

経済産業省 御中

スタートアップによるレイター期・IPOファイナンス等の見直しに係る 調査報告書

株式会社野村総合研究所
コンサルティング事業本部

2022年3月31日



1. はじめに

2. 事業内容

- Pre-IPOファイナンスに係る調査・検討
- IPOファイナンスに係る調査・検討
- Post-IPOファイナンスに係る調査・検討
- ガイダンスの作成
- 研究会の実施

3. 今後の検討に向けた論点

本調査の背景/目的

■ 本調査の背景

- イノベーションの担い手たるスタートアップへの我が国のリスクマネー供給は、コロナ禍による影響を受けつつも増加傾向が続き、資金供給量、IPO数、ユニコーン企業数ともにリーマンショック以降堅調な拡大傾向が見られる
- しかし、海外諸国においてはGAFAM・BATHといったスタートアップ発の巨大企業群が経済を牽引し、それを追いかける成長企業も次々と台頭。各国のスタートアップの成長スピードは年々加速しており、我が国との差が更に拡大する懸念がある
- 我が国では「大きく成長するスタートアップ」が未だ少ないことが経済政策上の大きな課題とされ、特に、スタートアップのIPOの規模が小さい、IPO後に成長できていないという問題がその数ある要因の一つとされている。

■ 本調査の目的

- 本事業においては、スモールキャップIPOやIPO後の成長停止の理由について検討する
- また、「大きなIPOを目指す、IPO後も成長することを目指すスタートアップのCEO・CFOが知っておくべきこと」をガイダンスという形で整理する
- また、IPO前後における多様なスタートアップの成長に向けた課題を整理する

本調査研究はPre-IPO～Post-IPOのファイナンスの現状/課題を整理。

- 本調査研究での活動結果を下記のように取りまとめている

課題解決の主体	現状/課題			適正化の方針
	Pre-IPO	IPO	Post-IPO	
発行体	ガイドンスにて整理			
機関投資家/VC/ 金融機関/行政	本報告書「事業内容」、本報告書「今後の検討に向けた論点」にて整理			

現状・課題を文献調査、有識者インタビューにより明らかにした。また、セカンダリー取引の現状・課題を文献調査、有識者インタビューにより明らかにした

	項目	調査項目	実施方法
①レイター期のファイナンスの大規模化に向けた調査	機関投資家からVCファンドへのLP投資の現状と課題	- 日本における現状の投資状況 - 日本における現状の課題	- 文献調査 - データベース分析 - 有識者インタビュー（国内SUに投資するVC・PEファンド）
	非上場SU企業へのクロスオーバー投資家の現状と課題	- 日本における現状の投資状況 - 日本における現状の課題	- 文献調査 - データベース分析 - 有識者インタビュー（国内SUに投資するVC・PEファンド、クロスオーバー投資家から調達したSU企業）
②ディープテック系SU等へのファイナンス拡大に向けた非上場株式のセカンダリー取引の調査	米国OTC・非上場株式オンラインプラットフォーム・グレーマーケット（※）が非上場期間の長期化に与える影響	- 米国OTC、オンラインプラットフォーム、グレーマーケットの現状 - 米国における非上場期間の現状 - 非上場株式取引との非上場期間の関係性	- 文献調査 - 有識者インタビュー（専門家インタビュー）
	（※）がSUの資金調達額に与える影響	- 米国のスタートアップ企業の資金調達額 - 非上場株式取引と資金調達額の関係性	- 文献調査 - 有識者インタビュー（専門家インタビュー）
	（※）が機関投資家の参入機会に与える影響	- 米国のスタートアップ企業の資金調達額の現状 - 非上場株式取引と機関投資家の参入機会の関係性	- 文献調査 - 有識者インタビュー（海外VC・PEファンド）
	非上場株式のセカンダリー取引等に係る現状と課題	日本のセカンダリー取引に関する現状	文献調査

現状・課題を文献調査、有識者インタビューにより明らかにしたうえで、改善の方策仮説を研究会で議論した

	項目	調査項目	実施方法
①IPO時の公開価格設定・株式配分に係る国内外の現状及び我が国における適切な運用に向けた方針	国内外（主に日本、米国）の現状	- 日本、米国におけるIPO事例 - IPO後の価格情報（株価騰落率など）	- 文献調査、統計調査 - 有識者インタビュー（国内SUに投資するVC・PEファンド）
	個別テーマに関する深堀・検証	- プレ・ヒアリングの在り方 - コーナーストーン投資家制度、親引け制度の在り方 - BB結果に即した公開価格設定 - 修正入札方式によるIPOの活用 - 公募を伴うダイレクトリスティングの活用	- 文献調査 - 有識者インタビュー（国内SUに投資するVC・PEファンド、クロスオーバー投資家から調達したSU企業）
②未開拓分野のスタートアップがIPOを通じて適切なファイナンスを実施できるよう、革新的なビジネスモデルを有するスタートアップやESG投資等の観点から優位性を有するスタートアップの企業価値評価及びIRの在り方	企業価値評価の在り方	- 海外SUにおける企業価値評価の事例（Value-based pricingの実例など） - 脱炭素社会への移行に資する技術・ノウハウを有するSUの企業価値評価事例	- 文献調査 - 有識者インタビュー（海外ディープテック領域のSUを対象とした企業価値評価を経験しているVC等）
	IRの在り方	- 革新的なビジネスモデルを有する企業に対し、投資家からのbuy-inを促すためのポイント - 国内外SUの成功事例	- 文献調査 - 有識者インタビュー（上場したSUのIR担当など）

現状・課題を文献調査、有識者インタビューにより明らかにした

	項目	調査項目	実施方法
①資本政策・IR戦略の在り方	上場SU企業における資本政策・IR戦略の現状	- 資金調達手法及びその活用状況の現状整理 - 情報開示や対話に係る実態	- 文献調査 - 有識者インタビュー（上場SU企業、機関投資家）
	上場SU企業における資本政策・IR戦略の適正化に向けた方針	- 上場SU企業における資金調達、対投資家コミュニケーションのベストプラクティス - IR戦略の考え方、コミュニケーション・開示内容の考え方	- 文献調査 - 有識者インタビュー（上場SU企業、機関投資家）
②新株予約権型ファイナンス等の新たな資金調達手段	新たな資金調達手段の現状	- 国内における各資金調達手段の活用状況整理 - 特に新株予約権型ファイナンスの実際の活用事例と活用のポイント - メリット/デメリットの評価	- 文献調査 - 有識者インタビュー（上場SU企業、機関投資家、専門家インタビュー）
	上記を踏まえた今後の方向性検討	新たな資金調達手段による資金調達の好事例とベストプラクティス	同上
③M&A実施のための公募増資	M&A実施のための公募増資の現状及び適正化の方針	- 国内における当該調達事例の整理 - 成長投資に向けた資金調達確保（含むM&A実施）のポイント	- 文献調査 - 有識者インタビュー（上場SU企業、機関投資家、専門家インタビュー）

1. はじめに

2. 事業内容

- Pre-IPOファイナンスに係る調査・検討
- IPOファイナンスに係る調査・検討
- Post-IPOファイナンスに係る調査・検討
- ガイドンスの作成
- 研究会の実施

