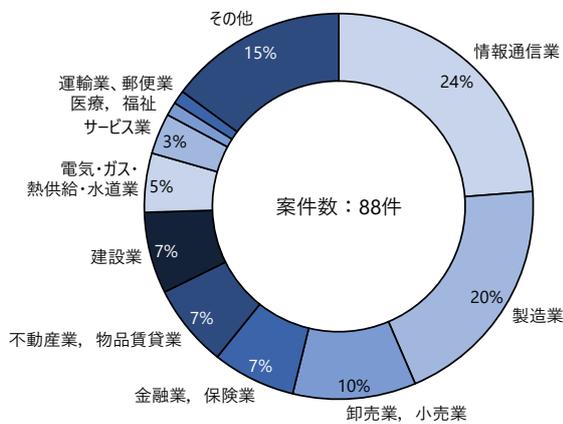
投資額（百万円）	総計	大企業			中小企業		
		合計	国内SU	海外SU	合計	国内SU	海外SU
総額	35,613	34,573	23,505	11,068	1,040	1,040	0
証明済	3,645	3,079	3,079	0	566	566	0
OI要件事前確認済	23,105	22,142	12,293	9,849	963	963	0
一件当たり投資額 （総額ベース）	646	759	680	1,845	61	61	0

出所：OI 促進税制利用実績データより NRI 作成（2021 年 3 月 22 日時点）

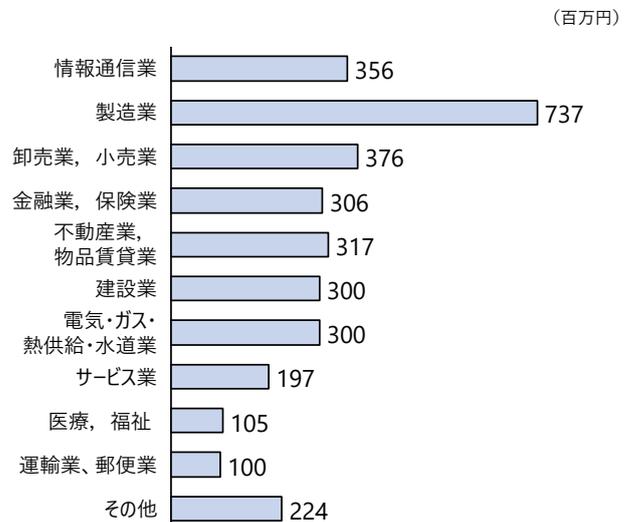
大企業 88 件のうち、情報通信業、製造業が半数近くに相当する。

図 2：大企業による投資⁷

業種別OI促進税制申請案件の割合（大企業）



業種別1件あたりの平均投資額（大企業）



※分類は日本標準産業分類大分類ベースに従う。その他は分類されない商社等を含む
 ※案件数には不適格となったもの、来年度申請を受けるものを除き、OI促進税制要件を満たすもの、質問中のもの、未着手のものを含む

出所：OI 促進税制利用実績データより NRI 作成（2021 年 3 月 22 日時点）

⁶ SU=スタートアップ企業の略称。

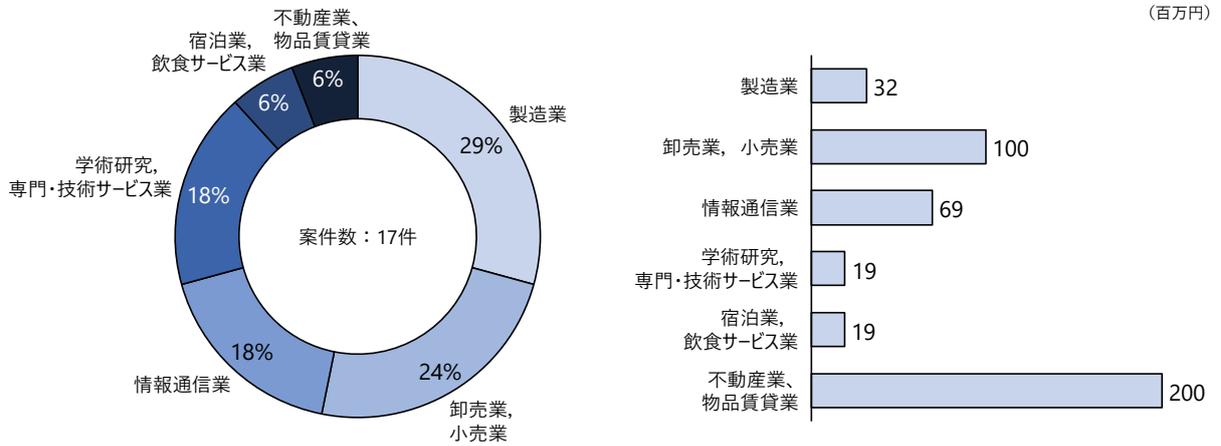
⁷ 分類は日本標準産業分類大分類ベースに従う。「その他」は分類されない商社等を含む。案件数は来年度申請を受けるものを除く。

中小企業 17 件のうち、製造業と卸売業・小売業が 5 割以上を占めている。

図 3：中小企業による投資⁸

業種別OI促進税制活用社割合（中小企業）

業種別投資総額と1件あたりの平均投資額（中小企業）



出所：OI促進税制利用実績データよりNRI作成（2021年3月22日時点）

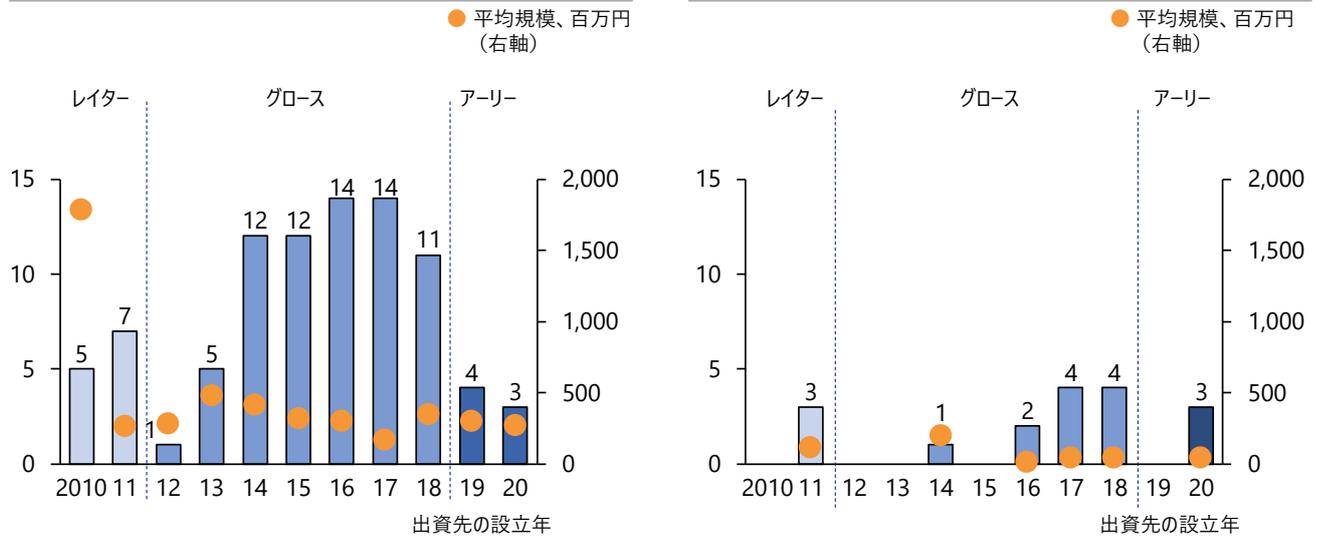
特に大企業においては低リスクとされる「グロース期での小規模投資」の件数が多く、高リスクとされる「レイトー期での大規模投資」や「シードアーリー期での小規模投資」は件数が少ない。

⁸ 件数には来年度申請を受けるものを除き、OI促進税制要件を満たすもの、質問中のもの、未着手のものを含む。

図 4：設立年別の案件⁹

出資先の設立年別社数（大企業：88件）

出資先の設立年別社数（中小企業：17件）

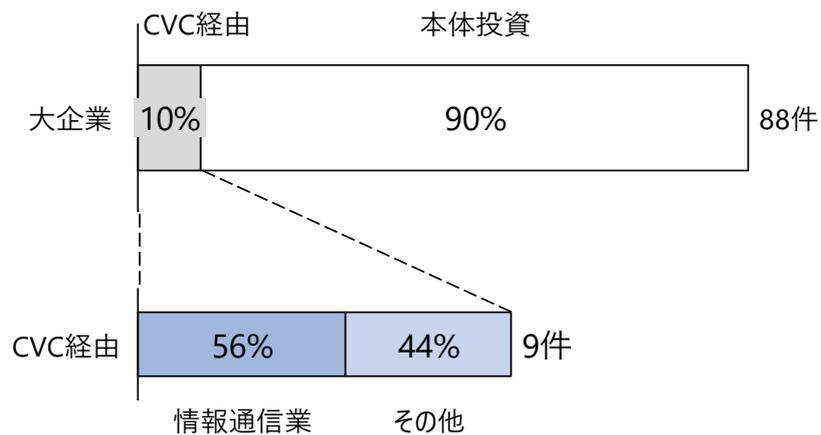


出所：OI 促進税制利用実績データより NRI 作成（2021 年 3 月 22 日時点）

大企業と分類される投資家のうち、CVC は 1 割程度。CVC の投資先は情報通信関連のスタートアップ企業向け投資が大半となった。

図 5：投資主体の分布¹⁰

投資主体（見込み）



出所：OI 促進税制利用実績データより NRI 作成（2021 年 3 月 22 日時点）

⁹ 分類は日本標準産業分類大分類ベースに従う。「その他」は分類されない商社等を含む。案件数は来年度申請を受けるものを除く。

¹⁰ CVC 経由で投資を行った中小企業は 0 社。案件数は来年度申請を受けるものを除く。

2.3. オープンイノベーションの促進効果

OI 促進税制の利用状況や、事業環境の変化を鑑みることによって促進効果を把握することが可能である。特に、事業会社によるスタートアップ企業投資の下支え、これまでスタートアップ企業に投資しなかった企業に対して投資に踏み切るためのきっかけ、そして海外スタートアップ企業への投資という観点で促進効果を評価する。

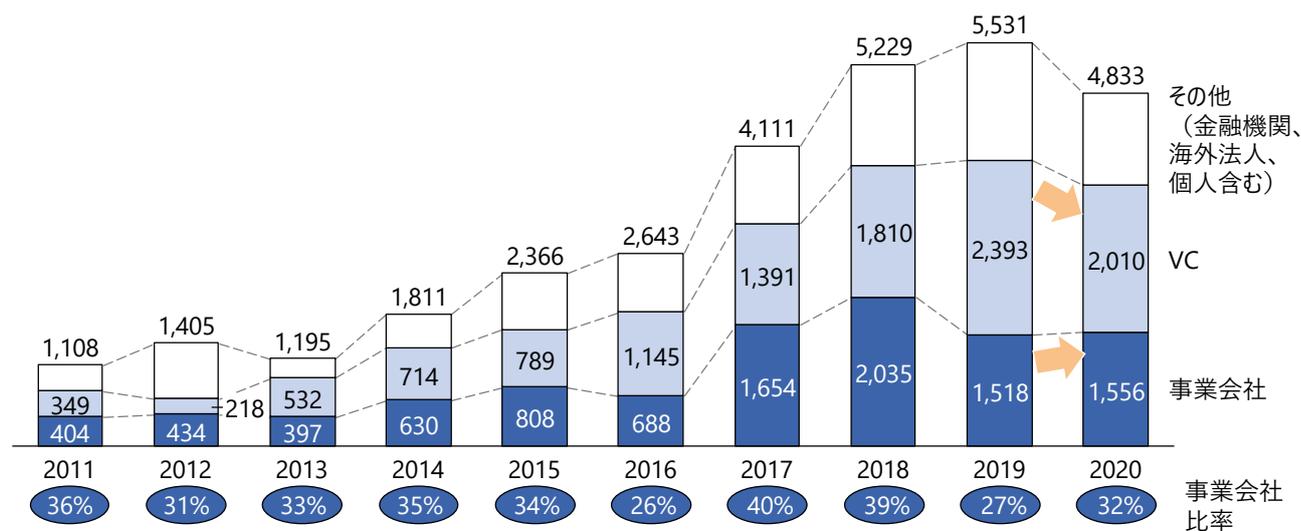
2.3.1. 効果その1 事業会社によるスタートアップ企業投資の下支え

2020 年は、投資額が前年比で 2 割程度落ち込んだ VC とは対比的に、事業会社によるスタートアップ企業投資は増加したことから、OI 促進税制の下支え効果が伺える。

図 6：国内ベンチャー企業投資額（投資家タイプ別）

国内スタートアップ企業向け投資額（投資家タイプ別）

億円



出所：INITIAL「Japan Startup Finance 2020」より NRI 作成

上記のデータ以外でも、各種報道でOI 促進税制の効果について書かれており、多方面から期待されている状況が伺える。

表 2：OI 促進税制に関連する報道（抜粋）

過去のピークを越えた！ベンチャー投資は今はチャンス

2020年12月26日 日刊工業新聞

…リーマン・ショックで875億円まで減ったVC投資が過去のピークを越えた。それまでは集計を始めた2000年の2825億円が最高だった。当時はITバブルに沸いて投資件数は3736件。19年度は1824件で2891億円と、1件当たりの投資額は倍になった。

事業を見極め、成長に導く。そのためには時間も投資も必要だ。市川理事長は「ベンチャーを成長戦略の柱とし、政府一丸となって施策を投入してきた」と振り返る。起業者育成や技術開発支援、オープンイノベーション促進税制など、政策面での後押しもあった。

日経スタートアップイベント「大企業からの資金増える」

2021年2月6日 日本経済新聞

VECの市川氏も「（20年に始まった）オープンイノベーション促進税制や官民ファンドの活動の場が広がり投資が盛んになる」と強調。「コロナ治療薬やワクチンの開発でもスタートアップが関わる可能性がある」とコロナをバネにした成長力に期待を示した。

スタートアップ投資、件数最多

2020年11月24日 日本経済新聞

…政府の税優遇も追い風となっている。4月、設立10年未満の未上場企業に1億円以上を出資すれば出資額の25%を所得控除する税制を始めた。10月末時点で49社が税制の利用を予定しており、大塚商会や双日などが意向を示している。

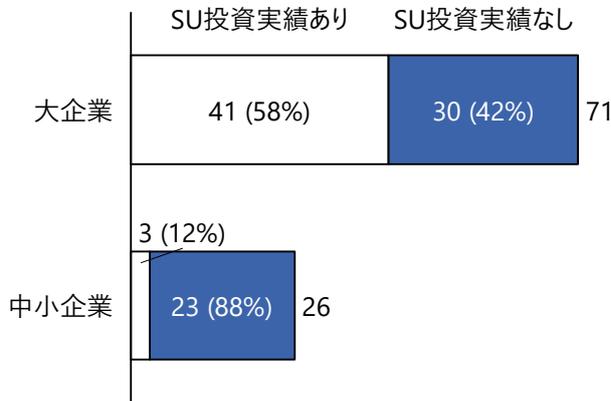
出所：日刊工業新聞、日本経済新聞

2.3.2. 効果その2 スタートアップ企業向け投資の「あとひと押し」

2021年3月末において、OI促進税制利用予定の大企業の4割、中小企業の約9割がこれまでスタートアップ企業投資を行った実績の無い企業であった。これらの企業はOI促進税制のおかげで、スタートアップ企業への投資に踏み切ることができ、本税制を契機とした「模索」が行われていたことも示唆する。

図 7：申請前のスタートアップ企業投資実績¹⁾

OI促進税制利用予定企業の、
申請前のスタートアップ企業向け投資実績
社



- OI促進税制の枠組みを活用したことで、本件の税務上のキャッシュアウトが減少するなど、スタートアップ企業向け投資に伴うリスクを軽減できた。（製造業）

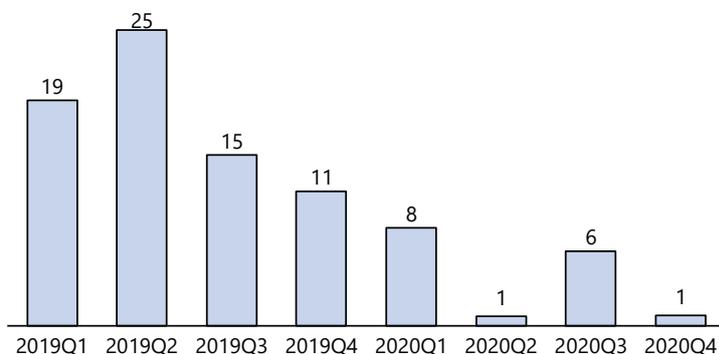
出所：OI促進税制利用実績データ、有識者ヒアリングより NRI 作成（2021年3月22日時点）

2.3.3. 効果その3 海外投資の下支え

コロナの影響もあってか 2020 年の CVC 投資は前年に比べて大幅に減少した。海外スタートアップ企業への投資に対しても 1 割程度の件数、投資額で 1-2%の効果が見られた。OI 促進税制を通じた海外向け案件は規模こそ小さかったが、件数においては一定の効果があったと言える。

図 8：海外スタートアップ企業向け投資

CVCによる海外向け投資実行
億円



OI促進税制 利用実績（海外SU 向け投資）	国外スタートアップ企 業向け投資における 割合*
6 件	12.2 %
11,068 百万円	1.7 %

*2020年4月以降、国内上場企業による、
海外非上場企業への出資案件を100%とした場合
(SPEEDAより集計)

出所：ベンチャーエンタープライズセンター「直近四半期投資動向調査」、OI 促進税制利用実績データ、SPEEDA より NRI 作成

¹⁾ 案件数には来年度申請を受けるものを含む

2.4. 税制利用に至らなかった要因の検証

税制利用に至らなかったケースについて調査すべく、OI 促進税制をきっかけに投資を検討した企業に対し、自社の投資案件のうち税制要件を満たさないものがあった場合、どのような要件がハードルとなったかについてアンケートを実施した。

表 3：アンケート確認事項

分類	ハードルとなった要件	想定ケース（仮説）
申請企業要件	対象法人が出資割合の過半数を有する以下の組合であって、 1. 投資事業有限責任組合のうち a. 対象法人の国内完全子会社が無限責任組合員であるもの b. 対象法人が単独の有限責任組合員であるもの 2. 民法上の組合	自社のCVCである組合が要件に合致しなかった等
	1. 子法人が投資を行う場合、その子法人の課税所得の額が、所得控除の額の上限であること 2. また、この場合、オープンイノベーションにあたり活用する経営資源はその投資を行う法人又はその子法人が有するものであること	課税所得が十分に存在しない投資専門子会社による投資であった
出資先企業要件	設立10年未満要件 法人の子会社・孫会社等でないこと 法人以外の者（LPS,民法上の組合、個人等）が1/3超の株式を有していた	投資先スタートアップがレイト期の企業であり、設立10年を超えたタイミングでオープンイノベーションが必要であった 自社又は自社以外の子会社であった、株式数ベースで満たさなかった等 創業者等が資産管理会社を経由し株式を保有していたため、法人株主が1/3超であった等
行為要件	資本金の増加を伴う現金出資1億円以上（国内向け投資の場合）という要件を満たさなかった 資本金の増加を伴う現金出資5億円以上（海外向け投資の場合）という要件を満たさなかった 5年間の保有見込み要件を満たさなかった オープンイノベーション要件中「出資先スタートアップ企業の成長に資する協力」を満たさなかった 出資先スタートアップ企業の経営資源が自社にとって不足かつ革新的ではなかった	新株予約権の取得であった シード期企業の新株取得や、実証実験の共同実施を目的とした新株取得であり、1億円以上という規模に至らなかった 既存株式の取得であった 新株予約権の取得であった シード期企業の新株取得や、実証実験の共同実施を目的とした新株取得であったり、為替の影響で5億円以上という規模に至らなかった コーポレートガバナンスの強化・ポートフォリオの適正化の観点から、5年間保有見込みであるといった確約ができない 出資先が上場予定であり、上場時には売却することが社内ルールや契約にある等 資金以外に提供する経営資源がなかった
税制	多額の繰越欠損金があり、翌期繰越欠損金がある（ある見込み）であった	自社グループ内に同等の経営資源を有していた等

