



# 令和4年度内外一体の経済成長戦略構築にかかる国際経済調査事業 (ユニコーン企業輩出に向けた資金供給上の課題調査) 調査報告書 (公表版)

経済産業省 経済産業政策局 産業資金課

(委託事業者：デロイト トーマツ ベンチャーサポート株式会社)

2023年3月31日

## はじめに

現在、スタートアップエコシステムはグローバルで急速に発達している。米国のシリコンバレーをはじめ、欧州では英国やドイツ、フランス、その他のエリアではイスラエルやインド、中国などにおいて、スタートアップや投資家、政府、民間企業、大学など産官学の様々な関係者が関わり合っている状況である。有力スタートアップが勃興し、徐々にエコシステムが形成され、様々な関係者がスタートアップの成長を促進することを通して、スタートアップエコシステムは発展してきた。その結果として、2022年末時点で米国においては約650社、次いで中国約170社、インド約70社と、各国で多くのユニコーンスタートアップが輩出されている状況である。

日本においてもイノベーションの担い手であるスタートアップは重要な存在として位置づけられており、産官学の関係者が積極的にスタートアップの成長に向けた支援や資金を提供し、それらを下支えする政策・法規制も着々と整ってきている状況である。法規制・政策の観点では古くは1962年の中小企業投資育成株式会社の設立に始まり、1990年代の東証マザーズ（現グロース市場）開設やエンジェル税制の導入などが推し進められてきた。直近では2022年11月、岸田政権により「スタートアップ育成5か年計画」が発表され、2027年までにスタートアップへの投資額を10兆円規模にし、ユニコーンを100社、スタートアップを10万社創出するとともに日本をアジア最大のスタートアップハブとする目標が掲げられている。

このような状況下、日本における足元の資金調達額は2022年で約8,000億円、ユニコーンも約10社という状況であり、スタートアップ市場の資金量、ユニコーン輩出数双方において、米英より見劣りするのが現状である。

本調査では、日本のスタートアップ資金調達環境の改善に焦点を当て、米英を先進事例と位置付け、それらの国の資金調達環境について官民の観点で調査と分析を行っている。特に、①政府系VCの活動状況、②シード・プレシードにおける投資状況、③セカンドラウンド市場の状況、④ベンチャー融資の状況、に着目することでより深い分析を行っている。また、これらの調査項目に加えて海外スタートアップ支援政策についても調査を行っている。

本稿が我が国のスタートアップエコシステム発展の一助となれば幸いである。

# 目次

|                                       |     |
|---------------------------------------|-----|
| 本調査の背景と仮説                             | 4   |
| 本調査のサマリ                               | 14  |
| 第一章 未上場スタートアップに対するリスクマネー供給の米国・英国の実態調査 |     |
| 1. 政府系VCの活動状況                         | 16  |
| 2. シード・プレシードにおける投資状況                  | 51  |
| 3. セカンダリー市場の状況                        | 83  |
| 4. ベンチャー融資の状況                         | 136 |
| Appendix                              |     |
| 米国の市場・需要に向けた政策的支援の事例                  | 187 |

■ 本報告書に記載されている情報は、公開情報とともにヒアリング等で第三者から提供を頂いた情報も含まれています。これらの情報自体の妥当性・正確性については、デロイト トーマツベンチャーサポート株式会社（以下、「弊社」）では責任を負いません。また、内容の採否や使用方法については、経済産業省（以下、「貴省」）自らの責任で判断を行うものとします。

■ 本報告書における分析手法は、多様なものがありうる中での一つを採用したに過ぎず、その正確性に関して、弊社がいかなる保証を与えるものではありません。

# 目次

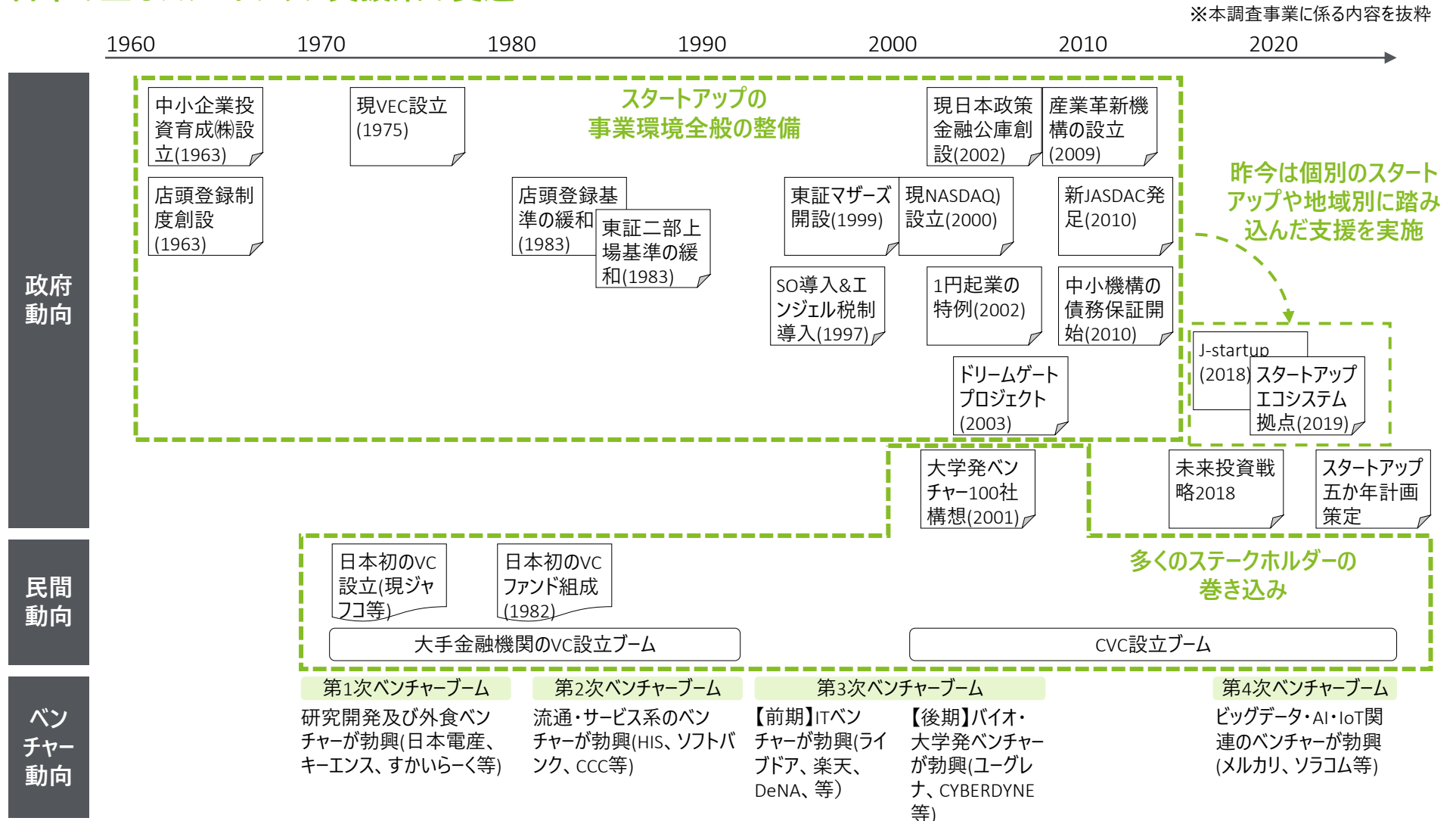
|                                       |     |
|---------------------------------------|-----|
| 本調査の背景と仮説                             | 4   |
| 本調査のサマリ                               | 14  |
| 第一章 未上場スタートアップに対するリスクマネー供給の米国・英国の実態調査 |     |
| 1. 政府系VCの活動状況                         | 16  |
| 2. シード・プレシードにおける投資状況                  | 51  |
| 3. セカンダリー市場の状況                        | 83  |
| 4. ベンチャー融資の状況                         | 136 |
| Appendix                              |     |
| 米国の市場・需要に向けた政策的支援の事例                  | 187 |

■ 本報告書に記載されている情報は、公開情報とともにヒアリング等で第三者から提供を頂いた情報も含まれています。これらの情報自体の妥当性・正確性については、デロイト トーマツベンチャーサポート株式会社（以下、「弊社」）では責任を負いません。また、内容の採否や使用方法については、経済産業省（以下、「貴省」）自らの責任で判断を行うものとします。

■ 本報告書における分析手法は、多様なものがありうる中での一つを採用したに過ぎず、その正確性に関して、弊社がいかなる保証を与えるものではありません。

# 我が国のスタートアップ支援は基礎的な環境整備を終え、現在は多くのステークホルダーと共に、スタートアップの個別事情や地域特性に応じた支援を実施するフェーズであると認識

## 日本の主なスタートアップ支援策の変遷



出所：経済産業省「ベンチャー有識者会議参考資料」他、公示情報を基に作成

# 政府からは、幅広いステージを対象に様々なスタートアップ支援策が実施されている状況である

## 主なスタートアップ支援策一覧

|        |                  | プレシード・シード                    | アーリー                             | ミドル                        | レイター                                    |  |
|--------|------------------|------------------------------|----------------------------------|----------------------------|-----------------------------------------|--|
| 事業展開支援 | 技術系企業への支援        | JSTによる大学発新産業創出プログラム(START)   |                                  |                            | 多数の施策があるものの、各施策の有用性を把握する必要あり            |  |
|        |                  |                              | JSTによる出資型新事業創出支援プログラム (SUCCESS)  |                            |                                         |  |
|        |                  | NEDO認定VCの出資企業に対する研究開発支援(STS) | NEDOによる研究開発型ベンチャー支援制度(PCA)       |                            |                                         |  |
|        |                  | 大学ファンド(予定)                   | 中小企業基盤整備機構のDeepTechベンチャーに対する債務保証 |                            |                                         |  |
|        |                  |                              | NEDOによる企業間連携スタートアップ(SCA)に対する助成金  |                            |                                         |  |
|        |                  |                              | NEDOによる若手研究者と研究開発型SUとの共同研究支援     |                            |                                         |  |
|        |                  |                              | 特別試験研究費税額控除制度                    |                            |                                         |  |
|        | 市場展開             | 中小企業基盤整備機構によるFASTAR          |                                  |                            | 一部支援策は、採択企業であることのPR効果のみとのスタートアップの声がある   |  |
|        |                  |                              | J-startup                        |                            |                                         |  |
|        |                  |                              | Next Innovator                   |                            |                                         |  |
|        |                  | 日本版SBIR                      |                                  | JETROによるグローバル・アクセラレーション・ハブ |                                         |  |
|        |                  |                              | 中小企業基盤整備機構によるJ-GoodTech          |                            |                                         |  |
|        | スタートアップ・エコシステム拠点 |                              |                                  |                            |                                         |  |
| 資金調達支援 | 資金量              | エンジェル税制                      |                                  |                            | 行政からの資金提供についてスタートアップ目線での改善点・要望を把握する必要あり |  |
|        |                  |                              | オープンイノベーション促進税制                  |                            |                                         |  |
|        |                  |                              | ベンチャー投資促進税制                      |                            |                                         |  |
|        |                  |                              | 海外VCへの基金制度 (予定)                  |                            |                                         |  |
|        | 多様性              | 政府系VCからの直接投資・LP出資            |                                  |                            |                                         |  |
|        |                  | 日本政策金融公庫による各種融資              |                                  |                            |                                         |  |
|        |                  | 自治体による創業融資・制度融資              |                                  |                            |                                         |  |
|        |                  | 各種補助金                        |                                  |                            |                                         |  |
| 流動性    |                  | 東証による「TOKYO PRO Market」      |                                  |                            |                                         |  |
|        |                  | 日本証券業協会による「株主コミュニティ制度」       |                                  |                            |                                         |  |

出所：「経済産業省スタートアップ支援策一覧」ほか、各種公示情報を基に作成

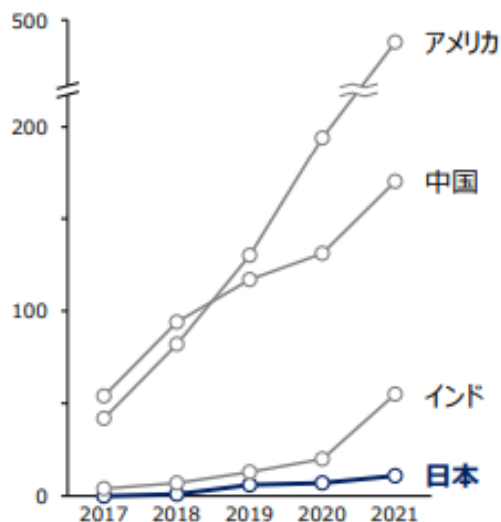
スタートアップへの基礎的な政策は具備されつつある一方で、米国、中国、欧州におけるユニコーン輩出数、企業価値を比較するとまだまだ他国と大きな乖離が生じている状況

## 他国と比較した日本のユニコーン輩出状況

### 日本のスタートアップが置かれている状況

- 日本もユニコーン（企業価値10億ドル超の非上場企業）を創出しているが、そのスピードは、米国のみならず中国やインドにも及ばず、世界との差が開いている状況。
- 米国等では、デカコーン（100億ドル超）ヘクトコーン（1,000億ドル超）と呼ばれる企業価値の大きいメガスタートアップも存在しており、数に加え、大きさでも世界と差が生じている。

各国のユニコーン企業数の推移\*1

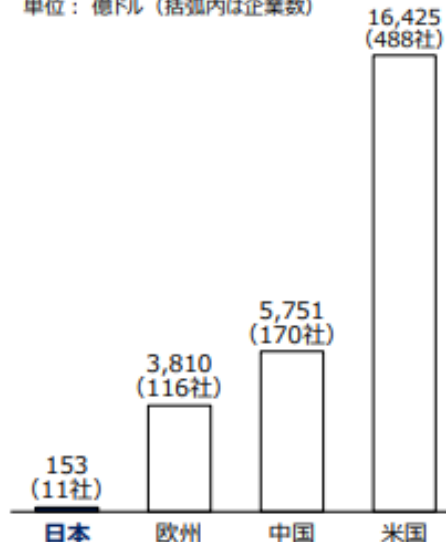


\*1: 2021年12月時点でユニコーンではない企業は積算されていない。\*2: 1ドル=115円で換算。

出所: CB Insights「The Complete List Of Unicorn Companies」、STARTUP DB

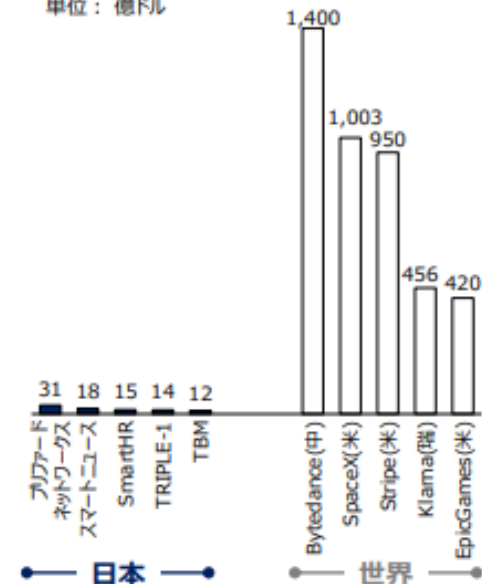
ユニコーン企業価値合計  
の国際比較\*2

単位: 億ドル (括弧内は企業数)



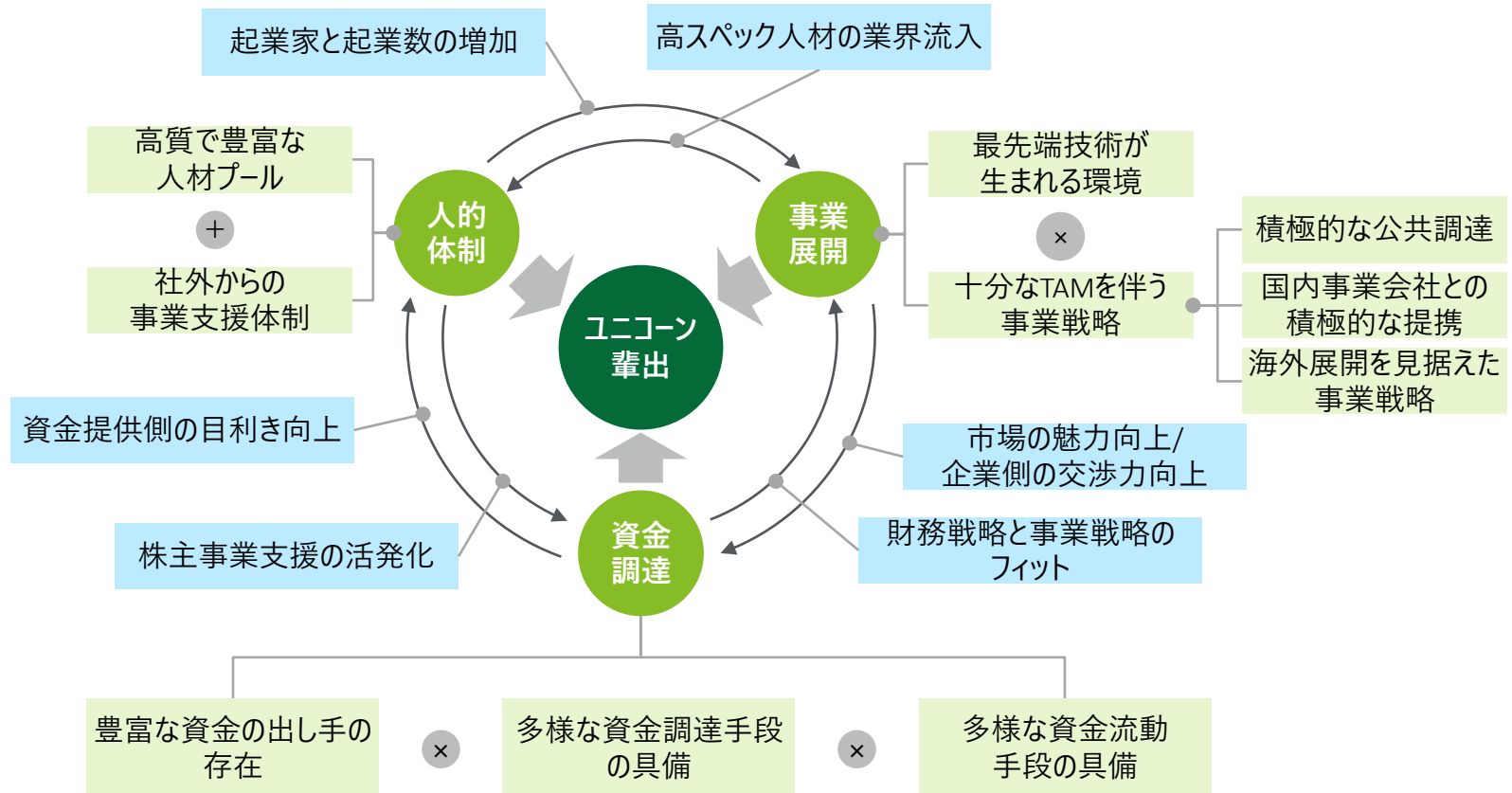
ユニコーン企業価値の  
国際比較 (上位5社) \*2

単位: 億ドル



# ユニコーン企業を量産するためには、人的体制・事業展開・資金調達の3つの要素が好循環している必要がある

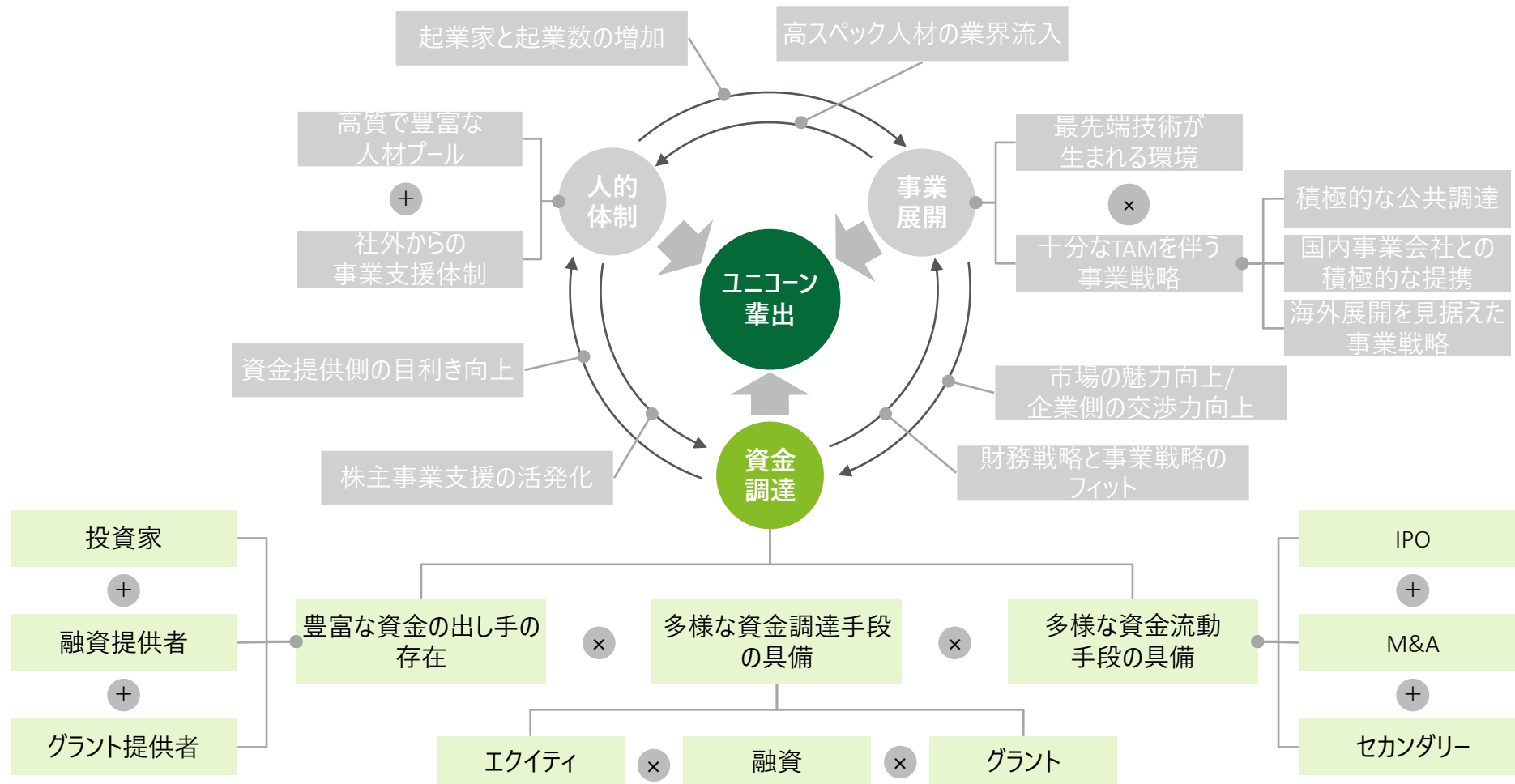
## ユニコーン輩出の要素





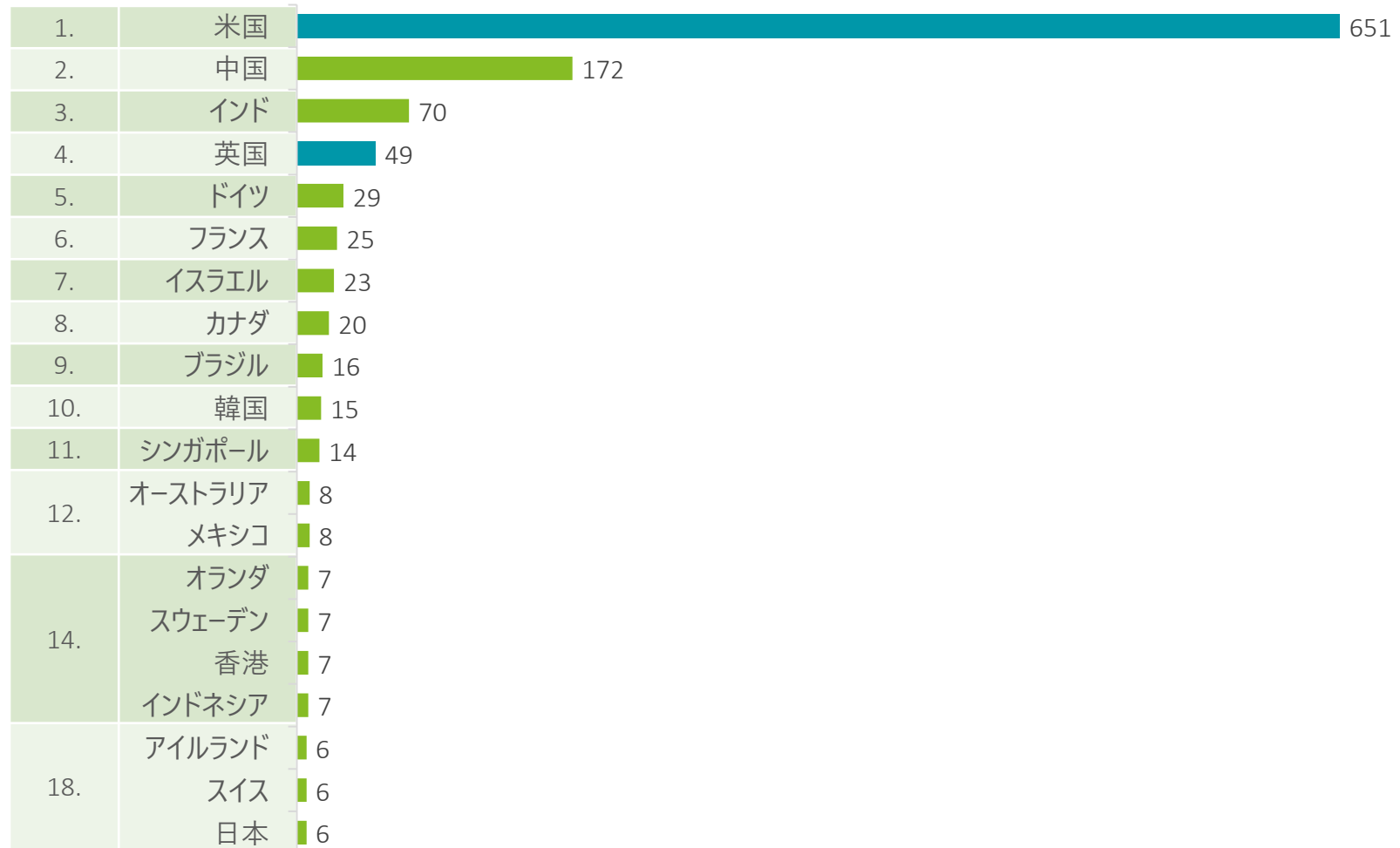
# 本調査においては資金調達に焦点を絞り、ユニコーン輩出で先行している海外事例調査を実施

## ユニコーン輩出の要素



# 海外事例は欧米におけるユニコーン輩出上位国、米英を対象とした

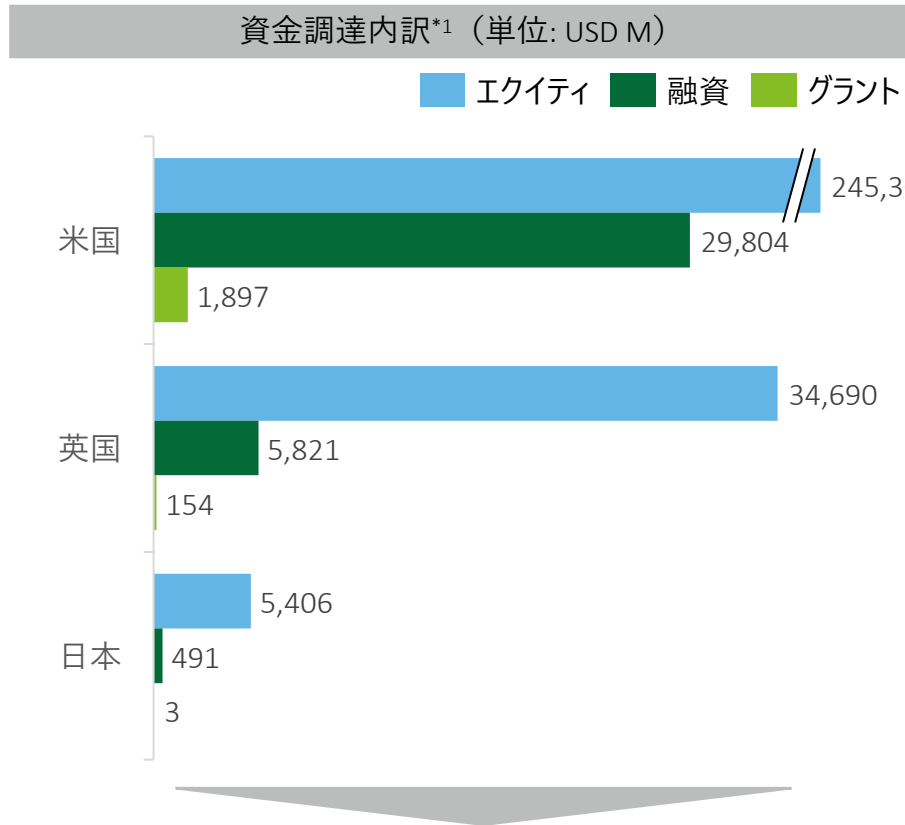
## 国別ユニコーン企業数（2022年12月31日時点）



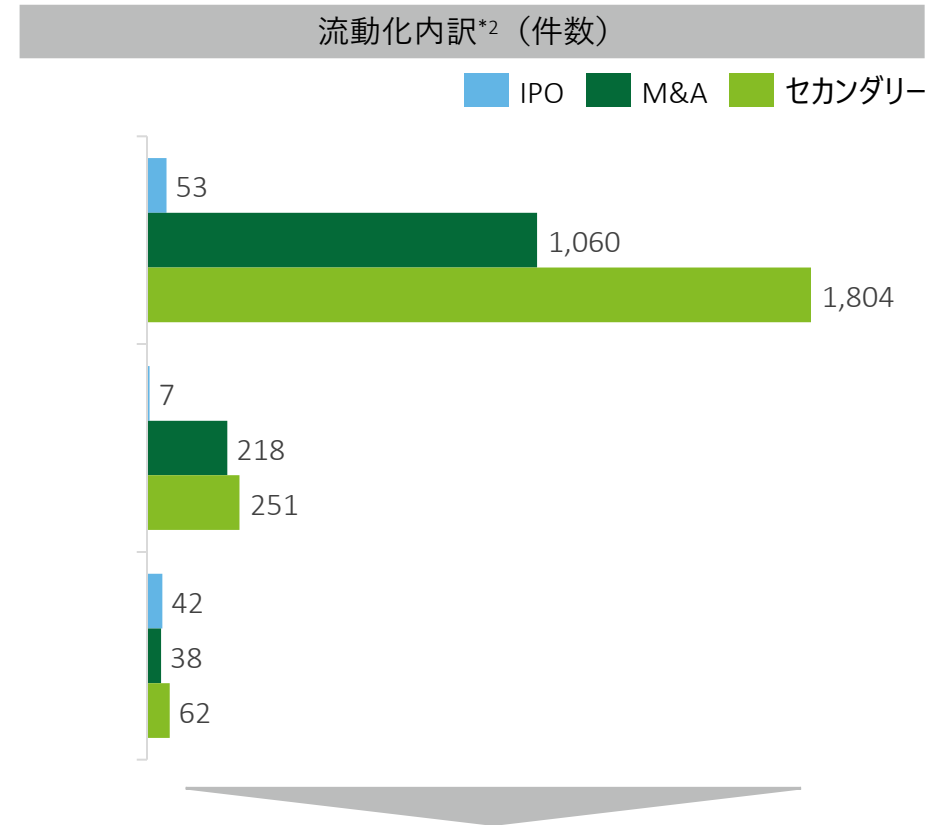
出所：CB Insights「The Complete List Of Unicorn Companies」を基に作成

# 資金調達、流動化実績内訳より、資金調達についてはエクイティと融資を、流動化についてはセカンダリーを調査対象とした

## 各国の資金調達、及び流動化内訳（2022年）



米英における調達規模が大きいエクイティ、融資を調査対象とする  
エクイティについては手段毎に調査対象を検討

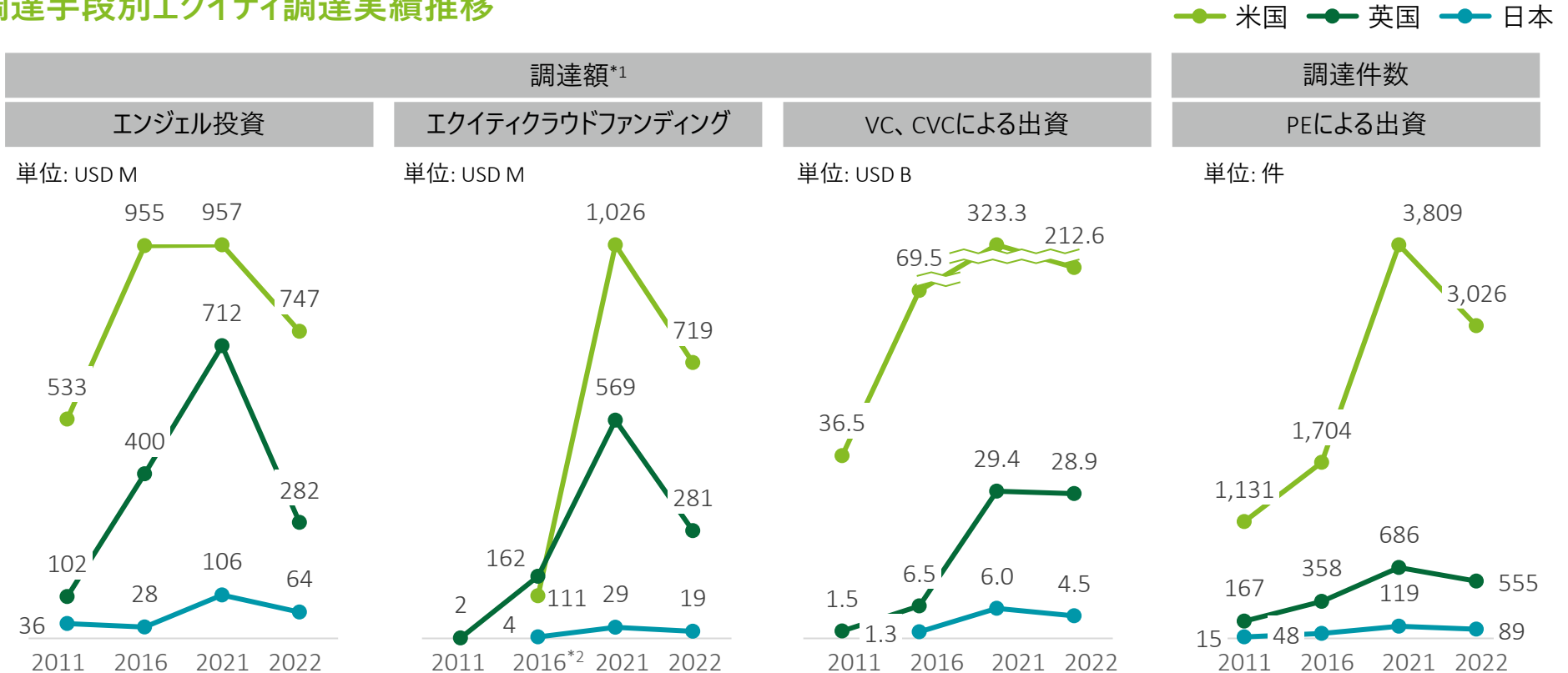


米英と比較し、特に差が大きいセカンダリーを調査対象とする

\*1：融資、グラントはPitchbookにてVC/Accelerator/Angel-Backedに分類された企業を対象に集計（融資は直接提供された融資のみを対象）。\*2：IPO、M&AはIPO、M&A以前の調達がVC/Accelerator/Angelからの調達である企業を対象に集計。セカンダリーはセカンダリー以前の調達がVC/Accelerator/Angel/PEからの調達である企業を対象に集計  
出所：Pitchbookを基に作成

# 各エクイティ調達手段において英米とは規模、成長共に差があるが、本調査ではシード・プレシード期の調達手段であるエンジェル投資、エクイティクラウドファンディングを対象とした

## 調達手段別エクイティ調達実績推移



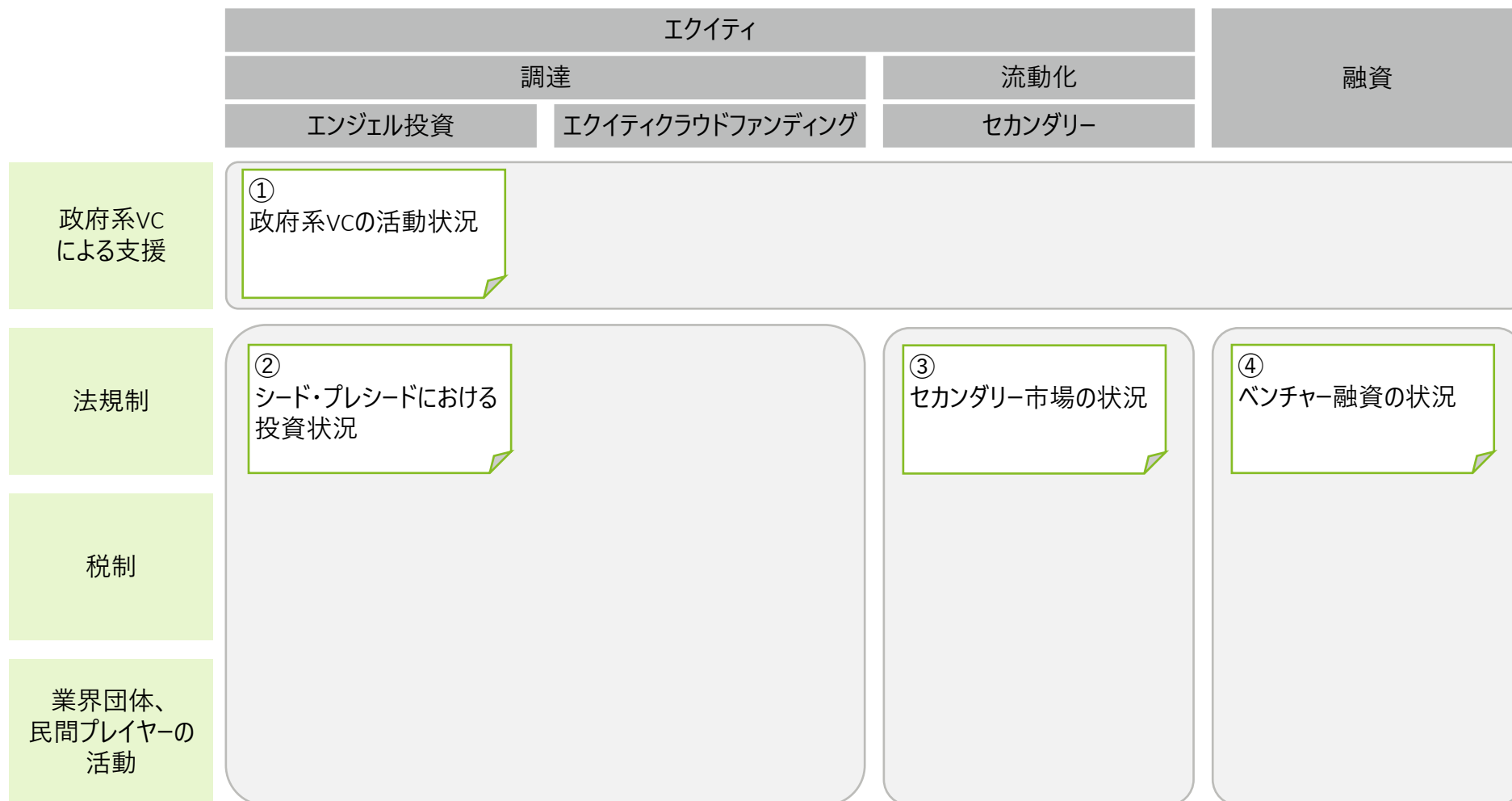
いずれの調達手段も英米と比較して規模、成長共にGAPがある状況。  
 本調査ではVC、CVC、PEによる調達規模拡大に必要なシード・プレシード期での成長を支援する  
 調達手段、エンジェル投資、エクイティクラウドファンディングについて調査を実施

\*1: 調達額は当該出資者が参加した資金調達における調達総額のため、当該出資者以外の出資者による出資額が含まれる可能性がある。\*2: 日本については出所元にデータが無い場合、2017年のデータを記載

出所: Pitchbook「Initial Japan Startup Finance 2020, 2022」(エンジェル投資(日本))、日本証券業協会(エクイティクラウドファンディング(日本))を基に作成

# 各トピックに対し、法規制、税制、業界団体・民間プレイヤーの活動、及び政府系VCによる支援について調査を実施

## 本レポートの調査観点



# 目次

|                                       |     |
|---------------------------------------|-----|
| 本調査の背景と仮説                             | 4   |
| 本調査のサマリ                               | 14  |
| 第一章 未上場スタートアップに対するリスクマネー供給の米国・英国の実態調査 |     |
| 1. 政府系VCの活動状況                         | 16  |
| 2. シード・プレシードにおける投資状況                  | 51  |
| 3. セカンダリー市場の状況                        | 83  |
| 4. ベンチャー融資の状況                         | 136 |
| Appendix                              |     |
| 米国の市場・需要に向けた政策的支援の事例                  | 187 |

■ 本報告書に記載されている情報は、公開情報とともにヒアリング等で第三者から提供を頂いた情報も含まれています。これらの情報自体の妥当性・正確性については、デロイト トーマツベンチャーサポート株式会社（以下、「弊社」）では責任を負いません。また、内容の採否や使用方法については、経済産業省（以下、「貴省」）自らの責任で判断を行うものとします。

■ 本報告書における分析手法は、多様なものがありうる中での一つを採用したに過ぎず、その正確性に関して、弊社がいかなる保証を与えるものではありません。

# 本調査のサマリ

## ■ 政府系VCの活動状況

- 米国では、政府によるエクイティ資金の供給という観点における政府系「vc」のプレゼンスは高くない。他方で、スタートアップを含めた中小企業の支援を司る米国中小企業庁（SBA）が提供するSmall Business Investment Company（SBIC）プログラムの役割がスタートアップエコシステムに対する民間資本（投融資）の流入において重要な役割を果たしている。
- 英国ではBritish Business Bank（BBB）がスタートアップや中小企業支援を司る政府系金融機関として存在し、官民ファンドなどを通して出資と融資を提供している。

## ■ シード・プレシードにおける投資状況

- シード・プレシード期の調達手段の一つであるエンジェル投資は英国において調達規模が直近10年で拡大しており、エクイティクラウドファンディングの調達規模は米英双方において直近10年で拡大している状況である
- 調達規模拡大の背景には、前述の政府系VCの活動に加え、法規制による投資家保護、税制優遇、業界団体・民間プレイヤーの寄与があると考えられる

## ■ セカンダリー市場の状況

- セカンダリー市場はPEファンド中心に市場が形成されており、その一部としてVCもセカンダリーファンドを組成して、セカンダリー取引を行っている。エリア別にみると、米国がグローバル取引量の約60%を占めており、西ヨーロッパが追随する状況である。
- 市場の形成においては①活発なプライマリー市場とプライマリー市場を支える法規制の整備、②発行済み非上場株式の流通を支える法規制の整備、③非上場株式取引における仲介業者の活発な関与、が重要であると考えられる

## ■ ベンチャー融資の状況

- ベンチャー融資は2022年に米国で約USD 300億、英国で約USD 60億がスタートアップ市場に供給されており、エクイティによる資金供給量に対して10-20%程を占めている。
- 米英双方とも政府機関（SBA、BBB）の役割が大きく、政府による融資保証や融資プログラムが提供されている。
- 民間の金融機関には政府による債務保証に頼らないプレイヤーも存在し、大企業への融資と比較してリスクが高いとされるスタートアップ融資においても収益を確保している。

# 目次

|                                       |     |
|---------------------------------------|-----|
| 本調査の背景と仮説                             | 4   |
| 本調査のサマリ                               | 14  |
| 第一章 未上場スタートアップに対するリスクマネー供給の米国・英国の実態調査 |     |
| 1. 政府系VCの活動状況                         | 16  |
| 2. シード・プレシードにおける投資状況                  | 51  |
| 3. セカンダリー市場の状況                        | 83  |
| 4. ベンチャー融資の状況                         | 136 |
| Appendix                              |     |
| 米国の市場・需要に向けた政策的支援の事例                  | 187 |

■ 本報告書に記載されている情報は、公開情報とともにヒアリング等で第三者から提供を頂いた情報も含まれています。これらの情報自体の妥当性・正確性については、デロイト トーマツベンチャーサポート株式会社（以下、「弊社」）では責任を負いません。また、内容の採否や使用方法については、経済産業省（以下、「貴省」）自らの責任で判断を行うものとします。

■ 本報告書における分析手法は、多様なものがありうる中での一つを採用したに過ぎず、その正確性に関して、弊社がいかなる保証を与えるものではありません。



# 1. 政府系VCの活動状況

## サマリ

- 米国では、政府によるエクイティ資金の供給という観点における政府系「VC」のプレゼンスは高くない。他方で、スタートアップを含めた中小企業の支援を司る米国中小企業庁（SBA）が提供するSmall Business Investment Company（SBIC）プログラムの役割がスタートアップエコシステムに対する民間資本（投融資）の流入において重要な役割を果たしている。
  - 同プログラムでは、民間のファンドへの債務保証を通して毎年USD 40億以上の資金が市場に供給されている。
  - SBICプログラムは幅広いステージ・領域を対象としているが、アーリーステージの企業、低所得地域の企業、省エネ系の企業への投資などにインセンティブを付けるなど、民間からの資金ギャップがある領域や、中小企業庁の注力領域により投資が回るような仕組みが施されている。
- 英国ではBritish Business Bank（BBB）がスタートアップや中小企業支援を司る政府系金融機関として存在し、官民ファンドなどを通して出資と融資を提供している。
  - BBBでは、①「市場が十分に機能していないところにおけるSME向けの資金供給量の増加」、②「SMEの資金調達源の多様化」、③「資金アクセスの地域間格差がある場所の特定とその削減」、④「BBBによるSMEへの多様な資金調達手段の認知拡大」、⑤「SMEファイナンスの専門集団となり政府への助言と支援を提供」、⑥「税収の効率的な活用」をKPIとして設定しており、民間との資金ギャップがあるシード・アーリーステージや地方のスタートアップらへの投資を積極的に行っている。これらの活動は企業への直接的な資金提供に加えて、民間資金の呼び水としても機能している。

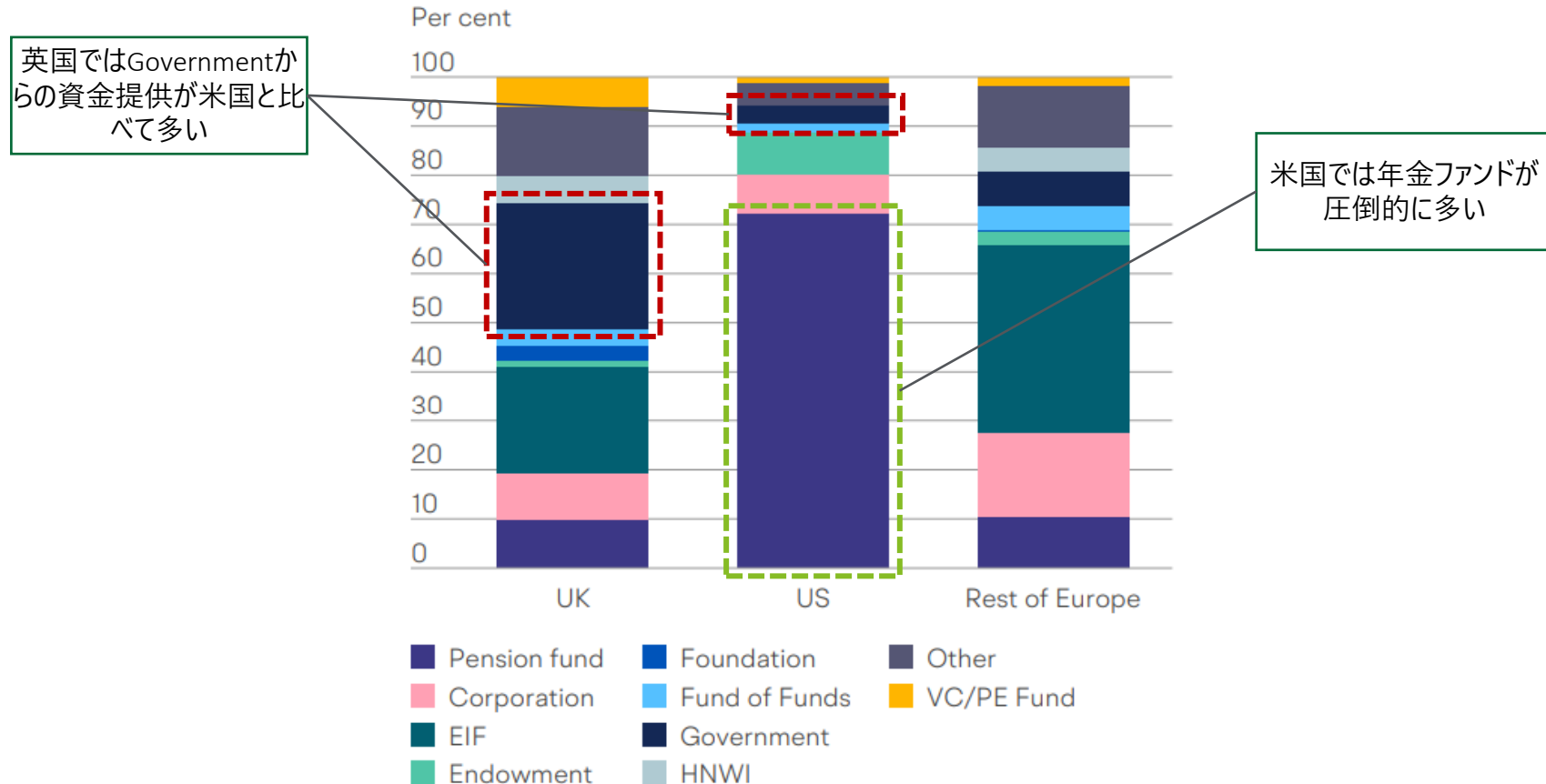
# 政府系VCは民間資本の呼び水効果、十分な資金アクセスが阻害されている地域や起業家層における資金アクセスの不均衡への改善効果が考えられる

## 政府系ファンドの役割・効果

|                    | 米国                                                                                                                                                            | 英国                                                                                                                                                                                                                                                               |
|--------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| エコシステムに供給される資金量の増加 | <ul style="list-style-type: none"><li>SBICの債務保証を通した民間資金の流入やSSBCIによる直接/LP出資</li></ul>                                                                          | <ul style="list-style-type: none"><li>BBBによる共同出資やLP出資を通した民間資金の流入</li></ul>                                                                                                                                                                                       |
| 資金アクセスの不均衡の改善      | <ul style="list-style-type: none"><li>SBIC：アーリーステージの企業、低所得地域の企業、省エネ領域を支援</li><li>SSBCI：社会的・経済的に不利な立場にある個人が所有する企業やこれらビジネスを強力に支援する管轄区域、部族政府に対して重点的に支援</li></ul> | <ul style="list-style-type: none"><li>民間のみでは資金ギャップが存在するステージや地域、領域を特定し、支援<ul style="list-style-type: none"><li>➢ ステージ：多様なステージを対象とするが、特にシード・アーリーとレイターに重点</li><li>➢ 地域：全国を対象とするが、資金ギャップが存在する地方部に重点</li><li>➢ 領域：広範囲の企業を対象とするが、テクノロジーを基盤とした事業に重点</li></ul></li></ul> |

英国は政府がVCファンドに20%強の資金を提供しているのに対し、米国では年金基金が主要な資金提供主体でありVCにおける政府の役割は数%と相対的には小さい

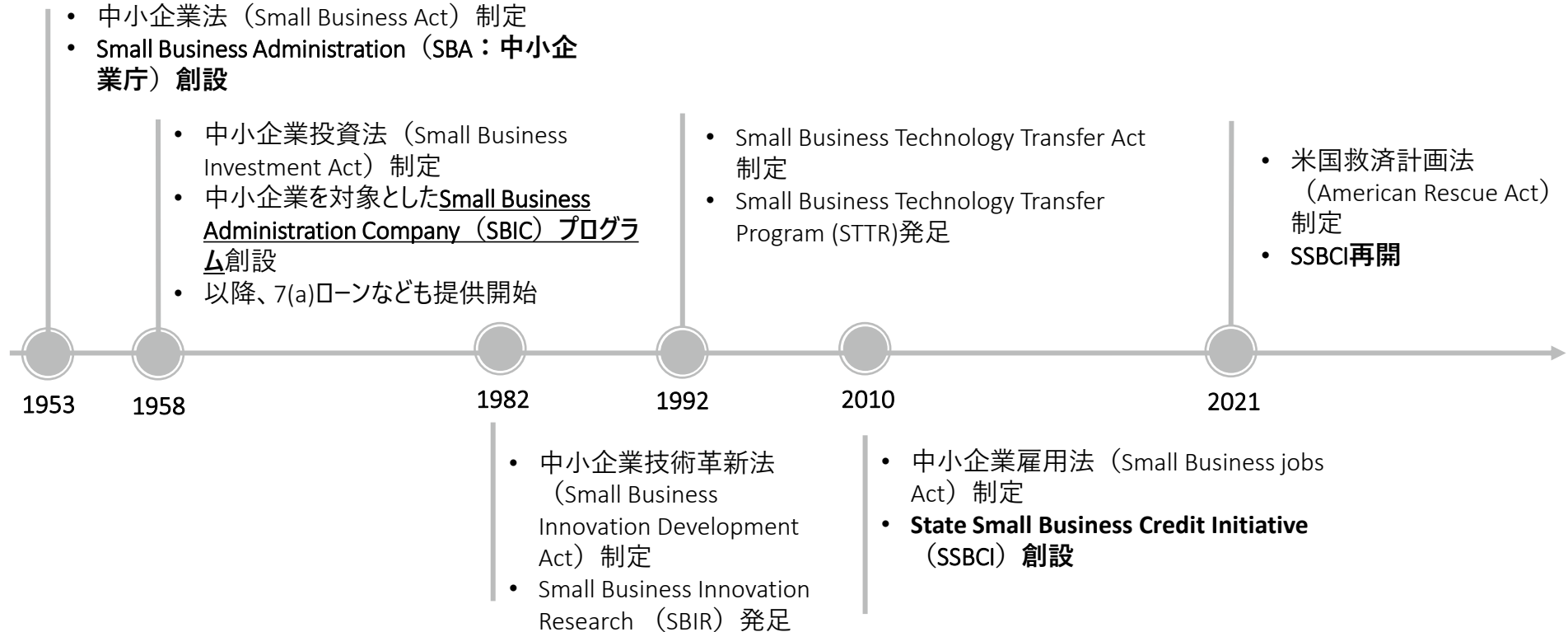
### VCファンドのLP構成比（英国・米国・その他欧州、2017-2021年）



- ① 米国の状況
- ② 英国の状況

# 米国では1958年の中小企業投資法、中小企業雇用法に基づきSBICプログラム、SSBCIプログラムが発足

## 政府系ファンド関連政策の経緯（米国）



# 米国では連邦レベルではSBICやSSBCIを通じてVCファンドに資金を供給し、民間の資本流入を促進。州レベルでは経済開発機関らのファンドが存在するが影響は限定的

## ベンチャーキャピタルを提供する政府系ファンド\*1



米国

| 分類     | 機関                                            | 概要                                       | VCファンド例                                            | 2021年VC投資額*2                  |
|--------|-----------------------------------------------|------------------------------------------|----------------------------------------------------|-------------------------------|
| 連邦レベル  | U.S. Small Business Administration(SBA)       | 米国中小企業庁は、米国の中小企業に係る政策を統括                 | Small Business Investment Corporation (SBIC)       | USD 4B                        |
|        | U.S. Department of the Treasury               | アメリカ合衆国財務省は、アメリカの行政部の一つで、政府の歳入管理を目的として設置 | The State Small Business Credit Initiative (SSBCI) | -<br>(2021年に再開、2022年末まで申請受付中) |
| 州レベル*3 | 各州の経済開発機関<br>例) Empire State Development (NY) | 各州の経済開発機関                                | 例) New York Ventures Venture Capital Fund          | -                             |

\*1：行政系機関・ファンドを抽出（公的年金や大学等は除く）。\*2：SBAはSBICの年間投資額。\*3：ベンチャーキャピタルのAUMが米国で最も多いカリフォルニア州、ニューヨーク州の政府系行政機関の中から、スタートアップへの投資が一定数確認できる機関のファンドを記載

# 米国連邦政府はベンチャーキャピタルファンドへの保証付き融資、州政府を通じたファンドへのLP出資や直接投資により全国の中小企業に対しベンチャーキャピタルを提供

## 米国連邦政府によるベンチャー投資ファンド概観\*1



|                              | シード                                                                                                        | アーリー | ミドル | レイター |
|------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|-----|------|
| 債務保証<br>(SBIC認定ファンドが中小企業に出資) | 1<br>SBIC<br>(幅広いステージ・領域を対象とするが、アーリーステージの企業、低所得地域の企業、省エネ系の企業への投資にインセンティブを付けている)                            |      |     |      |
| ファンドにLP出資                    | 2<br>SSBCI*2<br>(幅広いステージ・領域を対象とするが、プレシード～アーリーに重点を置き、社会的・経済的に不利な立場にある起業家層やこれら起業家層を支援する管轄区域、部族政府に対して特別予算を配置) |      |     |      |
| 直接投資                         |                                                                                                            |      |     |      |

\*1：連邦政府のプログラムとしてはセクター不問であり、幅広いステージを対象としているが、SBICの認定ファンドや、SSBCIの州のプログラムによって、ステージや領域特化のプログラムが存在。

\*2：州政府がファンドにLP出資するか直接ファンドを運用し直接投資するかを選択

# SBICプログラムではSBA保証債権の販売により一般投資家の資金をベンチャーエコシステムに誘導し、同資金を梃子に民間投資家の資金を誘導することで資金循環を促進

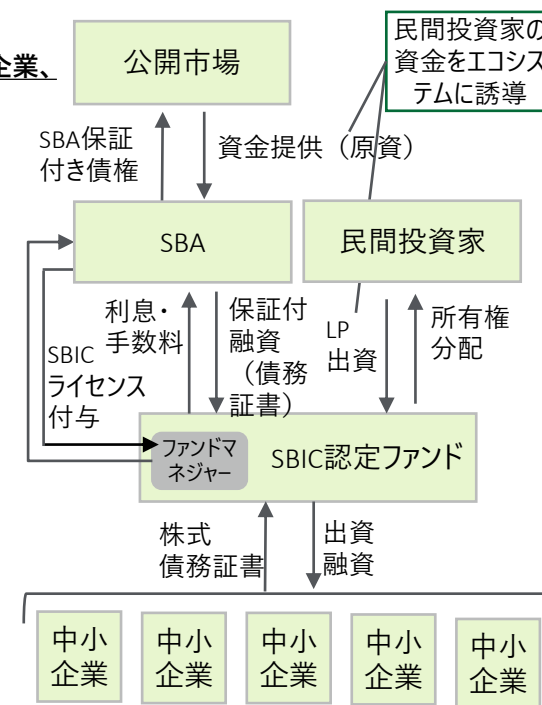
## 1 Small Business Investment Company (SBIC)



米国

|              |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
|--------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <p>概要</p>    | <ul style="list-style-type: none"> <li>SBICプログラムは米国中小企業庁（SBA）により1958年から運営されている<b>中小企業支援プログラム</b>で、<b>SBICプログラムの厳格な申請プロセスを通して民間のファンドマネジャーに、SBIC認定ファンドを運用するためのライセンスを付与するもの</b></li> <li><b>SBIC認定ファンドに対して、銀行*1、年金基金、富裕層等の民間投資家から調達した資本の2倍までの金額の債務保証を、USD 1.75億を上限としてSBAがコミットする</b>（ファンドマネジャーは民間資本の2倍までの金額を低金利で借りることができる）</li> <li>SBAが保証付き債券の一般投資家への販売から得た資金やSBICからSBAに入る利息や手数料がプログラム原資となり、政府のプログラムへの補助金はゼロである</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                           |
| <p>方針・戦略</p> | <p><b>領域</b><br/>(エリア・ステージ・インダストリー・投資対象)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li><b>小規模企業*2が対象。SBIC認定ファンドは最低25%をより小規模な企業*3に出資する必要がある</b></li> <li><b>SBICは幅広い業界、地域、投資段階への投資を実施するが、アーリーステージの企業、低所得地域の企業、省エネ系の企業に投資するファンドは割引債務保証（後述）が提供される</b></li> </ul> <p><b>スキーム</b><br/>(ファンド規模・期間・パートナー)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>プログラム年間投資額：最大 USD 4B</li> <li><b>ファンドが民間より調達した資本の2倍を上限とした金額の債務証券を、USD 1.75億を上限として発行</b></li> </ul> <p><b>リターン/リスクの考え方</b><br/>(条件・返済期間)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>SBIC投資期間：～5年 運用期間：～5年</li> <li><b>SBAはSBICから元本＋利息＋手数料（発行された債務証券額に対し3%の手数料＋年間手数料）の支払いを受けるが、投資利益は享受しない</b></li> </ul> |
| <p>手法</p>    | <p><b>提供メニュー</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>標準債務保証（10年）、割引債務保証（10年または5年）</li> <li>SBICはSBAによる債務証券の発行後いつでも前払いできるが、一部ではなく全額支払う必要があるため、多くの場合、複数回に分けて債務証券の発行を申請して資金を調達</li> <li><b>割引債務保証はアーリーステージの資金調達や低所得地域、省エネ系企業への出資・融資の場合のみ認められ、割引価格で発行され、最初の5年間は利息・手数料免除で提供される</b></li> </ul> <p><b>関与</b>(ソーシング・DD・モニタリング・ハンズオン)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li><b>出資先への関与はファンドマネジャーに完全委任しており、SBAは関与しない</b></li> <li>ファンドは定期的にSBAに報告書を提出</li> </ul>                                                                                                                                                                                |
| <p>実績</p>    | <p><b>金額・件数</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>認可ファンド数：2,100（1958～2018年）（2022年10月時点でアクティブなSBIC数：300）</li> <li>資本投入総額：USD 670億（1958～2018年）</li> <li>SBICを通じた投資件数：166,000件（1958～2018年）</li> </ul> <p><b>ベンチャー企業</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Apple, intel, FedEx, Tesla, Costco, Pandora, Whole Foods, Staples, Amgen, etc.</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                |

### ストラクチャー



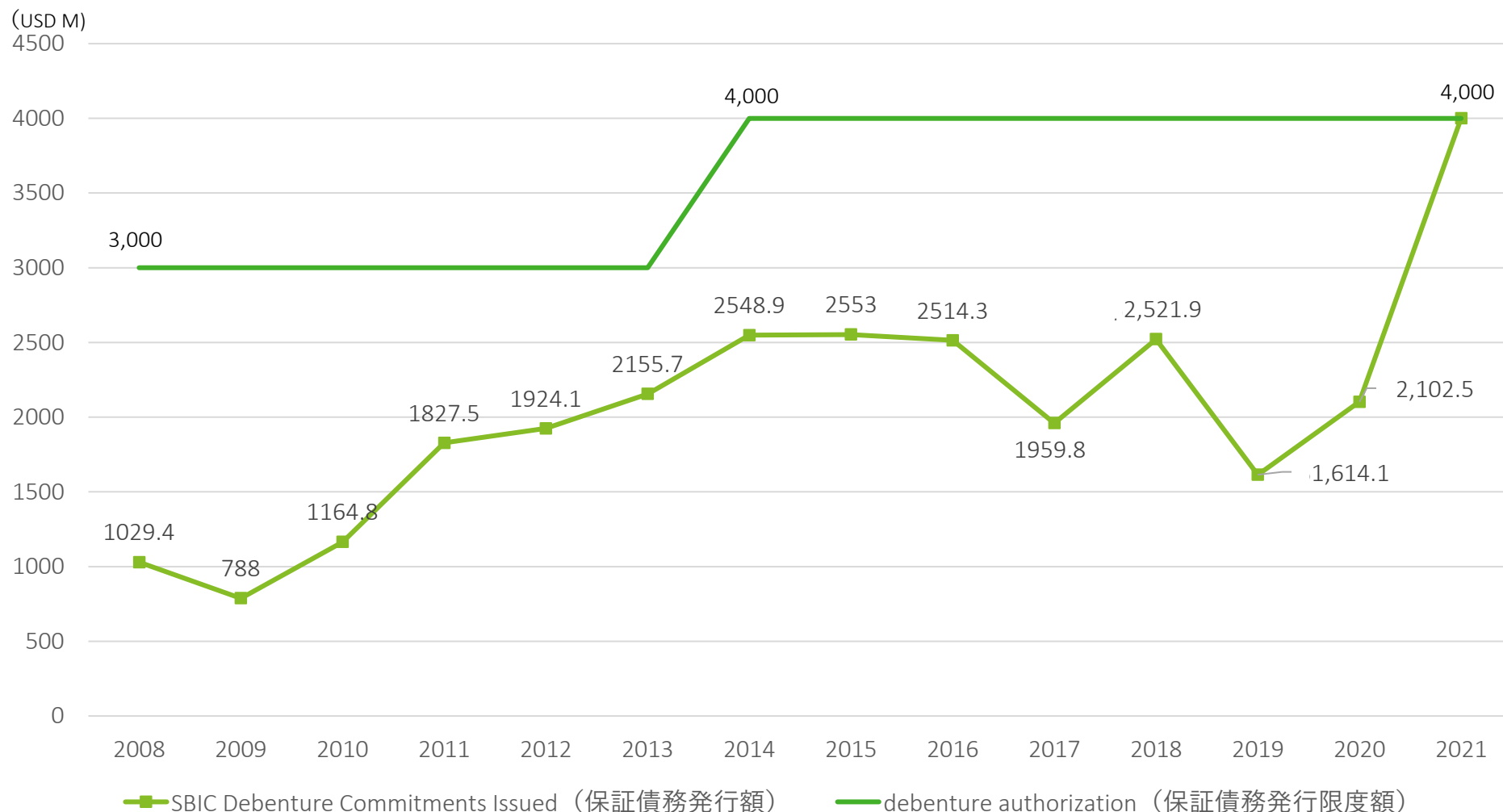
\*1：銀行のSBICへの投資はボルカー・ルール（米国のドットフランク法に盛り込まれた条項であり、商業銀行に対し、ヘッジファンド等への出資や自己資金による高リスク商品への投資を禁止・制限する条項）を免除される。\*2：「小規模企業」とは有形純資産がUSD 1,950万未満、過去2年間の平均純利益がUSD 650万未満、海外の従業員が49%未満の企業と定義されている。\*3：「より小規模な企業」とは有形純資産がUSD 600万未満、過去2年間の平均純利益がUSD 200万未満、海外の従業員が49%未満の企業と定義されている

出所：SBA、日本政策投資銀行 HPを基に作成



# SBICの年間保証債務発行限度額は2014年よりUSD 40億であったが、2021年に保証債務発行額がUSD 40億に達し、2022年度に議会は限度額をUSD 50億に拡大することを承認

## SBIC債務証券発行限度額・発行額



# SBICプログラムでは発足より様々なイニシアティブが実施されてきたが、SBAによるレバレッジ有で継続しているプログラムはDebenture SBICのみである

## SBICプログラムの種類と経緯



| 種類                                | 発足年  | 対象ステージ                                                                    | 最低民間資本  | レバレッジ上限                         | 利益参加 | 手数料・利息等                                                  | 経緯                                                    |
|-----------------------------------|------|---------------------------------------------------------------------------|---------|---------------------------------|------|----------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------|
| Debenture SBICs                   | 1958 | 幅広いステージが対象だが、一般的にミドル・レイトーステージ                                             | USD 5M  | 民間資本の2倍<br>(USD 1.75億 /SBICを上限) | なし   | 半年毎に利息 + 年間手数料<br>(割引保証債務は最初の5年間利子支払い免除)                 | 継続。1999年に低中所得地域向け、2007年に省エネ分野向け割引の債務保証プログラム発足         |
| Participating Securities SBICs    | 1994 | アーリーステージ                                                                  | USD 10M | 民間資本の2倍<br>(USD 1.75億 /SBICを上限) | 8%   | 利益からSBAに支払い、SBAは債券保有者に利息支払い                              | 2004年に、2000年前半に大きな損失を計上したことを理由に、新規申請は受け付けないと発表        |
| Impact Investment SBICs           | 2011 | 主にレイトーステージ<br>(最低50%を資本アクセスの障壁に直面しているコミュニティや教育・クリーンエネルギーセクター等に振り当てることが条件) | USD 5M  | 民間資本の2倍<br>(USD 1.75億 /SBICを上限) | なし   | 半年毎に利息 + 年間手数料                                           | 2017年にコストがベネフィットに見合わないこと等を理由に新規申請は受け付けないと発表           |
| Early Stage SBICs                 | 2012 | アーリーステージ<br>(最低50%を資金調達前にプラスのキャッシュフローがない段階の企業に出資)                         | USD 20M | 民間資本と同額<br>(USD 5,000万を上限)      | なし   | 標準：5年間の利息準備金が必要、四半期毎に利息 + 年間手数料<br>割引：最初の5年間は利息と年間手数料が割引 | 2017年、登録件数の少なさ（認可数は5件のみ）、コストが見合わないこと等を理由に新規申請の受付停止を発表 |
| Non-leveraged SBICs <sup>*1</sup> | 不明   | 幅広いステージが対象                                                                | なし      | なし                              | なし   | なし<br>(SBIC認定手数料のみ)                                      | 継続                                                    |