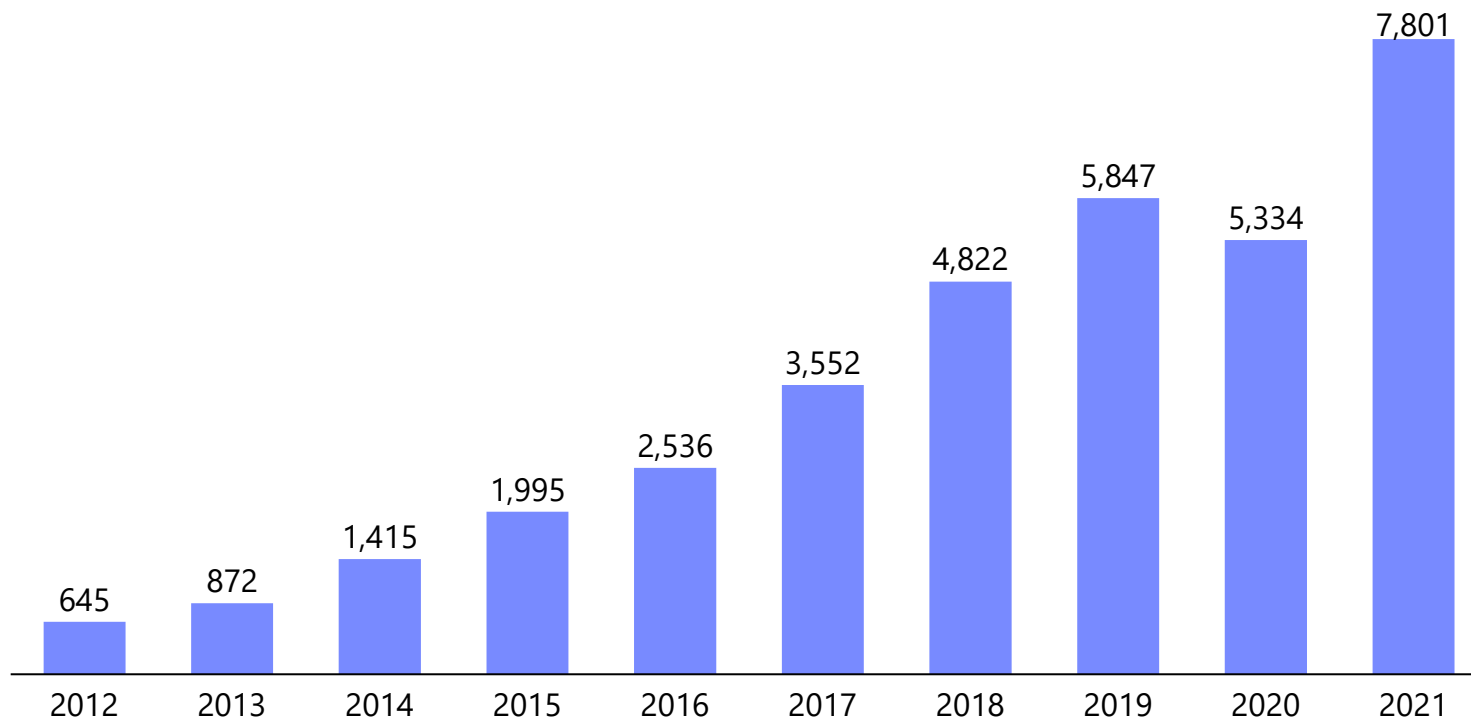
3. 今後の検討に向けた論点

(1)-① レイター期ファイナンスの現状

スタートアップに対するリスクマネー供給は、コロナ禍による影響を受けつつも増加傾向

日本スタートアップの資金調達額

単位：億円



スタートアップの定義（INITIALより）

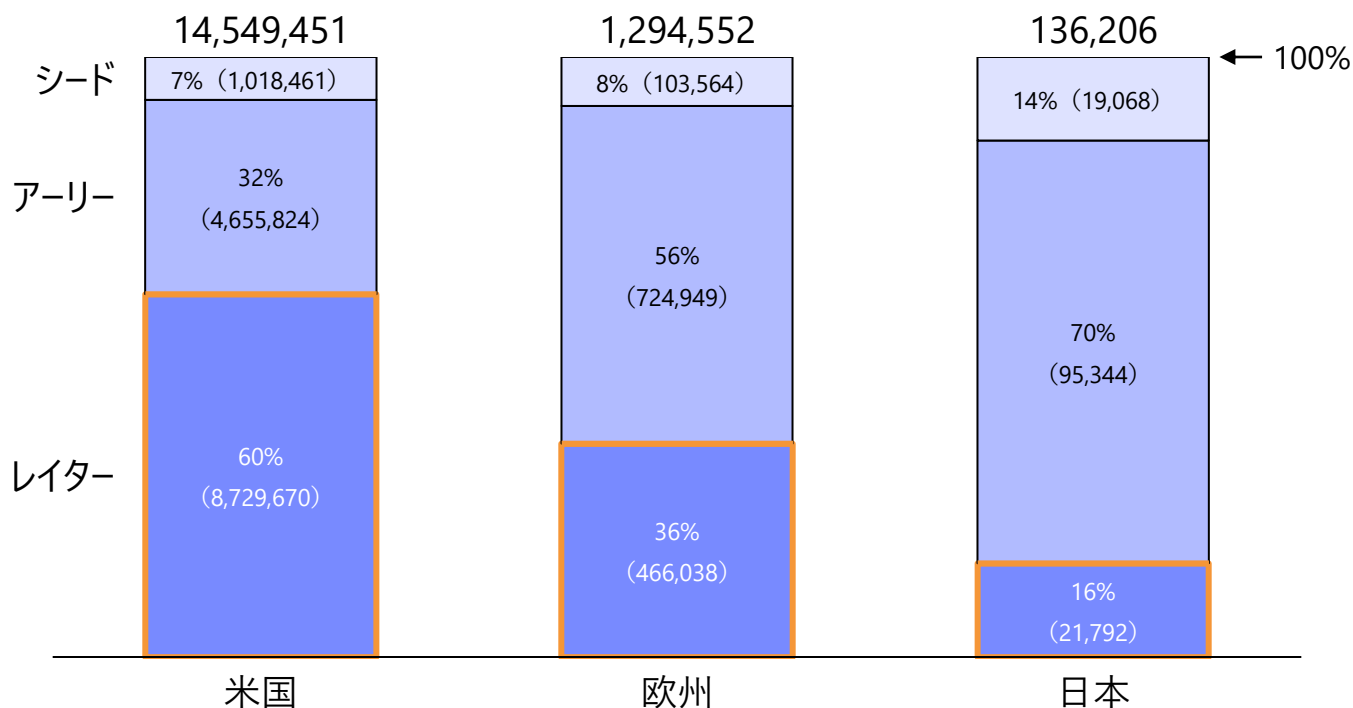
- ・ 日本国内の未公開企業（外国人が起業した国内の会社および日本人が起業した海外の会社を含む）。
- ・ ユニークなテクノロジーや製品・サービス、ビジネスモデルをもち、事業成長のための投資を行い、事業成長拡大に取り組んでいる企業。
- ・ これまでの世界（生活、社会、経済モデル、テクノロジーなど）を覆し、新たな世界への変革にチャレンジする企業。
- ・ その他、INITIAL が対象と判断した企業。

出所）INITIAL「Japan Startup Finance 2021」よりNRI作成

(1)-① レイター期ファイナンスの現状

その中で、VCによるレイター期への資金拠出割合が海外と比べると小さい。各ステージにおける資金量が少ない中、特にレイター期に大規模な資金調達をVCから実施できていないことが推察される

米国、欧州、日本におけるステージ別のベンチャーキャピタル投資額（2019年/単位：百万円）



備考)

- 各地域グラフ上段の数字はVCの投資金額（1USD = 109.05円、1EUR = 122.07円で換算）
- 日本は日本国内のVC及び投資事業組合による日本国内投資先の数字、投資先ステージが不明である120,950百万円は除く
- また、日本のアーリー期は出所の分類のうち「アーリー」・「エクспанション」期を合計した値
- 欧州は、欧州内のベンチャー企業への投資額であり、欧州外からの投資も含む