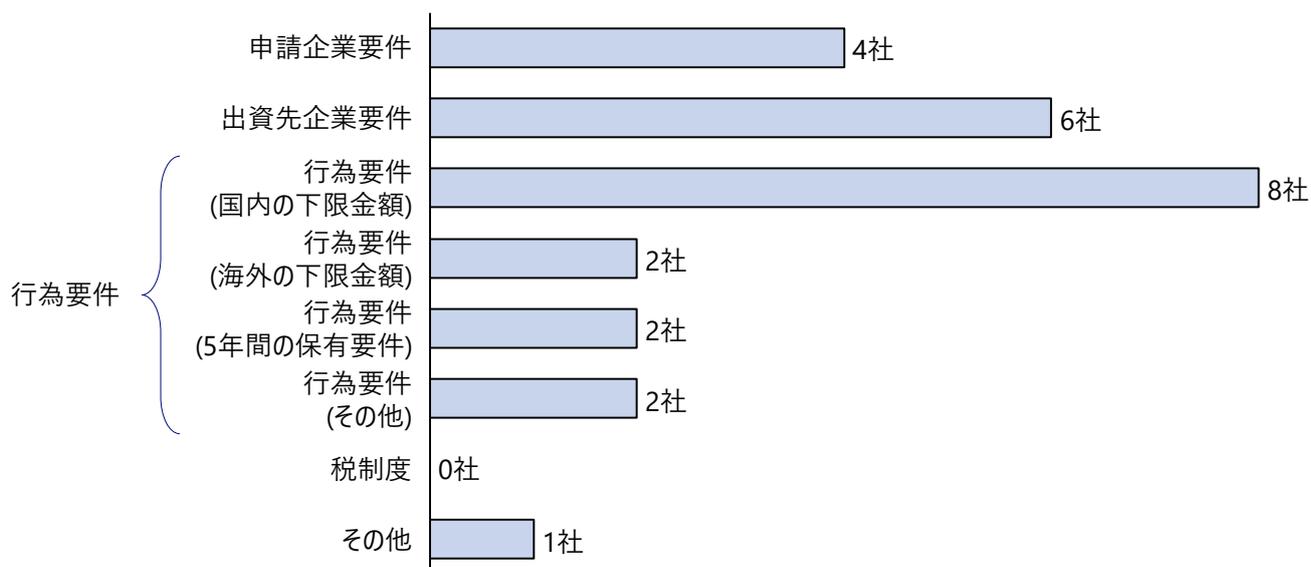
出所：OI 促進税制申請企業向けアンケート

行動要件（国内の下限金額）と出資先企業要件がハードルとなったと回答した企業が比較的多かった。以降、それぞれの要素を個別に確認する。

図 9：ハードルとなった要件（全体像）

OI促進税制活用時にハードルとなった要件

※本アンケートはOI促進税制申請企業を対象に2021年に実施。うち有効回答社19社の回答を示したものである。
※複数回答可



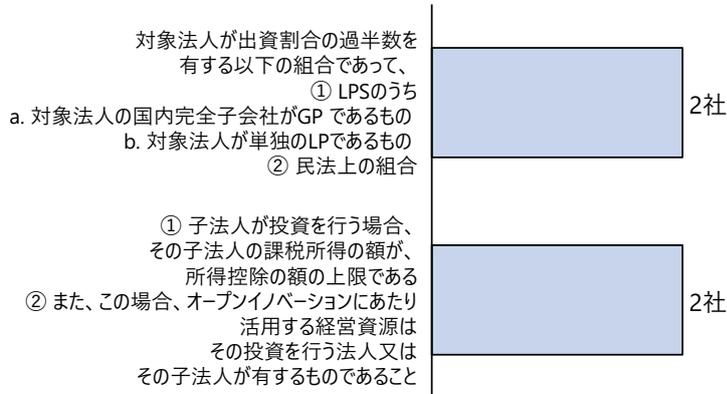
出所：OI 促進税制アンケート回答より NRI 作成

申請企業要件について確認できた回答は以下の通り。なお、回答内容と共に、適宜、ヒアリング等で確認した大企業やスタートアップ企業から収集した意見も記載する。

図 10：申請企業要件のハードル

申請企業要件の内ハードルとなった要件

※複数回答可
※コメントはアンケート対象企業以外へのヒアリング結果も含む



“

- 本税制は合同会社が対象外となっていたが、もし**合同会社も対象**ということであれば**活用の可能性があった**。(化学製造業)
- CVCから出資はするが、お金以外の経営資源は持ち合わせていない。例えば、CVCがGP、本社や他がLPで、LPSを組成し、そのLPSから出資すれば出資者要件を満たすが、**テクニカルな組織改編で要件を満たすのもどうか**と思う。(電子機器製造業)

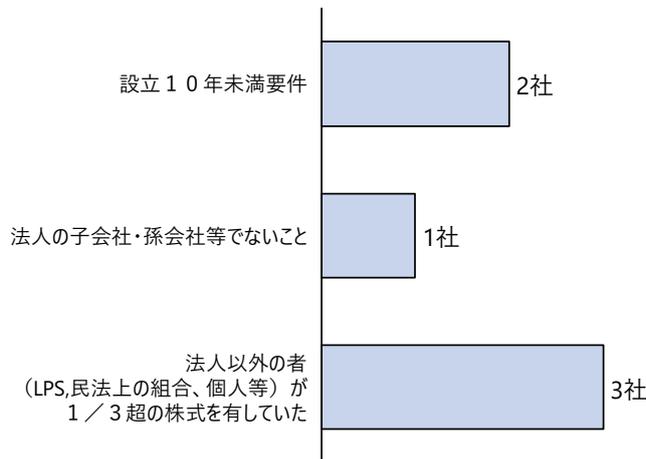
出所：OI 促進税制アンケート回答、有識者ヒアリングより NRI 作成

出資先要件を見ていくと、設立10年未満要件、法人以外の者の株式保有条件を理由でOI促進税制を活用できなかった声を確認できた。

図 11：出資企業要件のハードル

出資先企業要件の内ハードルとなった要件

※複数回答可
※コメントはアンケート対象企業以外へのヒアリング結果も含む



“

- 創業者等が資産管理会社を経由し株式を保有していたため、法人株主が2/3超であった**。(情報通信業)

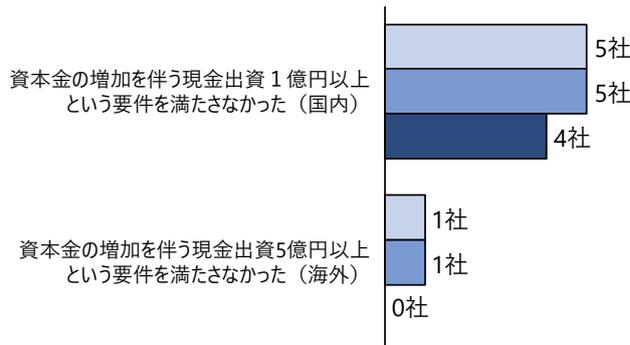
出所：OI 促進税制アンケート回答、有識者ヒアリングより NRI 作成

行為要件のうち、国内向けの金額要件がハードルとなった企業が多かった。

図 12：行為要件のハードル

行為要件の内金額がハードルとなった要件

※複数回答可
※コメントはアンケート対象企業以外へのヒアリング結果も含む



申請の目的

- 既存株の取得であった
- 新規予約券の取得であった
- シード期企業の新株取得や、実証実験の共同実施を目的とした新株取得であり、下限金額に至らなかった

出所：OI 促進税制アンケート回答、有識者ヒアリングより NRI 作成

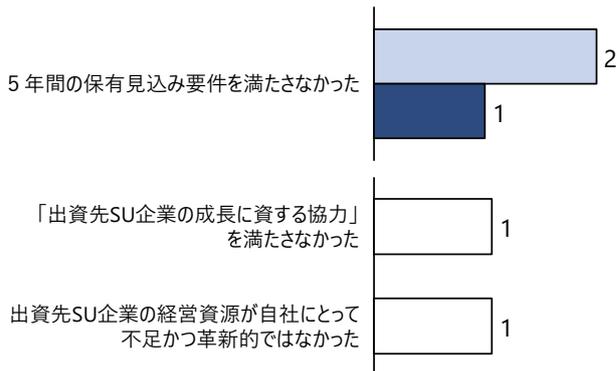
- スタートアップ企業側からすると、**大企業の出資額が大きくなると経営権を握られる、あるいは外部から大企業の関連会社（持分法影響力基準）とみなされることを嫌う傾向もあり**、1 億円、5億円のハードルの引き下げができるというのではないかと。（電子機器製造業）
- **創業者からの株式譲渡を受けた場合や、資金提供が無い場合でも事業シナジーが発揮されベンチャー投資として意義があるケースは多々あるのではないかと。**（情報サービス業）

その他の行為要件（5 年間の保有見込み要件、出資先スタートアップ企業の成長に資する協力を満たさなかった、など）については、保有見込み要件がやや目立つ。

図 13：行為要件のハードル（つづき）

行為要件の内ハードルとなった要件

※複数回答可
※コメントはアンケート対象企業以外へのヒアリング結果も含む



5年間の保有見込み要件を満たさなかった理由（設問）

- コーポレートガバナンスの強化・ポートフォリオの適正化の観点から、5年間保有見込みであるといった確約ができない
- 出資先が上場予定であり、上場時には売却することが社内ルールや契約にある等

出所：OI 促進税制アンケート回答、有識者ヒアリングより NRI 作成

- ①不確実性の高い領域においても事業機会の獲得を図ることを目的とした出資、②**将来的な事業展開に併せて事業機会を得ることを目的とする出資の2つは将来性に着目しているため、要件を満たさない。**特に②は本税制の対象となるよう緩和、もしくはレベル感の提示など出資判断に資するようなガイドがあると良い。（電子機器製造業）
- 保有期間5年、は弊社の場合、ガバナンス・ポートフォリオではなく、スピード感でハードルを感じる。**中計が3年なので変化対応の激しい時代、やや長いのではないかと。**（電子機器製造業）

アンケートに回答いただいた企業の自由解答欄から、投資対象の設立年数、出資先の形態、会計上の観点でのハードルについて意見が寄せられた。

表 4：その他ハードルとなった要件（自由回答より）

【出資先企業要件】

- 本税制の趣旨と実務上の要件に整合性が無い部分も散見された。スピアウトや、一度買収された会社の2次売却後の増資などのケースも増えている中で、本税制における「ベンチャー」「オープンイノベーション」「投資」の定義を整理したほうがいいのではないか。例えば、設立10年超だが、半分は他社の子会社の期間だったものがその後スピアウトした場合などについて、他社子会社期間を除く、または親会社の定義が煩雑なら設立15年以下などにしてほしい。（メディア）
- 単独のLPでなくても、LPSの投資先との技術・情報収集目的で投資事業有限責任組合に投資することがある。両社の技術を活用できるのであれば、税制の対象でも良いのではないか。特に日本国内限定の出資先になるLPSであれば、日本の技術力向上にも寄与するのでは。（電子機器製造業）

【行為要件】

- 弊社を含めCVC等を通じた投資のウォッチ期間が長くて5年のケースが多いこと、協業は最初に集中することを鑑みると、保有予定は2、3年程度（30カ月くらい）にして頂きたい。（メディア）

【その他】

- （上場会社である自社の）**会計上の視点**から、以下の点が指摘できる。
 - ①会計上、税前利益絶対額が少ない1Q決算で、exit意思決定により要件満たさなくなったときの繰延税金負債の計上が、インパクト大きい可能性がある
 - ②会計上、損金経理処理は使えない。
 - ③会計上、純資産の部に株主資本等変動計算書に独立掲記必要。（電子機器製造業）

出所：OI促進税制アンケート回答よりNRI作成

2.5. OI促進税制の要件を踏まえた、今後の支援策の方向性

これまでの調査結果を概括すると、既存要件の見直しについて次のような声が集まった。

表 5：税制対象企業からの声

要件	OI促進税制の現状	税制対象企業からの声
① 金額要件	リスクの少ないグロースステージ、かつ国内スタートアップ企業への投資が中心	<ul style="list-style-type: none"> 国内1億円未満、海外では数億円規模の投資を検討している シード、海外は比較的风险が高く、財務リターン観点から社内の意思決定を通しにくいこともある
② 投資主体に係る要件	CVCは対象法人の子法人（連結子法人含む）でも別法人扱い	<ul style="list-style-type: none"> CVCは別会社として運用はしているが、本社への還元を意識している そのためOI促進税制上、別法人として扱われるべきでない
③ 株式の保有期間に係る要件	5年間、スタートアップ企業の株式を保有しなければならない	<ul style="list-style-type: none"> スタートアップ企業の世界で5年もあればExitもあれば事業会社側のニーズも変わらう 5年も先が読めないなかで、5年間株式を保有することにコミットするのは負担
④ 設立年数の要件	10年以上のスタートアップ企業は税制対象外	<ul style="list-style-type: none"> 設立年数がわずかにオーバーしているなど、ハイリスクかつレイターステージの案件であれば設立10年の要件を満たさないこともありうる

出所：税制対象企業ヒアリング等より NRI 作成

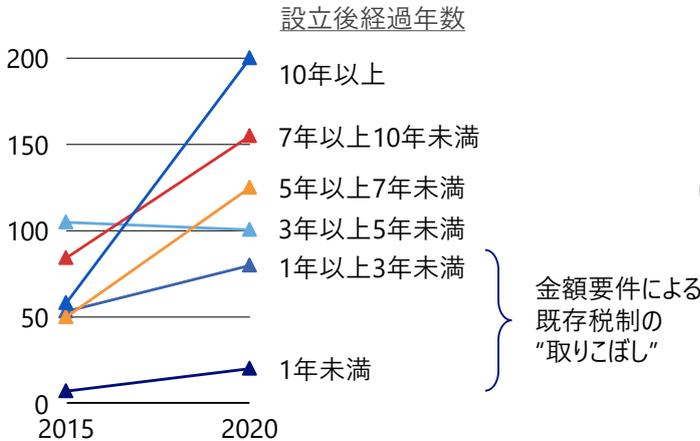
2.5.1. 金額要件

シード、アーリーステージの1件あたりの調達額は1億円前後である現状と、既存の投資額下限要件を照らし合わせると、こうしたステージのスタートアップ企業とのオープンイノベーションが税制の対象から除外されていることが示唆される。シード期への投資を促すためにも出資金額要件を、設立年数の浅いスタートアップ企業に限り別の下限を設けるなどの支援が考えられる。

図 14：スタートアップ企業の資金調達額

スタートアップの資金調達額

百万円、中央値



- “
- 出資金額は出資するスタートアップ企業のステージに依存しており、幅広い出資を行っている当社としては税制で許容される金額の幅が広いほど使い勝手がよくなる。シード期に出資することを考慮した場合、500万円程度が下限となればありがたい。(商社)

金額要件による
既存税制の
“取りこぼし”

出所：INITIAL「Japan Startup Finance 2020」、企業ヒアリングより NRI 作成

海外のシードの1件あたりの調達額は1億円程度である現状と照らし合わせると、海外案件の5億円の金額要件により、案件を取りこぼしている可能性を示唆している。

図 15：海外スタートアップ企業の資金調達額

スタートアップ企業への出資件数 (本拠地別)

	Seed	Early	Late
US	19,535	2,239	2,188
EU	7,689	1,960	283
ASEAN	1810	580	120

調達額の平均値 (千USD)

	Seed	Early	Late
US	1,451	20,051	75,905
EU	971	12,903	64,062
ASEAN	983	11,846	174,522

投資家数の平均値

	Seed	Early	Late
US	2	4	5
EU	2	3	5
ASEAN	2	3	4

出所：Crunchbase、企業ヒアリングより NRI 作成

- “
- 日本の事業会社のマネジメントは利益を出していないスタートアップ企業の出資に消極的。1~3億円程度ならば、試験的に実施されるケースもあるが、5~10億円出す場合は、出資によるリターンが大きな論点となる。(製造業)
 - ステージA,Bなど比較的早い段階のスタートアップ企業への出資、あるいは新興国(インド等)のスタートアップ企業に出資する際、下限5億円は金額としては大きい。インドをはじめとする東南アジアのスタートアップ企業に出資する場合は、2~4億円程度の案件が多い。出資額が1億円未満になることは少ないが、5億円に届かない件数が多い(下限が2~3億円程度に引き下げられれば、案件は5件程度増えるのではないか)。同規模の事業者からも下限を5億円とする出資ラインはハードルが高いとする意見がある。(製造業)
 - In-Out案件の5億円基準は、投資対象が一定以上成熟したスタートアップでない限り厳しい。東南アジアなどスタートアップ企業の価格水準が異なる地域では5億円の要件を引き下げた方が良くもしいない。(製造業)

