経済産業省
Ministry of Economy, Trade and Industry

上場・未上場スタートアップの IR・開示に関するガイダンス

2023年2月

スタートアップにとってIR・開示はなぜ重要か

スタートアップのファイナンスにとって、投資家へのIR・開示は重要要素の1つ

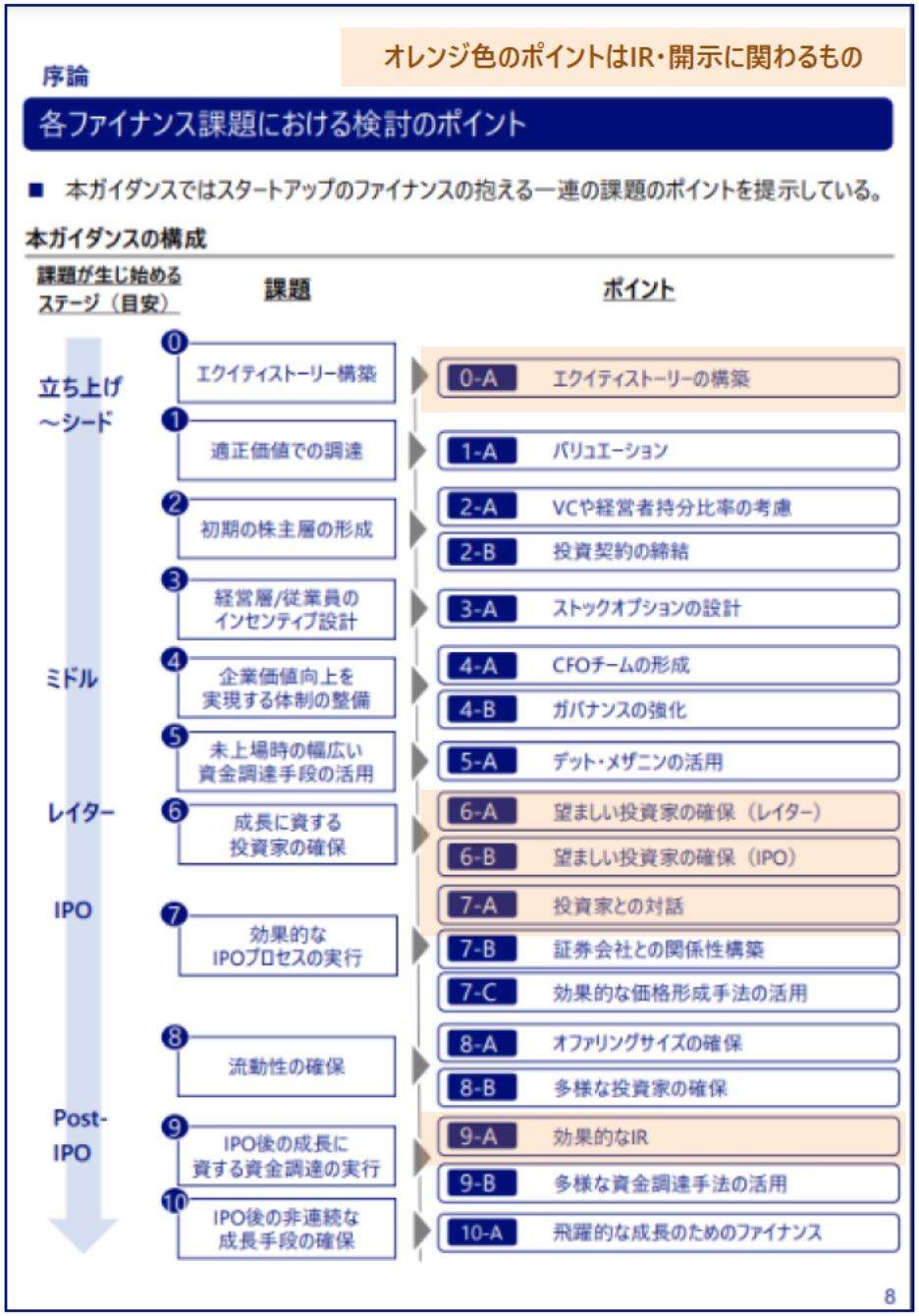
- スタートアップが大きくする成長するためのファイナンスでは、右記の11の課題と、18のポイントが存在する
- そのうち、投資家への情報開示や、IR（Investor Relations）に関するポイントも多く存在
- スタートアップがファイナンスを梃にして大きく成長していくためには、IR・開示を高度化することが重要となる

- 本ガイダンスは、スタートアップのIR・開示を高度化に資するポイントを整理している
- また、本ガイダンスでは、スタートアップがエグジット前の早期からIR・開示を意識し、リソースが足りない中でもできることから実践することで、エグジット後も大きく成長できると考えている
- 従って、本ガイダンスでいうスタートアップとは、エグジット前の非上場スタートアップのみならず、上場等でエグジットした後の新興上場企業も対象としている

> *IR・開示を高度化することのメリットは、成長サイクルを速く、適切に回せるようになることである。*

グロース・キャピタル　CEO　嶺井 政人氏

出所）経済産業省「スタートアップの成長に向けたファイナンスに関するガイダンス」

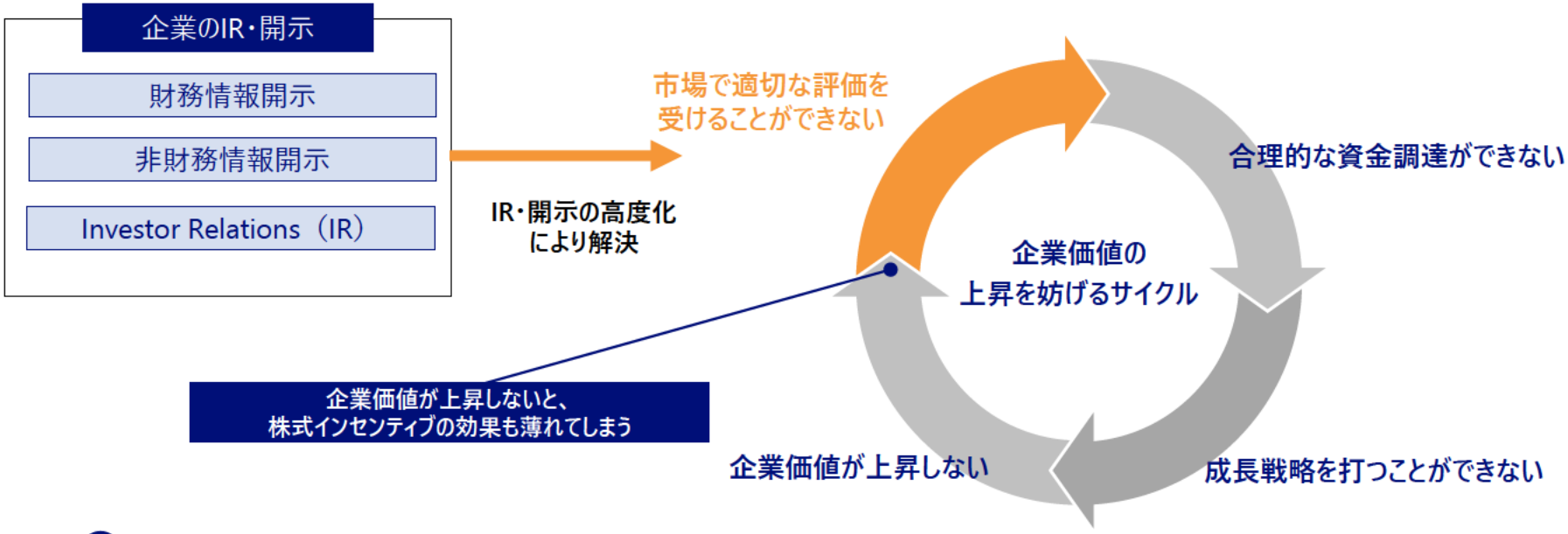


スタートアップにとってIR・開示はなぜ重要か

企業価値を上昇させるためには市場で適切な評価を受けることが必要。そのために、企業は資本市場に求められるIR・開示を実施することが重要となる

- 市場から適切な評価を受けることができない場合、合理的な資金調達による成長戦略の実行が妨げられ、結果的に企業価値を上昇させることができない
- 市場で適切な評価を受けるためには、企業がIR・開示を適切に実施することが重要となる

企業価値の上昇を妨げるサイクルとIR・開示の関係性



> *経営資源を集めて、有効に利活用することは企業にとって重要。*
> *それを続けていくためには、投資家との関わりをもって循環を促すことも必要となる。*

アセットマネジメントOne　ファンドマネジャー　岩谷 渉平氏

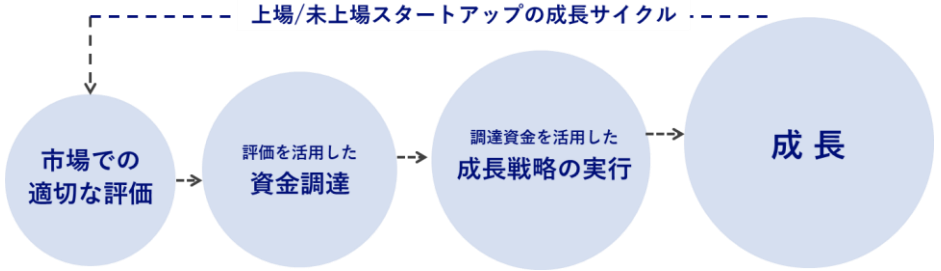
出所）グロース・キャピタル社資料・投資家ヒアリング結果よりNRI作成

寄稿

上場/未上場スタートアップの成長において、なぜIRは重要なのか？

上場/未上場のスタートアップにおいて、IRの重要性は論をまたないでしょう。
「投資家からの評価を活用して資金調達を行い、調達した資金をM&Aや新規事業、大規模なマーケティング、人材採用に投下し、成長を実現する。そして成長を投資家に評価され、次の資金調達に進む」

IRはこの成長サイクルの要です。



IRにより、適切な株価・流動性を実現することで、円滑な資金調達はもちろんのこと、従業員の株式インセンティブも機能させることができ、成長を早めることにも繋がります。
また多くの類似企業をカバーしている投資家との対話を通じて、自社の経営への示唆も得られるでしょう。

IRは一朝一夕には成果は出ません。トラックレコードと対話を通じて投資家との信頼関係を築き、時間をかけて投資に至ります。
だからこそ早いタイミングからIRの重要性を認識し、実践していくことが重要です。
ラクスル、メルカリといった大型のIPO、そしてIPO後の成長を実現した企業が上場前の早いタイミングからIRを重視し、積極的に投資家と対話をしていたことは有名です。

多くの上場/未上場スタートアップがIRを自社の成長ドライバーとできるよう、皆様と共にIRのナレッジ普及に取り組んで参ります。

グロース・キャピタル　CEO
嶺井 政人氏

1章：スタートアップのIR・開示の基本的な考え方

- 2章：ステージ/業種共通のポイント
- 3章：レイターのポイント
- 4章：上場後のポイント
- 5章：研究開発型のポイント
- コラム①：ESG/インパクト関連のIR・開示
- コラム②：成長戦略としてのM&AとIR・開示
- 本ガイダンスの策定にご協力いただいた皆様

IR・開示への投資家からの期待と、スタートアップの現状は成長ステージにより異なる。特に、レイター以降でIR・開示の課題が大きくなる

- レイター以降では、レイター以前からの投資の目線の変化、および投資家の多様化に伴い、レイター以前とは違う手法・マインドでのIR・開示が求められる
- 現状の日本のスタートアップでは、レイター以降のIR・開示に課題を抱えるケースが多い

本調査で有識者から指摘された成長ステージごとのIR・開示の課題（主要情報を抜粋）

		～ミドル	レイター	Post-IPO
投資家目線	投資家の投資の目線	中長期での大きな企業価値の向上に伴うリターン獲得	数期以内でのエグジットの可能性、あるいは上場後の成長も踏まえた、リターン獲得	自ファンド（個人）の運用戦略に基づくリターン獲得
	投資家のスタートアップへのIR・開示への期待	市場性、ニーズ、競争優位、経営チームの素質等基礎的な情報	IPO・M&Aエグジットの実施可否を見据えた、ミドル以前より精緻な既存事業の事業計画の蓋然性の証明	自社（個人）の投資戦略に沿ったバリュエーションをするうえでの情報IR・開示
SU目線	スタートアップのIR・開示の現状	投資家（VC）との密なコミュニケーション、また十分な情報開示が基本的にはできている	**ミドルより前の世界観のまま、IR・開示を行うスタートアップも存在**	**戦略不在、リソース不足から、画一的・場当たり的なIRに終始しがち**
	スタートアップのIR・開示における課題	VC等の投資家に向けた基本的なIR・開示が必要	**レイター以降の投資家の目線の変化を踏まえたIR・開示が必要**	**多様な投資家に対するマーケティングとしてIRを位置づけることが必要**

スタートアップにおいて特に課題が大きい領域

出所）有識者・投資家ヒアリング結果よりNRI作成

レイター以降のスタートアップがIR・開示を検討するうえでは、ターゲティングを踏まえて施策立案を行う、「投資家へのマーケティング戦略立案」として捉えることが重要

■ レイター以降のIR・開示戦略は、ターゲティングを踏まえ、「何を伝えるか」、「どのように伝えるか」、「どう活かすか」の3要素がそれぞれ満たされているのか考えることが重要

IR・開示戦略を構築するうえでの基本フレーム

ターゲティング

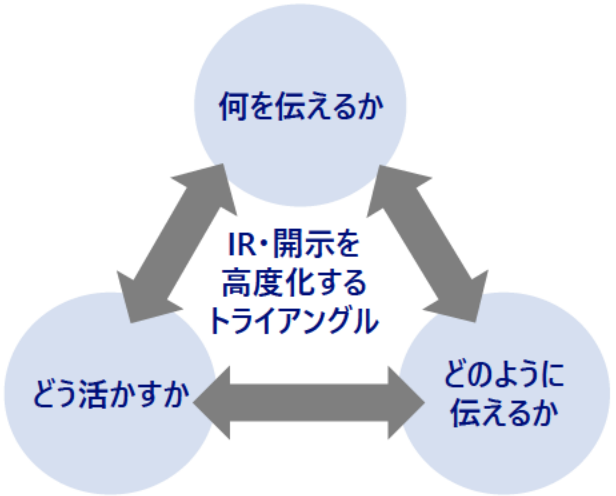
誰に伝えるか

＜ターゲティングとターゲット理解＞
訴求したい投資家層を特定しているか
その投資家の投資戦略を理解しているか

エクイティ	個人投資家
	機関投資家
	VC
	事業会社
	インパクト/ESG投資家
デット	銀行
	ベンチャーデットファンド

戦略・施策立案

＜投資家の目線理解＞
投資家属性を考慮して、投資家の求める情報を開示できているか
IRの場では投資家の求める情報について議論できているか



＜IR・開示の結果活用＞
IR・開示の結果を経営やIR戦略に活かしているか

＜適切な体制・手法構築＞
適切な体制・手法でIR・開示を行っているか

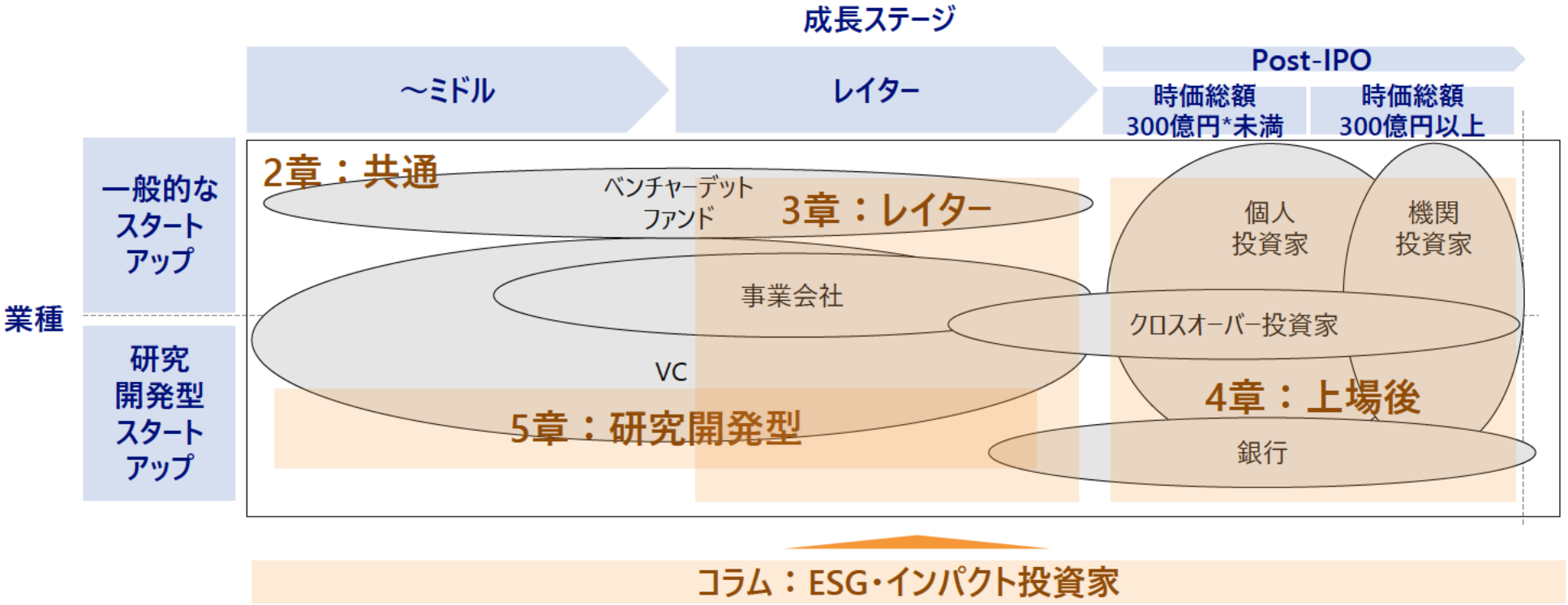
出所）有識者ヒアリング等よりNRI作成

スタートアップのIR・開示に関して重要なポイントは業種・成長ステージにより異なる。本報告書では、共通のポイントに加え、業種・成長ステージにより特に重要となるものも整理している

- 本報告書では、スタートアップのIR・開示に関して「共通で重要なこと」を整理している。
- また、企業の成長ステージや業種によって相対する投資家が異なることから、IR・開示で重要なポイントも変化する
- 従って、特にIR・開示で特徴的なポイントが表出する"研究開発型/レイター/上場後"の3つそれぞれで特に押さえておくべきポイントを取りまとめている
- また、ESG・インパクト投資家へのIR・開示に関しては、コラムの中で整理をしている

業種・ステージごとのIR・開示のターゲットとなりやすい投資家（イメージ）

丸内の投資家は、各成長ステージ/業種ごとに対象となりやすい投資家例



*300億円は、有識者ヒアリングにより得られた目安の時価総額

出所）有識者・投資家ヒアリング結果よりNRI作成

スタートアップがIR・開示で押さえるべき5つの共通ポイントと、ステージ・業種ごとの14のポイント

スタートアップにおけるIR・開示のポイントサマリー

IR・開示を構成する要素		C 共通	L レイター	P 上場後	R 研究開発
ターゲティング	誰に伝えるか *<ターゲティングとターゲット理解>*	C-1 ターゲティングを踏まえたIR・開示	L-1 上場後を見据えたシームレスなIR・開示	P-1 個人投資家へのIR・開示	
戦略施策立案	何を伝えるか *<投資家の目線理解>*	C-2 基礎的な情報のIR・開示とストーリーの構築	L-2 客観性/定量性の重要性認識 L-3 サステナビリティの考慮	P-2 成長ステージの明確化 P-3 自社市場への理解促進 P-4 無形資産関連の開示	R-1 技術シーズのポテンシャル伝達 R-2 投資計画・Exitプランの議論
	どのように伝えるか *<適切な体制・手法構築>*	C-3 三位一体のIR C-4 多面的な意見を取り入れたIR・開示		P-5 手の内を明かさない開示 P-6 リソース不足への対応	R-3 技術を語り、不足点はブラッシュアップ
	どう活かすか *<IR・開示の結果活用>*	C-5 投資家との対話の場としてのIRミーティング	L-4 フィードバックの獲得	P-7 IRの成功による成長サイクル循環	