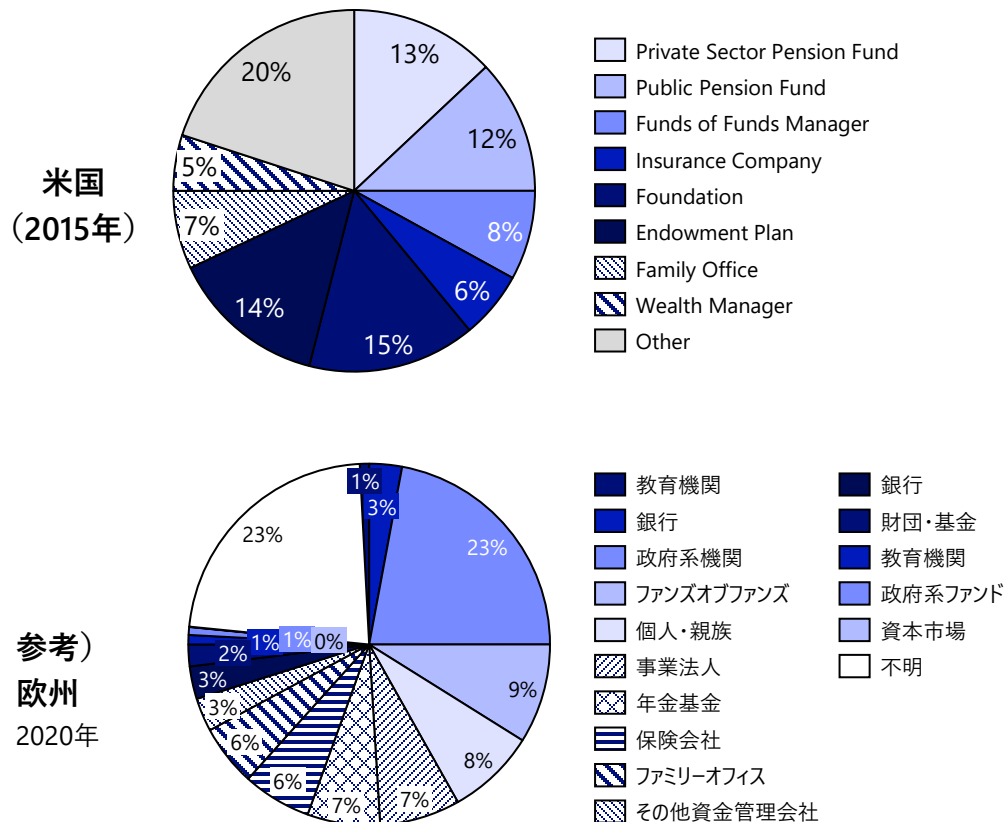
出所）日本：一般財団法人「ベンチャー白書2020」 米国：NVCA「YEARBOOK 2020」 欧州：Investing in Europe「Private EQUITY ACTIVITY 2019」

(1)-① レイター期ファイナンスの現状

米国ではVC投資機関投資家のうち年金基金が大きな出資割合を占める。他方、日本では事業会社/金融機関の資金拠出が主で、年金基金はほぼ資金拠出していない状況

米国、欧州におけるVCの出資者構成比率

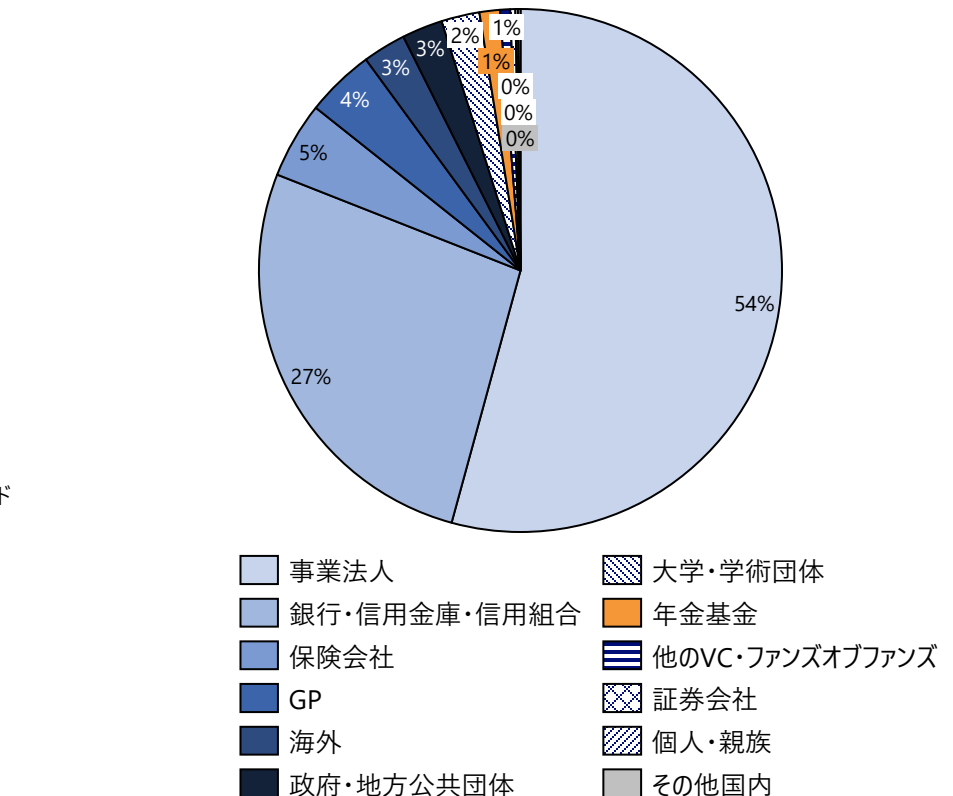
米国ではVC投資のうち、機関投資家のうち年金基金が大きな出資割合を占める



日本におけるVCの出資者構成比率

日本では機関投資家からの資金拠出はあるものの、主に銀行・保険会社等の金融機関が主で、年金基金からの資金拠出はほぼないと推定される

2020/4～2021/3に新規に組成された投資事業組合の出資者比率
非開示分を除いた割合



(1)-① レイター期ファイナンスの現状

年金基金の大型LPとしてのポテンシャルは大きい。期待値は高い一方で、足元での未公開株へのポートフォリオアロケーションはごく微小

日本の主要アセットオーナーの運用残高

年金運用残高合計の約400兆円のうち、GPIFは160兆円近い運用残高を誇る。他にも運用残高の大きい年金基金は複数あり、ポテンシャルは大きい

注記がないものは2019年末時点

アセットオーナー	分類	百万USD
年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）	年金基金	1,555,550
日本生命	生命保険	688,267*
第一生命	生命保険	508,603
明治安田生命	生命保険	352,593
信金中央金庫	銀行・信用金庫・信用組合	351,954
住友生命	生命保険	302,726
地方公務員共済組合連合会	年金基金	224,006
...		
全国市町村職員共済組合連合会	年金基金	109,053
国会公務員共済組合連合会	年金基金	90,090**

*2019年3月末時点 **2020年3月末点

出所) TAI「Global top 300 pension funds Joint study with Pensions & Investments September 2020」、TAI「The world's largest asset managers – 2020」

日本の年金基金のVC投資に関する動向

その中で、年金基金からVCへの資金拠出の期待は高まるものの、現状では未公開株へのアロケーション比率は0.3%程度にとどまる

現状

年金運用資産額（2019年）	400兆円
オルタナティブ資産へのアロケーション比率	1.0%
未公開株式へのアロケーション比率	30%
未公開株式資産総額	1.2兆円

出所) ユニゾンキャピタル 2021年5月推計

今後への期待

“運用額の大きな年金基金のようなファンドからVCという資産クラスに本格的に資金アロケーションが始まる。日本ベンチャーキャピタル協会を中心にして、日本の関係者らは、その準備を何年も続けて来ています。”