<sup>\*1</sup>：SBAによるレバレッジを受けない、銀行が所有するSBIC。銀行によるSBICへの出資は、連邦規制当局によって、地域再投資法（Community Reinvestment Act、1977年に制定された連邦法であり、低中所得地域を含む貸与機関が管轄するコミュニティの資本ニーズを満たすことを奨励するもので、CRAは連邦銀行機関に対し、各機関がこれらコミュニティに対する義務をどの程度果たしているか評価することを要求している）に基づく適格投資に該当するとされる

出所：Congressional Research Service “SBA Small Business Investment Company Program”を基に作成

# 2021年に再承認されたSSBCIは州政府が企画するベンチャーキャピタルプログラムに対して財務省が原資を提供

## 2 State Small Business Credit Initiative (SSBCI)のVenture Capital Program

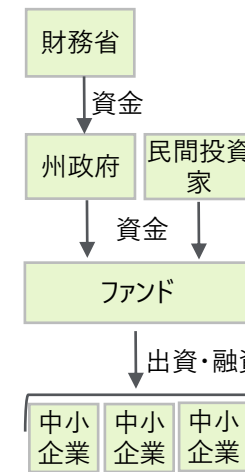


米国

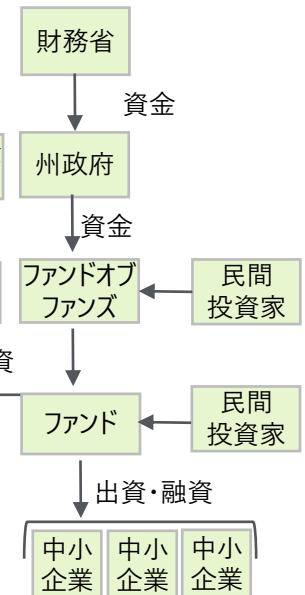
|       |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
|-------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 概要    | <ul style="list-style-type: none"> <li>オバマ大統領が署名した2010年小規模企業雇用法に基づき発足した財務省が実施する州中小企業信用イニシアチブ。2017年に終了していたが*1、2021年のAmerican Rescue Plan法に基づき、バイデン大統領はSSBCIプログラムを再承認・拡大。小規模企業向けの資金合計USD 100億を各州、コロンビア特別区、準州、部族政府の小規模企業金融支援プログラムに対して提供</li> <li>金融支援プログラムとして、資本アクセスプログラム、融資保証プログラム、融資参加プログラム、担保支援プログラム、VCプログラムが存在</li> <li>特に社会的・経済的に不利な立場にある個人が所有する企業やこれらビジネスを強力に支援する管轄区域、部族政府に対して重点的に支援</li> <li>VCプログラムはベンチャーキャピタルを州運用ファンドもしくはファンドオブファンズに投入（以下、VCプログラムについて記載）</li> </ul> |
| 方針・戦略 | <b>領域</b><br>(エリア・ステージ・インダストリー・投資対象)<br><ul style="list-style-type: none"> <li>プレシードからレイターまで多様なステージを対象とするが、<u>プレシード～アーリーに重点</u></li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
|       | <b>スキーム</b><br>(ファンド規模・期間・パートナー)<br><ul style="list-style-type: none"> <li>投資ストラクチャーは各州が設計可能であり、州または州政府関連機関が直接ファンドを運用するパターンと、第三者のファンドに出資するファンドオブファンズのパターンがある</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
|       | <b>リターン/リスクの考え方</b><br>(条件・返済期間)<br><ul style="list-style-type: none"> <li>州は10対1の民間レバレッジ比率を目標に設定</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |
| 手法    | <b>提供メニュー</b><br><ul style="list-style-type: none"> <li>各州政府の提案プログラムに対して資金を提供</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
|       | <b>関与</b><br>(ソーシング・DD・モニタリング・ハンズオン)<br><ul style="list-style-type: none"> <li>州政府や州政府関連機関がファンドを運用する場合は、州政府のリソースを活用したハンズオン支援が提供される</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |
| 実績    | <b>金額・件数</b><br><ul style="list-style-type: none"> <li>全米38州がプログラムに参画（2010～2016年の実績）</li> <li>SSBCIファンドのうちUSD 327MがVCプログラムに支出され、合計USD 4.1Bの民間資本呼び込み（12.76対1のレバレッジ比率）を達成（2010～2016年の実績）し、小規模企業によるUSD 4.2Bの新規資金調達を支援（2010～2016年の実績）</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                              |
|       | <b>ベンチャー企業</b><br><ul style="list-style-type: none"> <li>-</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |

### ストラクチャー

#### パターン1



#### パターン2



\*1：2010年の中小企業法は、財務省のSSBCI管理における役割を7年間に制限

# SSBCIは5種類のプログラムを通して中小企業に対する資本アクセスを提供

## SSBCIのプログラム



| SSBCIの種類                   | 概要                                                                                                |
|----------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Venture Capital Program    | ■ スタートアップやアーリーステージ企業の成長を支援するために、州または州政府関連機関が運用するファンド、もしくは第三者のベンチャーキャピタルファンドに資金を拠出するプログラム          |
| Loan Participation Program | ■ 貸し手金融機関と並行して州が中小企業に追加の融資を提供、または、購入参加という形で貸し手金融機関が中小企業に提供したローンの一部を州が購入する形で中小企業に融資を提供するプログラム      |
| Loan Guarantee Program     | ■ 金融機関が中小企業に対して提供する融資の部分保証を州が提供するローン保証プログラム                                                       |
| Collateral Support Program | ■ 融資額に対する担保の価値不足により融資を受けられない信用度の高い中小企業を支援するため、州が貸し手金融機関に対して現金担保を提供するプログラム                         |
| Capital Access Program     | ■ 貸し手金融機関と借り手が融資額の2-7%をリザーブファンドに拠出すると、州が同額を同リザーブファンドに拠出し、貸し倒れが発生した際同リザーブファンドの資金を現金担保として利用できるプログラム |

- ① 米国の状況
- ② 英国の状況

# 英国では中央政府系機関の他、ウェールズ等のカントリーやロンドン等の自治体、EUが提供する政府系ファンドが存在するが、政府系機関ではBBBがVC市場における中心的役割を担う

## ベンチャーキャピタルを提供する政府系ファンド



| 分類     | 機関                                | 概要                                            | ファンド例                                                                                                              | 2021年VC投資額*1 |
|--------|-----------------------------------|-----------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------|
| 中央系    | British Business Bank             | 中小企業向けの包括的な資金支援を提供する政府系金融機関                   | Enterprise Capital Funds、UK Managed Funds、Angel Co-Fund等                                                           | GBP 6.49B    |
|        | Innovate UK                       | 英政府のイノベーション産業助成機関                             | Sustainable Innovation Fund (大半がグラント、一部エクイティファイナンス)                                                                | GBP 37.55M   |
| カントリー系 | Development Bank of Wales         | ウェールズ政府100%出資のウェールズの開発銀行                      | Wales Business Fund, Wales Flexible Investment Fund, Wales Technology Seed Fund II, Wales Angel Co-investment Fund | GBP 84.32M   |
|        | Scottish Enterprise               | スコットランドの経済開発のための開発公社                          | Scottish Venture Fund、Energy Investment Fund                                                                       | GBP 324M     |
|        | Scottish National Investment Bank | スコットランド政府100%出資のスコットランドの開発銀行                  | British Business Bank                                                                                              | GBP 16.75M   |
| 自治体系   | ロンドン、ブリストル等                       | —                                             | Greater London Investment Fund、London Co-investment fund、Bristol City Fund等                                        | —            |
| EU系    | European Investment Fund*2        | 欧州投資銀行（EIB）、欧州委員会（EC）、その他EU域内の民間金融機関が出資する金融機関 | European Investment Fund                                                                                           | GBP 35M      |

\*1：BBB以外はPitchbookのデータをもとに算出。BBBはBBB Annual Report and Accounts 2021より、エクイティ系コアプログラムの2021年ファイナンス額より算出。\*2：EUを脱退したが、英国は欧州最大のVC市場であることからEIFのPE/VC投資はこれを反映。ただし、EIFのポートフォリオを占める英国企業の割合は2019年の17.9%から2021年の13%と減少している

# BBBは英国ベースのVCファンドへの最大のLP投資機関であり、2021年には英国における全株式取引の18%を支援するなど、その存在感は大きい

## イギリス政府の動き「British Business Bank」



|       |                               |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
|-------|-------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 概要    |                               | <ul style="list-style-type: none"><li>2014年に設立。金融危機後に設立された複数の政府系ファンド等を統合してできた政府系金融機関。ビジネス・エネルギー・産業戦略省（BEIS）の100%出資会社である。</li><li>BEISとは予算措置等で連携するが、BBBの方針・戦略立案や実行面におけるBEISの関与は薄く、BBBが中心となり中小企業支援を提供している。</li><li>民間金融機関などから構成される200以上の「delivery partner」と連携し、<u>スタートアップを含めた中小企業向けに投資、融資と保証を組み合わせた包括的な資金支援を提供している。</u></li></ul> |
| 方針・戦略 | 領域<br>(エリア・ステージ・インダストリー・投資対象) | <ul style="list-style-type: none"><li>BBBのエコノミストチームが、民間のみでは資金ギャップが存在するステージや地域、領域を分析・特定<ul style="list-style-type: none"><li>➢ ステージ：多様なステージを対象とするが、<u>特にシード・アーリーとレイトーに重点</u></li><li>➢ 地域：全国を対象とするが、資金ギャップが存在する<u>地方部に重点</u></li><li>➢ 領域：広範囲の企業を対象とするが、<u>テクノロジーを基盤とした事業に重点</u></li></ul></li></ul>                             |
|       | スキーム<br>(ファンド規模・期間・パートナー)     | <ul style="list-style-type: none"><li><u>マイノリティを基本とした共同投資やLP出資を基本スタンスとする</u><ul style="list-style-type: none"><li>➢ 個別案件に介入しないことによる中立性の確保、ポートフォリオマネジメントや案件開拓をアウトソーシングすることで、BBBの組織規模を小規模化することが挙げられる</li></ul></li></ul>                                                                                                          |
|       | リターン/リスクの考え方<br>(条件・返済期間)     | <ul style="list-style-type: none"><li><u>BBB全体でのリターン確保を前提に一部案件での赤字を許容</u><ul style="list-style-type: none"><li>➢ British Business Investment：収益性を重視</li><li>➢ British Business finance：公益性重視</li></ul></li></ul>                                                                                                                |
| 手法    | 提供メニュー                        | <ul style="list-style-type: none"><li>エクイティ、融資、保証等を提供</li></ul>                                                                                                                                                                                                                                                                 |
|       | 関与<br>(ソーシング・DD・モニタリング・ハンズオン) | <ul style="list-style-type: none"><li><u>BBBは出資・融資先のモニタリングはするが、BBB傘下の各社は独自の投資基準や投資委員会を具備しており、個別のソーシングや投資意思決定、ハンズオン支援にはBBB本体は関与しない</u>（投資委員会にBBBのシニアマネジメントやリード・シップが参加）</li><li>民間の知見が必要なタスク（ソーシングやDD、ハンズオン支援）はDelivery partnerが主体となって進めている</li></ul>                                                                             |
| 実績    | 金額・件数                         | <ul style="list-style-type: none"><li>2014年以降、94のファンドにGBP 2.3Bをコミット</li><li>2021年には英国におけるVCを通じた未上場株式取引の18%を支援</li></ul>                                                                                                                                                                                                         |

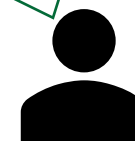
### BBB傘下金融機関の支援企業の声

当該ファンドがなければ資金を確保できなかった（採択企業37%の声）

CloSIFがなければ資金を確保できなかった、もしくは確保に時間がかかった（採択企業75%の声）



MEIFの採択企業

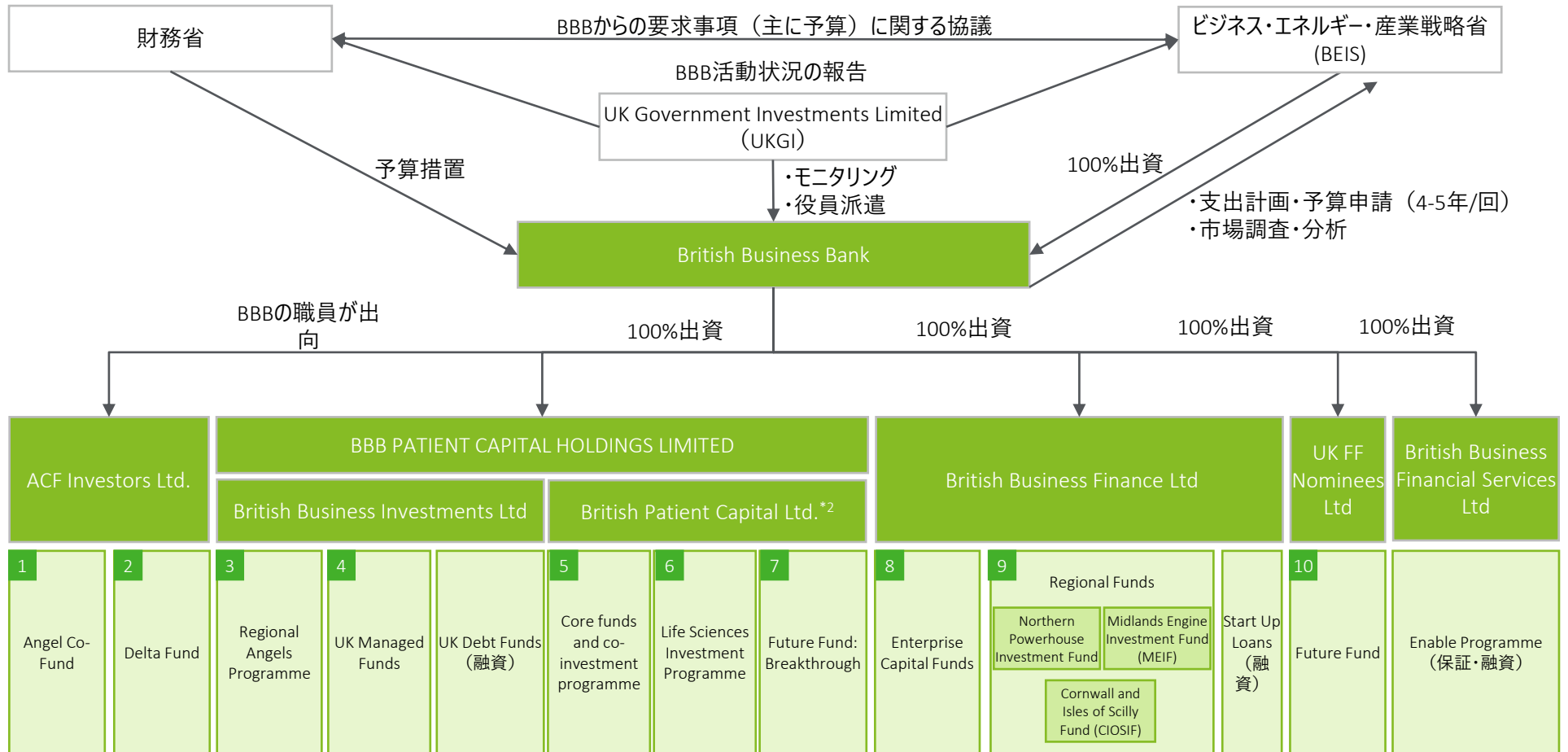


CloSIFの採択企業

出所：British Business Bank Annual Report, BBB HP、Small Business Equity Tracker 2021、AT Kearney「平成28年度産業経済研究委託事業（リスクマネー供給および官民ファンド等に関する国際比較調査研究）」、MEIF Early Assessment Report、CloSIF Early Assessment Report、を基に作成

# British Business Bankは子会社を通してSME向けの包括的な資金支援を提供。個々の事業ではなく全体としてのリターン達成を目指している

## British Business Bankの組織構造



\*1：スキームは投資プログラムを中心に抽出したものであり、全てを網羅しているわけではない。\*2：British Patient Capitalは2017年に英国政府により実施されたPatient Capital Reviewの結果を受け発足

出所：British Business Bank Annual Report, BBBおよび各子会社・ファンド HPを基に作成



BBBは主にファンドへのLP出資または共同投資によりベンチャー企業への資本供給と民間からの資本の呼び水となることを目指している

BBBのベンチャー投資ファンド概観



|                 |        | シード | アーリー                                                      | ミドル | レイトー                                                           |
|-----------------|--------|-----|-----------------------------------------------------------|-----|----------------------------------------------------------------|
| 共同投資            | セクター不問 | 1   | 2                                                         | 5   | Core Funds and Co-Investment Programme<br>(VCと共同投資)            |
|                 | 領域特化   |     |                                                           | 7   | Future Fund: Breakthrough<br>(VCと共同投資、研究開発型企业対象)               |
| ファンドにLP出資       | セクター不問 | 8   | Enterprise Capital Funds<br>(VCファンドにLP出資)                 | 5   | Core Funds and Co-Investment Programme<br>(ファンドにLP出資)          |
|                 | 領域特化   |     |                                                           | 6   | Life Sciences Investment Programme<br>(ファンドにLP出資、ライフサイエンス分野対象) |
|                 | 地方部    | 3   | Regional Angels Programme<br>(エンジェルシンジケートやVCのファンドにLP出資)   |     |                                                                |
|                 |        | 9   | Regional Funds<br>(BBBとLEP <sup>*1</sup> が連携したファンドオブファンズ) |     |                                                                |
| ファンドオブファンズにLP出資 | セクター不問 |     |                                                           | 4   | Managed Funds Programme<br>(ファンドオブファンズにLP出資)                   |

\*1：LEP（Local Enterprise Partnerships）：地域産業パートナーシップ（地域の経済開発の促進を目的とした地方自治体と民間企業のパートナーシップ）を基に作成

# Angel CoFundはアーリーステージの中小企業への資本供給の量を増やすことを目的とした、エンジェルのシンジケートとの共同出資プログラム

## 1 Angel CoFund



|       |                               |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
|-------|-------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 概要    |                               | <ul style="list-style-type: none"><li>創設：2011年</li><li>アーリーステージの中小企業への資本供給の量を増やすことを目的とした、エンジェルのシンジケートとの共同出資プログラム</li><li>投資を決定したものの、対象企業が必要とする資金調達額を満たすことができないシンジケートからの投資提案を募集</li><li>共同出資提案の審査は、シンジケートから提出された投資書類をもとに、Angel CoFundの投資委員会が実施・承認</li><li>共同出資を受けるためには、最低3名のエンジェル投資家によるシンジケートであること、当該エンジェル投資家がはじめて対象企業に出資するラウンドであること、リード投資家が対象セクターに深い専門性を有しており、且つ最低限GBP 40Kを出資することが求められる</li></ul> |
| 方針・戦略 | 領域<br>(エリア・ステージ・インダストリー・投資対象) | <ul style="list-style-type: none"><li>シード～アーリーステージ<sup>*1</sup>の高成長中小企業（欧州委員会の中小企業の定義に当てはまる企業）</li><li>セクター不問</li></ul>                                                                                                                                                                                                                                                                           |
|       | スキーム<br>(ファンド規模・期間・パートナー)     | <ul style="list-style-type: none"><li>ファンドサイズ：GBP 100M</li><li>シンジケートとの共同出資（Angel CoFundはマイノリティ出資）</li></ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
|       | リターン/リスクの考え方<br>(条件・返済期間)     | <ul style="list-style-type: none"><li>－</li></ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
| 手法    | 提供メニュー                        | <ul style="list-style-type: none"><li>GBP 100K ～1M/件（GBP 200K以上の投資ラウンドについて、49%を上限とする）</li><li>Angel CoFundは対象企業の総株式の30%を超えて保有することはできない</li></ul>                                                                                                                                                                                                                                                  |
|       | 関与<br>(ソーシング・DD・モニタリング・ハンスオン) | <ul style="list-style-type: none"><li>対象企業のソーシング、タームの交渉、DDの実施、モニタリング、報告はシンジケートがう（その代わりAngel CoFundはAngel CoFundによる出資額の2.5%をシンジケートに支払う）</li><li>対象企業は、取締役会の資料、口座情報、その他必要な書類をAngel CoFundに提出する必要がある</li></ul>                                                                                                                                                                                       |
| 実績    | 金額・件数                         | <ul style="list-style-type: none"><li>GBP 321M（シンジケートの出資額を含む、2021年時点）</li><li>ファンドはGBP 41.5Mをコミット（2018年12月時点）</li><li>90件（2021年時点）</li></ul>                                                                                                                                                                                                                                                      |
|       | ベンチャー企業                       | <ul style="list-style-type: none"><li>Gousto, Tevva Motors, Form3等</li></ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |

\*1：レイターステージ企業にも出資しているケースがある

出所：ACF HPを基に作成

# Delta Fundはセクター知見を有するリードエンジェル投資家がGBP 7万以上を出資することを条件とした、エンジェルのシンジケートとの共同出資プログラム

## 2 Delta Fund



|       |                               |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |
|-------|-------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 概要    |                               | <ul style="list-style-type: none"><li>創設：2021年創設</li><li>商業化が見込まれる製品やサービスを有する中小企業のためのエンジェルシンジケートとの共同出資プログラム。エクイティとコンバーティブル・デットを提供</li><li>Angel CoFundと同様に、最低3人のエンジェル投資家（対象企業への出資が初めてであることが必要）より構成されるシンジケートからの共同出資提案を受け付けているが、リードエンジェル投資家は非常に深いセクター知見を有していること、最低限GBP 70Kを出資することが条件となる</li><li>投資委員会用の投資書類の準備が免除される</li></ul> |
| 方針・戦略 | 領域<br>(エリア・ステージ・インダストリー・投資対象) | <ul style="list-style-type: none"><li>シード～アーリーステージの高成長企業*1（欧州委員会の中小企業の定義に当てはまる企業、過去12か月間に最低GBP 100Kの収益）</li><li>GBP 500Kを超える資金調達をする企業が対象</li><li>セクター不問</li></ul>                                                                                                                                                            |
|       | スキーム<br>(ファンド規模・期間・パートナー)     | <ul style="list-style-type: none"><li>ファンドサイズ：GBP 30M</li><li>シンジケートとの共同出資（Delta Fundはマイノリティ出資）</li></ul>                                                                                                                                                                                                                    |
|       | リターン/リスクの考え方<br>(条件・返済期間)     | <ul style="list-style-type: none"><li>－</li></ul>                                                                                                                                                                                                                                                                            |
| 手法    | 提供メニュー                        | <ul style="list-style-type: none"><li>共同出資：GBP 200K～1M/件（GBP 500K以上の投資ラウンドについて、49%を上限とする）</li><li>Delta Fundは対象企業の総株式の30%を超えて保有することはできない</li></ul>                                                                                                                                                                           |
|       | 関与<br>(ソーシング・DD・モニタリング・ハンスオン) | <ul style="list-style-type: none"><li>対象企業のソーシング、タームの交渉、DDの実施、モニタリング、報告はシンジケートが行い、Delta Fundは受動的な投資家であり続ける</li><li>対象企業は、取締役会の資料、口座情報、その他必要な書類をDelta Fundに提出する必要がある</li></ul>                                                                                                                                                |
| 実績    | 金額・件数                         | <ul style="list-style-type: none"><li>－</li></ul>                                                                                                                                                                                                                                                                            |
|       | ベンチャー企業                       | <ul style="list-style-type: none"><li>－</li></ul>                                                                                                                                                                                                                                                                            |

\*1：レイターステージ企業にも出資しているケースがある

出所：ACF HPを基に作成

# Regional Angels Programmeは英国内におけるエクイティによる資金調達環境の地域格差を受け創設された、エンジェル投資家のシンジケートやVCへの投資プログラム

## 3 Regional Angels Programme



|       |                               |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
|-------|-------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 概要    |                               | <ul style="list-style-type: none"> <li>創設：2018年</li> <li>シード～アーリーステージにおけるエクイティファイナンスへのアクセスの地域格差を削減するべく、ビジネスエンジェルやアーリーステージVCの地方部への出資を促進するため、デリバリーパートナー（ビジネスエンジェルや投資家）からの提案に基づきファンドにLP出資</li> <li>BBi投資委員会がデリバリーパートナーのトラックレコード、投資戦略や投資プロセス等を審査・承認</li> </ul>                                                                |
| 方針・戦略 | 領域<br>(エリア・ステージ・インダストリー・投資対象) | <ul style="list-style-type: none"> <li>シード～アーリーステージ</li> <li>セクター不問</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                            |
|       | スキーム<br>(ファンド規模・期間・パートナー)     | <ul style="list-style-type: none"> <li>プログラムファンドサイズ：GBP 150M</li> <li>ファンドへのLP出資</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                               |
|       | リターン/リスクの考え方<br>(条件・返済期間)     | <ul style="list-style-type: none"> <li>提案者のトラックレコードや投資戦略、投資プロセス等に基づき審査</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                         |
| 手法    | 提供メニュー                        | <ul style="list-style-type: none"> <li>GBP 5M～15M/件</li> <li>個別の投資ラウンドでは、ラウンド出資総額の20-50%の範囲でRegional Angels Programmeの資金が割り当てられる</li> </ul>                                                                                                                                                                               |
|       | 関与<br>(ソーシング・DD・モニタリング・ハンズオン) | <ul style="list-style-type: none"> <li>Regional Angels Programmeは個別の投資決定には関与せず、出資先企業の監視・監督には関与しない</li> </ul>                                                                                                                                                                                                              |
| 実績    | 金額・件数                         | <ul style="list-style-type: none"> <li>GBP 1.15億出資済み</li> <li>10件（Praetura Ventures (GBP 20M)、Green Angel Syndicate (GBP 5M)、Co-Investment Fund NI (GBP 10M)、Dow Schofield Watts Angels (GBP 10M)、SFC Capital (GBP 15M)、Syndicate Room (GBP 10M)、Newable Ventures and Bristol Private Equity Club (GBP 10M) 等）</li> </ul> |
|       | ベンチャー企業                       | <ul style="list-style-type: none"> <li>－</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                       |

# Managed Funds Programmeでは機関投資家のベンチャーキャピタルへの出資促進のため、BBBがファンドオブファンズへ資金を注入することで呼び水となることを企図

4

## Managed Funds Programme



|       |                                  |                                                                                                                                                                                                                                        |
|-------|----------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 概要    |                                  | <ul style="list-style-type: none"><li>創設：2018年</li><li>英国では米国と比べて機関投資家のベンチャーキャピタルへの出資割合が少ないことを受け、機関投資家のベンチャーキャピタルへの出資を進めるため、民間のファンドオブファンズへ資金を注入（LP出資）することで、レイトーステージの革新的企業による資金アクセスの改善を図る</li><li>ファンドの条件、ストラクチャー、投資戦略等をもとに審査</li></ul> |
| 方針・戦略 | 領域<br>(エリア・ステージ・インダストリー・投資対象)    | <ul style="list-style-type: none"><li>レイトーステージの革新的な高成長企業</li><li>セクター不問（多様なセクターのポートフォリオを築くことを目指す）</li></ul>                                                                                                                            |
|       | スキーム<br>(ファンド規模・期間・パートナー)        | <ul style="list-style-type: none"><li>プログラムファンドサイズ：GBP 500M</li><li>ベンチャーキャピタルおよびグロースキャピタルに出資するファンドオブファンズへのLP出資</li></ul>                                                                                                              |
|       | リターン/リスクの考え方<br>(条件・返済期間)        | <ul style="list-style-type: none"><li>－</li></ul>                                                                                                                                                                                      |
| 手法    | 提供メニュー                           | <ul style="list-style-type: none"><li>1件当たりの金額の記載はない</li></ul>                                                                                                                                                                         |
|       | 関与<br>(ソーシング・DD<br>モニタリング・ハンスオン) | <ul style="list-style-type: none"><li>Limited Partner Advisory Committeeへの参加</li></ul>                                                                                                                                                 |
| 実績    | 金額・件数                            | <ul style="list-style-type: none"><li>GBP 4.45億出資済み</li><li>5件（Isomer Capital（GBP 75M）、Wilshire（GBP 50M）、Hermes GPE（GBP 100M）、LGT Capital Partner Funds（GBP 120M）、Top Tier Capital Partner（GBP 100M））</li></ul>                        |
|       | ベンチャー企業                          | <ul style="list-style-type: none"><li>－</li></ul>                                                                                                                                                                                      |

出所：British Business Investments HPを基に作成

# British Patient CapitalのCore Funds and Co-Investment Programmeは、ファンド出資とVCとの共同投資を通じて、レイトーステージの資金ギャップにアプローチ

## 5 Core Funds and Co-Investment Programme



|       |                                                         |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
|-------|---------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 概要    |                                                         | <ul style="list-style-type: none"> <li>レイトーステージの資金ギャップを埋めつつ世界レベルの企業を輩出することを目的として、有能なGPのファンドへのLP出資またはVCとの共同投資を行う</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                           |
| 方針・戦略 | <b>領域</b><br><small>(エリア・ステージ・インダストリー・投資対象)</small>     | <ul style="list-style-type: none"> <li>ファンド：シリーズB以降に焦点を当てているが、ステージ、セクター、ビンテージごとに多様なポートフォリオを構築</li> <li>共同投資：レイトーステージ</li> <li>セクター不問</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                      |
|       | <b>スキーム</b><br><small>(ファンド規模・期間・パートナー)</small>         | <ul style="list-style-type: none"> <li>GBP 250M</li> <li>共同投資</li> <li>ファンドへのLP出資</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                         |
|       | <b>リターン/リスクの考え方</b><br><small>(条件・返済期間)</small>         | <ul style="list-style-type: none"> <li>－</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| 手法    | 提供メニュー                                                  | <ul style="list-style-type: none"> <li>1件当たりの金額範囲不明</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
|       | <b>関与</b><br><small>(ソーシング・DD<br/>モニタリング・ハンズオン)</small> | <ul style="list-style-type: none"> <li>－</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| 実績    | <b>金額・件数</b>                                            | <ul style="list-style-type: none"> <li>GBP 15億</li> <li>51ファンド、676社</li> <li>共同投資：Thought Machine（GBP 200MのシリーズCに追加投資）、AccuRx（GBP 27.5MのシリーズBに共同出資）等</li> <li>ファンド投資：Crane Venture Partners' second fund（GBP 30M）、Hoxton Venture's third fund（GBP 30M）、Cambridge Innovation Capital's second investment vehicle（GBP 20M）、Balderton Capital VIII（GBP 20M）等</li> </ul> |
|       | ベンチャー企業                                                 | <ul style="list-style-type: none"> <li>－</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |

# Life Sciences Investment Programmeは、レイトーステージのライフサイエンス系企業における資金ギャップを埋めるべく、当該対象企業に出資するVCファンドに出資

## 6 The Life Sciences Investment Programme (LSIP)



|       |                                  |                                                                                                                                                                                                           |
|-------|----------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 概要    |                                  | <ul style="list-style-type: none"><li>創設：2021年</li><li>英国のレイトーステージのライフサイエンス系企業におけるエクイティファイナンスのギャップを埋めるべく、レイトーステージのライフサイエンス企業に出資するVCファンドの創設を促進するために設けられたファンド</li><li>ファンドサイズGBP 250M以上のVCファンドに出資</li></ul> |
| 方針・戦略 | 領域<br>(エリア・ステージ・インダストリー・投資対象)    | <ul style="list-style-type: none"><li>レイトーステージ</li><li>分野：ライフサイエンス</li></ul>                                                                                                                              |
|       | スキーム<br>(ファンド規模・期間・パートナー)        | <ul style="list-style-type: none"><li>ファンド規模：GBP 200M</li><li>LP出資</li></ul>                                                                                                                              |
|       | リターン/リスクの考え方<br>(条件・返済期間)        | <ul style="list-style-type: none"><li>－</li></ul>                                                                                                                                                         |
| 手法    | 提供メニュー                           | <ul style="list-style-type: none"><li>GBP 50M～100M/ファンド（LSIPはファンド総額の33%を超えない範囲でコミット）</li></ul>                                                                                                            |
|       | 関与<br>(ソーシング・DD<br>モニタリング・ハンズオン) | <ul style="list-style-type: none"><li>ファンドのアドバイザー委員会に参加</li></ul>                                                                                                                                         |
| 実績    | 金額・件数                            | <ul style="list-style-type: none"><li>－</li></ul>                                                                                                                                                         |
|       | ベンチャー企業                          | <ul style="list-style-type: none"><li>－</li></ul>                                                                                                                                                         |

# Future Fund: Breakthroughはレイターステージの研究開発型企業における資金ギャップを埋めるために設けられたVCとの共同投資ファンド

## 7 Future Fund: Breakthrough



|       |                                  |                                                                                                                                                                                                                            |
|-------|----------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 概要    |                                  | <ul style="list-style-type: none"><li>創設：2021年</li><li>レイターステージの革新的な研究開発型企業におけるエクイティファイナンスのギャップを埋めるために設けられた、既存VCとの共同投資プログラム</li><li>最低GBP 30M以上の投資ラウンドに共同投資</li><li>GBP 1億以上のファンドを運用しているVCからの申請をもとに審査・承認</li></ul>         |
| 方針・戦略 | 領域<br>(エリア・ステージ・インダストリー・投資対象)    | <ul style="list-style-type: none"><li>レイターステージ</li><li>製品の商業化までのリードタイムが長い、革新的な研究開発型の企業</li><li>対象企業はGBP 5M以上の資金調達実績を有する必要がある</li></ul>                                                                                     |
|       | スキーム<br>(ファンド規模・期間・パートナー)        | <ul style="list-style-type: none"><li>ファンド規模：GBP 375M</li><li>既存VCとの共同投資</li></ul>                                                                                                                                         |
|       | リターン/リスクの考え方<br>(条件・返済期間)        | —                                                                                                                                                                                                                          |
| 手法    | 提供メニュー                           | <ul style="list-style-type: none"><li>最低GBP 30M以上の投資ラウンドに共同投資</li><li>Future Fund: Breakthroughは投資ラウンドの最大30%までをコミット</li></ul>                                                                                              |
|       | 関与<br>(ソーシング・DD<br>モニタリング・ハンズオン) | —                                                                                                                                                                                                                          |
| 実績    | 金額・件数                            | 9件                                                                                                                                                                                                                         |
|       | ベンチャー企業                          | <ul style="list-style-type: none"><li>Icetope（金額不明）、Oxford Quantum Circuits（GBP 6.7M）、CloudNC（GBP 5M）、Proximie（GBP 12M）、Microbiotica（金額不明）、Epsilon（金額不明）、Paragraf（金額不明）、Quell Therapeutics（金額不明）、Ultraleap（金額不明）</li></ul> |



# Enterprise Capital Fundsはアーリーステージにおける資金ギャップを埋めるため、新設される民間のVCファンドへ資金を供給することで、民間資金の呼び水となることを目指している

## 8 Enterprise Capital Funds



英国

|       |                                  |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
|-------|----------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 概要    |                                  | <ul style="list-style-type: none"><li>創設：2006年</li><li>成長に必要な資金を得にくい アーリーステージにおける ベンチャーキャピタルを増やすことを目的とした官民ファンドであり、採択されたファンドにLP出資</li><li>新たにアーリーステージ企業を対象としたVCファンドを組成するGPからの申請をもとに審査し、承認された場合はECFとしての運営が可能</li><li>アーリーステージを対象とした新たなファンドの組成に影響を及ぼしているほか、2011年から2019年の間に出資を受けた388社は2019年までにGBP 2.2Bの売り上げと8,000名の新たな雇用を生み出したと報告されている</li></ul>                                                                                                                        |
| 方針・戦略 | 領域<br>(エリア・ステージ・インダストリー・投資対象)    | <ul style="list-style-type: none"><li>アーリーステージ</li><li>セクター不問</li></ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |
|       | スキーム<br>(ファンド規模・期間・パートナー)        | <ul style="list-style-type: none"><li>ファンドへのLP出資</li><li>出資先ファンドの運用期間と投資期間はファンド毎に異なるが、多くが運用期間10～12年、投資期間5年</li></ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
|       | リターン/リスクの考え方<br>(条件・返済期間)        | <ul style="list-style-type: none"><li>要求リターンは3-4.5%、差分は投資対象企業と共同投資者に配分</li></ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
| 手法    | 提供メニュー                           | <ul style="list-style-type: none"><li>1ファンドあたりGBP 50M万を上限として出資</li><li>商業化前のSMEを対象としたファンドの場合は、ファンド総額の2/3または60%まで出資</li></ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
|       | 関与<br>(ソーシング・DD<br>モニタリング・ハンズオン) | <ul style="list-style-type: none"><li>－</li></ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
| 実績    | 金額・件数                            | <ul style="list-style-type: none"><li>GBP 1.62B出資済み</li><li>29のファンドパートナーに出資（Active Partners, Ada Ventures, Amadeus Capital Partners, Catapult Ventures, Dawn Capital, Edge Investments, Eka Ventures, Entrepreneur First, Epidarex Capital, Episode 1, IQ Capital, JamJar Investments, Longwall Ventures, Notion Capital, Panoramic, Passion Capital, Pentech, Redrice, Seraphim, SuperSeed, Sure Valley Ventures, Sussex Place Ventures, VGC Partners 等）</li></ul> |
|       | ベンチャー企業                          | <ul style="list-style-type: none"><li>－</li></ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |

# Regional fundsは地域間の資金アクセスの格差を解消すべく、各地域で指定したファンドマネジャーを通じて地域の中小企業に投資・融資等のサービスを提供

## 9 Regional Funds



英国

|       |                                  |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
|-------|----------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 概要    |                                  | <ul style="list-style-type: none"><li>イギリスの地方向けファンドは規模が小さく細分化されており、地域によっては資金へのアクセスが困難な状況にあった中、2017年にBBBと10の地域産業パートナーシップ（地域の経済開発の促進を目的とした地方自治体と民間企業のパートナーシップ）等が協働し、地方向けファンドを組成</li><li>財源は英国政府、欧州投資銀行、BBB、EUの欧州地域開発基金（LEPの資金含む）</li><li>現在3つのファンドが存在し、各地域でファンドが指定したファンドマネジャーを通して中小企業にサービスを提供するファンドオブファンズ<ul style="list-style-type: none"><li>Northern Powerhouse Investment Fund（NPIF） 2017年創設</li><li>Midlands Engine Investment Fund（MEIF） 2018年創設</li><li>Cornwall and Isles Scilly Fund（CIOSIF） 2018年創設</li></ul></li><li>スコットランド、ウェルシュ地方、北アイルランドを対象とした新たなファンド組成も検討されている</li></ul> |
| 方針・戦略 | 領域<br>(エリア・ステージ・インダストリー・投資対象)    | <ul style="list-style-type: none"><li>スタートアップ～中堅企業</li><li>セクター不問</li></ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
|       | スキーム<br>(ファンド規模・期間・パートナー)        | <ul style="list-style-type: none"><li>各地域でエクイティやデットファイナンスを提供するファンドマネジャーと連携し、各地域の企業に支援を提供</li><li>ファンド規模：NPIF GBP 400M、MEIF GBP 700M、CIOSIF GBP 40M</li></ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
|       | リターン/リスクの考え方<br>(条件・返済期間)        | <ul style="list-style-type: none"><li>－</li></ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
| 手法    | 提供メニュー                           | <ul style="list-style-type: none"><li>NPIF: マイクロファイナンス（GBP 25K～100K）、融資（GBP 100K～750K）、エクイティファイナンス（GBP 50K～2M）</li><li>MEIF: マイクロファイナンス（GBP 25K～150K）、融資（GBP 100K～1.5M）、エクイティファイナンス（GBP 50K～2M）、実証資金（GBP 750Kまで）</li><li>CIOSIF： 融資（GBP 2.5万～100万）、エクイティファイナンス（GBP 5万～200万まで）</li></ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
|       | 関与<br>(ソーシング・DD<br>モニタリング・ハンズオン) | <ul style="list-style-type: none"><li>－</li><li>契約しているファンドマネジャーが各種助言やネットワーク紹介等の支援を提供</li></ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
| 実績    | 金額・件数                            | <ul style="list-style-type: none"><li>NPIF：GBP 281MのNPIF資金が913社の1,206件の投資・融資に活用された。当該地域のエクイティディール全体の20％にNPIFが貢献（2021年6月時点）</li><li>MEIF：GBP 150MのMEIF資金が500社の702件の投資・融資に活用された。当該地域のエクイティディール全体の25％にMEIFが貢献（2022年2月時点）</li><li>CIOSIF：GBP 6.1MのCIOSIF資金が24社の投資・融資に活用された（2020年11月時点）</li></ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
|       | ベンチャー企業                          | <ul style="list-style-type: none"><li>－</li></ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |

出所：BBB HPを基に作成

# Future FundはCOVID-19による資金調達環境の悪化を受け期限付きで創設されたファンドであり、過去に資金調達した企業に第三者の投資家と並行してコンバーティブルローンを発行

## 10 Future Fund (参考)



英国

|       |                               |                                                                                                                                                                                                      |
|-------|-------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 概要    |                               | <ul style="list-style-type: none"> <li>創設：2020年（既に締切済み）</li> <li>COVID-19により資金調達が困難となった企業への支援策として、最低限同額のmatched fundingを提供する民間投資家からの申請を受け、承認された案件についてGBP 125K～5Mのコンバーチブルローンを発行する期間限定のファンド</li> </ul> |
| 方針・戦略 | 領域<br>(エリア・ステージ・インダストリー・投資対象) | <ul style="list-style-type: none"> <li>5年以内にGBP 250K以上を第三者の投資家より資金調達済みの英国企業</li> <li>セクター不問</li> </ul>                                                                                               |
|       | スキーム<br>(ファンド規模・期間・パートナー)     | <ul style="list-style-type: none"> <li>ファンドサイズ：GBP 500M</li> </ul>                                                                                                                                   |
|       | リターン/リスクの考え方<br>(条件・返済期間)     | <ul style="list-style-type: none"> <li>第三者の投資家と同じ条件で（リターンを目指して）運営</li> </ul>                                                                                                                         |
| 手法    | 提供メニュー                        | <ul style="list-style-type: none"> <li>GBP 125K～5Mのコンバーチブルノートを発行</li> </ul>                                                                                                                          |
|       | 関与<br>(ソーシング・DD・モニタリング・ハンスオン) | <ul style="list-style-type: none"> <li>—</li> </ul>                                                                                                                                                  |
| 実績    | 金額・件数                         | <ul style="list-style-type: none"> <li>1,190件のコンバーチブルローンアグリーメントを発行（GBP 1.1B相当）</li> <li>うち400件が株式転換済み</li> </ul>                                                                                     |
|       | ベンチャー企業                       | <ul style="list-style-type: none"> <li>—</li> </ul>                                                                                                                                                  |

出所：BBB HPを基に作成

# 経営陣は主に民間の経営や金融のプロフェッショナルを参画させる一方、UKGIのメンバーも参加させている

## BBBの経営陣\*1



| Director                 | Position                                                                                   |
|--------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------|
| Lord Smith               | Independent Non-executive Director and Chair                                               |
| Neeta Atkar              | Independent Non-executive Director and Senior Independent Director                         |
| Ceri Smith               | Shareholder Representative Director                                                        |
| Jonathan Britton         | Independent Non-executive Director                                                         |
| Amanda Rendle            | Independent Non-executive Director; Workforce Engagement Director                          |
| Piers Linney             | Independent Non-executive Director                                                         |
| Dharmash Mistry          | Independent Non-executive Director                                                         |
| Nathaniel Sloane         | Independent Non-executive Director and Workforce Engagement Director (from September 2021) |
| Jenny Knott              | Independent Non-executive Director                                                         |
| Jamie Carter             | Shareholder Representative Director                                                        |
| Barbara Anderson         | Independent Non-executive Director                                                         |
| James Connelly           | Independent Non-executive Director                                                         |
| Catherine Lewis La Torre | Chief Executive Officer                                                                    |
| Patrick Magee            | Executive Director                                                                         |
| Philip Piers             | Executive Director                                                                         |



Lord Smith of Kelvin

- IMI, Forth Ports など民間企業の現会長
- 様々な官民や財団、大学のリーダー経験が豊富



Neeta Atkar, MBE

- 野村Gr.欧州のNon-executive director等
- 金融や保険業界で30年以上の経験



Barbara Anderson

- Smart DCC社などの監査・リスク担当の議長
- 民間部門特に中小企業やベンチャーに専門性



Jamie Carter

- UKGIのディレクター
- 造幣局や世銀での勤務経験を持ちガバナンスに専門



James Connelly

- コンサルファームや投資家としてベンチャー支援を経験（FBやAppleに助言を提供）



Jenny Knott

- 投資銀行などでCEOやCFO、COOを務め、グローバル投資をリードした経験



Dharmash Mistry

- BBC Gr.のNon-executive director等
- ベンチャーキャピタリストや起業家の経験を有する



Nathaniel Sloane

- 社会的投資に係る財団の創業者
- 起業家やコンサルタントの経験を有する



Catherine Lewis La Torre

- BBBのCEO
- 様々なPE投資家/ファンドをリードした経験を有する



Patrick Magee

- BBBのCOO
- JPモルガン等投資銀行での豊富な経験を有する



Philip Piers

- BBBのCFO
- Lloyds Bank Corporate MarketsのCFOの他、モルガンスタンレーやリーマンブラザーズ等で勤務

\*1：2022年時点

出所：BBB「Annual Report and Accounts 2022」を基に作成

# BBBのエコノミストグループは年次で年次レポートとエクイティ投資レポートを発行し、組織KPIをトラッキングするとともに、資金調達のギャップの所在を把握し、投資戦略に反映している

## 年次レポート・エクイティ投資レポート



英国

### KPIトラッキング (年次レポート)

### Annual Report and Accounts 2022の事例

#### 目的

#### 目標

#### 達成度

|                                                                                    |               |            |
|------------------------------------------------------------------------------------|---------------|------------|
| 目的1：市場が十分に機能していないところにおけるSME向けの資金供給量の増加<br>KPI：コアプログラムによる金融支援額                      | GBP 9.4B      | GBP 12.2B  |
| 目的2：SMEの資金調達源の多様化<br>KPI：5大銀行以外より提供される金融支援の割合                                      | 97.3%         | 98.4%      |
| 目的3：資金アクセスの地域間格差がある場所の特定とその削減<br>KPI：ロンドン以外での資金展開                                  | GBP 900M      | GBP 910M   |
| 目的4：中小企業によるニーズに適した資金へのアクセスへの奨励と実現<br>KPI：中小企業によるBBBの認知度<br>KPI：BBBがどの程度中小企業に推薦されるか | 25%<br>+5     | 22%<br>-20 |
| 目的5：SMEファイナンスの専門集団となり政府への助言と支援を提供<br>KPI：専門集団としての優先事項の履行                           | 定量評価につき定量目標無し |            |
| 目的6：税収の効率的な活用<br>KPI：資本に対する調整後利益率                                                  | 0.06%         | 18.2%      |

### 資金調達のギャップの所在の特定 (Small Business Equity Tracker)

### 分析内容

- VC市場全体の動向や、ステージ別に、セクター、地域ごとのディーラー数、投資規模、バリュエーションの推移等を分析
- BBBのエクイティ市場全体およびPE/VC市場と比較したパフォーマンスを分析
- ベンチマークしている米国や他国との比較を分析
- その他、海外投資家の英国VCエコシステムへの影響等、特定テーマを深堀

ギャップの所在の特定  
(次頁参照)

# 年次のエクイティ投資レポート等を通じて資金ギャップの所在等を分析し、組織の投資戦略や注力領域を特定

## エクイティ投資レポートにおけるギャップの所在の特定（例）



Small Business Equity Tracker 2021で特定された課題（例）

対応の方向性

シード・  
アーリー

- シードステージへの投資規模は2020年に前年より4%増えたものの、2018年よりも低いレベルとなり、ディールサイズの小規模化傾向がみられる

- Angel CoFund、Regional Angel Programmes、ECF、MEIF Proof of Concept fund等を通して小規模な投資案件を支援

ミドル・  
レイター

- 英国では大規模なビジネスに成長するスタートアップの比率が米国より大幅に少なく、ミドル・レイターステージの英国におけるディールサイズは米国の1/3程度

- British Patient Capital\*<sup>1</sup>によりレイターステージへの資金を注入

領域

- ディープテック領域、研究開発型セクターへの投資およびディールサイズが米国よりも大幅に低い

- Life Sciences Investment ProgrammeやFuture Fund: Breakthroughにより対象領域への資金を注入



# BBBはStartup Loansを通して、創業間もない起業家に対して、融資の他にトレーニングやメンタリングを提供

## Startup Loans Companyが提供する支援策



英国

支援  
内容

融資

- 上限GBP 25K
- 年利6%
- 1-5年での返済

融資  
以外

- 事業計画の作成支援
- 事業計画等のテンプレート提供
- 融資採択者に対する1年間の無料メンタリング
- O2やExperianなど30社以上のサービスの割引利用
- The Open Universityと連携した起業プログラムの提供

条件

- ※全て満たしていること
- 18歳以上の者
- 英国居住者及び就労権利を有し、英国で事業を行う者
- 創業～3年を上限とする
- 返済能力があること
- 他の手段でのファイナンスが困難であり、事業内容がStartup Loansのスキームに見合うこと

### 事業計画のテンプレート

- 事業計画テンプレートは事業プランや競合優位性、セールス/マーケティングプランなどで構成されており、テンプレートの提供及び作成に係るアドバイスが提供される

### The Open Universityで提供されるプログラム



- Start Up LoansがThe Open Universityと連携して、特に創業者向けに教育プログラムを無料で提供
- コンテンツ（例）
  - 起業家教育
  - キャリアとリーダーシップ
  - ファイナンスと会計
  - サステナビリティ
  - プロジェクトマネジメント

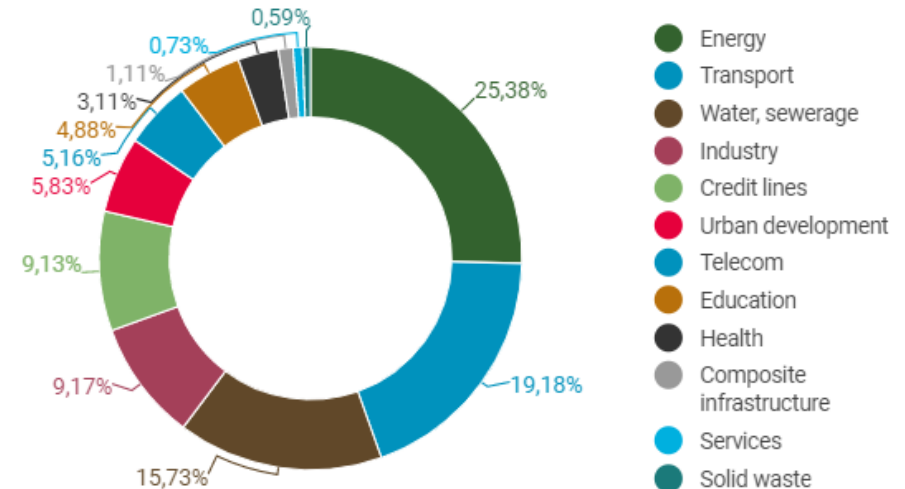
# 【参考】欧州投資銀行（EIB）は英国におけるEIBの注力領域に対して、GBP 120Bの資金をこれまで提供してきた

## 英国における欧州政府の動き「European Investment Bank」



|       |                                  |                                                                                                                                                                                                                                  |
|-------|----------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 概要    |                                  | <ul style="list-style-type: none"> <li>ルクセンブルクに本拠を置く、EU加盟国を共同出資者とするEUの公的金融機関</li> <li>公的・民間機関を問わず気候・環境問題、イノベーションやインフラ領域に経済的支援を提供</li> <li>主な業務は①貸付業務、②他の金融機関等との共同融資業務、③アドバイザー業務</li> <li>投融资業務の一つとして、ベンチャー融資事業を展開している</li> </ul> |
| 方針・戦略 | 領域<br>(エリア・ステージ・インダストリー・投資対象)    | <ul style="list-style-type: none"> <li>対象ファンド：インフラ、環境、中小企業、中堅企業にフォーカスしたファンド</li> <li>技術開発やイノベーションの促進など、EIBが掲げる優先課題</li> </ul>                                                                                                    |
|       | スキーム<br>(ファンド規模・期間・パートナー)        | <ul style="list-style-type: none"> <li>融資、出資</li> <li>運用期間：10～12年（ただし25年以上になることもある）</li> </ul>                                                                                                                                   |
|       | リターン/リスクの考え方<br>(条件・返済期間)        | <ul style="list-style-type: none"> <li>健全なコーポレートガバナンスの具備、実行可能なビジネスプラン、持続可能な資本構造</li> <li>利率3-10%及びワラント</li> <li>返済期間5-7年</li> </ul>                                                                                              |
| 手法    | 提供メニュー                           | <ul style="list-style-type: none"> <li>GBP 7.5-50M/件</li> <li>ファンドの10～20%（最大25%）に出資</li> </ul>                                                                                                                                   |
|       | 関与<br>(ソーシング・DD<br>モニタリング・ハンズオン) | <ul style="list-style-type: none"> <li>なし（ファンドマネジャーに委任）</li> </ul>                                                                                                                                                               |
| 実績    | 金額・件数                            | <ul style="list-style-type: none"> <li>1973年以降、約1000プロジェクトにGBP 118.77Bの資金を提供</li> </ul>                                                                                                                                          |
|       | ベンチャー企業                          | -                                                                                                                                                                                                                                |

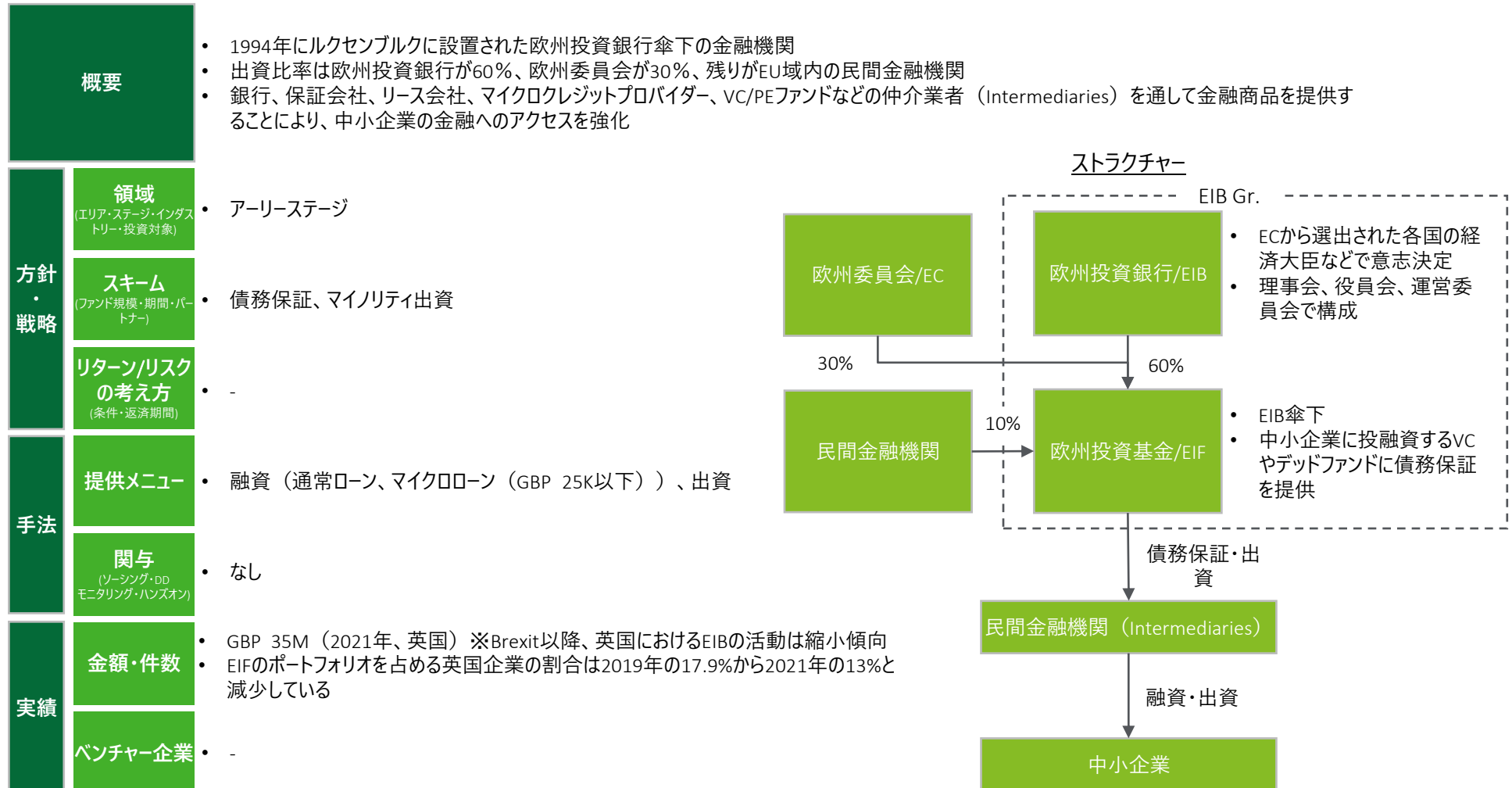
活動領域





# 【参考】他方、Brexit以降の英国におけるEIBの活動は縮小傾向。2021年においてはEIFがGBP 35Mの資金を中小企業支援に提供している

## European Investment Fund



# 【参考】国際貿易省が英国の優良企業を海外VCやCVC、機関投資家と結び付ける取り組みを進めているが、海外投資家誘致の為の政府系ファンドの取組みは確認できていない

## 国際貿易省VCユニットによる取り組み

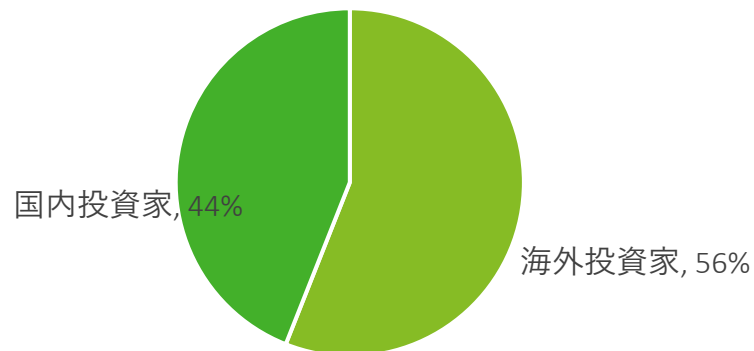
国際貿易省のVCユニットが英国のアーリー・グロースステージの優良企業を海外VCやCVC、機関投資家に結び付ける取り組みを実施している

- 海外投資家にGBP 5M以上の資金調達を行う英国企業を紹介
- 海外投資家用の、特定セクターの、資金調達を必要とする優良企業のポートフォリオを纏めた「ルックブック」を作成
- 海外投資家向けのピッチイベントをセクター別で開催 等

## 英国VCファンドを占める海外投資家の比率

英国VCファンドにLP出資した投資家の56%を海外投資家が占めている

2017-2021年に資金調達した英国VCファンドにLP出資した海外・国内投資家の割合

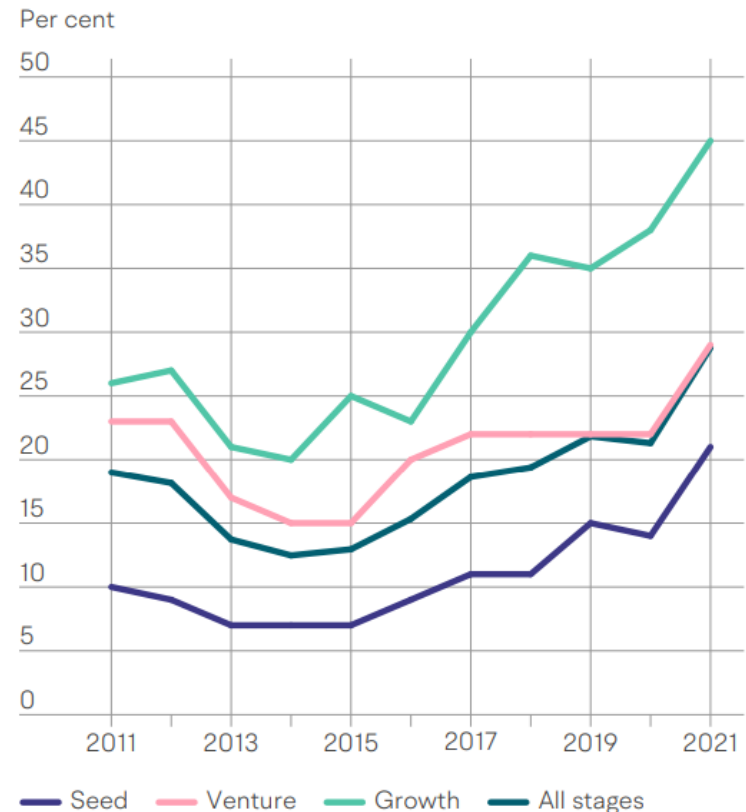


## 英国VCファンドを占める海外投資家の比率 英国

海外投資家が参加する英国のディール比率はすべてのステージにおいて増加している

### Proportion of deals involving overseas investors over time by stage

Source: British Business Bank analysis of Beauhurst data



# 目次

|                                       |     |
|---------------------------------------|-----|
| 本調査の背景と仮説                             | 4   |
| 本調査のサマリ                               | 14  |
| 第一章 未上場スタートアップに対するリスクマネー供給の米国・英国の実態調査 |     |
| 1. 政府系VCの活動状況                         | 16  |
| 2. シード・プレシードにおける投資状況                  | 51  |
| 3. セカンダリー市場の状況                        | 83  |
| 4. ベンチャー融資の状況                         | 136 |
| Appendix                              |     |
| 米国の市場・需要に向けた政策的支援の事例                  | 187 |

■ 本報告書に記載されている情報は、公開情報とともにヒアリング等で第三者から提供を頂いた情報も含まれています。これらの情報自体の妥当性・正確性については、デロイト トーマツベンチャーサポート株式会社（以下、「弊社」）では責任を負いません。また、内容の採否や使用方法については、経済産業省（以下、「貴省」）自らの責任で判断を行うものとします。

■ 本報告書における分析手法は、多様なものがありうる中での一つを採用したに過ぎず、その正確性に関して、弊社がいかなる保証を与えるものではありません。

## 2. シード・プレシードにおける投資状況

### サマリ

- シード・プレシード期の調達手段の一つであるエンジェル投資は英国において調達規模が直近10年で拡大しており、エクイティクラウドファンディングの調達規模は米英双方において直近10年で拡大している状況である
- 調達規模拡大の背景には、前述の政府系VCの活動に加え、法規制による投資家保護、税制優遇、業界団体・民間プレイヤーの寄与があると考えられる
  - 法規制による投資家保護の寄与は、特に米英両国のエクイティクラウドファンディングにおいて見られ、米国ではJOBS法改正を通じた規制緩和が、英国ではFSMA改正により投資家条件などを規制したことで投資家保護が強まり、市場への信頼が形成されたために参入が促されたと考えられる
  - 税制優遇施策は米英両国において導入されており、特に2012年に英国で導入されたSEISはエンジェル投資、エクイティクラウドファンディング拡大に寄与したと考えられる
  - 業界団体としては英国で2012年に設立されたUKBAA（エンジェル投資・アーリーステージ投資のための業界団体）がエンジェル投資に関する様々な情報を発信しており、エンジェル投資家を探す際の有力な手段として機能している
  - 民間プレイヤーによるエンジェル投資拡大への寄与としてはエンジェルグループ（英国で組成されている同じ投資領域に関心を持つエンジェル投資家の集まり）の増加に伴う起業家とのネットワーク構築やシンジケートによる出資の促進、Angellistに代表されるプラットフォームの存在が挙げられる
  - エクイティクラウドファンディング拡大に対しては米英共にクラウドファンディングを仲介するプラットフォームの存在、英国においてはNominee Structure Model（プラットフォーム提供者が株式の法的所有権を用いることでクラウドファンディングによる調達後もCap Tableをシンプルに保つことができる投資モデル）の活用が寄与していると考えられる