■ 1章：スタートアップのIR・開示の基本的な考え方
2章：ステージ/業種共通のポイント
■ 3章：レイターのポイント
■ 4章：上場後のポイント
■ 5章：研究開発型のポイント
■ コラム①：ESG/インパクト関連のIR・開示
■ コラム②：成長戦略としてのM&AとIR・開示
■ 本ガイダンスの策定にご協力いただいた皆様

C：共通 | スタートアップにとってのIR・開示のあるべき姿

スタートアップがIR・開示において共通で押さえるべきポイントは下記の5つ

IR・開示戦略を構築するうえでのポイント（共通）

ターゲティング

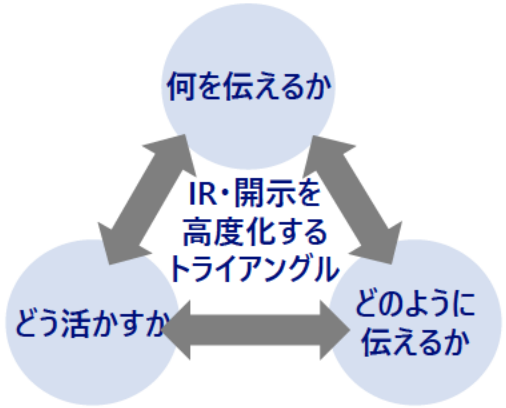
C-1：誰に伝えるか

＜ターゲティングを踏まえたIR・開示＞

- スタートアップ投資では、多種多様な投資家が存在し、それぞれ投資手法が異なる
- 従って、ターゲットとする投資家の目線に合わせたIR・開示が重要となる

レイター期		VC（国内/海外）
		事業会社
		クロスオーバー投資家（グロース・キャピタル）
IPO時	機関投資家	ヘッジファンド
		資産運用会社
		銀行・保険会社等
		政府・大学・年金基金
		個人投資家

戦略・施策立案



C-2：何を伝えるか

＜基礎的な情報のIR・開示とストーリーの構築＞

まずは、投資家目線で知りたい基礎的な財務・非財務情報をIR・開示する。それらから、投資家の共感を得るストーリーを構築する

C-3：どのように伝えるか

＜三位一体のIR＞

IRミーティングでは、CEO/CFO/COOが三位一体で経営・財務を語ることができる姿を見せることが重要となる

C-4：どのように伝えるか

＜多面的な意見を取り入れたIR・開示＞

企業のステークホルダーの声をIRや開示に盛り込むことで、投資家に多面的な情報を提供することにつながる

C-5：どう活かすか

＜投資家との対話の場としてのIRミーティング＞

スタートアップ投資において、外部投資家からのフィードバックを受けて、お互いに建設的な議論を交わせる関係にあるかは重要な要素の1つとなる

出所）有識者ヒアリング等よりNRI作成

多種多様な投資家および投資手法が存在し、それぞれの求めるIR・開示情報は異なる。従って、ターゲットとする投資家の目線に合わせたIR・開示が重要となる

- スタートアップ投資では、多種多様な投資家が存在し、それぞれ投資手法が異なる
- 従って、ターゲットとする投資家の目線に合わせたIR・開示が重要となる

一般的な投資家の投資手法

	投資家種類		一般的な投資手法
エクイティ	VC（国内/海外）		基本的には、非上場時に投資し、上場後に市場で売却する
	事業会社		基本的には、事業シナジーを期待し上場後も保有し続ける。あるいは、M&Aを行う
	クロスオーバー投資家		上場後の成長を期待し、未上場時だけでなく上場後も保有し続ける
	機関投資家	ヘッジファンド	ファンダメンタル*、テクニカル**等様々な運用手法を組み合わせて投資する
		資産運用会社	一般的には、ファンダメンタルで運用する
		銀行・保険会社等	一般的には、ファンダメンタルで運用する
		政府・大学・年金基金	一般的には、ファンダメンタルで運用する
	個人投資家		人によってファンダメンタルやテクニカルなど運用手法は様々
	ESG/インパクト投資家		財務リターンに加え、ESG課題への取り組みや、創出するインパクトも考慮して投資する
デット	銀行/デットファンド		返済可能性を重視して融資する

> *一概には言えないが、ヘッジファンドは次の決算に興味がありKPI等をヒアリングしてくる場合が多い。*
> *一方、年金基金では四半期業績は気にせず、次の3,5,10年で何を目指しているのか、それに向けての進捗はどうかという点を気にしていることも多い。*

グロース・キャピタル　CEO　嶺井 政人氏

*ファンダメンタル：マクロ経済や企業関連の情報を踏まえて投資判断
**テクニカル：市場の値動き等の情報に基づき投資判断

まずは、投資家目線で知りたい基礎的な財務・非財務情報をIR・開示することが重要

- 投資家はスタートアップの属する業界に関する全てを把握しているわけではない
- そのため、自社目線ではなく、投資家目線で知りたい情報を記載し説明することが重要
- 例えば、エクイティ投資家と相対する際は、東京証券取引所のグロース市場で求められる「事業計画及び成長可能性に関する事項の開示」の項目が参考となる

グロース市場「事業計画及び成長可能性に関する事項」で開示が求められる項目

項目	主な記載内容	概要
ビジネスモデル	事業の内容	製商品・サービスの内容・特徴、事業ごとの寄与度、今後必要となる許認可等の内容やプロセス
	収益構造	収益・費用構造、キャッシュフロー獲得の流れ、収益構造に重要な影響を与える条件が定められている契約内容
市場環境	市場構造	具体的な市場（顧客の種別、地域等）の内容及び規模
	競合環境	競合の内容、自社のポジショニング、シェア等
競争力の源泉	競争優位性	成長ドライバーとなる技術・知的財産、ビジネスモデル、ノウハウ、ブランド、人材等
事業計画	成長戦略	経営方針・成長戦略、それを実現するための具体的な施策（研究開発、設備投資、マーケティング、人員、資金計画等）
	経営指標	経営上重視する指標（指標として採用する理由、実績値、具体的な目標値など）
	利益計画/前提条件	（中期利益計画を公表している場合）その内容及び前提条件
	進捗状況	前回記載事項の達成状況、前回記載した事項からの更新内容、次に開示を行うことを予定している時期
リスク情報	認識するリスク及び対応策	成長の実現や事業計画の遂行に重要な影響を与えうる主要なリスク及びその対応策

> *レイター以降のスタートアップの開示においても、まずは「基本的な」開示を行うことが重要。*
>
> アニマルスピリッツ 代表パートナー / シニフィアン 共同代表　朝倉 祐介氏

出所）東京証券取引所「グロース市場における「事業計画及び成長可能性に関する事項」の開示について」等よりNRI作成

ただし基礎的な情報を羅列するのではなく、投資家が企業に共感するようなストーリーに基づいて開示・対話していくことが重要となる

- 大企業と異なり、創業から日が浅く、事業が発展途上であり、創業者が社内に残っていることが多い点が特徴
- このような点をプラスに変えていけるようなIR・開示が重要である
- 具体的には、なぜ事業を行っているのか、なぜ会社があるのかという点で、投資家が共感できるストーリーを描くことが重要となる

投資家からの共感を得るストーリー構築の面で優れた開示事例（ラクスル）

ラクスルでは、ホームページに社長の顔写真と共に、なぜこの事業を行うかの説明を記載している。機関投資家だろうと個人投資家だろうと共感してもらうことが重要。

グロース・キャピタル　CEO　嶺井 政人氏

IR・開示では、メッセージ・ナラティブを重視しており、その裏付けとして定量・定性情報を開示している。
他社でも良い開示をしていると感じる企業はもれなくストーリーを重視していると認識している。

ラクスル　取締役CFO　永見 世央氏

社長の写真と共に、企業のビジョンや、事業に取り組む思いを開示している

出所）ラクスルHP

C-2：何を伝えるか

ラクスルは、”仕組みを変えれば、世界はもっと良くなる”というビジョンを、社長の人生経験をもとに表現することで、ステークホルダーへなぜラクスルがそのビジネスを行うのかを伝えている

ラクスルのホームページにおける開示事例

Our Vision

“仕組みを変えれば、世界はもっと良くなる”
ラクスル株式会社 代表取締役 松本恭攝

1.“仕組みを変えれば、世界はもっと良くなる”
会社設立初日、真っ先にしたことが「仕組みを変えれば、世界はもっと良くなる」というビジョンを掲げたことでした。設立当初から唯一変わらないもの、それが当社にとってのビジョンです。

小学生の時に初めてインターネットに出会って以来、インターネットは空気のように存在してきました。やがて社会人になり、これまで多くの業界を見る機会に恵まれましたが、世の中は想像以上にアナログで非効率が多い中で回っていました。

インターネットとともに育った私は、インターネットを既存産業に持ち込み、新たな商習慣を作り出すことで、世の中はもっと便利になり、生産性はもっと向上すると確信しました。その想いが、現在のビジョンにつながっています。

出所）ラクスルHP

また、ラクスルは統合報告書の中で、企業の世界観や全容をストーリーをもって表現している

■ 2022年に「ラクスル価値創造レポート2022」を公表。スタートアップによる統合報告書の目指す姿として、投資家から高い評価を受けている

ラクスルの統合報告書「価値創造レポート」

↓統合報告書全体でストーリーとなるような形で整理している

Section 01 ラクスルの価値創造ストーリー 04
CEO Message 05
At a Glance 09
History 10
Value Creation 11
Business Model 13
競争優位性 14
Section 02 企業価値を高める事業戦略 18
ポートフォリオ経営 19
事業戦略 23
ラクスル 23
ハコベル 27
ノバセル 30
Section 03 サステナブルな成長を支える基盤 33
CFO Message 34
マテリアリティ 37
人材マネジメント 38
環境への取り組み 44
リスクと機会 45
コーポレート・ガバナンス 47
取締役紹介 50
社外取締役メッセージ 51
Section 04 Facts 52
財務情報 53
株式情報 55
会社情報・編集方針 56

> *ラクスルは、開示全般に関するベストプラクティス。*
> *7月末に統合報告書である「価値創造レポート」を公表。*
> *見やすく、デザイン性も高く、一冊でラクスルの世界観・全容が理解できる。*
> *創業者の声や現場の声が網羅されている。*
> *全スタートアップが目指す開示の良い事例。*

インベスコ・アセット・マネジメント　ポートフォリオ・マネジャー
服部 幸博氏

出所）「ラクスル価値創造レポート2022」(2022年7月）

IRミーティングでは、CEOが理念を持っていて、CFOがCEOと同じ方向をみて、かつ財務に理解があり、COOのもと事業で強みを創出していることが投資家から見えることが重要

理想的なIRミーティングの体制

投資家との対話では、投資家からCEO（理念）、CFO（財務・開示）、COO*（現場）の三者が、どこも尖っていない、きれいな正三角形として存在しているように見えることが重要

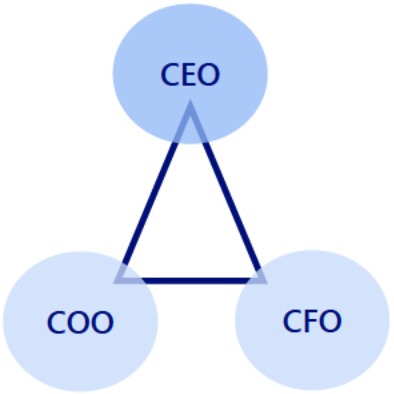
*ここで指すCOOには、事業責任者、現場責任者などを含む

> ***長期視点で成長できる企業はCEO・CFO・COO*の三者のバランスが取れていることが多い。***

インベスコ・アセット・マネジメント　ポートフォリオ・マネジャー
服部 幸博氏

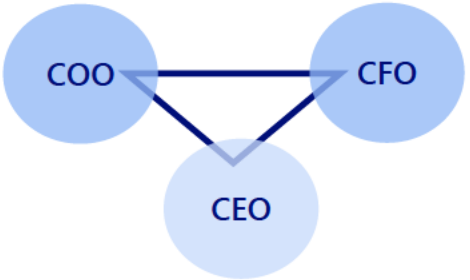
ありがちなIRミーティングの体制の失敗

IRミーティングで前面に出る役員　IRミーティングで前面に出ない役員



＜CEO先行型＞

- CEOが理念を語りすぎ一人歩きしてしまう状態
- この場合、投資家は定量的な情報が欲しいものの取得することができない
- また、CFOとCOOが、CEOと同じ方向を向いていることを、投資家に伝えることができなくなる



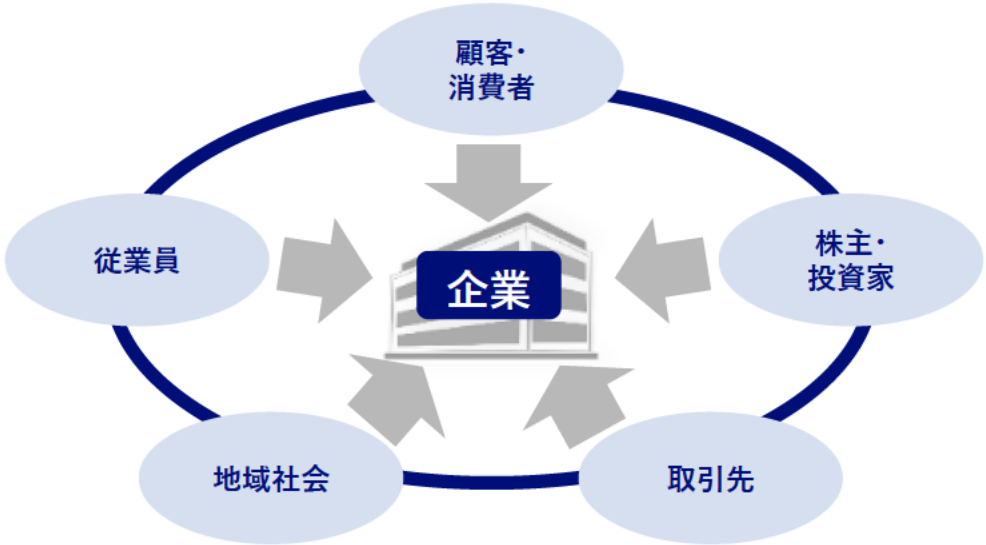
＜CEO後退型＞

- CEOは同席するのみ、あるいは同席もしないで、CFOやCOOのみとの対話になってしまうケース
- 自社に対する"思い"を投資家に伝えきることができない
- CEOとの対話ができた投資家とそうでない投資家で情報ギャップが生まれてしまう

企業のステークホルダーの声をIRや開示に盛り込むことで、投資家に多面的な情報を提供することにつながる

企業を取り巻くステークホルダー

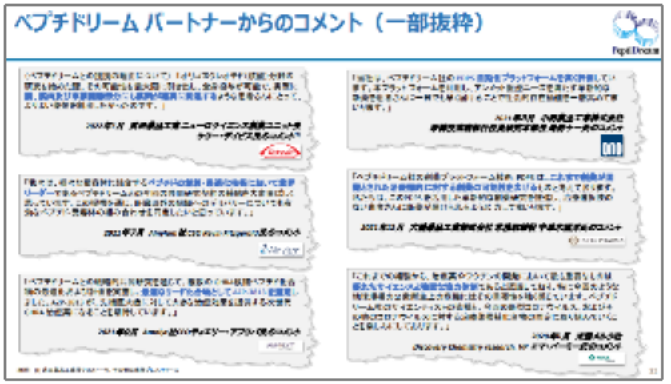
- 企業を取り巻くステークホルダーの例は下記
- これらステークホルダーの声を開示/IRに盛り込むことで、自社の視点に限らない情報を投資家に提供することができる



ステークホルダーの声を開示に盛り込んでいる事例

→ QDレーザは、製品のカスタマーボイスを掲載し、製品がもたらす社会的価値を表現している

→ペプチドリームは、パートナー各社からのコメントも掲載することで、強固な協業関係を示している



> *「現場感」は投資家から最も遠い部分。現場感を従業員や顧客の声をもって可視化してもらえることで、投資家が感じる不確実性の一つを解決することに繋がる。*

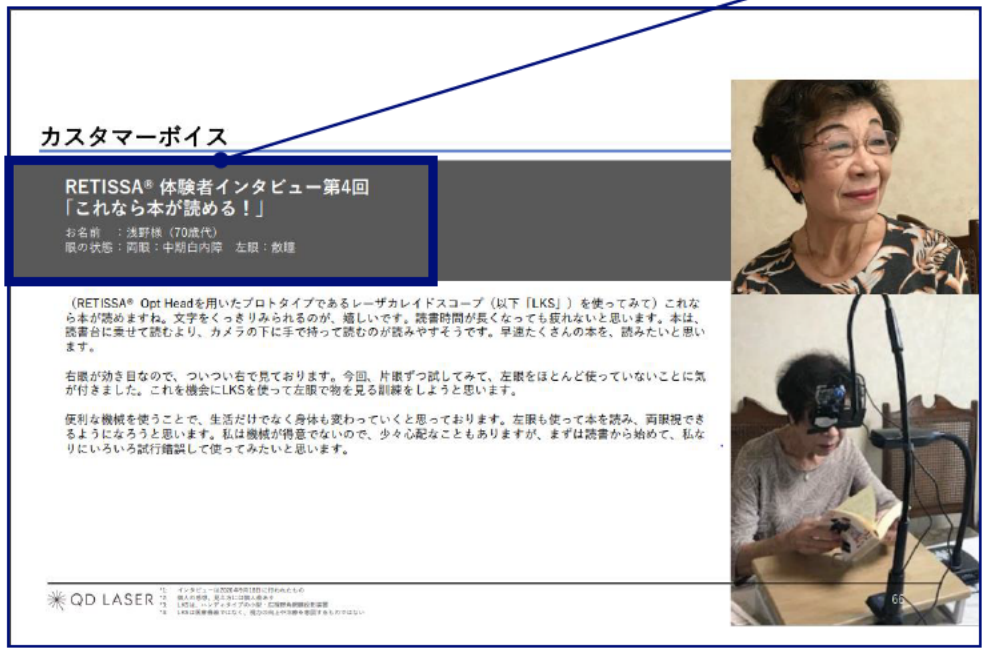
インベスコ・アセット・マネジメント　ポートフォリオ・マネジャー
服部 幸博氏

出所） QDレーザ「事業計画及び成長可能性に関する説明資料」（2021年10月）、ペプチドリーム「2022年12月期第2四半期決算説明会資料」

QDレーザは、眼の状態が異なる複数のユーザーによる製品利用体験談を開示しており、異なる顧客セグメントからの意見を開示している

QDレーザのカスタマーボイスの開示事例

眼の状態が異なる複数のユーザーによる製品利用体験談を開示している



カスタマーボイス

RETISSA® 体験者インタビュー第4回
「これなら本が読める！」

お名前　：浅野様（70歳代）
眼の状態：両眼：中期白内障　左眼：散瞳

（RETISSA® Opt Headを用いたプロトタイプであるレーザカレイドスコープ（以下「LKS」）を使ってみて）これなら本が読めますね。文字をくっきりみられるのが、嬉しいです。読書時間が長くなっても疲れないと思います。本は、読書台に乗せて読むより、カメラの下に手で持って読むのが読みやすそうです。早速たくさんの本を、読みたいと思います。

右眼が効き目なので、ついつい右で見ております。今回、片眼ずつ試してみて、左眼をほとんど使っていないことに気が付きました。これを機会にLKSを使って左眼で物を見る訓練をしようと思います。

便利な機械を使うことで、生活だけでなく身体も変わっていくと思っております。左眼も使って本を読み、両眼視できるようになろうと思います。私は機械が得意でないので、少々心配なこともありますが、まずは読書から始めて、私なりにいろいろ試行錯誤して使ってみたいと思います。