出所) Coral Capital

(1)-① レイター期ファイナンスの課題

未上場株プライマリー市場の資金調達の適正化に向けた課題は下記の通り。

レイター期スタートアップの資金調達に係る課題仮説（プライマリーでの課題）

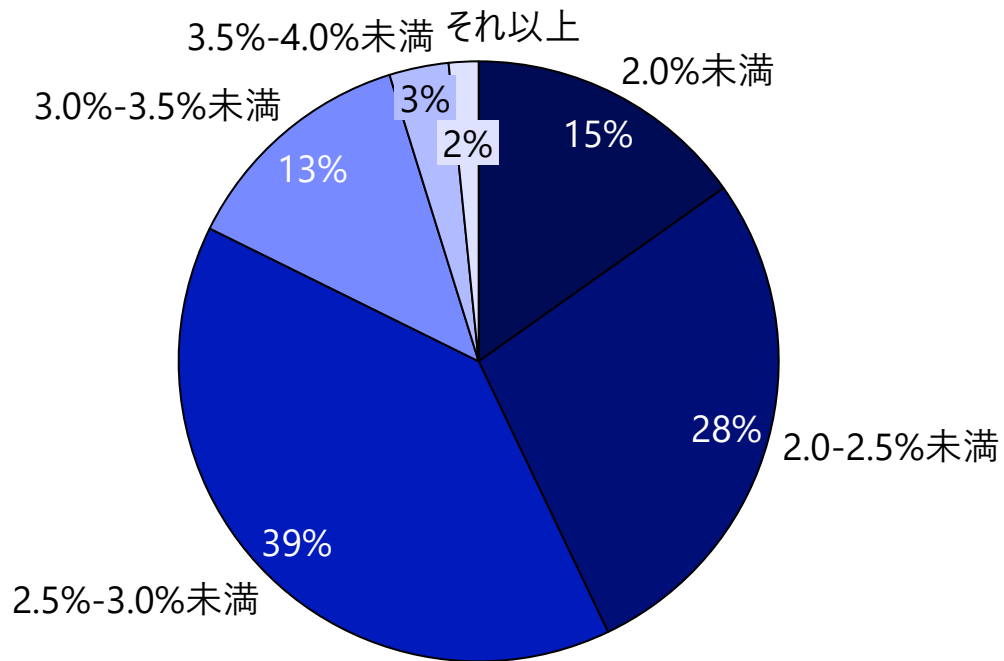
主体	課題		分類
機関投資家	投資戦略策定	アセットクラスが分断されクロスオーバー投資ができない	クロスオーバー投資の拡大
	リターン設定	目標リターンが低く、VCへの投資インセンティブが低い	資金調達環境全体の適正化
	目利き	多くの国内年金基金ではスタートアップ/VCの目利きが難しい	資金調達環境全体の適正化
VC/クロスオーバー投資家	ファンドサイズ設定	国内VCファンドの規模が小さいため、機関投資家の投資対象となりづらい	資金調達環境全体の適正化
	会計基準設定	国際標準とは異なるファンド価値評価基準を使用している	資金調達環境全体の適正化
	運営体制整備	機関投資家の投資対象となりうる運営体制の整った国内VCが少ない	資金調達環境全体の適正化
	クロスオーバーの投資能力	特に日本にはクロスオーバー投資家の担い手が少ない	クロスオーバー投資の拡大
	目利き	（機関投資家と同様）	資金調達環境全体の適正化
発行体	ガイダンスにて整理		

(1)-① レイター期ファイナンスの課題

【リターン設定】年金基金の予定利率は概ね2.5%程度。ベンチャー投資等でリスクを取りリターンを得ることのインセンティブが薄いことが想定される

年金基金の予定利率

企業年金は約2.5%程度の予定利率で運用



出所) 企業年金連合会「企業年金実態調査 結果と解説 (2017年度)」

企業年金の目標リターン

企業年金は予定利率下げる方向に動いており、未知の運用であるVC・PE投資に取り組むインセンティブは薄い

日本の企業年金

“積み立て不足に対して、日本企業の多くは予定利率を引き下げ、リスクを取らないという「全体のパイ」を小さくするという対応をした

 年金アドバイザー

“企業年金は目標リターンが低く、積立超過の状況では、あえて馴染みの薄いVC・PE投資に取り組むインセンティブが低い

 金融庁 市場制度WG 関係者ヒアリング

(参考) 米国の企業年金

“米国では年金マネージャーがリターンを競って日々投資分野や投資アプローチを研究し、勢いのあるファンドプレーヤーを探している。

 年金アドバイザー

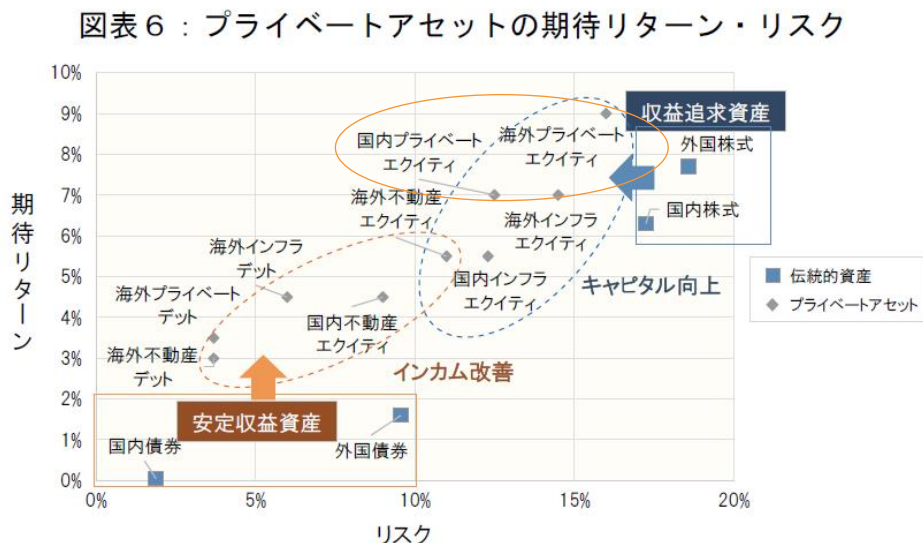
出所) MERCURIA INVESTMENT、金融庁 市場制度WG

(1)-① レイター期ファイナンスの課題

【リターン設定】オルタナティブ投資の中でも特にベンチャーキャピタルはリスク/リターンが大きく、オルタナティブ資産として足元選ばれていないのが現状

アセットクラス間でのリターン/リスク比較

オルタナティブ投資の中でもプライベートエクイティのリスク/リターンは大きい



(出所) 三菱UFJ信託銀行作成。期待リターン、リスクは弊社中期見通しに基づき算出

プライベートエクイティファンドのリスク/リターン

さらに、ベンチャーキャピタルは特に期待リターンが高く、年金基金にとって選びづらい状況も想定される

運用戦略	概要	期待リターン
ベンチャーキャピタル	新規市場創造において急成長が見込まれる企業に投資	25%
グロース	企業拡大のための成長資金を提供	20%
バイアウト	成熟企業の経営権を獲得し、緊密な経営支援によって企業価値を向上	20%
企業再生	株式・債券を取得後、企業への経営体制強化・財務健全化等によって企業再生・価値向上	10-20%

出所) 三菱UFJ信託銀行「年金運用におけるオルタナティブ資産のポートフォリオ管理高度化」

出所) 三菱UFJ信託銀行「プライベート・エクイティと日本市場」

(1)-① レイター期ファイナンスの課題

【目利き】企業価値評価が確立していないSUへのハードルを下げるため、英国では官民ファンドで民間出資を補填

- 英国では政府がファンドを組成して、資金需要が高いがファンドレイズしづらいと言われている企業への救済措置として運用している
- 外部から評価されづらい企業に対し、政府の「お墨付き」を与えることで投資マネーを調達しやすくすることが狙い

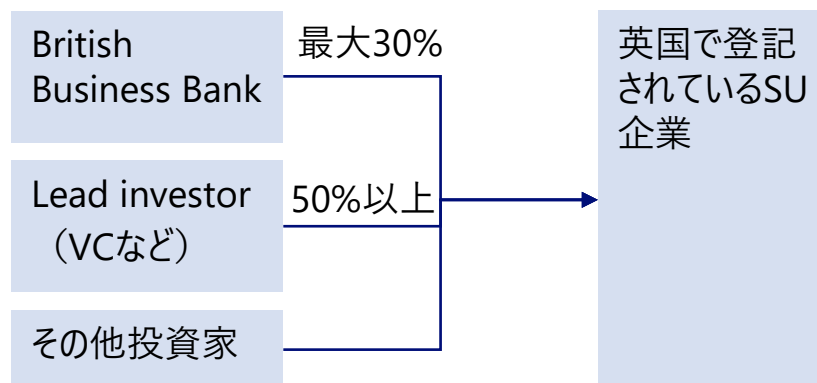
Future Fund: Breakthroughの概要

概要

- 民間投資家との共同出資が前提
- 調達額が総額で£30m以上
- ファンドレイズへの参加比率は最大30%
- スキームはBritish Business Bankが運用（英国政府の、中小企業支援窓口）
- ファンドへの申請は発行体ではなく、lead investorが行う
- 総額で£1.25blnを当該ファンドより出資予定