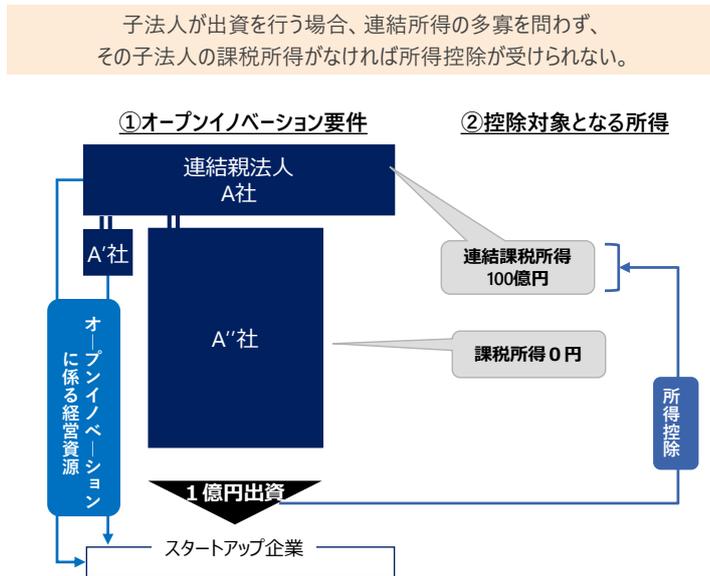
2.5.2. 投資主体に係る要件

対象となるCVCの判定においては、対象法人の子法人(連結子法人含む)であっても別法人扱いになる。長

期的な目線でCVC 経由の投資を行っている会社からはグループ全体での見直しを要望する声が複数寄せられた。

CVC の中には法人の壁を越えた柔軟な機能分担が実施されていることに鑑み、投資専門子会社経由の投資も実質対象とするニーズがあると言える。

図 16：投資主体要件における子法人の位置づけ



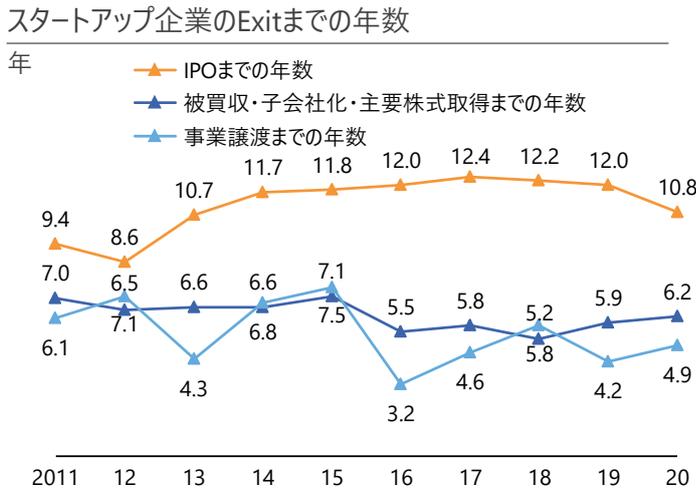
- 当社では、本体出資・子会社出資にかかわらず全社の投資委員会を経て出資の意思決定をしている。子会社から出資する理由としては、本社と違った観点で案件の評価をできることが挙げられる。（情報通信）
- スタートアップ企業の株式を保有する際に子会社のバランスシートから出資した方が、決算を閉める際などに管理しやすい。最終的にはグループ全体とのオープンイノベーションや、スタートアップ企業のサイドビジネスに当社が関与して収益を上げる状態を理想とする。（商社）
- CVCという形態で出資しているだけであり、CVCとしては本社の一部として出資を実施していると考えている。**CVCによる出資は、将来的に本社とのシナジーやイノベーションを見据えて実施しているものであるため、グループ全体を俯瞰してイノベーションの有無を判断いただけるような制度にしていきたい。**（商社）

出所：経済産業省 OI 促進税制説明資料、企業ヒアリングより NRI 作成

2.5.3. 保有期間の要件

保有期間の要件についても多くの声が寄せられた。スタートアップ企業は IPO まで平均 10 年、その他の Exit まで 5-6 年かかるが、そのような背景がある中で、保有期間の要件については、スタートアップ企業出資の実態に伴っていないという声が多く寄せられた。事業会社は外部環境の変化、スタートアップ企業側の成長度合いに応じて事業ポートフォリオの見直しを図っていることから、中期経営計画などに合わせ、株式保有期間を 3 年程度に見直すことも考えられる。

図 17：スタートアップ企業の Exit までの年数



税制では5年以内にオープンイノベーションを満たすような要件になっているが、5年というスパンは変化が激しい時代においてはスピード感にそぐわず、長すぎるのではないかと。投資判断は必要に応じて見直ししており、自社の投資判断スピードの中では5年は長い。(製造業)

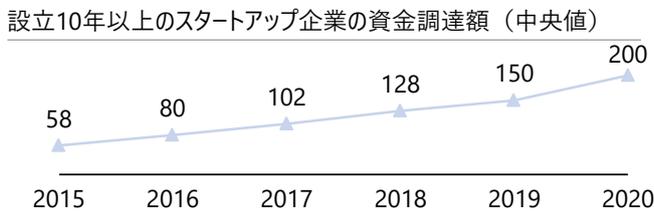
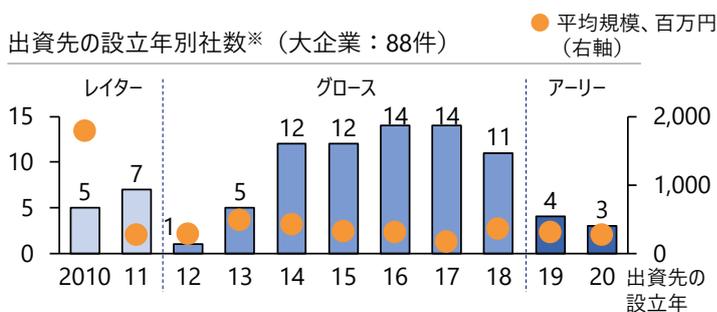
出資先の株を5年以上保有する条件も、見直すことは可能か。スタートアップ企業がその5年間の間でExitするなど、5年間の縛りと、スタートアップ企業のスピード感が一致していない印象を受けた。5年の保有条件を2~3年に短縮するなどしてほしい。(製造業)

出所：INITIAL「Japan Startup Finance 2020」、企業ヒアリングより NRI 作成

2.5.4. 設立年数の要件

出資先の設立年数の要件についてもハードルとして挙がった。OI 促進税制を利用した大企業は、利用実績を振り返る限り、高リスクなレイト期への投資をしてこなかったが、設立 10 年以上のスタートアップ企業は資金ニーズが高く、大企業による出資との融和性が高いセグメントといえる。

図 18：設立年数に関する申請企業の声



- 設立年数が11年であるが故に、税制対象外となってしまった案件がある（金融）
- 過去に1件、スタートアップ企業の設立10年を超えていたために申請を断念した案件があった。(情報通信)
- 設立10年超だが、半分は他社の子会社の期間だったものがその後スピンアウトした場合などについて、他社子会社期間を除く、または設立15年以下などにしてほしい。(メディア)

出所：OI 促進税制アンケート回答、INITIAL「Japan Startup Finance 2020」、有識者ヒアリングより NRI 作成

2.6. 今後のスタートアップ企業投資を促進するための視点

OI 促進税制の制度趣旨に照らして、以下のような方向性があり得る。

表 6：今後のスタートアップ企業投資を促進するための視点

項目	我が国スタートアップ企業向け投資の現状（ヒアリング先の状況）	スタートアップ企業向け投資を促進する視点
① スタートアップ企業のExitを見越した投資	投資先のExitを意識していないケースが多く、マイノリティ出資 + α というスタンスで挑んでいる	<ul style="list-style-type: none"> 投資先のIPOに対する受容性向上
② コントロール権を確保する出資形態	マイノリティ出資にとどまっていることが多く、スタートアップ企業側の経営に口出ししないのが基本スタンスだった	<ul style="list-style-type: none"> スタートアップ企業側の経営に踏み込みバリューアップさせるというマインドの醸成（海外では、大企業がイノベーションを起こす上での成功パターンとして認識されている）
③ スタートアップ企業側の資金以外のニーズ	人材交流していないことが多いが、交流させている企業はいずれも肯定的	<ul style="list-style-type: none"> 特にミドルステージではスタートアップ企業側の人材ニーズが深まることを鑑みた、技術や人材交流の要件化

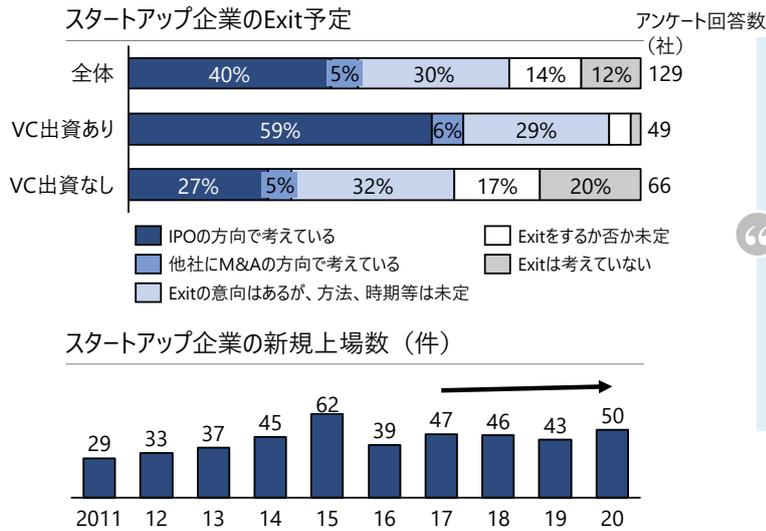
出所：税制対象企業ヒアリング等より NRI 作成

2.6.1. 投資先の Exit 促進

多くのスタートアップ企業は何らかのExitを考えており、特にIPOの存在感が大きい。例えばベンチャーエンタープライズセンター「ベンチャー白書 2020」によると、VC から出資を受けているスタートアップ企業のうち、Exit 意向があるのは9割、うち、IPOを検討しているのは6割。他方でスタートアップ企業のIPOは直近数年で微増しており、IPOのニーズが充足されていない可能性が示唆される。

また、OI 促進税制利用企業の中では出資先の Exit を念頭において出資しているケースがあったが、少数派で、スタートアップ企業に出資している国内企業も一般的には投資先の Exit は検討していないという意見が寄せられた。

図 19：スタートアップ企業の Exit 予定



“

- スタートアップ企業のM&Aを念頭に置いて出資している。出資先のIPOがグループ全体の利益につながる場合に限り、上場を容認している。(情報通信業)
- 出資先のIPOについては、ファイナンシャルな側面からは成功を意味する。IPO時に協業を維持するかはその時点での判断となり、継続する場合もあれば売却する場合の両方が想定される。(情報通信業)

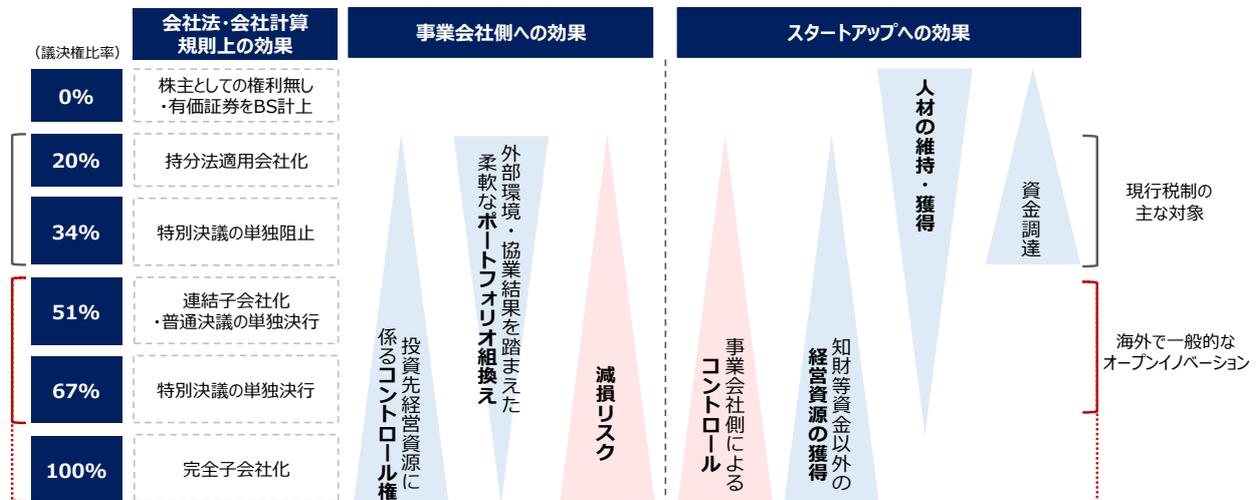
出所：ベンチャーエンタープライズセンター「ベンチャー白書 2020」、INITIAL「Japan Startup Finance 2020」、企業ヒアリングよりNRI作成

2.6.2. 出資形態の多様化

本税制の対象は新株取得のみであるため、議決権比率 50%以下の投資が主な対象としている。事業会社はコントロール権か減損リスクか、スタートアップ企業は獲得する経営資源かコントロール権か、どちらを優先するか次第で議決権比率の水準を決める。

米国などでは『オープンバージョン』とは、大企業のスタートアップ企業買収を意味することが常識となっており、多くの成功事例において議決権比率は 51%以上である。

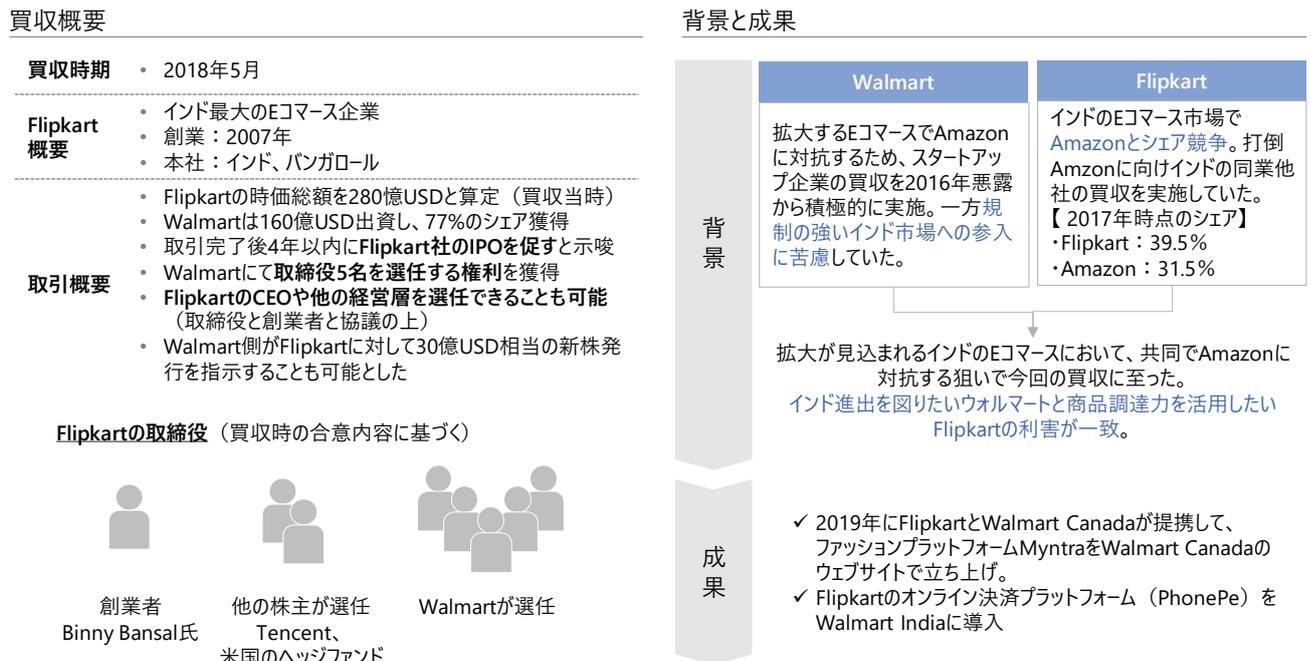
図 20：出資形態の類型



出所：経済産業省作成

例えば米国ウォルマートはスタートアップ企業の買収を通して革新的な技術を取り込み、EC系のライバルに対抗している。ハイリスクハイリターン of 海外市場進出に際しては、コントロール権を握りつつも投資先の独立性等を確保する形で、インドECスタートアップ企業「Flipkart」を77%買収し、IPOの可能性を示唆している。

図 21：米ウォルマートによる Flipkart 買収概要



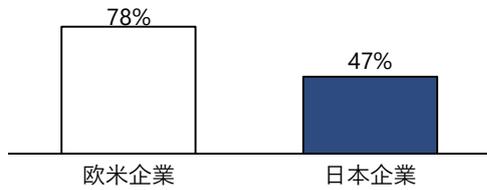
出所：Nikkei Asia, Talk Business & Politics、Crunchbase、Economic Times of India など報道資料をもとに NRI 作成

2.6.3. スタートアップ企業の資金以外のニーズ

最後に、スタートアップ企業の資金以外のニーズについて注目したい。従来、我が国企業は業務提携・出向等（資本提携とは別に行う経営資源活用の共同化）の実施率が低いことが問題視されてきたが、税制創設後もその件数は増加していない。

図 22：スタートアップ企業とのオープンイノベーション

オープンイノベーション（業務提携）の実施率
（2018年：OI促進税制創設前）



スタートアップ企業による業務提携の実施率
（OI促進税制創設以降）



“

- 基本的にはスタートアップ企業が当社のリソースをうまく活用できるよう、自由度の高い形での提携を目指しており、スタートアップ企業ともめることはあまりない。（情報通信業）

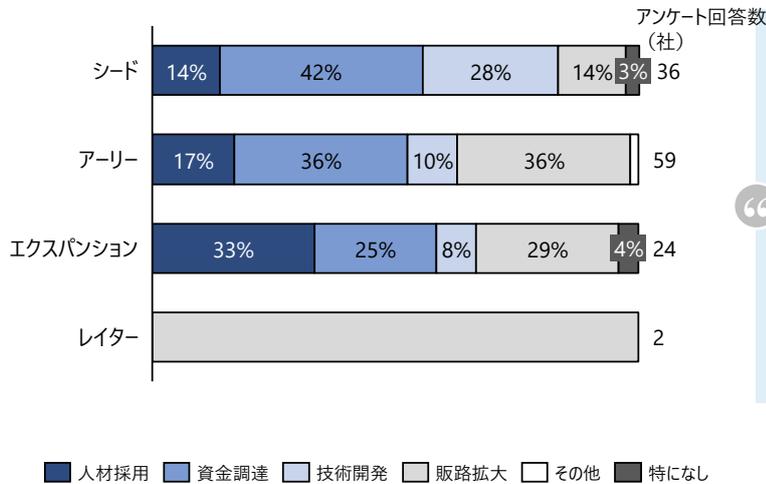
出所：成長戦略実行計画（2019年6月21日）、INITIAL「Japan Startup Finance 2020」、企業ヒアリングよりNRI作成

スタートアップ企業は軌道に乗ると、資金ニーズより人材ニーズが顕著になる傾向がある。例えば一般財団法人ベンチャーエンタープライズセンターの「ベンチャー白書 2020」によると、スタートアップ企業はエクспанションステージになると人材採用のニーズがある割合（33%）が、資金調達ニーズのそれ（25%）を超えている。

人材交流を通して出資側、スタートアップ企業側双方にとってメリットになりうるということがヒアリング調査でも確認できていることから、何らかの形で人材交流を促すことでオープンイノベーションの効果を高められることを示唆している。

図 23：スタートアップ企業の経営ニーズ

スタートアップ企業の経営ニーズ



ベンチャーマインドの醸成を目的に毎年4, 5人程を出資先のスタートアップ企業に出向という形で派遣している。背景には会社の上場以降、安定志向のメンバーが増えてきたことに対する課題意識がある。スタートアップ企業としては採用できない人材を社員として迎え入れられ、出資社はベンチャーマインドの醸成という目的を果たせ、双方がwin-winの形式となっている。(サービス業)

出所：VEC「ベンチャー白書 2020」、企業ヒアリングより NRI 作成

3. 国内外スタートアップの Exit に係る実態

3.1. はじめに

前章で触れたように、国内のスタートアップ企業の多くは Exit、特に IPO による Exit を考えている。他方で、日本はスタートアップ企業による IPO 件数が伸び悩んでおり、スタートアップ企業が Exit を希望するニーズが充足されていないことを示唆している。