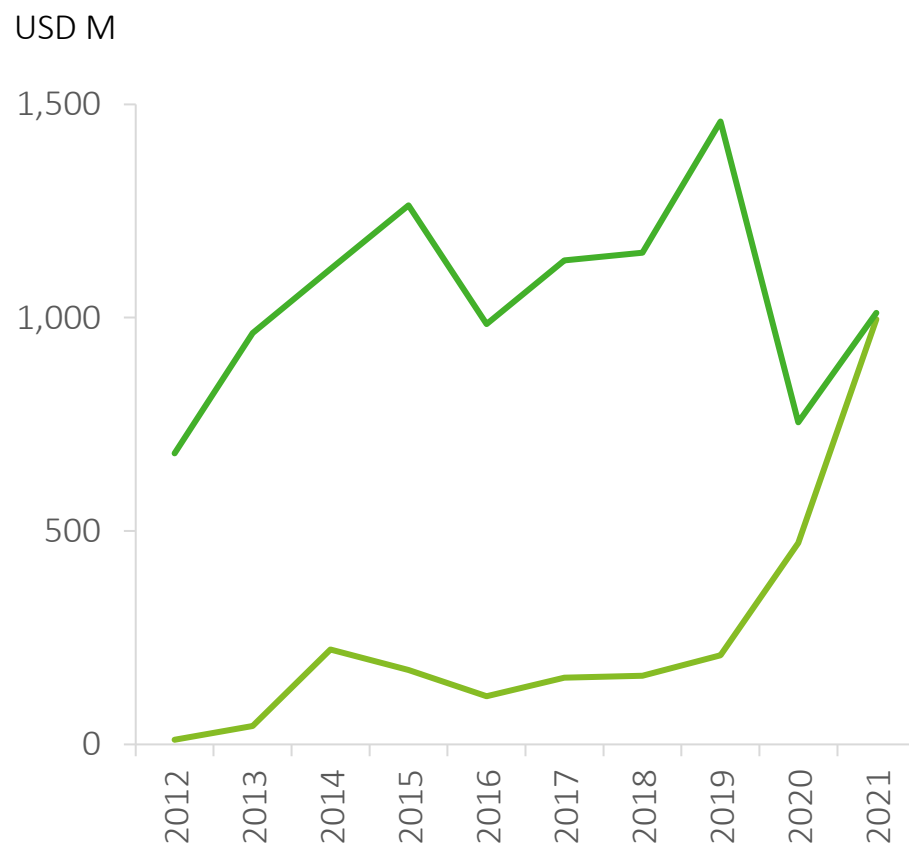
- ① エンジェル投資
- ② エクイティクラウドファンディング

# シード・プレシードの調査においては、調達規模が拡大している英国エンジェル投資、米英のエクイティクラウドファンディングを対象とした

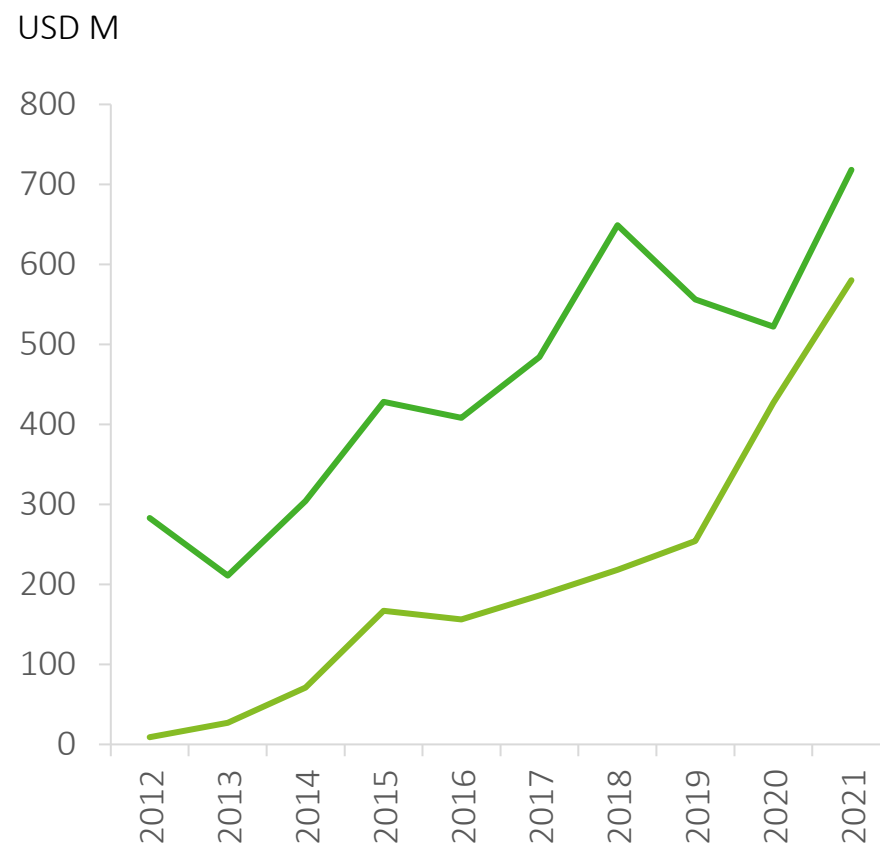
## 資金調達チャネル毎の調達総額推移

— エンジェル投資 — エクイティクラウドファンディング

 米国



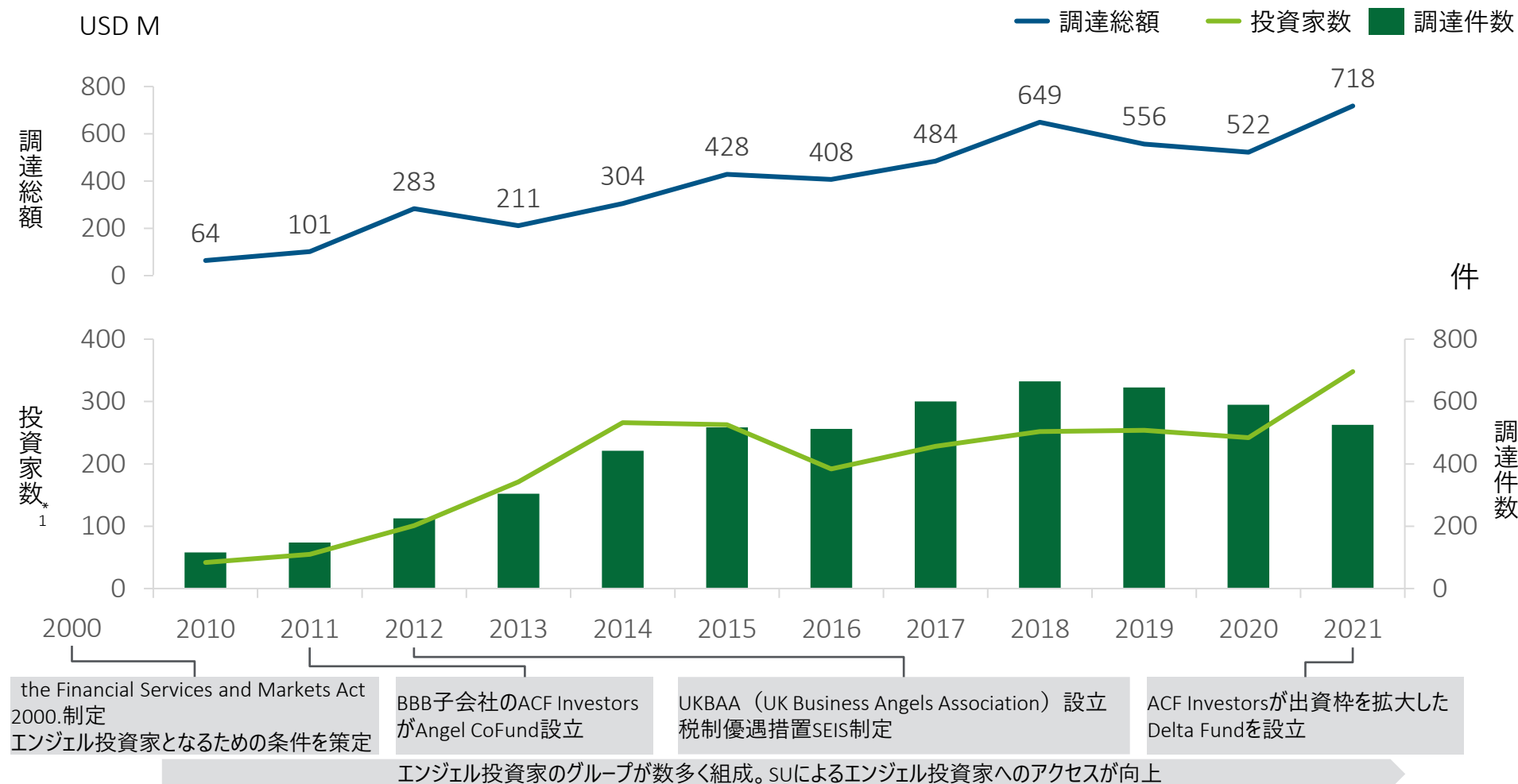
 英国



# ACF Investors設立やSEIS制定による金銭面の支援、UKBAA設立、エンジェルグループの増加による投資家へのアクセス性向上が投資家数、調達額の拡大に寄与したと推察される

## エンジェル投資の調達総額、投資家数、調達件数推移

英国



\*1：エンジェル投資家個人、エンジェルグループを共に含む  
出所：PitchBook、BBB、UKBAA、ACF Investorsを基に作成

# the Financial Services and Markets Act 2000.により、エンジェル投資家になるための条件が制定されている

## the Financial Services and Markets Act 2000.概要



### 富裕層の条件

少なくとも以下の1つに該当すること

- 年収がGBP 100K以上
- 純資産額がGBP 250K以上
  - 不動産、不動産を担保としたローンによる資金
  - 保険契約に基づく権利
  - 退職や死亡時に支払われる給付金
  - 年金貯蓄

### 洗練された投資家の条件

下記2点を理解している

- FCA認可を受けた者から非主流投資の投資活動に係る販売促進情報を受け取ることができる
- 上記販売促進情報の対象となる投資は、投資した財産全てを失うリスクの可能性がある

下記の内少なくとも1つに該当する

- 過去6ヶ月間、エンジェル投資家のネットワーク、或いはシンジケートのメンバーであった
- 過去2年間で未上場企業へ1回以上の投資を行っている
- 過去2年間、または現在PE、中小企業向け金融業界で業務をしている
- 過去2年間、または現在年間売上高がGBP 100M以上の会社の取締役である



# 非上場企業への投資促進を目的とした投資家への税制優遇措置がエンジェル投資にも適用されるが、取得可能なシェアに上限が課されている

## エンジェル投資に適用される税制優遇措置



|                 | Enterprise Investment Scheme (EIS) | Seed Enterprise Investment Scheme (SEIS) |
|-----------------|------------------------------------|------------------------------------------|
| 概要              | 非上場企業への個別銘柄投資に係る税優遇措置              | アーリーステージの企業を対象としたEIS                     |
| 導入年             | 1994年                              | 2012年                                    |
| 年間投資限度額         | GBP 1M                             | GBP 100K                                 |
| 所得税還付率          | 30%                                | 50%                                      |
| 所得税還付のための最低保有期間 | 3年                                 | 3年                                       |
| キャピタルゲイン非課税     | 有（3年以上保有）                          | 有（3年以上保有）                                |
| 配当非課税           | 無                                  | 無                                        |
| 損益通算            | 可（所得もしくは他の投資利益）                    | 可（所得もしくは他の投資利益）                          |
| 相続税控除           | 有（100%）                            | 有（100%）                                  |
| エンジェル投資における適用条件 | 30%以上のシェアを取らないこと                   |                                          |

# UKBAAではエンジェル投資に関する情報が広く共有されており、エンジェル投資家探索にも大きく貢献していると推察する

## UKBAAの概要



| 概要  |          | <ul style="list-style-type: none"><li>• エンジェル投資とアーリーステージ投資のための全国的な業界団体</li><li>• 会員はエンジェルグループ、個人投資家、アーリーステージVC、オンラインプラットフォーム、ファミリーオフィス、大学、アクセラレータなど650以上</li><li>• 会員による合計投資額は年間GBP 2B超</li><li>• 保証有限責任会社（Private company limited by guarantee）で、非営利組織として運営される</li></ul> |
|-----|----------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 取組  | 繋がり創出    | <ul style="list-style-type: none"><li>• イベント開催や、会員データベース（エンジェルグループやオンラインプラットフォーム等、それぞれが検索可能）の提供を通じて投資エコシステム内のプレーヤーが繋がりやすい環境を創出する</li></ul>                                                                                                                                |
|     | 代表としての提言 | <ul style="list-style-type: none"><li>• 投資エコシステムを代表し、産業界、政府に対して課題提示を行うことで変化を促す</li></ul>                                                                                                                                                                                  |
|     | PR       | <ul style="list-style-type: none"><li>• 市場トレンド、投資環境における新たな動きの報告など、アーリーステージ投資に関する認識と理解向上に努める</li></ul>                                                                                                                                                                     |
|     | 教育       | <ul style="list-style-type: none"><li>• Eラーニング、ワークショップ、ラウンドテーブルの開催を通じ、投資家、起業家双方のスキルアップ、専門性向上を図る</li><li>• これら教育を通じてアーリーステージにおける資本の効果的な展開、調達能力向上を実現する</li></ul>                                                                                                            |
| その他 |          | <p>BBBは起業家に対し、エンジェル投資家と会うための方法として</p> <ol style="list-style-type: none"><li>1. 個人のネットワークの活用</li><li>2. スポンサー経由での探索</li><li>3. UKBAAを活用した探索</li></ol> <p>を挙げている</p>                                                                                                        |

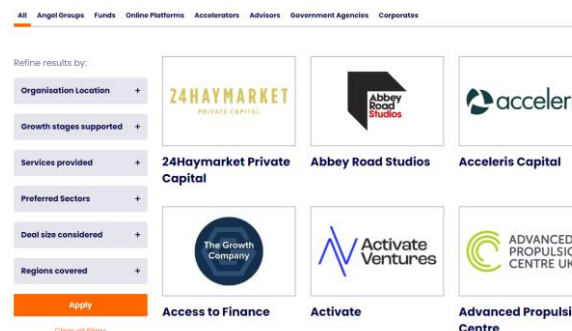
### 開催イベント例



### 主な内容

- アーリーステージ投資に関するスピーチ
- ネットワーキングセッション

### データベース



### 会員である

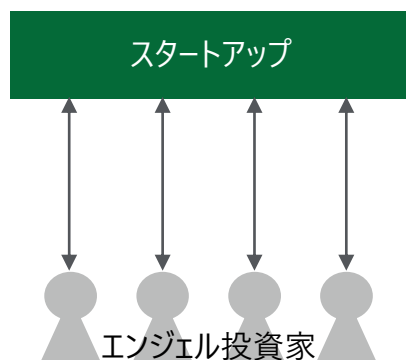
- エンジェルグループ
  - VC
  - オンラインプラットフォーム
  - アクセラレーター
- などが検索可能

# エンジェル投資には個人単位での投資に加え、シンジケートを形成することで複数人単位で投資するケースが存在する

## エンジェル投資のパターン



個人で出資



### 概要

- ✓ エンジェル投資家がシンジケートを形成し、複数人が集まって投資する
- ✓ リードエンジェル投資家は窓口として交渉、DDなどを推進するが、タムシート等 各文書への署名、株式の引き受けは各投資家が行い、自身の投資判断に責任を持つ

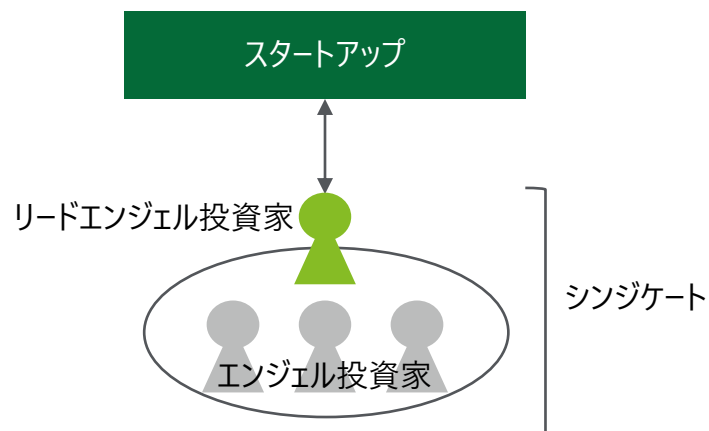
### 投資家にとってのメリット

- ✓ シンジケートを組む投資家の専門性を活用できるため、投資先の多様化（投資リスクの分散）に繋がる
- ✓ DDなどの実施に要する時間、労力を分担できる
- ✓ 投資先の成長支援に対し、各々の専門スキルを提供することで幅広い支援が可能となる

### スタートアップにとってのメリット

- ✓ エンジェル投資家との交渉が一括で実施できる
- ✓ ACF Investorsからの出資が受けられるため、より多くの資金を調達できる可能性がある

シンジケートを形成して出資



シンジケート形成を促す環境として、エンジェル投資家の集まりであるエンジェルグループの存在が挙げられる（次頁参照）

# エンジェルグループの数は年々増加し、特定のテーマに特化したグループも存在するため、起業家は自身に合ったエンジェル投資家を探索、アクセスしやすい環境となっている

## エンジェルグループについて



### ■ エンジェルグループのメリット

SU

- 定期的にピッチイベントやワークショップを開催しており、エンジェル投資家とのネットワークが構築できる
- 個々のエンジェル投資家からよりも、多くの調達が見込める
- エンジェル投資家の探索を効率的に行うことができる

投資家

- 個人で活動するよりもより多くの投資機会に触れられる
- シンジケートの活用により、DDなどのディールフローの負担を分担できる
- 他の投資家の専門性を活用することができる

### ■ エンジェルグループ例

広くアーリーステージ投資を目的としたグループが多くを占める一方、様々な切り口に特化したグループも組成されており、ライトパーソンへのアクセスが可能。各グループのHP上でSUの応募を受け付けているケースも多く存在

産業、課題

- 気候変動領域のSUに出資
  - Green Angel Syndicate、Aer Ventures
- ライフサイエンス領域のSUに出資
  - Archangel Investors

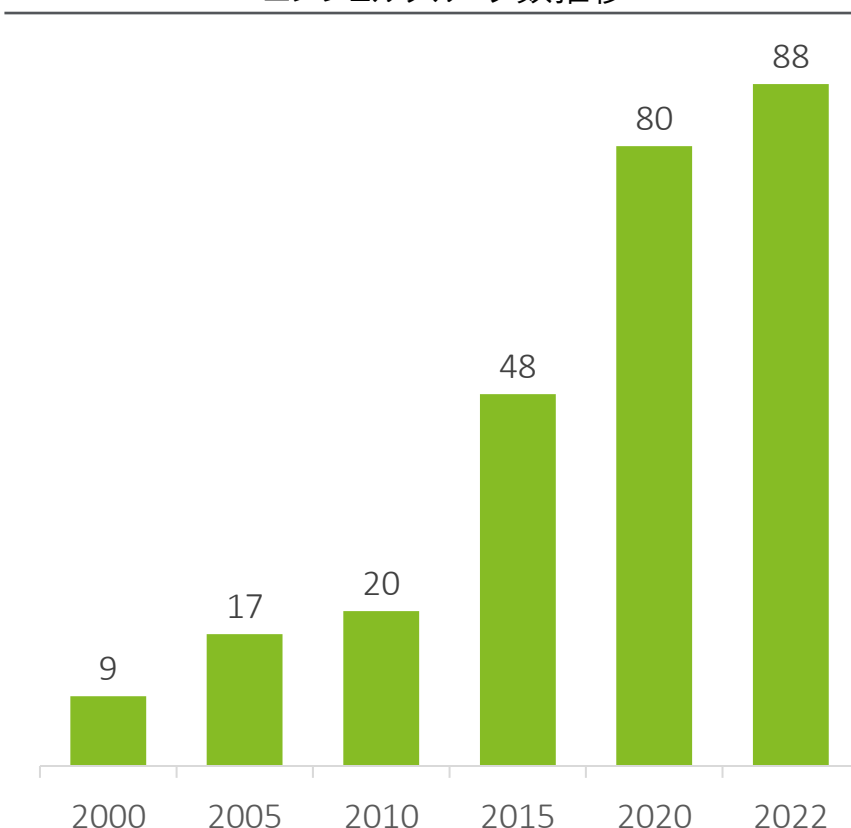
ダイバーシティ

- 女性起業家によるSUに特化
  - Angel Academe、Investing Woman Angels
- 黒人起業家などによるSUに特化
  - Cornerstone Partners

コミュニティ

- 大学発SU、大学卒業生によるSUの支援に特化
  - Enterprise 100 (London Business School)、Minerva Business Angel Network (University of Warwick Science Park)

エンジェルグループ数推移\*1



2010年以降エンジェルグループは急速に増加。  
エンジェル投資の伸びに寄与していると推察

\*1: UKBAA会員グループのみを対象

出所: UKBAA、PitchBook、各エンジェルグループHPを基に作成

# 起業家とエンジェル投資家が出会うチャネルとしては、オンライン投資、マッチング、コミュニティの3つが挙げられ、それぞれ複数プレーヤーが存在する

## 各プラットフォーム、コミュニティ例

| オンライン投資プラットフォーム*1                                                                                                                                              | マッチングプラットフォーム                                                                                                                                                               | コミュニティ                                                                                                                                                     |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <div data-bbox="84 548 271 696">Angellist</div> <ul style="list-style-type: none"><li>US、カナダ、インドで展開</li><li>4半期毎にファンドへ出資するサブスクタイプの投資、Rolling Fundを展開</li></ul> | <div data-bbox="729 548 915 696">Gust</div> <ul style="list-style-type: none"><li>法務・財務・バックオフィス業務などSUの事業運営をサポートするサービスを提供。</li><li>上記サービスの一環で登録エンジェルグループとのマッチングを支援</li></ul> | <div data-bbox="1398 548 1585 696">ACA<br/>(Angel Capital Association)</div> <ul style="list-style-type: none"><li>米国を中心に、カナダ、南米の投資家14,000人以上が登録</li></ul> |
| <div data-bbox="84 731 271 879">Angel Investment Network</div> <ul style="list-style-type: none"><li>2004年創業。UKからスタートし、現在は80カ国以上で展開</li></ul>                  | <div data-bbox="729 725 915 873">funded.com</div> <ul style="list-style-type: none"><li>ピッチを投稿し、投資家からのリプライを通じて繋がる形式のプラットフォーム</li></ul>                                      | <div data-bbox="1398 731 1585 879">Angel Forum</div> <ul style="list-style-type: none"><li>カナダの起業家と投資家を対象としたコミュニティ</li></ul>                               |
| <div data-bbox="84 908 271 1052">Investors</div> <ul style="list-style-type: none"><li>英国での投資を取り扱う</li></ul>                                                   |                                                                                                                                                                             | <div data-bbox="1398 908 1585 1052">UKBAA</div> <ul style="list-style-type: none"><li>UKにおける投資家、VC、アクセラなど投資エコシステムに関与するプレーヤーのコミュニティ</li></ul>               |

### Angellistの会社の法的位置づけ

- Angellist LLC.
- 子会社であるAngellist Advisors LLC.がInvestment AdvisorとしてSEC、及び各州に登録
- Angellist LLC.は投資ビークル（LLC或いはLP）に対して投資アドバイス、運用アドバイスを提供
- 各投資ビークルの投資はRegulation D Rule 506（C）の下で実施される

\*1：クラウドファンディングプラットフォームについては対象外とした

出所：各社HP、SEC「No-Action-Letter」を基に作成

## 【参考】AngelListの投資ビークルに基づくレギュレーションD ルール506（c）は下記の通り

### AengelListの投資ビークルに基づく法規制



|           | レギュレーションD ルール506(c)                                             |
|-----------|-----------------------------------------------------------------|
| 概要        | 一定数の適格投資家もしくは一定の金額の範囲内に限定された（かつその他の要件を満たした）募集（私募）に関する登録免除を定めた規定 |
| 発行上限額     | なし                                                              |
| 買い手       | 自衛力認定投資家*1,2                                                    |
| 転売制限      | あり                                                              |
| SECへの届出書類 | 募集通知書（Form D）<br>- 発行体の事業内容、調達金額、投資家数、資金使途等を記載                  |
| 一般勧誘      | 可                                                               |

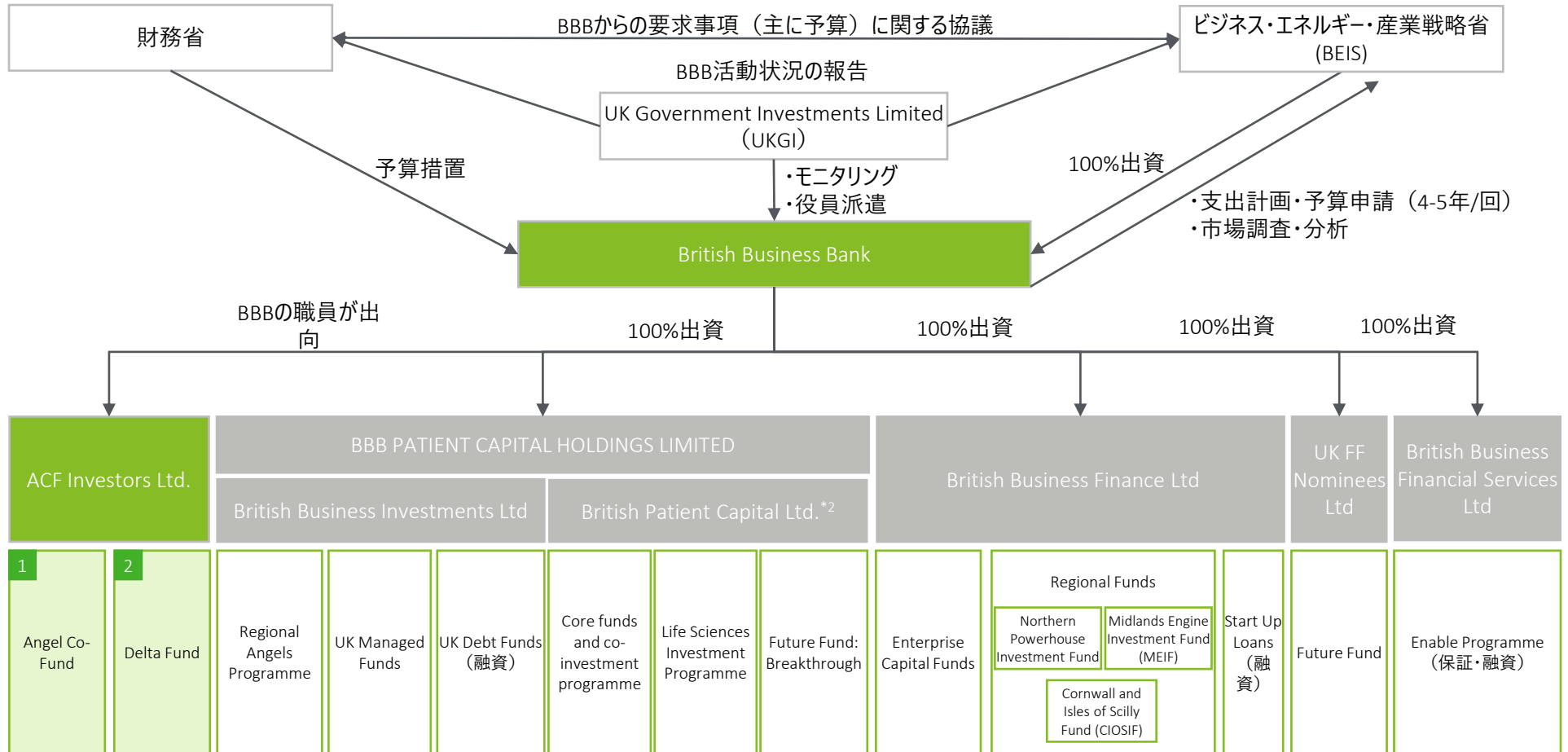
\*1：自衛力認定投資家とは、金融機関の他、USD 500万超の資産を持つ法人、純資産がUSD 100万以上または当年度の所得の推定額と直近2年間の所得実績がUSD 30万以上（または配偶者との収入合計USD 30万以上）の個人投資家等を指す。\*2：洗練された投資家（sophisticated investor）も35人まで参加可能  
出所：野村資本市場クォーター「米国のスタートアップから注目される未公開株式取引プラットフォーム」、Pillsbury Law「米国証券取引委員会、私募規制の改正を採択」を基に作成

# British Business Bankの子会社ACF Investorsは2つのファンドを通してエンジェル投資を支援している

再掲

## British Business Bankの組織構造

 英国



\*1：スキームは投資プログラムを中心に抽出したものであり、全てを網羅しているわけではない。\*2：British Patient Capitalは2017年に英国政府により実施されたPatient Capital Reviewの結果を受け発足

出所：British Business Bank Annual Report, BBBおよび各子会社・ファンド HPを基に作成

# Angel CoFundはアーリーステージの中小企業への資本供給の量を増やすことを目的とした、エンジェルのシンジケートとの共同出資プログラム

再掲



## 1 Angel CoFund

|       |                               |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
|-------|-------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 概要    |                               | <ul style="list-style-type: none"><li>創設：2011年</li><li>アーリーステージの中小企業への資本供給の量を増やすことを目的とした、エンジェルのシンジケートとの共同出資プログラム</li><li>投資を決定したものの、対象企業が必要とする資金調達額を満たすことができないシンジケートからの投資提案を募集</li><li>共同出資提案の審査は、シンジケートから提出された投資書類をもとに、Angel CoFundの投資委員会が実施・承認</li><li>共同出資を受けるためには、最低3名のエンジェル投資家によるシンジケートであること、当該エンジェル投資家がはじめて対象企業に出資するラウンドであること、リード投資家が対象セクターに深い専門性を有しており、且つ最低限GBP 40Kを出資することが求められる</li></ul> |
| 方針・戦略 | 領域<br>(エリア・ステージ・インダストリー・投資対象) | <ul style="list-style-type: none"><li>シード～アーリーステージ<sup>*1</sup>の高成長中小企業（欧州委員会の中小企業の定義に当てはまる企業）</li><li>セクター不問</li></ul>                                                                                                                                                                                                                                                                           |
|       | スキーム<br>(ファンド規模・期間・パートナー)     | <ul style="list-style-type: none"><li>ファンドサイズ：GBP 100M</li><li>シンジケートとの共同出資（Angel CoFundはマイノリティ出資）</li></ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
|       | リターン/リスクの考え方<br>(条件・返済期間)     | <ul style="list-style-type: none"><li>－</li></ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
| 手法    | 提供メニュー                        | <ul style="list-style-type: none"><li>GBP 100K～1M/件（GBP 200K以上の投資ラウンドについて、49%を上限とする）</li><li>Angel CoFundは対象企業の総株式の30%を超えて保有することはできない</li></ul>                                                                                                                                                                                                                                                   |
|       | 関与<br>(ソーシング・DD・モニタリング・ハンスオン) | <ul style="list-style-type: none"><li>対象企業のソーシング、タームの交渉、DDの実施、モニタリング、報告はシンジケートがう（その代わりにAngel CoFundはAngel CoFundによる出資額の2.5%をシンジケートに支払う）</li><li>対象企業は、取締役会の資料、口座情報、その他必要な書類をAngel CoFundに提出する必要がある</li></ul>                                                                                                                                                                                      |
| 実績    | 金額・件数                         | <ul style="list-style-type: none"><li>GBP 321M（シンジケートの出資額を含む、2021年時点）</li><li>ファンドはGBP 41.5M0万をコミット（2018年12月時点）</li><li>90件（2021年時点）</li></ul>                                                                                                                                                                                                                                                    |
|       | ベンチャー企業                       | <ul style="list-style-type: none"><li>Gousto, Tevva Motors, Form3等</li></ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |

\*1：レイターステージ企業にも出資しているケースがある

出所：ACF HPを基に作成



# Delta Fundはセクター知見を有するリードエンジェル投資家がGBP 7万以上を出資することを条件とした、エンジェルのシンジケートとの共同出資プログラム

再掲



## 2 Delta Fund

|       |                               |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |
|-------|-------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 概要    |                               | <ul style="list-style-type: none"><li>創設：2021年創設</li><li>商業化が見込まれる製品やサービスを有する中小企業のためのエンジェルシンジケートとの共同出資プログラム。エクイティとコンバーティブル・デットを提供</li><li>Angel CoFundと同様に、最低3人のエンジェル投資家（対象企業への出資が初めてであることが必要）より構成されるシンジケートからの共同出資提案を受け付けているが、リードエンジェル投資家は非常に深いセクター知見を有していること、最低限GBP 70Kを出資することが条件となる</li><li>投資委員会用の投資書類の準備が免除される</li></ul> |
| 方針・戦略 | 領域<br>(エリア・ステージ・インダストリー・投資対象) | <ul style="list-style-type: none"><li>シード～アーリーステージの高成長企業*1（欧州委員会の中小企業の定義に当てはまる企業、過去12か月間に最低GBP 100Kの収益）</li><li>GBP 500Kを超える資金調達をする企業が対象</li><li>セクター不問</li></ul>                                                                                                                                                            |
|       | スキーム<br>(ファンド規模・期間・パートナー)     | <ul style="list-style-type: none"><li>ファンドサイズ：GBP 30M</li><li>シンジケートとの共同出資（Delta Fundはマイノリティ出資）</li></ul>                                                                                                                                                                                                                    |
|       | リターン/リスクの考え方<br>(条件・返済期間)     | <ul style="list-style-type: none"><li>－</li></ul>                                                                                                                                                                                                                                                                            |
| 手法    | 提供メニュー                        | <ul style="list-style-type: none"><li>共同出資：GBP 200K～1M/件（GBP 500K以上の投資ラウンドについて、49%を上限とする）</li><li>Delta Fundは対象企業の総株式の30%を超えて保有することはできない</li></ul>                                                                                                                                                                           |
|       | 関与<br>(ソーシング・DD・モニタリング・ハンスオン) | <ul style="list-style-type: none"><li>対象企業のソーシング、タームの交渉、DDの実施、モニタリング、報告はシンジケートが行い、Delta Fundは受動的な投資家であり続ける</li><li>対象企業は、取締役会の資料、口座情報、その他必要な書類をDelta Fundに提出する必要がある</li></ul>                                                                                                                                                |
| 実績    | 金額・件数                         | <ul style="list-style-type: none"><li>－</li></ul>                                                                                                                                                                                                                                                                            |
|       | ベンチャー企業                       | <ul style="list-style-type: none"><li>－</li></ul>                                                                                                                                                                                                                                                                            |

\*1：レイターステージ企業にも出資しているケースがある

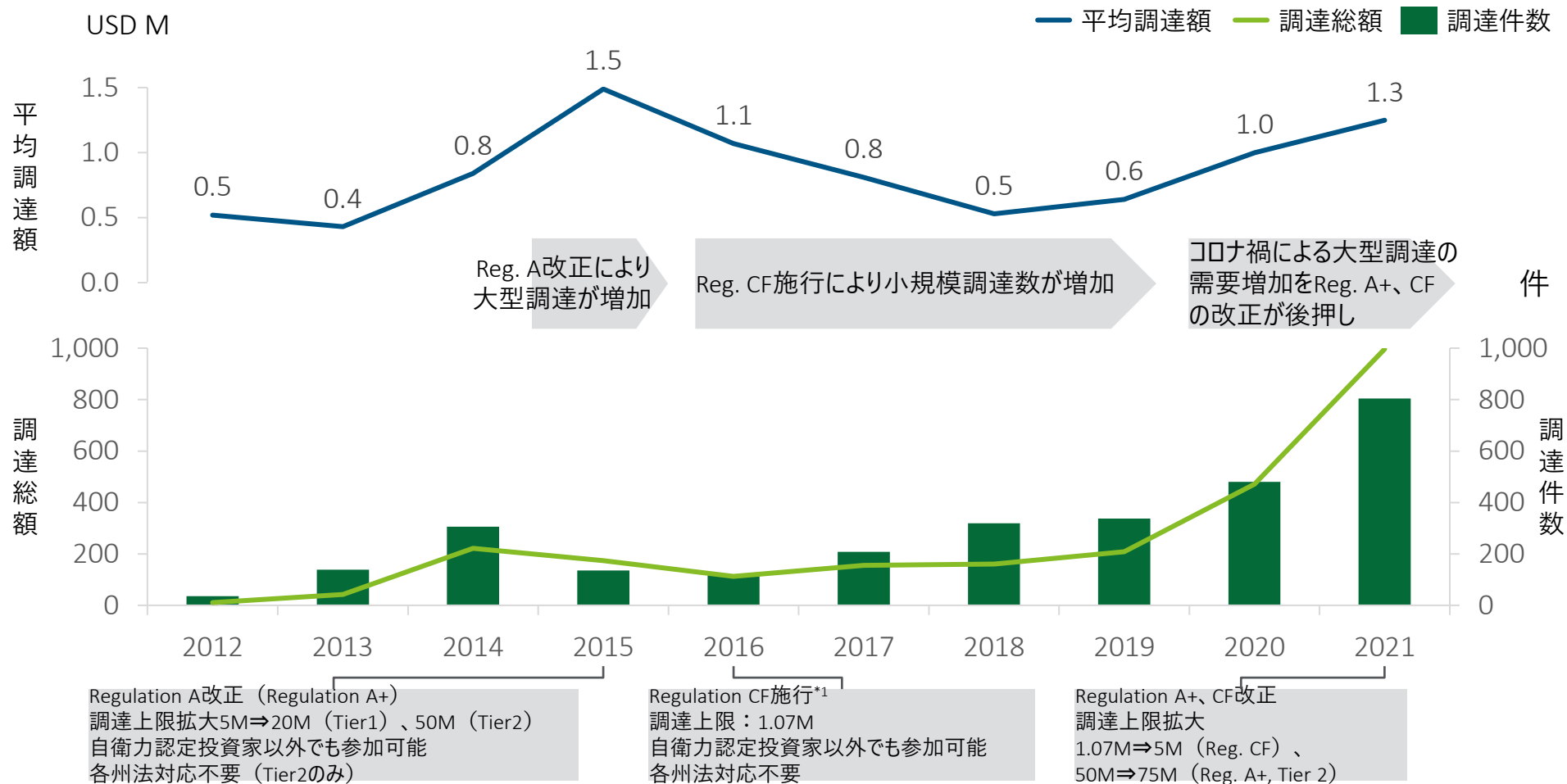
出所：ACF HPを基に作成

- ① エンジェル投資
- ② **エクイティクラウドファンディング**

# 調達上限の拡大に加え、①投資家条件、②各州法への対応、に対する規制緩和が エクイティCFによる調達件数・総額増加を促進したと考えられる

## エクイティCFの平均調達額、調達総額、調達件数推移

 米国



\*1：Regulation CFの元となるJOBS法自体は2012年に制定されたが、Regulation CFを含むTitle IIIが施行されたのは2016年から

出所：PitchBook、SEC「Overview of Capital-Raising Exemptions」、Harvard Law School Forum on Corporate Governance「Regulation A+ Offerings—A New Era at the SEC」、若園智明「米国における私募市場へのアクセス改善①登録除外等取引の見直し」を基に作成

# 投資家条件が広く、且つ各州法への対応を不要とするのはレギュレーションCF、レギュレーションA Tier2の2つ

## エクイティCFに係る法規制

エクイティCF普及を促す条件  
と考えられる箇所



米国

|           | レギュレーションCF                                                                                                               | レギュレーションA (A+)                                                                          |                                                                                   | レギュレーションD                                                       |                                                 |                                                 |
|-----------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------|-------------------------------------------------|
|           |                                                                                                                          | Tier 1                                                                                  | Tier 2                                                                            | ルール506(b)                                                       | ルール506(c)                                       | ルール504                                          |
| 概要        | エクイティCFに係る要件を規定                                                                                                          | 小規模公募に関するSEC登録免除を定めた規定。発行上限額に応じてTier1、Tier2に分かれる。                                       |                                                                                   | 一定数の適格投資家もしくは一定の金額の範囲内に限定された（かつその他の要件を満たした）募集（私募）に関する登録免除を定めた規定 |                                                 |                                                 |
| 発行上限額     | USD 5M                                                                                                                   | USD 20M                                                                                 | USD 75M                                                                           | なし                                                              | なし                                              | USD 10M                                         |
| 投資家条件     | 誰でも*1                                                                                                                    | 誰でも                                                                                     | 誰でも*2                                                                             | 自衛力認定投資家*3*4                                                    | 自衛力認定投資家                                        | 誰でも                                             |
| 各州法への対応   | 不要                                                                                                                       | 必要                                                                                      | 不要                                                                                | 不要                                                              | 不要                                              | 必要                                              |
| SECへの届出書類 | 募集届出書 (Form C)<br>-会社概要、事業内容及び事業計画、財務状態、発行目的及び目標募集金額、公募価格とその決定方法、最終募集期限、予定資金使途等の情報<br>- 募集額がUSD 618Kを超えるときは監査付財務諸表も求められる | 募集届出書 (Form 1-A)<br>-発行体の事業内容、発行済み株式の状況、投資リスクの説明、資金使途、財務諸表等が含まれる。<br>- 財務諸表は監査済みでなくてもよい | 募集届出書 (Form 1-A)<br>- 財務諸表は監査済みである必要がある<br>- 調達後は継続開示（年次報告書、半期報告書、適時開示書類の提出）義務が発生 | 募集通知書 (Form D)<br>- 発行体の事業内容、調達金額、投資家数、資金使途等を記載                 | 募集通知書 (Form D)<br>- 発行体の事業内容、調達金額、投資家数、資金使途等を記載 | 募集通知書 (Form D)<br>- 発行体の事業内容、調達金額、投資家数、資金使途等を記載 |
| 転売制限      | 12か月の転売制限                                                                                                                | なし                                                                                      | なし                                                                                | あり                                                              | あり                                              | あり                                              |
| 一般勧誘      | 可                                                                                                                        | 可                                                                                       | 可                                                                                 | 不可                                                              | 可                                               | 可*5                                             |

\*1：自衛力認定投資家でない個人投資家は、年収または純資産のいずれかがUSD 124K未満の場合、12か月間でUSD 2.5K、または年収が純資産の大きい方の5%、どちらか一方が投資上限となる。一方年収、純資産が共にUSD 124K以上の場合、12か月間でUSD 124K、または年収が純資産の大きい方の10%が投資上限となる\*2: 自衛力認定投資家でない個人投資家は、投資上限額が年収または純資産の10%のうち大きい方までに制限される。\*3：自衛力認定投資家とは、金融機関の他、USD 5M超の資産を持つ法人、純資産がUSD 1M以上または当年度の所得の推定額と直近2年間の所得実績がUSD 300K以上（または配偶者との収入合計USD 300K以上）の個人投資家等を指す。\*4：洗練された投資家（sophisticated investor）も35人まで参加可能。\*5: 特定の状況下でのみ可

出所：SEC「Overview of Capital-Raising Exemptions」「Updated Investor Bulletin: Regulation Crowdfunding for Investors」、Harvard Law School Forum on Corporate Governance「Regulation A+ Offerings—A New Era at the SEC」、Alice Rossi等「Equity crowdfunding: New evidence from US and UK markets」、野村資本市場クォーターリ「米国のスタートアップから注目される未公開株式取引プラットフォーム」、Pillsbury Law「米国証券取引委員会、私募規制の改正を採択」を基に作成

# レギュレーションAは2015年の改正で上限額拡大と共に、投資家条件、各州法対応への規制が緩和されている

## レギュレーションAの変遷

改正箇所

エクイティCF普及を促す条件  
と考えられる箇所



米国

|           | 1933制定                          | 2015年改正                                                                                 | 2021年改正                                                                                 |
|-----------|---------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------|
|           | レギュレーションA                       | レギュレーションA (A+)                                                                          | レギュレーションA (A+)                                                                          |
|           |                                 | Tier 1                                                                                  | Tier 2                                                                                  |
| 発行上限額     | USD 100K*1                      | USD 20M                                                                                 | USD 50M                                                                                 |
| 投資家条件     | 自衛力認定投資家*2                      | 誰でも                                                                                     | 誰でも*3                                                                                   |
| 各州法への対応   | 必要                              | 必要                                                                                      | 不要                                                                                      |
| SECへの届出書類 | 募集届出書 (Form 1-A)<br>監査要否については不明 | 募集届出書 (Form 1-A)<br>-発行体の事業内容、発行済み株式の状況、投資リスクの説明、資金使途、財務諸表等が含まれる。<br>- 財務諸表は監査済みでなくてもよい | 募集届出書 (Form 1-A)<br>-発行体の事業内容、発行済み株式の状況、投資リスクの説明、資金使途、財務諸表等が含まれる。<br>- 財務諸表は監査済みでなくてもよい |
| 転売制限      | 情報なし                            | なし                                                                                      | なし                                                                                      |
| 一般勧誘      | 情報なし                            | 可                                                                                       | 可                                                                                       |

\*1：制定以降、上限額は2015年改正前までに複数回引き上げられ、2015年改正前の上限額はUSD 5M（1992改正時）。\*2:自衛力認定投資家とは、金融機関の他、USD 5M超の資産を持つ法人、純資産がUSD 1M以上または当年度の所得の推定額と直近2年間の所得実績がUSD 300K以上（または配偶者との収入合計USD 300K以上）の個人投資家等を指す。\*3: 自衛力認定投資家でない個人投資家は、投資上限額が年収または純資産の10%のうち大きい方までに制限される

出所：SEC「Overview of Capital-Raising Exemptions」、若園智明「米国における私募市場へのアクセス改善①登録除外等取引の見直し」、Alice Rossi等「Equity crowdfunding: New evidence from US and UK markets」、野村資本市場クォーター「米国のスタートアップから注目される未公開株式取引プラットフォーム」、Pillsbury Law「米国証券取引委員会、私募規制の改正を採択」、Harvard Law School Forum on Corporate Governance「Regulation A+ Offerings—A New Era at the SEC」を基に作成

# レギュレーションCFは当初から投資家条件、各州法への対応が緩和されており、2021年には上限が拡大されている

## レギュレーションCFの変遷

改正箇所

エクイティCF普及を促す条件  
と考えられる箇所



米国

|           | 2016施行                                                                                                                          | 2021年改正                                                                                                                         |
|-----------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|           | レギュレーションCF                                                                                                                      | レギュレーションCF                                                                                                                      |
| 発行上限額     | USD 1.07M                                                                                                                       | USD 5M                                                                                                                          |
| 投資家条件     | 誰でも*1                                                                                                                           | 誰でも*1                                                                                                                           |
| 各州法への対応   | 不要                                                                                                                              | 不要                                                                                                                              |
| SECへの届出書類 | 募集届出書<br>(Form C)<br>-会社概要、事業内容及び事業計画、財務状態、発行目的及び目標募集金額、公募価格とその決定方法、最終募集期限、予定資金<br>使途等の情報<br>- 募集額がUSD 618Kを超えるときは監査付財務諸表も求められる | 募集届出書<br>(Form C)<br>-会社概要、事業内容及び事業計画、財務状態、発行目的及び目標募集金額、公募価格とその決定方法、最終募集期限、予定資金<br>使途等の情報<br>- 募集額がUSD 618Kを超えるときは監査付財務諸表も求められる |
| 転売制限      | 12か月の転売制限                                                                                                                       | 12か月の転売制限                                                                                                                       |
| 一般勧誘      | 可                                                                                                                               | 可                                                                                                                               |

\*1：自衛力認定投資家でない個人投資家は、年収または純資産のいずれかがUSD 124K未満の場合、12か月間でUSD 2.5K、または年収か純資産の大きい方の5%、どちらか一方が投資上限となる。一方年収、純資産が共にUSD 124K以上の場合、12か月間でUSD 124K、または年収か純資産の大きい方の10%が投資上限となる

出所：SEC「Overview of Capital-Raising Exemptions」「Updated Investor Bulletin: Regulation Crowdfunding for Investors」、若園智明「米国における私募市場へのアクセス改善①登録除外等取引の見直し」、Pillsbury Law「米国証券取引委員会、私募規制の改正を採択」、Alice Rossi等「Equity crowdfunding: New evidence from US and UK markets」を基に作成

# 税制優遇措置QSBSはエクイティCFにも適用可能性があるが、各クラウドファンディングが適用条件を満たすか仲介業者が明示しないことが多く、出資者自身が確認する必要がある

## 税制優遇措置QSBS概要



|              | IRC Sec. 1202 Qualified Small Business Stock                                                                                                                                                                                 |
|--------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 概要           | 小規模事業への出資拡大を目的に制定された税制優遇措置                                                                                                                                                                                                   |
| 導入年          | 1993年                                                                                                                                                                                                                        |
| 適用上限         | USD 10M、または基準価額（投資額）の10倍相当額のいずれか大きい額                                                                                                                                                                                         |
| 連邦所得税除外率     | キャピタルゲインの100%（2010年より。以前は50%）                                                                                                                                                                                                |
| 適用のための最低保有期間 | 5年                                                                                                                                                                                                                           |
| その他の主な条件     | <ul style="list-style-type: none"><li>発行法人の法人格が保有期間中、C-Corporationであること</li><li>1993年から株式発行直後まで、会社の総資産がUSD 50Mを超えないこと</li><li>投資家、VCが会社から直接株式を受け取る（セカンダリーは対象外）</li><li>保有期間の実質的な全期間において、資産の80%以上が適切な事業活動に使用されていること</li></ul> |

- 投資先企業がQSBSの条件を満たすかは、多くのクラウドファンディングプラットフォーム上で明示されない
  - 明示がされないプラットフォーム例：Wefunder、StartEngine、SeedInvest
- そのため、投資家は投資先企業がQSBSの条件を満たすか自身で確認する必要がある
  - 確認方法例
    - ✓ 株式売買契約の確認
    - ✓ 投資先企業への直接問い合わせ
    - ✓ 外部専門家の活用

# SEC登録のクラウドファンディング仲介業者は81社\*1。提供者によるDDの実施、対象とする証券の種類などで各プラットフォームに差がある

## エクイティCFプラットフォーム提供者 Top10（レギュレーションCFに限る）



| 名称            | 調達額（USD M）*2 | 調達案件数*2 | 平均調達額（USD K/件）*2 | プラットフォーム提供者によるDD実施有無         | 対象証券                            |
|---------------|--------------|---------|------------------|------------------------------|---------------------------------|
| Wefunder      | 70.9         | 292     | 243              | 無                            | SAFE*3, Equity                  |
| StartEngine   | 68.6         | 145     | 473              | 無                            | Various                         |
| Republic      | 37.7         | 127     | 296              | 有                            | SAFE, some Tokens               |
| Seedinvest    | 8.2          | 39      | 130              | 有                            | Convertible Note, Equity        |
| Microventures | 5.7          | 41      | 139              | 有                            | Convertible Note, Revenue Share |
| Netcapital    | 5.1          | 57      | 144              | Limited<br>(100-point check) | Equity                          |
| Equifund      | 4.0          | 4       | 742              | 有                            | Equity                          |
| NextSeed      | 3.7          | 17      | 220              | 有                            | Debt. Some equity starting 2019 |
| Mainvest      | 3.0          | 134     | 30               | 無                            | Revenue share                   |
| truCrowd      | 2.1          | 12      | 173              | 無                            | Equity                          |

\*1：2022年11月2日時点。\*2：対象期間：2020年。\*3：Simple Agreement for Future Equity

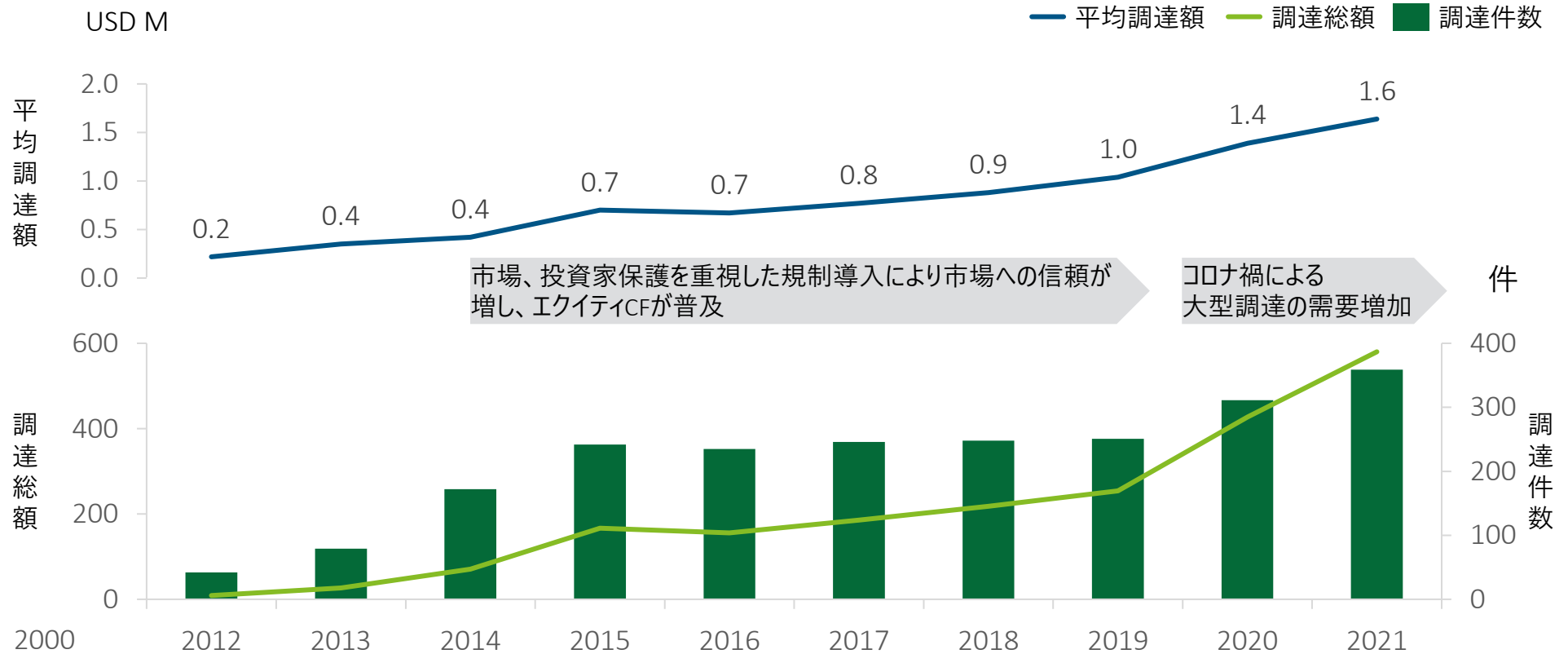
出所：FINRA（the Financial Industry Regulatory Authority）、Crowd wiseを基に作成



# 2014年の規制導入が契機となり、エクイティCFが普及したと推察する

## エクイティCFの平均調達額、調達総額、調達件数推移

英国



the Financial Services and Markets Act 2000. 施行  
エクイティCFとしての規制は無く、特定の投資を購入、販売、引き受け、または引き受けるよう手配する活動の一つとして規制される

Policy Statement PS14/4 施行\*  
エクイティCFに関する規制を導入。出資額に応じた目論見書の提出義務化（実質的な上限額の設定）、投資家条件を新たに設定

出所：PitchBook、BBB（British Business Bank）、FCA（Financial Conduct Authority）、Alice Rossi等「Equity crowdfunding: New evidence from US and UK markets」を基に作成

# 2014年制定の規制により、投資家条件が規定された。発行額については目論見書提出が求められないEUR 8Mが実質上限として扱われている

## エクイティCFに係る法規制の変遷



英国

|              | 2000年制定                                     | 2014年制定                                                                                                                                                                                                                                                                                            | 2019年改訂                                       |
|--------------|---------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------|
|              | the Financial Services and Markets Act 2000 | Policy Statement PS14/4                                                                                                                                                                                                                                                                            | Policy Statement PS19/14                      |
| 概要           | 特定の投資を購入、販売、引き受け、または引き受けるよう手配する活動についての要件を規定 | エクイティCF、Loan-based Crowdfundingに係る要件を規定                                                                                                                                                                                                                                                            | Policy Statement PS14/4に対して公募したフィードバックを基にした改訂 |
| 発行額          | エクイティCFについて個別の規定は無し                         | EUR 8M以下                                                                                                                                                                                                                                                                                           | エクイティCFについて<br>の改定は無し                         |
| FCAへの届出書類    |                                             | 無し                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |                                               |
| 投資家条件        |                                             | 以下に分類される投資家に対してのみ投資勧誘が可能 <ul style="list-style-type: none"> <li>・ プロフェッショナルな投資家</li> <li>・ プロフェッショナルによる投資助言を受けた者</li> <li>・ コーポレートファイナンスやベンチャーキャピタル契約の一環で投資を行う者</li> <li>・ 洗練された投資家として認められる者<sup>*2</sup></li> <li>・ 富裕層として認められる者<sup>*3</sup></li> <li>・ その他一般投資家（投資額が純資産の10%を超えない額まで）</li> </ul> |                                               |
| プラットフォーム提供条件 | FCA認可の取得が必要（他の金融サービスと同様）                    | FCA認可の取得が必要（他の金融サービスと同様）                                                                                                                                                                                                                                                                           |                                               |

\*1：BBB HP上ではEUR 5Mが閾値とされているが、本調査ではProspectus Rule記載のEUR 8Mを正として記載。\*2：過去2年間に非上場株式に投資経験がある、過去2年間に年間収益GBP 1M以上の企業で役員を務めた経験がある、等に該当する者。\*3：年収GBP 100K以上、或いは純資産がGBP 250K以上（年金資産、本人の居住用不動産を除く）に該当する者

出所：BBB、FCA「Policy Statement PS14/4」「Policy Statement PS19/14」「Prospectus Rules」、Alice Rossi等「Equity crowdfunding: New evidence from US and UK markets」、Crowdfunding Hub「Equity Crowdfunding」、野村資本市場研究所「英国の株式投資型クラウドファンディング 拡大の背景にある政府・業者の取り組み」を基に作成

# 目論見書には、株式登録に向けた第三者意見を含む事業に関する情報に加え、募集条件など証券明細についての情報の記載が求められる

## 目論見書の主な記載事項



| 株式登録に向けた開示要件   | 証券明細についての開示要件  |
|----------------|----------------|
| 責任者、監査役情報      | 責任者情報          |
| 財務情報           | リスク要因          |
| リスク要因          | 資本金、負債額など財務状況  |
| 事業概要、組織体制      | 募集・売出しに係る株式の状況 |
| 有形固定資産、運転資本の状況 | 募集条件           |
| 研究開発、特許などライセンス | 売買の許可と取引条項     |
| 利益予想           | 発行／募集の費用       |
| 取締役会情報         | 配当金            |
| 株主情報           |                |
| 第三者、専門家による陳述   |                |

# エンジェル投資同様、非上場企業への投資促進を目的とした投資家への税制優遇措置がエクイティCFにも適用される

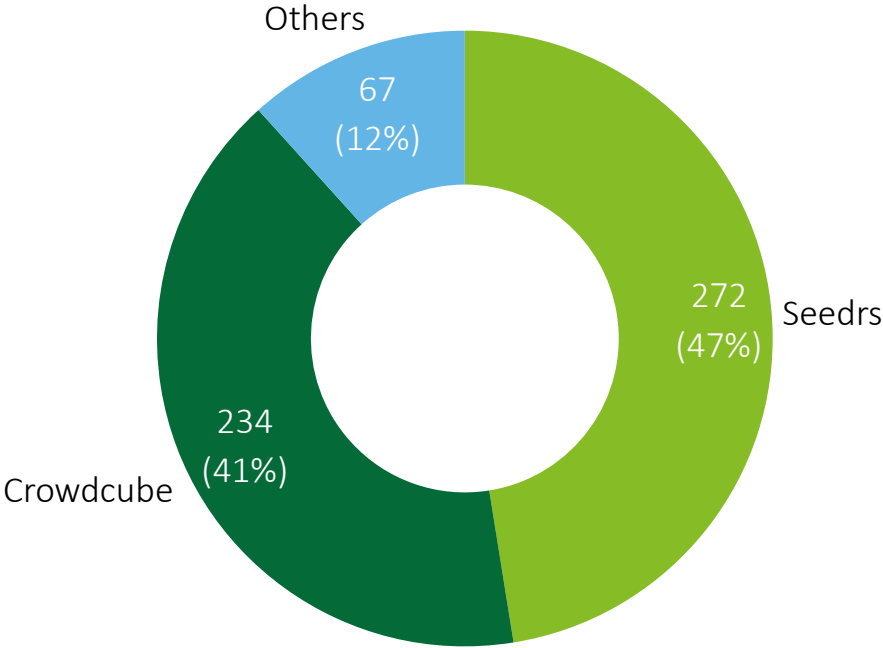
## エクイティCFに適用される税制優遇措置



|                 | Enterprise Investment Scheme (EIS) | Seed Enterprise Investment Scheme (SEIS) |
|-----------------|------------------------------------|------------------------------------------|
| 概要              | 非上場企業への個別銘柄投資に係る税優遇措置              | アーリーステージの企業を対象としたEIS                     |
| 導入年             | 1994年                              | 2012年                                    |
| 年間投資限度額         | GBP 1M                             | GBP 100K                                 |
| 所得税還付率          | 30%                                | 50%                                      |
| 所得税還付のための最低保有期間 | 3年                                 | 3年                                       |
| キャピタルゲイン非課税     | 有（3年以上保有）                          | 有（3年以上保有）                                |
| 配当非課税           | 無                                  | 無                                        |
| 損益通算            | 可（所得もしくは他の投資利益）                    | 可（所得もしくは他の投資利益）                          |
| 相続税控除           | 有（100%）                            | 有（100%）                                  |
| エクイティCFにおける適用条件 | 募集規模がGBP 5M以下                      | 募集規模がGBP 150K以下                          |

Seedrs、Crowdcubeの2社がエクイティCF調達案件の90%近くを占める。両社とも自社にてDDを実施しており、財務書類等の提出が制度上不要であることの補填であると思われる

エクイティCFプラットフォームの調達件数実績（2021年）、サービス概要



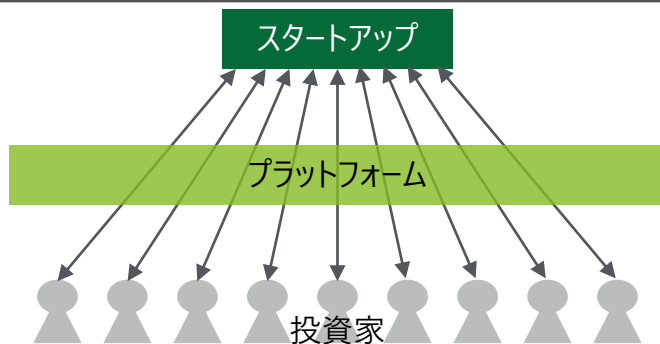
| 名称        | プラットフォーム提供者によるDD実施有無 | 対象証券                                          |
|-----------|----------------------|-----------------------------------------------|
| Seedrs    | 有：自社にて実施             | Equity、Convertible Note、Fund                  |
| Crowdcube | 有：自社、外部委託にて実施        | Equity、Convertible Note、Debt（in form of Bond） |

制度上、DDは投資家に委ねられている現状に対し、多くの投資家を集めるためDDを実施していると推察

# プラットフォーム提供者が多数の投資家を代表し、法的に株主となるNominee Structureモデルが英国で活用されており、後続ラウンドの円滑化に効果があると考えられる

## エクイティCFプラットフォームにおける2つの投資モデル

Direct shareholder model



### 概要

- ✓ 個々の投資家が法的に株主となるモデル

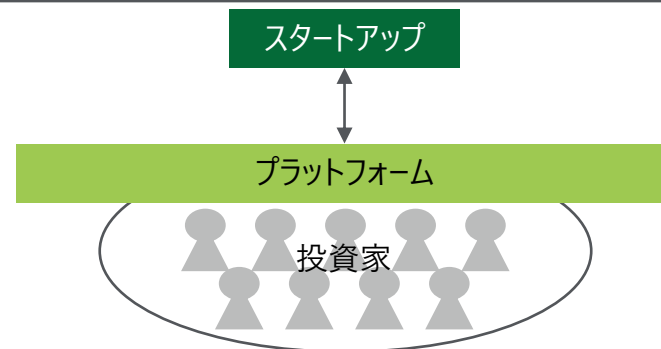
### 投資家

- ✓ 投資家各人に出資先企業のモニタリング、イベント出席など投資家としての振る舞いが求められる
- ✓ 投資家間での協調的な取り組みが困難

### スタートアップ

- ✓ 多数の投資家とのコミュニケーションが必要
  - ✓ Cap Tableが煩雑化し、後続ラウンドの機関投資家から避けられる
- 活用プラットフォーム例) Crowdcube (UK)

Nominee structure model\*1



### 概要

- ✓ プラットフォーム提供者が投資家を代表し、株式の法的所有権を持つモデル
- ✓ プラットフォームが当該SUの株主名簿上の株主となるが、プラットフォームを通じて当該SUに投資した個人のために株式を保有する形
- ✓ プラットフォームが株式を保有する一方、税制優遇を含む株式の経済的利益はすべて投資家へ移転される

### 投資家

- ✓ 投資家各人による出資先企業のモニタリング、イベント出席等は不要

### スタートアップ

- ✓ コミュニケーションはプラットフォームのみ。資金調達時などの同意、あるいは権利放棄のサインをプラットフォームが収集するため、個々の投資家とのやりとりは不要
  - ✓ Cap Tableをシンプルに保てるため、後続ラウンドへの株主増加の影響が抑えられる
- 活用プラットフォーム例) Seedrs、Crowdcube (UK)、Republic (US)

\*1: Seedrsの事例に基づき記載

出所: Crowdfunding Hub「Equity Crowdfunding」、Seedrs「It isn't nominal – Why a Nominee Structure is Vital in Equity Crowdfunding」、Alice Rossi等「Equity crowdfunding: New evidence from US and UK markets」を基に作成

# 【参考】エキイティCFプラットフォームには2つの型が存在するが、代表的なプラットフォームはEntrepreneur-led型を採用している

## エキイティCFプラットフォームの型

|                           | 概要                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        | 例                                                                                                                                                                        |
|---------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Entrepreneur-led platform | <ul style="list-style-type: none"><li>✓ SUが自社の投資要項を決め、クラウドファンディングで調達を行う方式</li><li>✓ リード投資家を必要とせず、バリュエーションや株式の種類等はSUが決める</li><li>✓ 最小投資額はUSD 10程度で、少額投資となるため投資家のDDへのインセンティブは小さい</li></ul>                                                                                                                                  | <u>US</u> <ul style="list-style-type: none"><li>✓ Wefunder、StartEngine、SeedInvest</li></ul> <u>UK</u> <ul style="list-style-type: none"><li>✓ Seedrs、Crowdcube</li></ul> |
| Investor-led platform     | <ul style="list-style-type: none"><li>✓ 少なくとも1社のVC等の機関投資家がリード投資家として入り、投資要項をSUと取り決めたのち、クラウドファンディングで調達を行う方式</li><li>✓ 小規模の投資家が専門家が決めた条件にて投資を行うことができる</li><li>✓ 各投資家による投資額はUSD 1K程度と高額になるケースが多い</li><li>✓ 高額であるため多くの投資家を引き付けないこと、アーリーステージのSUにとってリード投資家を探すことにハードルがあることから、案件数はEntrepreneur-led platformと比較すると少なくなりがち</li></ul> | <u>UK</u> <ul style="list-style-type: none"><li>✓ SyndicateRoom</li></ul> ※現在はVCとなっており、プラットフォームとしては活動していない                                                               |

# エクイティCFを活用したユニコーン企業\*1は10社\*2。IPOに至った企業は25社\*2。 CFの活用タイミングは初期資金調達から、IPO直前の調達までと多岐にわたる

## エクイティCFを活用し、成長したスタートアップ事例（1/2）

|       | 企業名                                     | 国  | 主な事業                            | 資金調達に係る情報                                                                                                                                                                                                                                                   | エクイティCFのタイミング |
|-------|-----------------------------------------|----|---------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------|
| ユニコーン | Vashi                                   | 英国 | オンラインでの販売を中心としたダイヤモンドジュエリーの小売業者 | <ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 2014年にエンジェル投資にて調達後、2015年に<b>エクイティCFにてUSD 0.78Mを調達</b></li> <li>✓ 2016～2018、2021、2022年に資金調達を実施</li> <li>✓ 2021年のSeries Cラウンドにてユニコーン（<b>USD 38.1B</b>）となる</li> </ul>                                                 | エンジェル後        |
|       | Revolut                                 | 英国 | 外国為替、及び送金アプリケーションの開発            | <ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 2016～2017でエクイティ調達（2度）、デット調達を実施</li> <li>✓ 2017年<b>エクイティCFにてUSD 5.3Mを調達</b></li> <li>✓ 2017～2020での4回の資金調達を経てユニコーンとなり（<b>USD 5.2B</b>）、2021年の資金調達で時価総額<b>USD 33.0B</b>となる</li> </ul>                                 | Series A後     |
|       | Kraken                                  | 米国 | 暗号資産取引プラットフォームの提供               | <ul style="list-style-type: none"> <li>✓ シード（日付非公開）、2014～2019での3度の資金調達後、<b>エクイティCFにてUSD 14.0Mを調達</b></li> <li>✓ 2021年、2022年に資金調達を実施し、2022年にユニコーン（<b>USD 10.8B</b>）となる</li> </ul>                                                                            | Series C後     |
| IPO   | Beyond Meat<br>(NAS: BYND)              | 米国 | 植物を原料とした代替肉の製造、販売               | <ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 2013年に<b>エクイティCFにてUSD 7.0Mを調達</b></li> <li>✓ 2011～2018の各年で8度の資金調達を実施し、2019年IPO</li> </ul>                                                                                                                          | Series B後     |
|       | Knight Scope<br>(NAS: KSCP)             | 米国 | 自動運転セキュリティロボットの開発、製造、販売         | <ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 2013～2020の間にエクイティ、デット計11回の調達を実施</li> <li>✓ 2020年、2021年に<b>エクイティCFにてそれぞれUSD 29.2M、USD 21.9Mの調達を実施後、2022年IPO</b></li> </ul>                                                                                          | IPO直前         |
|       | Pod Point Group Holdings<br>(LON: PODP) | 英国 | EVチャージャーに係るソリューションの提供           | <ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 2014年、<b>最初の資金調達をエクイティCFにて実施。調達額USD 2.32M。</b></li> <li>✓ 2016、2017年にエンジェル、VCから、2018、2019には主にPEから資金調達を実施</li> <li>✓ 2020年に資産運用会社Legal &amp; General Capitalとエネルギー企業EDF EnergyのJVとしてM&amp;Aされた後、2021年IPO</li> </ul> | 初回調達          |

\*1：2022年11月中旬時点において未上場、かつValuationがUSD 1B以上の企業

出所：Pitchbook（\*2: 2022年11月上旬調査時点）、各社HPを基に作成



# エクイティCFを活用したユニコーン企業\*1は10社\*2。CFの活用タイミングは初期資金調達から、レイター調達後までと多岐にわたる

## エクイティCFを活用し、成長したスタートアップ事例（2/2）

|       | 企業名                | 国  | 主な事業                            | エクイティCFによる資金調達額                                                                                                | エクイティCFのタイミング              |
|-------|--------------------|----|---------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------|
| ユニコーン | Vashi              | 英国 | オンラインでの販売を中心としたダイヤモンドジュエリーの小売業者 | USD 0.78M                                                                                                      | エンジェル後                     |
|       | Revolut            | 英国 | 外国為替、及び送金アプリケーションの開発            | USD 5.3M                                                                                                       | Series A後                  |
|       | Kraken             | 米国 | 暗号資産取引プラットフォームの提供               | USD 14.0M                                                                                                      | Series C後                  |
|       | Celsius Network    | 米国 | 資産の安全なデジタル取引を促進するプラットフォームの開発者   | USD 20.2M                                                                                                      | Series A後                  |
|       | Boxabl             | 米国 | モジュラーハウスのメーカー                   | USD 2.80M<br>USD 3.23M (Convertible Debt)<br>USD 3.92M<br>USD 50M (Debt調達含む)<br>USD 1.14M<br>USD 70M、USD 4.92M | アーリー後<br>レイター後<br><br>実施中* |
|       | GrubMarket         | 米国 | B2B食品ECプラットフォームの開発              | USD 5.82M                                                                                                      | アーリー (Series A) 後          |
|       | Mercury            | 米国 | SU向けに銀行の機能を提供するFinTech企業        | USD 4.91M                                                                                                      | アーリー (Series B) 後          |
|       | BrewDog            | 英国 | 醸造所およびパブチェーンの経営                 | USD 4.79M<br>USD 0.61M<br>USD 65.89M<br>USD 38.72M                                                             | Series B後<br>レイター、PE調達後    |
|       | The Handbag Clinic | 英国 | 高級ハンドバッグの販売、修復等の提供              | USD 0.31M                                                                                                      | 初回調達                       |
|       | MONZO              | 英国 | バンキングアプリケーションの開発                | USD 3.04M                                                                                                      | アーリー (Series A) 後          |