出資を受けるSU企業の要件

- 英国で登記されている
- 従業員と研究員の半数以上が英国を拠点としている
- 過去5年間で£5 million 以上のequity investmentを確保している
- 英国で一定規模以上のR&Dを行っている



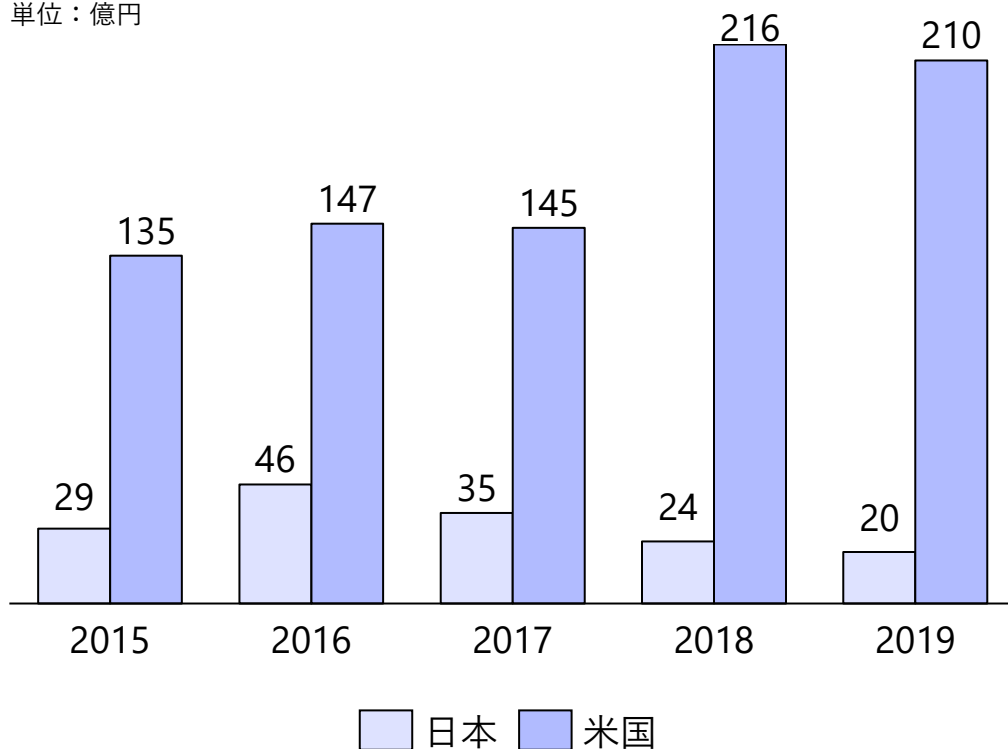
(1)-① レイター期ファイナンスの課題

【ファンドサイズ設定】国内VCファンドの規模が小さすぎるため、投資対象となりづらい

ベンチャーキャピタルの平均ファンド規模（日本・米国）

米国と比してVCファンド規模が非常に小さく、運用額の大きいAOにとって収益性のある投資対象となりづらい

単位：億円



“

課題はVCファンドの規模。
年金基金等の巨大機関投資家にとって1件10億円以下の投資だと小さ過ぎ、10億円単位で投資できる100億円超のファンドは日本には数えるほどしかなく、規模が小さいためにVC投資が小さくなっている。



VC担当者

備考) 為替レートは1USD=113JPY

出所) 日本：一般財団法人「ベンチャー白書2020」 米国：NVCA「YEARBOOK 2020」

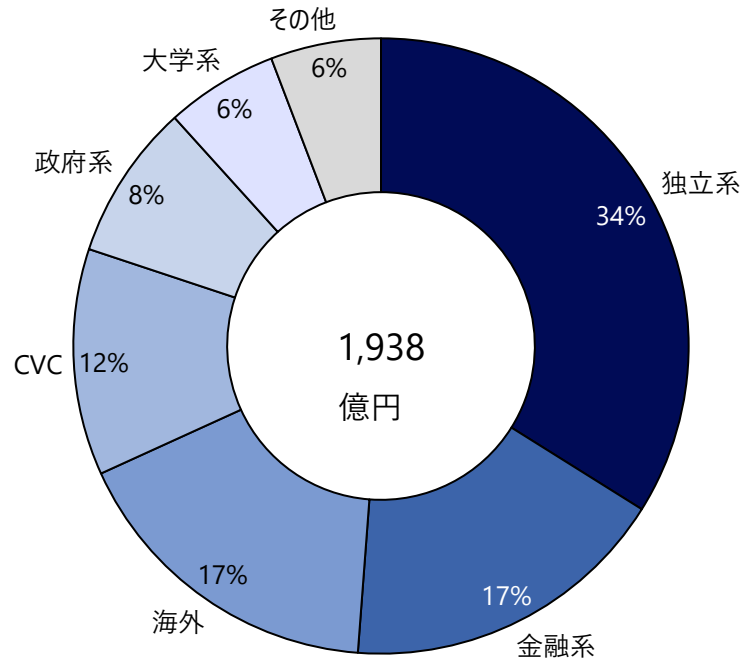
出所) 金融資本市場のあり方に関する産官学フォーラム「イノベーションとベンチャーファイナンスの現状と課題」

(1)-① レイター期ファイナンスの課題

【運営体制整備】日本は専門VCが相対的に少ない。また、その質もまばらとされており、機関投資家として投資しづらい状況にある

VC属性別の投資割合（金額ベース・2020年）

日本は独立系のVCが金融機関等事業会社の子会社VCに比べて少ない



独立系VCの運営体制

さらに独立系VCでも機関投資家からの出資を受け入れることのできる運営体制をもったプレイヤーばかりではないのが現状

“

独立系VCの案件発掘力、経営支援能力、資金調達力にはばらつきがあり、機関投資家の投資対象となり得る運営体制の整ったVCは少数にとどまる。”