QD LASER

65

カスタマーボイス

体験者インタビュー第8回
銅メダリスト曰く、「ああ、久しぶりに物を見たなあ」

お名前　：杉内周作様(40歳代)
ご経歴　：・富士通株式会社 東京オリンピック・パラリンピック推進本部
・一般社団法人 日本身体障がい者水泳連盟　理事
・関東身体障がい者水泳連盟　理事
・日本水泳連盟　アスリート委員会 委員　などを歴任
眼の状態：網膜色素変性症

初めてRETISSA® を渡されたとき、私はせっかちなので、「はいはい」とすぐにかけちゃったんです。まだ、テスト動画の用意ができていなくて、Windowsパソコンの初期画面が映っていたのですが、これに感動しました。以前見えていたものが、久しぶりに『くっきり』見えた。心の中で「ああ、久しぶりに物を見たなぁ」と思いました。霧が晴れたようなすっきり感がありました。今はRETISSA® のデモ機を毎日使っているので、慣れてしまいましたが。

主に紙の文章を読むときに使っています。雑誌を読むときや、郵送されてきた資料、例えば、税金の資料とか、保険の資料とかを読むときに重宝しています。ハンズフリーで且つカメラがオートフォーカスで、見たいものを見られるのが便利です。

僕は、障がいを本当の意味で「克服」できた人はこの世に一人もいないと思っていますが、RETISSA® は眼に障害があると診断されてショックを受けた人が立ち直る、手助けになると考えています。たとえ眼が悪くなっても、こういう道具を使えば元の生活に近い生活が、100パーセントでなくても得られると分かれば、そして同じ障がいを持つ仲間と繋がれれば、生活向上の最初の一歩を踏み出せると思います。網膜色素変性症は進行性の病気なので、悪くなっていくことを受け入れなくてはならない。進行について諦めに近い覚悟をしていましたが、最初にRETISSA® をかけた時にWindowsの画面を見られた感動は忘れられません。

QD LASER

67

出所） QDレーザ「事業計画及び成長可能性に関する説明資料」（2021年10月）

ペプチドリームは事業戦略推進においてパートナー企業との連携を強化している中で、パートナー各社からのコメントを掲載することで、強固な協業関係を開示している

ペプチドリームのパートナーに関する開示

ペプチドリーム パートナーからのコメント（一部抜粋）

PeptiDream

（ペプチドリームとの提携の理由について）「オリゴヌクレオチド（核酸）分野の研究を始めた際、その可能性を最大限に引き出し、全身投与が可能で、実際に**脳、筋肉及び末梢臓器部分にも薬剤が確実に到達する**ような患者さんにとって、よりよい薬剤を創出したかったのです。」

2022年7月　武田薬品工業 ニューロサイエンス創薬ユニット長 ケリー・ディビス氏のコメント(1)

Takeda

「我々は、様々な受容体に結合する**ペプチドの創製・最適化技術において業界リーダー**であるペプチドリームとの今回の共同研究契約の締結を大変喜ばしく思っています。この提携を通じ、肝臓以外の組織へのデリバリーについても有効なペプチド-受容体の組み合わせを同定したいと思っています。」

2021年7月　Alnylam社 CSO Kevin Fitzgerald氏のコメント

Alnylam

「ペプチドリームとの戦略的共同研究を通じて、複数の GHRA候補ペプチド化合物の最適化および評価を実施し、**最適なリード化合物として AZP-3813 を選定**しました。AZP-3813 が、先端巨大症に対して大きな治療効果を提供する次世代 GHRA 治療薬になることを期待しています。」

2021年9月　Amolyt社CEO ティエリー・アブリバ氏のコメント

AMOLYT

「当社は、ペプチドリーム社の PDPS **自動化プラットフォームを高く評価**しています。本プラット フォームを利用し、アンメット医療ニーズを満たす革新的な新薬を患者さんに一日でも早く届ける ことで社会的存在価値を一層高めてまいります。」

2021年3月　小野薬品工業株式会社 取締役常務執行役員研究本部長 滝野十一氏のコメント

ONO

「ペプチドリーム社の創薬プラットフォーム技術：PDPS は…**これまで創薬が困難とされた治療標的に対する創薬の可能性を広げる**ものと考えております。私たちは、このPDPS を活用した革新的な創薬研究を推進し、治療選択肢のない患者さんに新薬が届けられるよう尽 力してまいります。」

2021年12月　大鵬薬品工業株式会社 常務取締役 宇津木照洋氏のコメント

TAIHO PHARMA

「これまでの経験から、治療薬やワクチンの開発において最も重要なものは**優れたサイエンスと強固な協力体制**であると認識しており、特に今回のような地球規模の公衆衛生上の危機にはその重要性を強く感じています。ペプチドリーム社のサイエンティストの皆様と、今回の新型コロナウイルス、およびその他のコロナウイルスに対する治療薬候補化合物の同定に取り組んでいくことを楽しみにしております。」

2020年6月　米国メルク社 Discovery Chemistry research, VP エマ・パーミー氏のコメント

MERCK

出所：(1) 武田薬品工業様クロストーク、その他は当社プレスリリース

32

出所）ペプチドリーム「2022年12月期第2四半期決算説明会資料」

C：共通 | 多面的な意見を取り入れたIR・開示

C-4：どのように伝えるか

ラクスルでは、経営層の個人的な経験を踏まえた想いや、顧客・従業員といった幅広いステークホルダーの声を開示する等、多面的な意見を投資家に伝えるような工夫を行っている

ラクスルにおける非財務情報の開示例

CEO Message

代表取締役社長CEO
松本 恭攝

ラクスルのビジョンとその実現に向けて

私は、大学卒業後、外資系のコンサルティング会社に入社しましたが、その際にリーマンショックの影響でコスト削減を行う企業が多く、販管費を中心としたコスト削減を行う中、印刷費が最も削減率が高いことに気づき、この業界の創自体を感じました。これをきっかけに、こうした業界をコンサルとして労働集約的に一件ごとに効率化していくのではなく、仕組みとして業界全体を変えていくことを目指し、会社を設立しました。そして設立初日、真っ先にしたことが「仕組みを変えれば、世界はもっと良くなる」というビジョンを掲げたことでした。設立当初から唯一変わらないもの、それが当社にとってのビジョンです。

ビジョンを実現していくためには、経営資源である「ヒト・モノ・カネ」、言い換えれば、「組織・事業・財務」の3つの連続性をいかにマネージしながら、非連続の価値を生み出していくかが重要となります。具体的には、長期のビジョンで方向性を示し、その実現のために必要なリソースとして「ヒト・モノ・カネ」を調達し、配分していく。次に、そのリソースを使い、「組織・事業・財務」のそれぞれを短期・長期の視点でデザインしていく。そして、これらを連続したサイクルの状態にすることで中長期的に事業を伸ばしていき、ビジョンの実現を見たしていく、というプロセスです。

↓ 会社としてのビジョンだけではなく、経営者自身の経験（コンサルティング会社においてコスト削減プロジェクトを経験した際の印刷費の削減率の高さへの気付き）を語り、事業を始めたきっかけを紹介

Customer's Voice

日清エンタープライズ株式会社 物流部
情報システム課 課長
日清食品ホールディングス株式会社
情報企画部 係長
庄田 茂広 様

当初、弊社の抱えていた課題は、運送会社様との情報交換が電話やFAXを中心とした「アナログな運用」となっていることでした。業務に無駄が多く、サプライチェーンのデジタル化を推進していく中で、物流業務のステークホルダーをつなぐ仕組みが必要不可欠でした。

上記のような状況下で、「ハコベルコネクト」の提案を受け、弊社課題を解決する効果が期待できると感じたため、トライアルを開始する運びとなりました。

結果はすぐに出ました。ご協力いただいた運送会社様から、非常に価値あるサービスだというご意見をいただきました。特に自社トラック比率が高いパートナー様からは、ドライバーとの情報交換にかかるコミュニケーションコストが大幅に改善されたと評価をいただきました。

加えて、弊社配車担当にも1日200枚以上のFAX処理業務からの解放など、大きなメリットがあるとともに、急な車番変更もリアルタイムに連携されるため、出荷現場の混乱も抑制されました。早く本運用へシフトしたいと言う、現場のコメントから、半年後の本稼働を決めました。

また、ハコベルのサポート体制は手厚く、説明会支援やQA対応のレスポンスが早く、弊社にとって大きな負担なくトライアルを終えることができました。

現在、稼働から半年以上が経過していますが、当初の構想通り業務領域を拡大し、稼働時には無かった機能の利用もしています。提案の際に、弊社の声を反映いただいたことに感謝しています。

日清食品グループとして、今後も積極的に新しい仕組みを活用し、物流現場の改善、環境問題に貢献していきたいと考えています。

→顧客の声を掲載し、ラクスルの果たす提供価値について、実顧客の視点から説明。投資家に対して、実際のユーザーがどのようなニーズを有しているかの理解を訴求している

ラクスル事業本部
グロース事業統括
ノベルティ事業部 部長
中嶋 紳

ラクスル事業はチラシのネット印刷を起業に、名刺やポスターなど経営域に事業を拡大し、サービス開始以来順調に成長してまいりました。そしてこの成長過程を通じて、絶に限らず幅広い印刷・販売への知見を得るとともに、今のサービスでは解決できていない新たな お客様の課題に直面してまいりました。

当社のビジョンは「仕組みを変えれば、世界はもっと良くなる」であり、社内にはこの思想が根付いています。このビジョンを全球に、紙以外の印刷・販売領域や、未解決のお客様の課題を新たに変えるべき「仕組み」と捉え、新領域の事業をグロース事業として立ち上げています。

最近のグロース事業の具体例として、印刷領域拡張におけるノベルティ事業や、お客様の課題へのアプローチとしてエンタープライズ事業があげられます。

ノベルティ事業は、紙で培ったラクスルの事業価値をモノへの印刷に展開した事業であり、立ち上げから早々に年間売上10億円規模に到達いたしました。エンタープライズ事業は、大企業の複雑な購買フローを効率化するDX事業で、導入企業数は687社にのぼります。他にも社内では複数の探索フェーズの事業があり、ここまで培ってきた事業開発ノウハウを活かす形で、今後も事業ドメインの拡張は続いていく見込みです。

また、このような事業の拡張は人材の育成機会創出にもつながり、経験を積んだ人材が更に次の事業を立ち上げるといった、事業と人材のポートフォリオの好循環につながっています。

今後も新領域の探索・早期立ち上げを通じ、ビジョンの更なる実現に向け、TAM拡張や高成長を続け、顧客、委託先、従業員、株主・投資家をはじめとするステークホルダーの皆さまに価値を創出・提供してまいります。

↓ 従業員(例では新規事業であるグロース事業の統括)の声を掲載し、一般的な開示やIRだけでは判断しづらい「現場感」が伝わるようにしている

出所）ラクスル「ラクスル価値創造レポート2022」（2022年7月）

IRミーティングでは投資家から質問を受けるのみならず、対話の場として捉え、経営やIRにフィードバックをもらうことが重要

- IRミーティングは、投資家から質問を受けるのみならず、対話の場として捉えることが重要
- 対話を通じて、資本市場からの経営やIRの見え方や、今後の方針に関するフィードバックをもらうことが可能となる

スタートアップにとってのIRのとらえ方に関するコメント

発行体によるコメント

投資家とコミュニケーションする際はフィードバックをもらうようにしている。また、IRミーティングの使い方もずっと質問対応するのではなく、45分質疑応答、15分は資本市場の潮流や自分たちの見え方等逆質問を行い対話するように心がけている。

ラクスル取締役CFO　永見 世央氏

投資家によるコメント

IRは対話の場として考えている。
IRの時間のほとんどが、投資家からの一方的な質問の場とせずに、企業からも質問を投げかけてもらうように意識しているが、現状この認識についてコンセンサスはとれていない。

インベスコ・アセット・マネジメント　ポートフォリオ・マネジャー
服部 幸博氏

投資家から言われたことを経営者がすべて"YES"と答えていると、自分の意見がないのかとかえって不安になる。
あくまでディスカッションにおける一意見として捉えてることが重要となる。

アニマルスピリッツ 代表パートナー / シニフィアン 共同代表
朝倉 祐介氏

出所）有識者ヒアリング

また、スタートアップ投資において、経営チームが外部投資家からのフィードバックを受けて、お互いに建設的な議論を交わせる関係にあるかは重要な要素の1つとなる

出所）シニフィアンスタイル「スタートアップ経営者に外部と対話できる柔軟さが必要な理由」

- シニフィアンのグロース・キャピタル「THE FUND」では、投資先の経営者に投資家との対話を経営に生かすことができる”柔軟性”を重要視する

> *外部からのフィードバックを受けて、得られるものは得たうえで、お互いに建設的な議論を交わせる関係にあるかは非常に重要である。単純に外部からのインプットを活用しないのはもったいない。*

アニマルスピリッツ 代表パートナー / シニフィアン 共同代表
朝倉 祐介氏

■ 1章：スタートアップのIR・開示の基本的な考え方
■ 2章：ステージ/業種共通のポイント
3章：レイターのポイント
■ 4章：上場後のポイント
■ 5章：研究開発型のポイント
■ コラム①：ESG/インパクト関連のIR・開示
■ コラム②：成長戦略としてのM&AとIR・開示
■ 本ガイダンスの策定にご協力いただいた皆様

L：レイター | スタートアップにとってのIR・開示のあるべき姿

レイター期では、上場後を見据えて上場投資家とのタッチポイントを確保し、上場後に求められるIR・開示の要素を徐々に充足しておくことが重要となる

IR・開示戦略を構築するうえでのポイント（レイター）

ターゲティング

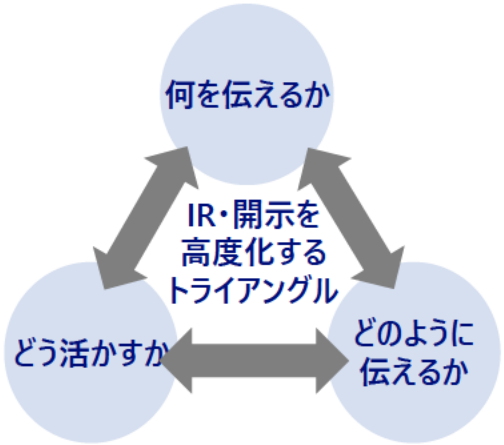
L-1：誰に伝えるか

＜上場後を見据えたシームレスなIR・開示＞
IPO・上場後にシームレスにIR・開示を実施するうえでも、レイターの段階から上場投資家との対話機会を持つことが望ましい

- レイター期
  - VC（国内/海外）
  - 事業会社
  - クロスオーバー投資家
- IPO時
  - 機関投資家
    - ヘッジファンド
    - 資産運用会社
    - 銀行・保険会社等
    - 政府・大学・年金基金
  - 個人投資家

レイター以降はVC・事業会社以外にも多くの投資家が登場。これらの投資家へ、シームレスにIRできることが重要となる

戦略・施策立案



L-2：何を伝えるか

＜客観性/定量性の重要性認識＞
上場後を見据え、「客観性/定量性」重視のIR・開示が求められるようになる。また、デット投資家との対話では特徴的なポイントも存在

L-3：何を伝えるか

＜サステナビリティの考慮＞
M&Aエグジットでは、事業会社のサステナビリティ考慮の高まりをうけ、スタートアップでも自社のサステナビリティ（インパクトストーリー）を整理しておくことが重要となる

L-4：どう活かすか

＜フィードバックの獲得＞
IPOプロセスでの対話ではスタートアップ自身が投資家に対して能動的にフィードバックを取りに行くことが重要

レイター以降では、上場後を見据えて投資家が多様化する。IPO・上場後にシームレスにIR・開示を実施するうえでも、レイターの段階から上場投資家との対話機会を持つことが望ましい

レイター期に求められるIR・開示

	投資家例		一般的な投資スタンス
レイター期	VC（国内/海外）		基本的には、非上場時に投資し、上場後に市場で売却する
レイター期	事業会社		基本的には、事業シナジーを期待し、上場後も保有し続ける
レイター期	クロスオーバー投資家（グロース・キャピタル）		上場後の成長を期待し、未上場時だけでなく上場後も保有し続ける
IPO時	機関投資家	ヘッジファンド	ファンダメンタル*、テクニカル**等様々な運用手法を組み合わせて投資する
IPO時	機関投資家	資産運用会社	一般的には、ファンダメンタルで運用する
IPO時	機関投資家	銀行・保険会社等	一般的には、ファンダメンタルで運用する
IPO時	機関投資家	政府・大学・年金基金	一般的には、ファンダメンタルで運用する
IPO時	個人投資家		人によって運用手法は様々

レイター以降はVC・事業会社以外にも多くの投資家が登場。これら投資家へ、シームレスにIRできることが重要となる

*ファンダメンタル：マクロ経済や企業関連の情報を踏まえて投資判断

**テクニカル：市場の値動き等の情報に基づき投資判断

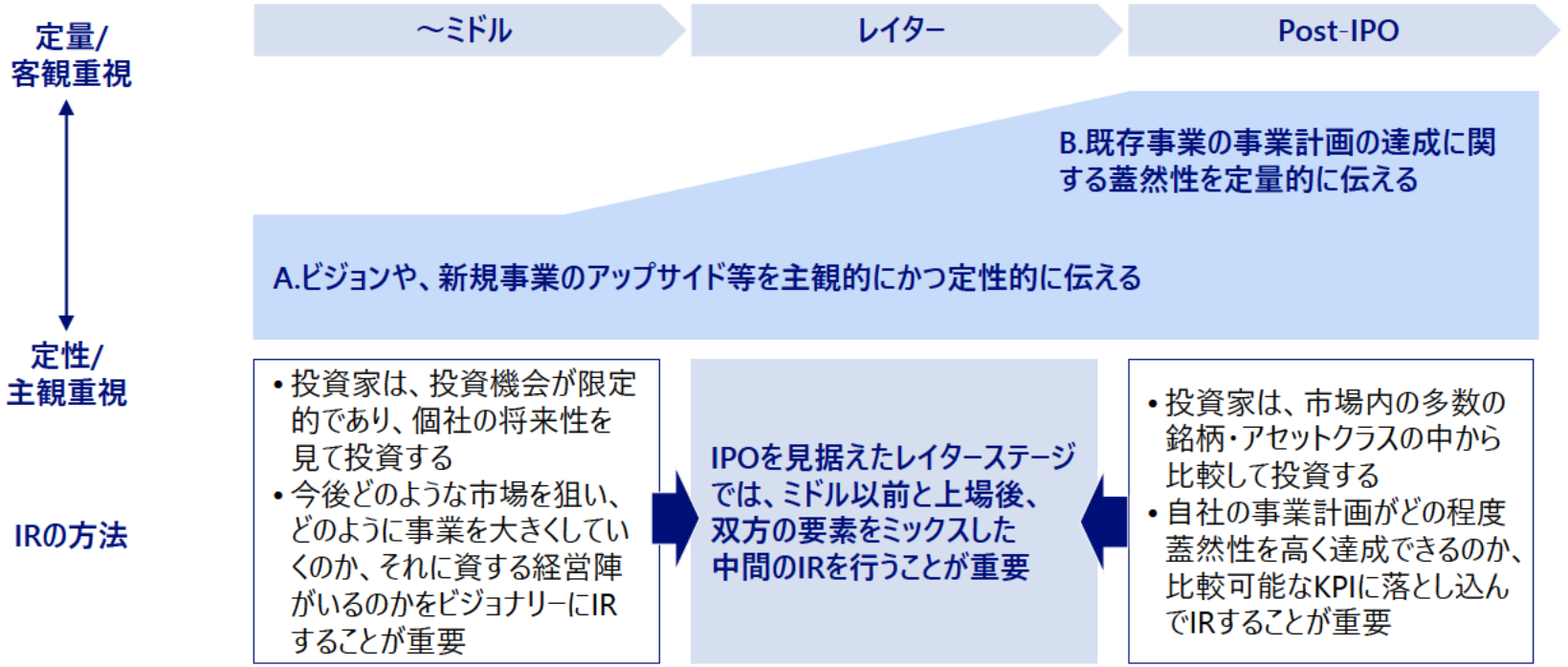
> *上場前の段階から積極的に上場株の投資家との対話を行い、スタートアップ自らが、経営者視点と投資家視点の２つを自身でぶつけあって、IR・開示をブラッシュアップしていくサイクルを作っていきたい。*