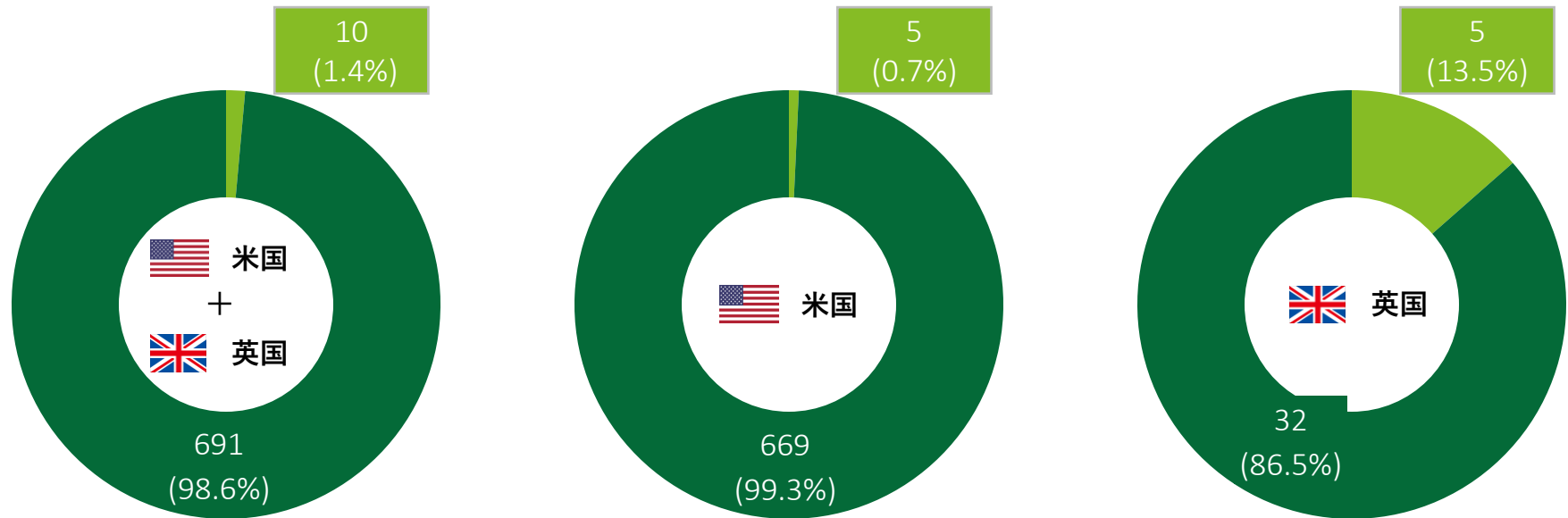
\*1：2022年11月中旬時点において未上場、かつValuationがUSD 1B以上の企業

出所：Pitchbook（\*2: 2022年11月上旬調査時点）、各社HPを基に作成

# 2022年11月時点での米国、英国におけるエクイティCFを活用したユニコーン企業数は同じ。 ユニコーン企業数の差から、英国ユニコーン企業におけるエクイティCF活用率が高い状況

## エクイティCFを活用してユニコーン企業となったSUの割合

■ エクイティCF活用有 ■ エクイティCF活用無



\*1：2022年11月中旬時点において未上場、かつValuationがUSD 1B以上の企業

出所：Pitchbook（\*：2022年11月上旬調査時点）を基に作成

# 目次

|                                       |     |
|---------------------------------------|-----|
| 本調査の背景と仮説                             | 4   |
| 本調査のサマリ                               | 14  |
| 第一章 未上場スタートアップに対するリスクマネー供給の米国・英国の実態調査 |     |
| 1. 政府系VCの活動状況                         | 16  |
| 2. シード・プレシードにおける投資状況                  | 51  |
| 3. セカンダリー市場の状況                        | 83  |
| 4. ベンチャー融資の状況                         | 136 |
| Appendix                              |     |
| 米国の市場・需要に向けた政策的支援の事例                  | 187 |

■ 本報告書に記載されている情報は、公開情報とともにヒアリング等で第三者から提供を頂いた情報も含まれています。これらの情報自体の妥当性・正確性については、デロイト トーマツベンチャーサポート株式会社（以下、「弊社」）では責任を負いません。また、内容の採否や使用方法については、経済産業省（以下、「貴省」）自らの責任で判断を行うものとします。

■ 本報告書における分析手法は、多様なものがありうる中での一つを採用したに過ぎず、その正確性に関して、弊社がいかなる保証を与えるものではありません。

### 3. セカンダリー市場の状況

#### サマリ

- セカンダリー市場はPEファンド中心に市場が形成されており、その一部としてVCもセカンダリーファンドを組成して、セカンダリー取引を行っている。エリア別にみると、米国がグローバル取引量の約60%を占めており、西ヨーロッパが追随する状況である。
- 市場の形成においては以下の3点が重要と考えられる
  - 活発なプライマリー市場とプライマリー市場を支える法規制の整備
    - ✓ 非上場株式の発行を支える法規制や非上場企業投資への税制優遇措置等を基盤として、非上場株式の発行（スタートアップによる資金調達）が企業の各成長ステージで活発に行われることにより、ユニコーンの増加等、プライマリー市場が発達し、それに伴い非上場期間が長期化することによって、投資家・株主による流動化ニーズが高まった
  - 発行済み非上場株式の流通を支える法規制の整備
    - ✓ 非上場株式の流通を支える法規制を基盤として、プライマリー出資者（投資家）や従業員等がIPOやM&Aを待たずに売却できるオプションを提供し、オンラインでの流通市場が発展する環境を整備することがセカンダリー市場の発展に影響した
  - 非上場株式取引における仲介業者の活発な関与
    - ✓ 非上場株式の取引を仲介する証券会社等のプレイヤーが活発に取引を仲介することで、仲介業者の幅広いネットワークを活用した売り手と買い手とのマッチング、取引の戦略立案、煩雑な手続きや交渉の支援を受けることが可能となり、非上場株式の流通が加速した

# 米英の調査から、下記要素が非上場株式のセカンダリー市場発展のポイントと考えられる

## 非上場株式セカンダリー市場発展に影響したと考えられる要素

1

活発なプライマリー市場と  
プライマリー市場を支える  
法規制の整備

- 非上場株式の発行を支える法規制や非上場企業投資への税制優遇措置等を基盤として、非上場株式の発行（スタートアップによる資金調達）が企業の各成長ステージで活発に行われることにより、ユニコーンの増加等、プライマリー市場が発達し、それに伴い非上場期間が長期化することによって、投資家・株主による流動化ニーズが高まった

2

発行済み非上場株式の  
流通を支える法規制の整備

- 非上場株式の流通を支える法規制を基盤として、プライマリー出資者（投資家）や従業員等がIPOやM&Aを待たずに売却できるオプションを提供し、オンラインでの流通市場が発展する環境を整備することがセカンダリー市場の発展に影響した

3

非上場株式取引における  
仲介業者の活発な関与

- 非上場株式の取引を仲介する証券会社等のプレイヤーが活発に取引を仲介することで、仲介業者の幅広いネットワークを活用した売り手と買い手とのマッチング、取引の戦略立案、煩雑な手続きや交渉の支援を受けることが可能となり、非上場株式の流通が加速した

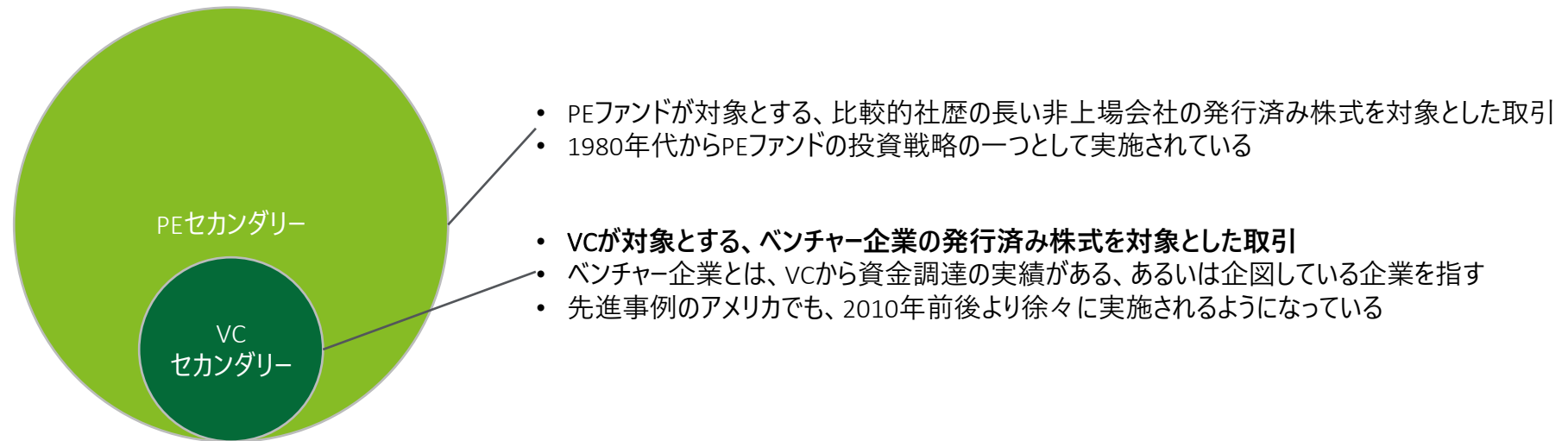
- ① 非上場株式のセカンダリー市場概況と傾向
- ② セカンダリー市場形成のポイント
- ③ セカンダリー投資家・ファンドの活動状況

# 非上場株式のセカンダリー市場は、PEセカンダリーとVCセカンダリーに大別され、VCセカンダリーはベンチャー企業の発行済み株式を対象とした取引を指す

## 非上場株式のセカンダリー市場

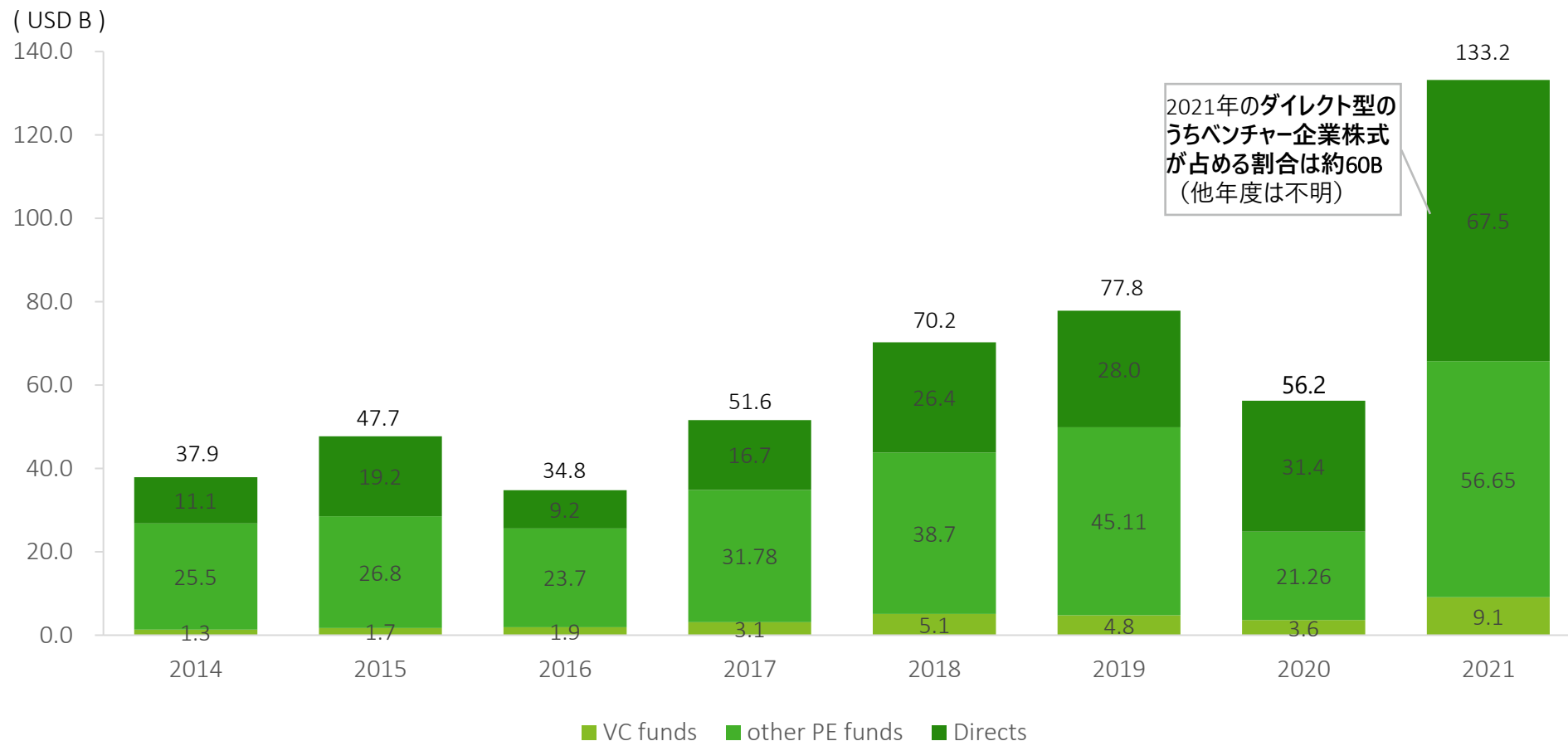
- セカンダリー市場は、投資家や創業者、従業員等が保有する、既に発行済みの株式等の有価証券取引を行う市場のことを指す。
- 非上場株式のセカンダリー市場は、PEファンドが対象とする比較的社歴の長い非上場会社の株式を対象とした非上場セカンダリー市場にベンチャーセカンダリー市場が内包されていると考えられており、PEファンドによる取引が多く占めるとされている。また、年金基金やFamily Office、エンジェル投資家による取引も確認できる。
- PEファンドは取引金額の多寡はあるもののベンチャー株式も含めたセカンダリー市場全体をスコープに活動しているのに対して、VCはベンチャー株式に限ったセカンダリー市場に限定して活動している状況である。

### ■非上場株式セカンダリー市場の考え方



# グローバルにおいて非上場セカンダリー市場は拡大しており、ベンチャー企業の発行済み株式の取引を行うvcセカンダリー市場も拡大している

## グローバルの非上場株式セカンダリー取引量\*1推移（ファンド型\*2・ダイレクト型別）



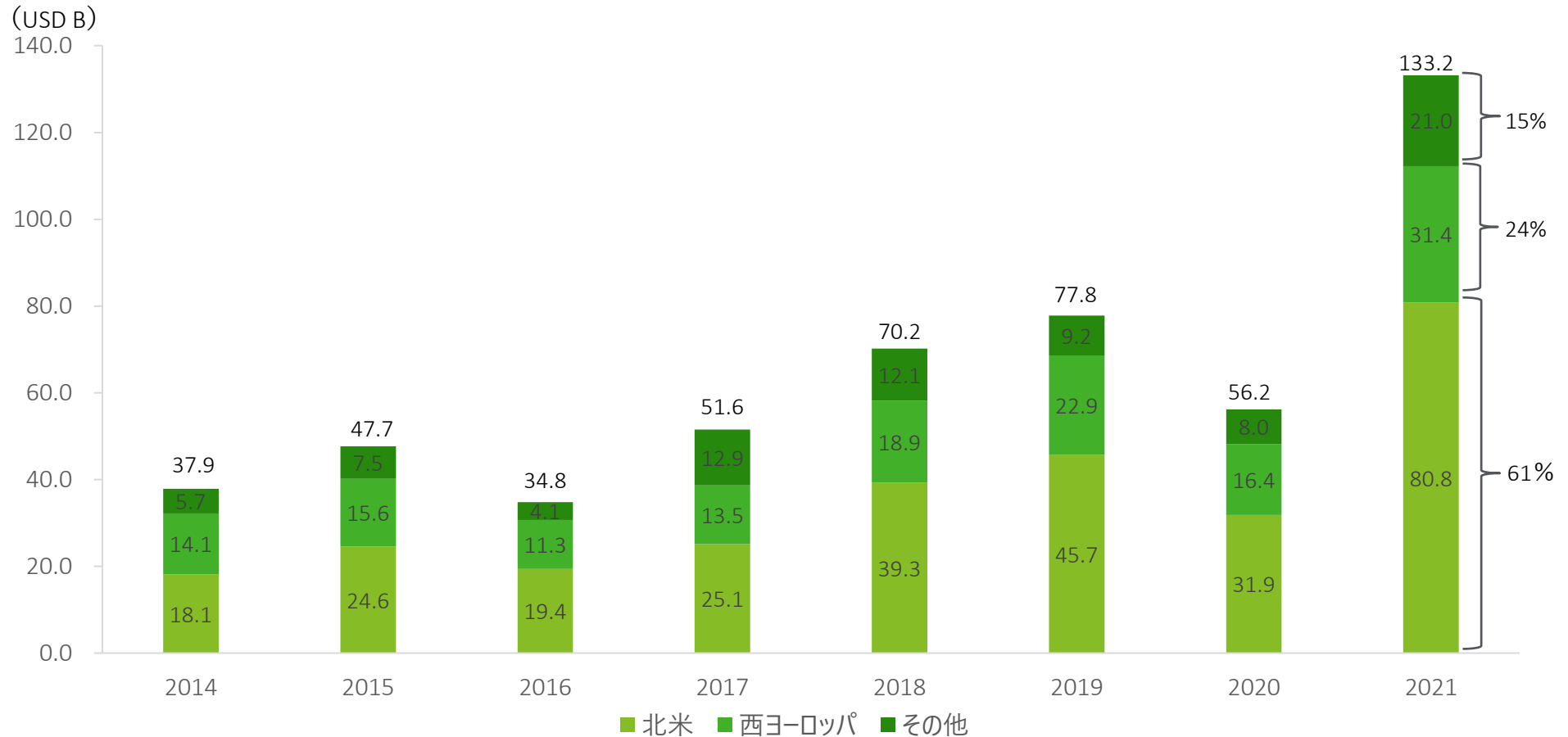
\*1：取引量は、会計年度中に契約が締結された取引における、買い手が購入したエクスポージャー（NAV＋未出資分）と定義。\*2：ファンド型は後述するGP主導型、LP主導型を含む

出所： Setter Capital Volume Report Secondary Market 2014-2021、 Greenspring Associates “The Rise of the Venture Secondary Market”を基に作成



# グローバルのセカンダリー市場で取引されるアセットの大半は北米と西ヨーロッパの株式が占め、北米・西ヨーロッパともに拡大傾向にある

## セカンダリー市場で取引された非上場株式の地域別取引量\*1

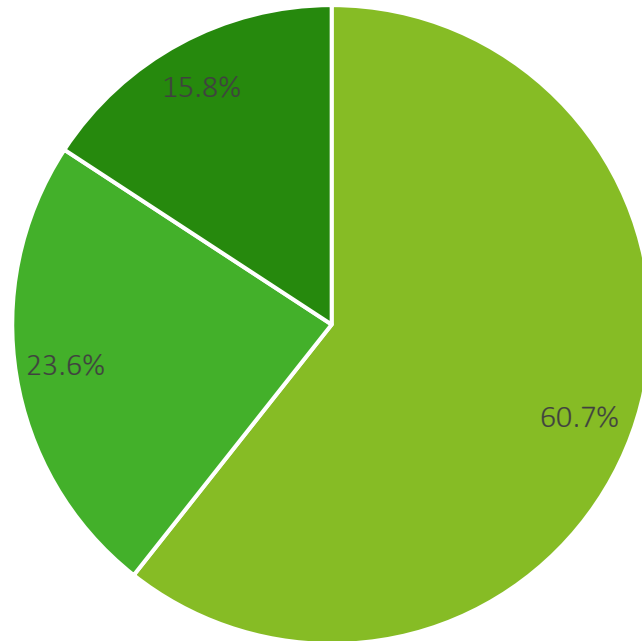


\*1: セカンダリー市場全体（PE、インフラ、不動産、農業・木材、ヘッジファンド含む）で取引されたアセットの地域別割合をもとに、PE（全体の93%を占める）の地域別取引量を推計。  
西ヨーロッパはイギリス、フランス、オランダ、ベルギー、アイルランド、ルクセンブルク、モナコが含まれる

出所: Setter Capital Volume Report Secondary Market 2014-2021を基に作成

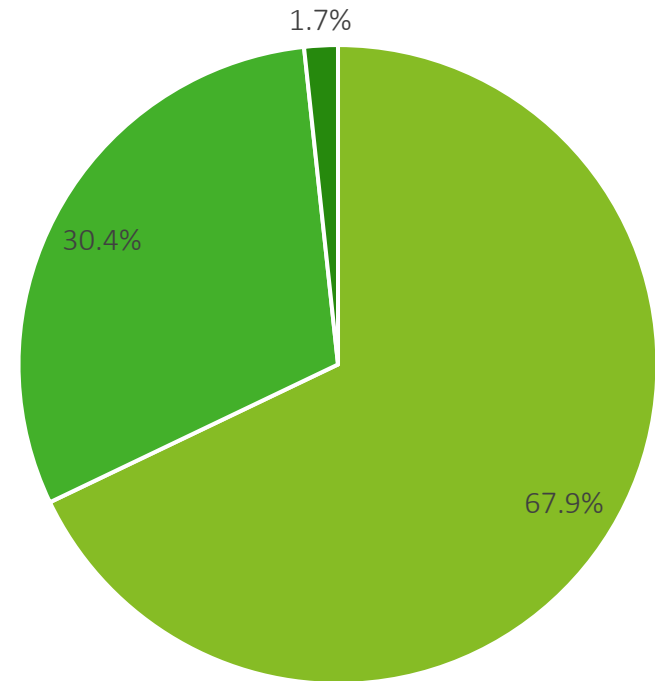
# グローバルのセカンダリー市場で取引されるアセットの84%を北米と西ヨーロッパが占める一方、買い手の98%強は北米とヨーロッパに所在し、殆どのファンドが欧米で組成されている

セカンダリー市場で取引されたアセットの地域別取引額  
(2021年、USD B) \*1



■ 北米 ■ 西ヨーロッパ ■ その他

セカンダリー市場の買い手のロケーション (2021年) \*1



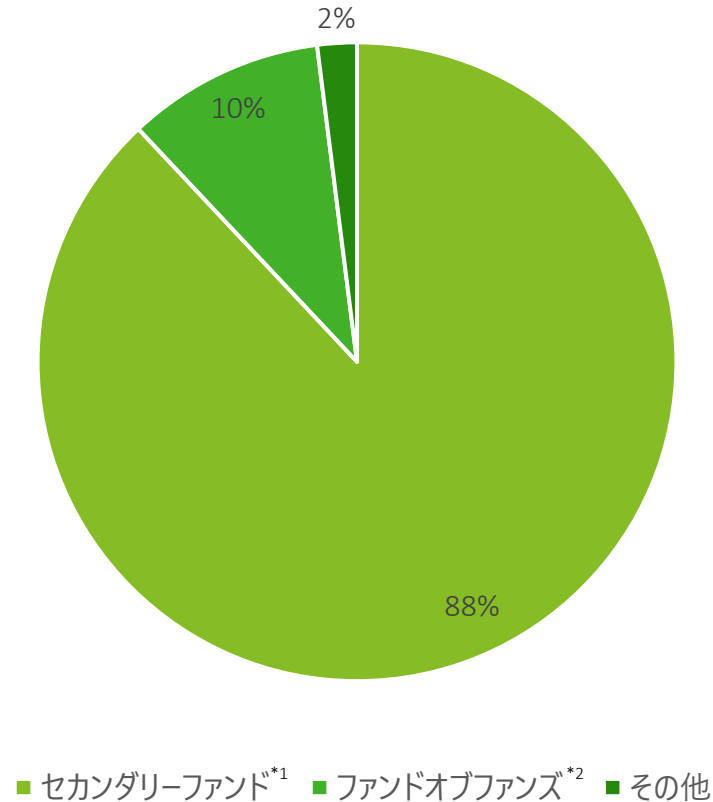
■ 北米 ■ ヨーロッパ ■ その他

\*1：Setter Capitalはセカンダリー市場のアセットをPE、インフラ、不動産、農業・木材、ヘッジファンドに分類している。2021年で左記アセットの取引全体を含むセカンダリー市場規模はUSD 143.41B、うちPEがUSD 133.22Bであり、PEが全体の約93%を占めるため、PEにおける取引されたアセットの地域別割合や買い手のロケーションも上記データと同様と推定。西ヨーロッパはイギリス、フランス、オランダ、ベルギー、アイルランド、ルクセンブルク、モナコが含まれる

出所：Setter Capital Volume Report Secondary Market 2021を基に作成

# グローバルにおいてセカンダリー市場の買い手の9割弱をセカンダリーファンドが占め、セカンダリー市場においてセカンダリーファンドは中核の役割を担う

## セカンダリー市場の買い手（2021年）

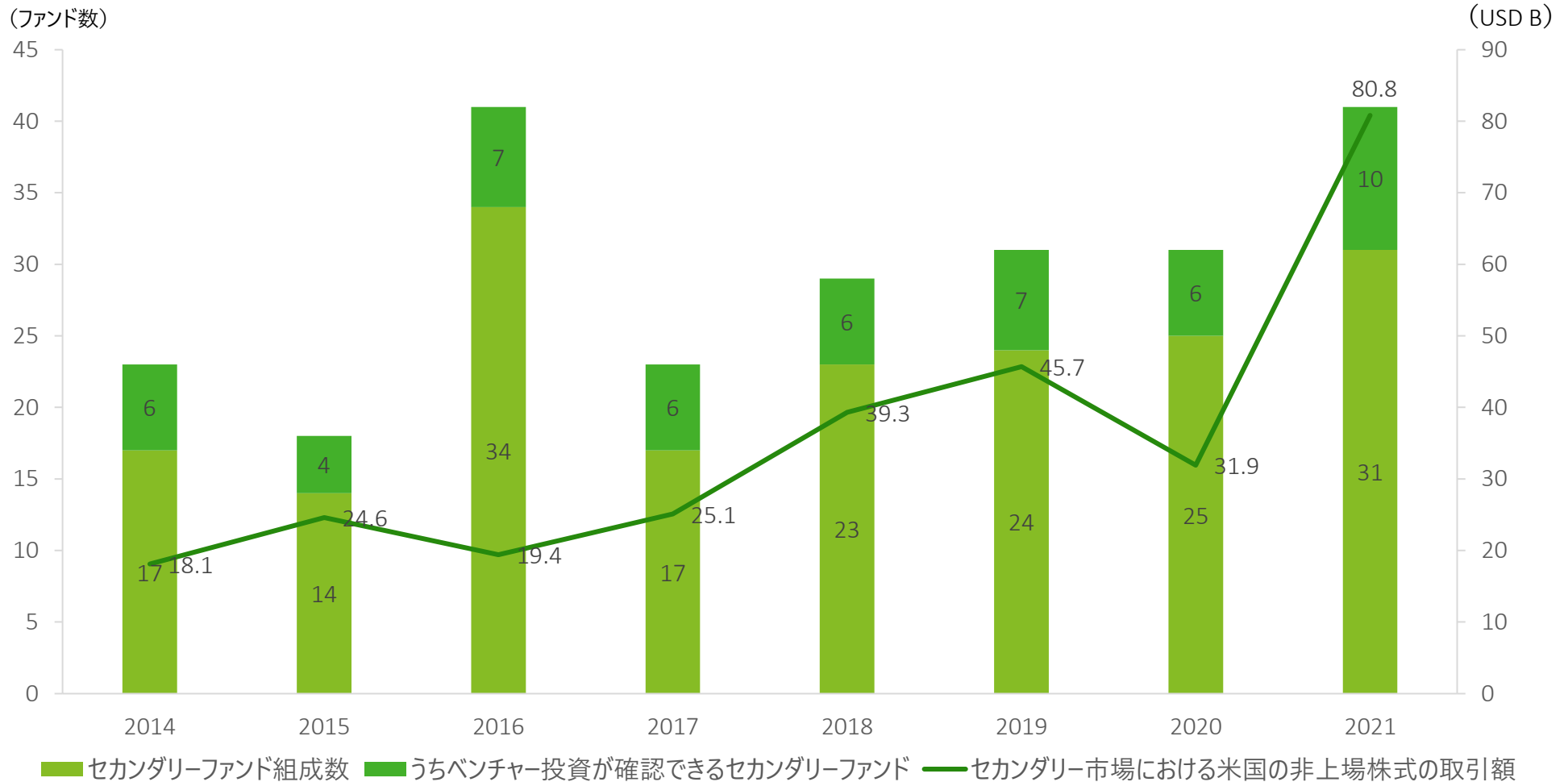


\*1：セカンダリー取引を行うファンド。\*2：セカンダリー取引を行うファンドへ出資を行うファンド・オブ・ファンズ

出所： Setter Capital Volume Report Secondary Market 2014-2021を基に作成

# 米国におけるセカンダリーファンドの組成数は増加傾向にあり、ベンチャー投資が確認できるセカンダリーファンドも増加傾向にある

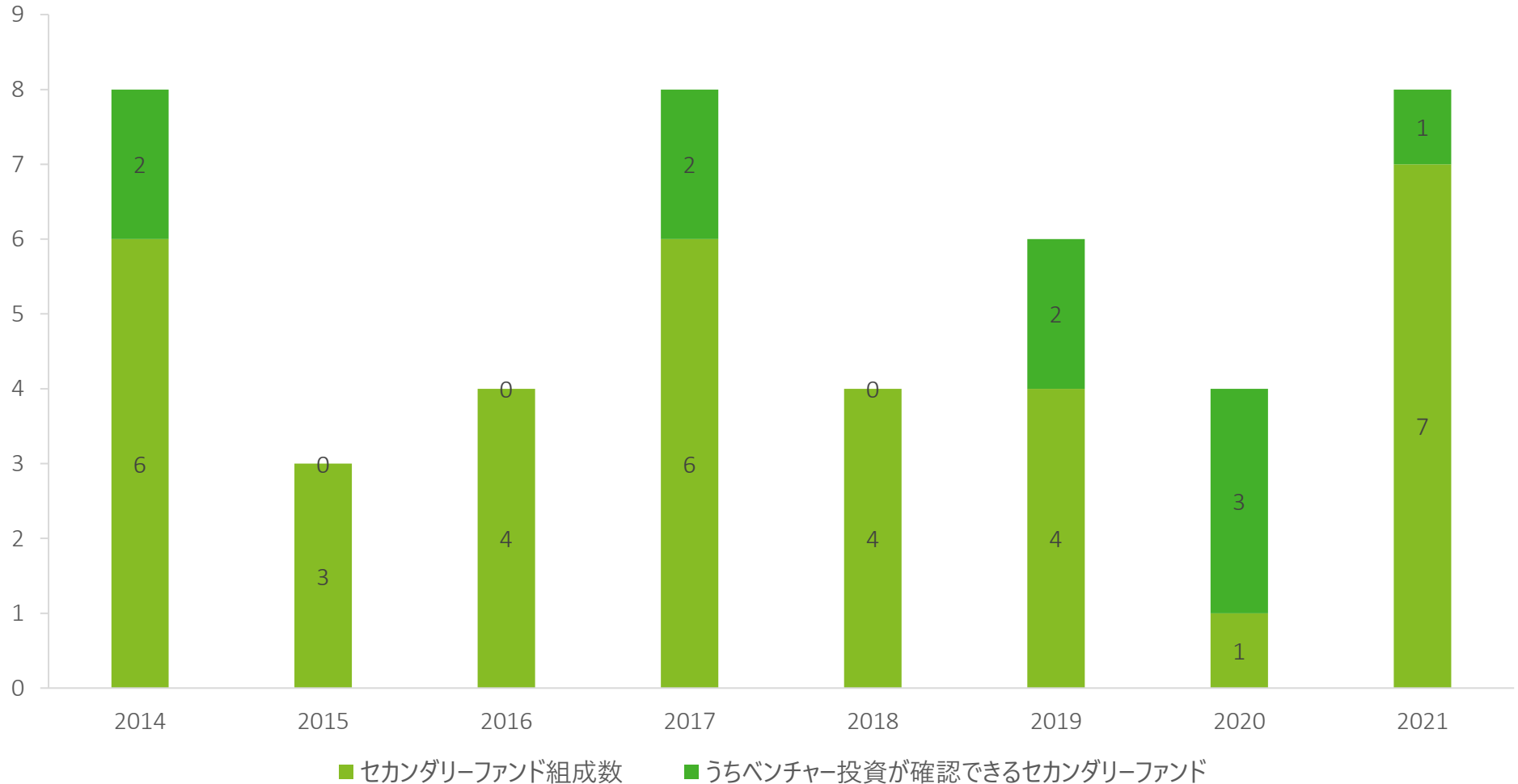
## 各年に組成されたセカンダリーファンド数（米国）



# 英国におけるセカンダリーファンドの組成数は米国の1/4程度であり、ベンチャー投資が確認できるファンドは限られている

## 各年に組成されたセカンダリーファンド数（英国）

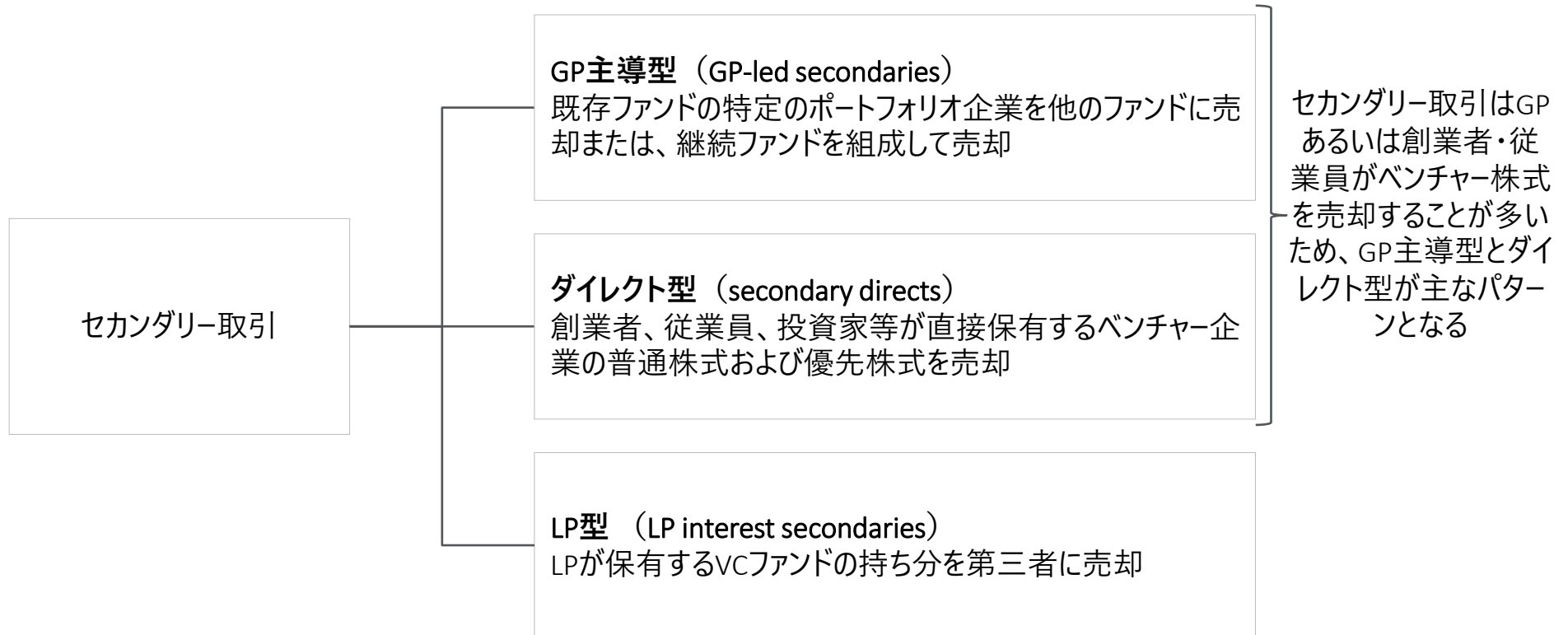
(ファンド数)



出所：Pitchbook、Setter Capital Volume Report Secondary Market 2021を基に作成

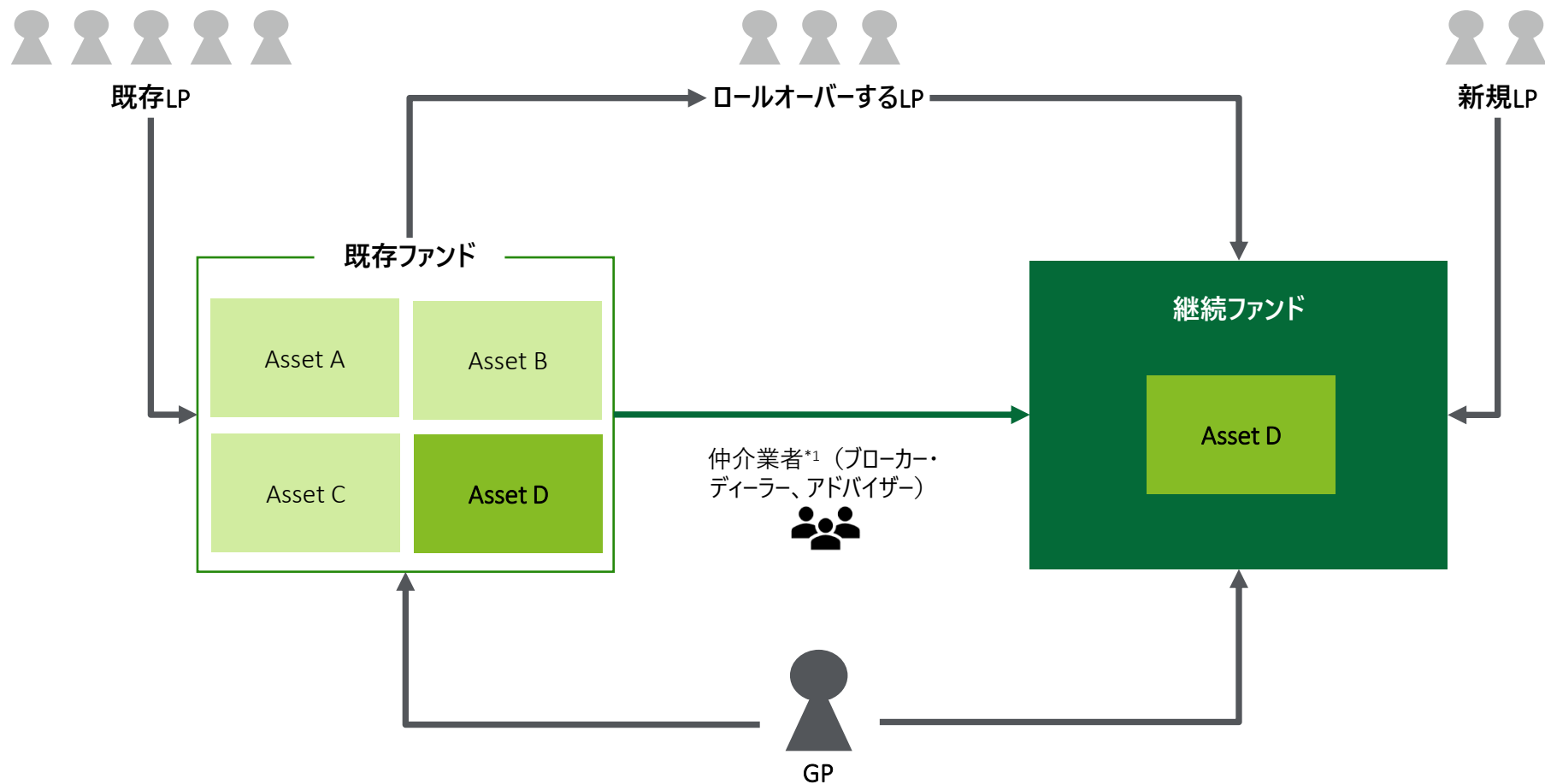
# セカンダリー取引は、主にGP主導型とダイレクト型に分類される。LP型もパターンとしては存在するがケースとしては稀である

## VCセカンダリー取引の主な形態



# GP主導型では既存ファンドの特定のポートフォリオ企業を他のファンドや継続ファンドに売却する

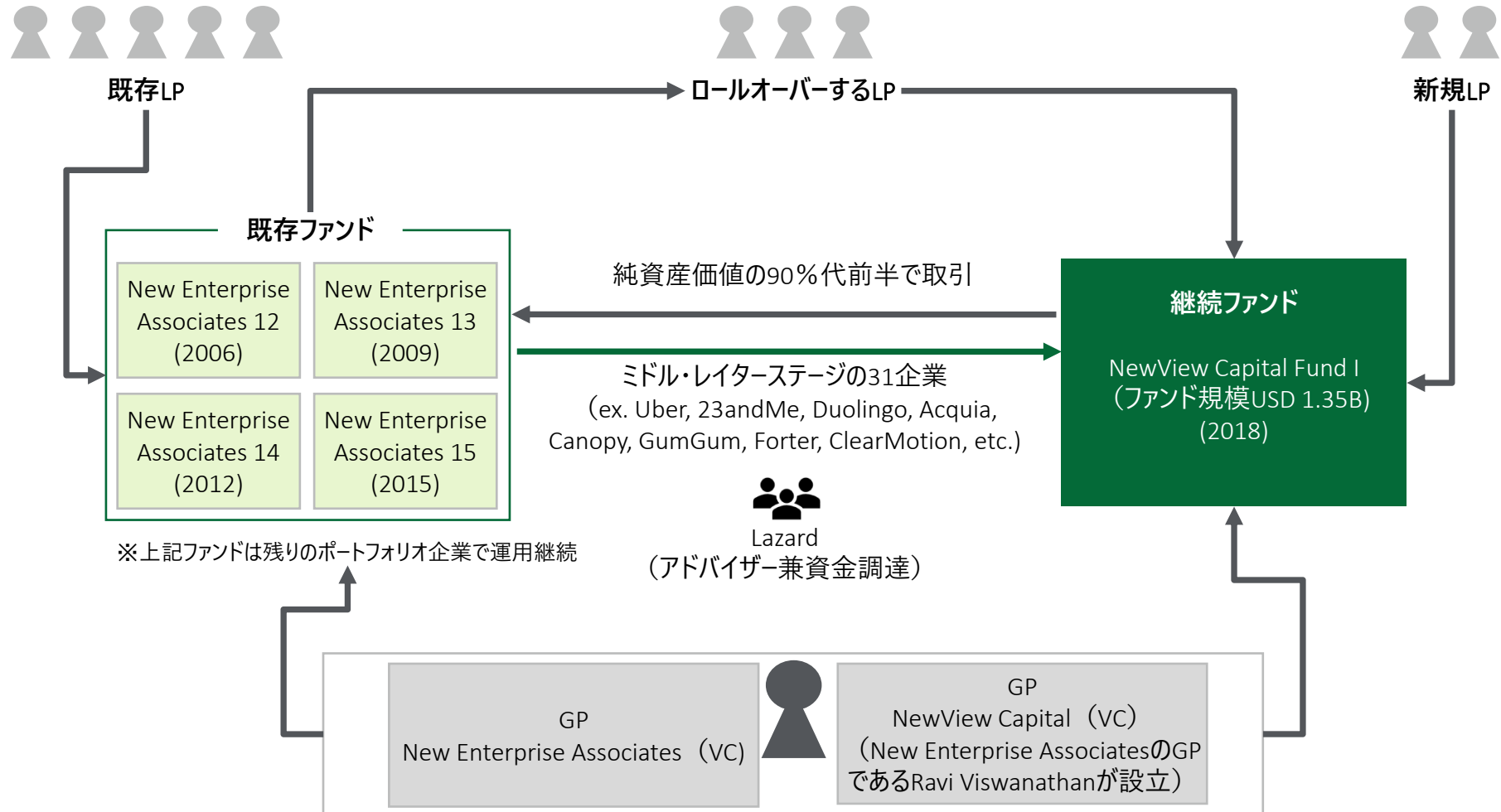
## GP主導型のイメージ（継続ファンドのケース）



\*1： Setter Capital Volume Report Secondary Marketによるとセカンダリー取引の内、仲介業者の活用は2021年で約8割  
出所：Jasmin secondaries whitepaper October 2021を基に作成

# 【参考】2018年には過去最大規模となる約USD 1BのGP主導型VCセカンダリー取引が行われ注目を集めた

## GP主導型における継続ファンドの事例

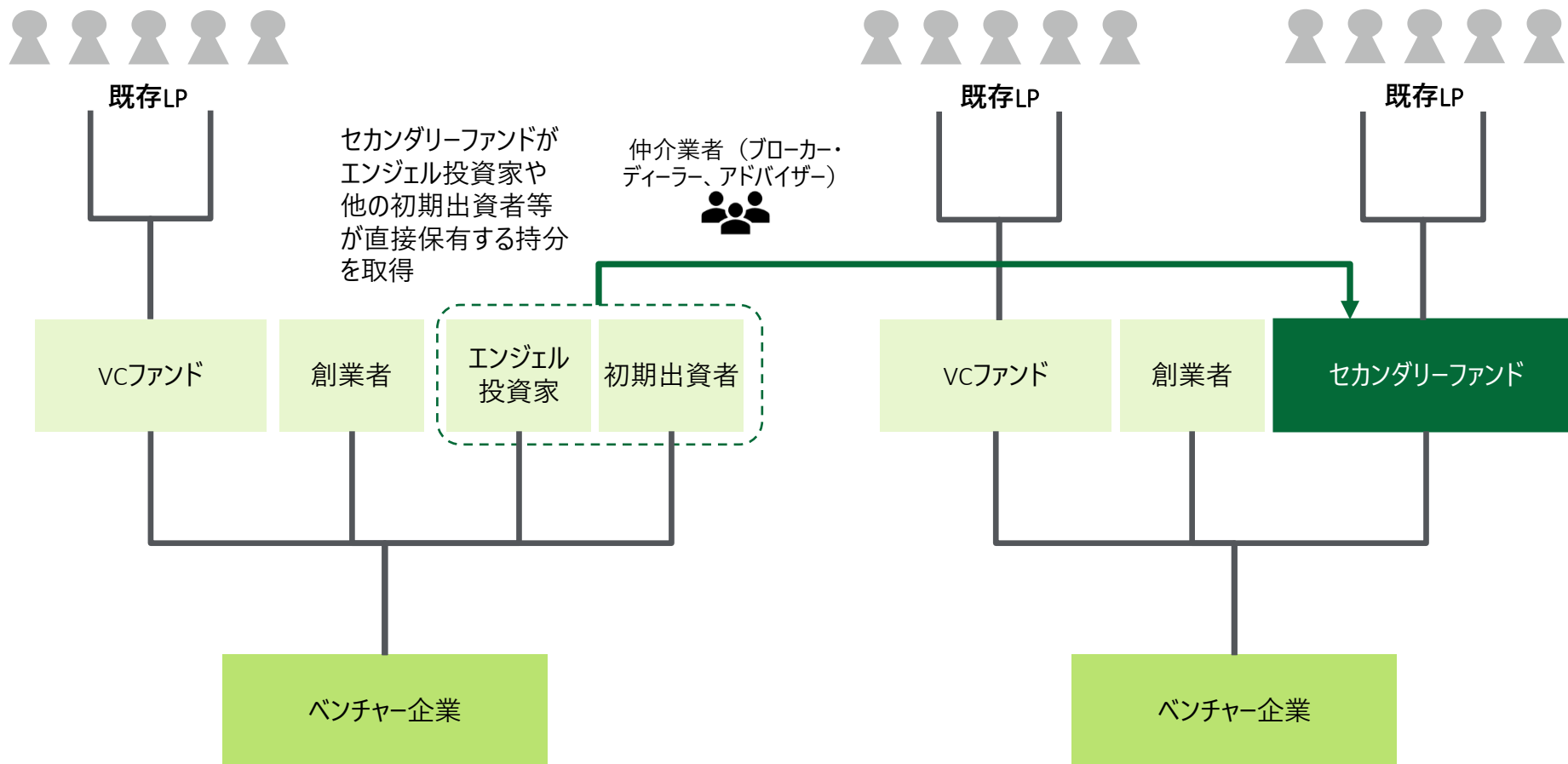


出所：Techcrunch “NEA spin-out NewView Capital raises USD 1.35B for its debut growth fund”、各社HPを基に作成



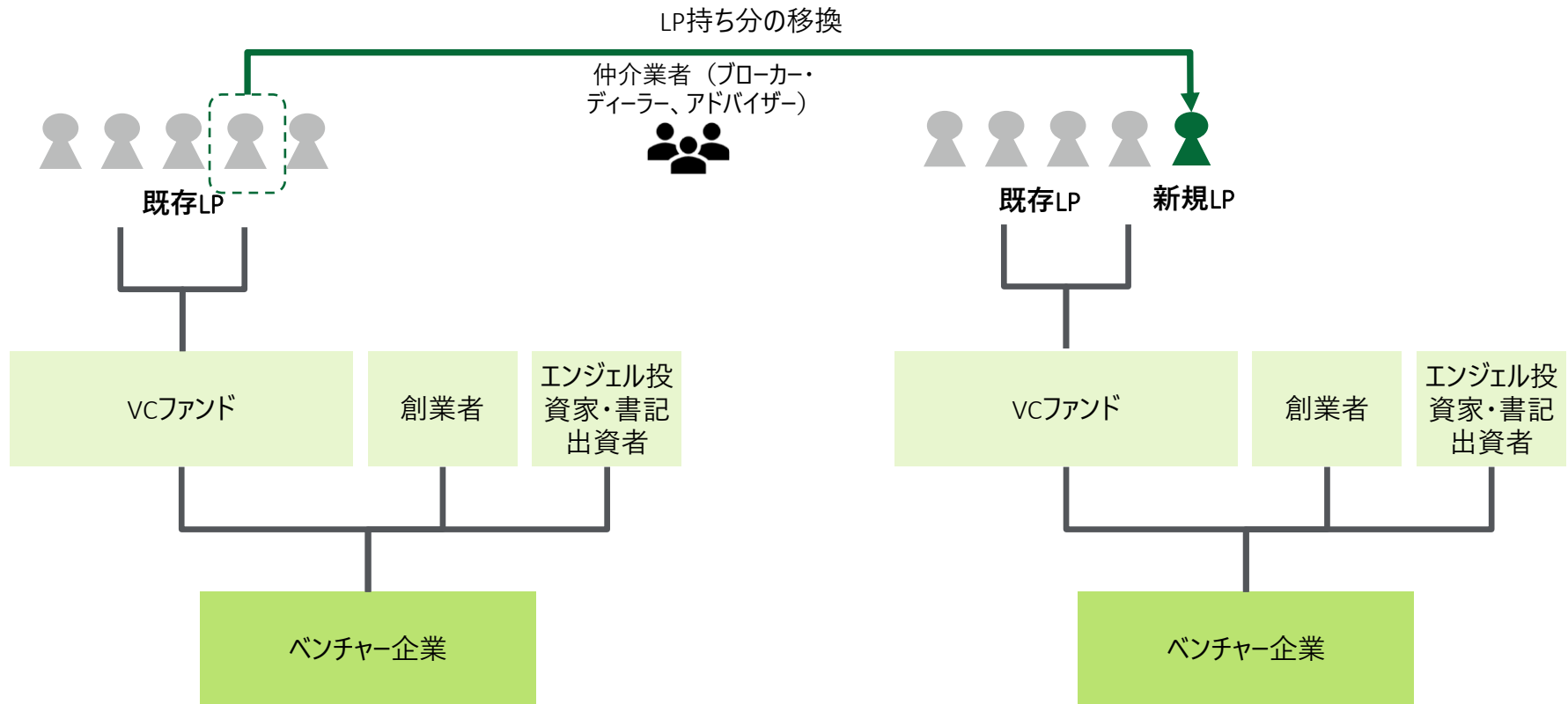
# ダイレクト型では初期出資者や従業員等が直接保有する持ち分を売買する

## ダイレクト型のイメージ



# LP型ではファンドのLP持分を売買する

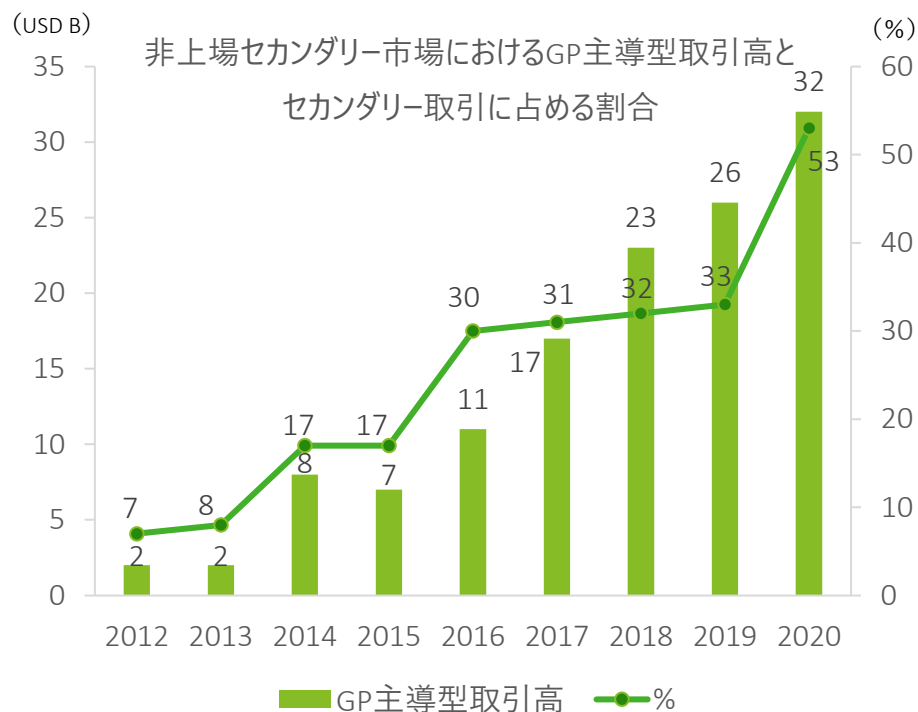
## LP型のイメージ



# 非上場セカンダリー市場ではGP主導型が急増し、現在では取引の過半を占める。VCセカンダリー市場では2021年において9%程度とされるが拡大傾向にあると考えられる

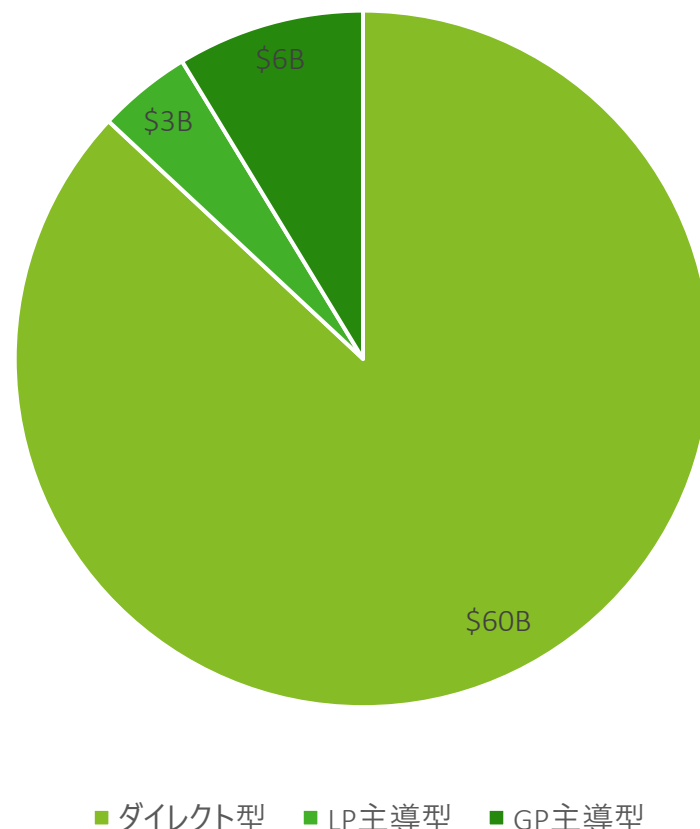
## 非上場セカンダリー市場におけるGP主導型取引の割合

- GP主導型は関係者にとってwin-win（GPは満期に伴い有望企業を競合に手放すことなく、更なる投資期間・資金を確保し潜在価値を最大化することができる、LPはGPが厳選した有望企業に継続出資する、もしくは利益確定するのオプションが提供される、企業側はスポンサー変更のリスクを回避し信頼できる同じGPに出資継続してもらえる）となり得ることか拡大傾向の理由と考えられる。



## VCセカンダリー市場におけるGP主導型取引の割合

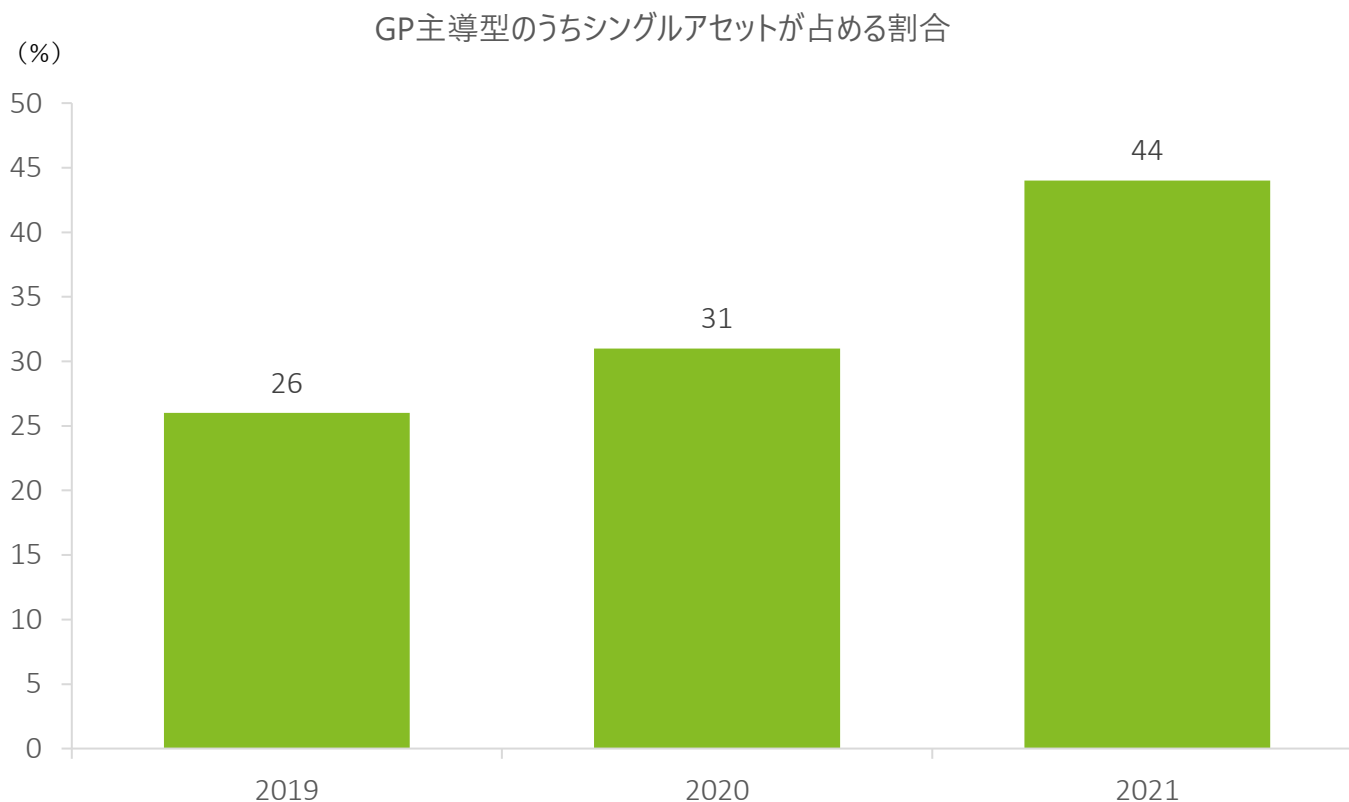
VCセカンダリー市場における取引割合（2021年）



# GP主導型では、特にシングルアセット（1社）を対象とした継続ファンドが増加している

## 非上場セカンダリー市場におけるGP主導型取引の割合

- GPはポートフォリオ企業のうち最も有望な企業を満期に伴い手放すことなく、更なる投資期間と資金を確保し潜在価値を最大化することができ、LPは幅広いポートフォリオ企業のデューデリジェンスをすることなく、GPが厳選した有望企業に出資することができることがメリットとして挙げられる。



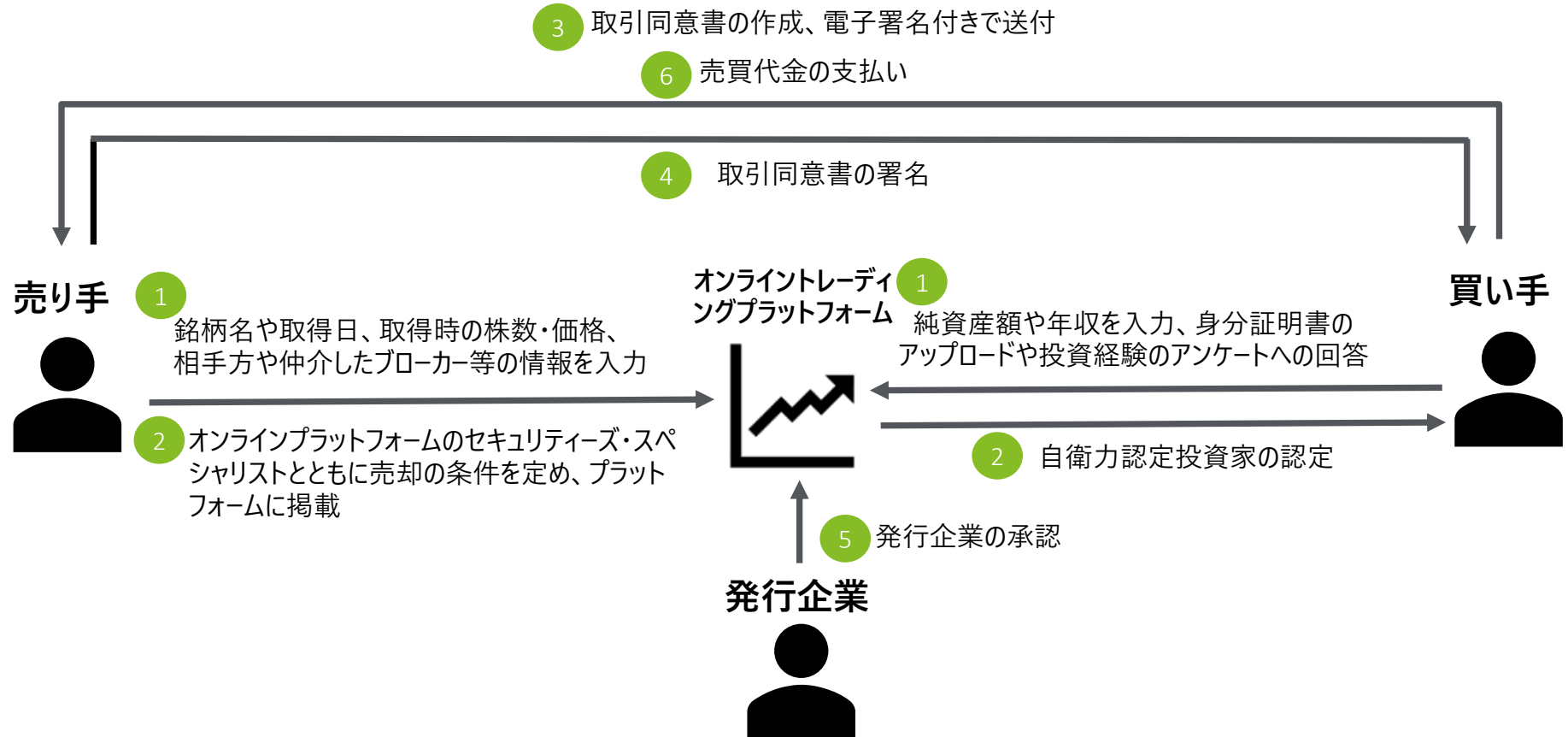
# 売り手と買い手は各々 Win-Winとなる利用目的が存在する

## ベンチャーセカンダリー市場の意義

|     |                 |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
|-----|-----------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 売り手 | GP              | <ul style="list-style-type: none"><li>既存ファンドのポートフォリオ企業のうち、潜在価値の特に高い企業について、満期に伴い手放すことなく、さらなる投資期間・資金を確保し、潜在価値を最大化することが可能</li><li>既存ファンドのLPへエグジットまたは新規ファンドへのロールオーバーのオプションを提供しつつ、戦略的にLPを再編することが可能</li></ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
|     | LP              | <ul style="list-style-type: none"><li>ファンドの満期を待たずに、下記のような様々な理由により持分を売却し現金化することが可能<ul style="list-style-type: none"><li>➢資産配分戦略に従い、ポートフォリオの資産配分を調整したい</li><li>➢ファンドのキャピタルコールへのエクスポージャーを減らしたい</li><li>➢LPの人員リソース等の負担によるファンド数を削減したい</li><li>➢特定のGPのファンドへの投資をやめたい</li><li>➢テールエンドの投資ファンドにかかる事務コスト削減の観点から処理したい</li><li>➢法規制の変更により資産配分を変更したい（例えば、2015年より米国で適用されたボルカールールは、米国の銀行による未公開株ファンドやヘッジファンドなどへの出資を制限したため、銀行はリスク資産の削減を余儀なくされた）</li><li>➢事業シナジーが見込めないベンチャー株を売却したい（CVC）</li></ul></li></ul> |
|     | SU経営者・従業員・初期投資家 | <ul style="list-style-type: none"><li>現金化ニーズがある際、退職の際、経営者の交代の際等、持分を売却し現金化することが可能</li></ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |
| 買い手 | セカンダリー専門ファンド    | <ul style="list-style-type: none"><li>成長ステージが進んだ段階で投資することで、Jカーブを避けより短期でのリターンを目指すことが可能</li><li>ファンドのポートフォリオが既に分かっているため、ポートフォリオを評価し、入札価格を作成することが可能</li></ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |

# オンライン取引プラットフォームを通じたダイレクト型セカンダリー取引の一般的なプロセスは以下の通り

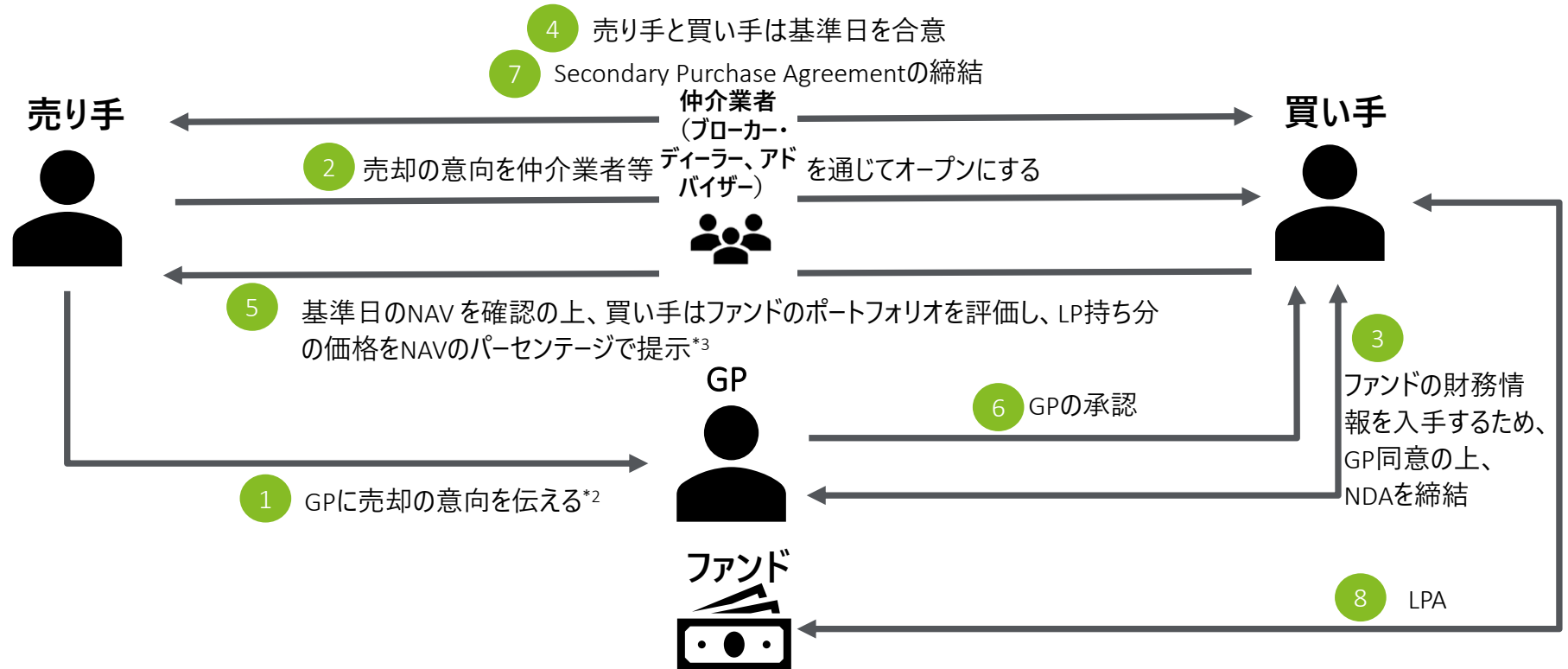
## ダイレクト型オンライン取引プラットフォームを通じた一般的なプロセス



出所：野村資本市場クォーター「米国のスタートアップから注目される未公開株式取引プラットフォーム」（ForgeGlobalに買収されたSharesPostの事例）、野村資本市場研究所「米国・英国における非上場株式の発行・流通市場の活性化と適格投資家制度」（EquityZenの事例）、Stanford Closer Look Series「Cashing it in Private-company exchanges and employee stock sales prior to IPO」を基に作成