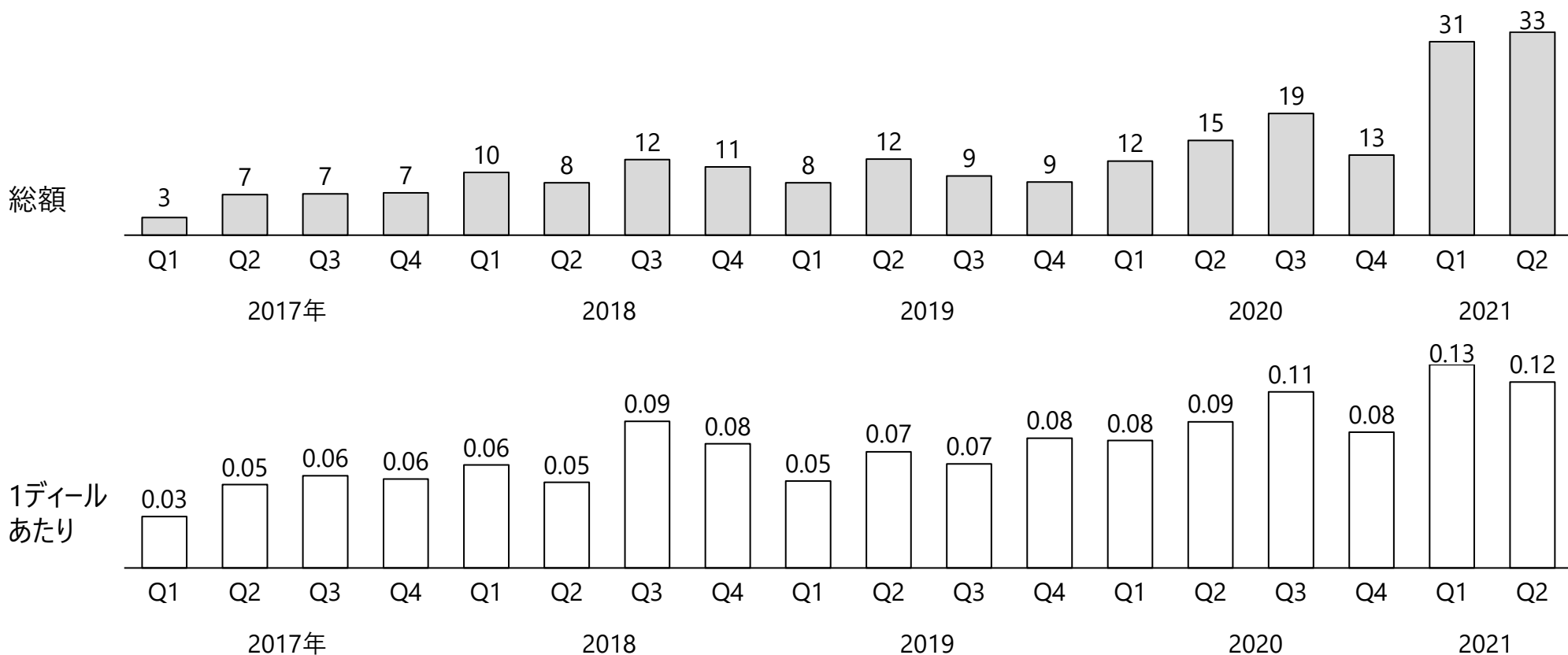
出所）金融庁 市場制度WG 関係者ヒアリング

【クロスオーバー投資】世界的には、クロスオーバー投資家の存在感が増している

- 他方でIPO後のバリューアップに目を付けている、いわゆるクロスオーバー投資家も台頭している

クロスオーバー投資家による、VC投資案件の参加状況（十億USD）

本ページのクロスオーバー投資家は、従来であれば
ミューチュアルファンドなど上場有価証券の長期保有を
主に行ってきている投資家と定義している



(1)-① レイター期ファイナンスの課題

【クロスオーバー投資】クロスオーバー投資は日本でも浸透しつつある。
他方、クロスオーバー投資家のディープテック分野企業への資金拠出は少ない

クロスオーバー投資家を受け入れている企業（2021年の資金調達の一部）

企業	資金調達	クロスオーバー投資家	業種
SmartHR	シリーズD	Sequoia Capital 等	SaaS
Paidy	シリーズD	Tybourne Capital 等	Fintech
ユニファ	シリーズD	Minerva Growth Partners 等	DX（保育）
タイミー	シリーズD	シニフィアン	アルバイトマッチングPfer
アイ・グリッド・ソリューション	-	シニフィアン	環境関連
アストロスケールホールディングス	シリーズF	シニフィアン	宇宙

アストロスケールホールディングスのシリーズFにおける資金調達

企業名	アストロスケールホールディングス
設立年	2013年5月
企業価値評価額	774億円（2020.10時点）
事業概要	スペース・デブリの除去技術の開発およびサービスの提供
調達日	2021年11月25日
ラウンド	シリーズF
調達額	約124億円
投資家	シニフィアン株式会社、日本グロースキャピタル投資法人、アクサ生命保険等
資金調達の目的	2030年までに軌道上サービスの定常化を目指す計画の推進

“

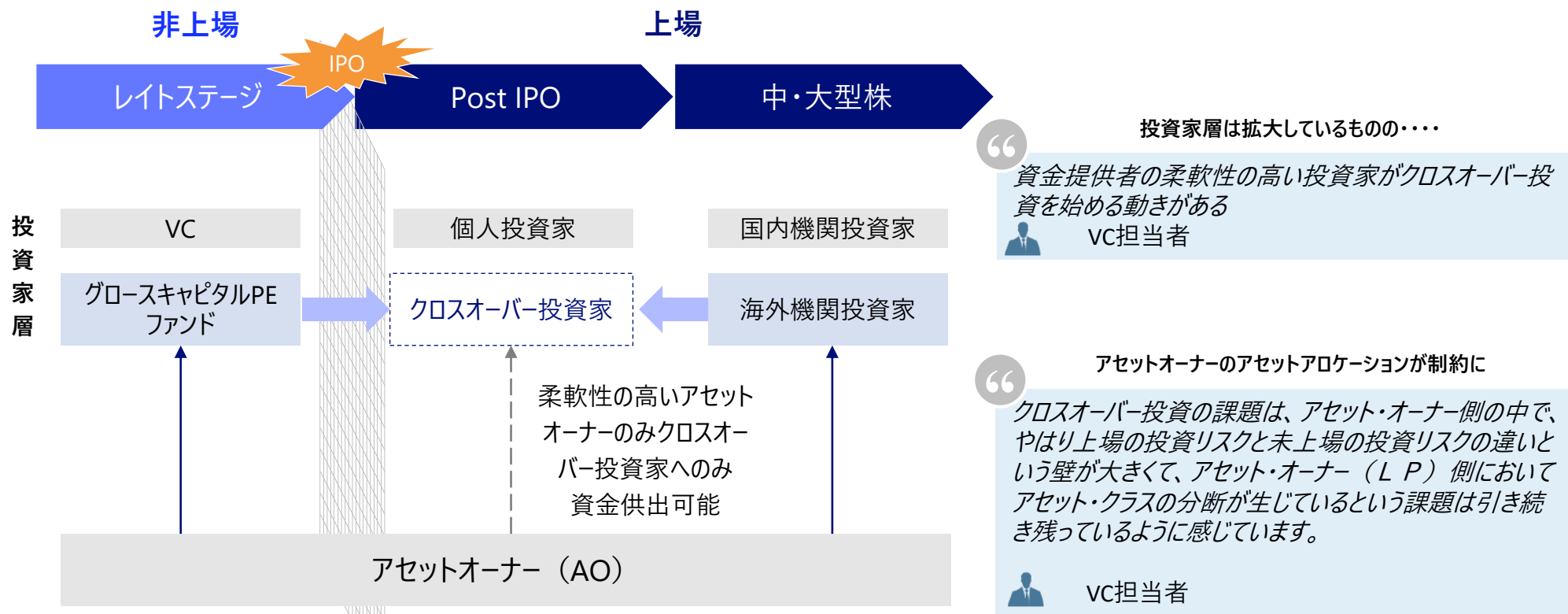
ディープテック企業は正しく技術を理解すれば、決して特殊ではない。
本当に難しいのはその先の社会実装、ビジネス化。
社会実装に向けて必要なアクションを、経営者と投資家が目線を揃えて
取り組むことができれば、本格的な社会価値創造ができる時代が近づく

(1)-① レイター期ファイナンスの課題

【クロスオーバー投資 | 投資戦略策定】クロスオーバー投資は、アセットオーナーの中で上場/非上場のアセットクラスが分断されている状況では選ばれづらいことが課題として指摘されている

スタートアップの投資家層の拡大と、アセットオーナーのアセットアロケーションによる制約

アセットオーナー（AO）内で上場/非上場でアセットクラスが分断しており、柔軟性の高いAOのみがクロスオーバー投資可能



(1)-① レイター期ファイナンスの課題

【クロスオーバー投資 | クロスオーバーの投資能力】 Sequoia capitalのオープンエンド型VCが登場。日本においてはSequoiaのようなVCの担い手登場が課題

Sequoia capitalのオープンエンド型VCのメリット

LP投資家

- 2年間のロックアップ期間以降は、GPに年2回償還を請求可能
- 自社の運用戦略に合わせて、サブファンドへの投資アロケーションを規定できる

VC (Sequoia)