本章ではスタートアップ企業の Exit の阻害要因を振り返ると共に、今後に向けた論点を整理することとする。

3.2. 国内外スタートアップ企業の Exit

多くのスタートアップ企業は Exit を予定しており、うち、ほとんどが IPO の方向で考えている。特に VC 出資を受けているスタートアップ企業は IPO 志向が強く、6 割のスタートアップ企業が IPO を意識している。他方で M&A による Exit を考えているスタートアップ企業は、VC 出資の有無関係なく 5-6%程度となっている。

図 24：国内スタートアップ企業の Exit 予定

スタートアップ企業のExit予定



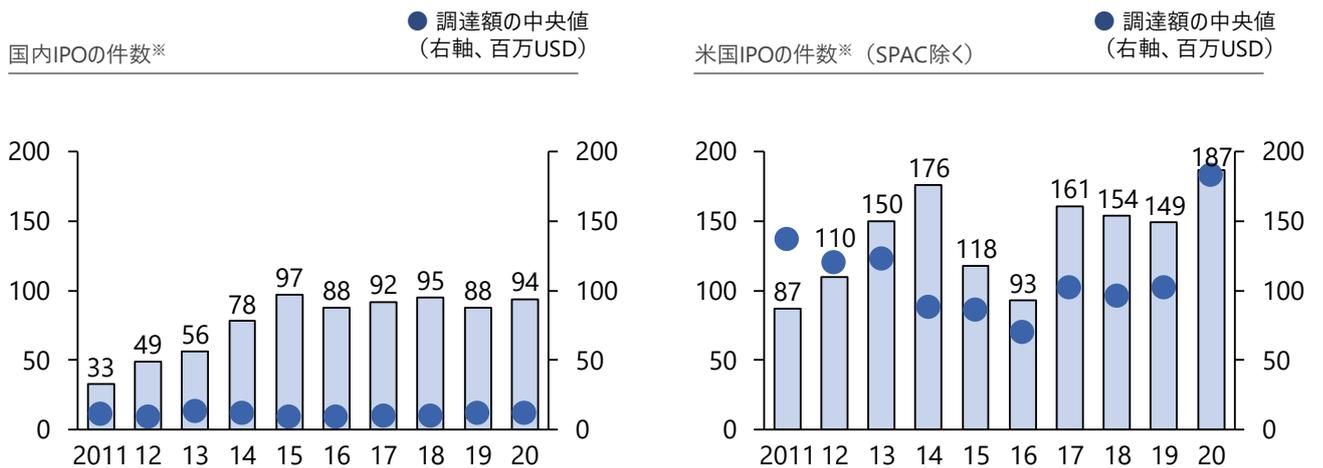
■ IPOの方向で考えている ■ 他社にM&Aの方向で考えている ■ Exitの意向はあるが、方法、時期等は未定 ■ Exitをするか否か未定 ■ Exitは考えていない

出所：ベンチャーエンタープライズセンター「ベンチャー白書 2020」より NRI 作成

しかし、国内 IPO は数年前の水準で高止まり、調達額は米国の数分の 1 に留まっている。国内 IPO の件数は数年前止まりだが、1 件あたりの調達額は米国と低い水準で推移している。他方、米国は、SPAC の影響を除いても件数、調達額ともに上昇している。

日本の IPO は小規模で、米国に比べて調達しやすい環境にあるにもかかわらず、件数が伸びないことから、発行体側が上場を選んでない理由があると考えられる。

図 25：国内外 IPO の件数と資金調達額¹²



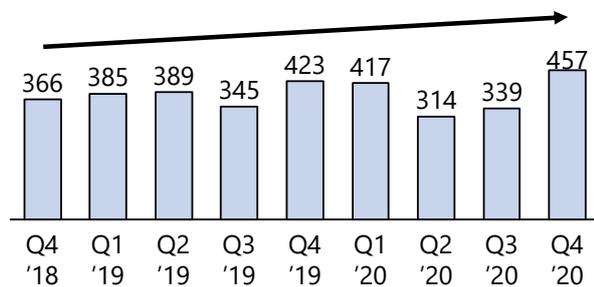
出所：Capital IQ より NRI 作成

¹² 2021 年まで上場廃止になった銘柄を除く。

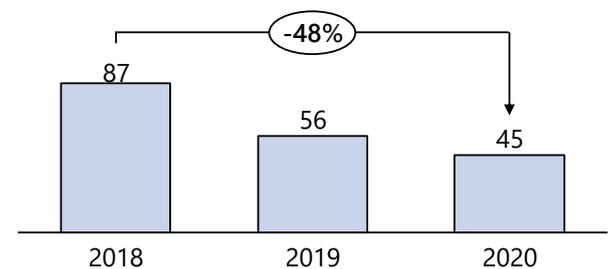
M&A においても、日本国内では 2018 年以降スタートアップ企業の買収件数が半減している。世界はコロナ下でも買収が堅調で、日本の状況とは対照的である。

図 26：スタートアップ企業の買収

全世界におけるVC出資企業の買収（社）



日本国内のスタートアップ企業買収（社）



出所：Initial「Japan Venture Finance 2020」、Crunchbase より NRI 作成

3.3. 国内スタートアップ企業の Exit の実態調査

事業会社によるスタートアップ企業買収について、売上シナジーや研究開発シナジーの創出という観点から見た成功事例・失敗事例の調査及びその要因分析を行った。

表 7：回答企業一覧¹³

大企業	スタートアップ企業	ヒアリング日程
A社（電気機器）	a社（電気機器）	2021/3/16
B社（電気機器）	-	2021/3/11
C社（医薬品）	-	2021/3/17
-	d社（IT）	2021/3/17
E社（金融）	e社（FinTech）	2021/3/18
F社（医薬品）	f社（医薬品）	2021/3/16
G社（金融）	g社（医療 x IT）	2021/3/17
H社（製造業）		2021/3/4
I社（CVC）		2021/3/4
J社（サービス業）		2021/3/9
K社（サービス業）		2021/3/12
	l社（オンライン学習）	2021/3/16
H社（商社）	-	2021/3/17
I社（電気機器）	-	2021/3/22
J社（製造業）	-	2021/3/18
K社（情報通信業）	-	2021/3/23

出所：NRI 作成

ヒアリングで得られた回答結果は以下の通り。大企業から寄せられた意見と、スタートアップ企業から寄せられた意見に分類している。

¹³ 1ヒアリング1行とする。大企業とスタートアップ企業が並列のヒアリングは、両方に対して同時にヒアリングしたことを意味する（大企業がスタートアップ企業に出資した場合）。

表 8：大企業の調査結果

大分類	項目	主な意見
投資・買収	目的	<ul style="list-style-type: none"> 開発機能が日本に集中しているため、投資先で得られた技術やビジネスアイデアを国内に還元することが基本的な考え（製造業） 本業での協業だけでなく、新たなビジネスモデルの模索に向けた協業も目的に2歩3歩先を行くベンチャーへ投資している（複数）
	出資のきっかけ	<ul style="list-style-type: none"> 事業部門、R&Dが各自見つけるのが理想だが、CVCが情報収集している中で出資機会を事業部門に提供する場合もある（情報通信） 2017年に出席したマッチングイベントで接点を持ったのがきっかけ（医薬品）
	形態	<ul style="list-style-type: none"> 新しく資金を導入することで何かを実現させることがCVC出資の根幹にあるため新株取得が一般的（情報通信） 会社にNew moneyが流入することがその会社の成長につながると考えるためである（製造業）
	規模	<ul style="list-style-type: none"> 2~3億円程度が一般的。5億円を超えるものは経営会議案件となる（情報通信） 国内外関わらず5000万~2億円（数千万円~数億円）程度の規模で出資（複数）
	資金面以外での連携（人材派遣・知財共有）	<ul style="list-style-type: none"> チャンネルの拡大を期待するスタートアップ企業も多く、紹介できる場合は販路を紹介（製造業） 信用力、取引先の紹介、ワークスペースの提供を行っている。また、毎年4、5人程を出資先のスタートアップ企業に（役員ではない）出向という形で派遣している。（サービス業） 企業方針やアジアでのビジネス展開について双方の理解を深めるために社外取締役として派遣（製造業） 人材を実際に派遣するような協業は実施していない。（複数）
	将来的な展望	<ul style="list-style-type: none"> M&Aを目的としているため、シードを中心に出資している。（サービス業） 必ずしもM&Aを見据えた出資をしているわけではない（製造業） 買収チームは本社傘下の独立した部門だったため、CVCと密な連携ができず、出資先のIPOを見据えるような意識は浸透しなかった（情報通信）
	選定基準	<ul style="list-style-type: none"> VCがリードとして参画していることが条件。ファイナンシャルリスクはリードインベスターのVCが取るべき（複数） 数値データよりも、創業者の人柄や社会課題への寄与など定性的な判断が大部分を占める。（サービス業）
	契約	<ul style="list-style-type: none"> ライセンスアグリーメントを締結したことにより、スタートアップ企業製品の単独販売権を有している（製造業） アジアにおける独占的開発・販売権を出資先から取得するライセンス契約を締結（製造業）

出所：Exit 実態調査の回答内容より NRI 作成

表 9：大企業（出資者）の調査結果（つづき）

大分類	項目	主な意見
ハードル	Valuation	<ul style="list-style-type: none"> 日本のCVCではVC経験者がいないため、実務ノウハウが蓄積されていない（情報通信） シード、アーリーステージの企業価値は本当にわからないというのが実感（製造業）
	CVC用の人材確保	<ul style="list-style-type: none"> VC・CVC経験者を外部から採用することが重要。ただし、CVCが成功報酬になっていないのは世界共通の実情であり、構造的な問題。（情報通信業）
	社内調整	<ul style="list-style-type: none"> R&Dが強い会社は自社の技術力に自信を持っており、自社基準でスタートアップ企業を評価してしまう。結果としてDisruptiveなものを適切に評価できないことがある（情報通信業） 経営層と現場の間でスタートアップ企業投資に対する温度差がある。経営層の方が新技術や異業種提携に積極的（製造業）
	その他	<ul style="list-style-type: none"> 興味深く、投資条件も問題ないにも関わらず、事業部門の関心や検討リソースがないために出資できずに終わる案件がある（情報通信業）
国内外の比較	海外案件	<ul style="list-style-type: none"> 国内と海外で出資案件の件数は半々程度（複数） 海外は欧米とイスラエルが大半を占める（複数）
	差異	<ul style="list-style-type: none"> 海外では最低でも3~5億円程度の出資が一般的となる（製造業） シリコンバレーなどではスタートアップ企業周りのエコシステムが成立しており、スタートアップ企業に知悉した会計士、弁護士を含めて調達しやすい。何かあった際の相談相手、情報が入りやすいため、自ずと出資がしやすくなる。（製造業）
	海外ならではのハードル	<ul style="list-style-type: none"> 言語と日本拠点の有無が懸念事項となる。鶏卵議論にはなるが、日本の事業部としては日本拠点がないと連携しづらいという意見が多い。（複数） ストーリーの描きにくさから、国内スタートアップ企業と比べると出資は困難になる（情報通信業） 資金が欲しい一方、多くの海外スタートアップ企業はVC・CVCに経営に関与してほしくないのが本音である。そのため協働事業に本腰をいれないケースもあり、事業会社側とのせめぎあいが生じる。（製造業）
その他	CVCのメリット	<ul style="list-style-type: none"> 事業会社の色が付くことを理由に敬遠されることを避けることができる（サービス業） 会計上の利点大きい。CVCはバルクで投資するため、減損の評価が3~5年に1回となる上、一つの会社が立ち行かなくなった際のリスクを軽減できる。（サービス業） 既存事業における文脈やシナジー効果が問われる事業会社出資が馴染まない場合がある（複数） 専門家によるスタートアップ企業の経営状況を加味した出資が出来る、違った観点で案件を評価できる（複数）

出所：Exit 実態調査の回答内容より NRI 作成

表 10：スタートアップ企業の調査結果

大分類	項目	主な意見
資金調達	将来的な展望	<ul style="list-style-type: none"> • IPOより事業基盤を固めて行くほうが重要。調達先とは10年、20年先を見据えた長期的な関係を念頭に置いている（情報通信） • 韓国をはじめとするアジアの顧客に着目しており、潜在顧客と接点を持つため、調達先が有するネットワークは有用（製造業）
	投資家の選定基準（SUの視点）	<ul style="list-style-type: none"> • 事業領域が他の出資者と類似しすぎないように留意（サービス業）
IPO	ハードル	<ul style="list-style-type: none"> • 年間の引受数が決まっている証券会社に対し、その枠に自社を入れてもらえるよう関心をひくことが重要となる（サービス業） • 大企業と連携するノウハウがなく、苦勞した（オンライン学習）
	ディスカウント	<ul style="list-style-type: none"> • 業界慣行として2~3割程度のディスカウントが平均的なのではないか（サービス業） • 一方発行体としてはディスカウント自体納得がいかない側面もある（複数）
	投資家への配分	<ul style="list-style-type: none"> • 発行体としては、業界に詳しく、最終的には相談相手のように長期的な関係をもてる投資家の配分を多くしたい（複数）

出所：Exit 実態調査の回答内容より NRI 作成

3.4. 国内スタートアップ企業の Exit 促進に向けた論点

今回の調査で得られた視点を整理すると、スタートアップ企業の資金調達と、投資家層の形成に大別される。

表 11：上場予定企業（スタートアップ企業）が Exit によって充足したいニーズ

Exitによって充足したいニーズ	スタートアップ企業の声
更なる事業拡大等のために 資金調達したい	<p>上場の選択肢が不足している。主幹事証券ではなく、市場に直接株価をつけてもらったり、従来の手続きより簡素な方法で上場したいが、そのような手段がない</p> <p>ブックビルディングによる価格形成プロセスが不透明。公募価格→初値のディスカウントが当たり前になっている。テック系だと比較対象がないなどの理由でさらにハードルが高くなっている</p>
安定的な投資家層の確保	<p>IPOは個人投資家に偏っている。比較的長期で保有し、自社のバリュアップを意識してくれる機関投資家に保有してもらいたい。発行体は投資家を選べない</p> <p>テック系企業などのバリュエーションに知見のある海外の投資家へアクセスしたいが、グローバルオファリングにはコストがかかる</p>

出所：企業ヒアリング等より NRI 作成

3.4.1. 資金調達ニーズの充足

海外、特に米国で注目されているダイレクトリスティングと SPAC は、それぞれ公開価格の決め方やロックアップ期間、上場までの準備期間について、伝統的な IPO と比べて使い勝手が良いとされている。ダイレクトリスティングは引受証券会社を介さず、市場原理による価格形成を狙った上場手法で、SPAC は上場までの準備期間が半年程度と短いことが特徴的である。

表 12：上場手法の比較

	伝統的なIPO	ダイレクトリスティング (直接上場)	SPAC (特別買収目的会社)
概要	引受証券会社を介して証券取引所で新規株式公開	引受証券会社を介さずに、発行体自らが新株を売り出す	受け皿となる、買収を目的とした企業
公開価格の決め方	主要な機関投資家の意見に基づいて決定	市場の投資家の需要で決める	SPACとの交渉次第
準備期間	1-2年	1-2年	半年程度
ロックアップ期間	半年程度、ただし条件付きで早めることが可能	なし	SPAC株主に対してのみ、De-SPAC [※] 後180日～1年程度 ^{※※}
事例	ほぼ全ての上場企業	Spotify (米)、Slack (米)	Virgin Galactic Holdings (米)

- 証券会社と合意が取れない場合、市場に決定を委ねたいという理由からダイレクトリスティングを活用する場合もある。(サービス業)

※SPACによる非上場企業の買収

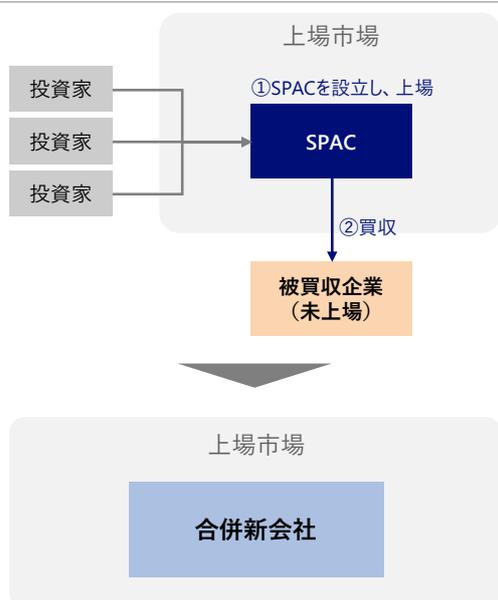
※※ Harvard Law School Forum on Corporate Governance、「Special Purpose Acquisition Companies: An Introduction」¹⁴

出所：NRI 作成

SPAC は 1992 年に制度化され、事業を持たない、いわば「空箱」の状態の上場し、株式公開より調達した資金で被買収会社と統合するものである。直近ではバリュエーションが難しいとされている E スポーツ関連の企業 (DraftKings) などが上場する手段として注目を浴びている。

図 27：SPAC の仕組みと事例

SPACの仕組み



SPACによる吸収合併の例

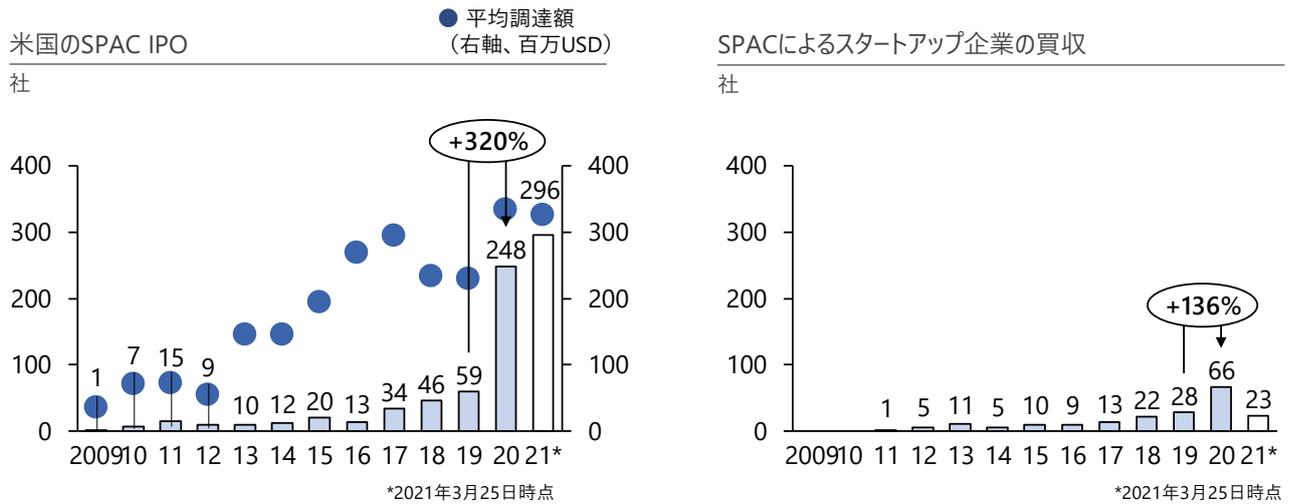
日付	買収ターゲット	SPAC (ティッカー)
2021/2/26	ChargePoint Holdings, Inc.	Switchback Energy Acquisition Corp (SBE)
2021/1/21	UWM Holdings Corporation	Gores Holdings IV, Inc (GHIV)
2020/12/18	Opendoor Technologies Inc.	Social Capital Hedosophia Hldgs II Corp (IPOB)
2020/12/16	Skillz	Flying Eagle Acquisition Corp (FEAC)
2020/12/2	Luminar Technologies, Inc.	Gores Metropoulos, Inc (GMHI)
2020/11/27	QuantumScape	Kensington Acquisition Corp (KCAC)
2020/11/17	MP Materials Corp.	Fortress Value Acquisition Corp (FVAC)
2020/4/23	DraftKings Inc	Diamond Eagle Acquisition Corp (DEAC)
2020/2/10	Vertiv Holdings Co	GS Acquisition Holdings Corp (GSAH)
2019/10/25	Virgin Galactic Holdings Inc	Social Capital Hedosophia (IPOA)