インベスコ・アセット・マネジメント　ポートフォリオ・マネジャー
服部 幸博氏

レイター期では、ミドル以前のIR・開示スタンスに加えて、上場後に求められる要素を考慮しつつ、IR・開示を行うことが重要となる

■ レイター以降のIR・開示では上場後を見据えて、より「客観性/定量性」重視のIR・開示が求められるようになる

レイター期に求められるIR・開示



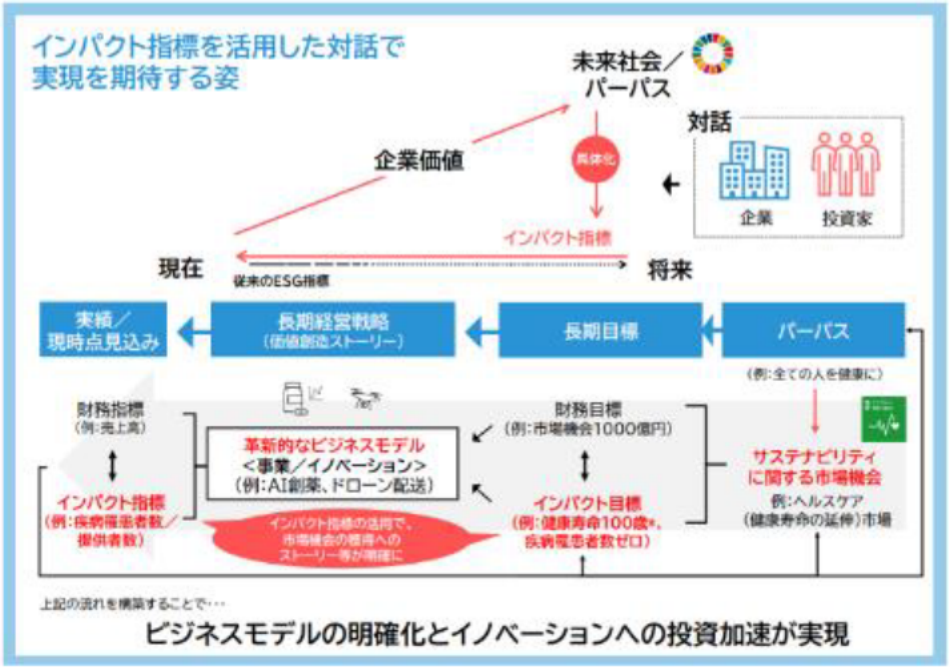
> *レイター期のスタートアップにありがちなのが、とにかくアップサイドやビジョン先行な定性説明に終始すること。*
> *レイター期の開示では、自分主語ではなく、客観性を取り入れた開示が求められる。*
> *レイター期でもアーリー期の成功体験の延長で自分主語の開示を行っていると評価が厳しくならざるをえない。*

アニマルスピリッツ 代表パートナー / シニフィアン 共同代表
朝倉 祐介氏

事業会社へのM&Aエグジットを検討する場合、"スタートアップが創出するインパクト"を考慮する事業会社が増えているトレンドを押さえておくことが重要

■ 2022年6月に経団連から発表されたレポートにおいては、ステークホルダーとのコミュニケーションで、企業のパーパスを起点とした対話と、対話促進に資するインパクト指標の活用が求められている

経団連「インパクト指標を活用した対話で実現を期待する姿」



> *インパクト投資の文脈でスタートアップ投資されている事業会社・金融機関が増えている。*

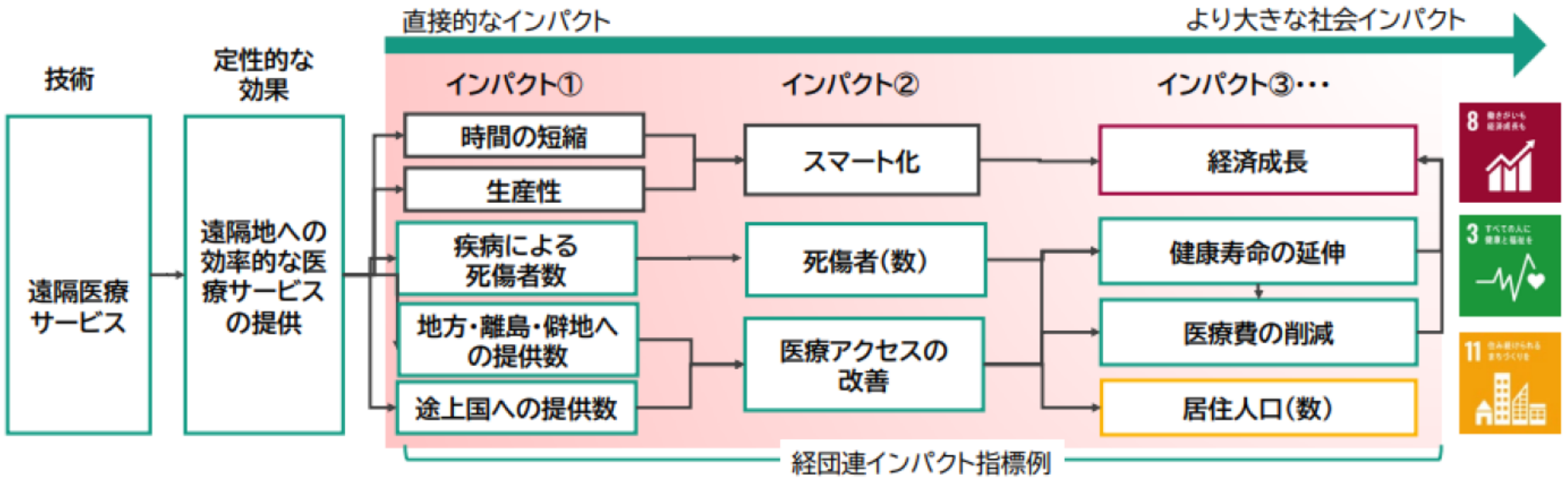
VC　キャピタリスト

出所）経団連「"インパクト指標"を活用し、パーパス起点の対話を促進する ～企業と投資家によるサステイナブルな資本主義の実践～」

事業会社のインパクト考慮の高まりをうけ、スタートアップでも自社のインパクトストーリーを整理しておくことが重要となる

■ 事業会社からの投資を受け入れるうえでは、自社がどのように社会課題を解決し、どのような社会的なインパクトを解決するのかを整理した、インパクトストーリーが有効となるケースがある

インパクトストーリーの例



経団連インパクト指標例を参考に、選択、配置することで革新技術のインパクトのフローや測定すべき指標などの把握の円滑化に資する

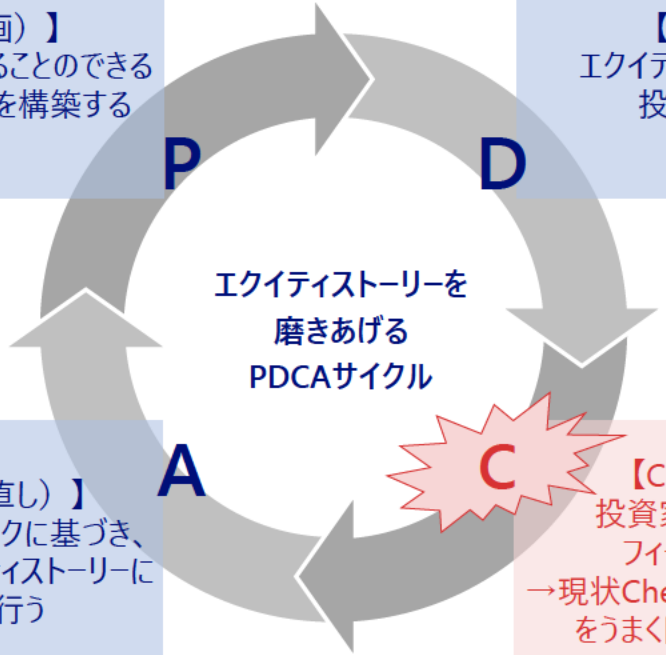
出所）経団連「"インパクト指標"を活用し、バーバス起点の対話を促進する ～企業と投資家によるサステイナブルな資本主義の実践～」

IPOプロセスでの対話ではエクイティストーリーを磨き上げるサイクルの"Check"が不足しがち。スタートアップ自身が投資家に対して能動的にフィードバックを取りに行くことが重要

エクイティストーリーを磨き上げるPDCAサイクル

【Plan（計画）】
自社の魅力を伝えることのできるエクイティストーリーを構築する

【Do（実行）】
エクイティストーリーに基づき、投資家と対話する



【Action（見直し）】
投資家のフィードバックに基づき、より質の高いエクイティストーリーに磨き上げを行う

【Check（評価）】
投資家から対話に対するフィードバックを受ける
→現状Checkがネックとなり、PDCAをうまく回せない事例が存在

PCDAを回す上で注意すべきポイント

【現状】
チェックのフローとしては、"IM*実施"→"投資家が証券会社にフィードバック"→"証券会社が発行体にその内容を伝える"という流れが多く、基本的に伝言ゲームになること、また証券会社内でも発行体と投資家と対話する部門が違うことから、フィードバックの内容が投資家に伝えられる際には薄まってしまうことがある

【対策】
IPOプロセスの中でも、発行体が投資家に直接フィードバックを得に行く等、能動的に動くことが重要となる

> *今の問題点は、投資家との対話のPDCAサイクルにおける「チェック」の部分の不足である。*
> *現状は、投資家からスタートアップへのフィードバックがマイルドになってしまう事がある。*

インベスコ・アセット・マネジメント　ポートフォリオ・マネジャー
服部 幸博氏

*IM'（インフォメーション・ミーティング）：投資家向け企業説明会。企業の活動状況や決算内容、将来の展望などの企業情報を積極的に投資家に説明

出所）経済産業省公開資料(NRI作成成果物)よりNRI引用・作成

- 1章：スタートアップのIR・開示の基本的な考え方
- 2章：ステージ/業種共通のポイント
- 3章：レイターのポイント
- **4章：上場後のポイント**
- 5章：研究開発型のポイント
- コラム①：ESG/インパクト関連のIR・開示
- コラム②：成長戦略としてのM&AとIR・開示
- 本ガイダンスの策定にご協力いただいた皆様

P：上場後 | スタートアップにとってのIR・開示のあるべき姿

上場後はこれまで以上に、多様な属性の投資家が株主になることを踏まえ、ターゲットに合わせた内容・方法で開示を行い、成長を実現していくことが重要となる

IR・開示戦略を構築するうえでのポイント（上場後）

ターゲティング

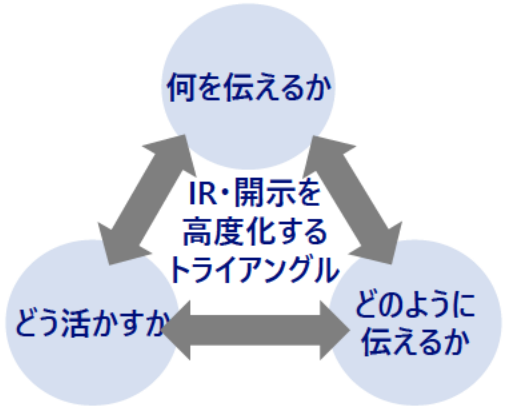
L-1：誰に伝えるか

＜個人投資家へのIR・開示＞

IPOを契機に個人投資家が自社の株式を保有するようになるため、その特徴を理解し、それらに合わせたIR・開示を行うことが重要になる

レイター期まで	VC（国内/海外）	
	事業会社	
	クロスオーバー投資家（グロース・キャピタル）	
上場後	機関投資家	ヘッジファンド
		資産運用会社
		銀行・保険会社等
		政府・大学・年金基金
	個人投資家	

戦略・施策立案



P-2：何を伝えるか

＜成長ステージの明確化＞

自社事業が成長ステージのどこに位置付くかを明確化し、投資家とバリュエーションの目線を合わせることが重要

P-3：何を伝えるか

＜自社市場への理解促進＞

既存市場以外で事業を行っていることも多いため、投資家により深くマーケットを理解してもらえるような開示が求められる

P-4：何を伝えるか

＜無形資産関連の開示＞

長期投資家の確保のためにも、人的資本等、無形資産に関するIR・開示の拡充が望ましい

P-5：どのように伝えるか

＜手の内を明かさない開示＞

情報を開示することは重要だが、競合に模倣されるリスク等があるため、具体的な手の内を明かさないような配慮が必要

P-6：どのように伝えるか

＜リソース不足への対応＞

上場後も企業規模は小さくリソース不足が問題となる。できる部分から手を付けて開示していくことが重要となる

P-7：どう活かすか

＜IRの成功による成長サイクル循環＞

IRを適切に実行していくことで、資金調達→成長戦略の実行→成長→評価→資金調達という成長サイクルを回すことが可能

上場に伴い、個人投資家が自社株式を保有するようになる。その特徴を理解し、自社にとって適切な形で個人投資家にIR・開示を行っていくことが上場後の成長を支える

上場後に求められるIR・開示

投資家例

- レイター期まで
  - VC（国内/海外）
  - 事業会社
  - クロスオーバー投資家（グロース・キャピタル）
- 上場後
  - 機関投資家
    - ヘッジファンド
    - 資産運用会社
    - 銀行・保険会社等
    - 政府・大学・年金基金
  - 個人投資家

個人投資家の特徴（一般論）とIRにおける留意点

＋ 一義的には利益確保が目的の機関投資家と異なり、企業やそのビジョンに共感してもらい、ファンになってもらうことが可能

－ 明確なロジック・論理だけではない基準を持っており、コミュニケーションが難しい

＋ 短期売買も行う投資家が存在し、今後のステップアップのために必要な流動性を提供してくれる

－ 株価の上昇・下落に反応して株式を短期的に売買してしまう投資家が存在し、十分な流動性がない場合株価が安定しないことがある

個人投資家は機関投資家と投資に対する考え方や認識が異なることも多く、機関投資家と同様の紋切り型のIR・開示では不十分なケースも多い。
数値だけではなく、思いや共感を重視したストーリーで説明を行う等、個人投資家にカスタマイズが求められる。

個人投資家の存在は株価形成にプラスにもマイナスにも働くため、自社の成長のための機関投資家：個人株主比率を検討することが重要。
個人株主が6割のユーグレナは、企業理念や社会性を個人投資家に理解いただく機会を積極的に作ることで、個人投資家でも安定して株式を保有してもらえる努力を実施している

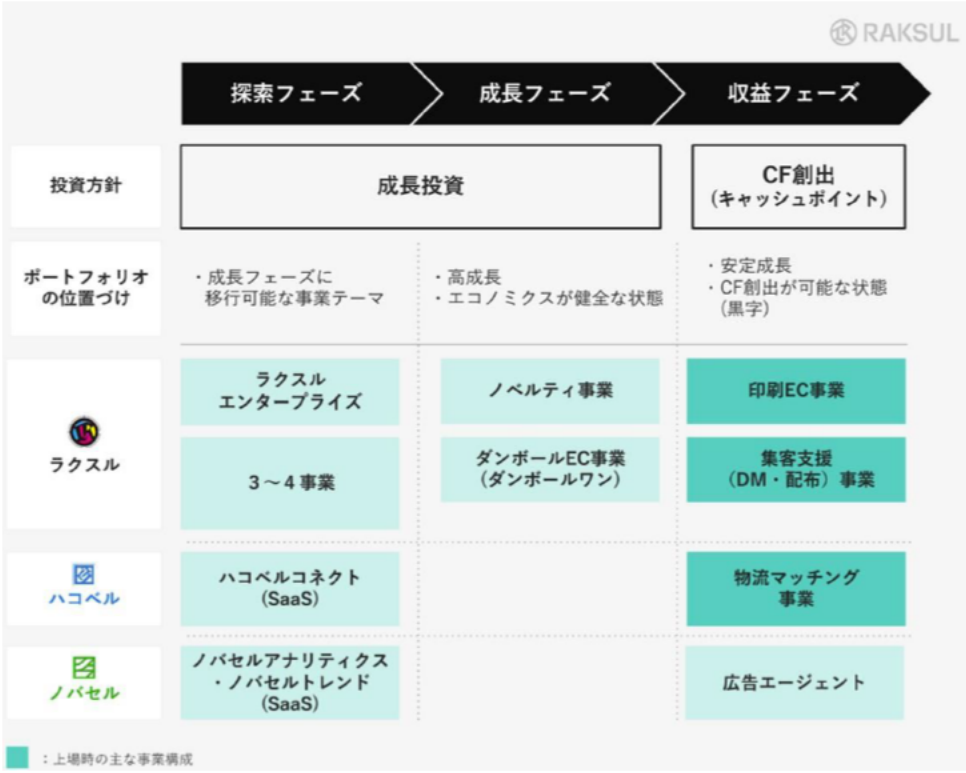
> *時価総額や流動性が小さい場合、機関投資家の投資対象に入ることは難しい。その際、個人投資家へのアプローチが重要になる。*
> *個人投資家に向き合うことのベネフィットを理解し、場当たり的な施策を避けた戦略的な取組が成功の鍵となる。*

グロース・キャピタル　CEO　嶺井 政人氏

出所）有識者ヒアリング、NewsPicks「ユーグレナが徹底して考えた「会社の見せ方」(2020年6月)

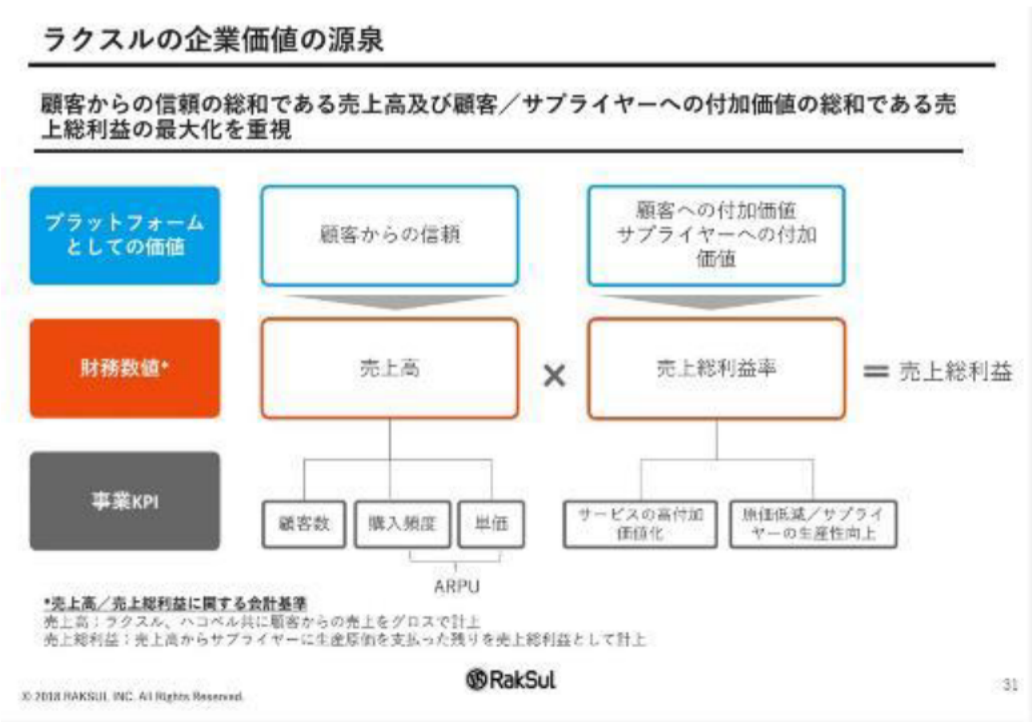
上場後も赤字事業を抱えていることがあるスタートアップでは、自社事業が成長フェーズのどこに位置するかを投資家に伝え、バリュエーションの目線を合わせるような開示が求められる

開示好事例①：事業・サービス毎のフェーズ明示（ラクスル）



ラクスルは複数事業・サービスを有しており、その中には必ずしも安定的なキャッシュフローを創出しておらず、今後成長フェーズに移っていくようなものも含まれている。それぞれの事業・サービスの位置付け及びポートフォリオマネジメント方針の差異を投資家に伝えるべく、決算説明会資料では上記を開示している