- 上場後に上昇する企業価値からリターンを獲得することができる

スタートアップ

- 長期的かつ安定的な株主を確保することができる
- 成長投資、IPO等の企業の戦略の柔軟性が高まる

オープンエンド型VCに必要な要件（仮説）

運営者の
圧倒的な
トラックレコード

LP投資家に解約されないためには、強力な信頼関係が必要であり、その裏付けには圧倒的なトラックレコードが必要となる

資金を
預かり続ける
運営者の体力

ファンドが半永続的に続くことから、資金を預かり続ける体力が必要となる

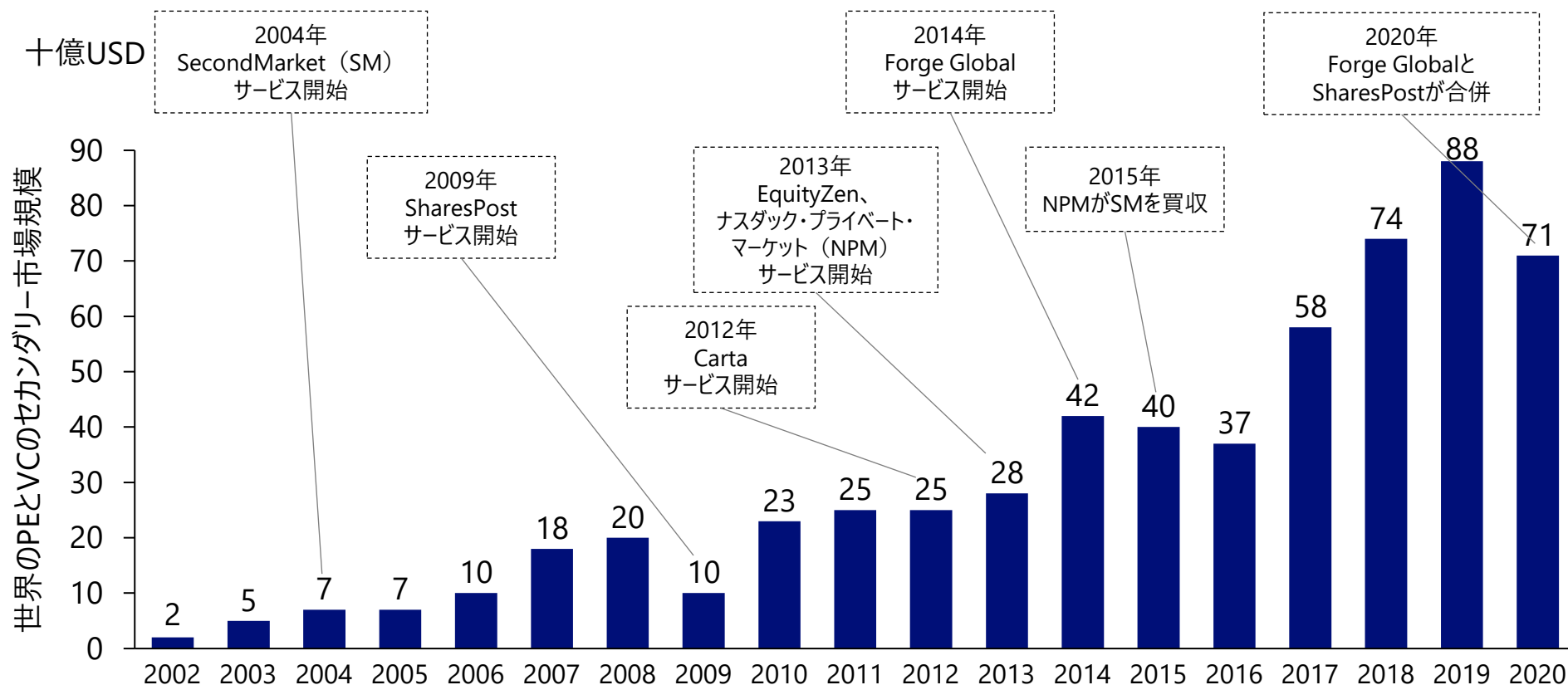
他のVCとは
異なる価値軸

長い時間軸でスタートアップに投資しつづけることの価値を訴求する必要がある

(1)-② セカンダリー取引の現状

世界規模では、2015年以降急激にセカンダリー取引の市場規模が増加

セカンダリー市場規模と取引プラットフォームの変遷

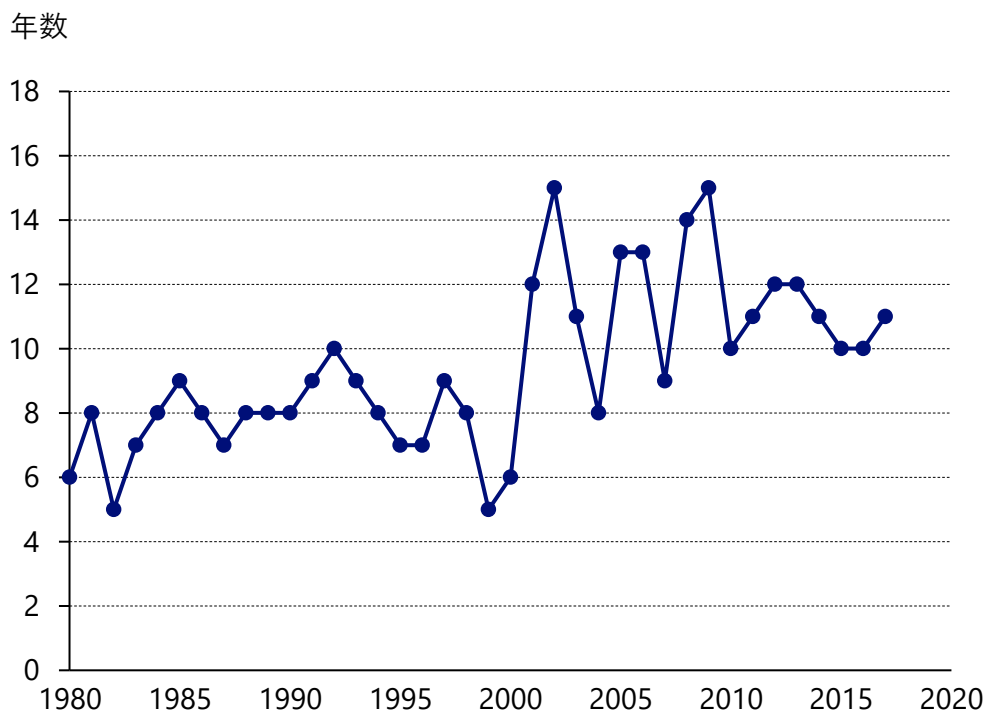


出所) Greenspring Associates「The Rise of the Venture Secondary Market」、公開情報よりNRI作成

(1)-② セカンダリー取引の現状 | 米国の状況

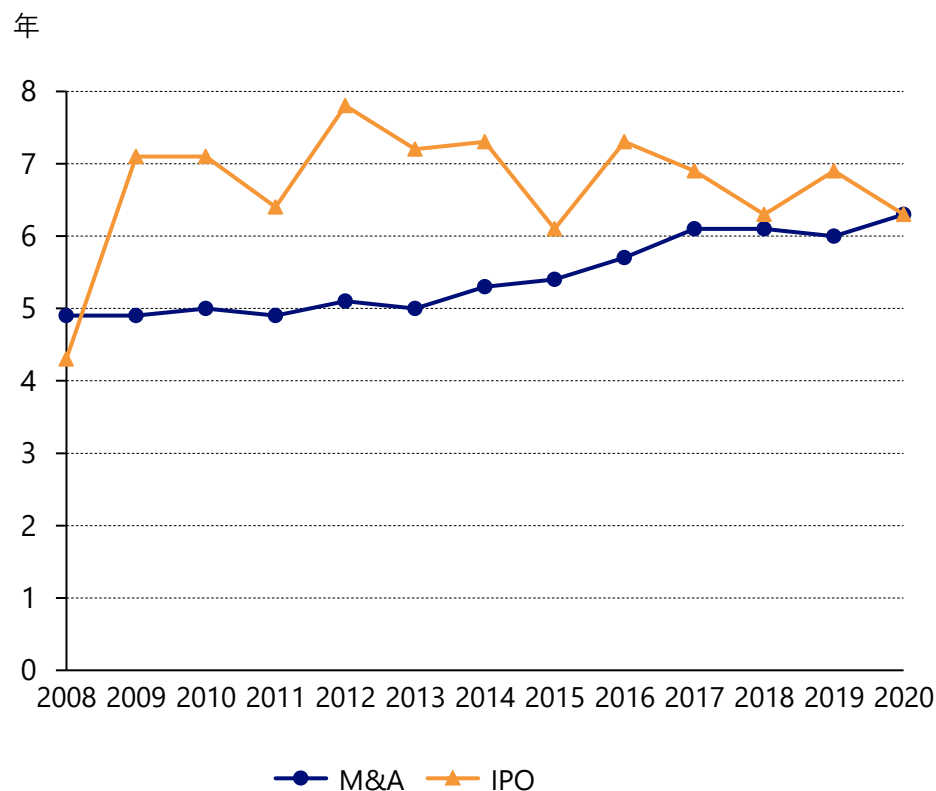
米国ではスタートアップの非上場期間の長期化に伴い、ファンドがExitまでに要する期間も増加している

創業からIPOまでに要した平均期間の推移



注) ADR、クローズエンドファンド、REIT、銀行株等を除く

最初に投資したVCがExitするまでに要した平均期間の推移 (Exit方法別)

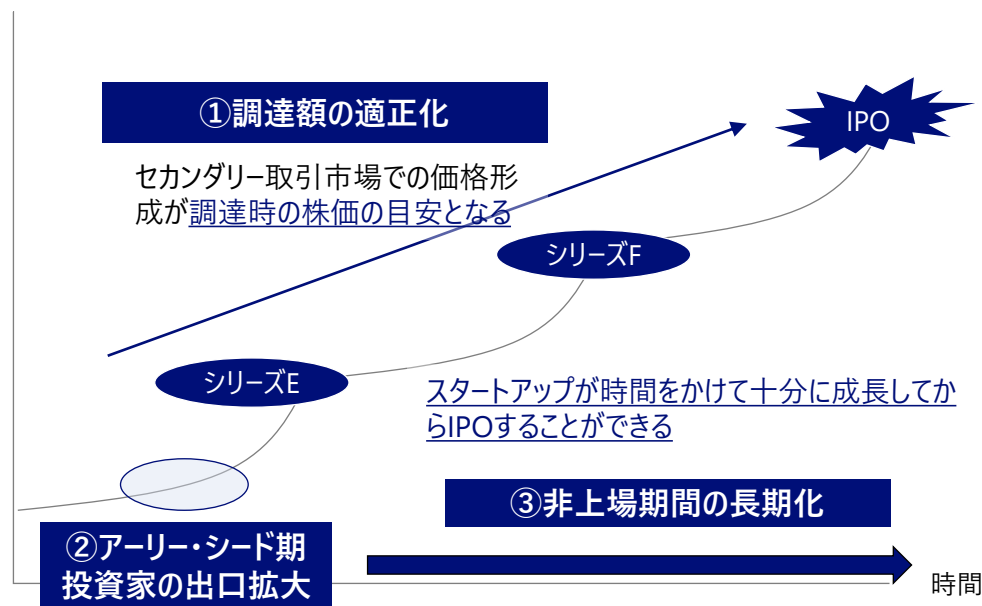


(1)-② セカンダリー取引の現状 | 米国の状況

発行体にとってのセカンダリー取引の現状ニース仮説は下記。米国ではセカンダリー取引が発行体のそれぞれのニーズに対して応えているかどうか、肯定/否定双方の見解が存在している

発行体にとってのニース仮説

企業価値
評価額



創業者がExitしやすくなることで、連続的な起業がしやすくなる、アーリー・シード期VCの出口が増えることとなり、アーリー・シード期の投資家層が厚くなる

備考) シリーズや評価額はイメージ

出所) METI「ユニコーン創出に資する中小企業・スタートアップの海外展開 及び資本政策のあり方に関する調査事業」
佐賀卓雄「アメリカにおける非公開株式流通市場（セカンダリー・マーケット）について」、有識者インタビュー

米国の状況

① 調達額の適正化

(肯定する見解)

- セカンダリー市場が活性化している副次効果として、IPOでの価格形成が容易になったと言える。
- セカンダリー市場で取引されていたことによって、IPO時に一定の指標の役割を果たしている。

(否定する見解)

- 他方でWeWorkやBlueApronのように、バリュエーションが高騰している企業も存在し、そういった企業ではセカンダリー市場での評価は過信できない。

② アーリー・シード期投資家の出口拡大

(肯定する見解)