出所：野村資本市場研究所、各社報道よりより NRI 作成

2020 年に上場した SPAC は 248 社と従来の 4 倍近く増加した一方、同年 SPAC に買収された企業は 66 社 (対前年比 2.4 倍) と、上場するための「空箱」の供給が急速に伸びた。

¹⁴ URL : <https://corpgov.law.harvard.edu/2018/07/06/special-purpose-acquisition-companies-an-introduction/>

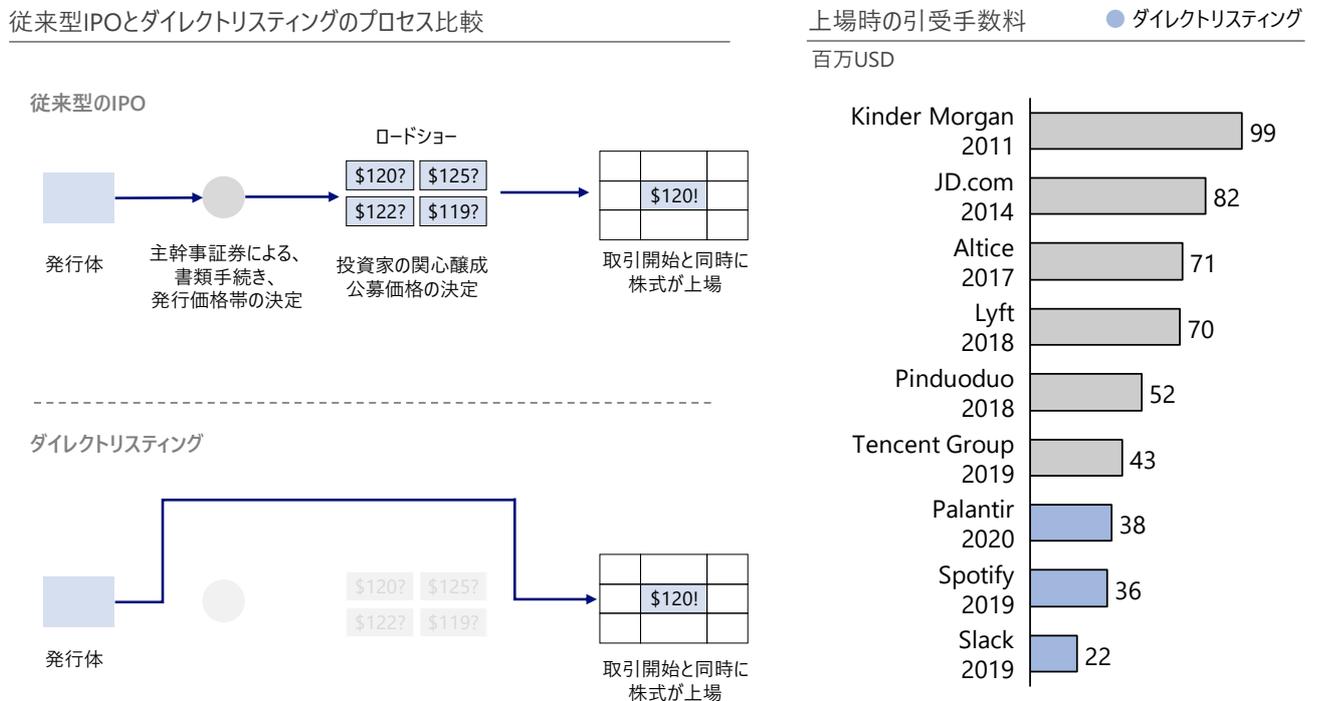
図 28：SPAC の上場と、SPAC とスタートアップ企業の統合



出所：spacinsider.com よりNRI 作成 (2021年3月25日時点のデータに基づく)

SPACと同様に、IPOの代替手段として注目されているのがダイレクトリスティングである。特に通常のブックビルディングを介さず、名称通りそのまま上場することから、上場時の引受手数料がかからないことが特徴である。近年上場した Spotify や Slack のように、知名度の高いテック企業がダイレクトリスティングを採用する傾向が伺える。

図 29：従来型 IPO とダイレクトリスティングのプロセス比較



出所：The Wall Street Journal、「Palantir's IPO Shortcut: A Direct Listing」(2020年9月29日)よりNRI 作成

ダイレクトリスティングを活用し得るのは、知名度が高い発行体等に限られるが、ダイレクトリスティングは既存株主に有利な売却機会を提供するとともに、投資機会の公平性を確保する上場方式として有意義な選択肢であるとされる。米国でダイレクトリスティングを果たした Spotify 社や Slack 社は知名度が高く、既に多くのユーザーを獲得していることからビジネスの内容が一般投資家に馴染みやすいという利点があった。

図 30：ダイレクトリスティング活用の条件と意義

ダイレクトリスティング (DL)		従来型IPO	
	Spotify社	Slack社	
初日 時価総額	256億USD	195億USD	
事業概要	音楽配信サービスを提供する消費者向けクラウドサービス = 高い知名度・理解が容易な事業	ビジネス上のコミュニケーションアプリを提供する企業向けクラウドサービス = 高い知名度・理解が容易な事業	知名度が低い事業等でも、証券会社による引受・投資家勧誘が可能
発行体の 資金需要	上場前から大規模調達が可能であり、キャッシュフローも安定していたため、 資金需要は限定的*		資金調達需要が比較的大きい
価格変動	①上場前株価ベース参考値:\$132 ②売価格:\$166 (①+26%) ③初日終値:\$149 (②-10%) →②で売却する既存株主に裨益	①上場前株価ベース参考値:\$26 ②売価格:\$38.5 (①+48%) ③初日終値:\$38.6 (②+0%) →②で売却する既存株主に裨益	②売価格:低い傾向 ③初値:②より高い傾向 →②で購入・③で売却する新規株主に裨益し易い
ロック アップ	上場直後の既存株主による売却に対して 規制 (ロックアップ) が無い		ロックアップ有
売出株の 購入者	個人投資家・機関投資家の別を問わず、高値を付けた投資家が購入者に		米国のIPOでは、売出株の大半が機関投資家に割り当てられる
			DL活用の条件① 発行体の知名度
			DL活用の条件② 発行体に資金需要が無い
			DLの意義① 既存株主に有利な価格形成
			DLの意義② 流動性向上・株価の安定性向上**
			DLの意義③ 投資機会の公平性

*米国では、これまで資金調達を伴わないダイレクトリスティングのみが認められていたが、2020 年末に、資金調達を伴うダイレクトリスティングも解禁された¹⁵。

**ロックアップ解除時には、株価にボラティリティが生じるが、ダイレクトリスティングであればこれを回避することができる¹⁶。

出所：経済産業省作成

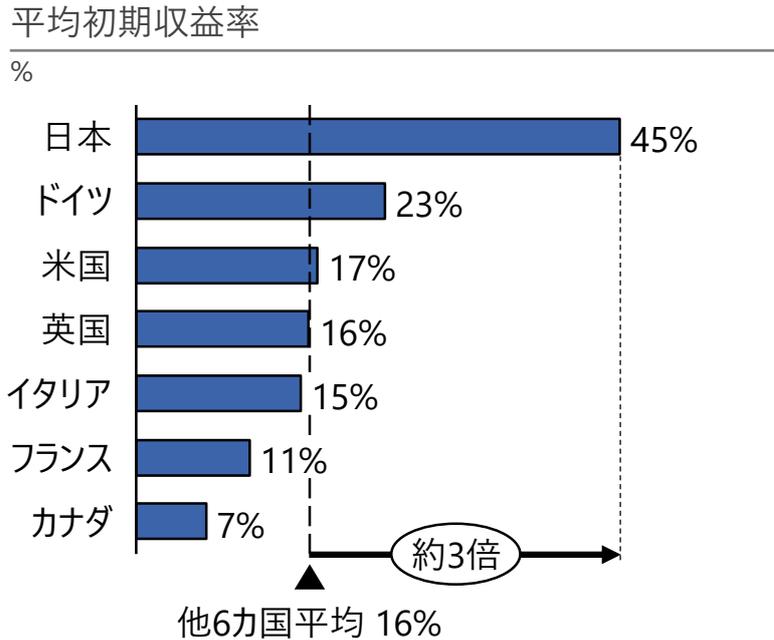
本章で紹介している SPAC やダイレクトリスティングは、上場予定企業の選択肢を増やす意味では有効な代替手段と言えるが、それ以前に、従来の IPO の株価形成プロセスに不満があることにより代替案が模索されたことを示唆している。

では日本の IPO 市場に焦点を当てるとどうか。日本の IPO は初期収益率が高く、スタートアップ企業が IPO を通して十分な資金供与を受けられない可能性が指摘されている。一例として公開価格に対する初値の高さを示す「初期収益率」は、先進 6 か国の長期間平均が 16%であるのに対し、我が国は 45%と高い水準にある。

¹⁵ URL : <https://www.bloomberg.com/news/articles/2020-12-22/silicon-valley-wins-as-sec-allows-direct-listings-to-raise-cash>

¹⁶ URL : <https://corpgov.law.harvard.edu/2018/07/05/spotify-case-study-structuring-and-executing-a-direct-listing/>

図 31：平均初期収益率¹⁷



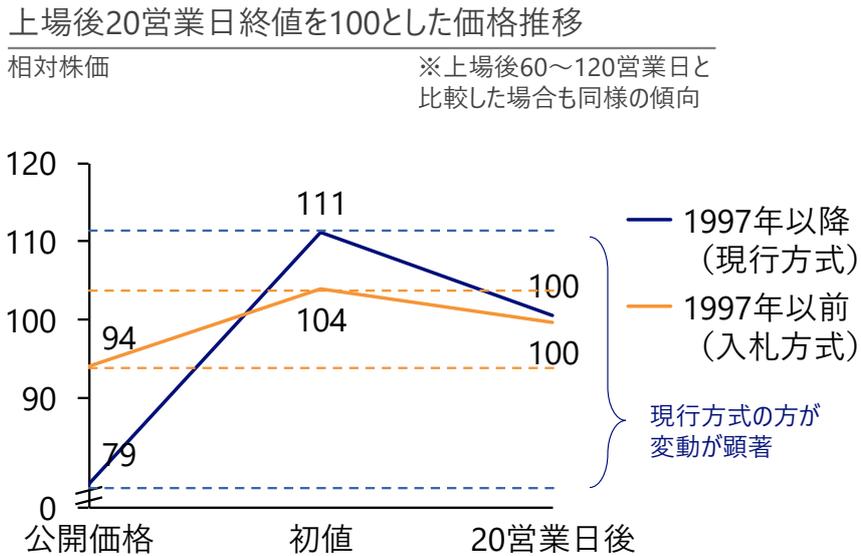
出所：金子隆「IPOの経済分析」（2019）、Jay Ritter「IPO Data¹⁸」よりNRI作成

初期収益率が高い要因としては、初値の高さ・公開価格の低さという2つが考えられるが、値動きが安定する上場後20営業日終値を適正価格とした場合、公開価格の低さによる影響が大きい。

¹⁷ 日本（1970年～2016年）3488件、ドイツ（1978年～2014年）779件、米国（1960年～2017年）13,001件、英国（1959～2012年）4932件、イタリア（1985～2013年）312件、フランス（1983～2010年）697件、カナダ（1971～2016年）743件。Loughran, Ritter and Rydqvist（2018年3月4日更新版）をもとに金子隆氏作成。

¹⁸ URL：<https://site.warrington.ufl.edu/ritter/ipo-data/>

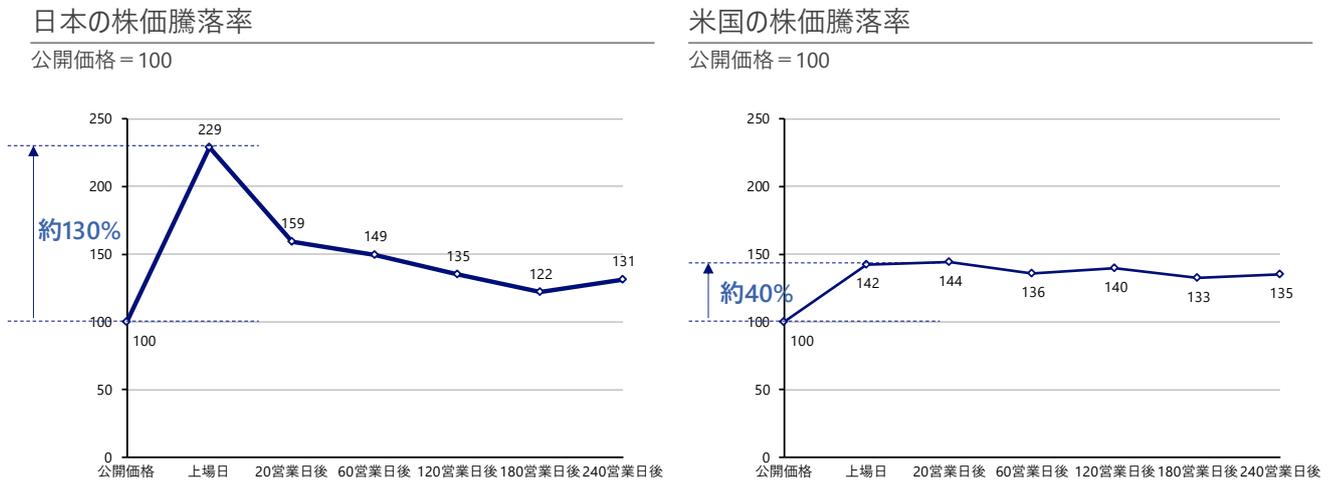
図 32：上場後 20 営業日終値を 100 とした価格推移¹⁹



出所：池田直史・金子隆「ブックビルディング方式は本当に優れているのか？」『三田商学研究第 57 巻第 6 号』（2015）より NRI 作成

更に、直近数年では我が国の初期収益率は更に上昇しており、2017 年-2020 年に新興市場で上場した銘柄の初期収益率は 130%程度まで伸びている。

図 33：日米の株価騰落率²⁰



出所：Capital IQ より NRI 作成

¹⁹ 1993 年～2012 年までのジャスダック・マザーズ・ヘラクレスで公開された株式を対象とし、市場条件の違いによる影響を排除するため、それぞれの株価はその時々々の株価指数でデフレートした中央値を用いている。また、公開日～基準日迄に株式分割を行った企業等を除外している。

²⁰ 上場時期の違いによるマクロ影響を排除するため、株価指数の騰落率を控除した。日本のデータは東証マザーズ市場の企業、米国のデータは 2017 年以降 NYSE、NASDAQ、AMEX に上場した企業が対象。

初期収益率が高いほど、上場予定会社にとって経済的な不利益が生じる点に注目したい。例えば 2013 年から 2020 年までの我が国新興市場（マザーズ、ジャスダック）において、①適正株価での発行規模想定（上場後株価が安定するとされる 20 営業日後株価ベース）と、②実際の発行規模（公開価格ベース）とを比較すると、1 社あたり平均 20 億円以上の経済損失が生じていることが示唆される。

表 13：新興市場の上場銘柄における想定経済損失²¹

新興市場（マザーズ、ジャスダック）の上場銘柄における想定経済損失

年	サンプル数	想定経済損失 (1社あたり平均値) (百万円)	発行規模 (1社あたり平均値) (百万円)	適正価格での発行規模 (1社あたり平均値) (百万円)
2013	40	4,401	1,746	6,147
2014	52	1,981	1,871	3,851
2015	70	1,022	2,048	3,071
2016	67	725	1,708	2,433
2017	65	2,368	1,750	4,118
2018	74	2,840	4,122	6,963
2019	59	1,888	3,103	4,992
平均値		2,048	2,405	4,453
合計値	427	874,628	1,026,864	1,901,492

出所：鈴木健嗣「日本の IPO 企業の資金調達に関する状況について」²²より作成

特に、小規模上場であれば上場後の株価の乱高下が顕著である。IPO に伴う新株と既存株の売出総額（「吸収金額」）が 50 億円（≒ 5,000 万 USD）以上の場合、日米の初期収益率水準に大きな差異は無い。他方、吸収金額が 10 億円未満の場合、70%程度という極めて高い水準となる。これに対し、米国では 1,000 万 USD（≒ 10 億円）未満の場合も初期収益率が 2.8%となっており、上場規模と初期収益率には関係が無い。

²¹ ※発行後 20 営業日時の調整済み株価（120 営業日後、240 営業日後、480 営業日後の株価を利用してもほぼ同様の結果）公開後のパフォーマンスについては、市場効果、規模効果、Value 株効果を考慮するべく規模、Value の 25(5 x 5)ポートフォリオリターンを利用。Value weighted index return を利用しても大きな結果は変わらない。

²² URL：<https://sites.google.com/view/suzukikatsushi/ipo%E8%AA%BF%E6%9F%BB>

表 14：吸収金額別初期収益率の日米比較²³

吸収金額別初期収益率（日本、2001年～2019年）

吸収金額	件数	割合	初期収益率
I 10億円未満	787	44%	69.6%
II 10億円以上、50億円未満	753	42%	38.2%
III 50億円以上、100億円未満	100	6%	11.5%
IV 100億円以上、500億円未満	112	6%	3.0%
V 500億円以上、1,000億円未満	18	1%	-4.7%
VI 1,000億円以上	30	2%	13.8%

吸収金額別初期収益率（米国、2001年～2019年）

吸収金額	件数	割合	初期収益率
I 1,000万ドル未満	57	3%	2.8%
II 1,000万ドル以上、5,000万ドル未満	345	16%	1.2%
III 5,000万ドル以上、1億ドル未満	656	30%	7.7%
IV 1億ドル以上、5億ドル未満	923	42%	11.7%
V 5億ドル以上、10億ドル未満	136	6%	6.2%
VI 10億ドル以上	70	3%	7.7%

出所：金子隆「日米比較を通してみる値付けの歪み－「IPO 神話」復活の兆しに問う－」『三田商学研究』第 63 巻第 5 号（2020 年 12 月）pp.91-114 より NRI 作成

更に、規模の小さい IPO ほど引受手数料が高い水準となっている。特に近年では引受手数料率そのものが増加している。また、引受手数料率の大小が IPO の件数と連動している点にも注目されたい。