開示好事例②：着目する指標（ラクスル）

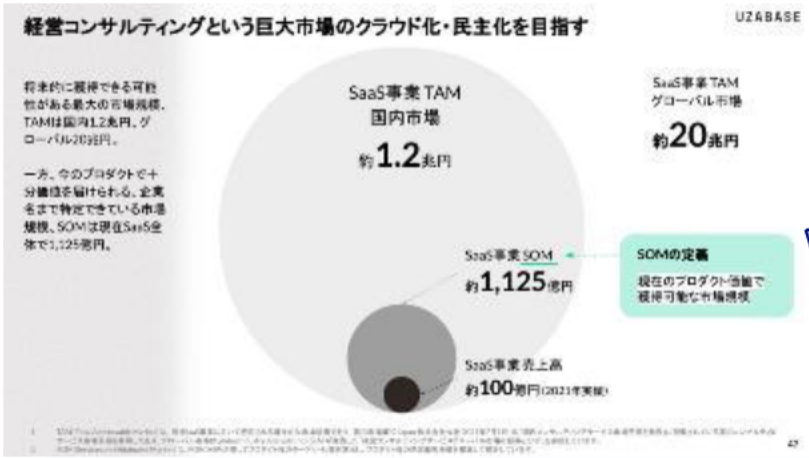


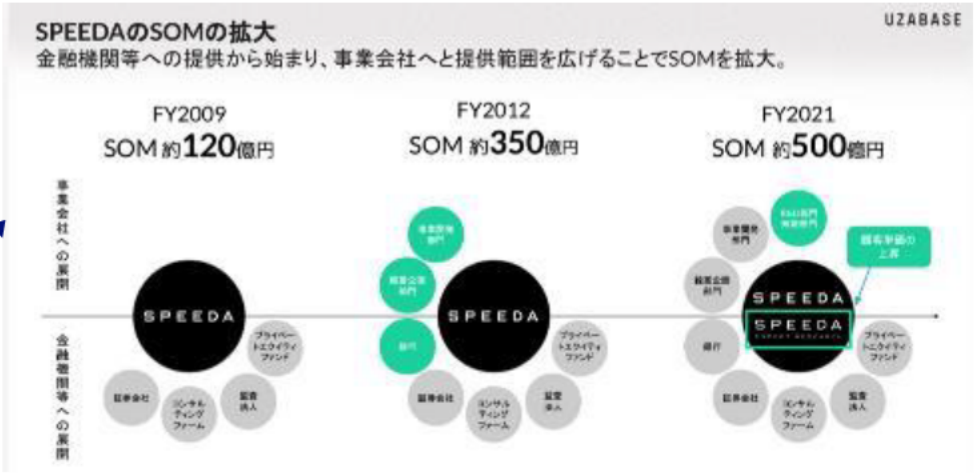
ラクスルは、営業利益ではなく売上総利益が重要な尺度と上場前から投資家に訴え続け、上場時の開示資料でも企業価値の源泉として売上総利益までのブレイクダウンを開示

出所）ラクスル「2022年7月期決算説明会資料」(2022年9月)、「2018年7月期決算説明会資料」（2018年9月）、
シニフィアンスタイル「IPO後の成長に向けたラクスルの資本市場戦略」(2018年9月)

スタートアップの場合、必ずしも既存で存在する市場で事業を行っているわけではない。特に上場後は個人投資家等の事業・市場に詳しくない投資家に向けた説明が重要になる

マーケットの理解を促すような開示の好事例（ユーザベース）





ユーザベースはTAM、SOM等の一般的なマーケットに関する定量情報を開示するだけでなく（上図）、
自社プロダクトのリリースによるSOMの拡大や（右上図）、
特定プロダクトの顧客拡大によるSOMの拡大（右下図）も開示し、
読み手である投資家により深く狙っている市場の全容を伝えている

> *スタートアップはこれまでにない新たなマーケットを定義、創出していることも多いため、それを投資家が評価できるよう情報を開示していくことが重要である*

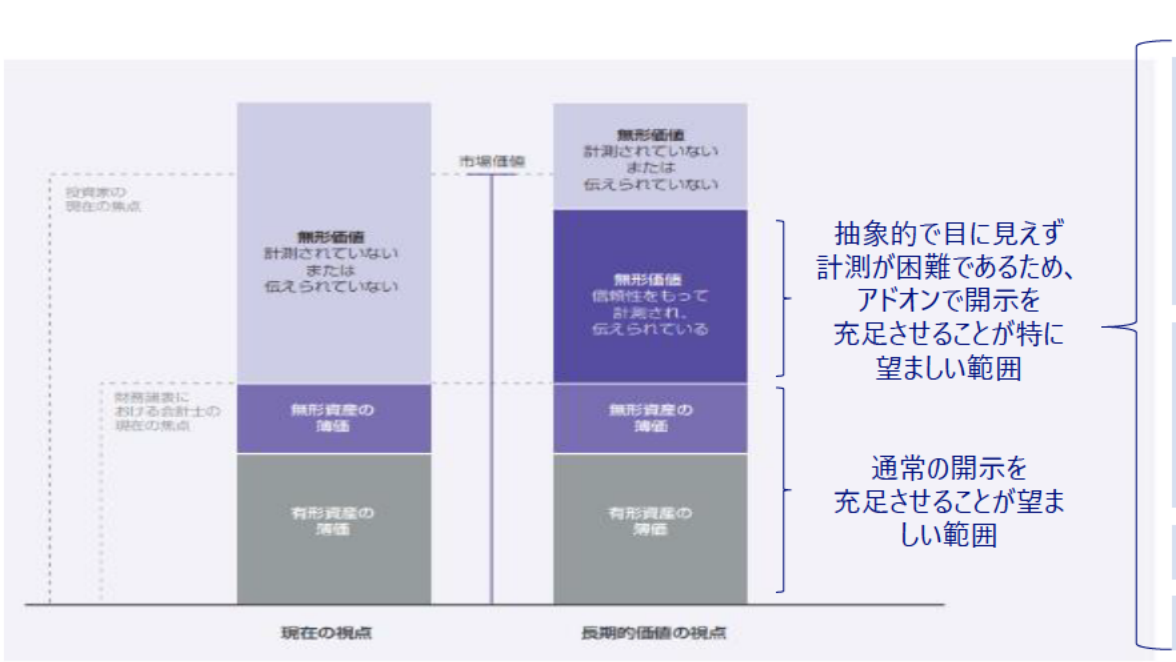
グロース・キャピタル　CEO　嶺井 政人氏

出所）ユーザベース「2022年12月期 第2四半期決算説明資料」(2022年8月)

投資家は有形資産だけでなく、無形資産の価値も評価においては重要視する。上場後は、当該分野のIR・開示の充足が重要になってくる

- EPICは、EYが主導した、約30兆ドルの運用資産（AUM）を持つ投資家、運用会社、企業を含む30以上のグローバルなビジネスリーダーを集め、長期的価値を創造する活動を測定するための標準的、重要、かつ比較できる一連の指標を開発することを目的とした活動
- 特に開示が必要な項目として、人材、イノベーションと消費者トレンド、社会と環境、コーポレートガバナンスの4項目が挙げられた

EPIC報告書にてナラティブな開示指標が重要とされた分野と開示項目



	開示項目
人材	人的資本の配置
	企業文化
	従業員の健康
	人的資本の配置
イノベーションと消費者トレンド	イノベーション
	消費者の信頼
	消費者の健康
社会と環境	SDGs
コーポレートガバナンス	ガバナンス

> *人材費の配賦や人材が流出していないか等の開示、できれば定量データがあると望ましい。*
> *また、ストックオプションを配布している場合、誰にどのようなインセンティブを与えているかという点も投資家が見るべきポイントになってくる。*

アセットマネジメントOne　ファンドマネジャー　岩谷 渉平氏

出所）EY「Embankment Project for Inclusive Capitalism」報告書

人的資本に関する情報開示のフレームワークとしては、ISO30414（人的資本に関する情報開示のガイドライン）がメジャーなものとしてベンチマークされている

- ISO30414とは、2018年12月に国際標準化機構(ISO)が発表した人的資本に関する情報開示のガイドライン。内部及び外部のステークホルダーに対する人的資本に関する報告のための指針であり、労働力の持続可能性をサポートするため、組織に対する人的資本の貢献を考察し、透明性を高めることを目的としている。
- ガイドラインでは以下の領域に関する指標を定めている。

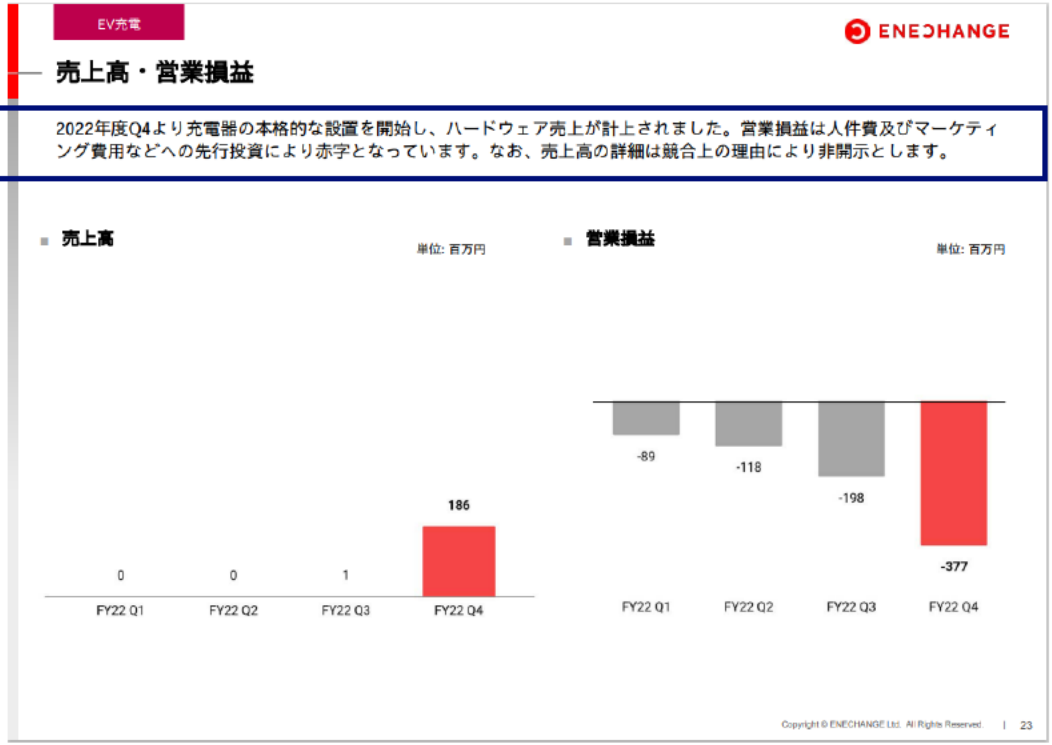
人的資本エリア	概要
1.コンプライアンスと倫理	ビジネス規範に対するコンプライアンスの測定指標
2.コスト	採用・雇用・離職等労働力のコストに関する測定指標
3.ダイバーシティ	労働力とリーダーシップチームの特徴を示す指標
4.リーダーシップ	従業員の管理職への信頼等の指標
5.組織文化	エンゲージメント等従業員意識と従業員定着率の測定指標
6.健康・安全	労災等に関連する指標
7.生産性	人的資本の生産性と組織パフォーマンスに対する貢献をとらえる指標
8.採用・異動・離職	人事プロセスを通じ適切な人的資本を提供する企業の能力を示す指標
9.スキルと能力	個々の人的資本の質と内容を示す指標
10.後継者計画	対象ポジションに対しどの程度承継候補者が育成されているかを示す指標
11.労働力	従業員数等の指標

出所）Human Capital Management Standards（2019）

詳細な開示は自社の魅力を伝えられる一方で競合に模倣されるリスクも生じてしまう。ENECHANGEは、競合上の理由により、一部セグメントについては詳細情報を非開示

模倣リスクとそれに対する好事例

ENECHANGEは、EV充電セグメントについて、
競合上の利用により詳細な情報を開示していない



> *EV充電市場はまさに立ち上がりの段階であり、投資家のみならず競合企業もENECHANGEの情報を見ている。正直にすべての情報を開示してしまうと、不要な開示につながると認識している。*
> *従って、投資家には心苦しいが、EV充電セグメントはかなりの情報を非開示にしていこうと思っている。*

ENECHANGE　城口 洋平　CEO
2022年12月期決算説明動画より

> *上場後の開示戦略としては、競合に模倣されないよう細心の注意をはらいつつ、自社の魅力は伝えきることが重要である。開示の在り方について、戦略的に設計することが望ましい。*

アセットマネジメントOne　ファンドマネジャー　岩谷 渉平氏

出所）有識者ヒアリング、ENECHANGE「2022年12月期 決算説明会資料」(2023年10月)

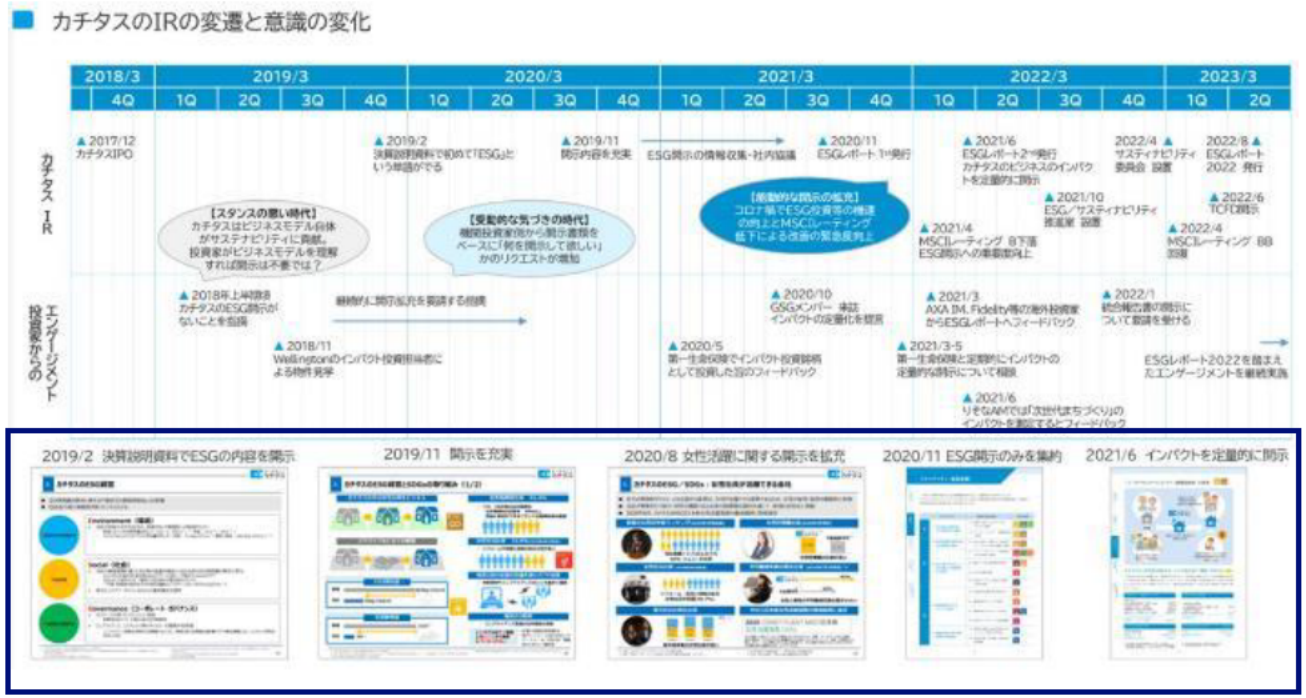
統合報告書作成等、特に非財務情報の開示に際してはリソース不足がしばしば問題となる。開示できる部分から開示し、投資家との対話の中で改善するという方針の上場企業も存在

投資家からのIR・開示へのリソース不足に関する指摘

- 上場したばかりの会社はIRに関するリソースの不足により投資家が求める対話や開示を適切にできていない会社が多い
- しかし、投資家との建設的な対話（エンゲージメント）を避けてしまうと、株式市場が自社に「期待している事業成長」や「求められている開示と説明」ができないケースもある
- 積極的に投資家との対話を行い、徐々にでも良いのでIRを改善する姿勢を示すことが必要となる

リソース不足への対応好事例（カチタス）

カチタスは、上場後に投資家からフィードバックを定期的に受け続け、IRを高度化。2020年にESG開示のみを集約したESGレポートを公開したが、徐々に統合報告書と遜色ない内容に近づいている様子が見られる。

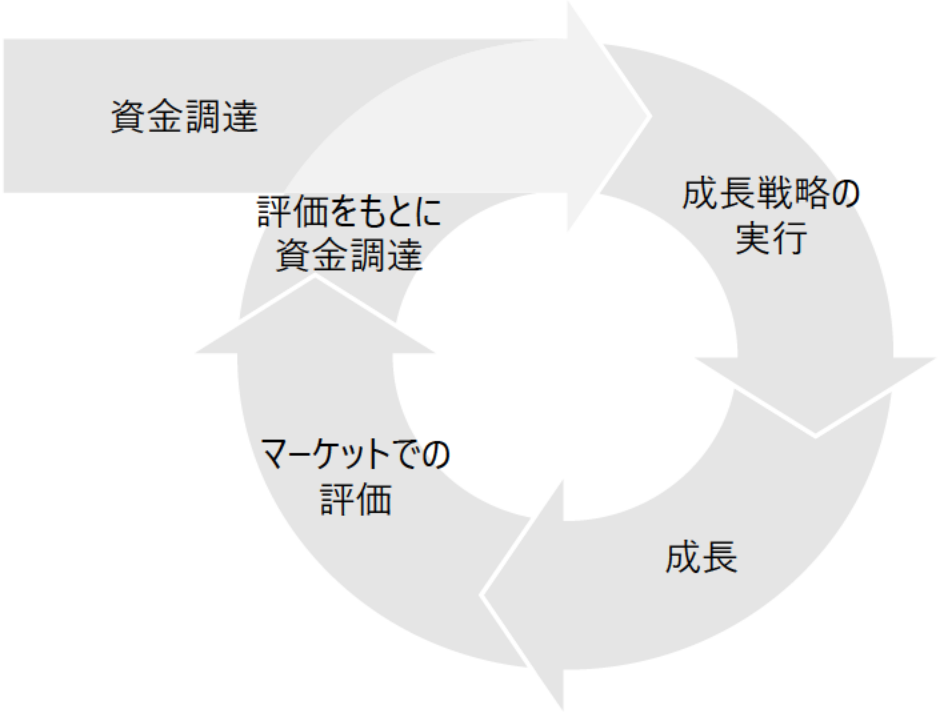


出所）上場企業IR担当者、金融庁「インパクト投資等に関する検討会」資料（株式会社カチタス　プレゼン資料）

IR・開示を適切に行うことで、資金調達→成長戦略の実行→成長→マーケットでの評価→資金調達という成長サイクルを回すことができる

上場スタートアップの成長サイクル

- 上場スタートアップが資金調達を行い、それを原資として成長戦略を実行し、成長を実現。成長がマーケットにおいて評価されることで、それをもとにまた資金調達を行い、次の成長戦略を実行していく。
- このような**成長サイクルにおける各ステップを繋いでいくのがIRのメリット**である。



成長サイクルを実現している好事例（ラクスル）

2018年5月
東証マザーズ（当時）に上場。最終損益が赤字である、いわゆる赤字上場だったが、売上総利益を重要指標として投資家に説明し、上場を実現(詳細前述)

資金調達

▼

2020年4月
広告プラットフォームの「ノバセル」を開始（後に分社化）
2020年6月
ベトナムに開発拠点を設立
2020年7月
インドに開発拠点を設立
2021年9月
コーポレートITプラットフォーム「ジョーシス」を開始（後に分社化）