# LP主導型セカンダリー取引の一般的なプロセスは以下の通り

## LP主導型セカンダリー取引における一般的なプロセス\*1



\*1：セカンダリー取引には様々な手法があるため、あくまでも一例であることに留意。\*2：LPが持ち分を売却する場合、ファンドのLimited Partnership Agreement (LPA)に従い、GPが承認する必要がある。GPは独断により承認または却下することが可能であり、前もってGPに売却の意向を伝えることが重要とされる。LPAの中には、“Right of First Refusal”と呼ばれる、GPまたはファンドのLPに、買い手が提示した価格で購入する権利が与えられる条項が設けられているケースがある。更に、売り手は弁護士を通じて、全ての関連法やLPAに準拠すること、同取引によって法的また税務上の問題が発生しないこと、GPが同取引を承認するに必要な法的な費用を負担する旨記載されたlegal opinionと呼ばれるレターを作成する必要がある。\*3：買い手はファンドが行う将来のキャピタルコールの額を理解した上で価格設定をすることが必要。仮に、LPがあるファンドに10億円コミット済み、売却時点で7億を出資済み、3億の資本コミットメントが残っている場合で、売却時点で持分が12億円と評価されNAV10%ディスカウント（10.8億）で売却する場合、買い手は購入価格10.8億に加え、残りの3億の資本コミットメントの義務を負う。

出所：Capital Dynamics “Introductory Guide to Investing in Private Equity Secondaries”、Allen Latta “LP Corner: An Overview of Fund Secondaries”、Osborne Clarke “Secondary fund sales: how does the process work?”を基に作成

- ① 非上場株式のセカンダリー市場概況と傾向
- ② セカンダリー市場形成のポイント
- ③ セカンダリー投資家・ファンドの活動状況



# 米英の調査から、下記要素が非上場株式のセカンダリー市場発展のポイントと考えられる

再掲

## 非上場株式セカンダリー市場発展に影響したと考えられる要素

1

活発なプライマリー市場と  
プライマリー市場を支える  
法規制の整備

- 非上場株式の発行を支える法規制や非上場企業投資への税制優遇措置等を基盤として、非上場株式の発行（スタートアップによる資金調達）が企業の各成長ステージで活発に行われることにより、ユニコーンの増加等、プライマリー市場が発達し、それに伴い非上場期間が長期化することによって、投資家・株主による流動化ニーズが高まった

2

発行済み非上場株式の  
流通を支える法規制の整備

- 非上場株式の流通を支える法規制を基盤として、プライマリー出資者（投資家）や従業員等がIPOやM&Aを待たずに売却できるオプションを提供し、オンラインでの流通市場が発展する環境を整備することがセカンダリー市場の発展に影響した

3

非上場株式取引における  
仲介業者の活発な関与

- 非上場株式の取引を仲介する証券会社等のプレイヤーが活発に取引を仲介することで、仲介業者の幅広いネットワークを活用した売り手と買い手とのマッチング、取引の戦略立案、煩雑な手続きや交渉の支援を受けることが可能となり、非上場株式の流通が加速した

# 米国では、下記要素が非上場株式のセカンダリー市場発展に影響を与えていると考えられる

## 非上場株式セカンダリー市場発展に影響したと考えられる要素（米国、1/2）



1

活発なプライマリー市場と  
プライマリー市場を支える  
法規制の整備

- 米国のベンチャー投資額は、2021年にUSD 311Bに達し、グローバルのベンチャー投資額（USD 626B）の約半分を占め、非上場株式のプライマリー市場が発達している。また、非上場期間の長期化やバリュエーションの高額化により、投資家の流動化ニーズが高まった。
- 企業の成長段階に応じた多様な資本調達が可能となるよう、私募、小規模公募やクラウドファンディング等、各種スキームによる募集の際の開示義務免除の要件を整備し、企業側の負担を軽減すると同時に、発行会社から投資家への情報開示の要件を整備することにより投資家を保護することで、活発な非上場株式の発行を実現（レギュレーションA、レギュレーションD等）

2

発行済み非上場株式の  
流通を支える法規制の整備

- プライベート・ストック・オファリング（PSO）制度により、私募で購入した制限付き株式については、制限範囲内であれば開示義務免除で転売可とし、売り手側の負担を軽減すると同時に、最低限の開示義務を課すことにより買い手を保護し、活発な非上場株式の転売を実現している（一般投資家への転売条件を定めたルール144、適格投資家への転売条件を定めたルール144A、自衛力認定投資家への転売条件を定めた証券法第4条(a)(1と1/2)、第4条(a)(7)を整備）
- JOBS法により一定の条件下における非上場株式の一般勧誘の禁止を撤廃し、非上場株式のインターネット等を通じた勧誘を可能とするとともに<sup>2</sup>、オンライントレーディングプラットフォームについて、一定の条件のもと証券会社の登録免除の規制緩和を行い、オンラインの市場取引が発展する環境を整備（オンライントレーディングプラットフォーム(Nasdaq Private Market, EquityZen等）が複数存在している）

# 米国では、下記要素が非上場株式のセカンダリー市場発展に影響を与えていると考えられる

## 非上場株式セカンダリー市場発展に影響したと考えられる要素（米国、2/2）



3

非上場株式取引における  
仲介業者の活発な関与

- 米国では、仲介業者（ディーラー、ブローカー、アドバイザー等）がセカンダリー取引の80%を仲介しており、私募転売を積極的に支援している<sup>\*1</sup>。

<sup>\*1</sup>：日本は、日証協の規則において、会員証券会社が非上場株式を投資勧誘することを原則禁止している。（その影響もあり、PTSは非上場株式を取扱えない）

出所： Setter Capital Volume Report Secondary Market 2021を基に作成

# 米国におけるプライマリーvc市場が拡大する中、非上場期間は長期化しており、非上場期間における株式の流動化ニーズが高まっている

## 1 米国におけるスタートアップ資金調達額

- 米国のスタートアップ投資額は2021年にUSD 311Bに達し、グローバルでの投資額（USD 626B）の約半分を占めた

(USD B)



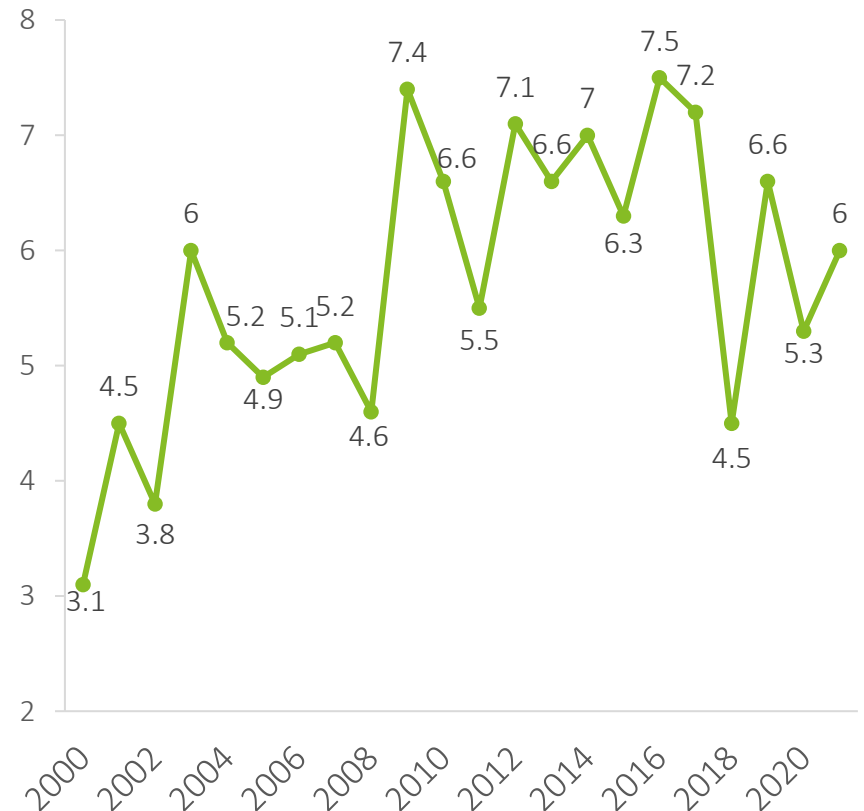
## 米国における最初の資金調達からIPOまでに要した期間の中央値



米国

- 非上場期間の長期化に伴い、投資家や株主の「塩漬け」期間が長期化し、株式の流動化ニーズが高まった

(年数)

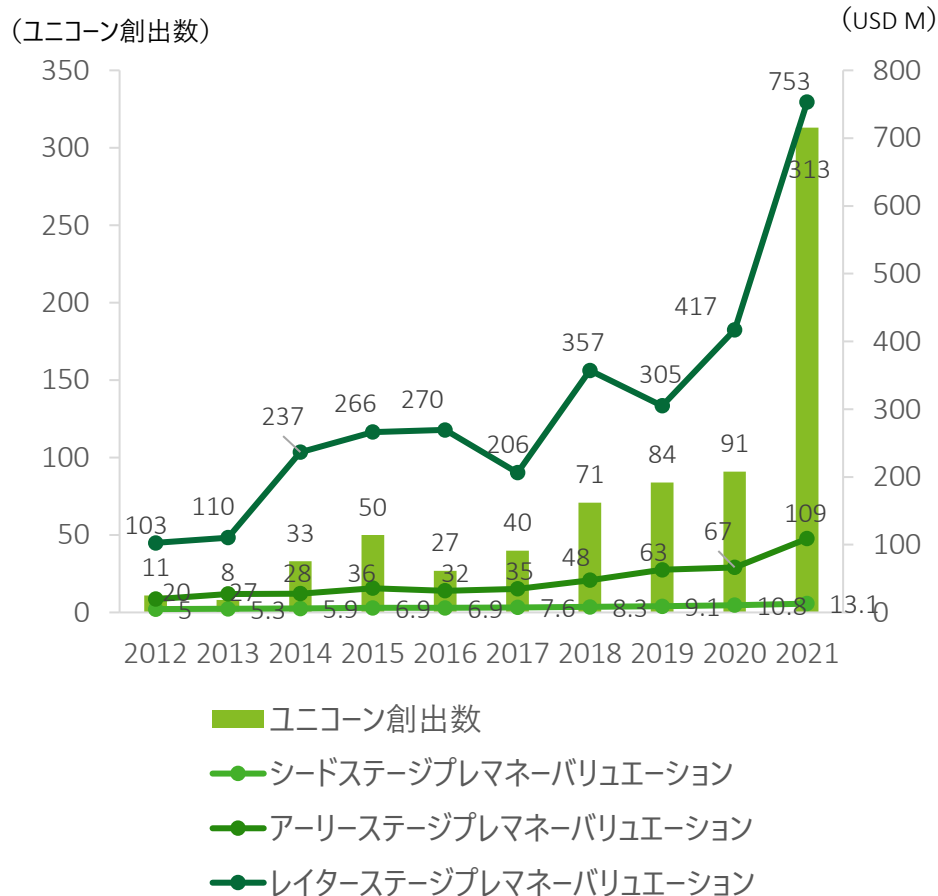


# 米国ではバリュエーションが高額化傾向にあり、かつユニコーンが増加しており、上場を待たずに保有する株式を現金化するニーズが高まっている

1

## ユニコーン創出数とステージ別プレバリュエーション（平均値）の推移

- 米国では各ステージにおいてバリュエーションが高額化しており、毎年のユニコーン数も増加



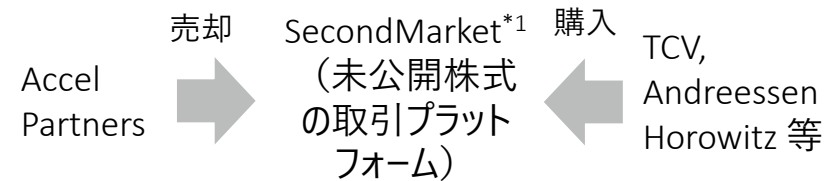
出所：Pitchbook “US VC Valuations Report 2021”、Tracxn Unicorn Clubを基に作成  
109

## 高額なバリュエーションでの企業取引の事例



米国

- 2010年、Accel Partnersは2005年にUSD 12.7Mで直接投資したFacebookの株式を、USD 35Bのバリュエーションにて約USD 500Mで売却
- その後、SecondMarketのプラットフォーム上で同売却分の約190万株のオークションが行われ、バリュエーションはUSD 50Bに引き上げられたとされる



\*1：現在のNasdaq Private Market

出所：Techcrunch “Accel sold big chunk of facebook stock at USD 35B Valuation”、“Facebook now worth USD 50B in Secondary Trading”を基に作成

# 米国では企業の成長段階に応じた多様な資本調達が可能となるよう、非上場株式のプライマリー市場の発展を支える各種法規制が整備されている

2

## 非上場株式のプライマリー市場を支える法規制



米国

米国では、上場前に、私募、小規模公募などのプライベート・ストック・オフリング（PSO）の制度や、クラウドファンディングを通じて、企業の成長段階に応じて資本を調達し続けることが可能であり、各種スキームによる募集の際の開示義務免除の条件を整備し企業側の負担を軽減すると同時に、一定の開示義務を課すことにより投資家を保護することで、活発な非上場株式の取引を実現している。活発な非上場株式のプライマリー市場を支える主な法規制は以下の通り。

### プライベート・ストック・オフリング（PSO）の仕組みの整備

小規模公募や私募など、非上場株式の発行・募集における開示義務免除や発行会社から投資家への情報開示の要件を整備（レギュレーションA（1933年制定）、レギュレーションD（1982年制定））<sup>\*1</sup>

### 非上場株式の一般勧誘の禁止撤廃

2012年のJOBS法により非上場株式のインターネット等を通じた勧誘を可能にした<sup>\*2</sup>

### 適格投資家の範囲

団体・会社は資産USD 5M超、個人は純資産USD 1M以上、年収USD 200K超と定義（1982年）<sup>\*3</sup>

### 小規模公募（ミニIPO）の範囲

募集可能総額が2012年JOBS法によりUSD 5MからUSD 50Mに引き上げられた<sup>\*4</sup>

### クラウドファンディングの投資額の範囲

2012年JOBS法において、個々の投資家の投資上限を1年にUSD 107K（2020年にインフレを考慮しUSD 124Kに引き上げ）とし、投資家保護の観点より発行会社には簡易な募集届出書を開示する義務を課している。<sup>\*5</sup> 2021年にはJOBS法でUSD 1.07Mとしていた1年間の募集上限をUSD 5Mに拡大<sup>\*6</sup>

<sup>\*1</sup>：日本は小規模公募・私募において厳しい開示義務が免除されるが、米国のような簡易な会社情報の開示義務がないため逆に投資家保護が不十分であり投資家の投資対象となりにくい。<sup>\*2</sup>：日本では、適格機関投資家私募・私売出しでは、広告宣伝は禁止されていないが、勧誘する相手方が適格機関投資家のみに限定されているので、インターネット等を活用した広告・宣伝が事実上困難。<sup>\*3</sup>：日本は法人も個人も有価証券残高JPY 1B以上と定義。<sup>\*4</sup>：日本はJPY 100M未満。<sup>\*5</sup>：日本は1年に1件に対してJPY 500K以下であり、募集届出書の開示義務はない。<sup>\*6</sup>：米国における株式型クラウドファンディングは2018年USD 74M、2019年USD 100M以上、2020年USD 211M、2021年USD 500Mと拡大。2021年の拡大は募集上限額引き上げの影響が報告されている。

出所：経済産業研究所「JOBS Actsによる米国の株式資本市場改革と周回遅れの日本」を基に作成

# 米国ではレギュレーションAにおいて小規模公募、レギュレーションDにおいて私募における登録免除規定を定めており、企業の成長ステージに応じた活発な資金調達を可能としている

再掲

## 2 発行時における主な登録免除規定の比較

 米国

|           | レギュレーションA                                                                              |                                                                                  | レギュレーションD                                                       |                                                |                                                |
|-----------|----------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------|------------------------------------------------|------------------------------------------------|
|           | Tier 1                                                                                 | Tier 2                                                                           | ルール506(b)                                                       | ルール506(c)                                      | ルール504                                         |
| 概要        | 小規模公募に関するSEC登録免除を定めた規定。発行上限額に応じてTier1、Tier2に分かれる。                                      |                                                                                  | 一定数の適格投資家もしくは一定の金額の範囲内に限定された（かつその他の要件を満たした）募集（私募）に関する登録免除を定めた規定 |                                                |                                                |
| 発行上限額     | USD 20M                                                                                | USD 75M（セカンダリーの売出しはUSD 22.5M）                                                    | なし                                                              | なし                                             | USD 10M                                        |
| 買い手       | 誰でも                                                                                    | 誰でも <sup>*1</sup>                                                                | 自衛力認定投資家等 <sup>*2*3</sup>                                       | 自衛力認定投資家                                       | 誰でも                                            |
| 転売制限      | なし                                                                                     | なし                                                                               | あり <sup>*4</sup>                                                | あり <sup>*4</sup>                               | あり <sup>*4</sup>                               |
| SECへの届出書類 | 募集届出書（Form 1-A）<br>-発行体の事業内容、発行済み株式の状況、投資リスクの説明、資金使途、財務諸表等が含まれる。<br>- 財務諸表は監査済みでなくても良い | 募集届出書（Form 1-A）<br>- 財務諸表は監査済みである必要がある<br>- 調達後は継続開示（年次報告書、半期報告書、適時開示書類の提出）義務が発生 | 募集通知書（Form D）<br>- 発行体の事業内容、調達金額、投資家数、資金使途等を記載                  | 募集通知書（Form D）<br>- 発行体の事業内容、調達金額、投資家数、資金使途等を記載 | 募集通知書（Form D）<br>- 発行体の事業内容、調達金額、投資家数、資金使途等を記載 |
| 一般勧誘      | 可                                                                                      | 可                                                                                | 不可                                                              | 可                                              | 可                                              |

\*1：自衛力認定投資家でない個人投資家は、投資上限額が年収または純資産の10%のうち大きい方までに制限される。\*2：自衛力認定投資家とは、金融機関の他、USD 5M超の資産を持つ法人、純資産がUSD 1M以上または当年度の所得の推定額と直近2年間の所得実績がUSD 300K以上（または配偶者との収入合計USD 300K以上）の個人投資家等を指す。\*3：洗練された投資家（sophisticated investor）も35人まで参加可能。\*4：ルール144、144A、証券法第4条(a)(7)の条件を満たす場合転売可

出所：野村資本市場クォーター「米国のスタートアップから注目される未公開株式取引プラットフォーム」、Pillsbury Law「米国証券取引委員会、私募規制の改正を採択」を基に作成



# JOBS法により成立したレギュレーションCF（クラウドファンディング）では、2021年に発行上限額をUSD 5Mに拡大した

## 2 レギュレーションCF



|           | レギュレーションCF                                                                                                                                                                                  |
|-----------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 概要        | 株式型クラウドファンディングに係る要件を規定                                                                                                                                                                      |
| 発行上限額     | USD 5M（2021年に、JOBS法でUSD 1.07Mとしていた1年間の募集上限を拡大）                                                                                                                                              |
| 買い手       | 自衛力認定投資家に投資制限はなし<br>自衛力認定投資家でない個人投資家は、個人投資家は、年収または純資産のいずれかがUSD 124K未満の場合、12か月間でUSD 2.5K、または年収か純資産の大きい方の5%、どちらか一方が投資上限となる。一方年収、純資産が共にUSD 124K以上の場合、12か月間でUSD 124K、または年収か純資産の大きい方の10%が投資上限となる |
| 転売制限      | 12か月の転売制限                                                                                                                                                                                   |
| SECへの届出書類 | 募集届出書（Form C）<br>-会社概要、事業内容及び事業計画、財務状態、発行目的及び目標募集金額、公募価格とその決定方法、最終募集期限、予定資金使途等の情報<br>- 募集額がUSD 618Kを超えるときは監査付財務諸表も求められる                                                                     |
| 一般勧誘      | 可（登録仲介業者を開始、インターネット上で募集）                                                                                                                                                                    |



# 米国ではセカンダリー取引の基盤として、証券法のルール144やルール144A、証券法第4条(a)(7)により私募転売における開示義務・情報開示の規定を定めている

2

## 米国における非上場株式の転売に関連した主な法規制



米国

|      | ルール144                                                                                                                                              | ルール144A                                                          | 証券法第4条(a)(1と1/2)                            | 証券法第4条(a)(7)                                                                                                                     |
|------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 概要   | 売り手を個人に限定し、一般・不特定多数の投資家へ開示義務免除で転売できる条件を定めたセーフ・ハーバー・ルール <sup>*1</sup> 。<br>1978～1979年に制定。2008年に一般の投資家への公募による転売を容易にするための規制緩和、その後JOBS法で一般勧誘の規制緩和が行われた。 | 買い手が適格機関購入者である場合に限定し、転売における開示義務免除条件を定めたセーフ・ハーバー・ルール。<br>1990年制定。 | 買い手を自衛力認定投資家に限定し、慣習法として用いられていたセーフ・ハーバー・ルール。 | 証券法第4条(a)(1と1/2)の一部を成文化。<br>2015年にオバマ大統領がFAST法（The Fixing America's Surface Transportation Act）に署名したことにより、証券法に第4条(a)項の(7)が追加された。 |
| 売り手  | 発行体から証券を直接取得した個人                                                                                                                                    | 発行体以外                                                            | 発行体以外                                       | 発行体以外                                                                                                                            |
| 買い手  | 誰でも                                                                                                                                                 | 適格機関購入者                                                          | 自衛力認定投資家                                    | 自衛力認定投資家                                                                                                                         |
| 転売制限 | 削除 <sup>*2</sup>                                                                                                                                    | 継続 <sup>*4</sup>                                                 | 継続 <sup>*4</sup>                            | 継続 <sup>*4</sup>                                                                                                                 |
| 情報開示 | 基本情報 <sup>*3</sup> が公表されている                                                                                                                         | 買い手が売り手に特定情報（事業の概要説明と直近3年度分の財務処方を含む）の提示を要求できる                    | 基本情報を売り手が買い手と共有する                           | 基本情報を売り手が買い手と共有する                                                                                                                |
| 一般勧誘 | 可（JOBS法により規制緩和が行われ可となった）                                                                                                                            | 可（JOBS法により規制緩和が行われ可となった）                                         | 不可                                          | 不可                                                                                                                               |
| 保有期間 | 1年間（発行体がSECに登録を行っている場合は6か月）                                                                                                                         | なし                                                               | 6か月間（推奨）                                    | なし                                                                                                                               |

<sup>\*1</sup>: 遵守していればSECに違反を問われない事項を規定した規則。<sup>\*2</sup>: ルール144で転売された有価証券は自由に転売可となる。<sup>\*3</sup>: 事業の概要説明、発行済み株式の種類・総数、役員等の経歴、直近3年度分の財務諸表を含む。<sup>\*4</sup>: restricted securitiesのままとなり、ルール144、144A、証券法第4条(a)(7)の条件を満たす場合転売可

出所：野村資本市場クォーター「米国のスタートアップから注目される未公開株式取引プラットフォーム」 Thomson Reuters Practical Law “Resales of Restricted and Control Securities in the US”を基に作成

# JOBS法では、非上場株式の一般的勧誘を可能とし、オンライントレーディングプラットフォームの規制緩和を実施することで、オンラインの市場取引が発展する環境を整備

2

## セカンダリー市場に関連したJOBS法による主な規制緩和



米国

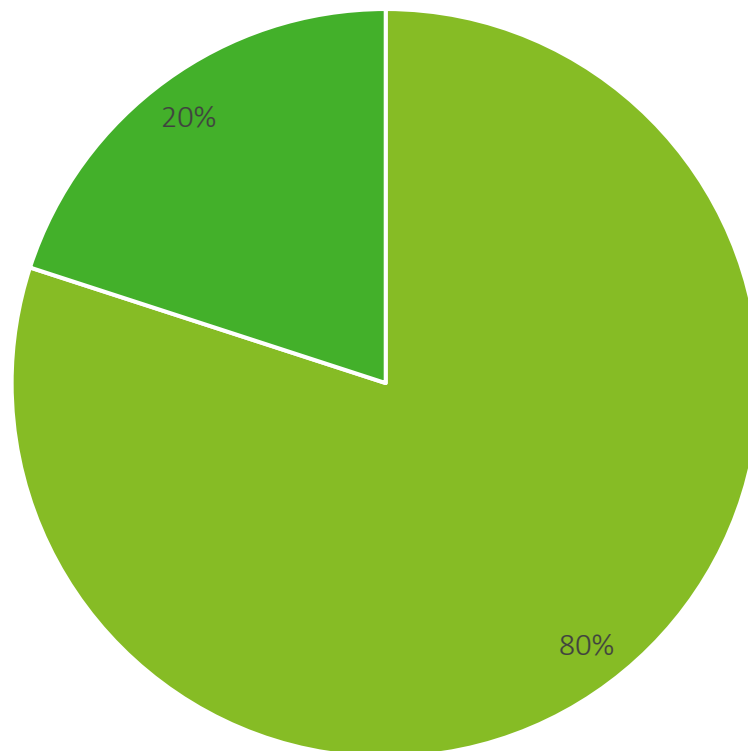
| 規則                                 | 発行日            | 内容                                                                                                                                   | セカンダリー市場への影響                                                                                              |
|------------------------------------|----------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| タイトルII<br>レギュレーションD:<br>一般的勧誘      | 2013年<br>9月23日 | <u>一般的勧誘の禁止撤廃</u> ：私募に関する規則であるレギュレーションDルール506(c)および私募転売に関するルール144Aを改正し、 <u>私募や私募転売における一般的勧誘・一般的広告の禁止を、適格機関購入者・適格投資家に限定した取引において解除</u> | メディア等の媒体を活用し投資家を募集することができるようになり、オンラインの非上場株式のセカンダリー取引プラットフォーム等におけるセカンダリー取引が活性化。また、ファンドや仲介業者による一般的勧誘も可能となった |
| タイトルIII<br>クラウドファンディング             | 2016年<br>5月16日 | <u>オンライントレーディングプラットフォームの規制緩和</u> ：プラットフォーム運営者のブローカー・ディーラーとしての登録義務の緩和                                                                 | オンラインの非上場株式のセカンダリー取引プラットフォームの発足、利用拡大                                                                      |
| タイトルV,VI<br>証券取引所法上の登録義務の株主数基準の引上げ | 2016年<br>6月9日  | <u>未公開企業のままで成長を続けられる範囲の拡大</u> ：株主数500人以上から、総資産USD 10M超かつ株主2,000人以上になるまでは継続開示義務は発生しないこととした                                            | 非上場期間の長期化およびバリュエーションの高額化に伴うセカンダリー市場の拡大                                                                    |

出所：大和総研「米国のIPOに関わる規制見直しの動き」、野村資本市場クォーター「JOBS法の成立と米国IPO市場の今後の動向」・「米国のスタートアップから注目される未公開株式取引プラットフォーム」、経済産業研究所「JOBS Actsによる米国の株式資本市場改革と周回遅れの日本」を基に作成

2021年のセカンダリー取引全体における仲介業者（ブローカー・ディーラー、アドバイザー）を介した取引量は全体の80%であり、セカンダリー市場において仲介業者は重要な役割を担う

3

### 仲介業者\*1を介したセカンダリー取引の割合（グローバル）



■ 仲介業者を介した取引量

■ 仲介業者を介さない取引量

\*1：セカンダリー取引に係るブローカー・ディーラー、投資アドバイザー業など

出所： Setter Capital Volume Report Secondary Market 2021を基に作成

# 仲介業者は大きく分けてプレースメント・エージェント、投資アドバイザー、オンライン取引プラットフォームが存在し、買い手・売り手への各種支援や取引の場を提供

3

## 仲介業者の種類と役割

| 種類                                             | 提供サービス                                                                                                                                                                                  | 仲介業者例                                                                                                                                                       |
|------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| プレースメント・エージェント<br>(ブローカー・ディーラー)、投資ア<br>ドバイザリー業 | 売り手と買い手のマッチング支援、ファンドの資金募集活動の<br>実施支援、セカンダリー取引に係る各種アドバイザーサービス<br>(デュー・デリジェンス、マーケティング基本方針決定支援、<br>ファンドのストラクチャリングや契約条件へのアドバイス、買い手<br>へのアプローチ・オークションの実施、各種資料作成支援、契<br>約交渉支援、契約締結の実務支援等) を提供 | Campbell Lutyens、Greenhill & Co、Park Hill<br>Group、Evercore、Lazard、UBS Investment<br>Bank Private Funds Group<br><br>※殆どの仲介業者がプレースメントエージェント<br>と投資アドバイザーを兼務 |
| セカンダリー取引のオンラインプラッ<br>トフォームを提供するブローカー・<br>ディーラー | インターネット上のセカンダリー取引のオンラインプラットフォームを<br>提供                                                                                                                                                  | Nasdaq Private Market、EquityZen、Forge<br>Global、Carta、Zanbato、StartEngine<br>Secondary等                                                                     |

# JOBS法以降、セカンダリーオンライン取引プラットフォームが次々と発足し、プラットフォーム上での売り手と買い手とのマッチングが拡大している

3

## セカンダリーオンライン取引プラットフォーム発足の推移

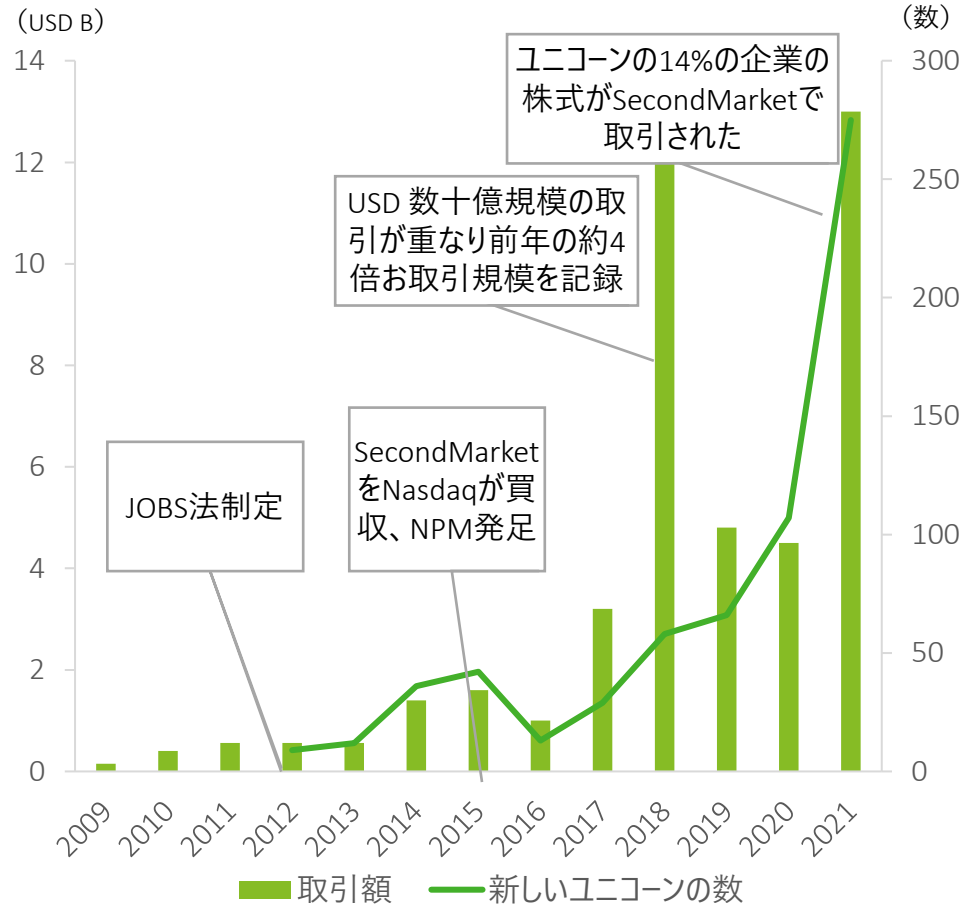
 米国

| 年    | オンライン取引プラットフォームに関する動向                                   | 事業者                   |
|------|---------------------------------------------------------|-----------------------|
| 2004 | SecondMarket発足                                          | SecondMarket          |
| 2009 | Sharespost発足                                            | Sharespost            |
| 2012 | JOBS法成立                                                 | -                     |
| 2013 | EquityZen発足                                             | EquityZen             |
| 2014 | ForgeGlobal発足                                           | ForgeGlobal           |
| 2015 | NasdaqがSecondMarket買収、Nasdaq Private Marketに(現在最大手とされる) | Nasdaq Private Market |
| 2016 | ZanbatoZX発足                                             | Zanbato               |
| 2018 | EquityBee補足                                             | Equitybee             |
| 2020 | Forge GlobalがSharesPostを買収                              | ForgeGlobal           |
| 2020 | StartEngine Secondary発足                                 | StartEngine           |
| 2021 | CartaX発足                                                | Carta                 |

# オンライン取引プラットフォームでは、売り手は現在および退職した従業員を中心として、取引が拡大している

3

## Nasdaq Private Marketの取引規模の推移



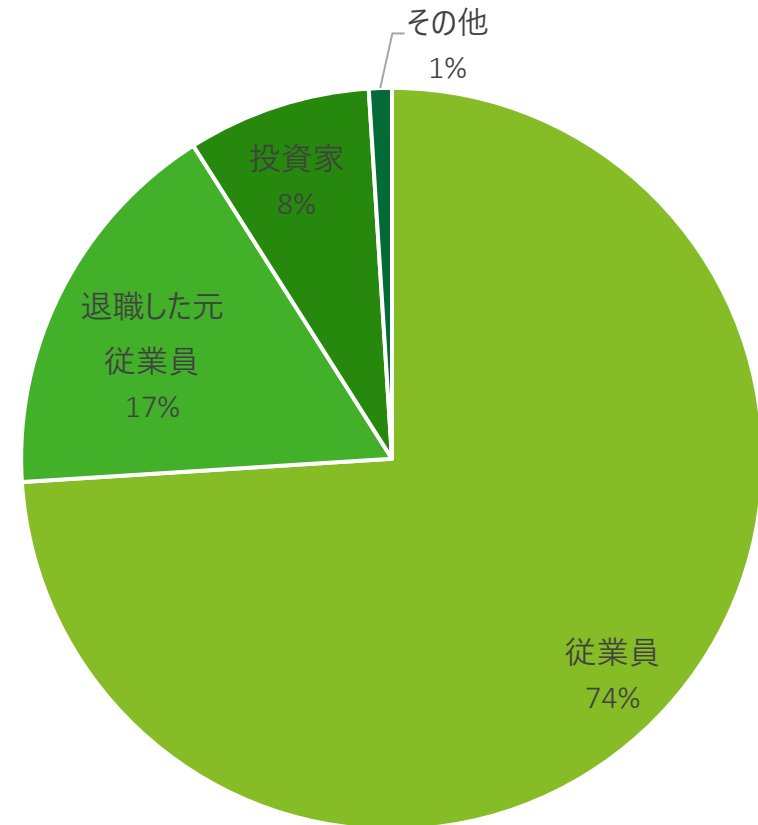
出所：NPM HP、SecondMarket “Secondary Market Tradings”、CBINSIGHTS等を基に作成

## NPMの売り手内訳



米国

■ NPMにおける売り手は従業員・退職した従業員が中心である



出所：NPM Annual Report 2016を基に作成

# 多くのセカンダリーファンドは資金募集や各種アドバイザリーサービスを提供する仲介業者を配置

## 3 仲介業者



米国

| セカンダリー仲介者                               | 本拠地 | 概要                                                                                                                                                       |
|-----------------------------------------|-----|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Lazard Private Capital Advisory         | 米国  | 主に機関投資家向けの投資銀行業務や資産運用業務、およびファイナンシャル・アドバイザリー・サービスなどを含む多岐にわたる金融サービスを提供する国際的な金融グループ                                                                         |
| Greenhill & Co.                         | 米国  | M&A、リストラクチャリング、資本アドバイザリー等を提供する投資銀行。セカンダリーではGP・LPへの各種アドバイザリーを提供（8,000以上（USD 160B）のLP持分へのアドバイザリー実績）                                                        |
| Park Hill Group                         | 米国  | オルタナティブ投資に関する資金募集及びグローバルアドバイザリーサービスを提供。PE、不動産、ヘッジファンド、セカンダリーファンドを専門とする（USD 60B超のセカンダリー取引の支援実績）                                                           |
| UBS Investment Bank Private Funds Group | 米国  | プライベート エクイティ、ベンチャー、グロス エクイティ、エネルギー、プライベート デット、インフラストラクチャー、不動産ファンド、および単一資産の資金調達に重点を置いたグローバルなプレースメント エージェント。各種セカンダリーアドバイザリーサービスを提供（USD 55B超のセカンダリー取引の支援実績） |

# 米国・英国では非上場株式のオンライン取引プラットフォームにおいて、主に従業員や初期投資家の株式の取引が活発に行われている

## 3 オンライン取引プラットフォーム



| プラットフォーム              | 運用会社                  | 本社 | 概要                                                   |
|-----------------------|-----------------------|----|------------------------------------------------------|
| Nasdaq Private Market | Nasdaq Private Market | 米国 | 米国最大手とされる、非上場株式を取引するオンラインマーケットプレイス                   |
| EquityZen             | EquityZen             | 米国 | 非上場株式を取引するオンラインマーケットプレイス                             |
| CartaX                | Carta                 | 米国 | 非上場株式を取引するオンラインマーケットプレイス                             |
| Forge Market          | Forge                 | 米国 | 非上場株式を取引するオンラインマーケットプレイス                             |
| Zanbato ZX            | Zanbato               | 米国 | 非上場株式を取引するオンラインマーケットプレイス                             |
| EquityBee             | EquityBee             | 米国 | 非上場株式を取引するオンラインマーケットプレイス                             |
| StartEngine Secondary | StartEngine           | 米国 | 株式型クラウドファンディングプラットフォームStartEngineが運用するセカンダリープラットフォーム |



# 英国では、プライマリー市場の拡大と仲介業者の存在が要素として考えられるが、セカンダリー市場を促進する法規制の存在は確認できていない

## 非上場株式セカンダリー市場発展に影響したと考えられる要素（英国）



1

活発なプライマリー市場と  
プライマリー市場を支える  
法規制の整備

- 英国のスタートアップ投資額は2021年にUSD 29Bに達し、プライマリー市場は拡大している（2021年時点で米国の1/10弱、日本の4倍弱の規模）
- 英国政府は、非上場株式市場の活性化、非上場企業への投資促進のため、Venture Capital Trust (VCT)、Enterprise Investment Scheme (EIS)、Seed Enterprise Investment Scheme (SEIS)といった、非上場企業投資に係る税制優遇措置を導入
- 金融プロモーションについて定義したThe Financial Services and Markets Act 2000 (FSMA) について、2005年、認可なしに中小企業が勧誘できる投資家の範囲を拡大する等の規制緩和を実施

2

発行済み非上場株式の  
転売取引を支える法規制  
の整備

- 本調査では、米国のような包括的な非上場株式の発行・流通制度は確認できていない

# 英国では、プライマリー市場の拡大と仲介業者の存在が要素として考えられるが、セカンダリー市場を促進する法規制の存在は確認できていない

## 非上場株式セカンダリー市場発展に影響したと考えられる要素（英国）



3

非上場株式取引における  
仲介業者の活発な関与

- 英国では、非上場株式は、下記2つのオンライン取引プラットフォームで売買が行われている。
  1. ロンドン証券取引所の新興成長企業向け市場AIM (Alternative Investment Market)
    - 2022年3月、LSEG (London Stock Exchange Group)は、非上場株式のデータ駆動型投資管理プラットフォームを提供するFlowwとの戦略的パートナーシップを発表。上場企業の資本調達向けのデジタルソリューション等を活用し、Flowwによる非上場企業の一次資金調達プラットフォームの立ち上げに協力するとともに、非上場株式のセカンダリー取引市場のオプションを探っている
  2. Aquis Exchange Plc.（取引所運営会社）が運営するAquis Growth Market
- 株式投資型クラウドファンディングプラットフォームでは、下記2社が市場シェアの大半を占める
  1. Seedrs
    - 株式型クラウドファンディングプラットフォームを提供するSeedrsは、2017年よりセカンダリーのオンライン取引プラットフォームを提供（Seedrsプラットフォームで資金調達した企業の株式のセカンダリー取引に限る）
  2. CrowdCube

# 英政府は、非上場企業への投資促進を目的に、投資家に対する税制優遇措置を行ってきた

## 1 英国におけるセカンダリー市場に関連した主な法規制

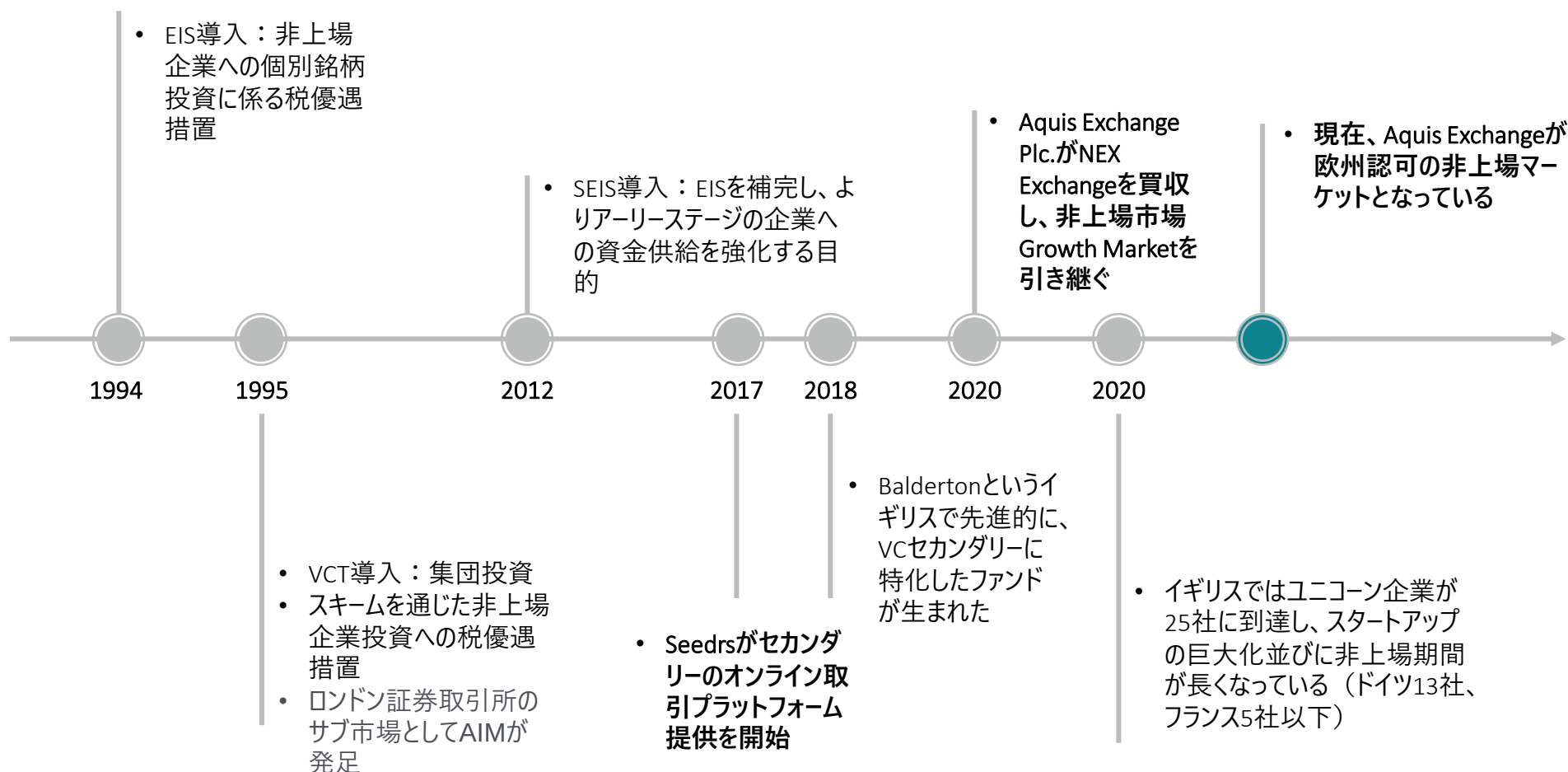


|                 | Venture Capital Trust (VCT)  | Enterprise Investment Scheme (EIS) | Seed Enterprise Investment Scheme (SEIS) |
|-----------------|------------------------------|------------------------------------|------------------------------------------|
| 概要              | 集団投資スキームを通じた非上場企業投資にかかる税優遇措置 | 非上場企業への個別銘柄投資に係る税優遇措置              | アーリーステージの企業を対象としたEIS                     |
| 導入年             | 1995年                        | 1994年                              | 2012年                                    |
| 年間投資限度額         | GBP 200K                     | GBP 1M                             | GBP 100K                                 |
| 所得税還付率          | 30%                          | 30%                                | 50%                                      |
| 所得税還付のための最低保有期間 | 5年                           | 3年                                 | 3年                                       |
| キャピタルゲイン非課税     | 有                            | 有（3年以上保有）                          | 有（3年以上保有）                                |
| 配当非課税           | 有                            | 無                                  | 無                                        |
| 損益通算            | 不可                           | 可（所得もしくは他の投資利益）                    | 可（所得もしくは他の投資利益）                          |
| 相続税控除           | 無                            | 有（100%）                            | 有（100%）                                  |

# 欧州の中でイギリスは早い段階から非上場株式投資への税制優遇措置を進めてきた。また、直近では非上場株式の仲介業者もサービスを開始している

3

## 英国のセカンダリー市場の形成・拡大の歴史



# 多くのセカンダリーファンドは資金募集や各種アドバイザリーサービスを提供する仲介業者を配置

3

仲介業者



| セカンダリー仲介者                   | 本拠地 | 概要                                                       |
|-----------------------------|-----|----------------------------------------------------------|
| Campbell Lutyens & Co. Inc. | 英国  | ファンドの資金募集、GP・LPへのアドバイザリーサービスを提供（USD 110B億のセカンダリー取引の支援実績） |
| Evercore                    | 英国  | ファンドの資金募集を含め、GPへの総合的なアドバイザリーサービスを提供するグローバルファーム           |

米国・英国では非上場株式のオンライン取引プラットフォームにおいて、主に従業員や初期投資家の株式の取引が活発に行われている

3 オンライン取引プラットフォーム



| プラットフォーム                | 運用会社       | 本社 | 概要                                                          |
|-------------------------|------------|----|-------------------------------------------------------------|
| Seedrs Secondary Market | Seedrs     | 英国 | 株式型クラウドファンディングプラットフォームSeedrsが運用する欧州スタートアップ株式のセカンダリープラットフォーム |
| JP Jenkins              | JP Jenkins | 英国 | 英国最古の非上場株式取引プラットフォーム                                        |

- ① 非上場株式のセカンダリー市場概況と傾向
- ② セカンダリー市場形成のポイント
- ③ セカンダリー投資家・ファンドの活動状況

# VCセカンダリー投資が確認できる米国のセカンダリーファンドの主なファンドマネジャーは下表の通り

## ファンドマネジャー（米国）

太字：詳細後述  米国

|                           | Primary & Secondary (USD)                                                                                                                                                                                                                                                                                                           | Secondary only (USD)                                                                                                                                                                                                                                                           |
|---------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| VC                        | <ul style="list-style-type: none"> <li>■ <b>Industry Ventures</b> 2,380M</li> <li>■ Draper Fisher Jurvetson Management 527M</li> </ul>                                                                                                                                                                                              | <ul style="list-style-type: none"> <li>■ Savano Capital Partners 88M</li> <li>■ <b>Saints Capital</b> 85M</li> <li>■ Second Alpha Partners 76M</li> </ul>                                                                                                                      |
| PE (incl. VC)             | <ul style="list-style-type: none"> <li>■ Riverside Partners 532M</li> <li>■ Vicente Capital Partners 134M</li> <li>■ Felicitas Global Partners 134M</li> <li>■ Glean Capital</li> </ul>                                                                                                                                             | <ul style="list-style-type: none"> <li>■ <b>W Capital Partners</b> 450M</li> <li>■ Revelation Partners 419M</li> <li>■ Willowridge Partners 400M</li> <li>■ Kline Hill Partners 183M</li> <li>■ Venture Capital Fund of America 107M</li> <li>■ Stratim Capital 81M</li> </ul> |
| VC, PE, other alternative | <ul style="list-style-type: none"> <li>■ <b>HarbourVest Partners</b> 8,488M</li> <li>■ Hamilton Lane 3,900M</li> <li>■ Blackstone Group 3,250M</li> <li>■ Neuberger Berman 2,687M</li> <li>■ Intermediate Capital Group 2,410M</li> <li>■ <b>Stepstone Group</b> (Greenspring Associates含) 1,993M</li> <li>■ Ares 1,616M</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>■ <b>Lexington Partners</b> 2,700M</li> </ul>                                                                                                                                                                                           |

出所：Pitchbookを基に作成（2010～2021年ビンテージのセカンダリーファンドのうち、VC-backed equityの取引が確認できるファンドの合計額を記載）



# VCセカンダリー投資が確認できる英国のセカンダリーファンドの主なファンドマネジャーは下表の通り

## ファンドマネジャー（英国）

太字：詳細後述  英国

|                           | Primary & Secondary（GBP）                                           | Secondary only（GBP）                                                        |
|---------------------------|--------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------|
| VC                        | <div>■Medicxi Ventures237M</div> <div>■Balderton Capital145M</div> | <div>■ Shackleton Ventures87M</div>                                        |
| PE (incl. VC)             | <div>■Keyhaven Capital296M</div>                                   | <div>■Hollyport Capital1,000M</div> <div>■Azini Capital Partners200M</div> |
| VC, PE, other alternative |                                                                    | <div>■Coller Capital9,135M</div>                                           |

出所：Pitchbook（2010～2021年ビンテージのセカンダリーファンドのうち、VC-backed equityの取引が確認できるファンド・ファンドマネジャーを抽出）を基に作成

# 米国ではIndustry Ventures、Saint Capital、W Capital PartnersなどがVCダイレクト・セカンダリー投資を行っている

(米英にオフィスを構える場合、本拠地、支店の順に国旗を表示)

## Industry Ventures

|       |                                              |                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
|-------|----------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 概要    |                                              | <ul style="list-style-type: none"> <li>2000年に設立されたサンフランシスコを本拠とし、ワシントン、ロンドンにオフィスを持つVC</li> <li>VCセカンダリー投資のパイオニアであり、過去400件以上のセカンダリー投資実績を有する</li> <li>セカンダリー投資（主にレイターステージ）、プライマリーでのファンド・オブ・ファンズ投資（主にシード・アーリーステージ）、直接共同投資（主にミドルステージ）の3つの投資戦略を有し、pre-seedからpre-IPOまでベンチャーのライフサイクルに応じた投資を実行</li> </ul> |
| 方針・戦略 | 領域<br><small>(エリア・ステージ・インダストリー・投資対象)</small> | <ul style="list-style-type: none"> <li>ステージ：アーリー～レイターステージのベンチャー企業</li> <li>領域：ICT、ヘルスケア、B2B、B2C</li> <li>地域：米国</li> </ul>                                                                                                                                                                        |
|       | スキーム<br><small>(ファンド規模・期間・パートナー)</small>     | <ul style="list-style-type: none"> <li>セカンダリーファンド（11本、USD 2.81B）</li> <li>ベンチャーキャピタルファンド（21本、USD 2.24B）</li> <li>ファンドオブ・ファンズ（1本、USD 575M）</li> </ul>                                                                                                                                             |
|       | リターン/リスクの考え方<br><small>(条件・返済期間)</small>     | <ul style="list-style-type: none"> <li>優先収益：USD 10M-USD 50M</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                           |
| 手法    | 提供メニュー                                       | <ul style="list-style-type: none"> <li>ファンドオブ・ファンズ投資、セカンダリー投資、直接共同投資</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                  |
|       | 関与<br><small>(ソーシング・DD・モニタリング・ハンズオン)</small> | -                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
| 実績    | 金額・件数                                        | <ul style="list-style-type: none"> <li>AUM：USD 6.85B</li> <li>425ベンチャーファンド、325社</li> </ul>                                                                                                                                                                                                       |
|       | ベンチャー企業                                      | <ul style="list-style-type: none"> <li>Uber, facebook, twitter, Alibaba, DocuSign 等</li> </ul>                                                                                                                                                                                                   |

## Industry Ventures Secondary IX (直近セカンダリーファンド事例)

|                                                |                                                                                                                                                                   |
|------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 概要                                             | <ul style="list-style-type: none"> <li>Industry Venturesが運用するVCセカンダリーファンドファミリーの9本目</li> <li>Industry Ventureでは過去最大のファンド規模</li> <li>ダイレクト型、LP主導型、特殊型を含む</li> </ul> |
| サイズ                                            | <ul style="list-style-type: none"> <li>USD 850M</li> </ul>                                                                                                        |
| ビンテージ                                          | <ul style="list-style-type: none"> <li>2021</li> </ul>                                                                                                            |
| ポートフォリオ                                        | <ul style="list-style-type: none"> <li>Socure, Hinge Health, Meru Health, Covariant, Sempre Health, DataStrax, Sesame, Boundless</li> </ul>                       |
| 投資対象<br><small>(エリア・ステージ・インダストリー・投資対象)</small> | <ul style="list-style-type: none"> <li>ステージ：レイターステージ</li> <li>領域：ICT、ヘルスケア、B2B、B2C</li> </ul>                                                                     |
| 運用期間<br>投資期間                                   | <ul style="list-style-type: none"> <li>10年</li> <li>5年</li> </ul>                                                                                                 |
| キャリー<br>運用費用                                   | <ul style="list-style-type: none"> <li>17.5%</li> <li>1.5%</li> </ul>                                                                                             |
| LP<br>機関の種類                                    | <ul style="list-style-type: none"> <li>公的年金基金、企業年金基金、金融機関、ファミリーオフィス等</li> </ul>                                                                                   |

出所：Pitchbook、Industry Ventures HPを基に作成

# 米国ではIndustry Ventures、Saint Capital、W Capital PartnersなどがVCダイレクト・セカンダリー投資を行っている

## Saints Capital



|       |                                  |                                                                                                                                |
|-------|----------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 概要    |                                  | <ul style="list-style-type: none"> <li>2000年に設立されたサンフランシスコを拠点とするVCダイレクトセカンダリー投資を専門とするPEファーム。サンフランシスコとロンドンにオフィスを構える。</li> </ul> |
| 方針・戦略 | 領域<br>(エリア・ステージ・インダストリー・投資対象)    | <ul style="list-style-type: none"> <li>ステージ：アーリー～レイターステージのベンチャー企業</li> <li>領域：ICT、ヘルスケア、B2B、B2C 等</li> <li>地域：全世界</li> </ul>   |
|       | スキーム<br>(ファンド規模・期間・パートナー)        | <ul style="list-style-type: none"> <li>ベンチャーキャピタルファンド（21本、USD 1.25B）</li> </ul>                                                |
|       | リターン/リスクの考え方<br>(条件・返済期間)        | <ul style="list-style-type: none"> <li>優先デールサイズ：USD 5M-USD 15M</li> </ul>                                                      |
| 手法    | 提供メニュー                           | <ul style="list-style-type: none"> <li>セカンダリー投資（オープンマーケット、プライベート）、プライマリ投資、PE成長投資</li> </ul>                                    |
|       | 関与<br>(ソーシング・DD<br>モニタリング・ハンズオン) | -                                                                                                                              |
| 実績    | 金額・件数                            | <ul style="list-style-type: none"> <li>AUM：USD 189.66M</li> <li>542社（EXIT421社）</li> </ul>                                      |
|       | ベンチャー企業                          | <ul style="list-style-type: none"> <li>Facebook, astex, innovia, chegg 等</li> </ul>                                            |

## W Capital Partners



|       |                                  |                                                                                                                                                      |
|-------|----------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 概要    |                                  | <ul style="list-style-type: none"> <li>2001年に設立された、ニューヨークに本拠を置き、PE/VCセカンダリー投資を専門とするPEファーム。</li> <li>バイアウト、成長株式、資本増強、メザニン投資のセカンダリー取引を主に実施。</li> </ul> |
| 方針・戦略 | 領域<br>(エリア・ステージ・インダストリー・投資対象)    | <ul style="list-style-type: none"> <li>ステージ：アーリー～レイターステージのベンチャー企業</li> <li>領域：ICT、B2B、ヘルスケア、B2C 等</li> <li>地域：米国、ヨーロッパ</li> </ul>                    |
|       | スキーム<br>(ファンド規模・期間・パートナー)        | <ul style="list-style-type: none"> <li>バイアウトファンド（12本）</li> </ul>                                                                                     |
|       | リターン/リスクの考え方<br>(条件・返済期間)        | <ul style="list-style-type: none"> <li>優先デールサイズ：USD 20M-200M</li> </ul>                                                                              |
| 手法    | 提供メニュー                           | <ul style="list-style-type: none"> <li>バイアウト/LBO、グロースキャピタル、メザニン、リキャピタライゼーション、セカンダリー</li> </ul>                                                       |
|       | 関与<br>(ソーシング・DD<br>モニタリング・ハンズオン) | -                                                                                                                                                    |
| 実績    | 金額・件数                            | <ul style="list-style-type: none"> <li>AUM：USD 1.54B</li> <li>50社強</li> </ul>                                                                        |
|       | ベンチャー企業                          | <ul style="list-style-type: none"> <li>Billtrust, bloomreach, credit karma, Idera, Inc. 等</li> </ul>                                                 |

出所：Pitchbook、W Capital Partnersを基に作成

出所：Pitchbook、Saints Capital HPを基に作成

# 非上場セカンダリー市場大手のうちLexington Partners、HarbourVest PartnersなどはVCセカンダリーにも積極的に取り組んでいる

## Lexington Partners

|       |                               |                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
|-------|-------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 概要    |                               | <ul style="list-style-type: none"> <li>1994年に設立されたニューヨークに本拠を置く非上場セカンダリー市場大手の一つ。</li> <li>投資家には40カ国以上の、1,000を超える主要な公的年金基金および企業年金基金、保険会社、金融機関、基金、財団、ファミリーオフィスが含まれる。</li> <li>ニューヨーク、メンロパーク、カリフォルニア、ロンドン、香港、サンチアゴ、サンパウロ、ルクセンブルクにオフィスを持つ</li> <li>2022年にFranklin Templetonに買収される</li> </ul> |
| 方針・戦略 | 領域<br>(エリア・ステージ・インダストリー・投資対象) | <ul style="list-style-type: none"> <li>ステージ：レイター、グロス</li> <li>領域：多領域</li> <li>地域：米国、ヨーロッパ、カナダ、アジア、南米</li> </ul>                                                                                                                                                                         |
|       | スキーム<br>(ファンド規模・期間・パートナー)     | <ul style="list-style-type: none"> <li>1990年以来、総資本USD 55Bを超える20のセカンダリーファンドと10の共同投資ファンドを組成</li> </ul>                                                                                                                                                                                    |
|       | リターン/リスクの考え方<br>(条件・返済期間)     |                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
| 手法    | 提供メニュー                        | <ul style="list-style-type: none"> <li>バイアウト/LBO、ベンチャーキャピタル、グロースキャピタル</li> </ul>                                                                                                                                                                                                        |
|       | 関与<br>(ソーシング・DD・モニタリング・ハンズオン) | -                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
| 実績    | 金額・件数                         | <ul style="list-style-type: none"> <li>AUM：USD 59.35B</li> <li>800社+</li> </ul>                                                                                                                                                                                                         |
|       | ベンチャー企業                       | <ul style="list-style-type: none"> <li>PowerVision, Forcepoint 等</li> </ul>                                                                                                                                                                                                             |

## HarbourVest Partners

|       |                               |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
|-------|-------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 概要    |                               | <ul style="list-style-type: none"> <li>1982年に設立されたボストンを拠点とするPEファーム。米国、ヨーロッパ、中東、アジアに12か所のオフィスを構える。</li> <li>プライマリー、セカンダリー、共同投資、インフラ・実物資産、プライベートクレジット投資を実施。</li> <li>セカンダリー取引実績は400件を超え、投資額はUSD 41Bを超える。GP主導型のファンドの再構成も含め多数の実績あり。</li> <li>セカンダリー投資はプライマリー投資と比較してリスクが低いと考えられているため、年金基金や財団といった長期で低リスクの安定志向のLPが多い。</li> </ul> |
| 方針・戦略 | 領域<br>(エリア・ステージ・インダストリー・投資対象) | <ul style="list-style-type: none"> <li>ステージ：レイター、グロス</li> <li>領域：他分野</li> <li>地域：アメリカ、アジア、ヨーロッパ、中東、アフリカ、大洋州</li> </ul>                                                                                                                                                                                                    |
|       | スキーム<br>(ファンド規模・期間・パートナー)     | <ul style="list-style-type: none"> <li>バイアウトファンド（88本、USD 82.66B）</li> <li>ベンチャーキャピタルファンド（13本、USD 9.13B）</li> <li>セカンダリーファンド（7本、USD 1.85B、100%セカンダリー） 等</li> </ul>                                                                                                                                                         |
|       | リターン/リスクの考え方<br>(条件・返済期間)     | <ul style="list-style-type: none"> <li>優先ディールサイズ：USD 5M-USD 40M</li> <li>ステージや領域等々に鑑みて、ポートフォリオを構成。</li> <li>PE領域における初期投資リスクヘッジやVC領域における短期間の財務リターン獲得を目的にセカンダリー投資を実施。セカンダリーファンドはより日和見的なスタンスで投資を実行</li> </ul>                                                                                                                |
| 手法    | 提供メニュー                        | <ul style="list-style-type: none"> <li>バイアウト/LBO、ベンチャーキャピタル、グロースキャピタル、アドオン、メザニン</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                |
| 実績    | 金額・件数                         | <ul style="list-style-type: none"> <li>AUM：USD 98B</li> <li>1,605社（EXIT371社）</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                   |
|       | ベンチャー企業                       | <ul style="list-style-type: none"> <li>Exxelia, CareCentrix, MeidFox 等</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                         |

# 大手資産運用会社のStepStone GroupはVCセカンダリーのパイオニアであるGreenspring Associatesを2021年9月に買収、VCセカンダリーを強化している

## StepStone Group

|       |                                              |                                                                                                                                                                                                                                                                                |
|-------|----------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 方針・戦略 | 概要                                           | <ul style="list-style-type: none"> <li>NASDAQに上場しているプライベート資本市場の投資会社。</li> <li>ファンド投資、セカンダリー投資、共同投資、直接投資を実施。</li> <li>2000年に設立されたメリーランドを拠点とする大手VCであり、VCプライマリー投資からVCセカンダリー投資までを専門としていたGreenspring Associatesを2021年9月に買収</li> </ul> <p>(下記情報はGreenspring Associatesの情報を纏めたもの)</p> |
|       | 領域<br><small>(エリア・ステージ・インダストリー・投資対象)</small> | <ul style="list-style-type: none"> <li>ステージ：アーリー～レイトーステージのベンチャー企業</li> <li>領域：サステナビリティ、エドテック、フィンテック、ヘルスケア</li> </ul>                                                                                                                                                           |
|       | スキーム<br><small>(ファンド規模・期間・パートナー)</small>     | <ul style="list-style-type: none"> <li>セカンダリーファンド（6本、USD 3.37B）</li> <li>ベンチャーキャピタルファンド（36本、USD 7.76B）</li> <li>ファンドオブファンズ（1、USD 240M）</li> </ul>                                                                                                                              |
|       | リターン/リスクの考え方<br><small>(条件・返済期間)</small>     | <ul style="list-style-type: none"> <li>優先収益：&gt;10M</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                 |
| 手法    | 提供メニュー                                       | <ul style="list-style-type: none"> <li>ファンドオブファンズ投資（アーリー、レイトー）、直接投資（シード・アーリー）、セカンダリー投資、PEバイアウト投資、PE成長投資</li> </ul>                                                                                                                                                             |
|       | 関与<br><small>(ソーシング・DD・モニタリング・ハンズオン)</small> | -                                                                                                                                                                                                                                                                              |
| 実績    | 金額・件数                                        | <ul style="list-style-type: none"> <li>AUM：USD 22B（StepStone: USD 137B）</li> <li>291社（EXIT142社）</li> </ul>                                                                                                                                                                     |
|       | ベンチャー企業                                      | <ul style="list-style-type: none"> <li>Fuse, Chewy.com, Everything But The House, Salesforce Marketing Cloud 等</li> </ul>                                                                                                                                                      |

## Greenspring Secondaries Fund IV (直近セカンダリーファンド事例)

|                                                |                                                                                                                                                                                           |
|------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 概要                                             | <ul style="list-style-type: none"> <li>元々 Greenspring Associatesが運用しており、現在は StepStone Groupが引き継いだVCセカンダリーファンド。（現在は同じファンドファミリーの新規ファンドとして StepStone VC Secondaries Fund Vがオープン中）</li> </ul> |
| サイズ                                            | <ul style="list-style-type: none"> <li>USD 800M</li> </ul>                                                                                                                                |
| ビンテージ                                          | <ul style="list-style-type: none"> <li>2020</li> </ul>                                                                                                                                    |
| ポートフォリオ                                        | <ul style="list-style-type: none"> <li>Ribbon Home, Aqua (Network Management Software), Veev, Workyard</li> </ul>                                                                         |
| 投資対象<br><small>(エリア・ステージ・インダストリー・投資対象)</small> | <ul style="list-style-type: none"> <li>ステージ：アーリー～レイトーステージ</li> <li>領域：ICT、BtoB</li> </ul>                                                                                                 |
| 運用期間<br>投資期間                                   | <ul style="list-style-type: none"> <li>10年</li> <li>5年</li> </ul>                                                                                                                         |
| キャリア<br>運用費用                                   | <ul style="list-style-type: none"> <li>20%</li> <li>0.75%</li> </ul>                                                                                                                      |
| LP<br>機関の種類                                    | <ul style="list-style-type: none"> <li>公的年金基金、企業年金基金等</li> </ul>                                                                                                                          |

# 英国ではBalderton Capital、Shackleton VenturesなどがVCダイレクト・セカンダリー投資を行っている

## Balderton Capital

|       |                                  |                                                                                                                                                                            |
|-------|----------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 概要    |                                  | <ul style="list-style-type: none"> <li>2000年に設立された、ロンドンに本拠を置くVC</li> <li>2018年に、ヨーロッパでは初とされる、テック系スタートアップの初期株主から発行済み株式を買い取るUSD 145MのLiquidity Iセカンダリーファンドを立ち上げた。</li> </ul> |
| 方針・戦略 | 領域<br>(エリア・ステージ・インダストリー・投資対象)    | <ul style="list-style-type: none"> <li>ステージ：シード～レイターステージのベンチャー企業</li> <li>領域：金融、ヘルスケア、ソフトウェア、モビリティ、フードテック等</li> <li>地域：ヨーロッパ</li> </ul>                                    |
|       | スキーム<br>(ファンド規模・期間・パートナー)        | <ul style="list-style-type: none"> <li>VCファンド（8本、USD 3.43B）</li> <li>PEファンド（1本、485M）</li> <li>セカンダリーファンド（1本、145M）</li> </ul>                                               |
|       | リターン/リスクの考え方<br>(条件・返済期間)        | <ul style="list-style-type: none"> <li>優先デールサイズ：USD 1M-60M</li> </ul>                                                                                                      |
| 手法    | 提供メニュー                           | <ul style="list-style-type: none"> <li>VC、グロースキャピタル、セカンダリー</li> </ul>                                                                                                      |
|       | 関与<br>(ソーシング・DD<br>モニタリング・ハンズオン) | -                                                                                                                                                                          |
| 実績    | 金額・件数                            | <ul style="list-style-type: none"> <li>AUM：USD 7.8B</li> <li>437件（EXIT144件）</li> </ul>                                                                                     |
|       | ベンチャー企業                          | <ul style="list-style-type: none"> <li>Cleo, flywire, Digital Surgery, aircall, VIRTUO 等</li> </ul>                                                                        |