表 15：吸収金額別引受手数料率（日本、2001年～2020年）

吸収金額別引受手数料率（日本、2001年～2020年）

上場時期		全規模	吸収金額			
			10億円未満	10億円以上、50億円未満	50億円以上、100億円未満	100億円以上
2001年～2020年	中央値	7.50%	8.00%	7.50%	7.00%	6.00%
	平均値	7.21%	7.49%	7.25%	7.04%	5.73%
	件数	1888	820	795	108	165
2001年～2005年	中央値	6.50%	7.00%	6.50%	6.00%	5.75%
	平均値	6.66%	6.92%	6.61%	6.45%	5.49%
	件数	747	329	326	42	50
2016年～2020年	中央値	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%	6.00%
	平均値	7.75%	8.03%	7.92%	7.55%	6.07%
	件数	441	165	201	30	45

直近5カ年の手数料が1-2%高い

← 規模の小さいIPOほど手数料が高い

出所：eol、EDINET 等の引受価額データを基に金子隆氏作成

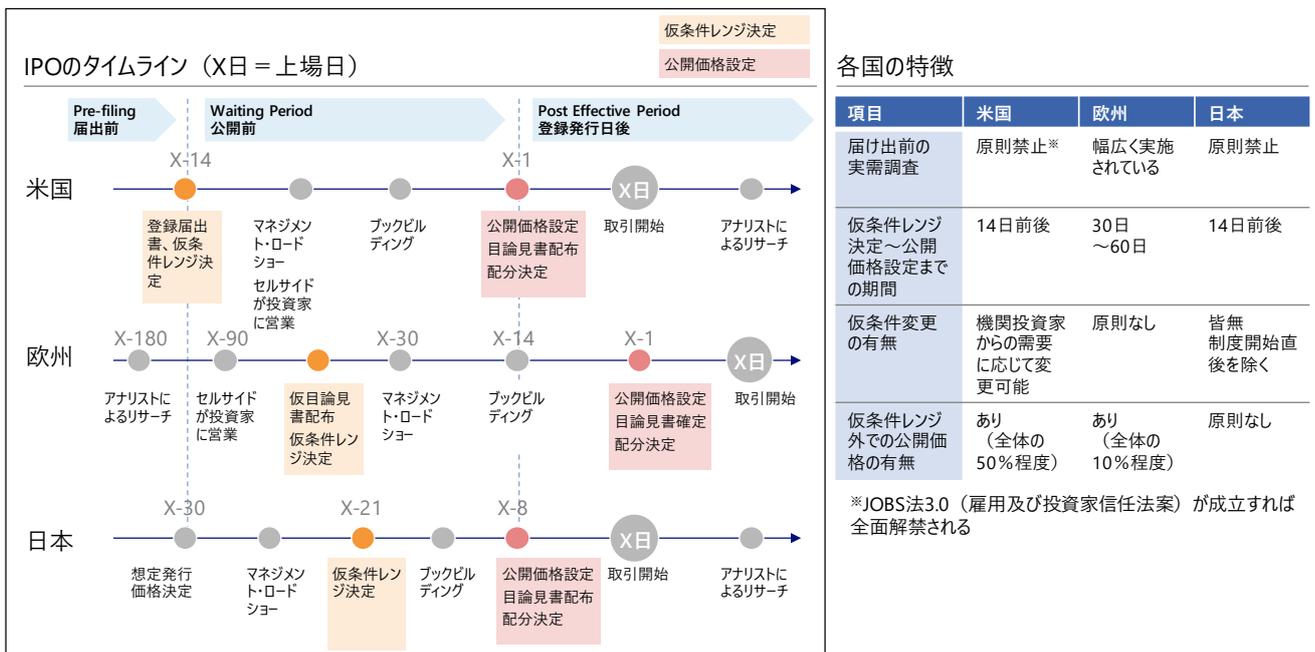
本章で公開価格と手数料について触れたが、改めて、通常の IPO において価格形成の要となるブックビルディングを振り返る。

²³ 日本は TOKYO PRO Market を除く国内の全市場で上場した IPO（ETF と REIT を除く）が対象。初期収益率は中央値を採用。

日本は米国や欧州と比較すると、価格幅が決まる仮条件レンジと、公開価格が決まるまでのステップが短い。発行体、引受証券会社は情報が少ない中で仮条件レンジにコミットせざるを得なく、投資家から十分なフィードバックを得られないため、引受証券会社は IPO 株の在庫処分などを意識して公開価格を低めに設定するインセンティブが働く可能性が指摘されている。

対する米国と欧州はそれぞれ仮条件レンジの設定から公開価格の決定まで、投資家との対話により市場のタイトを確認する期間が組み込まれている。

図 34：IPO の日欧米比較

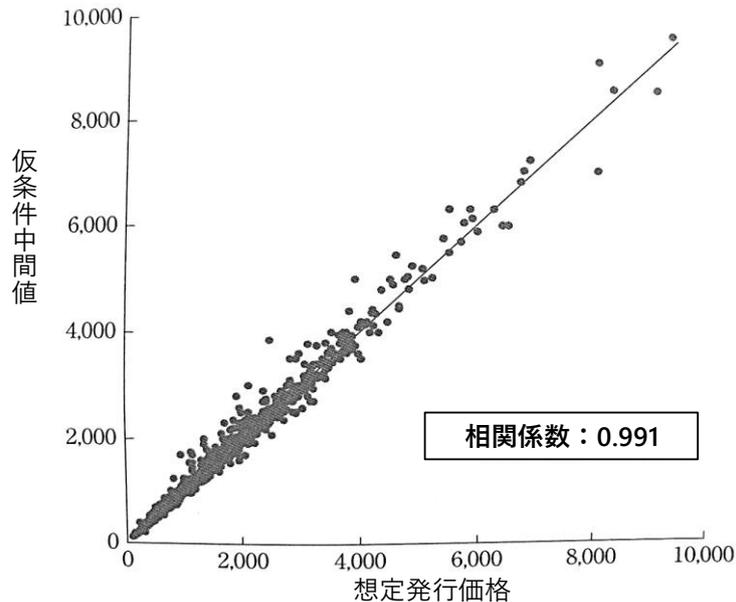


出所：Journal of Financial Economics, 「Why are European IPOs so rarely priced outside the indicative price range?」より NRI 作成

上場承認前に設定される想定発行価格は、その後設定される仮条件（一定のレンジで証券会社が提示する公開価格案）及び公開価格の水準に大きな影響を与える。例えば、我が国では、想定発行価格と仮条件レンジ中間値の相関係数が 0.991 となっている。

図 35：想定発行価格と仮条件中間値の設定水準

想定発行価格と仮条件中間値の設定水準



出所：金子隆「IPOの経済分析」（2019）（対象は2001～2017年のIPOで、作図の関係上1万円未満のIPOに限る）

また、我が国の公開価格設定において実需が反映されていない可能性が指摘される。ブックビルディングでは、慣習により、投資家が仮条件レンジの外で希望価格を申請できない仕様になっており、ブックビルディングの結果を踏まえて決定される公開価格も必ず仮条件レンジ内で設定される。公開価格を仮条件レンジ内で設定することは法令・自主規制等により定められているわけではなく、原因は明確でない。

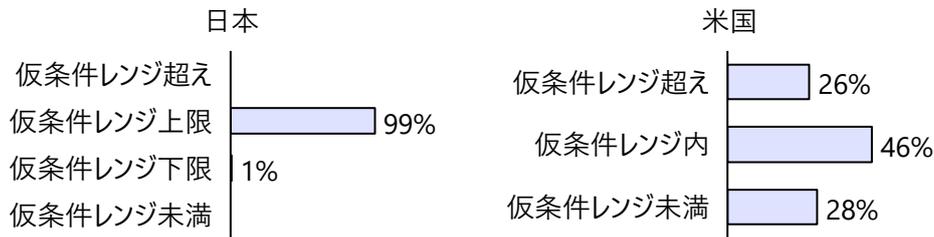
また、こうした慣習を前提として、「公開価格を仮条件レンジの上限に設定することで市場に対して『超過需要感』を強調するために、仮条件レンジを保守的に設定すべき」という認識が、業界の一般常識となっている。

このため、我が国では、99%超の公開価格が仮条件レンジの上限で設定されており、超過需要が生じる水準で公開価格が決定されていることが示唆される。これは、公開価格で売却に応じた既存投資家の機会損失、上場後高値掴みをした新規投資家の損失、株価乱高下による発行体側の健全な成長の阻害、といった弊害に直結し得る。

なお、米国では、仮条件レンジ外で公開価格が行われる場合が過半数であり、その時々々の需要量に応じて適切な公開価格水準が決定されていると考えられる。

図 36：仮条件レンジと公開価格の設定水準

仮条件レンジと公開価格の設定水準



出所：2019年の上場企業情報、Jay Ritter「IPO Data²⁴」を基にNRI作成（米国の対象は1990～2017年のIPO）

投資家に対する想定発行価格決定前の需要調査（届出前の需要調査、プレヒアリング）は、金商法第4条で禁止される「届出前の勧誘」に該当するか否かが明確でないため、殆どのIPOで実施されていない。

2014年の内閣府ガイドライン改定で、特定投資家や大量保有株主に対するプレヒアリングを合法化する旨が示されたが、日証協規則では非上場企業のIPOについて対象外となっている。この手の規制を緩和する方向で動いている米国とは対照的である。

図 37：プレヒアリングに関する日米比較

	日本 「届出前勧誘に該当しない行為の明確化」	アメリカ 「JOBS法3.0」
改正年月日	<ul style="list-style-type: none"> 2014年8月27日 	<ul style="list-style-type: none"> - (2018年7月下院通過)
法改正の背景	<ul style="list-style-type: none"> そもそもの目的は、投資家が不確実な情報に基づいた投資判断を強いられることの防止 一方で「募集・売出しの是非や価格の判断に支障（特にIPOやライツ・オフリング）」（2013年10月25日金融審議会事務局説明資料）が出るといった課題が存在 上記解決の一環として、販売圧力を受けにくい投資家に対し、プレヒアリングが限定的に解禁された 	<ul style="list-style-type: none"> トランプ政権下で投資機会の拡大と、発行体に対する規制緩和を目的にJOBS法2.0の見直しを実施 テスト・ザ・ウォーターの対象を全発行体に広げる検討は発行体に対する規制の一環として位置づけられる
法施行の対象出資者	<ul style="list-style-type: none"> 全ての発行体（発行体を限定する主旨の記載なし） 	<ul style="list-style-type: none"> 2019年2月にテスト・ザ・ウォーターの対象を全ての発行体に拡大する方針でパブコメの募集を開始 (2015年のJOBS法2.0にてEGC※1に限定して解禁)
開示時期・対象	<ul style="list-style-type: none"> 適格機関投資家 特定投資家 大株主※2 	<ul style="list-style-type: none"> 適格投資家（IAI） IAI適格機関購入者（QIB）
備考	<ul style="list-style-type: none"> 改正に伴い、内閣府「開示ガイドライン」にて届出前勧誘に該当しないプレヒアリングを始めとする8つの項目が明記された ただし、日本証券業協会はプレヒアリングの合法的手続きを定めた「協会員におけるプレ・ヒアリングの適正な取扱いに関する規則」でIPO時のプレヒアリングを対象から除外するとともに、国内でのプレヒアリングを禁止している 	<ul style="list-style-type: none"> JOBS法3.0が施行された場合、ロードショーに先立って実施することが可能になる

出所：野村資本市場クォーターリ、日本取引所グループ、金融庁等よりNRI作成

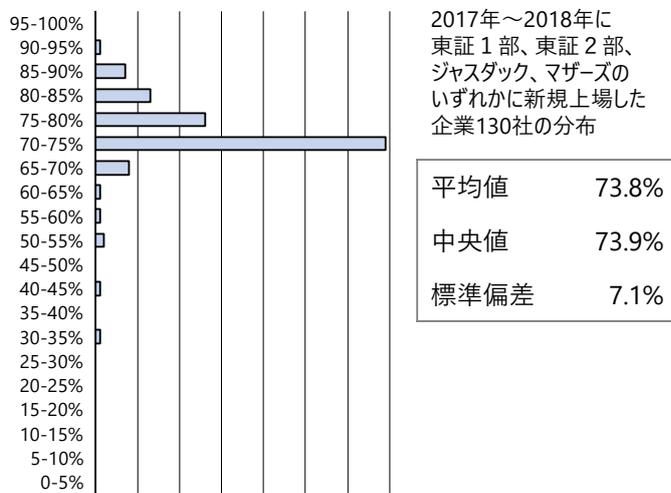
²⁴ URL：https://site.warrington.ufl.edu/ritter/ipo-data/

3.4.2. 安定的な投資家層の確保

日本では慣習上、IPO 株の割当先は「機関投資家：個人＝3：7」となっていることが殆どで、機関投資家が十分な購入量を確保できていない上、短期売買中心の個人の株主比率が高まり、発行体の短期主義化を進めている。加えて、発行体が投資家を指定する、いわゆる「親引け」は原則として禁止されていることから、発行体は投資家を選べない構造となっている。

図 38：IPO 株の配分割合

新規株式公開企業の引受証券による個人顧客への配分割合
個人への配分割合



- 発行体としては、業界に詳しく、最終的には相談相手のように長期的な関係をもてる投資家の配分を多くしたい。(サービス業)
- 投資家が発行体を選ぶ一方、選ばれた発行体はそれに応じざるを得ない点に違和感がある。(サービス業)
- 日本は個人投資家への配慮から公平分配の原則が定められているのではないかと感じられる。くじ引きの導入など公平性の原則は重視されている印象を受ける。個人投資家について公平に分配するのは問題ないが、機関投資家にまでこの原理を適用する必要はないのではないかと。(サービス業)

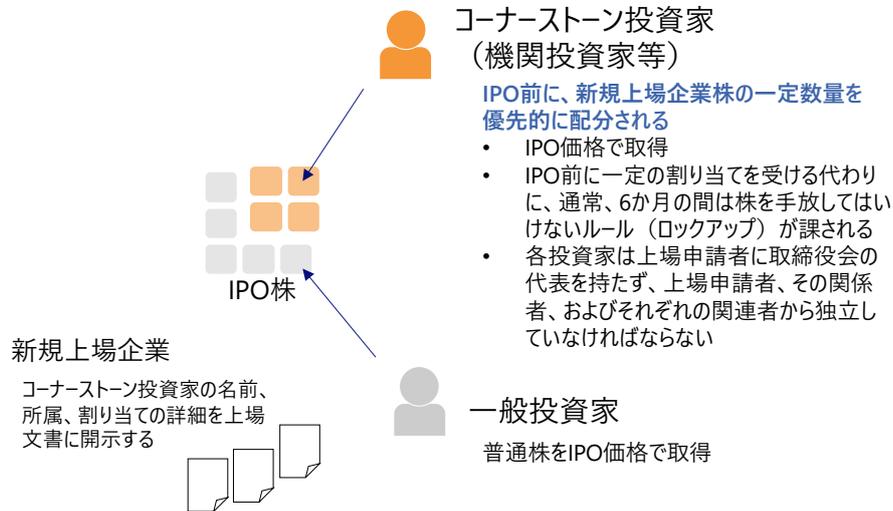
出所：経済産業省「企業の長期成長に資する市場構造の在り方等の検討について」、企業ヒアリングよりNRI作成

このように IPO 株が個人に多く割り当てられる反面、我が国機関投資家は IPO 株の十分な購入量を確保できていない。このため、上場する会社はプレヒアリング・ロードショーで購入意欲の無い機関投資家に話を聞くことになる場合も少なくない。

他方、香港では、長期保有が期待でき発行体の中長期的な成長を支えられる機関投資家に対し、新規上場企業株の一定量を優先的に配分する「コーナーストーン投資家」制度が導入されている。「コーナーストーン投資家」は IPO 株の購入価格と保有期間にコミットすることで、上場する会社にとって安定的な投資家層を確保できる。

図 39：「コーナーストーン投資家」制度

「コーナーストーン投資家」制度（香港）



出所：香港取引所公表資料、2019年10月23日金融審議会市場構造WG資料²⁵よりNRI作成

「コーナーストーン投資家」制度においては機関投資家が上場する企業を選ぶことを前提としているが、逆に上場する企業が投資家を選べる「親引け」制度を紹介する。

発行者が指定する販売先への売付けや、販売先を示唆する等実質的に類似する行為（「親引け」）については、投資家間の公平性確保や、「株の持ち合い」に対する批判から、原則禁止とされてきた。他方、日証協規則第2条第2項第1～3号に規定する要件を満たす場合には、例外的に許容されている。

現在は、発行体の従業員持株会や重要取引先に対する「親引け」が殆どで、機関投資家に対して行われることは少ない。

²⁵ URL： https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/market-str/doc/1023/01/05.pdf

表 16：親引け制度

<p><日証協「株券等の募集等の引受け等に係る顧客への配分に関する規則」抄> (適切な配分)</p> <p>第2条 協会員は、募集等の引受け等を行うに当たっては、市場の実勢、投資需要の動向等を十分に勘案したうえで、当該募集等の引受け等に係る株券等の配分が、公正を旨とし、合理的な理由なく特定の投資家に偏ることのないよう努めなければならない。</p> <p>2 引受会員（引受規則第2条第8号に規定する引受会員をいう。以下同じ。）は、株券等の募集又は売出しの引受けを行うに当たっては、親引け（発行者が指定する販売先への売付けをいい、販売先を示唆する等実質的に類似する行為を含む。以下この項及び次項において同じ。）を行ってはならない。ただし、次の各号に掲げるすべての要件に該当する場合は、この限りではない。</p> <p>一 当該親引けを行ったとしても前項の規定に反する配分にならないと当該引受会員が判断したこと。</p> <p>二 当該株券等の発行者が、当該親引けについて、親引け予定先（当該親引けによる配分を予定している者をいう。以下同じ。）の状況（親引け予定先の概要、発行者と親引け予定先との間の関係、親引け予定先の選定理由、親引けしようとする株券等の数、当該親引けに係る株券等の保有方針、親引け予定先における払込みに要する資金等の状況及び親引け予定先の実態をいう。）、当該親引けに係る株券等の譲渡制限、発行条件に関する事項、当該親引け後の大株主の状況、株式併合等の予定の有無及び内容、その他参考になる事項を、有価証券届出書又は発行登録書の提出後において適切に公表すること。</p> <p>三 当該募集に係る払込期日若しくは払込期間の最終日又は当該売出しに係る受渡期日から180日を経過する日まで継続して所有することの確約を、主幹事会員（引受規則第2条第9号に規定する主幹事会員をいう。以下同じ。）が親引け予定先から書面により取り付けること。</p> <p>3 (略)</p>	<p><マザーズ>パークシャがストップ高 トヨタが親引けで大株主に 2017年9月25日日本経済新聞</p> <p>…人工知能（AI）のアルゴリズムを開発しており、先週22日に上場した。証券会社が株券を発行者の指定する販売先へ売る「親引け」により、トヨタ（7203、1部）が大株主となった。23日付の日経新聞朝刊が「トヨタも出資」と報じ、改めて個人投資家の人気を集めている。</p>
---	--

出所：日本証券業協会「株券等の募集等の引受け等に係る顧客への配分に関する規則（平 9.8.8）」

本章で紹介した「コーナーストーン投資家」ならびに「親引け」は、いずれも上場する企業が機関投資家に IPO 株を購入してもらうことを目的とした仕組みである。

海外では、引受証券会社は配分先個社情報を配分前に発行体と共有した上で、配分先について協議する。例えば米国では2011年に施行されたFINRA（金融取引規制機構）のルール5131によると、新株の配分プロセスの透明性を高めている。