成長戦略の実行により事業が成長、それに対する評価

▼

2021年3月
㈱デジタルホールディングスのラクスル株売却に際して海外での売出しを実施。1株あたり4,004円と上場時の2倍近い価格での売出しを実現

資金調達

出所）有識者ヒアリング、ラクスル社ウェブサイト

- 1章：スタートアップのIR・開示の基本的な考え方
- 2章：ステージ/業種共通のポイント
- 3章：レイターのポイント
- 4章：上場後のポイント

5章：研究開発型のポイント

- コラム①：ESG/インパクト関連のIR・開示
- コラム②：成長戦略としてのM&AとIR・開示
- 本ガイダンスの策定にご協力いただいた皆様

R：研究開発型 | スタートアップにとってのIR・開示のあるべき姿

研究開発型では、事業面でも人的リソース面でも研究や技術の比重が高く、投資期間・金額が長大なことを踏まえた独自のポイントが存在する

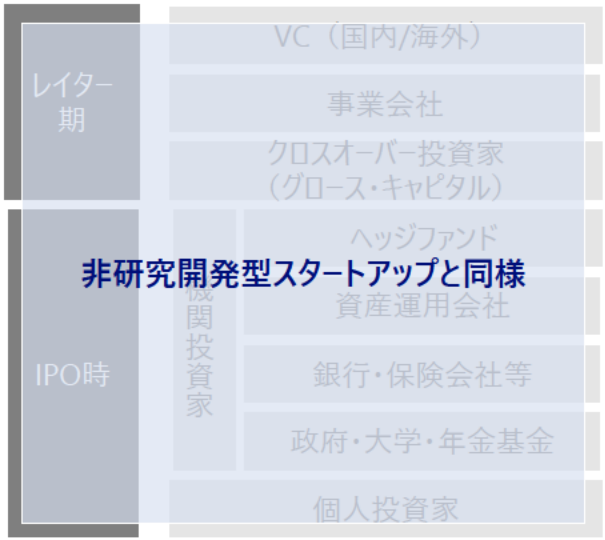
IR・開示戦略を構築するうえでのポイント（研究開発型）

ターゲティング

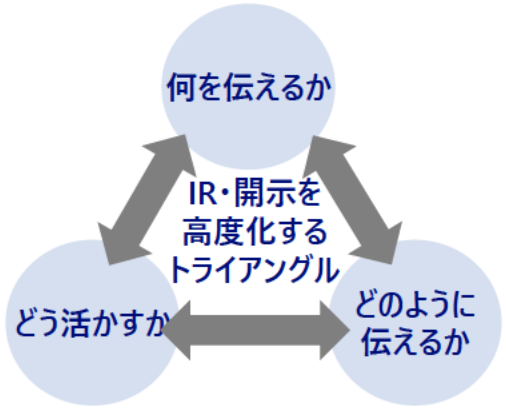
C-1：誰に伝えるか

＜ターゲティングを踏まえたIR・開示＞

- スタートアップ投資では、多種多様な投資家が存在し、それぞれ投資手法が異なる
- 従って、ターゲットとする投資家の目線に合わせたIR・開示が重要となる



戦略・施策立案



R-1：何を伝えるか

＜技術シーズのポテンシャル伝達＞

スタートアップの有する技術シーズやそのポテンシャル(市場ポテンシャル含む)を説明できることが重要となる

R-2：何を伝えるか

＜投資計画・Exitプランの議論＞

研究開発型では、投資期間が長く、投資金額も大きくなりがちであるため、投資家との間で投資計画やExitプランについて議論しておくことが望ましい

R-3：どのように伝えるか、どう活かすか

＜技術を語り、不足点はブラッシュアップ＞

創業者やCEO等の中心人物が投資家と積極的に会話を行い、不足する点はVC等と議論しながらブラッシュアップしていく姿勢が重要

R-1：何を伝えるか

研究開発型では、他のスタートアップと比較して、技術シーズの内容やそのポテンシャル、人材・チームの力量を伝えることの重要性が高い

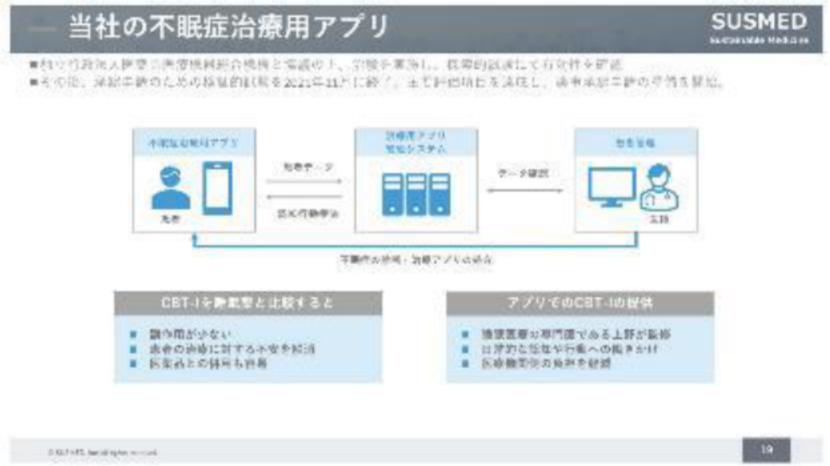
スタートアップがIRにおいて伝えるべき内容

優先項目	技術シーズの内容	✓ 理論的な技術の有用性 ✓ 保有している知的財産の権利様態（ライセンス等）や他社特許侵害リスクの不存在
優先項目	技術シーズのポテンシャル	✓ その技術を用いた際の課題解決やビジネスに繋がっていくようなポテンシャル ✓ 課題解決に繋がる仕組みやそのエビデンス
優先項目	人材・チームの力量	✓ CEOのマネジメント素養や、ビジネス的な考え方を取り込んでいく姿勢 ✓ ビジネスリテラシーのある人物を含めたチーム構成
通常項目	財務数値	✓ 投資家としては研究開発型スタートアップに財務数値や足元のPL状況についての会話はさほど求めていない

> ***研究開発型のスタートアップ、特にシード・アーリーであればアセットが殆どないため、見極める上では技術シーズやマネジメントチームの重要性が高くなる。***
>
> VC キャピタリスト

出所）サスメド「事業計画及び成長可能性に関する事項」(2021年12月)

開示における事例

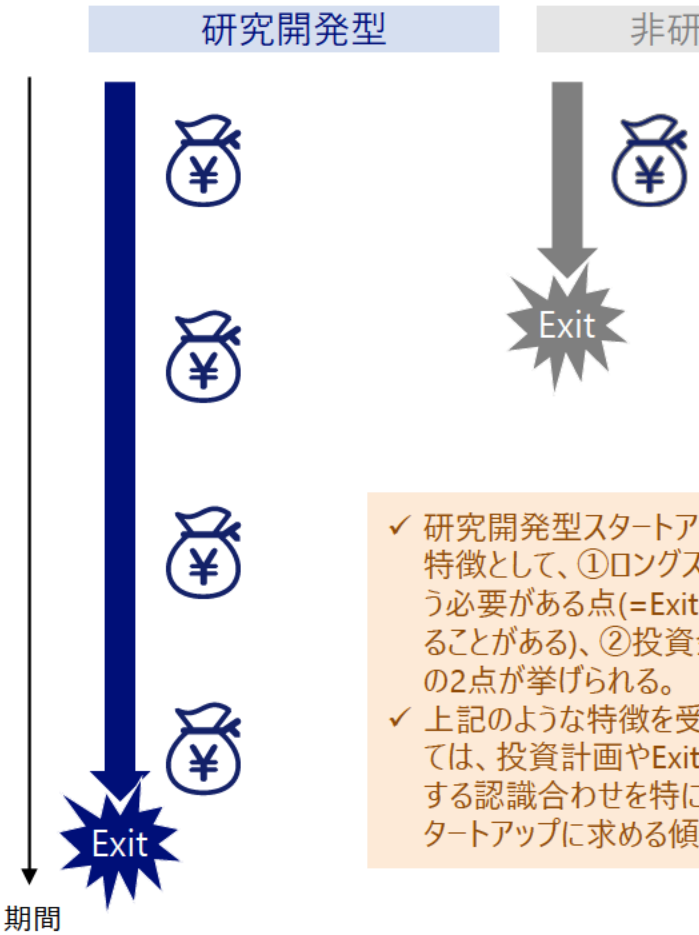


↑サスメドは、主力プロダクトが持つ競合優位性やTAM・SAMを開示

←また、経営陣の経歴を開示し、技術面はもちろん、ビジネス(含むファイナンス)面を兼ね備えたチームであることをアピール

投資期間が長く、投資金額も大きい点が研究開発型の一般的な特徴であり、財務面では投資計画やExitまでの期間を投資家と議論し、認識を合わせておくべき

研究開発型の資金需要の特徴（イメージ）



- ✓ 研究開発型スタートアップの一般的な特徴として、①ロングスパンで投資を行う必要がある点(=Exitまで時間を要することがある)、②投資金額が大きい点の2点が挙げられる。
- ✓ 上記のような特徴を受け、投資家としては、投資計画やExitまでの期間に対する認識合わせを特に研究開発型スタートアップに求める傾向にある

投資・財務面でのコミュニケーション実態

> *実態としてアーリーステージにおいてPLを重視することはないが、財務面では投資計画や資金繰りの見通し（キャッシュが回っていくのか）は重要と考えている。*
> *また、ロングスパンの投資という前提になるので、予定通りに進まないことも多いが、どの程度の期限でExitするのかというプランは初期の段階からスタートアップと共通認識を持つようにしている。*
>
> VC キャピタリスト

> *あるべき姿だけでなく、実現までのロードマップや達成確率のイメージを投資家が持てるようにIR・開示を行っていくことが求められる。*
>
> グロース・キャピタル　嶺井CEO

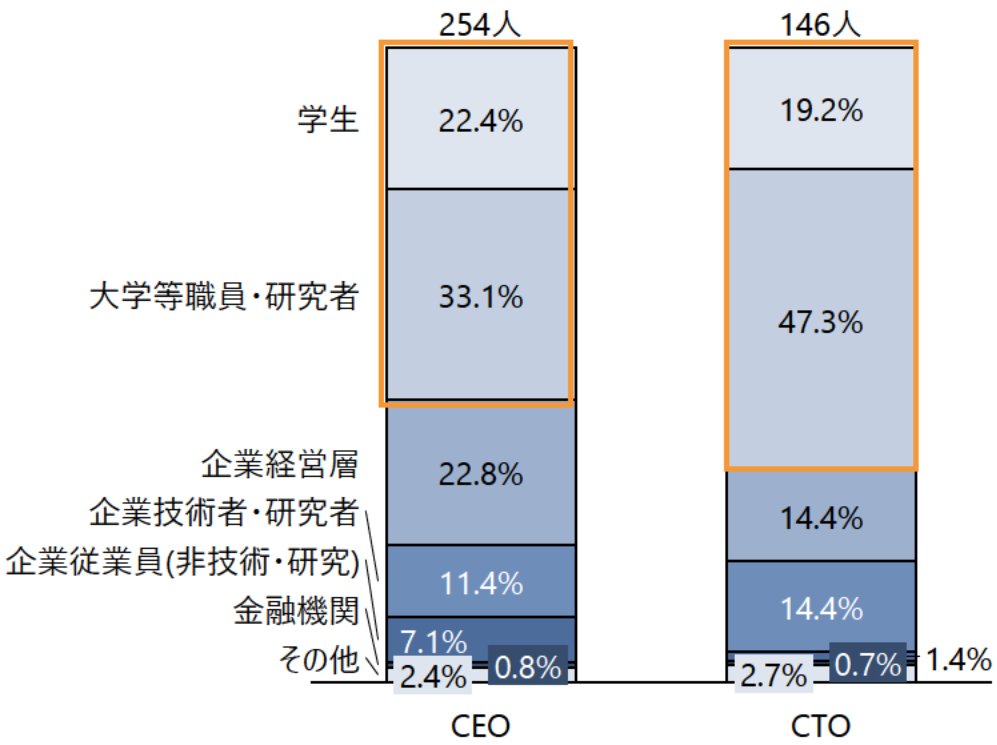
→レナサイエンスはパイプライン毎の詳細な開発計画を開示し、今後どのような投資が発生し、上市タイミングがいつになるのかを投資家に伝えている

出所）レナサイエンス社「事業計画及び成長可能性に関する事項」(2021年9月)、有識者ヒアリング

研究・技術面に精通した創業者やCEO等の中心人物がそのポテンシャルを説明することが重要である。他方、ファイナンス面など不足点は投資家とともに磨き上げていく姿勢も重要

研究開発型における経営チーム構成

研究開発型では学生、研究者(アカデミア、企業)がCEO・CTOとなるケースが多く、経営陣が技術シーズの内容やそのポテンシャルを説明できることがまずは重要



出所）経済産業省「R3年度大学発ベンチャー実態等調査」、有識者ヒアリング

研究開発型におけるIR好事例

とあるディープテック系のスタートアップに出資を決めたが、初めて会った時に技術の有用性や、マーケットポテンシャル、競合優位性や知財面の知見についてしっかりした考えを持っており、経営陣の説明に説得力があった。一方で、初期的な経営チームはファイナンス面はそこまで強くなく、我々との対話を通じて徐々にブラッシュアップされていった。コミュニケーション能力や不足する部分を改善していけるような姿勢があることは非常に重要である。

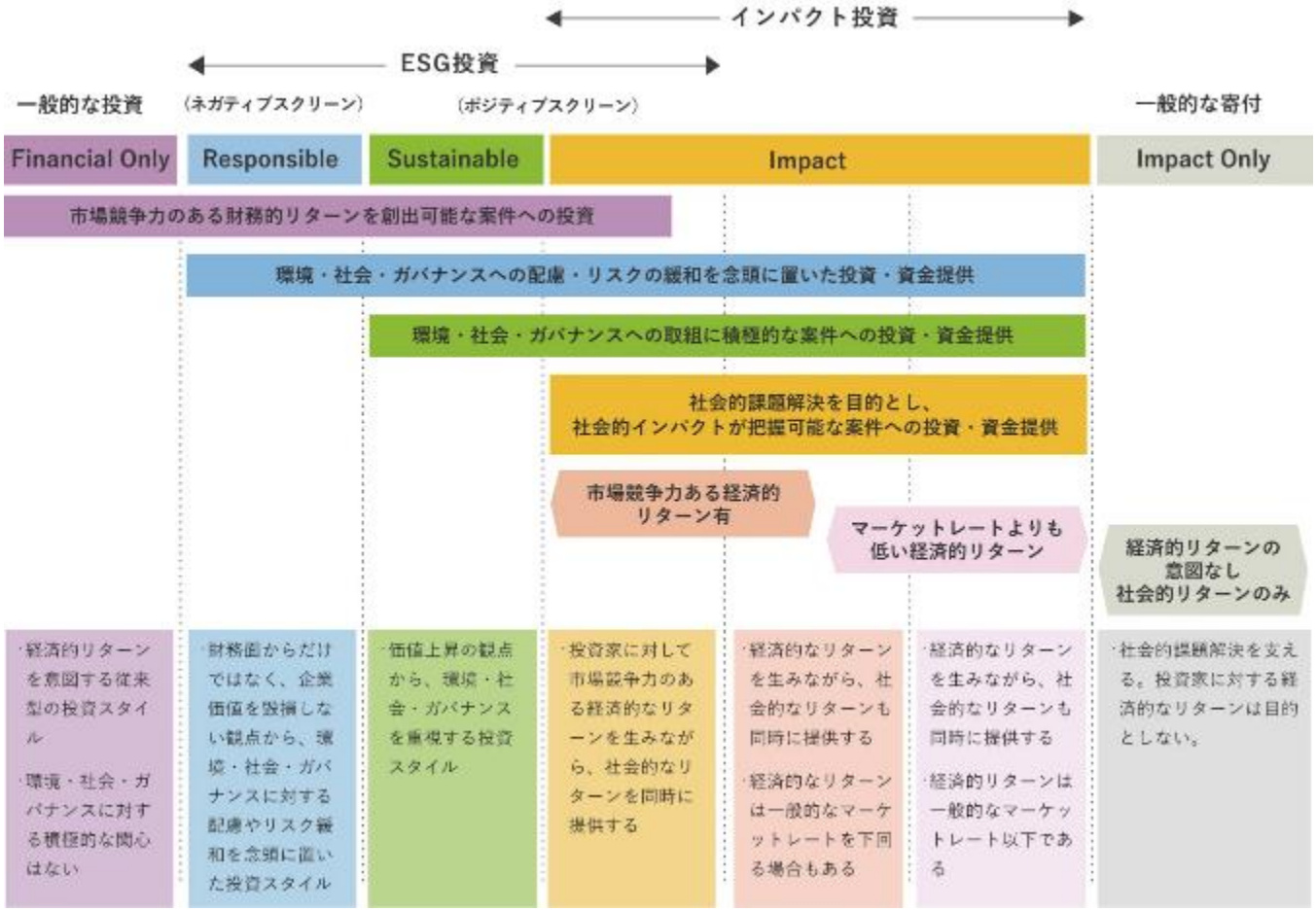
VC キャピタリスト

■ 1章：スタートアップのIR・開示の基本的な考え方
■ 2章：ステージ/業種共通のポイント
■ 3章：レイターのポイント
■ 4章：上場後のポイント
■ 5章：研究開発型のポイント
コラム①：ESG/インパクト関連のIR・開示
■ コラム②：成長戦略としてのM&AとIR・開示
■ 本ガイダンスの策定にご協力いただいた皆様

インパクト投資・ESG投資の定義

ESG投資は投資分析にESGを組み込む投資行動を指す。また、インパクト投資とは、測定可能な社会・環境インパクトと財務リターンを同時に生み出すことを企図した投資行動を指す

サステナビリティ投資における投資手法の分類



出所）GSG国内諮問委員会「社会的インパクト投資拡大に向けた提言書2019」

日本国内におけるESG投資はアセットマネジメント会社による上場株向けが主であったが、スタートアップにESG投資を行うベンチャーキャピタルも登場している

上場株向けESG投資（一部抜粋）

分類	運用主体	名称	純資産総額	概要
アセットマネジメント会社	SOMPOアセットマネジメント	損保ジャパン・グリーン・オープン（ぶなの森）	286億円	環境問題に特に積極的に取り組む企業
	いちよしアセットマネジメント	いちよしSDGs中小型株ファンド	276億円	中小型株式を実質的な投資対象とし、SDGsの中から、ボトムアップリサーチを通じて、成長性が高いと判断される企業
	野村アセットマネジメント	脱炭素ジャパン	156億円	脱炭素関連分野で、世界をリードする高い技術力とサービス品質を持つ企業
	ちばぎんアセットマネジメント	ジャパンESGクオリティ200インデックスファンド（ESGナビ）	123億円	上場株式に投資し、iSTOXX MUTB JAPAN ESGクオリティ200インデックスに連動する投資結果を目指す
	りそなアセットマネジメント	りそな日本中小型株式ファンド（ニホンノミライ）	116億円	社会の構造変化に伴い生じる「社会的な課題」の解決にビジネスの観点から取り組み、持続的かつ安定的に成長することができる企業

非上場株向けESG投資（一部抜粋）

分類	運用主体	概要
VC	MPower	21年5月設立の日本初のESG重視型グローバル・ベンチャーキャピタルファンドファンド総額は1億5000万ドルを予定している
	グローバルブレイン	21年9月、ESG投資ポリシーを策定、今後順次運用プロセスに適用することを発表
CVC	ソニーグループ	20年9月、気候変動や生物多様性など環境関連の技術開発に取り組むスタートアップに投資する10億円規模のCVCである「ソニーイノベーションファンド」を創設
	デジタルガレージ	ESG分野に関連する日本国内外のスタートアップを投資対象とするファンドの設立を発表 中期的に総額100億円規模の投資を目指す

※純資産総額100億円以上の企業を抜粋
※純資産総額は2021年10月時点

出所）三菱アセット・ブレインズ「国内株式ESGファンドの純資産総額ランキング」（2021年10月）、日経ESG「ベンチャー投資にもESG投資の波」（2021年11月）、各社公開情報よりNRI作成