出所：Pitchbook、Balderton Capital HPを基に作成

## Shackleton Ventures

|       |                                  |                                                                                                                                                                                                                                                  |
|-------|----------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 概要    |                                  | <ul style="list-style-type: none"> <li>2006年に設立された、ロンドンに本拠を置くVC</li> <li>セカンダリー投資を専門とし、発行済み株式の購入と同時に対象企業に追加資本を投入することが多い</li> <li>LPは、VCやその他投資ファンド、米英の個人投資家が中心であり、ICS Capital FundやInvest Capital、パリに拠点を置くClient Hello Partners（FoF）など</li> </ul> |
| 方針・戦略 | 領域<br>(エリア・ステージ・インダストリー・投資対象)    | <ul style="list-style-type: none"> <li>ステージ：シード～レイターステージのベンチャー企業</li> <li>領域：ICT、BtoB、BtoC、エネルギー、ヘルスケア 等</li> <li>地域：UK、ヨーロッパ</li> </ul>                                                                                                         |
|       | スキーム<br>(ファンド規模・期間・パートナー)        | <ul style="list-style-type: none"> <li>VCファンド（1本、USD 98.33M）</li> <li>セカンダリーファンド（3本、86.51M）</li> <li>Exitまでが短い投資が中心の為、5年間の償還期間を基本</li> </ul>                                                                                                     |
|       | リターン/リスクの考え方<br>(条件・返済期間)        | <ul style="list-style-type: none"> <li>優先デールサイズ：平均USD 25M</li> <li>ポートフォリオを分散させると共に、投資先は同社が専門性を有しているセクターに絞っている</li> </ul>                                                                                                                        |
| 手法    | 提供メニュー                           | <ul style="list-style-type: none"> <li>VC、セカンダリー</li> </ul>                                                                                                                                                                                      |
|       | 関与<br>(ソーシング・DD<br>モニタリング・ハンズオン) | <ul style="list-style-type: none"> <li>Exitプロセス全体像の策定などを提供。取締役を引き受けて、内部からExitに向けたサポートを提供</li> <li>不採算事業の売却や、経営陣の解雇も実施する</li> </ul>                                                                                                               |
| 実績    | 金額・件数                            | <ul style="list-style-type: none"> <li>AUM：USD 1.4B</li> <li>64件（42件）</li> </ul>                                                                                                                                                                 |
|       | ベンチャー企業                          | <ul style="list-style-type: none"> <li>FinLeap, Gorilla, TruTac, Macalla 等</li> </ul>                                                                                                                                                            |

出所：Pitchbook、Shackleton Ventures HPを基に作成

# 英国では最大手Coller CapitalやHollyport CapitalなどがVCセカンダリーにも積極的に取り組んでいる

## Coller Capital

|       |                               |                                                                                                                                          |
|-------|-------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 概要    |                               | <ul style="list-style-type: none"> <li>1990年に設立された英国ロンドンに本拠を置く、非上場セカンダリー市場大手の一つ。</li> <li>ロンドン、ニューヨーク、香港、韓国にオフィスを持つ。</li> </ul>          |
| 方針・戦略 | 領域<br>(エリア・ステージ・インダストリー・投資対象) | <ul style="list-style-type: none"> <li>ステージ：レイター、グロス</li> <li>領域：ICT、金融、B2B、B2C 等</li> <li>地域：米国、カナダ、ヨーロッパ、中東、アフリカ、アジア、南米、大洋州</li> </ul> |
|       | スキーム<br>(ファンド規模・期間・パートナー)     | <ul style="list-style-type: none"> <li>セカンダリー（8本、USD 30.15B）</li> <li>バイアウト（1本、USD 270M）</li> </ul>                                      |
|       | リターン/リスクの考え方<br>(条件・返済期間)     | <ul style="list-style-type: none"> <li>優先ディールサイズ：USD 1M-USD 1B</li> </ul>                                                                |
| 手法    | 提供メニュー                        | <ul style="list-style-type: none"> <li>バイアウト/LBO、ベンチャーキャピタル、グロースキャピタル</li> </ul>                                                         |
|       | 関与<br>(ソーシング・DD・モニタリング・ハンズオン) | -                                                                                                                                        |
| 実績    | 金額・件数                         | <ul style="list-style-type: none"> <li>AUM：USD 26B</li> </ul>                                                                            |
|       | ベンチャー企業                       | <ul style="list-style-type: none"> <li>H&amp;M Distribution Group, AvantStay, Exterro, Wireless Logic 等</li> </ul>                       |

## Hollyport Capital

|       |                               |                                                                                                                                                     |
|-------|-------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 概要    |                               | <ul style="list-style-type: none"> <li>2006年に設立された、ロンドンに本拠を置くセカンダリーバイヤー</li> <li>テールエンドのポートフォリオを取得することに重点を置き、投資家がレガシーポートフォリオを実現できるように支援。</li> </ul> |
| 方針・戦略 | 領域<br>(エリア・ステージ・インダストリー・投資対象) | <ul style="list-style-type: none"> <li>ステージ：レイターステージのベンチャー企業</li> <li>領域：ICT, B2C 等</li> <li>地域：ヨーロッパ、北米、新興国</li> </ul>                             |
|       | スキーム<br>(ファンド規模・期間・パートナー)     | <ul style="list-style-type: none"> <li>セカンダリーファンド（9本、2B）</li> </ul>                                                                                 |
|       | リターン/リスクの考え方<br>(条件・返済期間)     | -                                                                                                                                                   |
| 手法    | 提供メニュー                        | <ul style="list-style-type: none"> <li>セカンダリー</li> </ul>                                                                                            |
|       | 関与<br>(ソーシング・DD・モニタリング・ハンズオン) | -                                                                                                                                                   |
| 実績    | 金額・件数                         | <ul style="list-style-type: none"> <li>AUM：USD 4.7B</li> <li>3件（1件）</li> </ul>                                                                      |
|       | ベンチャー企業                       | <ul style="list-style-type: none"> <li>Invoca, Conversica, Sauflon Pharmaceuticals</li> </ul>                                                       |

# 目次

|                                       |     |
|---------------------------------------|-----|
| 本調査の背景と仮説                             | 4   |
| 本調査のサマリ                               | 14  |
| 第一章 未上場スタートアップに対するリスクマネー供給の米国・英国の実態調査 |     |
| 1. 政府系VCの活動状況                         | 16  |
| 2. シード・プレシードにおける投資状況                  | 51  |
| 3. セカンダリー市場の状況                        | 83  |
| 4. ベンチャー融資の状況                         | 136 |
| Appendix                              |     |
| 米国の市場・需要に向けた政策的支援の事例                  | 187 |

■ 本報告書に記載されている情報は、公開情報とともにヒアリング等で第三者から提供を頂いた情報も含まれています。これらの情報自体の妥当性・正確性については、デロイト トーマツベンチャーサポート株式会社（以下、「弊社」）では責任を負いません。また、内容の採否や使用方法については、経済産業省（以下、「貴省」）自らの責任で判断を行うものとします。

■ 本報告書における分析手法は、多様なものがありうる中での一つを採用したに過ぎず、その正確性に関して、弊社がいかなる保証を与えるものではありません。



## 4. ベンチャー融資の状況

### サマリ

- ベンチャー融資は2022年に米国で約USD 30B、英国で約USD 6Bがスタートアップ市場に供給されており、エクイティによる資金供給量に対して10-20%程を占めている。
  - 米英ではベンチャー融資は増加傾向であり、2020年以降では1件当たりの融資額が拡大傾向にある。融資提供が多い地域やインダストリーはエクイティと共通しており、エクイティ調達の補完的な位置づけであることが伺える。
  - 貸し手別の傾向としては、大手メガバンク、投資銀行は新型コロナウイルスへの経済対策として実施された中小企業ローンの提供が一定割合を占める点、単独よりも複数社と共同で規模の大きな融資を実施する傾向がある。
- また、米英双方とも政府機関（SBA、BBB）の役割が大きい。
  - 米国ではSBAが融資保証を金融機関に提供することで融資のリスクを軽減し、金融機関による中小企業・スタートアップへの融資を促進している。SBAによる保証付ローンの主力は7(a)loanであり、創業目的で利用する企業が約35%と高い割合を占めている。その他SBAによる融資プログラムとして504 loan、Microloan、SBIC Program、Disaster loanが挙げられる。
  - 英国においてはBBBが融資プログラムの根幹を担っており、Start-Up Loans、ENABLE Guarantee Programme、Enterprise Finance Guaranteeといった融資プログラムを提供している。Start-Up Loansは創業期の事業者向けに個人向け低金利融資に加え、融資以外にも事業計画書の作成支援やメンタリングの機会を提供している。また、BBBのプログラムに加え、銀行が中小企業への融資を断る際に、当該企業を他の金融業者とマッチングを行うプラットフォームを紹介することを義務付けるBank Referral Schemeや、他の金融機関の基準に適合しない事業者への融資を専門とする非営利金融機関Community Development Finance Institutionsといった代替手段が確保されている。
- 一方、民間の金融機関には政府による債務保証に頼らないプレイヤーも存在する。こういったプレイヤーは独自の戦略と手法をもって案件組成とリスクマネジメントを実践し、大企業への融資と比較してリスクが高いとされるスタートアップ融資においても収益を確保している。

- ① **ベンチャー融資市場概観と金融機関の動向**
- ② **ベンチャー融資に係る政府の動向**

# ベンチャー融資はエクイティ調達に補完的な位置づけであり、金額は最大でもエクイティ調達金額の25-35%程度。貸し手は見返りとしてワラント、金利、手数料を得る

## ベンチャー融資の概要

|    |      |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
|----|------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 概要 |      | <ul style="list-style-type: none"><li>スタートアップの資金調達手法の一つ。スタートアップの資金調達においては、その金額規模に鑑みて、VCからの調達の補完的な位置づけとされている。</li><li>融資はエクイティ調達ラウンドと同時に直後に実施されることも多く、金額は最大でも当該ラウンドの調達金額の25-35%程度となることが一般的。25-35%に抑えられるのは、出資金が事業成長でなく融資の返済に使われることに抵抗を感じるVCが多いため、融資の比率が高いと次回以降のラウンドの資金調達難易度が上がってしまうためとされている。</li><li>領域については、SaaS領域はリカーリングモデルのため収益が見込みやすく、状況に合わせたコスト削減も柔軟に対応できるためベンチャー融資提供者にとっては親和性の高い領域である。また、DeepTechについては、見方が分かれており、収益化まで時間がかかるため融資に向いていないという見方と、設備を担保にしたリスク回避が出来るため適切であるとの見方が存在する。</li></ul> |
| 収益 | ワラント | <ul style="list-style-type: none"><li>エクイティとデッド双方の性質を持った融資手法。</li><li>資金の貸手に対して、有効期間中（通常10-15年）に一定の価額での株式発行を約束する。</li><li>価額は通常、発行時のバリュエーションに基づき設定され、以降は、最新ラウンド時のバリュエーションにリンクする。</li><li>ワラントカバレッジは10-20%、行使された場合の株式の放出は1-2%が一般的とされている。</li></ul>                                                                                                                                                                                                                                              |
|    | 金利   | <ul style="list-style-type: none"><li>定期的に支払われる利息。</li><li>通常、利息のみの返済期間（通常6-18カ月）を経て元本の返済が始まり、3-4年かけて返済されるのが一般的とされる。</li><li>金利は米国であれば、FRBやWSJのプライムレートを基に設定される。一般的な融資と比べれば金利が高いとの見方もあるが、それはスタートアップへの融資提供のリスクの高さを補うためである。また、直接融資は相対的には安く、デットファンドなどファンドからの場合は相対的に高くなる傾向がある。</li></ul>                                                                                                                                                                                                            |
|    | 手数料  | <ul style="list-style-type: none"><li>諸手続きの手数料収入。</li></ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |

\*1：金融機関が債務者に対して貸付を行う際に付与する条件の一種。債務者の財政状況が事前に定めた基準条件を下まわった際、債務者は期限の利益を喪失し、債権者に対して即座に貸付金の返済を行うよう定めた条項

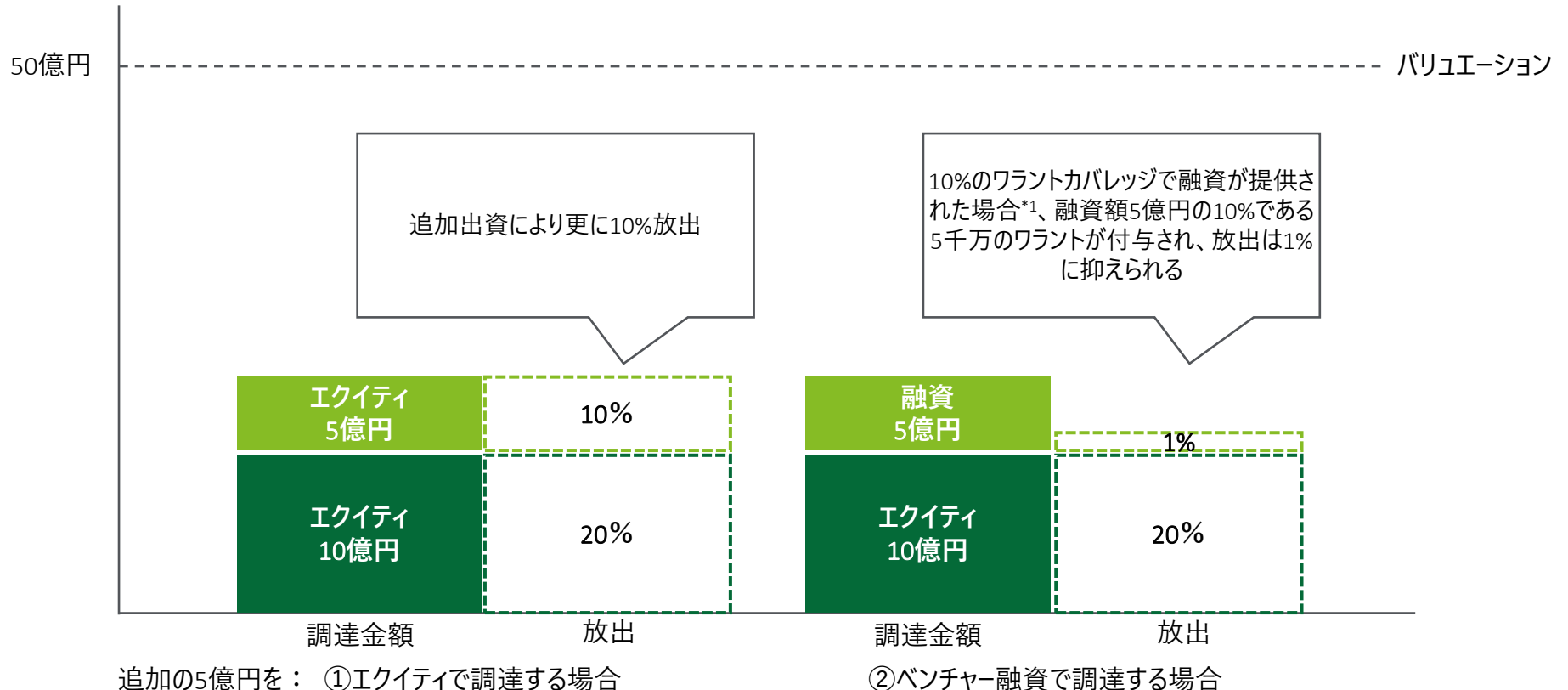
出所：Silicon Valley Bank、野村資本市場研究所、Flow Capital、Atomico、インタビューを基に作成

# ワラントはベンチャー融資の提供者にとって大きな収益となり得る一方、スタートアップにとってはエクイティと比べて希薄化を大きく抑えられる条件となっている

## ベンチャー融資におけるワラントと希薄化

(ケース)

- スタートアップA社がバリュエーション50億円で、15億円の資金調達を進めている。
- 10億円までは、VCからの資金調達で目途が立ったが、残り5億円をエクイティか融資での調達にて検討している。



\*1：Flow Capitalによると、ワラントカバレッジは10-20%、行使された場合の株式の放出は1-2%が一般的とされている

# ベンチャー融資の主な意義は、広義には成長資金の確保であるが、狭義には経営権の維持とランウェイの延長である

## ベンチャー融資の主な意義



経営権の維持

- 希薄化の回避
  - エクイティでの資金調達と比べると低コストでの資金調達が可能である。
  - 融資提供者の主な対価はワラント、利息、手数料であり、株の（大きな）希薄化を防ぐことが出来る。
- 議席や議決権の保持
  - 融資提供者には通常、取締役会の議席や議決権を提供しない為、その観点においても経営の支配権を維持することが出来る。



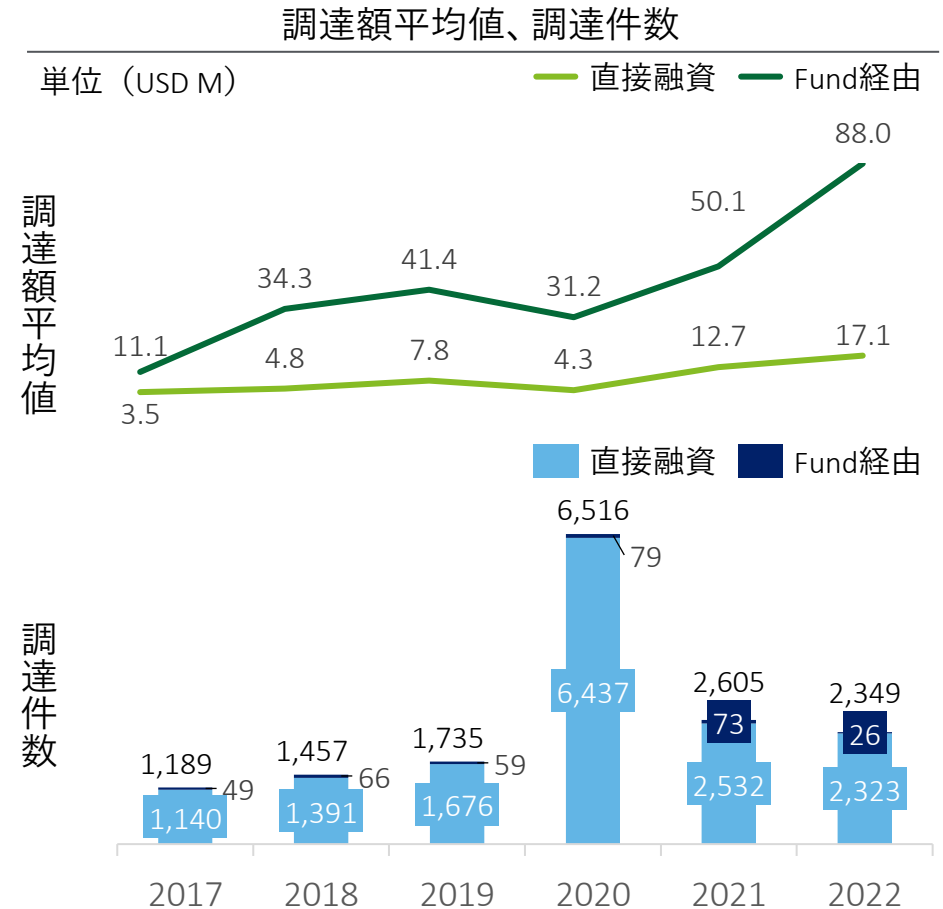
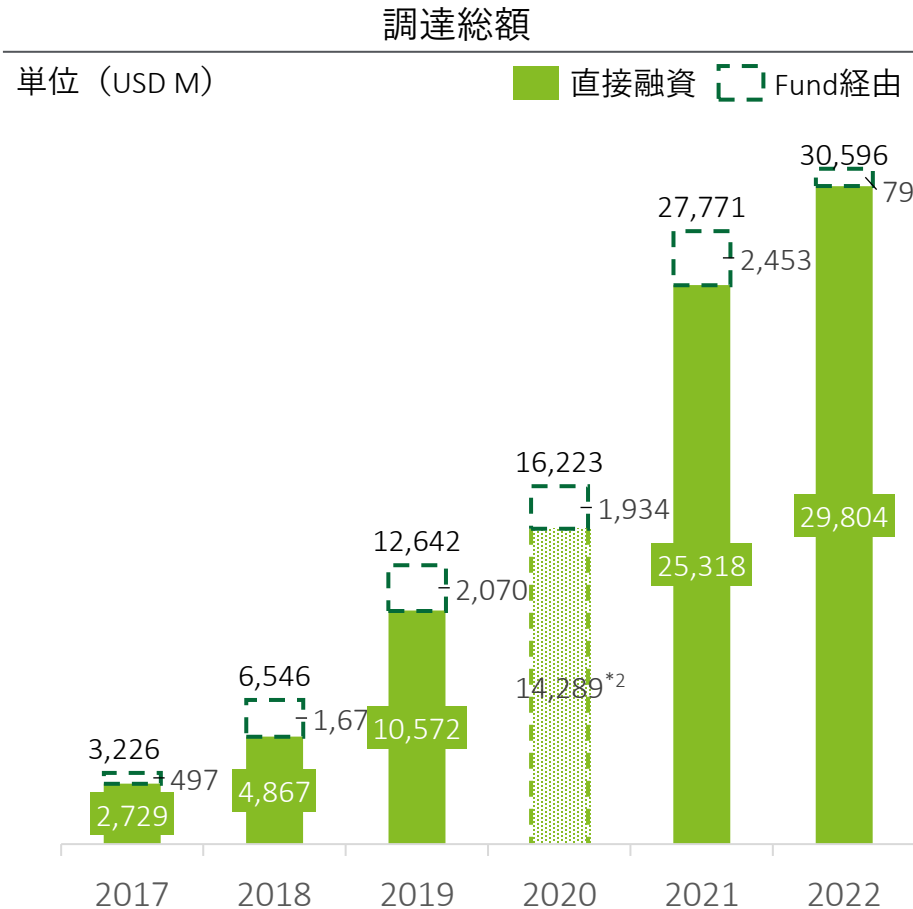
ランウェイの延長

- ブリッジファイナンス
  - 次のラウンドやマイルストーンに向けたランウェイの延長を目的にベンチャー融資が活用されるケースも多い。
  - 事業を拡大させバリュエーションをより高くできたタイミングで、次のエクイティ調達ラウンドを迎える事が出来、その結果として、希薄化も抑えられる。
  - 財務制限条項が条件に付かないケースもあり、その場合は獲得した資金は確実に手元に置く事が出来る。
  - 直近ではダウンラウンドを避けたいスタートアップがベンチャー融資を活用するケースもみられる。

# 直接融資が調達額規模、件数ともに大きい。2020年以降、件数は減少傾向だが1件当たり調達額の拡大に伴い、調達総額は上昇

## ベンチャー調達総額、平均値、件数推移\*1

 米国



\*1：各対象は下記の通り

直接融資対象：直接提供された融資の内、Pitchbook上にてVC/Accelerator/Angel -Backedに分類された企業への融資を対象に集計、ファンド経由対象：Debt Fundの内、Venture Debtに分類されたファンドから融資が行われたディールを対象。調達総額については、共にラウンドへ参加したエクイティFundからの調達額も含まれるため、参考値

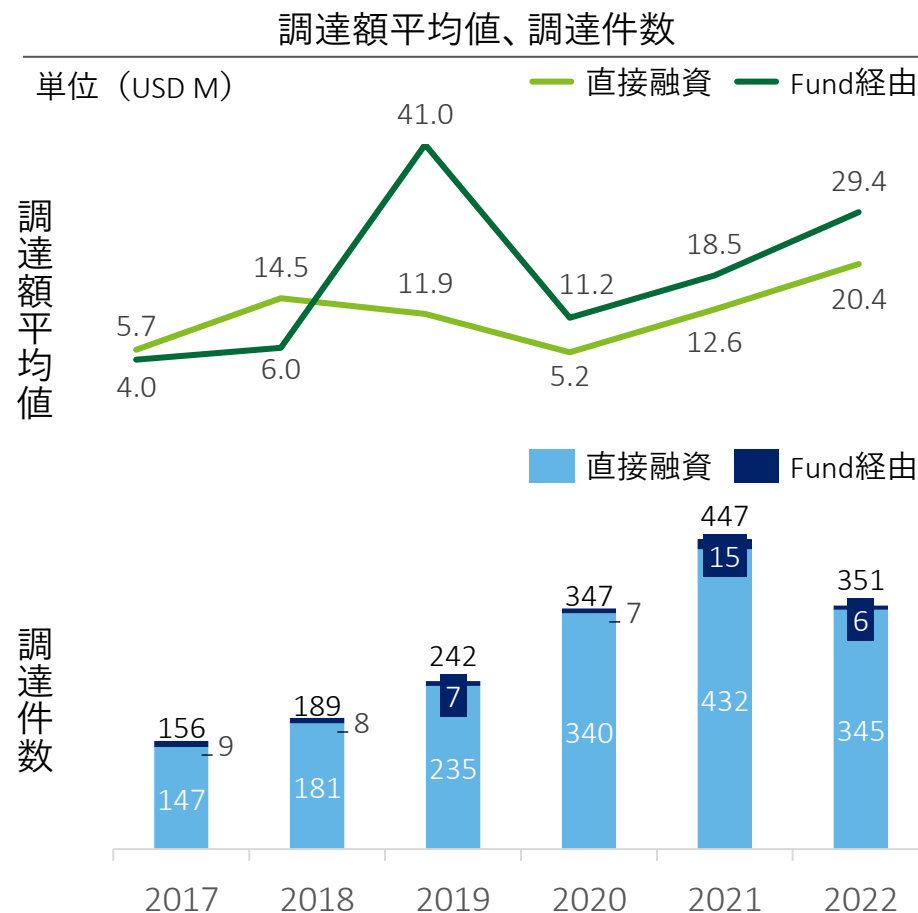
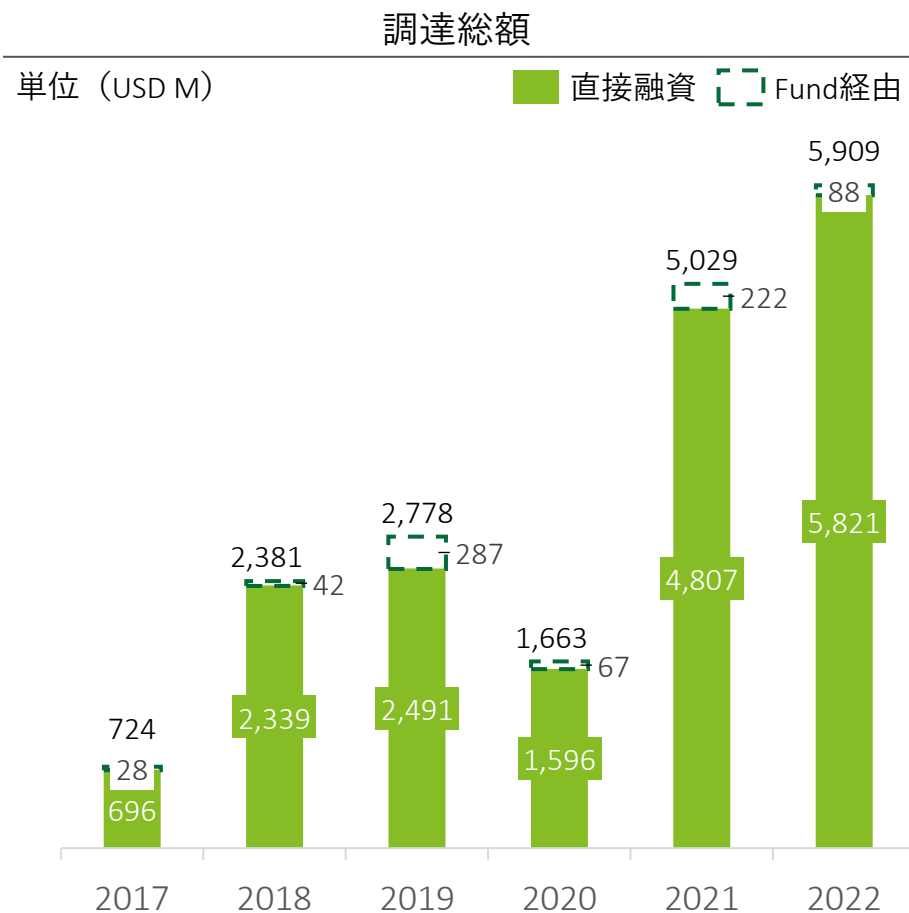
\*2：2020年の融資総額は融資額が公表されない直接融資件数が約半数を占めるため、参考値

出所：PitchBookを基に作成

# 米国同様の動き。直接融資が調達額規模、件数ともに大きい。直近2021～2022年においては、件数は減少するも1件当たり調達額の拡大に伴い、調達総額は上昇

## ベンチャー調達総額、平均値、件数推移\*1

英国



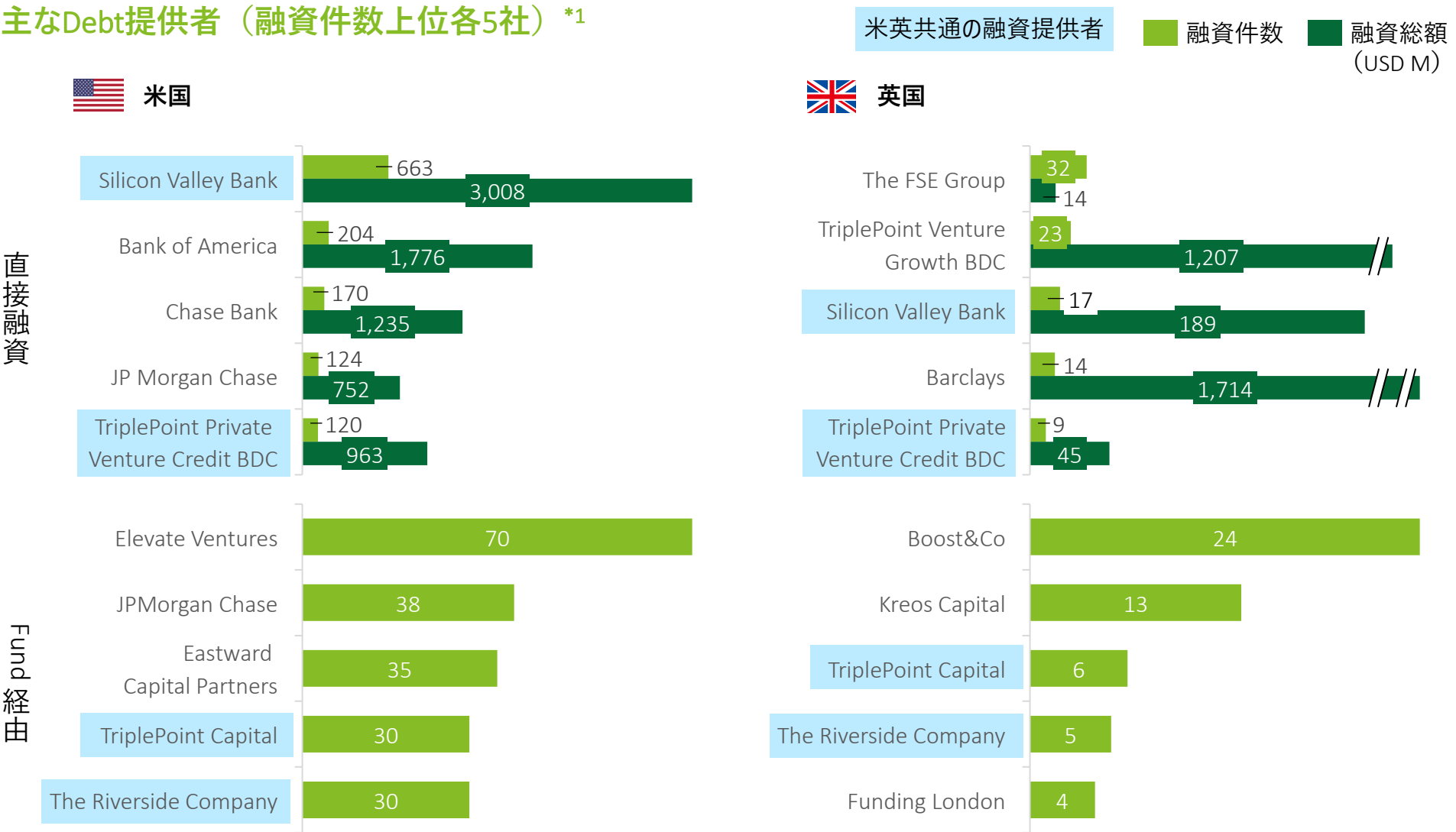
\*1：各対象は下記の通り

直接融資対象：直接提供された融資の内、Pitchbook上にてVC/Accelerator/Angel -Backedに分類された企業への融資を対象に集計、ファンド経由対象：Debt Fundの内、Venture Debtに分類されたファンドから融資が行われたディールを対象。調達総額については、共にラウンドへ参加したエクイティFundからの調達額も含まれるため、参考値である

出所：PitchBookを基に作成

# 融資件数上位には英米で共通するプレイヤーがいる。直接融資においては融資件数と融資総額が必ずしも比例しておらず、注力ステージの違いによる可能性が伺える

## 主なDebt提供者（融資件数上位各5社） \*1



\*1：対象期間: 2017/1/1～2022/12/31 各国に本社を持つスタートアップ（Pitchbook上でVC/Accelerator/Angel -Backedに該当する企業）を対象に集計  
出所：PitchBookを基に作成

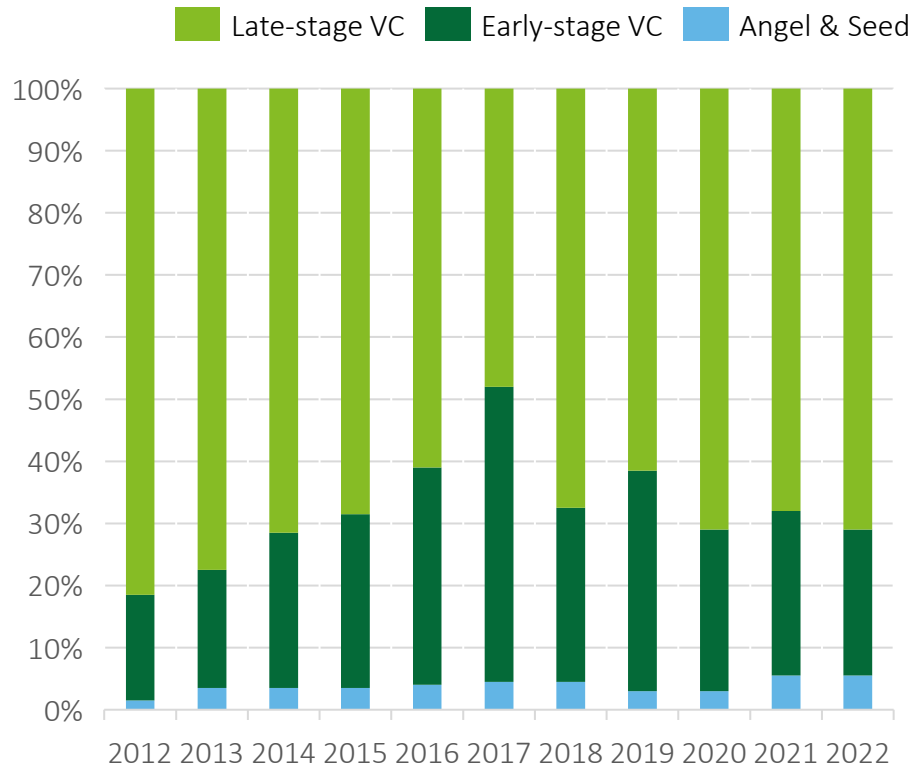


調達額、件数共にレイターズステージが主となっている。エンジェル・シード期においても調達額としては小さいが、調達件数は20-30%と一定の規模を占めている

## ステージ別のDebt活用状況\*1

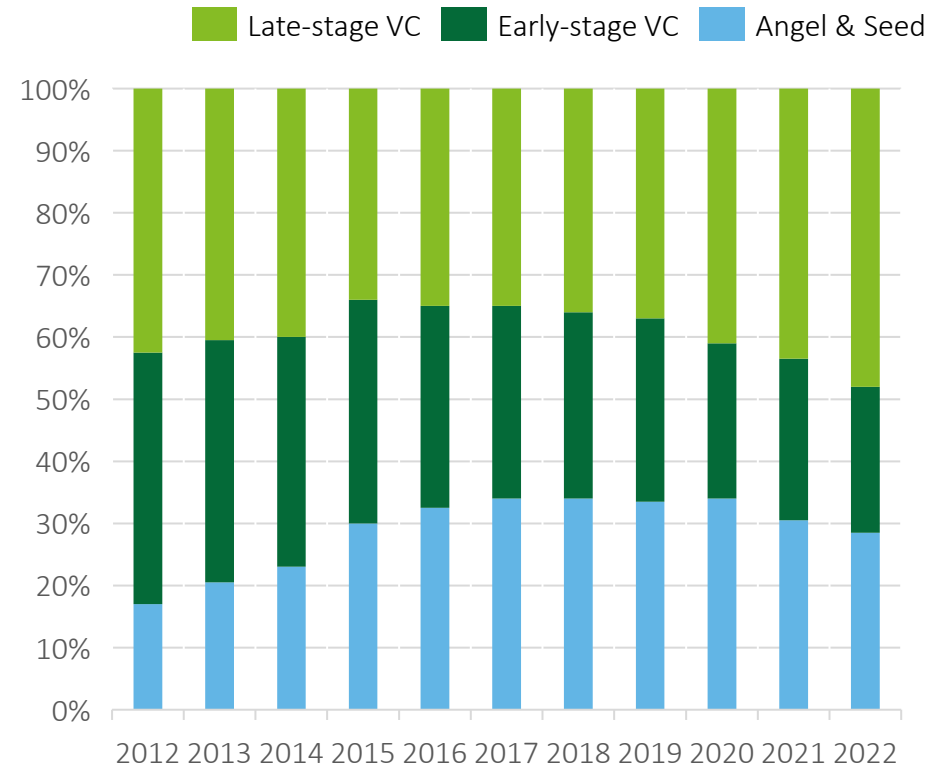


ステージ別Venture Debt調達額構成比



調達額の約70%はLate-stageが対象

ステージ別Venture Debt調達件数構成比



Angel & Seedの調達件数が20-30%と一定規模を占める

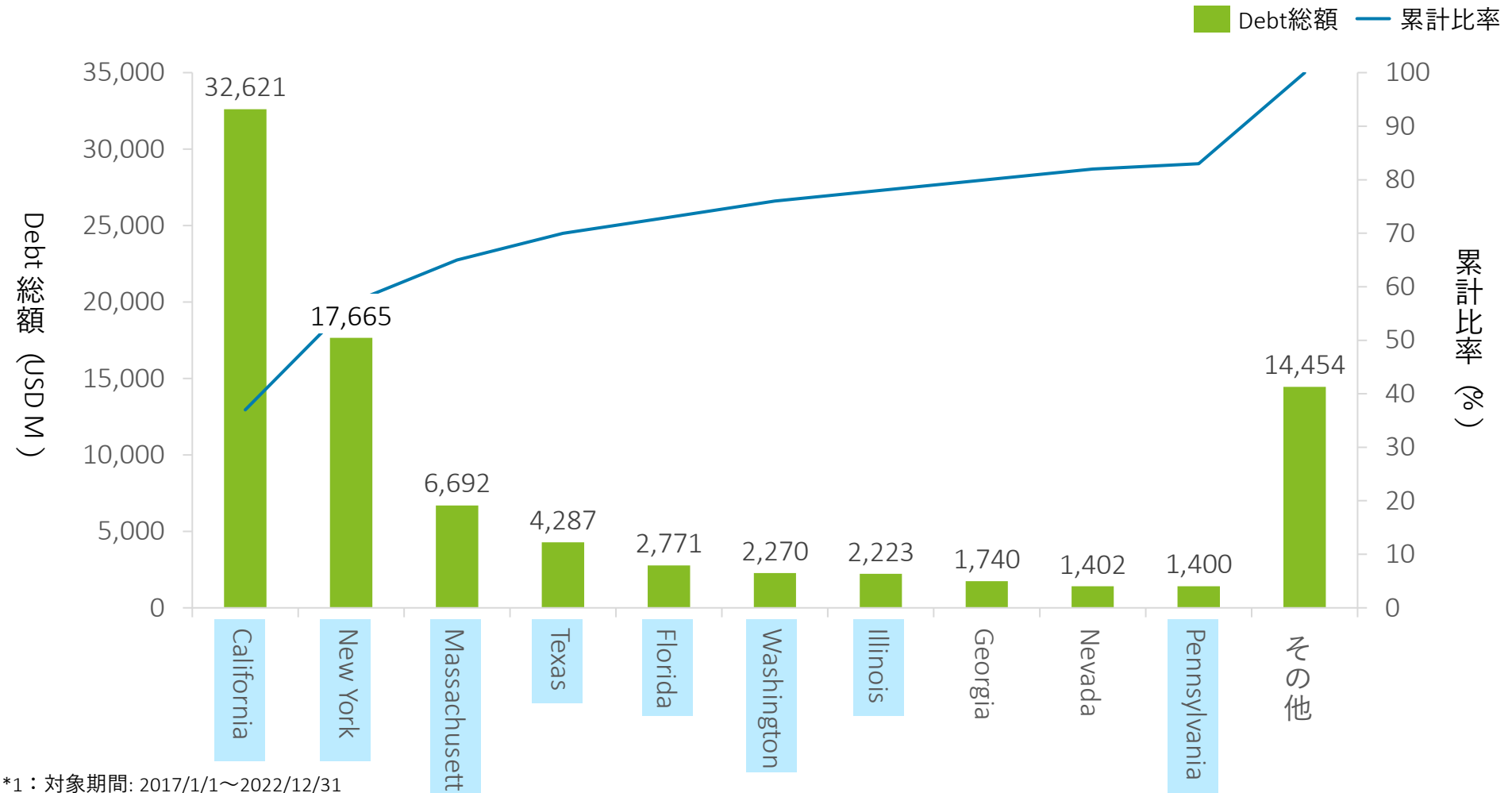
\*1：2022年は9月30日までのデータが対象

出所：PitchBook、NVCA「PitchBook-NVCA venture Monitor Q3 2022」を基に作成

# CA、NY、MA、TXなどSUエコシステムが発達している地域がDebt調達額上位を占める

州別Debt調達額Top10（直接融資のみ）\*1

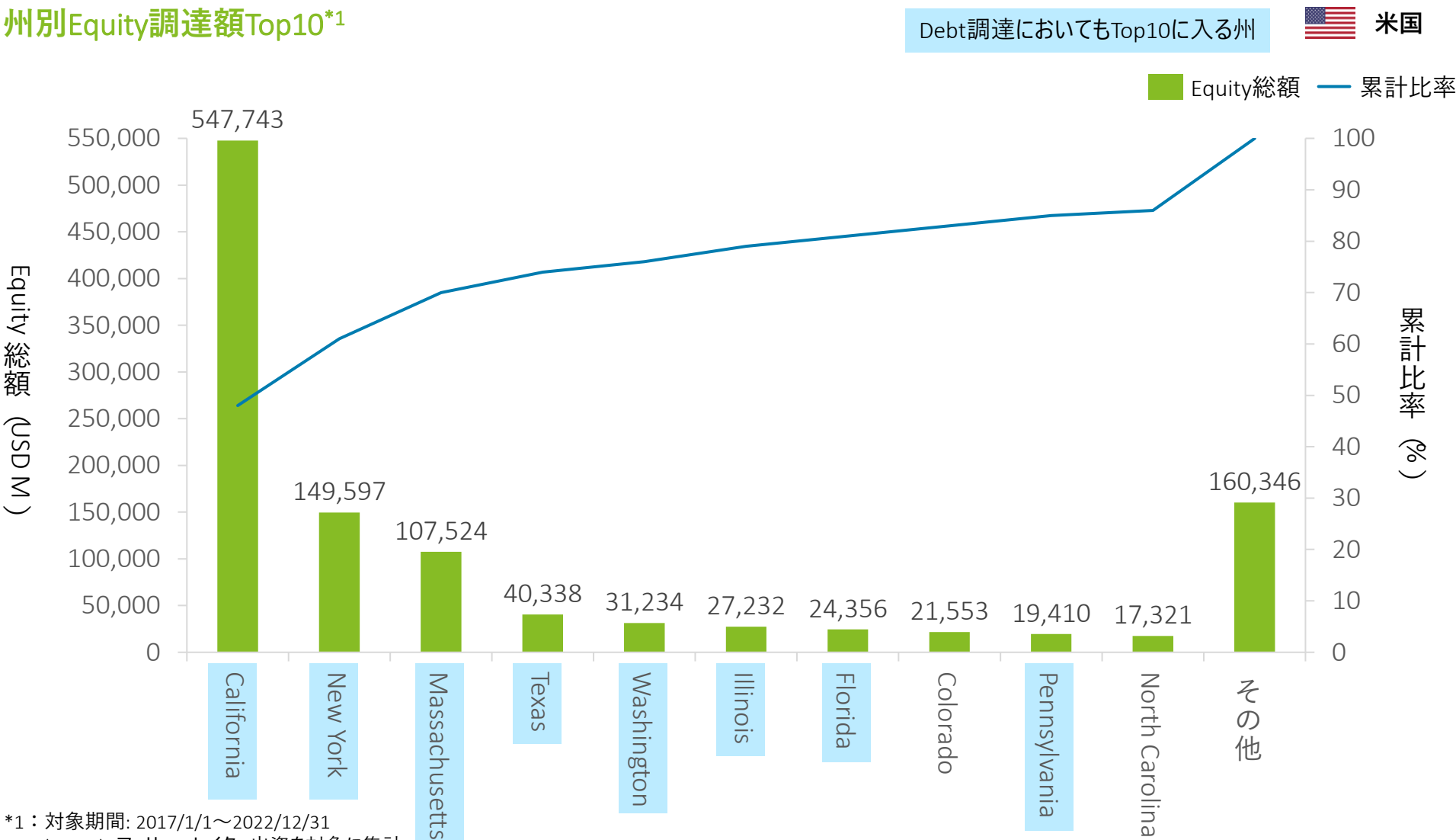
Equity調達においてもTop10に入る州  米国



\*1：対象期間: 2017/1/1～2022/12/31  
直接融資のみを対象に集計  
出所：PitchBookを基に作成

# Top10の内8州がDebt調達Top10に入っており、Equity調達の多い地域にDebtも供給されている

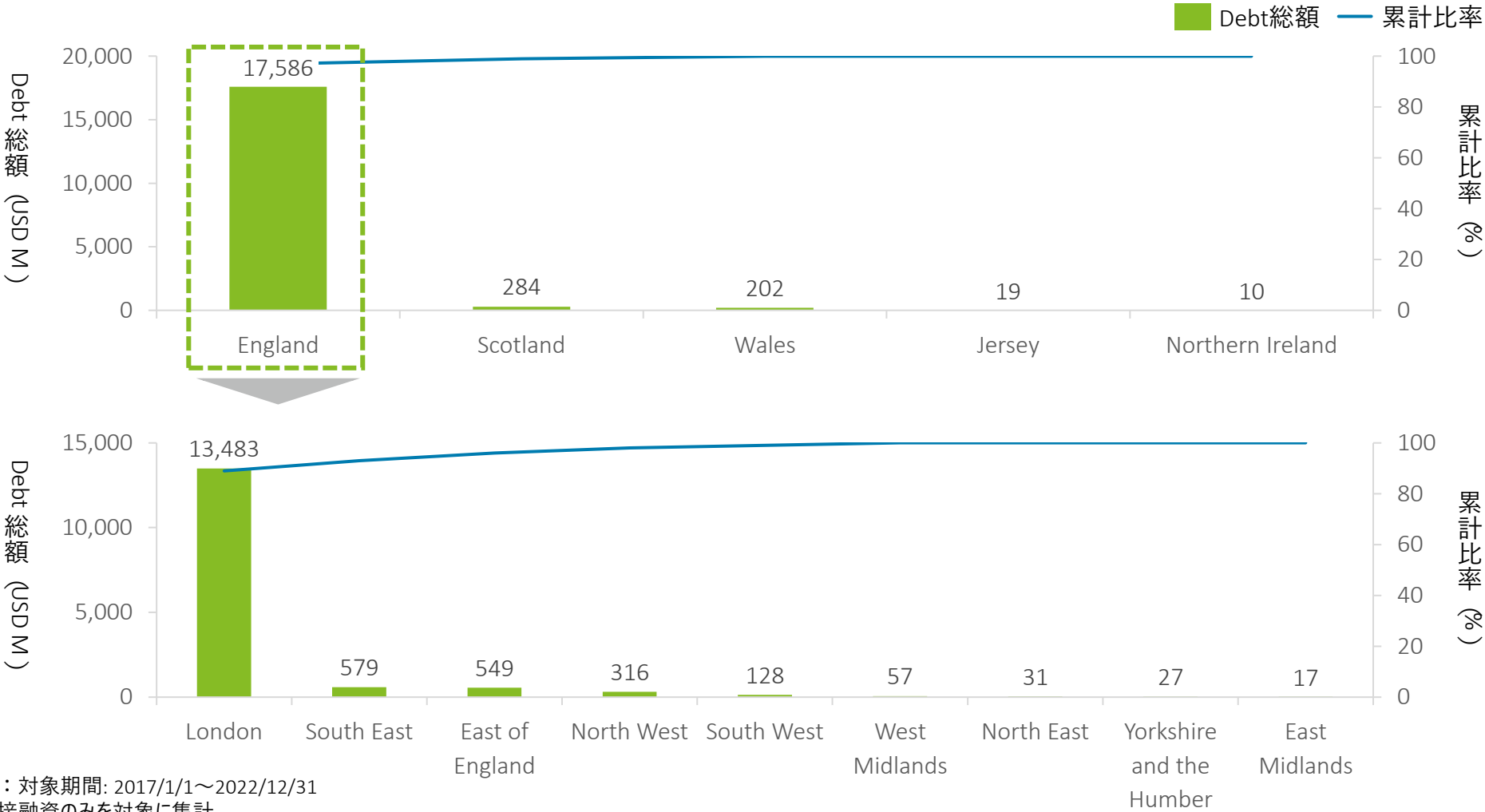
州別Equity調達額Top10\*1



\*1：対象期間: 2017/1/1～2022/12/31  
Angel、Seed、アーリー～レイター出資を対象に集計  
出所：PitchBookを基に作成

# 英国におけるDebt調達はロンドンに集中している

## 地域別Debt調達額\*1

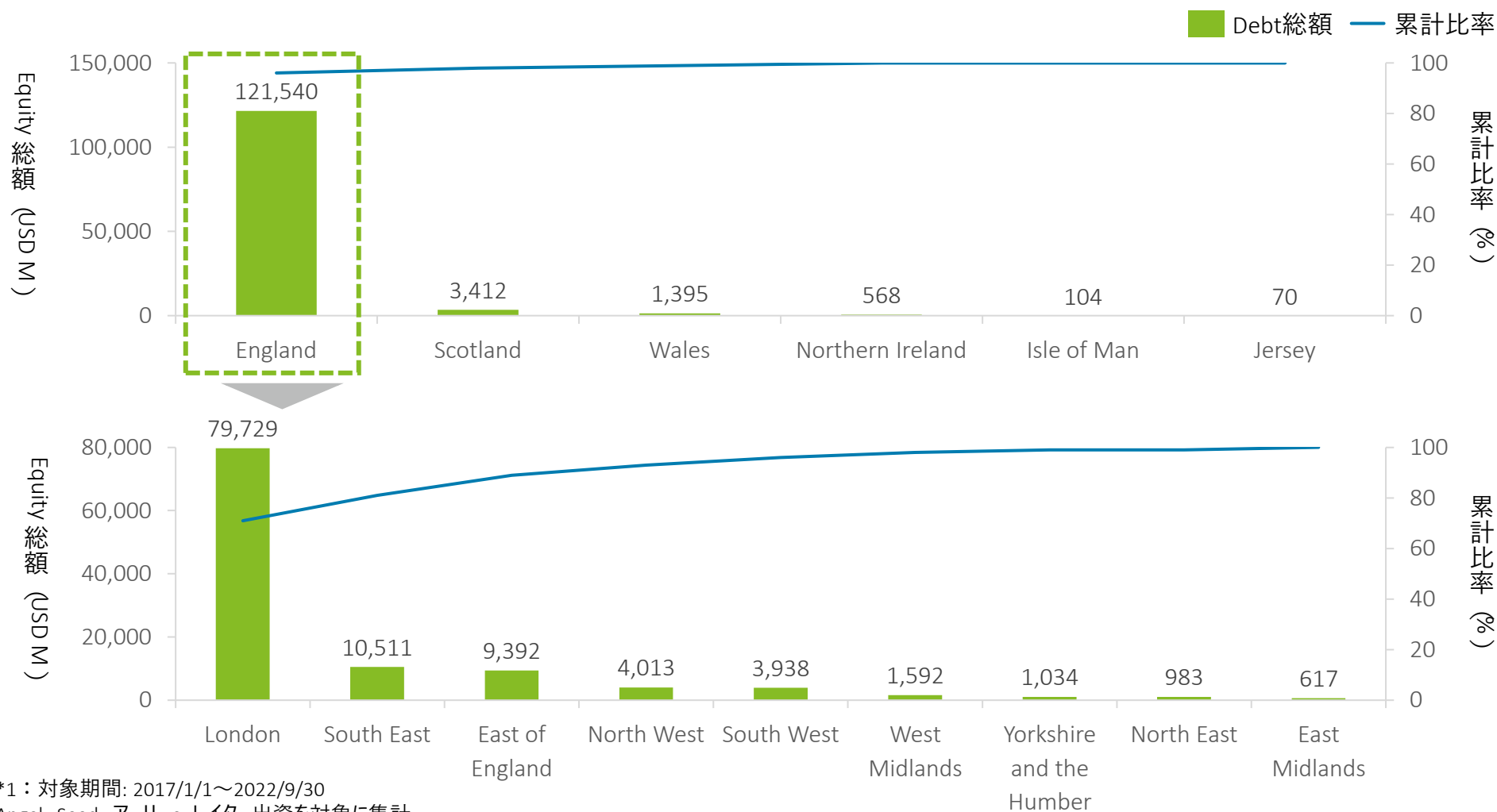


\*1：対象期間: 2017/1/1～2022/12/31  
直接融資のみを対象に集計  
出所：PitchBookを基に作成

# 英国におけるEquity調達もDebt同様、ロンドンに集中している

## 地域別Equity調達額\*1

英国



\*1: 対象期間: 2017/1/1~2022/9/30  
 Angel、Seed、アーリー〜レイター出資を対象に集計  
 出所: PitchBookを基に作成

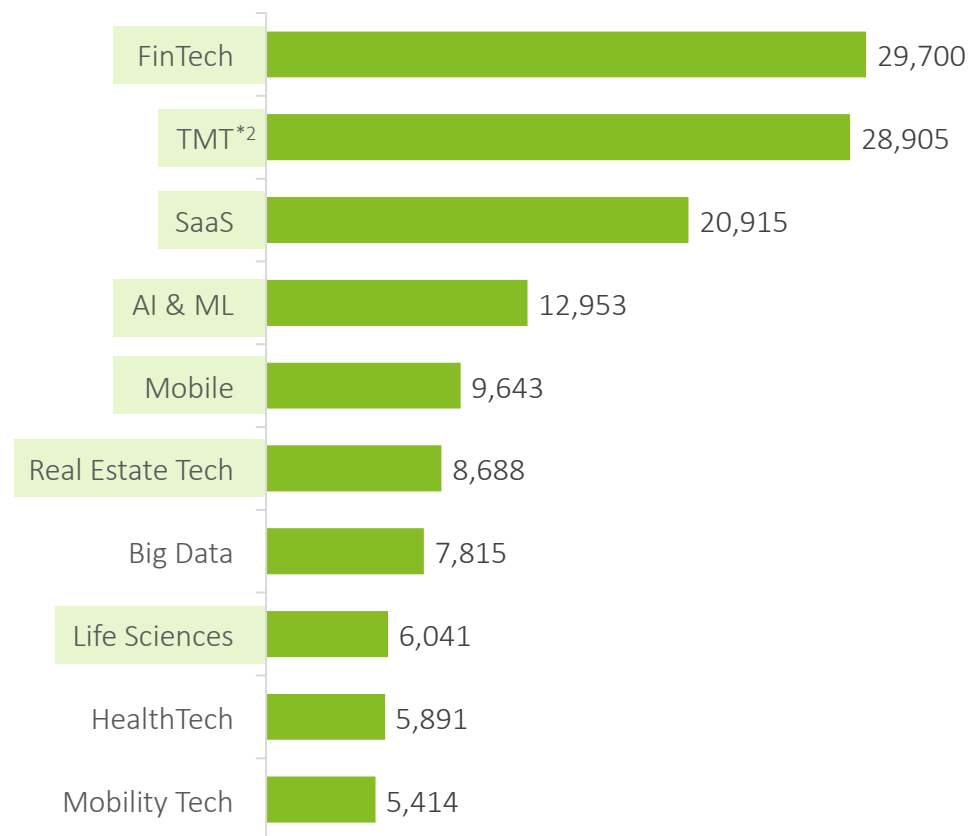
# 米英でDebt調達が大きいインダストリーはほぼ同じであり、特に上位3位は共通している

## インダストリー別Debt総額 Top10\*1

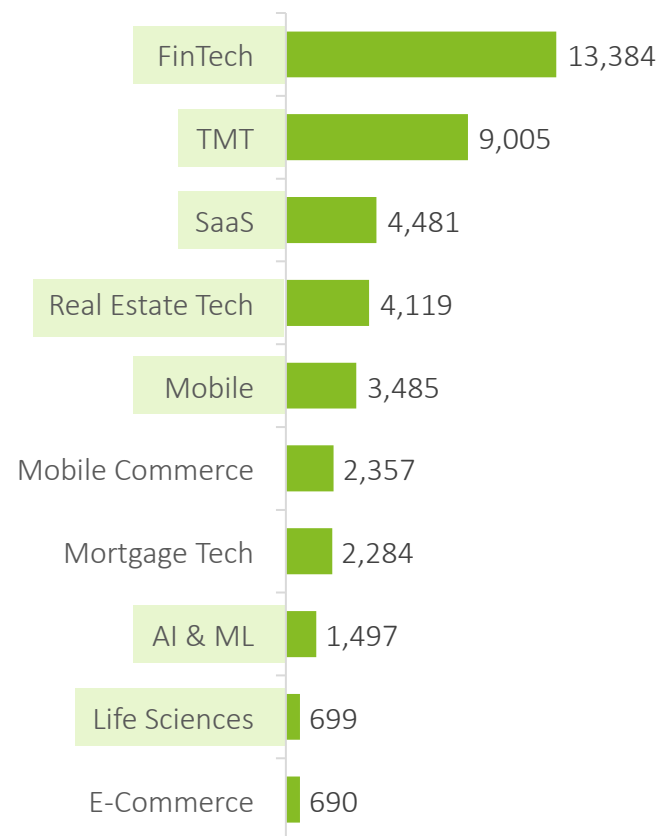
米英で共通しているインダストリー

Debt総額  
(USD M)

 米国



 英国



\*1：対象期間: 2017/1/1～2022/12/31、直接融資のみを対象に集計、\*2：TMT（Technology, Media, Telecommunication）

出所：PitchBookを基に作成

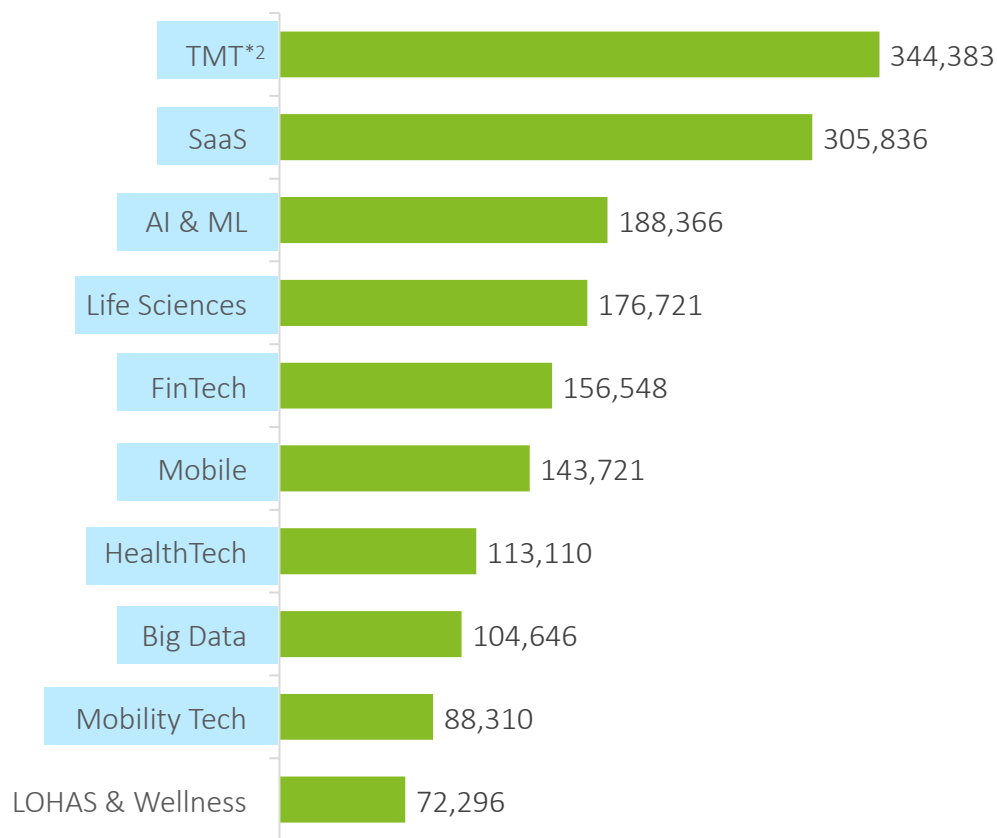
# Equity調達上位のインダストリーは、Debt調達上位と概ね同様であり、Equity調達が大きいところにDebtも供給される傾向が推察される

## インダストリー別Equity総額 Top10\*1

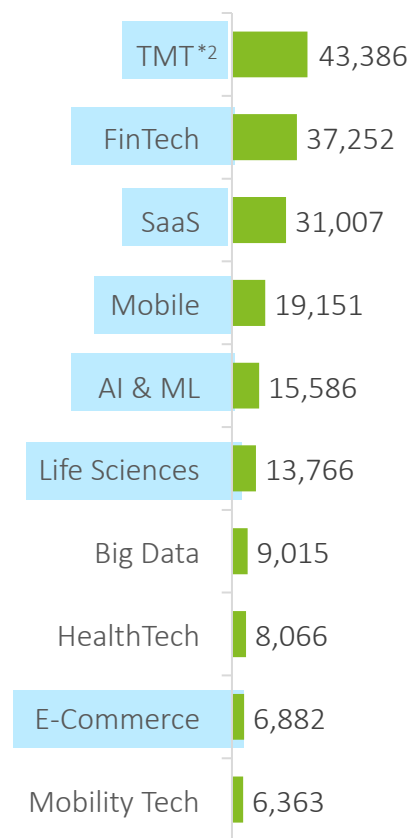
Debt調達においてもTop10に入る  
インダストリー

Equity総額  
(USD M)

 米国



 英国



\*1：対象期間: 2017/1/1～2022/12/31、Angel、Seed、アーリー～レイター出資を対象に集計、\*2：TMT（Technology, Media, Telecommunication）

出所：PitchBookを基に作成

# 融資件数上位のプレイヤーを主な対象とし、対象ステージ、融資規模などの傾向分析を実施

## プレイヤータイプ別調査方針

| 融資の種類  | タイプ            | プレイヤー名                                      | 国別調査対象 |    |
|--------|----------------|---------------------------------------------|--------|----|
|        |                |                                             | US     | UK |
| 直接融資   | メガバンク          | Bank of America                             | ○      |    |
|        |                | Chase Bank                                  | ○      |    |
|        |                | JPMorgan Chase                              | ○      |    |
|        |                | Barclays                                    |        | ○  |
|        | その他銀行          | Silicon Valley Bank                         | ○      | ○  |
|        | 資金提供会社         | TriplePoint Private Venture Credit BDC      | ○      | ○  |
|        |                | TriplePoint Venture Growth BDC              |        | ○  |
|        |                | The FSE Group                               |        | ○  |
|        | 政府機関、<br>政府系金融 | United States Small Business Administration | ○      |    |
|        |                | British Business Bank                       |        | ○  |
| Fund経由 | 投資銀行           | JPMorgan Chase                              | ○      | ○  |
|        | 融資提供会社         | Kreos Capital                               | ○      | ○  |
|        |                | Eastward Capital Partners                   | ○      |    |
|        | 信用金庫           | Boost&Co                                    |        | ○  |
|        | 資金提供会社         | TriplePoint Capital                         | ○      | ○  |
|        | VC             | Elevate Ventures                            | ○      |    |
|        |                | Funding London                              |        | ○  |
|        | PE             | The Riverside Company                       | ○      | ○  |
|        | 政府系ファンド        | SBIC                                        | ○      |    |

メガバンク、投資銀行

上記以外の民間プレイヤー

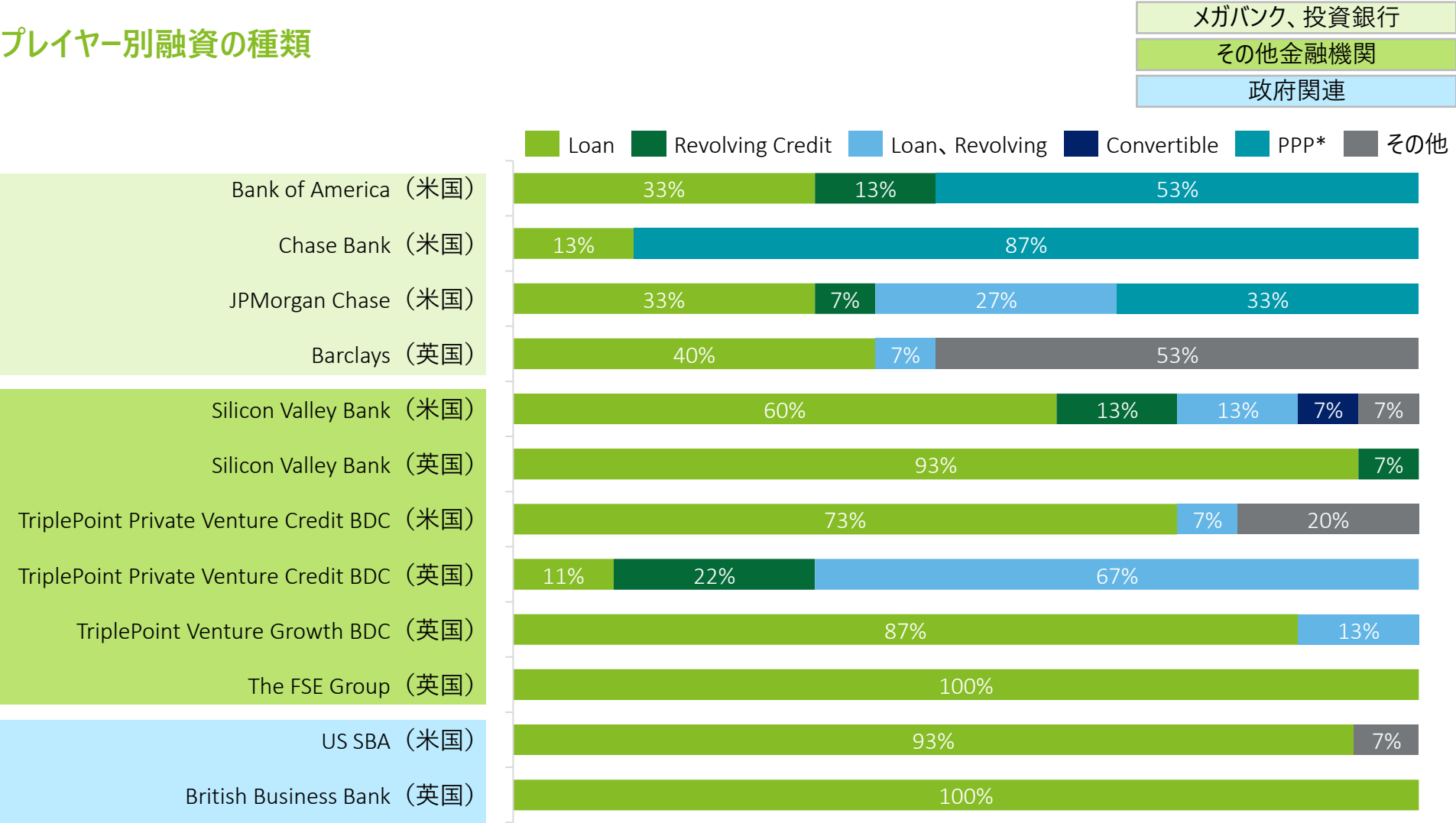
政府関連

- 各プレイヤー毎に融資実績を調査
  - 直近の融資実績
  - 最大15件/プレイヤー
- 調査項目：
  - 融資の種類
  - 融資対象SUのステージ
  - 融資額
  - インダストリー



# 米国メガバンク、投資銀行においてはコロナ経済対策としてのPPP\*1が多くを占める。その他金融機関、政府関連においてはローン、リボルビングクレジット中心である点で共通している

## プレイヤー別融資の種類



\*1：PPP（Paycheck Protection Program）：新型コロナウイルスへの経済対策として実施された債務免除を可能とする中小企業ローン。SBAが運営主体、銀行が貸付窓口となる  
 対象：各プレイヤーのSUへの融資直近最大15件を調査  
 出所：PitchBookを基に作成