他方我が国では、配分先個社情報は、原則配分後事後的に発行体へ共有されるため、証券会社が実需に応じた配分を行っているかを確認する手段が無い。

図 40：ブックビルディング結果に関する発行体への情報共有

FINRA Rule 5131（米国）の場合



1. 配分前^前に共有し、配分先について協議
2. 配布^後に報告

日本の場合



配分^後に共有（事後連絡のため、協議なし）

出所：FINRA Rule 5131「New Issue Allocations and Distributions」より NRI 作成

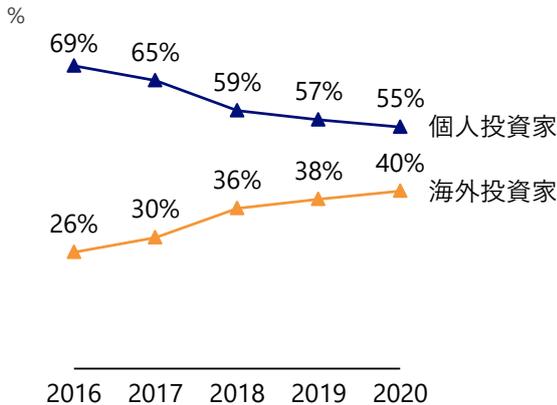
今回の調査でヒアリングしたスタートアップ企業や最近上場を果たした企業は、長期志向の機関投資家に自社株を購入してもらい、安定した投資家基盤形成について意欲的だった。とりわけテック系企業やスタートアップ企業のバリュエーションに知悉した海外の機関投資家を希望する意見が目立った。

近年、世界的なグロース株人気等により、かつて個人投資家が売買金額の7割を占めたマザーズ市場は、今や海外投資家が4割以上を占める市場になっている。こうした中で、海外投資家のIPO参画は進み、2017年は海外での募集・売出を行ったIPOが15件で、全体の16%に相当する（海外調達には旧臨報方式を含む）。

他方で、コストや海外投資家の購入可能な株数が少ないことなどにより、海外調達件数は近年頭打ちしている（16件、全体の17%）。

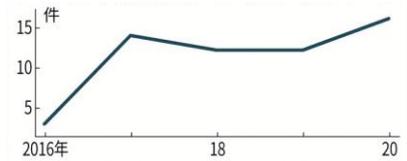
図 41：マザーズの売買金額に占める海外投資家の割合

マザーズの売買金額に占める海外投資家の割合



海外投資家を呼び込む際の課題

<海外調達を伴うIPO件数推移*>



- ① 海外調達に要するコストが課題になる場合もある
- ② 機関投資家に割り当てられる吸収金額が少ない場合、海外投資家が投資したくてもできない
- ③ そもそもの吸収金額が少ない場合も同様

出所：2021/01/19 日本経済新聞「縮まる距離（上）新興、海外マネーで育つ」、JPX グループ「投資部門別売買状況」より NRI 作成

IPO 株を国内外で同時に募集する「グローバルオファリング」を採択する企業の狙いは、まさに海外の機関投資家へのアクセスだが、それには相応なコストを伴う。特に米国の投資家となると、いわゆる規則 144A に則った登録が必要だが、上場費用が国内オファリングの7-8倍で3-4億円とされているが、そのうち大半が弁護士費用となっている。

図 42：投資家募集の種類

対象投資家	国内 欧州・アジア 北米	海外調達						
		国内調達	旧臨報	RegS	144A			
海外RS (ロードショー)	○ (▲) ×	○ ▲ ×	○ ○ ×	○ ○ ○	<ul style="list-style-type: none"> 金商法上、海外募集は無いという整理 海外機関投資家の数は49名以内 	<ul style="list-style-type: none"> 海外募集に人数の制限はない 海外への発信はネットRSを活用（最近はRSしている可能性もある） 和文のみなので、投資家範囲が限定 	<ul style="list-style-type: none"> 欧州アジアの投資家とはRS実施 	<ul style="list-style-type: none"> 欧州アジアに加え、北米の投資家ともRS実施
作成資料	有価証券届出書、目論書 和文資料	有価証券届出書、目論書 和文資料、ネット資料	有価証券届出書、目論書 臨時報告書、英文目論見書 和文資料、英文資料	有価証券届出書、目論書 臨時報告書、英文目論見書 和文資料、英文資料	審査	引受審査	引受審査 海外法準拠のDD	引受審査 海外法準拠のDD
費用（概算）	40~60百万円	50~80百万円	150~200百万円	300~400百万円	うち、弁護士費用	3割程度	4割程度	6-7割

出所：有識者ヒアリングより NRI 作成

4. 参考資料

4.1. スタートアップ企業の IPO

表 17：2011 年以降の、米国スタートアップ企業の IPO（上場時の時価総額順、上位 50 社）

発行体	上場日	調達額 (百万 USD)	上場時の 時価総額 (百万 USD)	公開価格 (USD)	初値 (USD)
Uber	2019/5/9	8,100	82,400	45.00	42.00
Airbnb	2020/12/10	3,488	47,000	68.00	146.00
DoorDash	2020/12/9	3,370	39,000	102.00	182.00
Snowflake	2020/9/16	3,360	33,203	120.00	245.00
Snap	2017/3/2	3,400	33,000	17.00	24.00
Roblox	2021/3/10	-	30,000	0.00	64.50
Twitter	2013/11/7	1,820	24,566	26.00	45.10
Lyft	2019/3/29	2,340	24,000	19.00	-
Altice USA	2017/6/21	1,900	22,112	30.00	31.60
Palantir Technologies	2020/9/30	1,864	22,000	-	10.00
Opendoor	2020/12/21	1,000	18,000	26.00	54.50
Royalty Pharma	2020/6/18	2,175	16,670	28.00	56.39
Dell	2018/12/28	24,000	16,000	8.50	46.00
Wish	2020/12/16	1,104	14,087	24.00	22.75
Unity Technologies	2020/9/17	1,300	13,700	52.00	75.00
Warner Music Group	2020/6/3	1,925	12,750	25.00	27.00
Groupon	2011/11/4	700	12,708	-	-
GoodRx	2020/9/22	1,142	12,670	10.00	-
Pinterest	2019/4/18	1,400	12,660	19.00	23.75
Nikola Motor Company	2020/6/4	-	12,000	-	-
Affirm	2021/1/13	1,200	11,900	10.00	8.00
C3 AI	2020/12/9	651	9,630	42.00	100.00
Zoom	2019/4/18	751	9,229	36.00	65.00
Dropbox	2018/3/23	756	9,200	-	46.46
Pharmaceutical Product Development	2020/2/5	1,620	9,163	14.00	5.15
SmileDirectClub	2019/9/12	1,300	8,900	23.00	20.55
Elanco	2018/9/19	1,510	8,550	24.00	32.25
Bumble	2021/2/11	2,150	8,200	18.00	20.82
Peloton	2019/9/25	1,160	8,100	29.00	27.00
Avantor Performance Materials	2019/5/17	2,898	8,014	14.00	14.72
Oscar Health	2021/3/3	1,400	7,920	39.00	36.00
Datadog	2019/9/19	648	7,830	-	2.21
Albertsons Companies	2020/6/25	800	7,664	16.00	15.50
Moderna Therapeutics	2018/12/6	604	7,565	11.00	61.57
VICI Properties	2018/1/2	1,210	7,000	20.00	20.00
Clover Health	2021/1/8	1,200	7,000	-	-
Zynga	2011/12/16	1,000	6,990	10.00	11.00

Maravai Life Sciences	2020/11/24	1,863	6,956	8.00	3.15
Root Insurance	2020/10/28	724	6,732	27.00	26.00
Kosmos Energy Ltd.	2011/5/11	594	6,730	18.00	19.50
The Carlyle Group	2012/5/3	671	6,699	4.00	-
CrowdStrike	2019/6/12	612	6,600	-	-
Levi Strauss & Co.	2019/3/20	623	6,553	17.00	22.22
DraftKings	2020/4/24	-	6,500	-	3.42
Sotera Health	2020/11/24	1,233	6,381	23.00	28.26
Sana Biotechnology	2021/2/4	588	6,380	25.00	35.00
Invitation Homes	2017/2/1	1,540	6,042	20.00	20.10
Legend Biotech	2020/6/5	424	5,945	-	42.97
Bentley Systems	2020/9/22	237	5,747	12.50	9.24
Asana	2020/9/30	630	5,500	-	27.00

出所：Crunchbase より NRI 作成

表 18：2011 年以降の、英国スタートアップ企業の IPO（上場時の時価総額順、上位 50 社）

社名	上場日	調達額 (百万 GBP)	上場時の 時価総額 (百万 GBP)	公開価格 (GBP)	初値 (GBP)
Funding Circle	2018/9/28	300.0	1,500.0	4.4	4.6
Just Eat	2014/4/10	360.0	1,470.0	-	-
Boohoo Group	2014/3/21	-	560.0	0.5	0.6175
Sensyne Health	2018/8/16	60.0	225.0	1.75	1.805
Team17 Software	2018/5/25	107.5	217.0	1.65	2.35
QUIZ	2017/7/28	102.7	200.0	-	-
Arix Bioscience	2017/2/17	100.0	187.0	2.07	2.1
Draper Esprit	2016/6/17	145.0	173.0	3	3.065
Shield Therapeutics	2016/2/12	32.5	162.0	1.5	-
Mind Gym	2018/7/3	55.8	145.0	-	-
Sumo Group plc	2017/12/21	38.5	145.0	1	1.14
eve Sleep	2017/5/18	35.0	139.7	1.01	1.055
Inspects Group	2020/2/28	23.5	138.0	1.95	1.95
Anexo Group	2018/6/20	25.0	110.0	1	1.035
The City Pub Company	2017/11/24	46.6	102.2	1.7	1.81
OnTheMarket	2018/2/9	30.0	100.0	1.65	1.635
Kropz	2018/12/3	27.3	96.1	-	0.435
Manolete Partners	2018/11/30	16.3	76.3	-	-
essensys	2019/5/29	28.0	72.6	1.51	1.65
Nexus Infrastructure Plc	2017/7/17	35.0	70.5	1.85	1.88
GRC International Group plc	2018/3/5	5.0	69.0	0.7	0.825
Renalytix AI	2018/11/6	25.0	65.1	-	1.225
Mirriad	2017/12/12	26.2	63.2	-	-
Argo Mining	2018/8/6	32.0	61.0	-	-
LoopUp	2016/8/24	11.0	54.0	1	1.125
Diaceutics	2019/3/21	17.0	53.0	0.76	0.845
Keystone Law	2017/12/1	9.4	50.0	1.6	1.905
finnCap	2018/12/7	3.8	47.1	0.28	0.285
Cake Box Holdings	2018/6/29	16.5	43.2	1.08	1.305
Mode	2020/10/5	7.5	40.0	0.5	0.525
Induction Healthcare Group	2019/5/22	14.6	34.1	1.15	1.185
Maistro	2012/10/12	6.5	32.6	-	-
Ten Lifestyle Group Plc	2017/11/29	14.2	32.2	1.34	1.42
Cerillion	2016/3/18	15.0	32.0	0.76	0.785
Velocity Composites	2017/5/15	14.4	30.4	0.85	0.865
Quixant	2013/5/21	3.9	30.0	0.46	0.485
Angling Direct Ltd.	2017/7/13	9.0	27.4	0.64	0.7
Cellular Goods	2021/2/26	-	25.0	0.05	0.2
Beeks Financial Cloud	2017/12/1	7.0	24.5	0.5	0.43
Xpediator	2017/8/11	5	24.2	0.24	0.24992
i-nexus	2018/6/20	10.0	23.4	-	-
Immotion Group plc	2018/7/12	5.8	20.0	0.1	0.1425
Verditek	2017/8/10	2.8	16.5	0.09	0.09

Trackwise Designs PLC	2018/7/25	5.5	15.5	1.05	1.085
GetBusy Plc	2017/8/10	3.0	13.7	-	0.395
Crossword Cybersecurity	2018/12/14	2.0	13.6	-	3.075
Digitalbox	2019/2/28	-	13.3	-	0.15
KRM22	2018/5/1	10.3	12.3	1	1.32
Bidstack	2018/9/1	-	12.0	-	-
Altus Strategies	2017/8/10	1.1	10.8	0.1	0.5375

出所：Crunchbase より NRI 作成

4.2. SPAC の上場、非上場企業買収

表 19：米国における SPAC の上場²⁶

上場年	件数	調達額（百万 USD）	平均（百万 USD）
2021	297	97,017.60	326.7
2020	248	83,334.70	336
2019	59	13,600.30	230.5
2018	46	10,751.90	233.7
2017	34	10,048.50	295.5
2016	13	3,499.20	269.2
2015	20	3,902.40	195.1
2014	12	1,749.80	145.8
2013	10	1,455.30	145.5
2012	9	490.5	54.5
2011	15	1,081.50	72.1
2010	7	502.6	71.8
2009	1	36	36

出所：spacinsider.com より NRI 作成（2021 年 3 月 25 日時点のデータに基づく）

表 20：SPAC の被買収案件一覧²⁷

	SPAC 名称	業種・セクター	被買収先	日付
1	Replay Acquisition Corporation	Fintech	Finance of America	2021-03-26
2	Foley Trasimene Acquisition Corporation II	Fintech - Payments	Paysafe	2021-03-25
3	CIIG Merger Corporation	Automotive - EV Vans	Arrival	2021-03-24
4	Longevity Acquisition Corporation *	Biotech	LBP Service Corporation	2021-03-19
5	Newborn Acquisition Corporation	Automotive Tech	Nuwe Holding Corp.	2021-03-17
6	Roth CH Acquisition I Company	Sustainability	Paylocity Holding Corporation	2021-03-16
8	InterPrivate Acquisition Corporation	Tech - Automotive	Aeva Technologies, Inc.	2021-03-11
7	Colonnade Acquisition Corporation	Tech - Lidar	Ouster, Inc.	2021-03-11
9	CF Finance Acquisition Corporation II	Manufacturing - Glass	View, Inc.	2021-03-08
10	Switchback Energy Acquisition Corporation	Auto-tech, EV	Chargepoint Holdings Inc.	2021-02-26
11	Longview Acquisition Corporation	Med Device	Butterfly Network, Inc.	2021-02-12
13	Panacea Acquisition Corporation	Biotech	Nuvation Bio Inc.	2021-02-10
12	Mountain Crest Acquisition Corporation	Lifestyle, Media	PLBY Group, Inc.	2021-02-10
14	INSU Acquisition Corp. II	Insurance	Metromile, Inc.	2021-02-09
15	CC Neuberger Principal Holdings I	Tech - Software	E2open Parent Holdings, Inc.	2021-02-04

²⁶ 2021 年 3 月 30 日時点のデータに基づく

²⁷ 2021 年 3 月 30 日時点のデータに基づく

16	AMCI Acquisition Corporation *	Energy - Hydrogen Fuel Tech	Andritz AG	2021-02-03
17	FS Development Corporation	Biotech	Gemini Therapeutics, Inc.	2021-02-03
18	Novus Capital Corporation	Agri-Tech	AppHarvest, Inc.	2021-02-01
19	Gores Holdings IV, Inc.	Financial Services	UWM Holdings Corporation	2021-01-21
20	Oaktree Acquisition Corporation	Healthcare, Telehealth	Hims & Hers Health, Inc.	2021-01-20
21	South Mountain Merger Corporation	Fintech	BTRS Holdings Inc.	2021-01-12
22	Acomar Partners Acquisition Corporation	Consumer / Automotive	CarLotz, Inc.	2021-01-08
23	Social Capital Hedosophia Holdings Corporation III	E-healthcare, Insurance	Clover Health Investments, Corp.	2021-01-07
24	Tottenham Acquisition I Limited *	Biopharma	Clene Inc.	2020-12-30
27	Live Oak Acquisition Corporation	Materials - Bioplastics	Danimer Scientific, Inc.	2020-12-29
26	Landcadia Holdings II	Gaming	Golden Nugget Online Gaming, Inc.	2020-12-29
25	dMY Technology Group, Inc.	Software & Services	Rush Street, LLC	2020-12-29
28	RMG Acquisition Corporation	Auto Tech - batteries	Romeo Power, Inc.	2020-12-28
29	LifeSci Acquisition Corporation	Biotech	VINCI SA	2020-12-22
30	Pivotal Investment Corporation II	Auto-tech, EV	Xilinx, Inc.	2020-12-22
33	Monocle Acquisition Corporation *	Aerospace, Defense, Tech	AerSale Corporation	2020-12-21
32	Megalith Financial Acquisition Corporation *	Fintech	BM Technologies, Inc.	2020-12-21
31	Hennessy Capital Acquisition Corporation IV *	Automotive - EV	Canoo Inc.	2020-12-21
34	PropTech Acquisition Corporation	Proptech	Porch Group Inc.	2020-12-21
35	Schultze Special Purpose Acquisition Corporation *	Cannabis	Clever Leaves Holdings Inc.	2020-12-17
36	Social Capital Hedosophia Holdings Corporation II	Proptech	Open Text Corporation	2020-12-17
37	Flying Eagle Acquisition Corporation	Gaming	Skillz Inc.	2020-12-16
38	Opes Acquisition Corporation *	Dining, Hospitality	BurgerFi International, Inc.	2020-12-15
39	LF Capital Acquisition Corporation *	Homebuilding	Auto Trader Group plc	2020-12-14
40	Haymaker Acquisition Corporation II	Retail - Convenience Stores	Arko Corp.	2020-12-09
41	Tenzing Acquisition Corporation*	Healthcare - Pharma	Reviva Pharmaceuticals Holdings, Inc.	2020-12-09
42	Trine Acquisition Corporation	Manufacturing	Desktop Metal, Inc.	2020-12-08
43	HL Acquisition Corporation *	Energy - Hydrogen Fuel	Fusion Fuel Green PLC	2020-12-04
44	Gores Metropoulos	Tech - Automotive	Luminar Technologies, Inc.	2020-12-02
45	Kensington Capital Acquisition Corporation	Automotive - Batteries	Restaurant Brands International Inc.	2020-11-25
46	Legacy Acquisition Corporation *	E-commerce - Auto Parts	IDEX Corporation	2020-11-20
47	Orisun Acquisition Corporation *	TMT	Ukraine	2020-11-17
48	Fortress Value Acquisition Corporation	Metals & Mining	MPLX LP	2020-11-13
49	B. Riley Principal Merger Corporation II	Batteries, Storage	Eos Energy Enterprises, Inc.	2020-11-12
50	NetFin Acquisition Corporation	Fintech	Triton	2020-11-10
51	KBL Merger Company IV *	Biotech	180 Life Sciences Corp.	2020-11-06
52	CF Finance Acquisition Corporation *	Diversified Financial Services	GCM Grosvenor Inc.	2020-11-03
53	Healthcare Merger Corporation	Telehealth	SOC Telemed, Inc.	2020-10-30
54	Conyers Park II Acquisition Corporation	Consumer Services	Advent International Corporation	2020-10-28
55	Spartan Energy Acquisition Corporation *	Energy	Fisker Inc.	2020-10-27
56	ARYA Sciences Acquisition Corporation II	Biotech	Cerence Inc.	2020-10-26
57	DiamondPeak Holdings Corporation	Automotive - EV	Lordstown Motors Corp.	2020-10-23
58	Fintech Acquisition Corporation III	FinTech	Paya Holdings Inc.	2020-10-15
59	Forum Merger II Corporation *	Consumer Foods	Tattooed Chef, Inc.	2020-10-15
60	Software Acquisition Group, Inc.	Software	Curium SAS	2020-10-14
61	Insurance Acquisition Corporation	Auto Insurance	Shift Technologies, Inc.	2020-10-13
62	Churchill Capital Corporation III	Healthcare Providers & Services	MultiPlan Corporation	2020-10-08