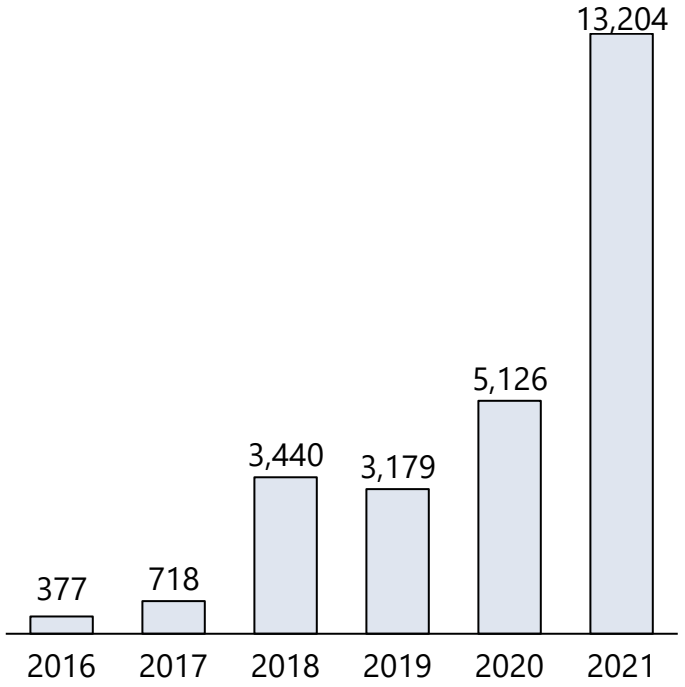
インパクト投資を行う投資家やファンドは徐々に増えている

日本でインパクト投資を行うファンド（一部抜粋）

分類		ファンド運用者	名称	運用額	投資分野
非上場株向けインパクト投資	VC/PE	リアルテックファンド	リアルテックファンド3号	100億円	地球の課題を解決する研究開発型企業
		新生インパクト投資	日本インパクト投資2号	36億円	仕事と子育て・介護の両立など新しい働き方を提案する企業
		鎌倉投信	創発の蒼1号	最大25億円	プラットフォーム構築を基本戦略とする、ビジネスエコシステムの形成に取組む企業
		環境エネルギー投資	EEI4 号ファンド	152億円	エネルギー産業の構造転換、資源の有効活用、スマート化関連分野の企業
	機関投資家	第一生命		約68億円	先端技術によりQOL向上や医療費削減を可能にする企業
上場株向けインパクト投資	アセットマネジメント会社	りそなアセットマネジメント	日本株インパクト投資ファンド	約4億円	日本における社会的課題の解決にビジネスとして取り組み、持続的に企業価値を拡大させるとともに、社会的インパクトを創出することが期待できる企業
		野村アセットマネジメント	世の中を良くする企業ファンド	約22億円	SDGsに貢献することによって、長期にわたり企業価値を向上させていくことが出来る企業

日本のインパクト投資運用残高

単位：億円



出所）GSC国内諮問委員会「日本におけるインパクト投資の現状と課題-2020年度調査」、各社公開情報よりNRI作成

インパクト投資家から資金を受け入れるときに何をすべきか

インパクト投資においては、経済性と社会性が両立できることを確認した上で、ポジティブインパクトの可視化・測定可能な指標を用いた成果の公表が求められる

インパクト投資を受け入れる際のステップごとのポイント

		概要	ポイント
投資受入検討時	正のアライメントの確認	経済性と社会性に真の相関関係（アライメント）を見出す	• 開示が自社の利益になることを企業自身で意識できていることが重要である • 上場後に自らでオーナーシップを持ってサステナビリティを推進していけるよう、自発的な姿勢を示すことが大切
DD実施時	財務・インパクト項目の確認	一般的なDDで行う財務情報の整理だけでなく、インパクト創出に関する整理を行う	• ロジックモデルの草案の作成を行う • インパクト創出については、段階別に情報の整理を行う • （詳細は次スライド参照）
投資実施時	Purpose＆MVV*の整理	パーパスやミッション、バリュー、ビジョンについて整理を行い、DD時に作成したロジックモデルの高度化を行う	• パーパスやその裏にある社会課題の整理を行う • 解決すべき課題はどのSDGsに相当するか明示する • 組織としてどのようなESGを備えているかの整理を行う
	インパクト可視化	企業のサステナビリティ経営の全体像を踏まえた上で、インパクトを可視化する	• サステナビリティ経営の全体の枠組みの中でインパクトを語るために、前提となる枠組みの整理・可視化が重要である
	測定・モニタリング	KPIの特定・測定指標の決定を行い、定期的にインパクトの測定、結果のモニタリングを行う	• 投資家とのコミュニケーションを行う上で、測定可能な指標を用いて、インパクトを客観的に可視化することは非常に重要である
	上場に向けた開示方法の整理	具体的かつ戦略性の高いIR・開示を行うための整理を行う	• インパクトなど非財務情報の開示の際には、本業に絡めてインパクトを語ることが重要である • ロードショーマテリアルの中身については、ターゲットとなる投資家に合わせて決定する必要がある

**MVV「Mission Vision Value」の略

出所）インパクト投資家等へのヒアリング結果に基づき、NRI作成

参考）インパクト投資におけるデューデリジェンス（DD）では、一般的なDD時の確認事項に加え、社会課題解決によるインパクト創出の実現可能性の評価を行う

インパクト投資におけるDD時の確認事項

大項目	中項目	小項目	概要	
一般的なDDにおける確認項目例	外部環境分析	業界環境分析	市場見通し	
			顧客動向	
		業界構造分析	競争環境	
	内部環境分析	対象会社概要	事業計画の蓋然性	
			経営者の素質	
		ポジショニング	スタートアップのポジショニング	
		弱み・リスク	リスク	追加で確認する事項
インパクト投資における追加の確認事項	課題のマテリアリティ		企業が解決を目指す社会課題は社会にとって重要であるか	
	経営者のインテンショナリティ		社会課題解決を実現する意義が企業の中で明確であるか	
	企業のアディショナリティ		社会課題解決がその企業にしかできないものであるか	
	課題解決のメジャラビリティ		課題解決の達成度合いが可視化できるか	

出所）有識者ヒアリング等に基づきNRI作成

ESG投資家から資金を受け入れるときにすべきこと

ESG投資の受入れにおいては、ESGを成長戦略に組み込んだうえで、マテリアリティの特定、具体的なアクションプランを策定することが求められる

ESG投資を受け入れる際のステップ例とそのポイント

		概要	ポイント
資金調達検討時	ESG責任者の任命	ESG実践の責任者を任命する	• 責任者は、①経営幹部である、②ESGに時間を割く余裕がある（週2.3時間～）、③様々なステークホルダーを動員できる、④ESGに対する興味や意欲があることが望ましい
DD実施時	財務情報・ESG項目の確認	財務情報とあわせ、ESGの取り組みと企業価値への影響の整理を行う	• ESGに関するDDクエスチョンに回答できるよう、事前に情報の整理を行うことが求められる • ESGが実装されることにより、どれだけ企業価値のアップサイドあるかを示す
投資実施時	Purpose＆MVVの整理	パーパス、MVVの策定を行い、土台となるESG実践体制を整える	• パーパスの策定は、以降のESGアクションプラン策定の際の土台となる
	マテリアリティの特定	自社とステークホルダーにとって特に重要な課題を特定する	• 自社とステークホルダーの二軸から重要課題を精査することが重要である • 最終的にはマテリアリティマップを作成することが望ましい
	ESGアクションプランの決定	企業のミッションやマテリアリティに基づき、ESGアクションプランを策定する	• アクションは測定可能なものにする • 実行可能な範囲でアクションを数個に絞る • 進捗確認のためのスケジュールを作成する
	上場に向けた整理	具体的かつ戦略性の高いIR・開示方針を策定する	• 情報開示はあくまでESGを戦略に組み込むための手段であり、目的化してはいけない

出所）MPower「Startup ESG Playbook」、投資家へのヒアリング結果に基づきNRI作成

スタートアップにおけるマテリアリティ特定のステップ

企業が自社とステークホルダーの双方にとって、特に重要な課題を特定することで、企業価値向上と社会課題解決の両立の道筋がより明確となる

ステージごとのベストプラクティス企業分類

マテリアリティ特定に向けたステップ	STEP 1	STEP 2	STEP 3	STEP 4	STEP 5
	社内外のステークホルダーをリストアップする	ESGの重要課題をリストアップする	自社の視点から課題に優先順位をつける	ステークホルダーの視点から課題に優先順位をつける	特に優先すべき課題を特定する
ポイント	• 社内外の幅広いステークホルダーから特に重要な視点を洗い出す	• 自社事業やステークホルダーにとって特に重要な課題を挙げる • 実行や管理のしやすさを考慮し、数は10-12個以内にとどめる • GRI、SASB、Ethical OSなど、ESGやサステナビリティに関する様々なフレームワークを活用する	• 各課題について事業に与える短期・長期的な影響を評価する • CEOや経営幹部だけでなく、従業員の視点も織り込む • 自社への影響度については、課題にアクションを起こすことによるプラスと放置することによるマイナスの影響の双方を加味する	• 実際にアンケートやインタビューを行うと良い • 幅広いステークホルダーの意見を聞く • タイプごとに人数を限定するなど、自社のプロセスを複雑化しすぎず、効率的に行うことが求められる	• 各重要課題に十分なリソースを割けるよう、3-5個など、実行や管理がしやすい数に絞り込む • 最終的には、自社・ステークホルダーにとっての重要性を2軸に取ったマテリアリティマップを作成することが望ましい

出所）MPower Startup PlaybookよりNRI作成

ESG・インパクト関連のIR・開示のベストプラクティス企業

スタートアップでは、それぞれの成長ステージごとに、自社のリソースに沿った形で、ESG・インパクト関連のIR・開示を行うことが求められる

■ たとえば、下記のような企業がESG・インパクト関連の開示の好事例となる

ステージごとのベストプラクティス企業分類

	アーリー		ミドル・レイター		上場後
企業概要	カイテク	ユニファ	Wovn Technologies	CureApp	ラクスル
	• 介護業界の人材獲得プラットフォームの開発・運営を行う	• 保育関連のICTサービスの提供を行う	• WEBサイトの多言語化など、多言語ソリューションの提供を行う	• 医療機器開発・販売を行う	• 印刷サービスの価格比較サイトなどの運営を行う
開示ポイント	• インパクトロジックの公表を行う	• マテリアリティの特定・公表を行う	• HP上でサステナビリティページを作成 • 各ステークホルダーとマテリアリティの関連性を明示	• HP上でサステナビリティページを作成 • インパクトロジックを公表	• 開示全般におけるベストプラクティス • 統合報告書を公表

> *ESG・インパクト関連の開示に対し、どの程度のリソースを割いて取り組むべきかは、企業の状況によって異なり、その優先度を柔軟に捉えらえる素質も重要である。*

新生企業投資　インパクト投資チームシニアディレクター　高塚 清佳 氏

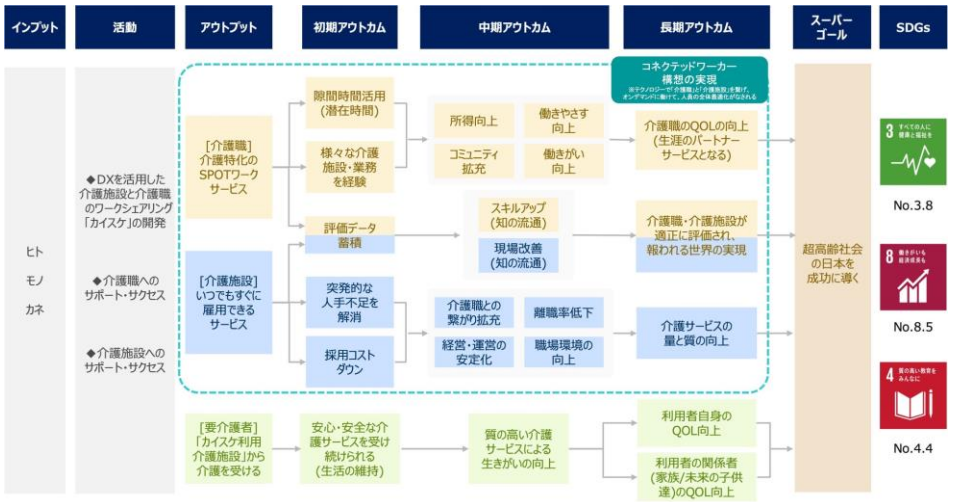
出所）各社HPよりNRI作成

カイテクは、インパクトロジックの公表を行い、事業成長と合わせ、社会的インパクトも両立していく道筋を明確化した

企業概要

企業名	カイテク株式会社
設立年	2018年
上場年	非上場
上場市場	-
事業概要	介護業界特化型の人材獲得プラットフォームである介護ワークシェアリング「カイテク」の開発・運営を行う
開示のポイント	• 資金調達のプレスリリースの際に、インパクトロジックを公表し、事業成長と合わせ、社会的インパクトも両立していく道筋を明確化した • ミッション、バリューの公表を行う

開示例



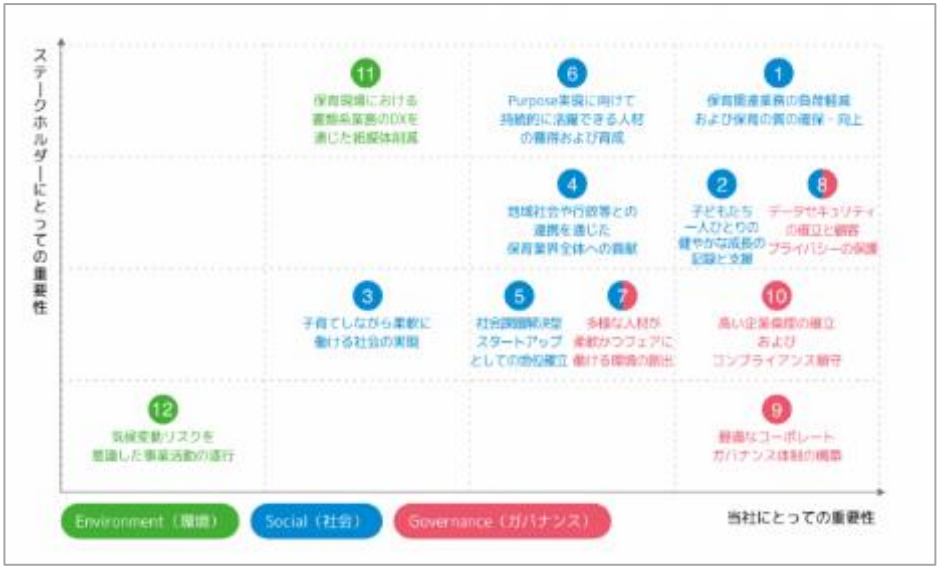
出所）カイテク株式会社HPよりNRI作成

ユニファは、マテリアリティの特定やそのプロセス、今後の取り組み予定の公表をスタートアップの中でいち早く行った

企業概要

企業名	ユニファ株式会社
設立年	2013年
上場年	非上場
上場市場	-
事業概要	保育支援サービス「ルクミー」の企画、開発、販売、運営。「スマート保育園・幼稚園・こども園」構想の推進・展開。AIやIoT等を用いた保育関連テクノロジーの研究開発
開示のポイント	• スタートアップ企業としては先進的な取り組みであったマテリアリティの特定・公表をいち早く行った • マテリアリティマップの公表とともに、その特定プロセスと今後の取り組みを公表することにより、社会課題解決と自社の企業価値向上を両立させる道筋を明確化した • ESG重視型ファンドであるMPowerや、海外投資家からの資金調達に成功した

開示例



出所）ユニファ株式会社HPよりNRI作成

Wovn Technologiesは、マテリアリティの特定だけでなく、それらの各ステークホルダーとの関連性まで整理することで、企業が各ステークホルダーに果たすべき役割責任を明示している

企業概要

企業名	Wovn Technologies株式会社
設立年	2014年
上場年	非上場
上場市場	-
事業概要	Webサイト・アプリの多言語化を行い、海外戦略・在留外国人対応を支援する多言語化ソリューションの提供を行う
開示のポイント	• HPにてサステナビリティページの公表を行う • ESG各項目ごとにマテリアリティの特定・公表を行う • マテリアリティの特定後、各マテリアリティが、それぞれ各ステークホルダーにとってどのようなインパクト・関連性を持つか整理している • ESG重視型ファンドであるMPowerからの資金調達に成功した

開示例

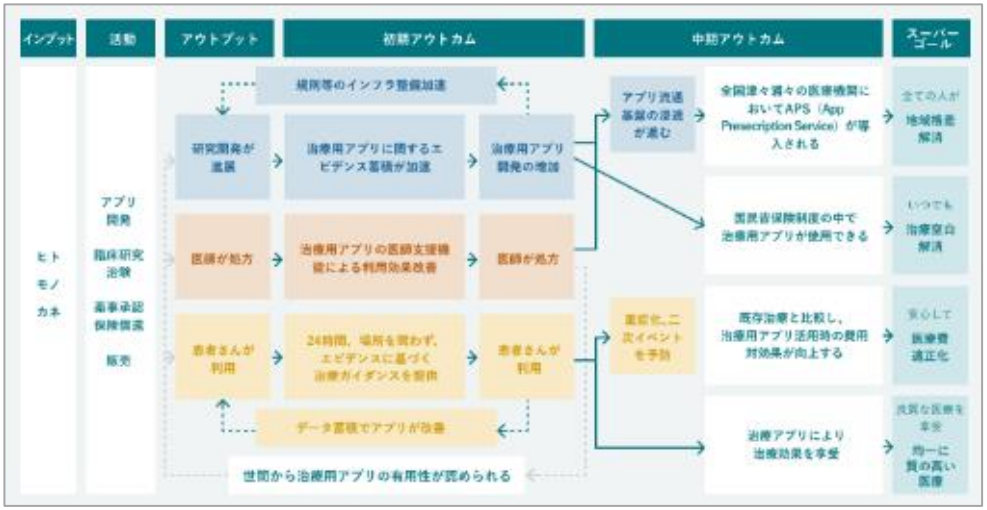
出所）Wovn Technologies株式会社HPよりNRI作成

CureAppはインパクトロジックを公表し、最終的な社会貢献目標達成に向けたインパクトの発現経路、段階ごとに目指すべき成果について明確化している

企業概要

企業名	株式会社CureApp
設立年	2014年
上場年	非上場
上場市場	-
事業概要	高血圧症、ニコチン依存症等を対象に、医学的エビデンスを有するプログラム医療機器「治療アプリ®」の研究開発・販売を行う
開示のポイント	• サステナビリティページの中で、インパクトロジックを公表し、インパクトの発現経路や発生するアウトカムの流れを明確化している • MVVの決定・公表を行うだけでなく、ミッションをさらに細分化して目標（スーパーゴール）を設定することで、目標達成までの道筋を具体化している • マテリアリティの設定、初期評価の公表を行っている • 社会課題解決に向けた各取り組みを、SDGsにおける17の目標に具体的に当てはめて整理・公表している

開示例



当社の考えるESG観点からのマテリアリティの初期評価

ESG区分	領域	マテリアリティ*の初期評価	評価及び取り組み例
環境	エネルギー	○	当社は治療用アプリ等を提供する会社であり、当社の提供するアプリのエネルギー消費量も限定的であることから、環境に関する課題と当社事業との関連性・重要性は相対的に高くないと考えております。 当社の事業活動においてはオフィス運営等にあたり一般的な省エネ、資源のリサイクル活動等に努めております。
	持続可能な資源の利用、資源循環	○	