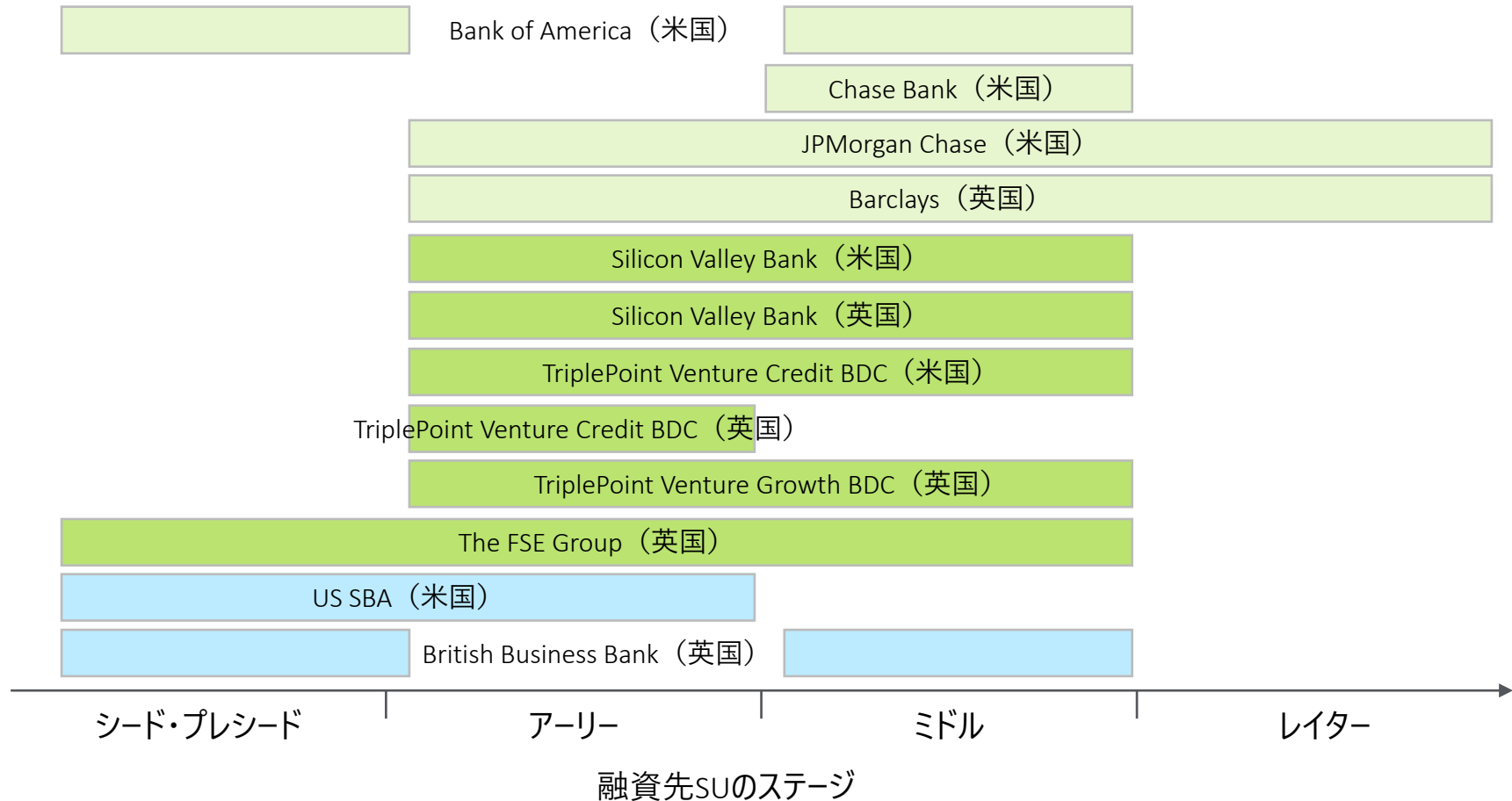
# 全業態においてアーリー～ミドル期のSUへの融資が中心。政府関連プレイヤーのみならず、メガバンクにおいてもシード期への融資実績が見られる

## ベンチャー融資（直接融資）主要プレイヤー毎の融資対象ステージの傾向（PPPを除く）\*1

メガバンク、投資銀行

その他金融機関

政府関連

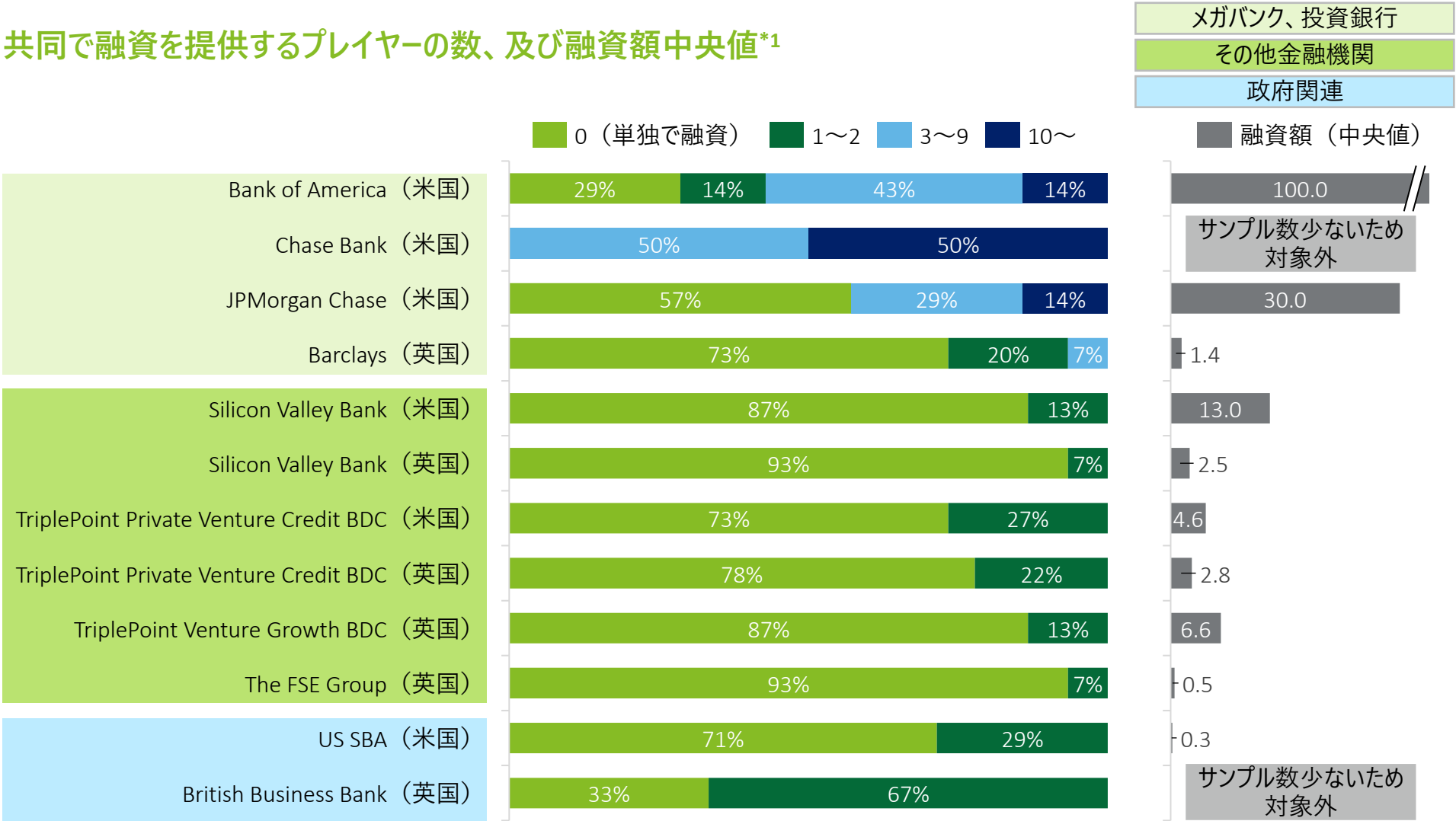


\*1： 各プレイヤーのSUへの融資直近最大15件を調査。2件以上の融資実績が見られたステージを主な対象として記載

出所：PitchBookを基に作成

# メガバンク、投資銀行においては、他の金融機関複数社と共同で規模の大きな融資を行うケースが多く、共同融資によりリスク分散を行っていると推察する

共同で融資を提供するプレイヤーの数、及び融資額中央値\*1



\*1：PPP融資は対象外（全て単独で融資）、融資額においてはサンプル数が2～3件のプレイヤーを対象外とした

対象：各プレイヤーのSUへの融資直近最大15件を調査

出所：PitchBookを基に作成

# 各タイプともソフトウェア、テック関連が対象インダストリーの上位を占めている点で共通している

## プレイヤータイプ別対象インダストリーの傾向\*1

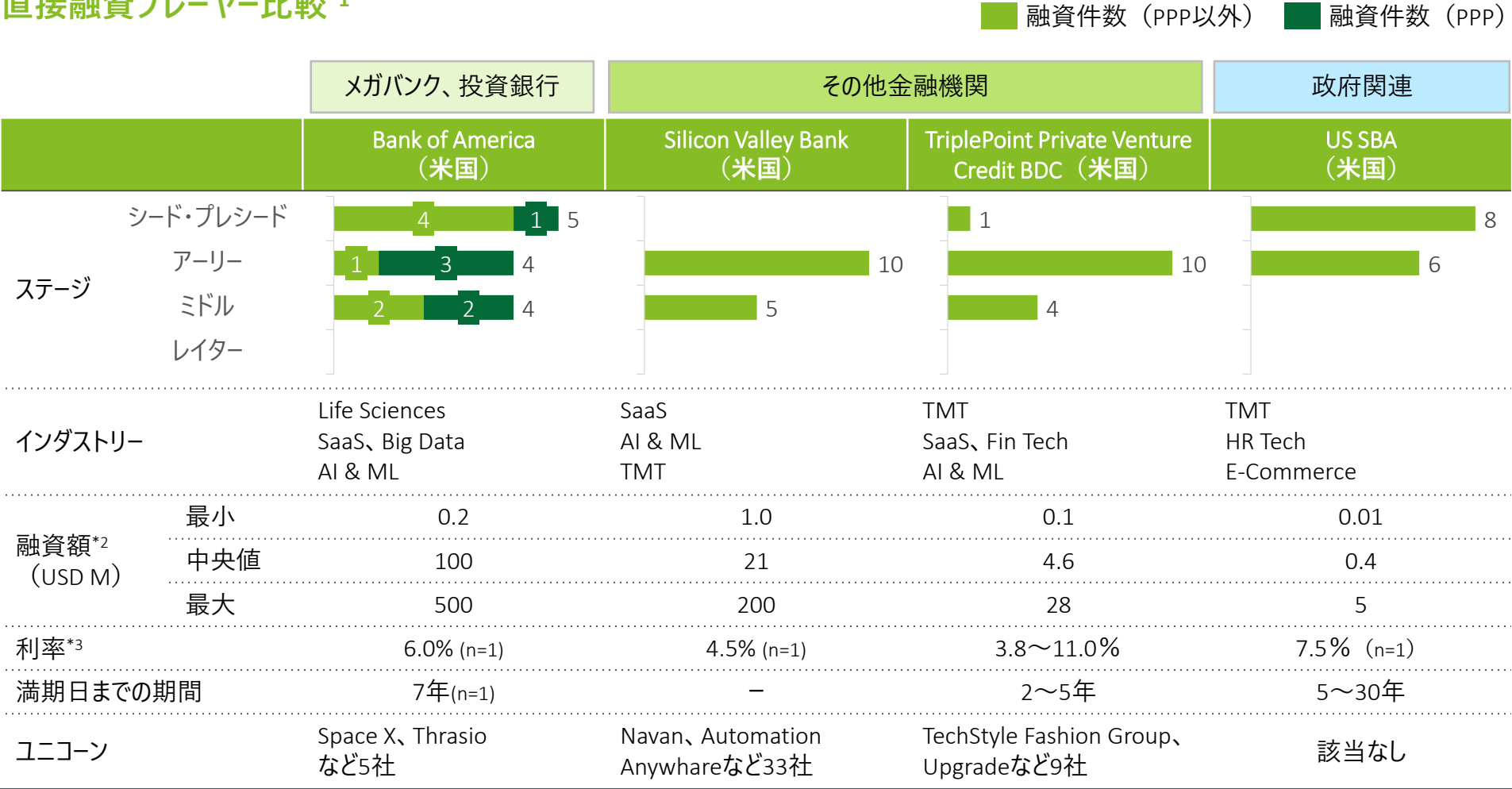
| メガバンク、投資銀行 | その他金融機関                                    | 政府関連          |
|------------|--------------------------------------------|---------------|
| TMT*2      | TMT                                        | TMT           |
| SaaS       | SaaS                                       | E-Commerce    |
| FinTech    | FinTech                                    | Manufacturing |
| Mobile     | Mobile                                     | HR Tech       |
| E-Commerce | Artificial Intelligence & Machine Learning | HealthTech    |

\*1：各タイプの融資先インダストリーの上位5位を記載、\*2：TMT（Technology, Media, Telecommunication）

出所：PitchBookを基に作成

US SBAは返済期間が長期にわたる融資も実行している。民間の金融機関は対象SUのステージ、融資額・利率も幅広く実績を持つ傾向

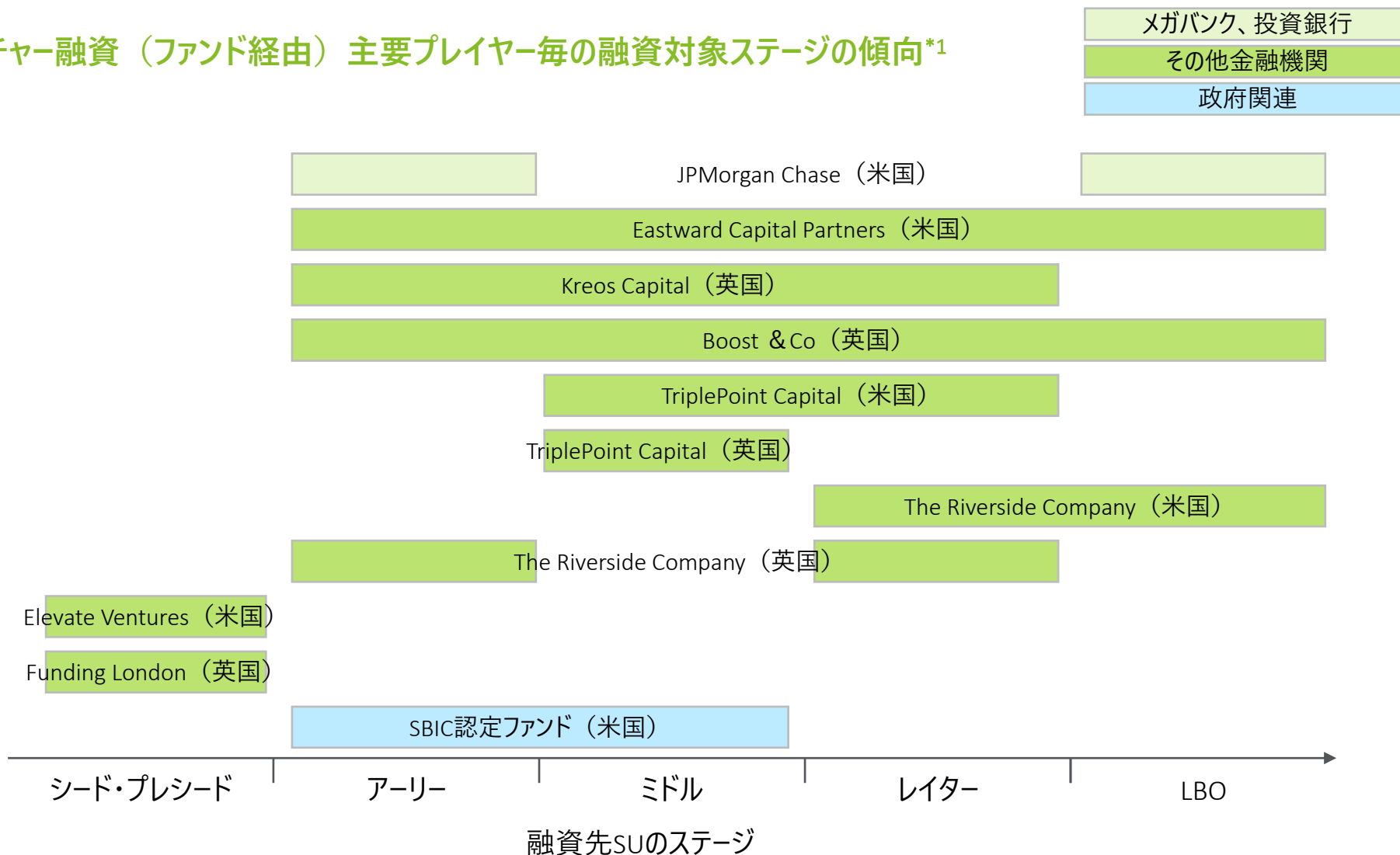
直接融資プレイヤー比較\*1



\*1：各プレイヤーのSUへの融資直近最大15件を調査、ユニコーンは2023年3月中旬時点でValuationUSD 1B以上、且つ未上場であり、本社が米国の企業について記載、\*2：他金融機関と共同での融資については合計額を基に記載、\*3：変動金利ローンについては下限金利（Ref Floor）を基に記載  
出所：PitchBookを基に作成

# ミドル～レイターを対象とするプレイヤーが多い一方、シードに注力するプレイヤーも存在する

## ベンチャー融資（ファンド経由）主要プレイヤー毎の融資対象ステージの傾向\*1



\*1: 各プレイヤーのスタートアップへの融資直近最大15件を調査。2件以上の融資実績が見られたステージを主な対象として記載

出所: PitchBookを基に作成

# ソフトウェア、テック関連へ注力している点において共通している

## プレイヤータイプ別対象インダストリーの傾向\*1

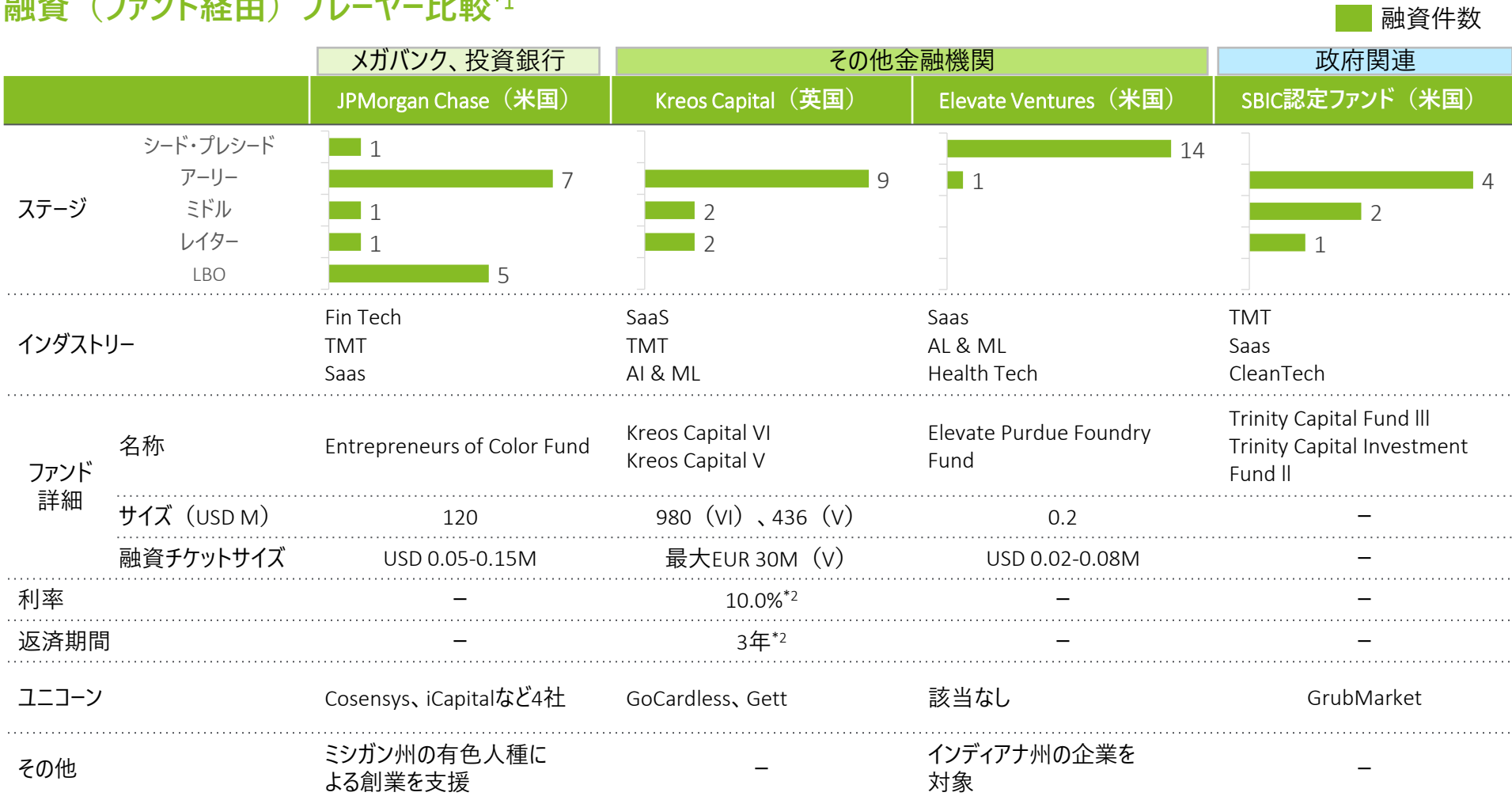
| メガバンク、投資銀行    | その他金融機関                                    | 政府関連        |
|---------------|--------------------------------------------|-------------|
| TMT*2         | SaaS                                       | TMT         |
| FinTech       | TMT                                        | CleanTech   |
| SaaS          | Artificial Intelligence & Machine Learning | SaaS        |
| Cybersecurity | Mobile                                     | ClimateTech |
|               | HealthTech                                 | Oil & Gas   |

\*1：各タイプの融資先インダストリーの上位5位を記載、\*2：TMT（Technology, Media, Telecommunication）

出所：PitchBookを基に作成

JPMorgan Chase、Elevate Venturesは地域など特定領域におけるシード～アーリーを対象としている。欧州最大手のKreosはアーリー以降を中心に、チケットサイズも大きい傾向

融資（ファンド経由）プレーヤー比較\*1



\*1：各プレイヤーのSUへの融資直近最大15件を調査、ユニコーンは2023年3月中旬時点でValuation USD 1B以上、且つ未上場で、本社を（）内、（米国、或いは英国）に有する企業について記載、\*2：2018年、Kreos CapitalがBiophytisによるEUR 10Mの社債発行を引き受けたケースに基づき記載（ファンドはKreos Capital V。当該融資データはステージやインダストリーのサンプルに含まれない）

出所：PitchBook、SEC（BONDS ISSUE AGREEMENT）を基に作成



# 金融機関による直接融資とファンド融資の違いは、資金源（預金かLP投資家の出資金）の違いを基にした金利やリスクへの考え方である

## 直接融資とファンド融資の比較\*1

|          |       | 直接融資*1                   | ファンド融資                    |
|----------|-------|--------------------------|---------------------------|
| 収益       | 金利    | <u>ファンド融資より安い</u>        | <u>直接融資より高い</u>           |
|          | ワラント  | 取得                       | 取得                        |
|          | 手数料   | 取得                       | 取得                        |
| 資金源      |       | <u>顧客の預金</u>             | <u>LP投資家の出資金</u>          |
| 資本調達コスト  |       | <u>ファンド融資より安い</u>        | <u>直接融資より高い</u>           |
| リスクへの考え方 | 融資サイズ | <u>ファンド融資より小さい</u>       | <u>直接融資より大きい（よりリスク志向）</u> |
|          | 資金使途  | 主にブリッジファイナンス             | 直接融資より広くブリッジファイナンスに限定しない  |
|          | 担保    | 取得する（IPなど）               | 取得する（IPなど）                |
|          | その他   | ワラントがダウンサイドプロテクションとなっている | ワラントがダウンサイドプロテクションとなっている  |

\*1：政府による債務保証を取得していないケース

出所：インタビューを基に作成

# SVB Financial Groupの子会社であるSilicon Valley Bankはスタートアップ企業を対象とした債務商品を提供した初めての銀行であった\*1

## Silicon Valley Bank

|       |                               |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
|-------|-------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 概要    |                               | <ul style="list-style-type: none"><li>1983年に設立された米国を拠点に欧州やアジアでも事業を展開するハイテク商業銀行であった。2023年3月に経営破綻</li><li>これまで30,000を超える新興企業への資金提供を実施しており、2022年時点では米国においてベンチャー融資を活用しているスタートアップの内、約半数が同社のデット提供を受けているとされていた</li></ul>                                                                                                                                                                                       |
| 方針・戦略 | 領域<br>(エリア・ステージ・インダストリー・投資対象) | <ul style="list-style-type: none"><li>アーリー～レイターステージ（実態はシリーズA以降に集中）</li><li>SaaSを中心に、ライフサイエンス、バイオテクノロジー、TMT等、VCが対象とする領域を幅広く対象（60%がTech、40%がライフサイエンス）</li></ul>                                                                                                                                                                                                                                           |
|       | スキーム<br>(ファンド規模・期間・パートナー)     | <ul style="list-style-type: none"><li>直接融資のみ（融資の原資は基本的には法人顧客の預金。資本調達コストを低減する考えからファンドは組成していない）</li><li>SVB Gr.のSVB Capitalはエクイティ投資を行っているが、それぞれ情報保護を行っており連携は部分的な顧客紹介にとどまっている</li></ul>                                                                                                                                                                                                                    |
|       | リターン/リスクの考え方                  | <ul style="list-style-type: none"><li>リターン<ul style="list-style-type: none"><li>収益の中心は金利である。また、融資提供にクロスセル商品（クレジットカードやその金融商品）や、出金/送金/クレジットカード決済時などの手数料など多面的な観点で収益を上げている</li></ul></li><li>リスク<ul style="list-style-type: none"><li>ワラント取得によりリスクをヘッジ。実態として不良債権（焦げ付き）は全体の10%程度に抑えられておりワラントによる利益で相殺出来ている</li><li>UCC security*2として、企業の技術等の無形資産を取得する権利を担保として確保する</li><li>SBAの債務保証は受けていない</li></ul></li></ul> |
| 手法    | 融資条件                          | <ul style="list-style-type: none"><li>プライム金利+1%を目安に設定（結果として10%程度）、返済期間3年程度</li></ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
| 実績    | 金額・件数                         | <ul style="list-style-type: none"><li>累計約30,000社の新興企業に融資を提供</li><li>貸付残高USD 45.2Bの内、約10%がアーリー～レイターステージの企業向けとされている（2020年/12末時点）</li></ul>                                                                                                                                                                                                                                                                |
|       | ベンチャー企業                       | <ul style="list-style-type: none"><li>テック&amp;ライフサイエンス企業で、VCから資金提供を受けた企業の内、50%がSVBの融資を受けている</li><li>2020年にIPOした企業で、VCから資金提供を受けた企業の内、68%がSVBの融資を受けている</li></ul>                                                                                                                                                                                                                                          |

\*1：米連邦預金保険公社（FDIC）は米国時間2023年3月10日、Silicon Valley Bankの経営破綻を発表、\*2：Uniform Commercial Code (UCC)に基づいて設定される担保権。倒産等の債務不履行発生時に、優先的に資産を取得する権利となる

出所：SVB、野村資本市場研究所、インタビューを基に作成

# 総資産の多くを満期保有目的債券で運用も、主たる住宅関連債券の運用利回りが預金利率と比べて逆ざやとなり、問題視されたことなどから取り付け騒動まで発展

## SVB経営破綻に係る経緯

- スタートアップのバリュエーション増加でSVBの預金が大幅に増加
  - 増えた資産は住宅ローン担保证券（MBS）にて運用
- 米国でインフレが起こり、FRBが政策金利を引き上げ
  - 運用利率と預金利率が逆ざやの状態となり、満期保有目的債券で大きな含み損が発生
- 2023年1月にSVBの財務状況に係る問題が指摘された
  - スタートアップが預金を引き出し
- SVBはUSD 210億分の債券を売却すると発表。売却損はUSD 18億
  - 更にUSD 22億の増資を発表
  - 信用不安でスタートアップが更に預金を引き出し
- 経営破綻
  - FDICが預金の全額保護を発表
- 買収
  - 米国地銀First Citizens BankがSVBの買収を発表。同行がSVBの全預金とローンを引き継ぐ

多くが住宅ローン担保证券（MBS）

| December 31, 2022               |                |                  |                   |            |         |                 |
|---------------------------------|----------------|------------------|-------------------|------------|---------|-----------------|
| (Dollars in millions)           | Amortized Cost | Unrealized Gains | Unrealized Losses | Fair Value | ACL (2) | Net Carry Value |
| HTM securities, at cost:        |                |                  |                   |            |         |                 |
| U.S. agency debentures (1)      | \$ 486         | \$ —             | \$ (52)           | \$ 434     | \$ —    | \$ 486          |
| Residential MBS:                |                |                  |                   |            |         |                 |
| Agency-issued MBS               | 57,705         | —                | (9,349)           | 48,356     | —       | 57,705          |
| Agency-issued CMO—fixed rate    | 10,461         | —                | (1,885)           | 8,576      | —       | 10,461          |
| Agency-issued CMO—variable rate | 79             | —                | (2)               | 77         | —       | 79              |
| Agency-issued CMBS              | 14,471         | —                | (2,494)           | 11,977     | —       | 14,471          |
| Municipal bonds and notes       | 7,417          | 2                | (1,269)           | 6,150      | 1       | 7,416           |
| Corporate bonds                 | 708            | —                | (109)             | 599        | 5       | 703             |
| Total HTM securities            | \$ 91,327      | \$ 2             | \$ (15,160)       | \$ 76,169  | \$ 6    | \$ 91,321       |

満期保有目的債券（HTM）で大幅な含み損

# Kreos Capitalは英国を拠点に欧州・イスラエルで活動。直接融資は提供せず、デットファンドを組成してベンチャー融資を提供している

## Kreos Capital

|       |                               |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
|-------|-------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 概要    |                               | <ul style="list-style-type: none"><li>1998年に設立された、英国を拠点にスタートアップに融資を提供する金融機関</li><li>欧州を中心にイスラエルも含めた約20か国に活動を展開</li></ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
| 方針・戦略 | 領域<br>(エリア・ステージ・インダストリー・投資対象) | <ul style="list-style-type: none"><li>シード～ポストIPOまで幅広いステージを対象</li><li>SaaS、ディープテック、フィンテック、デジタル、ライフサイエンス、TMT等が主領域</li></ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
|       | スキーム<br>(ファンド規模・期間・パートナー)     | <ul style="list-style-type: none"><li>Kreos社がGPとなり、LP投資家の出資を受けてデット特化のファンドを組成して融資を提供。これまで7つのファンドを組成・運用している<ul style="list-style-type: none"><li>運用期間は10年</li><li>LP投資家はEuropean Investment Fundや他年金ファンドが主、一部英国政府系ファンドなど</li></ul></li></ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
|       | リターン/リスクの考え方                  | <ul style="list-style-type: none"><li>リターン<ul style="list-style-type: none"><li>金利、ワラント、手数料が主な収益</li><li>融資提供後、金利とワラント行使により得た収益を再度融資に還流させることでIRRを高めている</li></ul></li><li>リスク<ul style="list-style-type: none"><li>スタートアップのリスク評価を行い、金利、手数料、返済期間、返済方式をコントロールすることで融資回収可能性を高めている</li><li>ワラントはダウンスайдプロテクションとしても活用</li><li>売上創出前のスタートアップに対しては、共同融資、技術やIP等を担保として取得し、独自モデルを用いたリスク評価を実施することでリスクを緩<ul style="list-style-type: none"><li>技術やIP等の担保：Tech系、製薬などのIPを所持している企業については、技術的なデューデリジェンスを行ったうえで、将来的な技術やIPの売却可能性を評価し、担保として取得している。その他IPや資産、債券、現金の優先取得権利を契約で獲得</li><li>リスク評価：融資先からの事業成長計画等を基にシナリオ（normal, aggressive, conservative）を構築し、キャッシュアウト時点の売上高予測、融資条件等からリスク評価を実施</li></ul></li></ul></li></ul> |
|       | 手法                            | 融資条件                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
| 実績    | 金額・件数                         | <ul style="list-style-type: none"><li>1998年以来、EUR 5.7Bの資金を600社/750件以上のスタートアップに融資を提供（2022年末時点*1）</li><li>平均EUR 800Mの融資を実行</li></ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |

\*1：Kreos Capital ウェブサイトの情報

出所：Kreos Capital、インタビューを基に作成

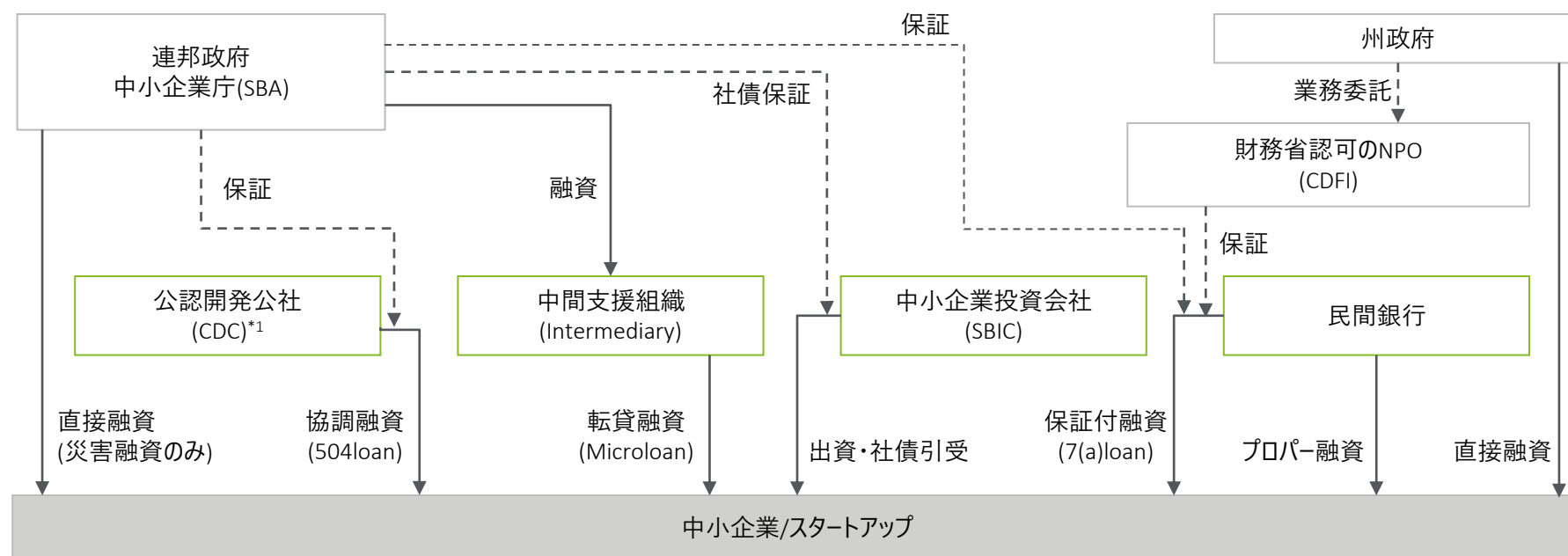
- ① ベンチャー融資市場概観と金融機関の動向
- ② ベンチャー融資に係る政府の動向

# 融資においても、SBAによる政策金融が重要な役割を果たしている

## 米国のスタートアップに対する金融支援の概観



- 米国における中小企業向け政策金融の主体は、連邦政府(SBA)と州政府によるスキームが併存。なお、SBAによる支援は災害融資などの一部を除き、原則として融資保証のみであり、与信機会を拡大することで中小企業の資本へのアクセスを改善しようとするものである。つまり、金融機関は、政府保証を利用することによって、中小企業・スタートアップに対する融資のリスクを軽減できるというメリットを享受している
- SBAの保証付ローンは多く利用されておりその主力は7(a)loanである。また、保証付債権はセカンダリーマーケットで売却できるため、早期の資金回収も可能である。このほか、CDCを通じた融資保証(504loan)や新興企業などを対象とした小口融資(Microloan)もSBAの制度として措置されている



\*1：CDC(Certified Development Company)は、地域やコミュニティの経済発展を促進する目的で設置されているNPOでSBAに承認されている組織。米国全体で200以上存在しており、民間銀行よりも柔軟な資金供給が可能

出所： Small Business Administration (SBA)、日本政策金融公庫、公開情報を基に作成

# SBAによる主な融資プログラムの概要

## SBAによる中小企業・スタートアップ向け主な融資プログラム



|      | 7(a) loan                                                                                                                           | 504 loan                                                  | Microloan                                                                | SBIC Program                                                          | Disaster loan                                                 |
|------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------|
| 金額   | USD 5M                                                                                                                              | USD 5M                                                    | USD 50K                                                                  | USD 150M (自己資金の3倍)                                                    | Loanの種類により変わる                                                 |
| 期間   | 運転：5-7年<br>設備(機械)：5-7年<br>設備(不動産)：25年                                                                                               | 10年/20年                                                   | 6年                                                                       | 20年                                                                   | Loanの種類により変わる                                                 |
| 金利   | 7年未満：プライムレート+2.25%<br>7年以上：プライムレート+2.75%                                                                                            | 3.5%程度(固定)                                                | 8-13%                                                                    | —                                                                     | Loanの種類により変わる                                                 |
| 保証割合 | USD 150K以下：85%<br>USD 150K超：75%                                                                                                     | 最大85%                                                     | —                                                                        | —                                                                     | —                                                             |
| 保証料  | <期間1年以下><br>・USD 150K以下：なし<br>・USD 150K超：0.25%<br><期間1年超><br>・USD 150K以下：なし<br>・USD 150K-700K：3.0%<br>・USD 700K超：3.5%<br>*保証額に対する料率 | 残高の0.625-1.5%の手数料をCDCが請求する                                | —                                                                        | —                                                                     | —                                                             |
| 担保   | USD 25K超で徴求<br>(USD 350K超はフル保全)                                                                                                     | USD 25K超で徴求                                               | 徴求                                                                       | —                                                                     | Loanの種類により変わる                                                 |
| 保証人  | 代表者保証<br>(20%以上出資者必須)                                                                                                               | 代表者保証                                                     | 代表者保証                                                                    | —                                                                     | Loanの種類により変わる                                                 |
| 資金使途 | 運転：○<br>設備：○<br>借換：○                                                                                                                | 運転：×<br>設備：○<br>借換：×                                      | 運転：○<br>設備：○<br>借換：×                                                     | —                                                                     | loanの種類により制約がある                                               |
| 備考   | ■ 少額融資の利用拡大を目的に、USD 350K以下の融資では、銀行に保証承諾の権限を委譲するSBA Express (保証割合50%)もある                                                             | ■ 企業の自己資金の抛出を含む、民間銀行とCDCによる協調融資のスキームで、CDCからの融資のみSBAの保証が付く | ■ SBAが承認する中間支援組織を通じて行われる小口資金の転貸融資スキーム<br>■ 多くはクレジットヒストリーのない事業者やマイノリティが対象 | ■ SBAが承認する民間VC (SBICs)を通じて社債保証等を提供するスキームで、SBICが自己資金とSBAの保証付資金で企業に投資する | ■ 被災した事業者に対する直接融資制度で、対象は中小・スタートアップに限定されていないが、大半は個人事業者向けとなっている |

# 7(a)loanの残高は増加傾向で2021年度は手数料軽減や補正予算の措置により、目標を上回って実績が推移

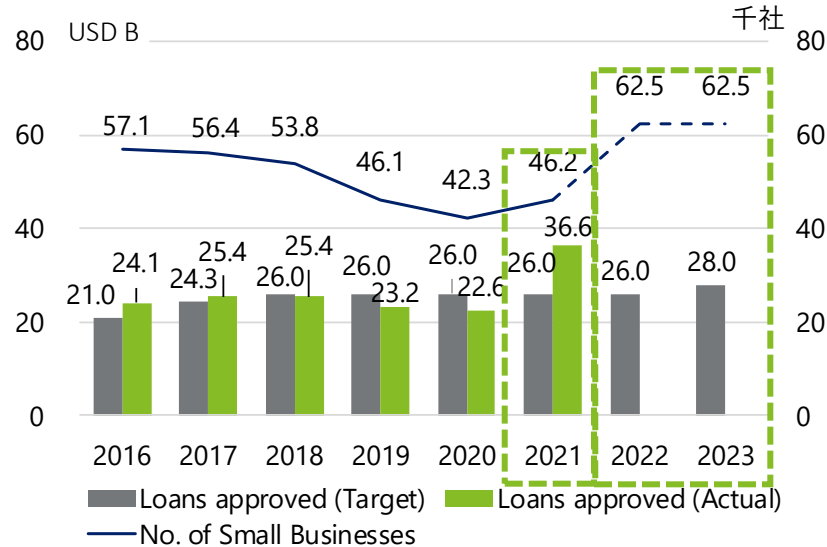
## 7(a) loan



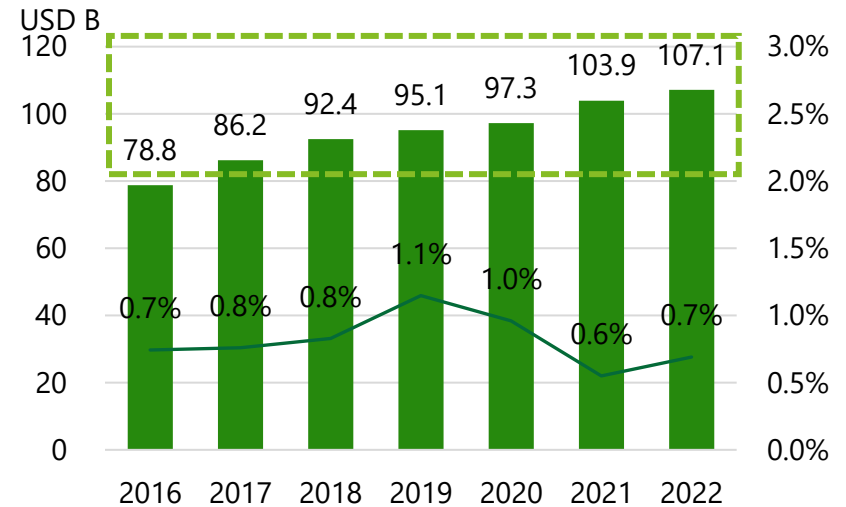
米国

- 2021年、7(a)loanは46,000社以上の事業者に対して総額USD 36.6Bの融資を実行しており、保証債務残高は右肩上がりの状況
- なお、2021年はコロナ対策として、Economic Aid Actに基づき手数料の軽減や補正予算等の措置も相まって実績が目標を超えており、7(a)loanの提供金融機関数も増加に転じている
- 2022年以降、毎年62,500社の中小企業を支援する方針であり、2023年には、7(a)関係金融機関との関係強化に基づき最大USD 28Bの融資を実施する予定である

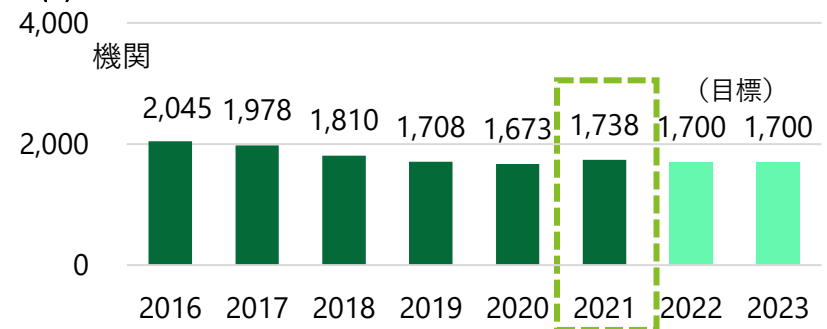
7(a) loan利用状況\*1



7(a) Regular保証債務残高およびSBAによる買取率\*1



7(a) loan提供機関数



\*1: Purchase rateはPurchase amount/Unpaid Principal Balance(UPB)で計算。UPBは未償却の融資金元本残高。Purchase Amountは債務不履行の保証付ローンの買取額  
 出所: Small Business Administration (SBA)を基に作成



# 創業資金融資はCredit Elsewhere要件\*<sup>1</sup>に該当する融資としてSBAの支援対象となっている

## SBAによる中小・スタートアップに対するデット性資金支援



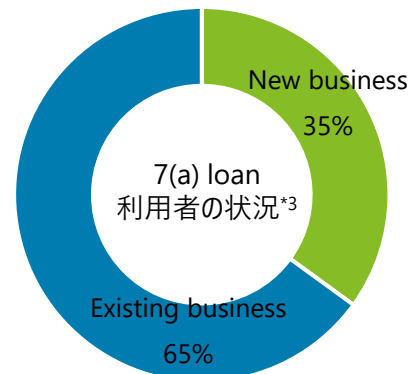
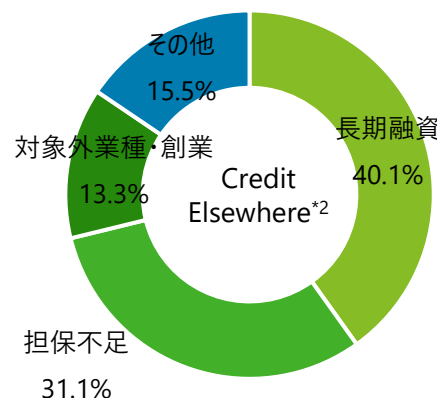
- スタートアップの資金調達のハードルは高いという状況下、創業資金に対する融資はCredit Elsewhere要件に該当する融資として、SBAによる支援の対象になると整理されている
- 創業目的でSBAの7(a)loanを利用する企業は多い。米国では創業時はSBAプログラムを利用する企業が多く、事業継続や事業拡大においては、プロパー融資により資金調達を行う傾向にある

### Credit Elsewhereの主な要件

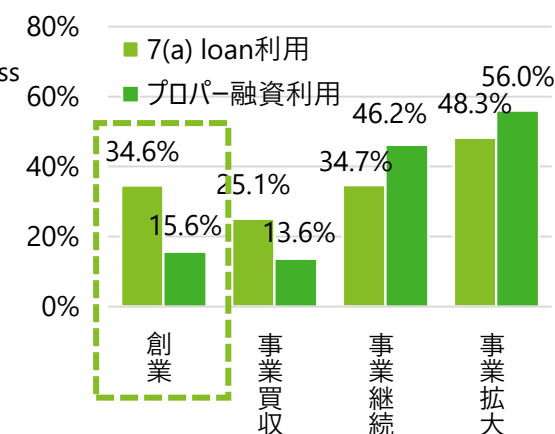
#### 7(a)loanが必要な理由

- **長期融資**  
金融機関の内部規定よりも長期の融資
- **担保不足**  
金融機関の内部規定だと担保不足
- **対象外業種・創業**  
金融機関の内部規定では通常対象外となる業種・創業企業からの申込
- **限度額超過**  
金融機関の内部規定を超える額の融資
- **その他**

### SBAプログラム利用企業の特徴



#### 資金用途\*<sup>4</sup>



\*<sup>1</sup>：7(a)loanは利用の条件として、Credit Elsewhere要件(他のルートで資金調達ができれば、7(a)loanを利用できない)が定められている。\*<sup>2</sup>：Government Accountability Office (GAO)が、2009年の報告書において、18金融機関の238件の7(a)loanの利用状況から分析したものであり、複数の条件に該当する場合も含まれる。その他(55件)のうち28件は、証券化市場で保証部分を売却できるか否かが理由となっていると回答。\*<sup>3</sup>：2016年時点。\*<sup>4</sup>：Price Waterhouseによる1992年の政策評価報告書に基づく

出所：Government Accountability Office、Price Waterhouse、The Urban Instituteを基に作成

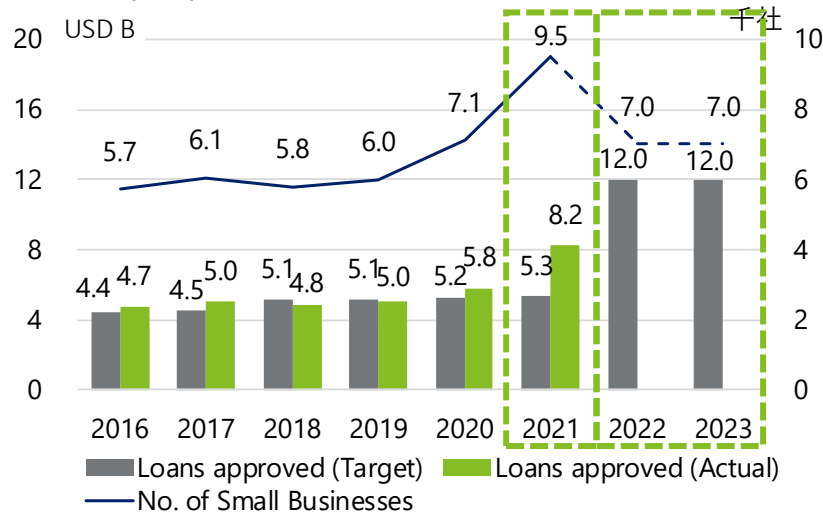
# 2021年度は手数料の軽減等に対応をとったことから、目標を上回って実績が推移しており、先行きも前年を上回る予算が措置される予定である

## 504 loan

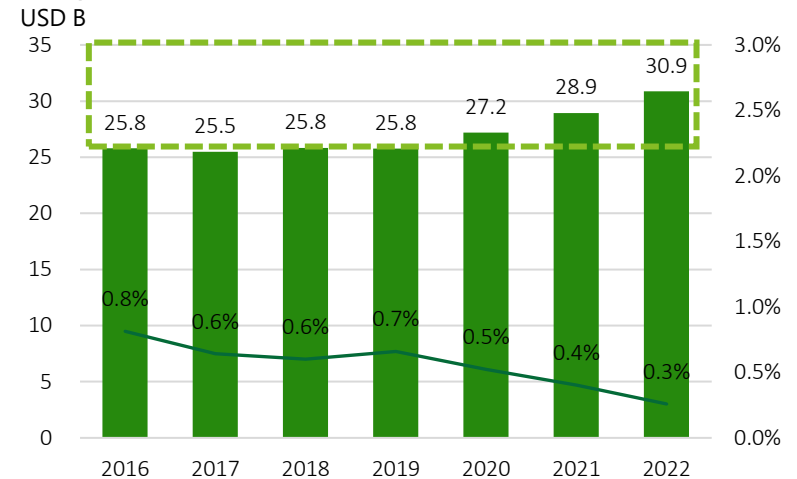


- 2021年、504loanは9,510社の中小企業に対して総額USD 8.2Bの融資を実行している。また、保証債務残高が増加する中、SBAによる買取率は減少傾向にある
- なお、2021年はEconomic Aid Actに基づき手数料の軽減等を実施した他、504 Debt Refinancing Interim Final Ruleを発表し、借換対象となる案件の範囲が拡大されたこともあり実績が伸長している。
- 2022年以降、SBAは毎年7,000社の中小企業を支援する方針であり、限度額の引上げ(USD 5.5M⇒USD 6.5M) やCDC1機関あたりの与信の増枠等も政府に要請している

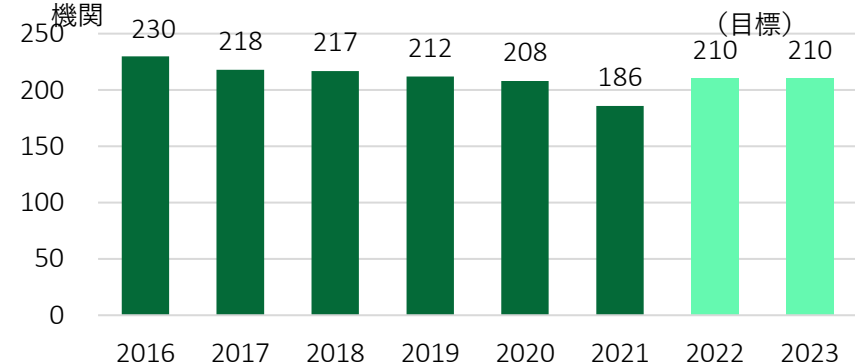
504 loan利用状況\*1



504 Regular保証債務残高およびSBAによる買取率\*1



504 loan提供CDC数



\*1: Purchase rateはPurchase amount/Unpaid Principal Balance(UPB)で計算。UPBは未償却の融資金元本残高。Purchase Amountは債務不履行の保証付ローンの買取額  
 出所: Small Business Administration (SBA)を基に作成

# 小口融資の転貸スキームであるMicroloanは、手数料軽減等の措置が利用増加に寄与したが、他の資金源への移行もありコロナ禍において利用が減少した

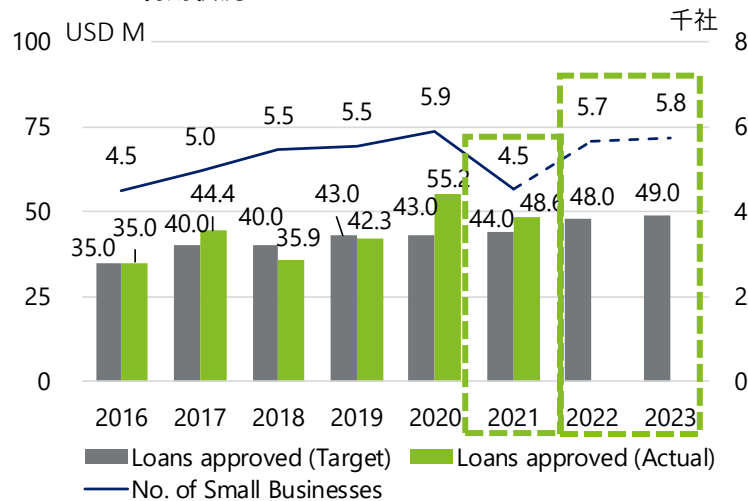
## Microloan



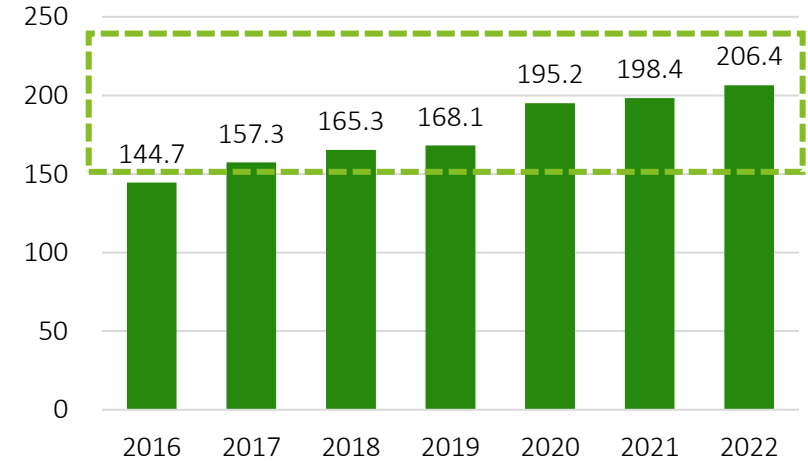
米国

- 2021年、Microloanは4,500件以上の企業を支援しており、総額USD 48.6Mの融資について承認<sup>\*1</sup>。
- なお、2021年はEconomic Aid Actに基づき、手数料の軽減等も実施したが、一方で借り手のニーズに、より適した他の資金源への移行がみられたため、Microlenderの数の減少が減少しており、実績としては減少している。ただし、Microloan Directの債務残高は緩やかな増加傾向にある
- 2022年以降、SBAは毎年5,700社前後の中小企業を支援する方針であり、相応の雇用創出効果も見込んでいる

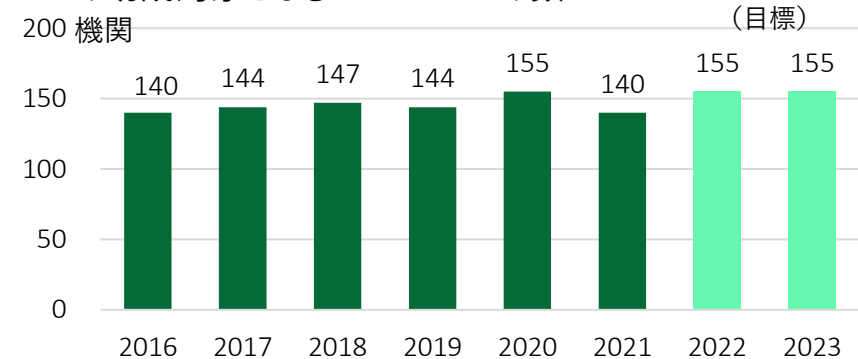
Microloan利用状況<sup>\*1</sup>



Microloan Direct債務残高<sup>\*1</sup>



SBAの助成対象となるMicrolenderの数



\*1：UPBは未償却の融資金元本残高

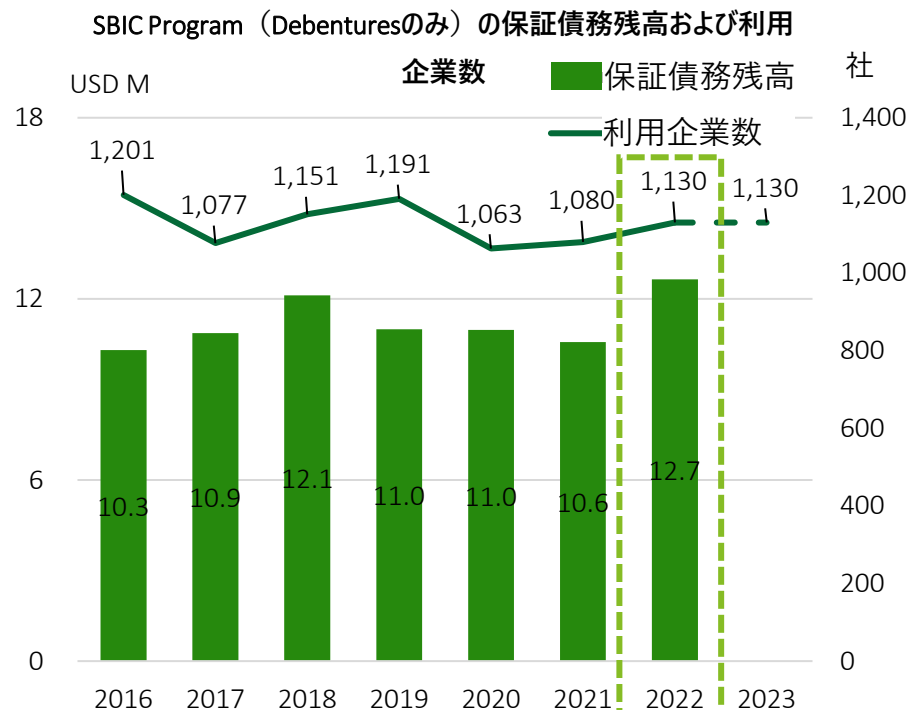
出所：Small Business Administration (SBA)を基に作成

# SBIC Programは、史上最高の運用実績。SBAでは認知度向上に向けたアウトリーチイベントを継続しており、先行きも利用事業者数は前年並みで推移すると見込まれている

## SBIC Program



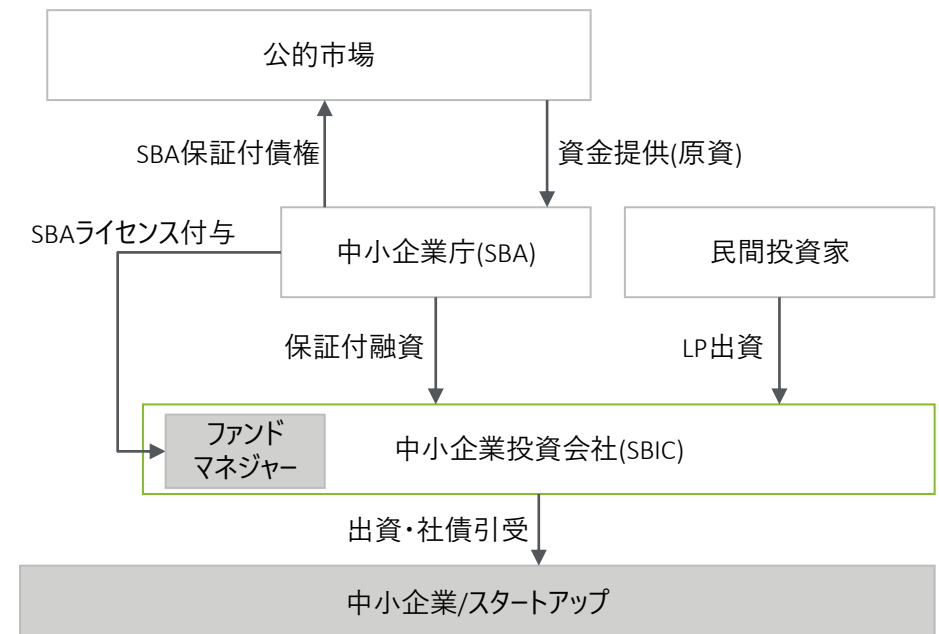
- **2022年はプログラム史上最高の運用実績となっており、SBAの保証債務残高も大きく伸長。**SBAはSBIC Programの認知度向上に向け、VCへのSBICライセンスの普及が進んでいない州などを中心にアウトリーチイベントを継続的に実施しており、2023年度以降も利用事業者数は引き続き前年並みで推移すると予測されている
- **コロナ禍による影響を勘案し2022年以降は必要に応じてSBICプログラムのポートフォリオ見直しを図る予定とされている。**2008年の金融危機後申し込みが大幅に増加したことを踏まえると、コロナ禍以後もSBICへの申込は同様に増加すると予想されており、**政府への契約額の増枠要求とともにリスク低減策も並行して継続する見込み**である



\*1: 保証債務残高はUPB(未償却の融資金元本残高)を示す

出所: Small Business Administration (SBA)を基に作成

## SBIC Programのストラクチャー



# SBICプログラムでは発足より様々なイニシアティブが実施されてきたが、SBAによるレバレッジ有で継続しているプログラムはDebenture SBICのみである

## SBICプログラムの種類と経緯



| 種類                                | 発足年  | 対象ステージ                                                                | 最低民間資本    | レバレッジ上限                    | 利益参加 | 手数料・利息等                                                | 経緯                                                    |
|-----------------------------------|------|-----------------------------------------------------------------------|-----------|----------------------------|------|--------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------|
| Debenture SBICs                   | 1958 | 幅広いステージが対象だが、一般的にミドル・レイトーステージ                                         | USD 500万  | 民間資本の2倍（USD 1.75億/SBICを上限） | なし   | 半年毎に利息＋年間手数料（割引保証債務は最初の5年間利子支払い免除）                     | 継続。1999年に低中所得地域向け、2007年に省エネ分野向け割引の債務保証プログラム発足         |
| Participating Securities SBICs    | 1994 | アーリーステージ                                                              | USD 1000万 | 民間資本の2倍（USD 1.75億/SBICを上限） | 8%   | 利益からSBAに支払い、SBAは債券保有者に利息支払い                            | 2004年に、2000年前半に大きな損失を計上したことを理由に、新規申請は受け付けないと発表        |
| Impact Investment SBICs           | 2011 | 主にレイトーステージ（最低50%を資本アクセスの障壁に直面しているコミュニティや教育・クリーンエネルギーセクター等に振り当てることが条件） | USD 500万  | 民間資本の2倍（USD 1.75億/SBICを上限） | なし   | 半年毎に利息＋年間手数料                                           | 2017年にコストがベネフィットに見合わないこと等を理由に新規申請は受け付けないと発表           |
| Early Stage SBICs                 | 2012 | アーリーステージ（最低50%を資金調達前にプラスのキャッシュフローがない段階の企業に出資）                         | USD 2000万 | 民間資本と同額（USD 5,000万を上限）     | なし   | 標準：5年間の利息準備金が必要、四半期毎に利息＋年間手数料<br>割引：最初の5年間は利息と年間手数料が割引 | 2017年、登録件数の少なさ（認可数は5件のみ）、コストが見合わないこと等を理由に新規申請の受付停止を発表 |
| Non-leveraged SBICs <sup>*1</sup> | 不明   | 幅広いステージが対象                                                            | なし        | なし                         | なし   | なし（SBIC認定手数料のみ）                                        | 継続                                                    |

<sup>\*1</sup>：SBAによるレバレッジを受けない、銀行が所有するSBIC。銀行によるSBICへの出資は、連邦規制当局によって、地域再投資法（Community Reinvestment Act、1977年に制定された連邦法であり、低中所得地域を含む貸与機関が管轄するコミュニティの資本ニーズを満たすことを奨励するもので、CRAは連邦銀行機関に対し、各機関がこれらコミュニティに対する義務をどの程度果たしているか評価することを要求している）に基づく適格投資に該当するとされる

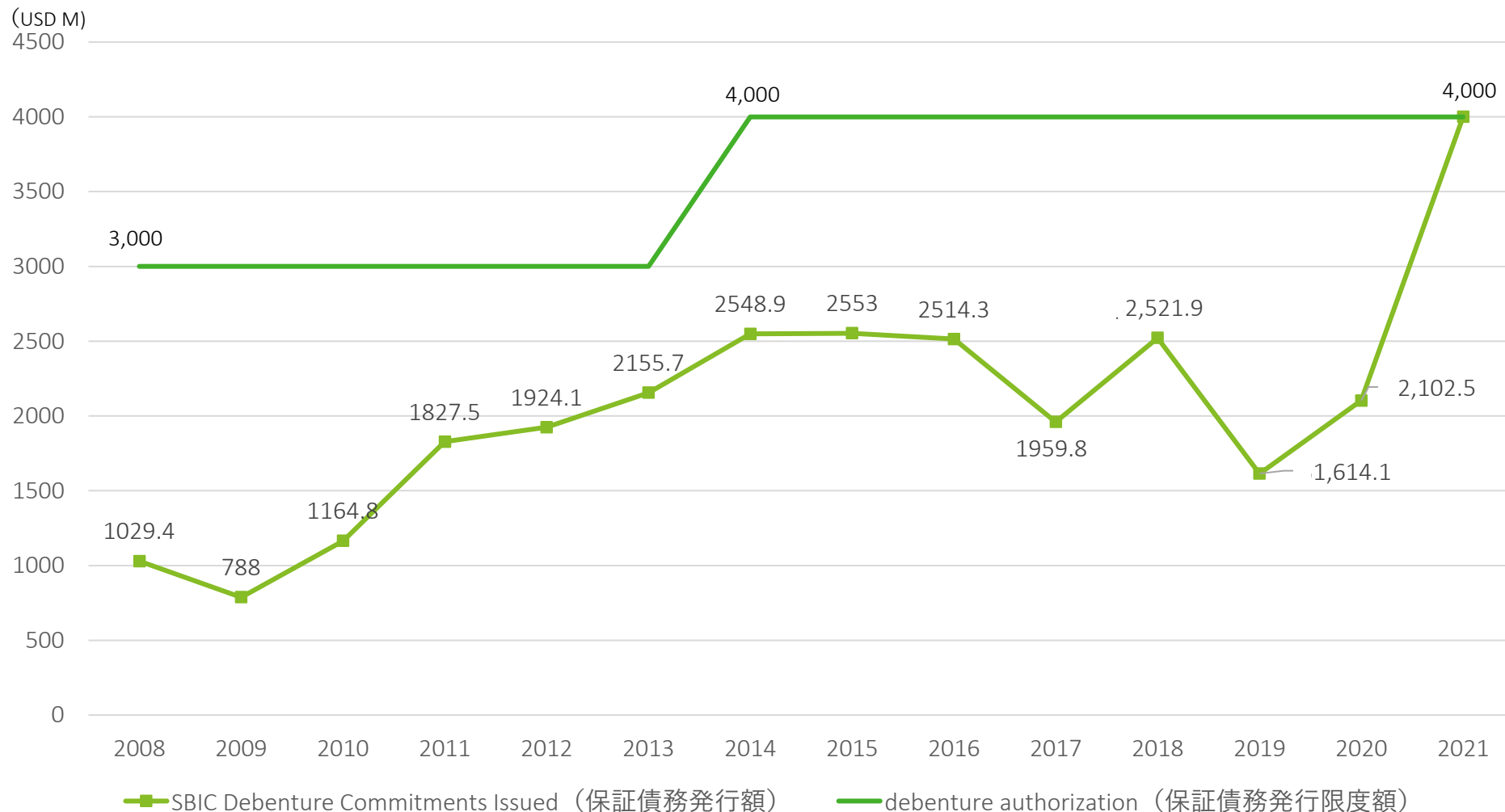
出所：Congressional Research Service “SBA Small Business Investment Company Program”を基に作成