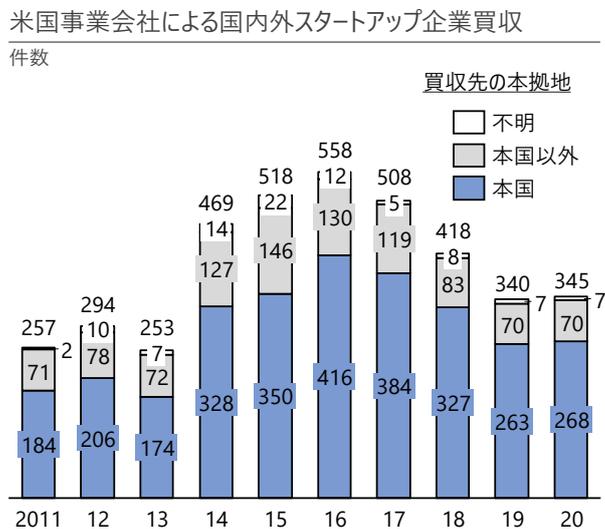
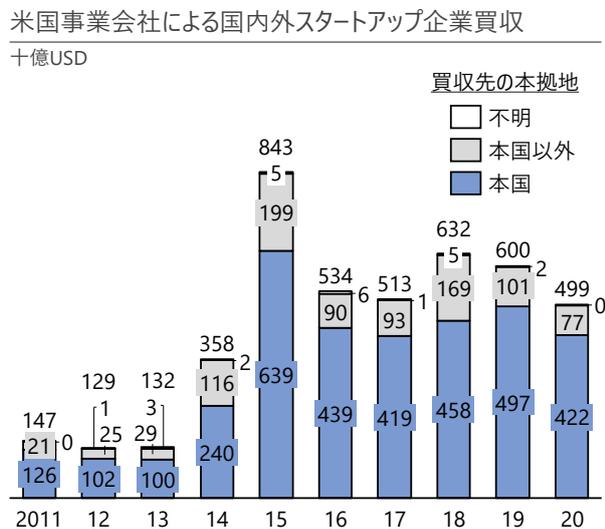
63	Tortoise Acquisition Corporation	Energy - North America	Hyliion Holdings Corp.	2020-10-01
64	Graf Industrial Corporation *	Tech - Automotive	Velodyne Lidar, Inc.	2020-09-29
65	8i Enterprises Acquisition Corporation *	Fintech	Diginex Limited	2020-09-15
67	Far Point Acquisition Corporation *	Consumer Services	British Pound	2020-08-28
66	Collier Creek Holdings	Consumer Food & Staples Retailing	Utz Brands, Inc.	2020-08-28
68	Pure Acquisition Corporation *	Energy	HighPeak Energy, Inc.	2020-08-24
69	Leo Holdings Corporation *	Digital Marketing	Digital Media Solutions, Inc.	2020-07-14
70	Gordon Pointe Acquisition Corporation *	Interactive Media & Services	Hall of Fame Resort & Entertainment Company	2020-06-30
71	ARYA Sciences Acquisition Corporation	Biotech	Immatics N.V.	2020-06-29
72	Act II Global Acquisition Corporation	Consumer Food & Staples Retailing	Whole Earth Brands, Inc.	2020-06-25
73	Nebula Acquisition Corporation*	Technology	Open Lending Corporation	2020-06-10
74	Proficient Alpha Acquisition Corporation	China	Lion Group Holding Ltd.	2020-06-04
75	VectIQ Acquisition Corporation *	Technology	Nikola Corporation	2020-06-03
76	Mudrick Capital Acquisition Corporation *	Post-bankruptcy	Hycroft Mining Holding Corporation	2020-06-01
77	Diamond Eagle Acquisition Corporation	Software & Services	DraftKings Inc.	2020-04-23
78	Pensare Acquisition Corporation*	Telecom: wireless	American Virtual Cloud Technologies, Inc.	2020-04-07
79	EdtechX Holdings Acquisition Corporation	Education/ Ed Tech	Meten EdtechX Education Group Ltd.	2020-03-30
80	DD3 Acquisition Corporation	Consumer Durables & Apparel	Betterware de Mexico, S.A.B. de C.V.	2020-03-13
81	Tiberius Acquisition Corporation	Financial Services/ Insurance	International General Insurance Holdings Ltd.	2020-03-13
82	Wealthbridge Acquisition Limited *	Transportation/ Aviation-China	The J. M. Smucker Company	2020-03-07
83	ChaSerg Technology Acquisition Corporation	Software & Services	Grid Dynamics Holdings, Inc.	2020-03-05
84	TKK Symphony Acquisition Corporation	China Consumer	Glory Star New Media Group Holdings Limited	2020-02-15
85	Boxwood Merger Corporation	Commercial & Professional Servics	Atlas Technical Consultants, Inc.	2020-02-14
86	B. Riley Principal Merger Corporation	Construction & Engineering	Alta Equipment Group Inc.	2020-02-11
87	Gores Holdings III, Inc.	Aerospace Services	PAE Incorporated	2020-02-10
88	GS Acquisition Holdings Corporation	IT Infrastructure	Vertiv Holdings Co	2020-02-06
89	Mosaic Acquisition Corporation *	General/ Broad	Vivint Smart Home, Inc.	2020-01-17
91	Twelve Seas Investment Company	Pan-Eurasian	Brooge Energy Limited	2019-12-20
90	Pivotal Acquisition Corporation	Likely to be disrupted	KLDiscovery Inc.	2019-12-20
92	Health Sciences Acquisition Corporation	Biopharma/Medtech	Immunovant, Inc.	2019-12-19
93	New Frontier Corporation	China New Economy	New Frontier Health Corporation	2019-12-19
94	GigCapital, Inc.*	Technology	Keller Group plc	2019-11-25
95	TPG Pace Holdings Corporation*	General/Broad	Accel Entertainment, Inc.	2019-11-20
96	Trinity Merger Corporation	Real Estate	Broadmark Realty Capital Inc.	2019-11-14
97	DFB Healthcare Acquisition Corporation	Healthcare	AdaptHealth Corp.	2019-11-08
98	Chardan Healthcare Acquisition Corporation	healthcare	BiomX Inc.	2019-10-28
99	Social Capital Hedosophia Holdings Corporation*	Technology	Virgin Galactic Holdings, Inc.	2019-10-25
100	Greenland Acquisition Corporation*	China	GTEC Holdings Ltd.	2019-10-24
101	Modern Media Acquisition Corporation*	Media & Entertainment	Hipgnosis Songs Fund Limited	2019-09-11
102	Constellation Alpha Capital Corporation*	Healthcare: India	DermTech, Inc.	2019-08-30
103	Black Ridge Acquisition Corporation*	Energy: upstream	Allied Esports Entertainment Inc.	2019-08-09

104	Capitol Investment Corporation IV	General/ Broad	Nesco Holdings, Inc.	2019-07-31
105	Thunder Bridge Acquisition, Limited	Financial Services	Repay Holdings Corporation	2019-07-11
106	Jensyn Acquisition Corporation*	Tech: IT Cosulting	Peckham Industries, Inc.	2019-06-20
107	MTech Acquisition Corporation	Cannabis	Akema Corp.	2019-06-17
108	One Madison Corporation	Consumer Products	Ranpak Holdings Corp.	2019-05-20
109	Bison Capital Acquisition Corporation*	Media, Entertainment, Consumer, Healthcare	Xynomic Pharmaceuticals Holdings, Inc.	2019-05-14
110	Churchill Capital Corporation	Tech/ Software	Clarivate Plc	2019-05-13
111	CM Seven Star Acquisition Corporation*	General/ Broad	Kaixin Auto Holdings	2019-04-30
112	Hunter Maritime Acquisition Corporation*	Maritime Shipping: Int'l	Hunter Maritime Acquisition Corp.	2019-03-21
113	Haymaker Acquisition Corporation	Consumer	OneSpaWorld Holdings Limited	2019-03-06
114	Platinum Eagle Acquisition Corporation	Media & Entertainment	Thales SA.	2019-03-06
115	Union Acquisition Corporation	Latin America	Bioceres Crop Solutions Corp.	2019-02-27
116	GTY Technology Holdings Inc.*	Technology	GTY Technology Holdings Inc.	2019-02-14
117	Federal Street Acquisition Corporation	Healthcare	Agiliti, Inc.	2019-01-03
118	Stellar Acquisition III Inc.*	General/ Broad	Phunware, Inc.	2018-12-26
119	Draper Oakwood Technology Acquisition, Inc.*	Technology	Reebonz Holding Limited	2018-12-19
120	Industrea Acquisition Corporation	Industrials	Concrete Pumping Holdings, Inc.	2018-12-04
121	Landcadia Holdings, Inc.*	Hospitality	Waitr Holdings Inc.	2018-11-15
122	I-AM Capital Acquisition Company *	India	Simplicity Esports and Gaming Company	2018-11-09
123	Kayne Anderson Acquisition Corporation	Energy	Altus Midstream Company	2018-11-06
124	Easterly Acquisition Corporation*	Financial Services	Sirius International Insurance Group	2018-11-02
125	Matlin & Partners Acquisition Corporation	Under-performing/ Distressed	U.S. Well Services, Inc.	2018-11-02
127	Hennessy Capital Acquisition Corporation III	Industrials	NRC Group Holdings Corp.	2018-10-17
126	Gores Holdings II, Inc.	General/ Broad	Verra Mobility Corporation	2018-10-17
128	Osprey Energy Acquisition Corporation	Energy	Falcon Minerals Corporation	2018-08-20
129	Atlantic Acquisition Corporation	Ethnic/Minority	HF Foods Group Inc.	2018-08-10
130	Fintech Acquisition Corporation II	Fintech	International Money Express, Inc.	2018-07-20
131	TPG Pace Energy Holdings Corporation	Energy	Magnolia Oil & Gas Corporation	2018-07-17
132	National Energy Services Reunited Corporation	Energy	National Energy Services Reunited Corp.	2018-05-18
133	M I Acquisition, Inc.	TMT	Priority Technology Holdings, Inc.	2018-04-19
134	M III Acquisition Corporation	Infrastructure	Infrastructure and Energy Alternatives, Inc.	2018-03-21
135	Andina Acquisition Corporation II	Latin America	Lazydays Holdings, Inc.	2018-03-15
136	Forum Merger Corporation	General/ Broad	Camaron Petroleum Limited	2018-02-20
137	Global Partner *	General/ Broad	Purple Innovation, Inc.	2018-02-20
139	Silver Run Acquisition Corporation II	Energy	Alpha Metallurgical Resources, Inc.	2018-02-06
138	JM Global Holding Company *	Consumer Products	Code Chain New Continent Limited	2018-02-06
140	Boulevard Acquisition Corporation II	Waste	Estre Ambiental, Inc.	2017-12-22
141	CF Corporation	Insurance	FGL Holdings	2017-11-30
142	GP Investments Acquisition Corporation	Enterprise Software Support	Rimini Street, Inc.	2017-10-11
143	Double Eagle Acquisition Corporation	Modular Homes	WillScot Mobile Mini Holdings Corp.	2017-09-15
144	Harmony Merger Corporation	Liquidified Natural Gas	NextEra Energy, Inc.	2017-07-24
145	Pacific Special Acquisition Corporation	Tech (China)	Borqs Technologies, Inc.	2017-07-14
146	Quinpario Acquisition Corporation 2	FinTech	Exela Technologies, Inc.	2017-07-12
147	Conyers Park Acquisition Corporation	Consumer Foods	The Simply Good Foods Company	2017-07-07
148	Capitol Acquisition Corporation III	Media	Cision Ltd.	2017-06-29
149	KLR Energy Acquisition Corporation	Oil & Gas	-	2017-04-27

150	Pace Holdings Corporation	Hotel / Resort	Playa Hotels & Resorts N.V.	2017-03-01
151	Hennessy Capital Acquisition Corporation II	Transportation	Daseke, Inc.	2017-02-28
152	E-Compass Acquisition Corporation	Grocery (China)	iFresh Inc.	2017-02-13
153	Arowana Inc	Asia Energy	VivoPower International PLC	2016-12-28
154	Hydra Industries Acquisition Corporation	General / Broad	Inseego Corp.	2016-12-23
155	Terrapin 3 Acquisition Corporation	General / Broad	Yatra Online, Inc.	2016-12-16
156	Gores Holdings Inc	General / Broad	Hostess Brands, Inc.	2016-11-04
157	Silver Run Acquisition Corporation	Oil and Gas	Centennial Resource Development, Inc.	2016-10-11
158	FinTech Acquisition Corporation	Fintech	Chris-Craft Industries	2016-08-01
159	1347 Capital Corporation	Insurance	Limbach Holdings, Inc.	2016-07-21
160	DT Asia Investments Limited	Asia	Roan Holdings Group Co., Ltd.	2016-07-06
161	WL Ross Holding Corporation	Distress	Nexeo Solutions, Inc.	2016-06-09
162	Cambridge Capital Acquisition Corporation	GovTech	Ability Inc.	2015-12-23
163	Global Defense & National Security Systems	Cyber Security	STG Group, Inc.	2015-11-24
164	Sino Mercury Acquisition Corporation	China	Wins Finance Holdings Inc.	2015-10-28
165	Chart Acquisition Corporation	Government	TMP Steel Corporation	2015-08-03
166	Boulevard Acquisition Corporation	AgTech	AgroFresh Solutions, Inc.	2015-07-29
167	Capitol Acquisition Corporation II	Cruiseline	Linde plc	2015-07-08
168	Levy Acquisition Corporation	Hospitality	Del Taco Restaurants, Inc.	2015-06-30
169	Silver Eagle Acquisition Corporation	General / Broad	Vedior N.V.	2015-03-31
170	HF2 Financial Management Inc.	Financial Services	ZAIS Group LLC	2015-03-17
171	Hennessy Capital Acquisition Corporation	Industrial	Blue Bird Corporation	2015-02-24
172	Aqasition Corporation	Marine transportation	KBS Fashion Group Limited	2014-10-31
173	CIS Acquisition Limited	Russia / Eastern Europe	mytheresa.com GmbH	2014-10-08
174	Quartet Merger Corporation	General / Broad	Pangaea Logistics Solutions, Ltd.	2014-10-02
175	Quinpario Acquisition Corporation	General / Broad	Jason Industries, Inc.	2014-06-30
176	Infinity Cross Border Acquisition Corporation	Canada, Europe, Africa, Israel	Glori Energy Inc.	2014-04-14
177	Lone Oak Acquisition Corp.	General/ Broad	Arabella Exploration, LLC	2013-12-24
178	Andina Acquisition Corporation	South & Central America	Tecnoglass Inc.	2013-12-20
179	Prime Acquisition Corporation	China	Prime Acquisition Corp.	2013-09-30
180	Trio Merger Corp.	General/ Broad	SAExploration Holdings, Inc.	2013-06-24
181	ROI Acquisition Corporation	Consumer/ Restaurants	EveryWare Inc.	2013-05-21
182	Selway Capital Acquisition Corp.	General/ Broad	Healthcare Corporation of America	2013-04-10
183	SCG Financial Acquisition Corporation	Financial Services	RMG Networks Holding Corporation	2013-04-08
184	Azteca Acquisition Corp.	Mexico	Hemisphere Media Group, Inc.	2013-04-04
185	China Growth Equity Investment Limited	China	Pro Medicus Limited	2013-02-26
186	Nautilus Marine Acquisition Corporation	Marine Shipping	-	2013-02-13
187	Global Eagle Acquisition Corporation	General/ Broad	Global Eagle Entertainment Inc.	2013-01-31
188	Universal Business Payment Solutions Acquisition Corporation	Financial Services	Jt Pyyny Oy	2012-12-31
189	Empeiria Acquisition Corp.	General/ Broad	Integrated Drilling Equipment Holdings Corp.	2012-12-14
190	Cazador Acquisition Corp.	Europe, Latin America, Asia	NetEase, Inc.	2012-11-11
191	RLJ Acquisition Corp.	General/ Broad	RLJ Equity Partners, LLC	2012-10-03
192	JWC Acquisition Corp.	Consumer/ Retail	Tile Shop Holdings, Inc.	2012-08-21
193	57th Street General Acquisition Corporation	General/Broad	Crumbs Bake Shop, Inc.	2011-05-05
194	GSME Acquisition Partners I	China		2010-12-16

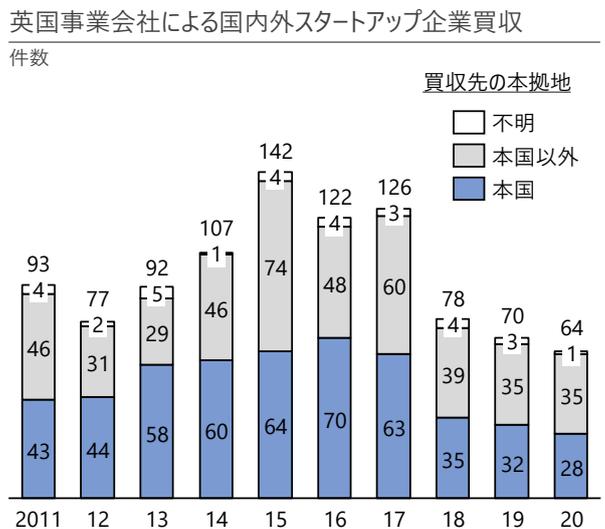
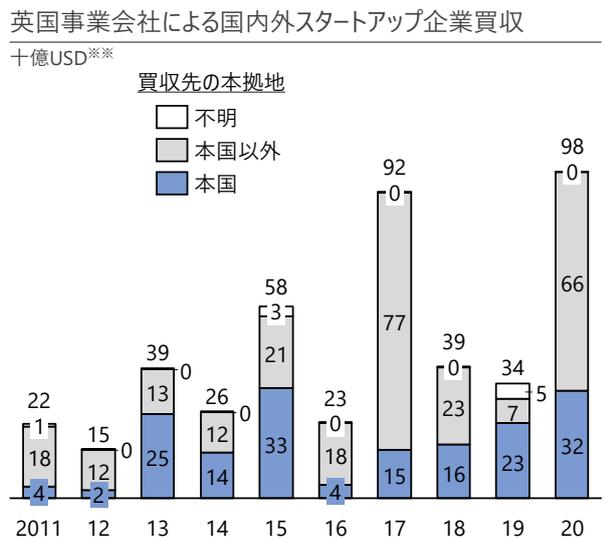
出所：spacinsider.com より NRI 作成（2021 年 3 月 25 日時点のデータに基づく）

図 43：米国の上場企業による国内外スタートアップ買収



出所：Crunchbase より NRI 作成

図 44：英国の上場企業による国内外スタートアップ買収



出所：Crunchbase より NRI 作成