出所）株式会社CureApp HP サステナビリティページよりNRI作成

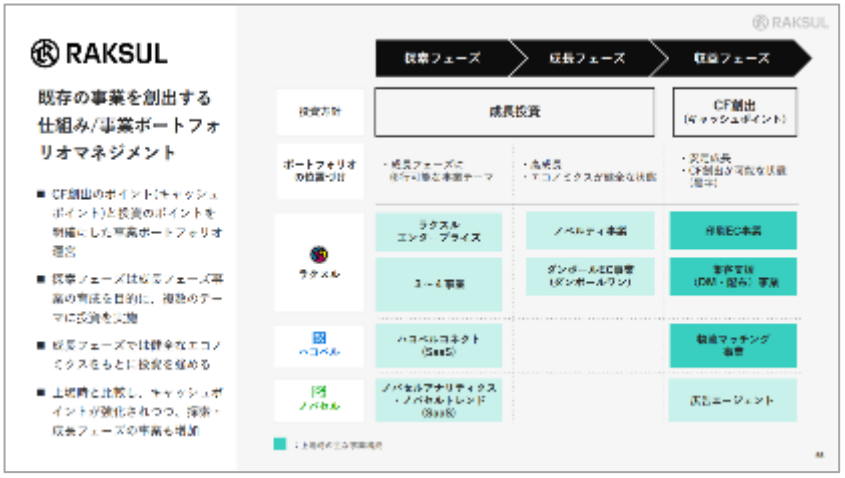
ESG・インパクト関連のIR・開示のベストプラクティス

ラクスルは、統合報告書の公表など、全てのスタートアップが参考にするべき開示全般におけるベストプラクティスといえる

企業概要

企業名	ラクスル株式会社
設立年	2009年
上場年	2018年
上場市場	東証マザーズ
事業概要	国内初の印刷サービスの価格比較サイト「ラクスル」の運営、発注の代行事業を展開する 近年はインターネットからドライバーのマッチングを行う配送のサービス「ハコベル」や、マーケティングの民主化をミッションに掲げ、テレビCMなどの広告動画の企画・制作・放映・分析までをワンストップで提供する「ノバセル」等を提供
開示のポイント	• 統合報告書である「ラクスル価値創造レポート2022」を公表した • ESGデータの公表や、決算説明会資料における詳細なデータの公表など開示全般におけるベストプラクティスといえる • 統合報告書においては、社員だけでなく、ステークホルダーに至るまで、顔写真付きで生の声を掲載し、共感を集めるための工夫がなされている • 事業ごとに創出しうる顧客・サプライヤー価値や、フェーズと投資ポイント、さらなる成長を実現するために蓄積すべきアセットを明示している

開示例



出所）ラクスル株式会社「2022年7月期決算説明会資料」(2022年7月）

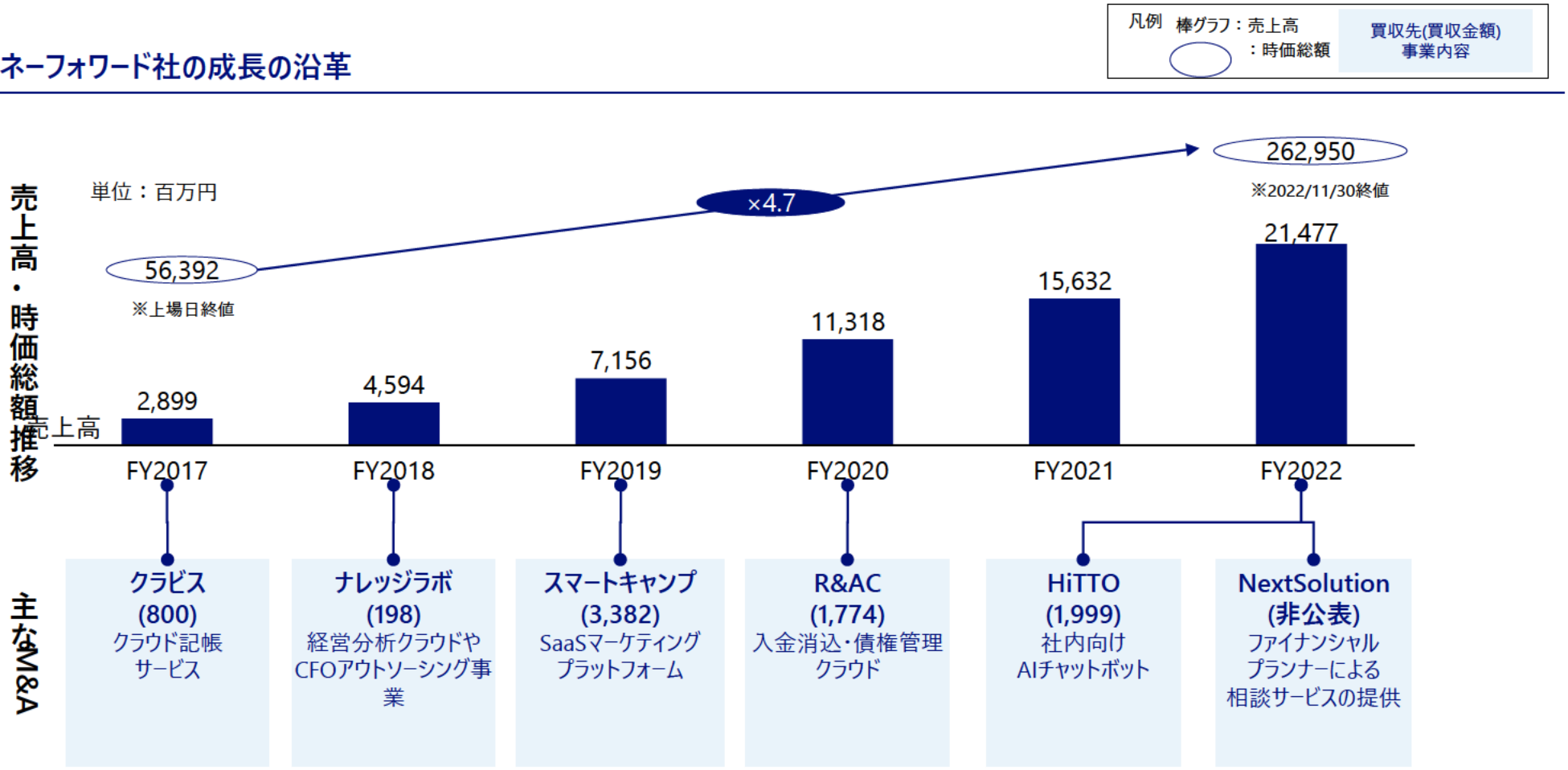
■ 1章：スタートアップのIR・開示の基本的な考え方
■ 2章：ステージ/業種共通のポイント
■ 3章：レイターのポイント
■ 4章：上場後のポイント
■ 5章：研究開発型のポイント
■ コラム①：ESG/インパクト関連のIR・開示
■ コラム②：成長戦略としてのM&AとIR・開示
■ 本ガイダンスの策定にご協力いただいた皆様

成長戦略としてのM&A

上場スタートアップが、M&Aにより大きな成長を遂げている（1/2）

■ マネーフォワードは2017年の上場後6社のM&Aを実施し、売上高に加え、時価総額も4倍以上に成長している

マネーフォワード社の成長の沿革



成長戦略としてのM&A

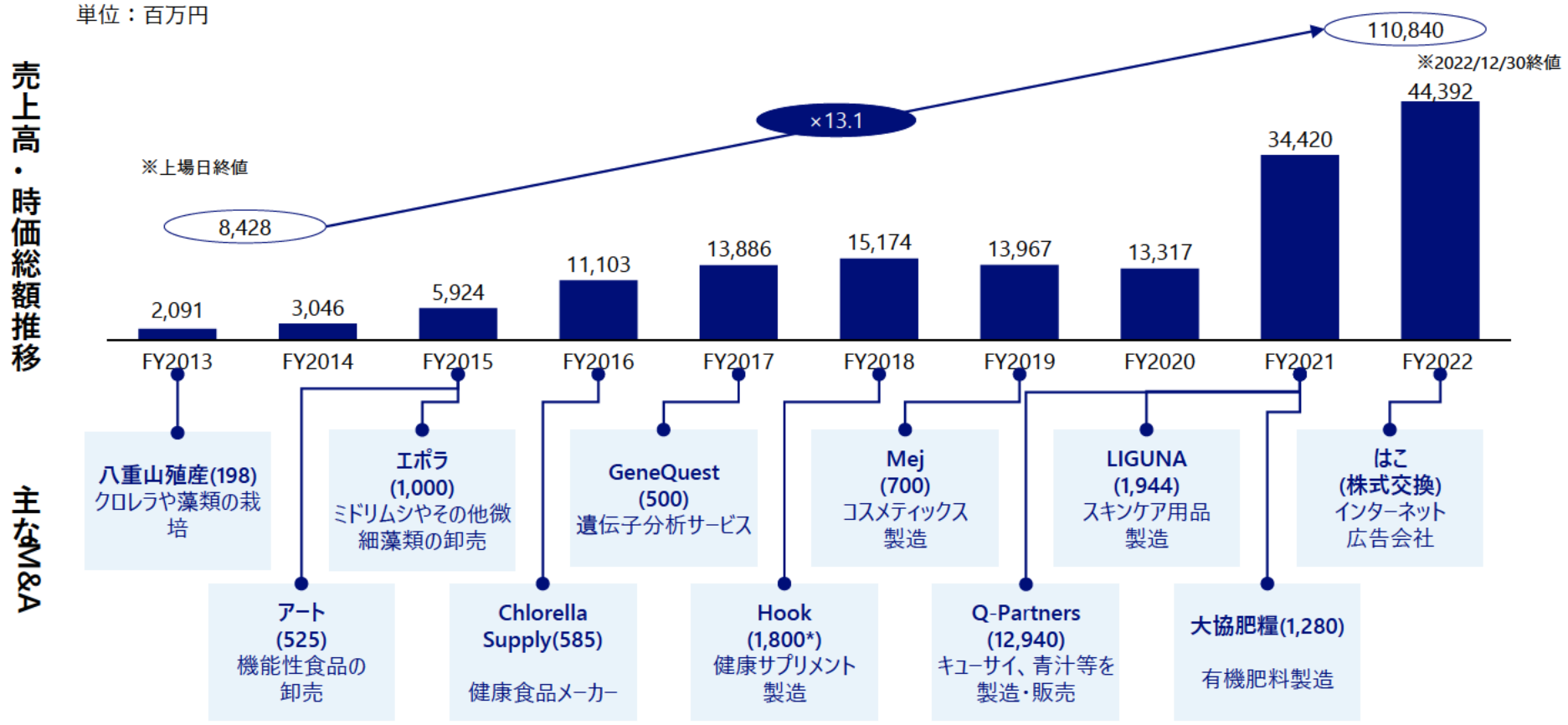
上場スタートアップが、M&Aにより大きな成長を遂げている（2/2）

■ ユーグレナは2013年の上場後10件以上のM&Aを実施し、売上高に加え、時価総額も9倍以上に成長している

凡例 棒グラフ：売上高 ：時価総額 買収先(買収金額) 事業内容

ユーグレナ社の成長の沿革

※主要なM&A事例を抜粋



*うち、999百万円は株式交換による取得分

スタートアップのM&Aに関する開示のポイント

M&Aの実施に対して投資家から適切な評価を受けるためには、前提となるM&A方針や取引の概要、およびその取引の結果について投資家理解を醸成するIR・開示が重要

- M&Aは成長戦略上重要なオプションであるが、失敗するケースも多く、投資家も判断が難しいケースが存在
- 従って、資本市場からM&A実施に対して適切な評価を受けるためには、投資家理解を醸成するIR・開示が重要となる
- なお、本ページで整理する開示項目は任意開示を想定しているものであり、別途法定開示が必要な点には留意が必要

M&Aに関する開示項目

大分類	項目例	概要
M&Aの方針	M&A戦略	自社の企業価値向上のための成長戦略の中にM&Aがどう位置づけられるか M&Aのターゲットはどのような企業か 買収金額の目線はどの程度か（例、EBITDA〇倍以内、PSR〇倍以内等）
M&Aの取引概要	買収先企業概要	買収先の企業はどのような企業か
	M&A戦略の中の位置づけ	M&A戦略の中で、当該M&Aはどのような位置づけとなっているか
	期待するシナジー	M&Aをしたことで、自社とどのようなシナジーが創出されるか
	買収先企業の成長戦略	M&Aをした企業を今後どのような戦略で成長させていくか
	買収金額の妥当性	自社の持つ買収金額の目線と照らし合わせて合理的な取引となっているか
	買収資金の調達方法	M&Aに関する資金調達はどのように行ったか、合理的な調達になっているか
M&Aの結果	M&Aの結果	M&Aの結果、自社や買収先企業がどのような成長を成し遂げられているか
	自社戦略への寄与	M&Aによってどのように戦略が充足されたか

企業価値向上に資するM&Aを実施し、そのM&Aが自社の企業価値向上にどのように寄与するのかを適切に投資家に伝えることが重要となる。

グロース・キャピタル　CEO　嶺井 政人氏

スタートアップのM&Aに関する開示事例

マネーフォワードはM&Aを活用し大きな企業価値向上を成し遂げており、その中でM&A方針や、過去のM&Aによる成長実績を投資家にわかりやすく開示している

マネーフォワードのM&Aに関する開示

M&Aの方針

■ どのような戦略でM&Aを行うかを開示

M&Aの結果

■ M&Aの結果どのような成長を成し遂げたかを開示

M&Aの取引概要

■ 実施したM&Aが自社の戦略に沿ってどのような位置づけとなるか、どのくらいの金額で買収を実施したかなどを開示

■ 自社の成長機会と照らして、合理的なM&Aであったことを投資家にわかりやすく説明

買収金額が当社基準で合理的であることを開示

過去案件もM&A方針に沿ってどのようなディールであったかを開示

出所）マネーフォワードホームページ、「2022年度通期決算説明資料」、「2021年11月期 通期決算説明資料」

スタートアップのM&Aに関する開示事例

ユーグレナは、M&Aで計上されるのれんの影響を詳細に開示をすることで、自社が重視するキャッシュフローに関するKPIにネガティブな影響がないことを説明している

ユーグレナのM&Aに関する開示

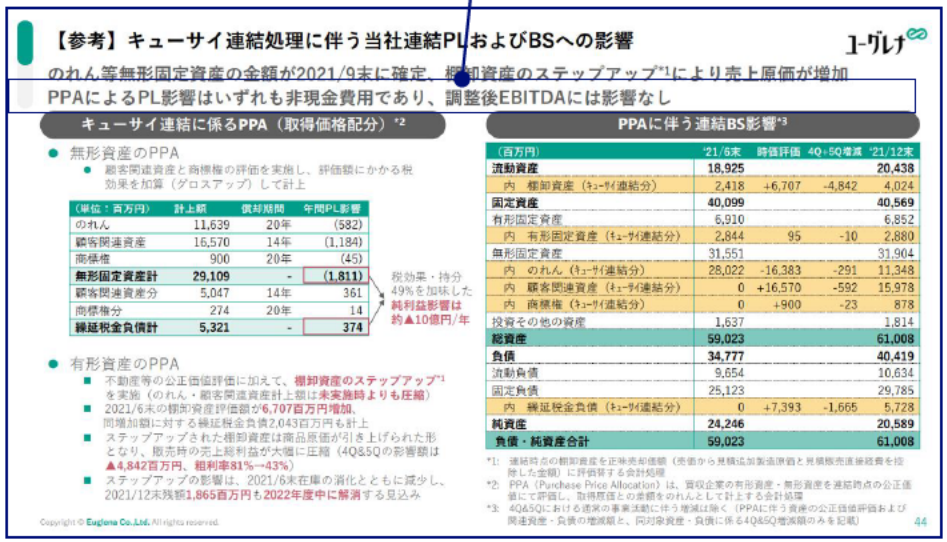
M&Aの取引概要

- PL・BSに対する影響を詳細に開示
- さらに、のれん計上の影響は非現金費用であることを明記
- 同社がKPIとして重視する調整後EBITDA*には影響がないことを説明している

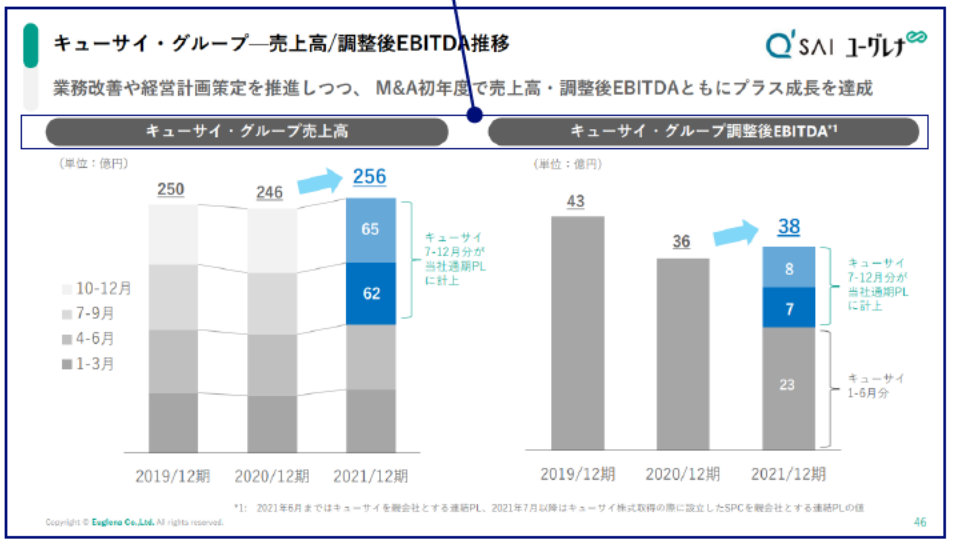
M&Aの結果

- M&A実施後に、売上高や、調整後EBITDAにどのような影響があったのかを開示している

調整後EBITDAへ影響がないことを明記



売上高に加えて、当社が重要KPIとしている調整後EBITDAの成長も開示



※調整後EBITDAはユーグレナ独自の財務指標。計算式は、EBITDA(営業利益＋のれん償却費及び減価償却費)＋助成金収入＋株式関連報酬＋棚卸資産ステップアップ影響額

出所）ユーグレナ「2021年12月期通期決算説明および今後の事業展望」

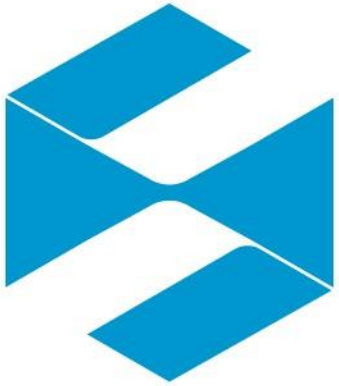
- 1章：スタートアップのIR・開示の基本的な考え方
- 2章：ステージ/業種共通のポイント
- 3章：レイターのポイント
- 4章：上場後のポイント
- 5章：研究開発型のポイント
- コラム①：ESG/インパクト関連のIR・開示
- コラム②：成長戦略としてのM&AとIR・開示

本ガイダンスの策定にご協力いただいた皆様

本ガイダンスの策定にご協力いただいた皆様（敬称略・五十音順）

氏名	所属	役職
朝倉 祐介	アニマルスピリッツ合同会社/シニフィアン株式会社	代表パートナー / 共同代表
岩谷 渉平	アセットマネジメントone株式会社	株式運用グループ　ファンドマネジャー
植波 剣吾	Beyond Next Ventures株式会社	取締役
木下 太郎	リアルテックホールディングス株式会社	グロースマネージャー
久保田 朋彦	フーリハン・ローキー株式会社	エグゼクティブディレクター
幸野谷 信次	株式会社QDレーザ	取締役CFO
高塚 清佳	新生企業投資株式会社	インパクト投資チームシニアディレクター
永田 暁彦	株式会社ユーグレナ	取締役代表執行役員CEO
永見 世央	ラクスル株式会社	取締役CFO
服部 幸博	インベスコ・アセット・マネジメント株式会社	運用本部 日本株式運用部 グロース運用　ポートフォリオ・マネジャー
福田 拓実	SDFキャピタル株式会社	代表取締役社長／共同創業者
星 直人	ユニファ株式会社	取締役CFO
嶺井 政人	グロース・キャピタル株式会社	代表取締役
村上 由美子	MPower Partners Fund L.P.	ゼネラル・パートナー
室賀 文治	リアルテックホールディングス株式会社	グロースマネージャー
米井 慎一郎	AJキャピタル株式会社	常務執行役員

事務局
- 経済産業省 経済産業政策局 産業創造課
- 株式会社 野村総合研究所 コンサルティング事業本部（調査事業委託先）



経済産業省

Ministry of Economy, Trade and Industry