# SBICの年間保証債務発行限度額は2014年よりUSD 40億であったが、2021年に保証債務発行額がUSD 40億に達し、2022年度に議会は限度額をUSD 50億に拡大することを承認

再掲

## SBIC債務証券発行限度額・発行額

 米国



# SBAによる支援策が最も包括的かつ存在感を示す支援である一方、州政府及び地方政府もSBAと同様の融資保証スキームを提供している

## SBAの代表的な支援プログラムと州政府の類似プログラム



| 該当するSBAのプログラム | 7(a) loan | 504 loan | Microloan | SBIC Program |
|---------------|-----------|----------|-----------|--------------|
| カリフォルニア州      | ○         | ×        | ×         | ○            |
| テキサス州         | ○         | ×        | ×         | ○            |
| ニューヨーク州       | ×         | ×        | ×         | ○            |
| フロリダ州         | ×         | ×        | ○         | ○            |
| ペンシルベニア州      | ○         | ○        | ×         | ○            |
| マサチューセッツ州     | ○         | ×        | ×         | ○            |
| オハイオ州         | ○         | ○        | ×         | ○            |
| ニュージャージー州     | ×         | ×        | ×         | ○            |
| イリノイ州         | ○         | ×        | ×         | ○            |
| ミシガン州         | ×         | ×        | ×         | ○            |
| メイン州【地方】      | ○         | ○        | ×         | ○            |
| ノースダコタ州【地方】   | ×         | ×        | ×         | ○            |



# 1953年の中小企業法制定以降、スタートアップを含めた中小企業向けに融資を促進する法的枠組みが整備されている

## 中小企業・スタートアップ向け支援に関する主な法的枠組みの整備



| 年代        | 金融制度面                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  | 中小企業政策                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |
|-----------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 1900年以前   | 1781：最初の商業銀行設立<br>1831：最初の貯蓄貸付組合(S&L)設立                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
| 1900年代    | 1911：郵便貯金制度(Postal Savings System)創設<br>1913：連邦準備制度(FRS)創設<br>全米を12地区に分け、各地区に連邦準備銀行を設置<br>1919：エッジ法(Edge Act)<br>国際金融業務のみに携わるエッジ・アクト法人を銀行子会社として設立することを認める<br>1927：マクファデン法(MacFadden Act)<br>銀行法・連邦準備法の改正で、州を超える支店設置を禁止<br>1933：1933年銀行法(Glass-Steagall Act)<br>銀行・証券業務の分離、連邦預金保険会社設立、定期預金金利上限設定、要求払い預金の付利禁止等を規定<br>1935：1935年銀行法(Banking Act of 1935)<br>連邦預金保険制度の恒久化、FRB非加盟・FDIC加入銀行に対する預金金利上限規制などを規定 | 1916：連邦土地銀行設立<br>農民・牧場主の不動産投資に係る長期資金の供給開始<br>1918：戦時金融公社設立<br>鉄道証券市場の危機と関係する金融機関を救済<br>1923：連邦信用仲介銀行設立<br>大戦後の混乱した農産物市場への信用供与開始(1929以降は農業用機械設備融資も実施)<br>1930年代：住宅・農業関連を中心に政策金融機関が設立<br>復興金融公社、連邦住宅貸付銀行、個人住宅貸付公庫、協同組合銀行、農業抵当後者、商品信用公社、ワシントン輸出入銀行(現・輸出入銀行)、地方電化長(電力・電話普及への融資)など                                                                        |
| 1950-70年代 | 1956：銀行持株会社法(Bank Holding Company Act)<br>複数銀行持株会社に対するFRB認可のほか、州銀行買収の禁止、非銀行業務への進出禁止などを規定<br>1966：郵便貯金制度廃止<br>1966：預金金利規制法(Public Law 89587)<br>貯蓄金融機関に対する預金金利上限規制を適用<br>1971：ハント委員会報告<br>金融制度改革に関する一連の法案が議会で審議                                                                                                                                                                                         | 1953：中小企業法(Small Business Act)制定<br>中小企業支援の位置づけ・目的を規定。中小企業庁(SBA)設置(1954以降7(a)loanの提供を開始)<br>1958：中小企業投資法(Small Business Investment Act)制定<br>SBICプログラム創設<br>1977：地域再投資法(Community Reinvestment Act)制定<br>預金受入機関に資金の一定割合を地域還元することを義務付け<br>1978：SBAプログラムにおいて、CLP(Certified Lender Program)を開始<br>CLPとして、一定スコア以上の企業を対象に、審査の迅速化を目的に金融機関に一部権限を委譲するスキームを導入 |



# 中小企業・スタートアップ向け支援に関する主な法的枠組みの整備



米国

| 年代      | 金融制度面                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       | 中小企業政策                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
|---------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 1980年代  | <p>1980：預金金融機関規制撤廃及び通貨管理法(金融制度改革法(Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act))制定<br/>預金金利規制の段階的撤廃、貯蓄金融機関の業務範囲の拡大等を規定</p> <p>1982：救済目的での州際銀行の合併を認める</p> <p>1987：証券子会社の限定認可</p> <p>1989：貯蓄金融機関救済法(Financial Institutions Reform, Recovery and Enforcement Act)制定<br/>自己資本比率規制強化、RTC設置など</p> <p>1989：子会社の株式・社債引受業務の認可</p>   | <p>1981：SBAプログラムにおいてPLP(Preferred Lender Program)を開始<br/>PLPとして一定スコア以上の企業を対象に金融機関に審査権限を委譲するスキームを導入</p> <p>1982：中小企業技術革新法(Small Business Innovation Development Act)制定<br/>SBIR(Small Business Innovation Research)制度により、最先端分野の研究開発補助を開始</p> <p>1985：SBA保証ローン証券化開始</p>                                                                                                                                                                                                                                                            |
| 1990年代  | <p>1990：連邦信用改革法(Federal Credit Reform Act)<br/>1992年予算から保証付融資と直接融資のコスト計算を義務付け</p> <p>1994：州際業務・支店設置効率化法(Riegle-Neal Interstate Banking and Branching Efficiency Act)制定<br/>持株会社の州際買収・合併を認める(州法規制が優先)</p> <p>1997：財政収支均衡法(Balanced Budget Act)制定</p> <p>1999：グラム・リーチ・ブライリー法(Gramm-Leach-Bliley Act)<br/>1933年銀行法の一部を無効とし、銀行・証券・保険の兼営を認める</p> | <p>1992：中小企業技術移転法(Small Business Technology Transfer Act)制定<br/>STTR(Small Business Technology Transfer Program)開始</p> <p>1994：リーグル地域開発：規制改善法(Riegle Community Development and Regulatory Improvement Act)制定<br/>中小企業向け貸出担保証券投資への優遇措置、証券化を実施する銀行の自己資本規制軽減を規定</p> <p>1995：SBA Express開始<br/>SBA Expressとして、スコアに関わらず、金融機関に審査権限を委譲するスキームを導入(保証限度額、金利、保証割合などは標準的な7(a)loanよりも厳格化) (CARES法により恒久措置として融資限度額を引上げ(USD 35万⇒USD 50万))</p> <p>1996：民間との競合回避、財政の効率化を目的にSBAによる直接貸付を原則中止</p> <p>1997：SBAのMicroloan Programが恒久化(制度自体は1992年開始)</p> |
| 2000年以降 | <p>2010：ドッド・フランク法(Dodd Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act)制定<br/>リーマンショック再発防止を目的とした包括的な金融規制</p> <p>2012：JOBS法<br/>IPOに係る諸規則改正を中心に、スタートアップ向けに、役員報酬開示義務や内部統制監査証明義務の免除などを導入</p> <p>2018：雇用及び投資家信任法案(JOBS and Investor Confidence Act)(JOBS法3.0)<br/>資本市場改革関連法案で、会期成立に至らず廃案となったものの、ドッド・フランク法改正など諸政策のきっかけとなった</p>              | <p>2009：米国再生・再投資法(American Recovery and Reinvestment Act)制定<br/>2009年2月からSBAプログラムの保証割合を引上げ(75%又は85%⇒90%)及び保証料の徴収免除(いずれも2011年3月4日までの時限措置)</p> <p>2010：中小企業雇用法(Small Business Jobs Act)制定<br/>恒久的措置として、SBAプログラムの融資限度額を引上げ(USD 2M⇒USD 5M)</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                       |

出所：公開情報を基に作成

# 英国では、融資においてもビジネス・エネルギー・産業戦略省(BEIS)が100%出資するBritish Business Bankがプログラムの根幹を担っている

## 英国のスタートアップに対する金融支援の概観

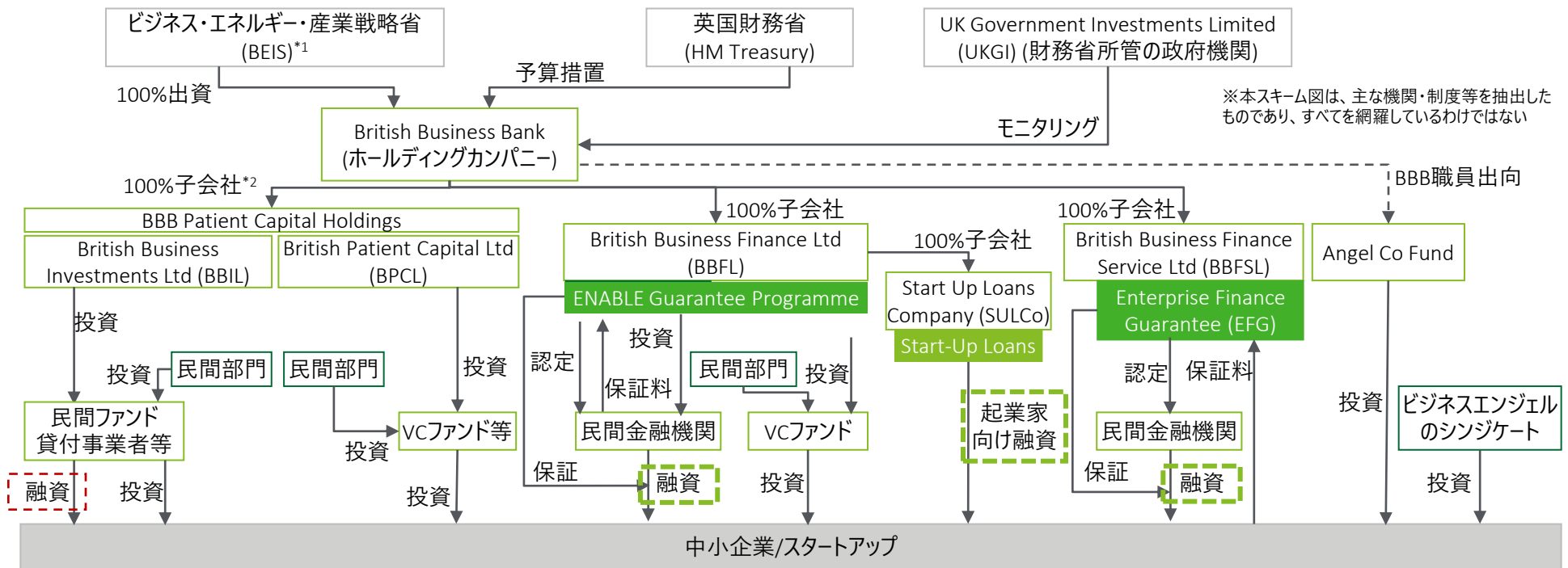
債務保証

融資



英国

- BBBはBritish Business Bank Investments(BBIL)とBritish Business Finance(BBFL)、Start Up Loans Company(SULCo)、British Business Finance Service(BBFSL)といった100%子会社を通じて、銀行やVC等をパートナーとして金融支援を行っている。
- 政策目的に沿った事業を実施するBBFLは赤字となる可能性があるため、商業ベースのリターンを追求するBBIL等の収益を活用して、BBB全体として収益を確保する仕組みとなっている



\*1：2009年に誕生したビジネス・イノベーション・職業技能省(Department for Business, Innovation and Skills：BIS)を前身としており、BEISは2016年の組織改編により誕生。\*2：BBILとBPCLは、BBBの100%子会社であるBBB Patient Capital Holdings Limitedの子会社。\*3：BBFLは民間銀行による小規模事業者への融資促進を目的とした信用保証プログラムとして2014年からENABLE Guarantee Programmeを運営している

出所：BBB Annual Report、財務省を基に作成

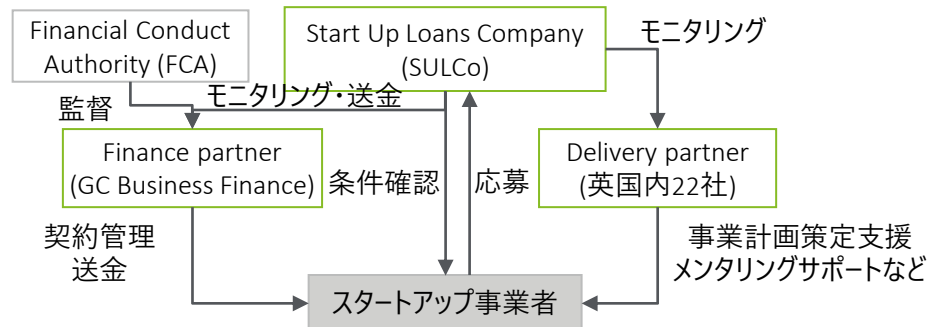
# Start Up Loansは、創業期の事業者向けの融資スキームであり、個人向け低利融資と無料メンタリングサービスなどを提供している

## Start Up Loans

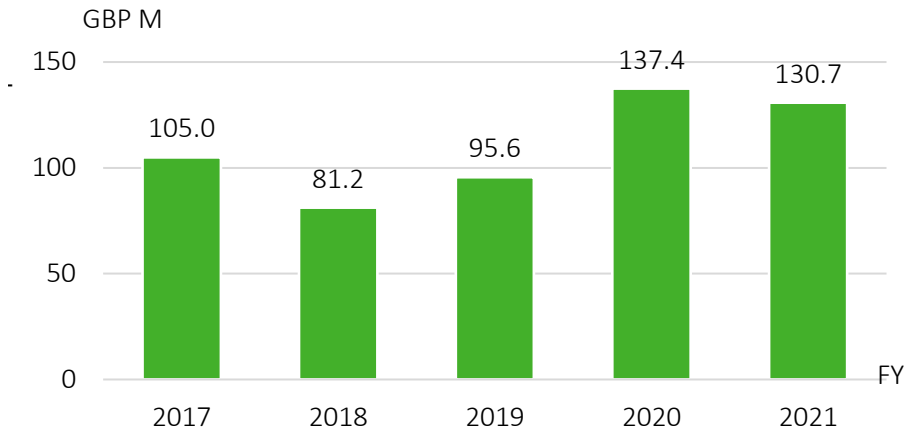


### Start Up Loansの概要

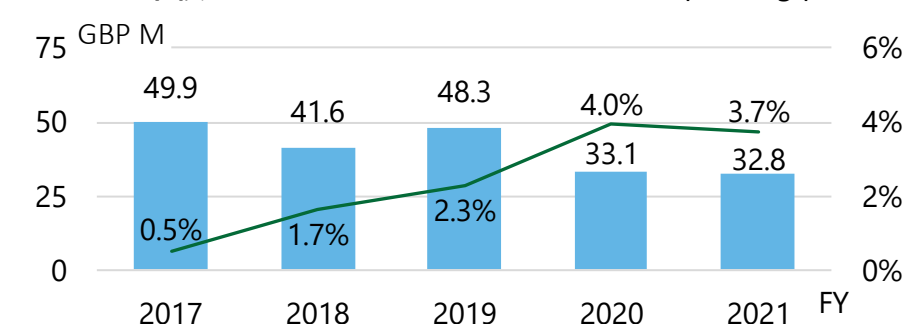
|         |                                                                        |
|---------|------------------------------------------------------------------------|
| 取扱会社    | Start Up Loans Company (SULCo)                                         |
| 融資金額    | GBP 500 – 25,000 (平均融資金額はGBP 9,338)                                    |
| 金利      | 年率6% (固定)                                                              |
| 返済期間    | 1-5年                                                                   |
| 資金使途    | 事業資金に限定                                                                |
| 保全条件    | 無担保                                                                    |
| 申込者要件   | 英国在住の18歳以上の個人で、創業準備段階または創業3年未満の者                                       |
| 融資以外の支援 | 事業計画書の作成支援のほか、1年間の無料メンタリングや製品購入割引、The Open Universityと連携した起業プログラムなどを提供 |



### Start Up Loans実績\*1



### SULCoの業績\*2



- 政府は2021年の報告において更なる予算措置を講じており、BBBの計画では2021年から3年間で33,000件のスタートアップ融資を提供すると発表

\*1: Gross Lending、\*2: IncomeにはGrant incomeを含む

出所: BBB HPを基に作成

# BBBはStartup Loansを通して、創業間もない起業家に対して、融資の他にトレーニングやメンタリングを提供

再掲

## Startup Loans Companyが提供する支援策



支援  
内容

融資

- 上限GBP 25K
- 年利6%
- 1-5年での返済

融資  
以外

- 事業計画の作成支援
- 事業計画等のテンプレート提供
- 融資採択者に対する1年間の無料メンタリング
- O2やExperianなど30社以上のサービスの割引利用
- The Open Universityと連携した起業プログラムの提供

条件

- ※全て満たしていること
- 18歳以上の者
- 英国居住者及び就労権利を有し、英国で事業を行う者
- 創業～3年を上限とする
- 返済能力があること
- 他の手段でのファイナンスが困難であり、事業内容がStartup Loansのスキームに見合うこと

### 事業計画のテンプレート

- 事業計画テンプレートは事業プランや競合優位性、セールス/マーケティングプランなどで構成されており、テンプレートの提供及び作成に係るアドバイスが提供される

### The Open Universityで提供されるプログラム



- Start Up LoansがThe Open Universityと連携して、特に創業者向けに教育プログラムを無料で提供
- コンテンツ（例）
  - 起業家教育
  - キャリアとリーダーシップ
  - ファイナンスと会計
  - サステナビリティ
  - プロジェクトマネジメント

# BBFSLが運営するEFGは、認定された金融機関の中小企業向け融資に対して信用保証を付与するものであり、スタートアップにおいて比較的多く活用されている

## Enterprise Finance Guarantee (EFG)

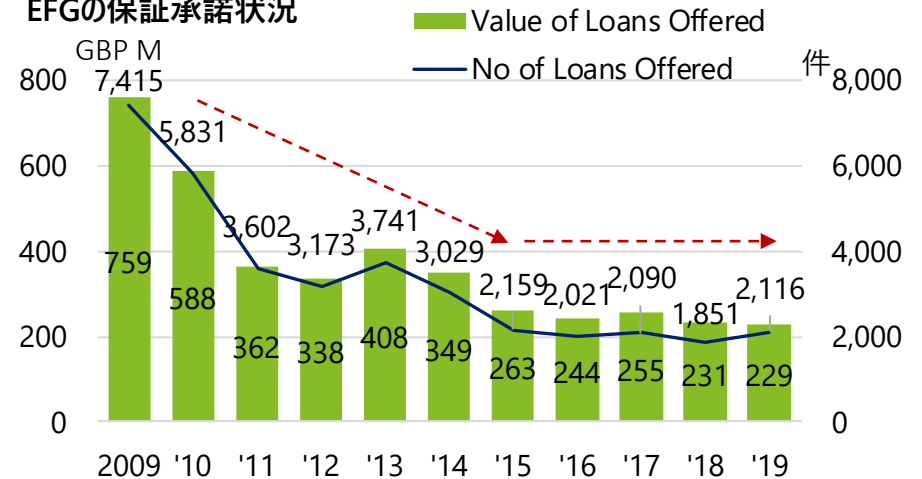


### Enterprise Finance Guarantee (EFG)の概要

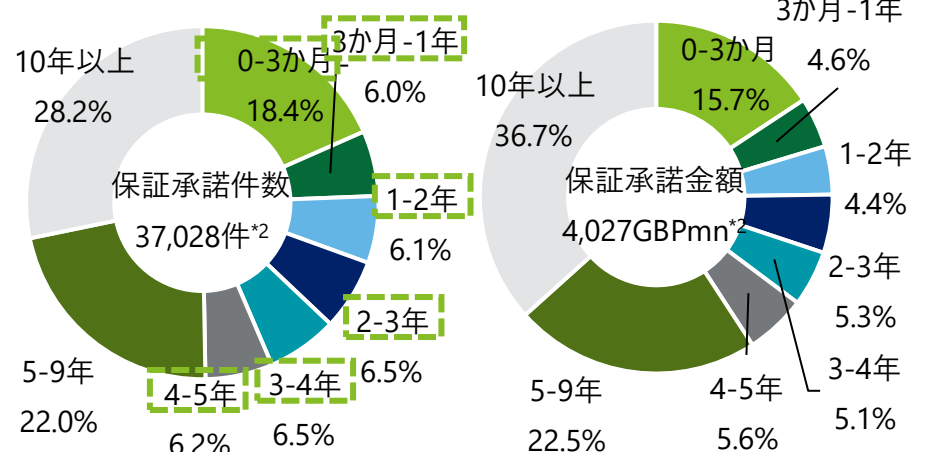
|       |                                                     |
|-------|-----------------------------------------------------|
| 取扱会社  | British Business Finance Service Ltd (BBFSL)        |
| 保証金額  | GBP 1K– 1.2M (保証割合75%)*1                            |
| 保証期間  | 3か月-10年                                             |
| 保証料   | 保証融資残高の2.0%(スタートアップ/中小企業が負担)                        |
| 資金使途  | 事業資金(借換可能)                                          |
| 保全条件  | 担保徴求可能(個人居宅は不可)、保証人徴求可能                             |
| 申込者要件 | 輸出関連企業・金融保険業・学校教育セクターを除く全業種であって、年間売上高GBP 41M以下の英国企業 |

- EFGを利用する金融機関は、BBBの審査を経て認定を受ける必要がある。認定金融機関は、EFG利用にあたり、プロパー融資と同様の審査を行うことなどが契約上定められている
- EFGの保証承諾状況は、2009年の制度創設後に急速に拡大したが、その後は概ね減少傾向にあったが2015年以降は横ばいの状況。なお、一件あたりの平均の融資保証額はGBP 100-120Kで推移している
- EFGは創業後3年以内の企業による利用件数が全体の37%、同5年以内の企業による利用が49.7%に上っており、スタートアップに比較的多く活用されていることがうかがわれる

### EFGの保証承諾状況



### 創業後の期間



\*1：各金融機関の保証債務履行額は年間総融資金額の15%以内とする必要がある。\*2：2009-2021年の合計

出所：BBB HPを基に作成

# BBFLが運営するENABLE Programは、民間金融機関による小規模事業者への融資促進を目的としたプログラムであり、制度を利用する金融機関が手数料を支払うことで、一定の損失について政府による保証が受けられる

## ENABLE Guarantee Program



英国

### ENABLE Guarantee Program\*1の概要

|            |                                                                                                                               |
|------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 取扱会社       | British Business Finance Ltd (BBFL)                                                                                           |
| 利用金額       | GBP 1.2M以上                                                                                                                    |
| 保証期間       | 最大10年                                                                                                                         |
| 利用形態       | タームローン (変動金利/固定金利を問わない)                                                                                                       |
| 資金使途       | 事業資金に限る                                                                                                                       |
| 制度の支援対象    | <ul style="list-style-type: none"><li>■ 小規模事業者</li><li>■ 創業後5年以内の中小企業</li><li>■ 成長性が見込める中小企業</li></ul>                        |
| 中小企業要件     | 従業員数250人未満の中小企業で、年間売上高GBP 43M以下の英国を拠点とする事業者                                                                                   |
| 制度利用金融機関要件 | <ul style="list-style-type: none"><li>■ 銀行</li><li>■ 直接融資ファンド</li></ul> ※いずれもデットファイナンスを英国中小企業に提供している金融機関で、制度利用にはBBFSLによる認定が必要 |
| その他        | 資金の借り手はタームローン残高の0.25%(最大GBP 12,500)のキャッシュバックを受けることができる                                                                        |

- ENABLE Programでは、プログラムを利用する金融機関はBBBにプログラムの導入について承認を得たうえで、手数料を支払うことで、あらかじめ合意された損失の閾値を超える分の正味信用損失について政府による保証を受けることができる仕組みである
- 制度利用は要件を満たした金融機関による申請に基づいていることから、保証にかかる手数料はEFGと異なり、スタートアップ/中小企業者ではなく金融機関が負担をする

\*1：ENABLE Programは代表的な制度であるENABLE Guarantee Programの他に、小規模ハウスビルダー向け保証制度であるENABLE Build、アセットファイナンスやリースファイナンスを対象としたENABLE Fundingで構成。代表的なGuarantee ProgramとしてBarclaysの内容を記載

出所：BBB HP、Barclays HPを基に作成



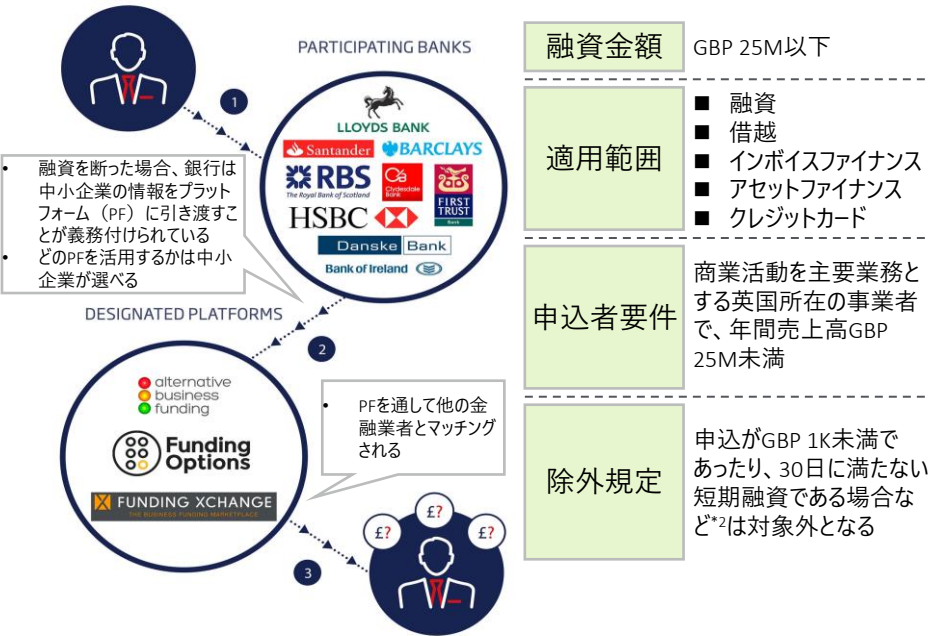
# BBBのスキームの他に、銀行での融資を断られた事業者を対象としたBank Referral SchemeやCDFIなどの代替手段が確保されている

## 銀行融資を断られた事業者に対する支援措置



### Bank Referral Scheme

- 大手銀行で融資が拒否された場合、別の融資機会を紹介されるスキーム。参加銀行は自行での融資を不可と判断した場合、中小企業をプラットフォームに紹介することが法律<sup>\*1</sup>で義務付けられている
- ファイナンスプラットフォームは中小企業者と資金を供給する代替金融業者とのマッチングを支援する



### Community Development Finance Institutions (CDFI)

- 他の金融機関の基準に適合しない事業者への融資を専門とする非営利の金融機関。大半の顧客が融資を断られた小規模な事業者
- CDFIの融資を基に事業を安定させ、銀行からの融資獲得につなげるケースも多い。なお、85-90%の事業者は全額返済をしている
- 通常はGBP 25K-250Kの融資に対応しているが、より小口の融資も可能
- 2021年において、CDFIはGBP 228M以上の融資を実行しており、前年比32%増となっている

#### 事業者向け主なCDFI融資制度の実績<sup>\*3</sup>

|          | Business lending                                  | Start-up lending | Social enterprise lending                         |
|----------|---------------------------------------------------|------------------|---------------------------------------------------|
| 融資件数     | 891                                               | 2,371            | 383                                               |
| 融資総額     | GBP 65,232K                                       | GBP 28,101K      | GBP 73,220K                                       |
| 平均融資金額   | GBP 73K                                           | GBP 11K          | GBP 191K                                          |
| 平均融資期間   | 55カ月                                              | 57カ月             | 99カ月                                              |
| 金利       | 7.15-25.9%<br>(中央値13.25%)                         | 6%               | 0-12%                                             |
| 従業員規模別割合 | 0-9人：64%<br>10-49人：32%<br>50-249人：4%<br>250人以上：0% | N/A              | 0-9人：75%<br>10-49人：25%<br>50-249人：2%<br>250人以上：0% |

<sup>\*1</sup>：2016年11月よりObjective of Small and Medium Sized Business (Finance Platforms) Regulations 2015で規定。<sup>\*2</sup>：このほか、法的手続きの対象になっていることが認識されている場合なども対象外となる。<sup>\*3</sup>：2021年の実績  
出所：BBB HP、Responsible Financeを基に作成

# 中小企業の長期資金調達におけるギャップについては古くから指摘されており、1970年代に中小企業の定義がなされて以降、政策的措置がとられている。2014年のBBB設立により、支援スキームが単一組織に集約化されている

## 中小企業・スタートアップ向け支援に関する主な法的枠組みの整備



英国

| 年代        | 金融制度面                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       | 中小企業政策                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |
|-----------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 1930年代    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             | 1931：マクミラン委員会報告(Macmillan Report)<br>世界恐慌による深刻な経済への影響を受けて、中小企業の長期資金調達ギャップに言及、中小企業専門金融機関設立を勧告                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
| 1940-60年代 | 1945：Finance Corporation for Industry (FCI)設立<br>長期信用機関の設立(民設)、鉄鋼業を中心に融資開始<br>1946：The Bank of England(BOE)国有化<br>重要産業国有化政策の一つとして、基幹産業とともに国有化<br><br>1967：GBP 切り下げ<br>経済対策として対USD 14.3%の切り下げを実施                                                                                                                                                                                             | 1945：Industrial and Commercial Finance Corporation (ICFC)設立<br>中小企業を対象とした金融機関の設立(民設)<br><br>1957：ラドクリフ委員会報告(Radcliffe Report)<br>マクミランギャップを改めて確認するとともに、大戦後のイギリス金融制度を再検討<br>1967：Industrial Reorganization Corporation (IRC)設立<br>産業の合理化と近代化を図る目的で設置。企業合併の促進とともに、資金的援助を実施(同年、Industrial Expansion Bill制定により活動範囲拡大)                                                                                                                                  |
| 1970-80年代 | 1971：BOE「Competition and Credit Control」発表<br>イギリス銀行部門における金利協定と量的規制の撤廃<br><br>1976：IMFに緊急支援要請<br>インフレ進行によるGBP 危機に対して、公共支出削減と賃金抑制を条件に、IMFから資金援助を受ける<br>1979：初の銀行法(Banking Act)制定<br>銀行の設立、業務、規制・監督等について規定<br>1986：ロンドン証券取引所によるBig Bang<br>証券業務自由化<br>1986：Financial Services Act制定<br>投資家保護等を目的に制定。政府からSecurity Investments Board (SIB)に規制権限を委譲<br>1987：改正Banking Act制定<br>大口融資・自己資本比率規制等を導入 | 1971：ボルトン委員会報告(Bolton Report)<br>中小企業を定義するとともに、英国中小企業の経済における位置づけを検討<br>1973：Financial for Industry (FFI)設立<br>ICFCがFCIを統合<br>1975：National Enterprise Board設立<br>1975年産業法に基づき設立。国有企業の所有持株放出などの検討が開始<br>1979：ウィルソン委員会報告(Wilson Report)<br>中小企業の金融格差問題を指摘し、中小企業金融施策の必要性を主張<br>1981：Small Firms Loan Guarantee (SFLG)創設<br>産業再生の必要性等から中小企業の重要性が注目され、信用保証制度を開始<br>1983：Investors in Industry (3i)設立<br>グロースキャピタル企業として成長したFFIを改称(1987に3i GroupとしてLSE上場) |



# 中小企業・スタートアップ向け支援に関する主な法的枠組みの整備

| 年代     | 金融制度面                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   | 中小企業政策                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |
|--------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 1990年代 | 1997：SIBをFinancial Services Authority (FSA)に改組<br>銀行、証券、保険を横断的に規制・監督する単一規制機関としてFSAを設置                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   | 1993：Business Link設立<br>政府によって中小企業支援を専門的に行う窓口を設置<br>1994：Enterprise Investment Scheme (EIS)<br>高リスク中小企業に対する投資に関する税制優遇措置<br>1995：Venture Capital Trusts (VCT)<br>中小企業に投資するVCTに対する投資についての税制優遇措置<br>1998：Late Payment of Commercial Debts (Interest) Act制定<br>中小企業保護の観点から、大企業に対して中小企業が利息を請求する権利を付与するとともに、契約代金の支払遅延時の法定利率を規定                                                                                                             |
| 2000年代 | 2000：Financial Services and Markets Act制定<br>金融・資本市場規制改革が本格化<br>2006：The Companies Act改定<br>小会社・中会社・大会社の区別が設定。総資産額、総売上高、従業員数によって数量的に中小企業が定義<br>2008：Pre Budget Report発表<br>世界金融危機に対する当面の景気対策として、VATの一時的引下げ、個人所得税の課税最低限引上げ等を含む総額約GBP 200規模の対応策の実施を発表<br>2008：大手銀行3行(RBS、HBOS、ロイズTSB)に公的資金注入、資金調達に関する政府保証等の金融支援の実施を発表<br>2008：財政が悪化した金融機関(Northern Rock、Bradford & Bingley)の国有化<br>2009：追加的金融安定化策(金融機関支援)を発表<br>財務省が拠出するAsset Purchase Facility (APF)による社債、CP、シンジケートローン等の買取を通じた金融機関等の資金繰り支援、Asset Protection Scheme (APS)による金融機関保有の不良債権に対し最大90%の政府保証、Asset Backed Security (ABS)への政府保証を実施 | 2000：中小企業庁(Small Business Service)設立<br>2002：Lending Support: Modernising the Government's Use of Loansとりまとめ<br>政府が行う個人・企業向け政策金融プログラム(直接融資・債務保証等)の現状と今後の方向性を包括的に整理<br>2002：Research and Development Tax Credits<br>企業の研究開発投資に関する税制優遇措置<br>2004：Graham Review of the Small Firms Loan Guarantee最終報告<br>SFLGに関しレビューを実施。融資の承認手続きを貸手に完全に委譲することなどを勧告(2009年にSFLGはEFGに改定)<br>2008：Entrepreneurs Relief<br>アントレプレナーの事業売却時のキャピタルゲインに対する税制優遇措置 |

# 中小企業・スタートアップ向け支援に関する主な法的枠組みの整備

| 年代     | 金融制度面                                                                                | 中小企業政策                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
|--------|--------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2010年代 | 2011：High Value Manufacturing (HVM) Catapult<br>英国の製造センター(かつての産業革命都市)に先端技術等のカタパルトを設置 | 2012：Seed Enterprise Investment Scheme (SEIS)<br>高リスクのスタートアップ企業に対する投資についての税制優遇措置<br>2012-2015：ヤング卿報告書(Lord David Young Report)<br>中小企業政策に関する調査を実施し、スタートアップ起業に関する支援策に言及<br>2014：British Business Bank (BBB)設立<br>中小企業向け資金供給等、既存の中小企業支援スキームを単一組織に集約<br>2015：Small Business, Enterprise and Employment Act (SBEAA)<br>Lord David Young Reportを受けて日本の中小企業基本法に該当する法律を制定<br>2017：Industrial Strategy White Paper<br>戦略的に発展を目指す主要産業に属する中小企業への支援に言及、資金調達する支援策についても提言 |

# 目次

|                                       |     |
|---------------------------------------|-----|
| 本調査の背景と仮説                             | 4   |
| 本調査のサマリ                               | 14  |
| 第一章 未上場スタートアップに対するリスクマネー供給の米国・英国の実態調査 |     |
| 1. 政府系VCの活動状況                         | 16  |
| 2. シード・プレシードにおける投資状況                  | 51  |
| 3. セカンダリー市場の状況                        | 83  |
| 4. ベンチャー融資の状況                         | 136 |
| Appendix                              |     |
| 米国の市場・需要に向けた政策的支援の事例                  | 187 |

■ 本報告書に記載されている情報は、公開情報とともにヒアリング等で第三者から提供を頂いた情報も含まれています。これらの情報自体の妥当性・正確性については、デロイト トーマツベンチャーサポート株式会社（以下、「弊社」）では責任を負いません。また、内容の採否や使用方法については、経済産業省（以下、「貴省」）自らの責任で判断を行うものとします。

■ 本報告書における分析手法は、多様なものがありうる中での一つを採用したに過ぎず、その正確性に関して、弊社がいかなる保証を与えるものではありません。

① **SBIR Phase III**

② **OTA**

# 米国中小企業庁（SBA）はSBIRの補助金・委託契約プログラムを通じて、最先端分野における中小企業による技術革新を促進している

## SBIR（Small Business Innovation Research Program）

|      |           |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
|------|-----------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 概要   |           | <ul style="list-style-type: none"><li>創設年：1982年(SBIR)</li><li><u>政府による最先端分野における研究開発補助制度</u>。政府資金供給により中小企業のイノベーションの商業化の促進、女性や社会・経済的に阻害された人々による起業やイノベーション参画の奨励等を目的とする。</li><li><u>SBAがプログラム全体を統括し、プログラムの実施は各省庁が個別に行う</u>。各省庁が公募テーマ設定、提案の審査等を行う。<u>SBIRにより開発された技術が公共調達されることも多く、参加企業のインセンティブとなっている</u>。</li><li><u>年間研究開発予算がUSD 1億を超える政府機関は同予算の3.2%をSBIRプログラムを通じて小規模企業に振り当てるのが義務付けられており</u>、現在11の政府機関がプログラムに参加している（中小企業技術革新法15 U.S.C. 638）</li></ul> |
| 支援方針 | 支援対象      | <ul style="list-style-type: none"><li>対象企業：従業員500人以下の営利目的の米国企業、株式の50%以上を米国民または永住外国人が所有する企業</li></ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |
|      | スキーム      | <ul style="list-style-type: none"><li>グラントまたは委託契約の形で資金が提供される（年間5,000件超採択）</li><li>SBIR：年間予算最大USD 32億</li></ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
|      | ステップ      | <ul style="list-style-type: none"><li>Phase I：コンセプト開発（期間：6か月、金額：USD 5万～25万）</li><li>Phase II：プロトタイプ開発（期間：24か月、金額：USD 50万～150万）</li><li><u>Phase III：商業化（ファンディングなし。政府調達あり、調達金額に上限なし）</u></li></ul>                                                                                                                                                                                                                                                |
| 実績   | 金額・件数     | <ul style="list-style-type: none"><li>2019年までに179,000件が採択されUSD 543億が支出された</li></ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |
|      | スタートアップ企業 | <ul style="list-style-type: none"><li>iRobot、Qualcomm、illumina、enchroma、sonicare、Biogen、Symantec、Intuitive Surgical等</li></ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |

プログラム参加政府機関

|                                               |
|-----------------------------------------------|
| Department of Agriculture                     |
| Department of Commerce, NIST, NOAA            |
| Department of Defense                         |
| Department of Education                       |
| Department of Energy                          |
| Department of Health and Human Services       |
| Department of Homeland Security               |
| Department of Transportation                  |
| Environmental Protection Agency               |
| National Aeronautics and Space Administration |
| National Science Foundation                   |

# SBIR Phase I・IIの拡張であれば、Phase IIIは連邦政府調達規定の適用が免除され、新たな競争入札は行わず各省庁により発注の件数・金額等の制限なしで調達可能となる

## SBIRプロセス全体像

- Phase III は、Phase I・II に基づく研究・技術の商業化を目指す取り組み
- 調達契約の件数・期間・種類・金額の制限なし。各省庁は、Phase I・II 採択者とのPhase III 契約をどの時点でも締結可能
- Phase I・II の拡張であれば、各省庁によるPhase III 採択のための新たなコンペティション等の実施を行う必要はない **合衆国法典(第15編 第14章 第638条)**  
(Phase III がPhase I・II 資金提供契約に基づく取組からの拡張、完成のためのものであることを表明するだけで十分)

## SBIRプロセス全体像

### Phase I : コンセプト開発

- 本フェーズでは提案の優位性、実現性、商業化可能性を検証し、さらに資金的サポートを行う前に参加企業の質を定めることを目的とする
- 実施期間と補助額は通常6か月でUSD 15万を超えない（2019年11月時点、上限額はUSD 256,580である）

評価

### Phase II : プロトタイプ開発

- Phase I におけるR&Dが継続される。出資金額は基本Phase I における成果と提案の科学的および技術的優位性と商業可能性を元に決定される。原則Phase I の参加者のみPhase II に応募可能である
- 実施期間と補助額は通常2年間でUSD 100万を超えない（2019年11月時点、上限額はUSD 1,710,531である）

\* Phase II に採択された中小企業が、当該プロジェクトを継続するために、Phase II を継続することができる支援制度がある（例：Sequential Phase II、Third Phase II “Commercialization Assistance Pilot Program”、Supplemental Phase II）

評価

### Phase III : 商用化（政府調達を含む）

- Phase IとIIでの技術開発の成果の商業化を目的とする。SBIRプログラムはこのフェーズでは直接参加企業に対して資金支援を行わない。ただし、当該省庁での利用（政府調達）を前提に、SBIRプログラム以外の資金により、製品・サービスの生産契約を締結する場合がある（件数、期間、種類、金額に関する制限はない）
- Phase II と並行して参加可能

Phase I・IIの拡張

出所：Small Business Administration (SBA)、三菱UFJリサーチ & コンサルティング「平成 31 年度 中小企業技術革新制度（SBIR）に関する調査」、合衆国法典（15 U.S.C.

638(r)(4)）を基に作成

# 合衆国法典（15 U.S.C. 638(r)(4)）においては、SBIR PhaseⅢでの新たなコンペティションを実施する必要はないことが明記されている

## 合衆国法典（15 U.S.C. 638(r)(4)）におけるSBIR PhaseⅢの調達方法に係る記載

**Legal Information Institute** [LII]  
OPEN ACCESS TO LAW SINCE 1992

ABOUT LII ▶ GET THE LAW ▶ LAWYER DIRECTORY LEGAL ENCYCLOPEDIA ▶ HELP OUT ▶

**(r) PHASE III AGREEMENTS, COMPETITIVE PROCEDURES, AND JUSTIFICATION FOR AWARDS**

**(1) IN GENERAL**  
In the case of a [small business concern](#) that is awarded a [funding agreement](#) for [Phase II](#) of an [SBIR](#) or [STTR](#) program, a [Federal agency](#) may enter into a [Phase III agreement](#) with that business concern for additional work to be performed during or after the [Phase II](#) period. The [Phase II funding agreement](#) with the [small business concern](#) may, at the discretion of the agency awarding the agreement, set out the procedures applicable to [Phase III agreements](#) with that agency or any other agency.

**(2) DEFINITION**  
In this subsection, the term “[Phase III agreement](#)” means a follow-on, non-[SBIR](#) or non-[STTR](#) funded contract as described in paragraph (4)(C) or paragraph (6)(C) of subsection (e).

**(3) INTELLECTUAL PROPERTY RIGHTS**  
Each [funding agreement](#) under an [SBIR](#) or [STTR](#) program shall include provisions setting forth the respective rights of the [United States](#) and the [small business concern](#) with respect to intellectual property rights and with respect to any right to carry out follow-on [research](#).

**(4) COMPETITIVE PROCEDURES AND JUSTIFICATION FOR AWARDS**

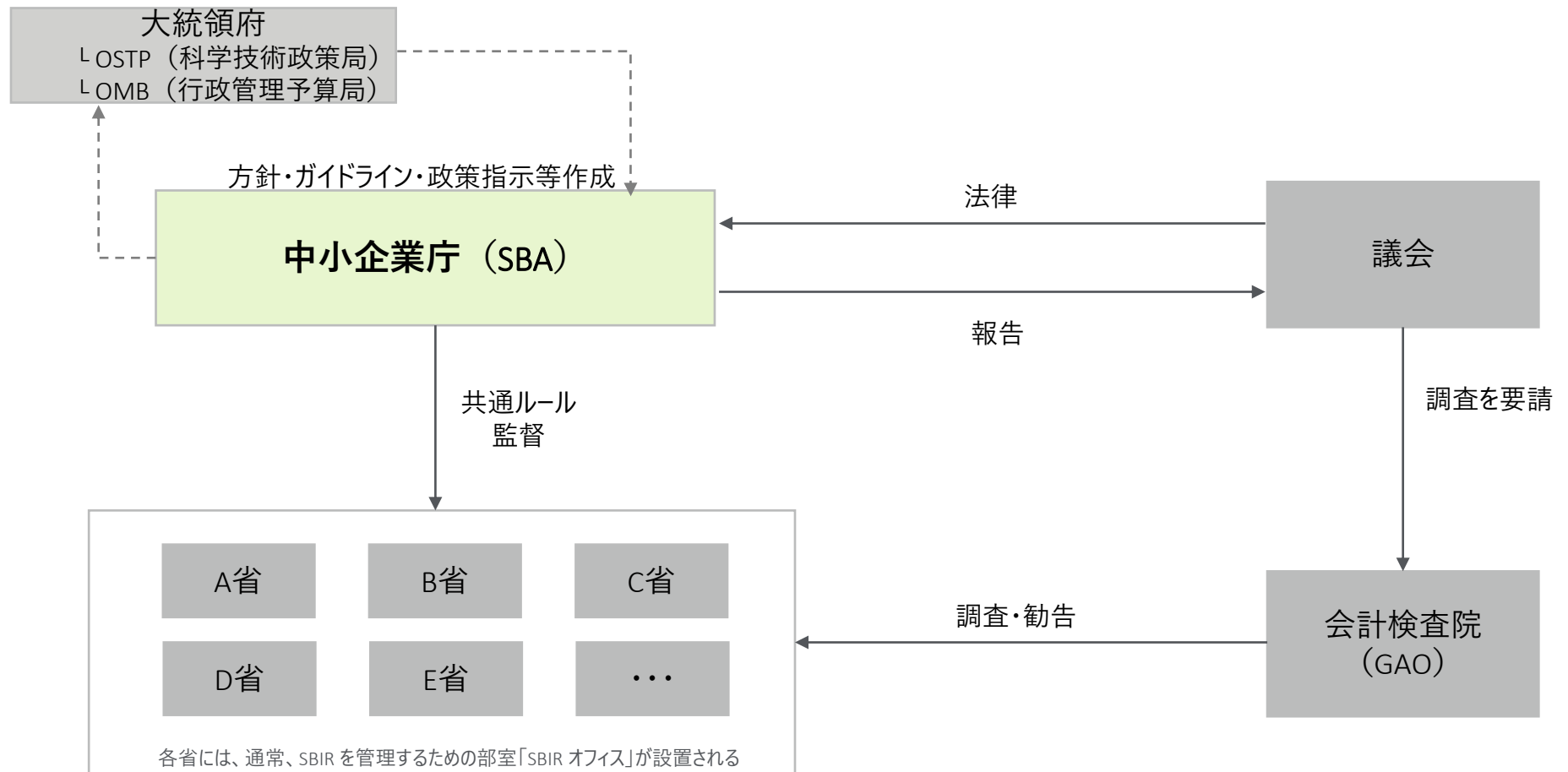
To the greatest extent practicable, Federal agencies and Federal [prime contractors](#) shall—

**(A)** consider an award under the [SBIR](#) program or the [STTR](#) program to satisfy the requirements under sections 3201 through 3205 of title 10 and any other applicable competition requirements; and

**(B)** issue, without further justification, [Phase III](#) awards relating to technology, including sole source awards, to the [SBIR](#) and [STTR](#) award recipients that developed the technology.

**【参考】SBAは大統領府の科学技術政策局、行政管理予算局と連携し、連邦調達政策室行政官へ諮問を行い、SBIRの政策指示を策定し、参加省庁の責務等を定めている**

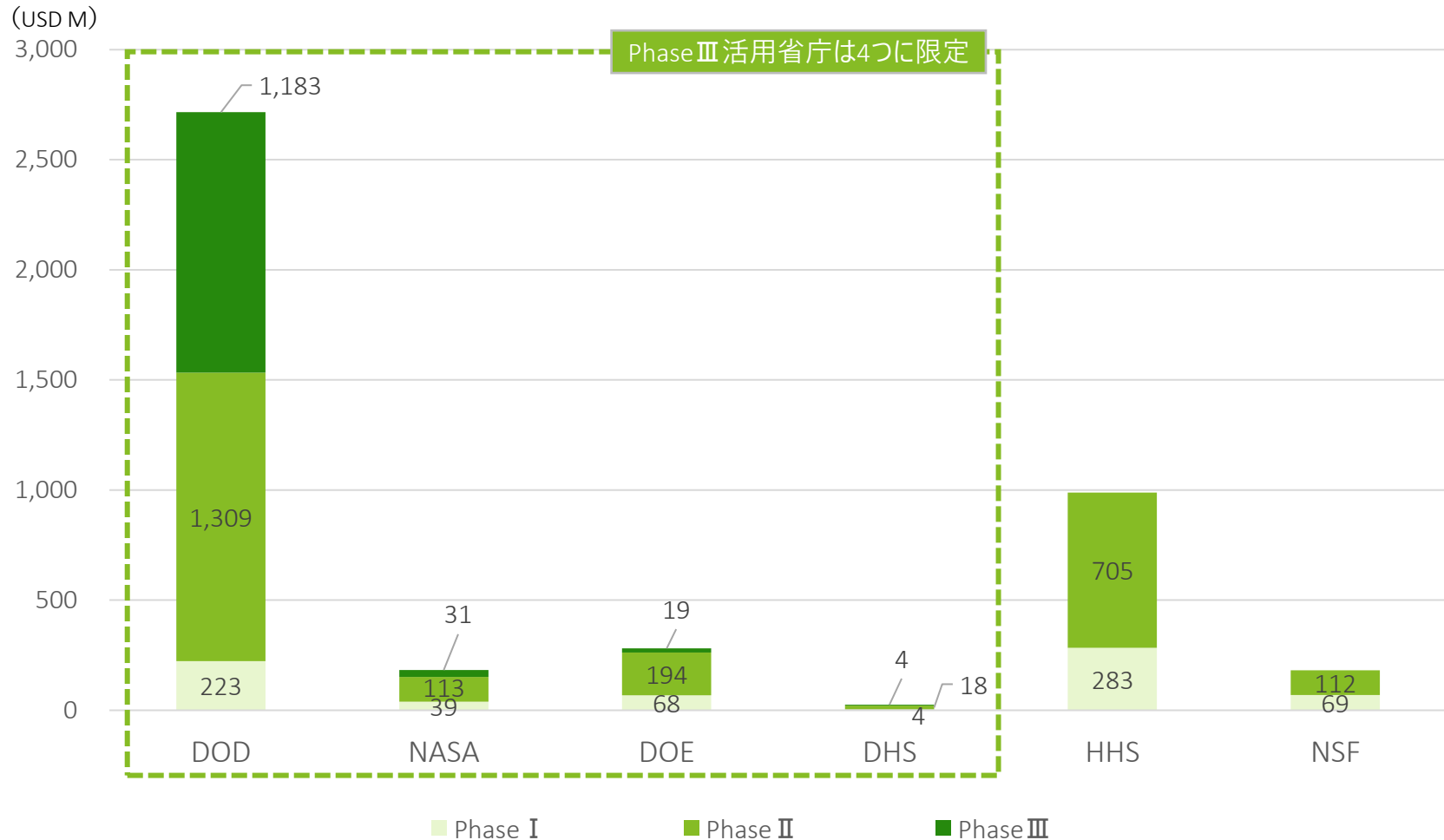
**【参考】SBIRにおけるSBAの役割**





SBIR・STTR 2019Annual Reportによれば、PhaseⅢ活用省庁は4つに限定され、DODの調達金額が突出し次いでNASAが多い。他方、HHS・NSFはPhaseⅢ調達は実施されていない

### SBIR省庁別調達状況①（Phase別金額規模\*1）



\*1：その他7機関（USDA, DOT, DOC, ED, EPA）は、PhaseⅠ・Ⅱでの調達を実施しているが、PhaseⅢの調達金額がUSD 0と記載

出所：SBIR・STTR「2019 SBIR AND STTR ANNUAL REPORT」を基に作成

# DODにおいて、Air Force、Navyをはじめとした管轄部門が突出し、PhaseⅢの調達金額が多い

## SBIR省庁別調達状況②（PhaseⅢ調達実施機関\*1抜粋）

|           |                  | DOD             |                 |                 |                 | NASA            | DOE             | DHS            |
|-----------|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|----------------|
|           |                  | Air Force       | Navy            | Army            | その他             |                 |                 |                |
| Phase I   | 応募総数             | 3,748           | 2,040           | 2,491           | 1,336           | 1,442           | 1,376           | 105            |
|           | 採択数              | 1,048           | 323             | 312             | 233             | 313             | 363             | 24             |
|           | 採択率              | 28%             | 16%             | 13%             | 17%             | 22%             | 26%             | 23%            |
|           | 調達金額             | USD 83,644,014  | USD 66,927,624  | USD 37,090,206  | USD 35,575,014  | USD 38,725,374  | USD 68,265,575  | USD 3,573,109  |
| Phase II  | 応募総数             | 843             | 369             | 131             | 253             | 290             | 408             | 30             |
|           | 採択数              | 462             | 297             | 211             | 208             | 141             | 178             | 19             |
|           | 採択率              | 55%             | 80%             | 161%            | 82%             | 49%             | 44%             | 63%            |
|           | 調達金額             | USD 454,625,617 | USD 395,664,539 | USD 171,614,264 | USD 287,354,250 | USD 112,689,407 | USD 193,979,655 | USD 17,672,353 |
| Phase III | 調達金額<br>(STTR含む) | USD 520,921,894 | USD 489,384,004 | USD 80,608,795  | USD 92,453,746  | USD 30,819,844  | USD 18,770,635  | USD 4,076,399  |

\*1：その他7機関（HHS, NSF, USDA, DOT, DOC, ED, EPA）は、Phase I・IIでの調達を実施しているが、Phase IIIの調達金額はUSD 0と記載

出所：SBIR・STTR「2019 SBIR AND STTR ANNUAL REPORT」を基に作成

- ① SBIR Phase III
- ② **OTA**

# 米国連邦政府は「その他の取引を行う権限(OTA)」を対象省庁に付与し、新規参入者の誘致や調達プロセスの柔軟性向上を通じて、先端技術の取り込みの実現を促進している

## OTA（Other Transaction Authority）

|      |           |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
|------|-----------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 概要   |           | <ul style="list-style-type: none"><li>創設年：1958年</li><li><u>先端分野の研究開発に関連した政府調達</u>において、<u>連邦政府調達規定（FAR）が適用されず、省庁のミッションに合わせて調達プロセスを柔軟に実施</u>できる特別な権限</li><li><u>政府と取引実績のない企業・非営利団体・研究機関等からの調達促進、調達プロセスの柔軟化・迅速化等により、先端技術の取り込みの実現</u>を目的とする</li><li>対象省庁にOTAの権限付与が関係法令において規定され、各省庁の研究開発活動に活用されている。ただし、OTAの適用範囲等が省庁によって異なっており、各省庁が独自でOTAを活用するためのガイドラインを作成している</li><li>2022年12時点、11の政府機関がOTA授与されている</li></ul> |
| 支援方針 | 支援対象      | <ul style="list-style-type: none"><li>非伝統的な契約主体（通常政府と取引実績のない企業・非営利団体等）</li><li>中小企業 等</li></ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
|      | スキーム      | <ul style="list-style-type: none"><li>直接募集の方式</li><li>コンソーシアム（官民共同事業体）の方式</li></ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
|      | 調達適用範囲    | <ul style="list-style-type: none"><li>研究開発契約</li><li>プロトタイプ製作契約</li><li>後続生産契約</li></ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
| 実績   | 金額        | <ul style="list-style-type: none"><li>約USD 150億（国防省のみ、2020年実績）</li></ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
|      | スタートアップ企業 | <ul style="list-style-type: none"><li>Space X（シリーズE）、Beta Technologies（シリーズB）、X-Energy（シリーズB）、DataRobot, Inc.（シリーズG）等</li></ul>                                                                                                                                                                                                                                                                         |

OTA適用政府機関

|                                               |
|-----------------------------------------------|
| National Aeronautics and Space Administration |
| Department of Defense                         |
| Department of Energy                          |
| Department of Health and Human Services       |
| Department of Homeland Security               |
| Department of Transportation                  |
| Federal Aviation Administration               |
| Transportation Security Administration        |
| Domestic Nuclear Detection Office             |
| Advanced Research Projects Agency Energy      |
| National Institutes of Health                 |

# OTAは1958年に初めてNASAに授与されて以来、活用省庁と適用範囲が拡大されつつあり、先端分野の研究開発等に関連した政府調達に活用されている

## OTA活用の歴史



\*1：National Aeronautics and Space Act of 1958 (Public Law 85-568)。\*2：米政府が国防総省に対して予算権限を与える法律。当該会計年度より5年間にわたり特定の事業計画に対する支出について権限が与えられるもので、年度ごとに制定される

出所：Chertoff-OTA-Research-Paper「Other Transaction Authority and the Consortia-Based Acquisition Model：a valuable tool for rapid defense innovation」The ChertoffGroup、「科学技術・イノベーション動向報告 米国編」、「Department of Homeland Security's Use of Other Transaction Authority」、「Other Transaction Award Policy Guide for the NIH Precision Medicine Initiative® Research Programs」、「DoE Secretary of Energy Advisory Board FINAL REPORT」を基に作成

# 国家航空宇宙法（第 203 条 (c) (4)）においては、NASAへの「その他の取引を行う権限」の付与や、中小企業の政府調達への参加促進等が明記されている

## 国家航空宇宙法（第 203 条 (c) (4)）におけるOTAに係る記載

### 「国家航空宇宙法」 (第 203 条 (c) 項)

#### 機関の機能

(5) 合衆国法第31編第529条によって改正された改正法第3648条に関して、適当とみなす条件で、業務の遂行にあたって必要な契約、リース、協力協定、その他の取引を州、領土、又は属領若しくはその一行政区分、又は人、企業、組合、団体若しくは教育機関と締結し、履行すること。当該契約、リース、協定、その他の取引は、実行可能かつこの法律の目的の達成に適合する最大限度で、機関の業務遂行への小規模企業の公平かつ均衡な参加を可能にするように機関によって割り当てられる。

#### 原文

### 「National Aeronautics and Space Act of 1958」 (Section 203 (c) )

#### FUNCTIONS OF THE ADMINISTRATION

(5) without regard to section 3648 of the Revised Statutes, as amended (31 U.S.C. 529), to enter into and perform such contracts, leases, cooperative agreements, or other transactions as may be necessary in the conduct of its work and on such terms as it may deem appropriate, with any agency or instrumentality of the United States, or with any State, Territory, or possession, or with any political subdivision thereof, or with any person, firm, association, corporation, or educational institution. To the maximum extent practicable and consistent with the accomplishment of the purposes of this Act, such contracts, leases, agreements, and other transactions shall be allocated by the Administrator in a manner which will enable small-business concerns to participate equitably and proportionately in the conduct of the work of the Administration;

# OTAの適用範囲・期間が各省庁によって異なっており、研究開発プロジェクトを中心に柔軟に活用されている

## 対象省庁のOTA適用範囲・期間

| 活用省庁                 | 要件・制限・制約                                 | 適用範囲*1 |        |     | 適用期間*1 |     | 法案                                                         |
|----------------------|------------------------------------------|--------|--------|-----|--------|-----|------------------------------------------------------------|
|                      |                                          | 研究開発   | プロトタイプ | 生産  | 恒久的    | 一時的 |                                                            |
| 航空宇宙局（NASA）          | 制限・制約なし                                  | ○      | ○      | ○   | ○      | —   | 51 U.S.C. § 20113(e)                                       |
| 国防省（DOD）             | 研究開発/プロトタイプに権限授与。詳細要件・制限・制約はその他の条文を参照    | ○      | ○      | ○   | ○      | —   | 10 U.S.C. § 2371<br>10 U.S.C. § 2371b                      |
| エネルギー省（DOE）          | 研究開発プロジェクトに限定。費用分担契約が必要。研究開発/プロトタイプに権限授与 | ○      | ○      | ×   | —      | ○   | 42 U.S.C. § 7256                                           |
| 保健福祉省（HHS）           | 研究開発プロジェクトに限定。費用分担契約が必要。研究開発/プロトタイプに権限授与 | ○      | ○      | ×   | ○      | —   | 42 U.S.C. § 247-7e                                         |
| 国土安全保障省（DHS）         | プロトタイププロジェクトにて非伝統的な契約主体の参画及び費用分担契約が必要    | ○      | △      | N/A | —      | ○   | 6 U.S.C. § 391                                             |
| 運輸省（DOT）             | 公共交通機関の研究開発に限定                           | ○      | ×      | ×   | ○      | —   | 49 U.S.C. § 5312                                           |
| 航空局（FAA）             | 制限・制約なし                                  | ○      | ○      | N/A | ○      | —   | 49 U.S.C. § 106(l)                                         |
| 運輸保安局（TSA）           | 制限・制約なし                                  | ○      | ○      | N/A | ○      | —   | 49 U.S.C. § 114(m)                                         |
| 国内核物質検知局（DNDO）       | 制限・制約なし                                  | ○      | ○      | N/A | ○      | —   | 6 U.S.C. § 596                                             |
| エネルギー高等研究計画局（ARPA-E） | 制限・制約なし                                  | ○      | ○      | N/A | ○      | —   | 42 U.S.C. § 16538                                          |
| 国立衛生研究所（NIH）         | 研究プログラム毎に制限・制約が異なる                       | ○      | ×      | ×   | ○      | —   | 42 U.S.C. § 285b-3<br>42 U.S.C. § 284n<br>42 U.S.C. § 287a |

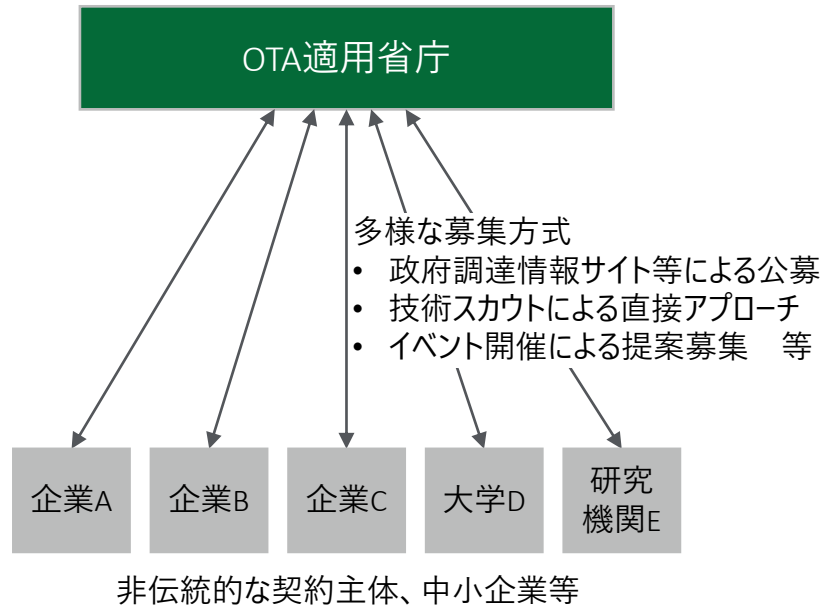
\*1：2019年2月22日時点の調査レポート「Department of Defense Use of Other Transaction Authority：Background, Analysis, and Issues for Congress」の記載を基にしており、網羅性・完全性を保証するものではない

出所：IBM Center for The Business of Government「Other Transactions Authorities：After 60 Years, Hitting Their Stride or Hitting The Wall?」、 「Department of Defense Use of Other Transaction Authority：Background, Analysis, and Issues for Congress」を基に作成

# OTAの調達方法は大きく分けて「直接募集」と「コンソーシアム活用」の2つがある。両者の特徴を生かし、調達目的等に応じて柔軟に使い分け・融合を行うことが可能である

## OTAの調達方法（スキーム）

### 直接募集方式



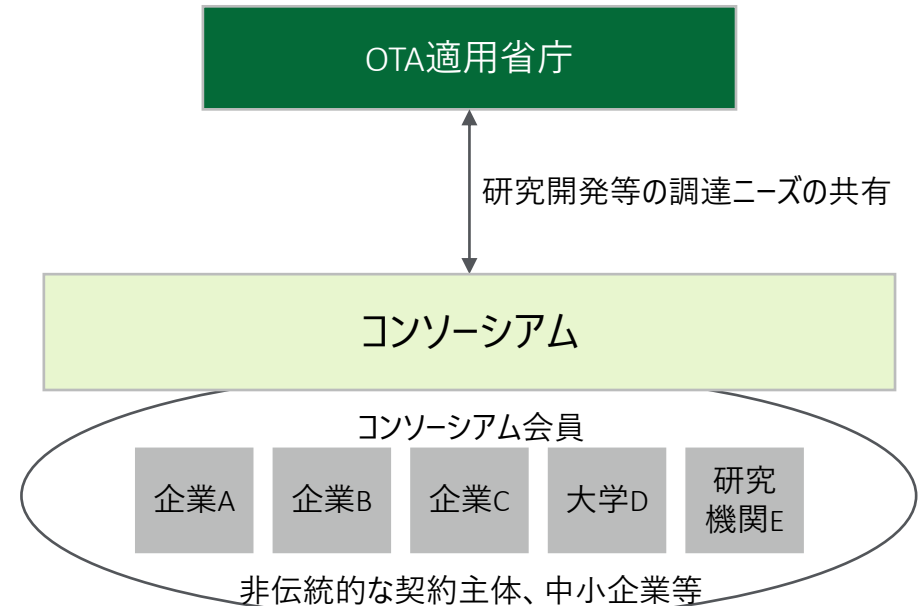
#### 概要

- 省庁が独自に直接調達案件の募集～評価・審査～採択～実行・管理等一連の調達プロセスを行うスキーム

#### 特徴

- 明確かつ単一の調達ニーズに適している
- 省庁への調達負担が大

### コンソーシアム方式



#### 概要

- 産官学連携のコンソーシアムを管理する団体が代理で調達プロセスを行うスキーム（審査基準・採択の最終承認は省庁が行う）

#### 特徴

- 特定技術領域・産業へのアプローチが可能
- 省庁の調達負担が小



# OTAは既存の連邦政府調達制度の枠外で中小企業等をはじめとした新規参入者の誘致や調達プロセスの柔軟性向上を通じて、先端技術の取り込みの実現に寄与している

## OTAとFARの違い

|        | OTA*1<br>(その他の取引を行う権限)                                                                                                                                                                     | FAR<br>(連邦調達規則)                                                                                                                                                              |
|--------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 調達対象   | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ <u>非伝統的な契約主体</u> (政府と取引実績のない企業・非営利団体等)</li> <li>・ <u>中小企業</u> 等</li> </ul> 契約関係は主従の関係よりは協力者 (パートナー) の関係と位置付ける                                     | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 調達における競争性・透明性・公平性の確保のため、参加資格 (契約実績、自己資本額、売上高、従業員数等) にて<u>一定の基準を満たした企業に限定</u></li> </ul>                                             |
| 調達範囲   | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 研究開発</li> <li>・ プロトタイプ製作</li> <li>・ 後続生産</li> </ul>                                                                                               | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ システム/部品/技術</li> <li>・ サービス</li> <li>・ 購買</li> </ul>                                                                                 |
| 調達方法   | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ <u>直接募集の方式</u></li> <li>・ <u>コンソーシアム (官民共同事業体) の方式</u></li> </ul>                                                                                 | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 簡易調達手続き (随意契約と同等)</li> <li>・ 封印入札 (一般競争入札最低価格落札方式と同等)</li> <li>・ 交渉入札 (一般競争入札総合評価落札方式と同等)</li> <li>・ プレゼンテーション (企画競争と同等)</li> </ul> |
| 競争有無   | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ <u>実行可能な最大限の範囲で競争が必要</u></li> <li>・ ただし、「競争法」が適用されないため、価格競争によらず、計画遂行に必要な技術を重視して契約を行うことが可能</li> <li>・ また、後続生産の場合はプロトタイプの拡張であれば、新たな競争は不要</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ <u>入札方式に関係なく完全公開競争が原則</u></li> </ul>                                                                                                |
| 事前交渉可否 | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ <u>各省庁が計画の立案に当たり事前に自由に企業等と話し合うことを許容</u></li> </ul>                                                                                                | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ <u>基本は不可</u> (交渉入札のみ可能)</li> </ul>                                                                                                  |
| 調達所要時間 | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ <u>約3ヵ月</u> (プロジェクトによってFARと同程度の時間を要する場合も有)</li> </ul>                                                                                             | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ <u>約12-18ヵ月</u></li> </ul>                                                                                                          |
| 調達所要費用 | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 約USD 10-15 K</li> </ul>                                                                                                                           | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 約USD 40-250 K</li> </ul>                                                                                                            |
| 制限事項   | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 会計、監査、知的財産等への対応は協議可能</li> </ul>                                                                                                                   | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 会計、監査、知的財産等への対応が定められている</li> </ul>                                                                                                  |

\*1：適用省庁によって詳細内容が異なる場合があり、網羅性・完全性を保証するものではない

出所：IBM Center for The Business of Government「Other Transactions Authorities：After 60 Years, Hitting Their Stride or Hitting The Wall?」、 「Department of Defense Use of Other Transaction Authority：Background, Analysis, and Issues for Congress」、Federal Acquisition Regulation HPを基に作成

[illegible]