- Exit手段を担保する非上場のセカンダリー取引は、VCにとっては必須。
- 保有株を売却して別のスタートアップへの投資に回したいエンゼル投資家やアーリー期VCが、米国セカンダリー市場を利用している

③ 非上場期間の長期化

(肯定する見解)

- セカンダリー取引拡大により非上場期間の資金の出し手が増加し、IPOニーズを低下させた可能性

(否定する見解)

- 一方で、セカンダリー取引環境の整備ではなく、規制強化によってIPO・上場維持のコストが増し、IPOを避ける企業が増加したとの指摘も存在

(1)-② セカンダリー取引の現状 | 米国の状況

米国では未上場株のセカンダリー取引を行う場として以下が挙げられる

米国の主要な非上場株取引市場

大分類	概要	運営主体	運営主体のライセンス	取引市場・プラットフォームの特徴
OTC マーケット	民間のOTC市場で、上場のためのステップアップ市場であるとともに、上場廃止企業の受け皿でもある	OTCリンクLLC（OTCマーケット・グループの100%子会社）	OTCマーケットの銘柄はOTCリンクが運営する「OTCリンクATS」と「OTCリンクECN」という2つの気配表示システムにおいて取引されている。どちらも、代替取引システム*として、SEC**及びFINRAの規制・監督下にある	ハイリスク、ハイリターン銘柄が潜んでいて一攫千金のチャンスを狙いに行ける場
グレーマーケット	上記に登録されていない株式が流通している市場	なし	運営主体はないが、ブローカー・ディーラーがグレーマーケット銘柄の約定結果を、自主規制機関であるFINRAに報告している	流動性が低く、企業の情報開示が限定的なことから、極めてハイリスクな場
非上場株式取引プラットフォーム	主にIPO前の企業の株式が取引されるオンラインプラットフォーム	• Equity Zen • Forge Global • NASDAQ Private Market など	SEC**に登録されたブローカー・ディーラーおよび代替的取引システム*であり、FINRA/SIPCのメンバー企業が運営	投資家自ら企業情報を調べた上で、未上場SUの株式等を売買する。購入したいSU銘柄に応じて運営者を使い分ける
株式クラウドファンディング	主にプライマリーでの資金調達プラットフォーム	• Wefunder • StartEngine • Republicなどのオンラインプラットフォーム	RegCFによると、オンライン・プラットフォームは、SEC**が監督するブローカー・ディーラーまたはファンディング・ポータルによって運営されているものであることを規定	投資家自身の関心が高かったり、成長見通しの高いSUや零細企業への初期投資のための場

* 通称ATS（Alternative Trading System）。証券取引所と同等の機能を有しながら、利用者への規制・監督機能を持たない。

**米国証券取引委員会（Securities and Exchange Commission）

備考）上記とは別に、州内のみで取引される株式を取り扱う店頭市場（通称：ローカル・ストック・マーケット）が存在する

(1)-② セカンダリー取引の現状 |米国の状況 OTCマーケット/グレーマーケット

米国店頭市場の類型

- 米国では、未上場株式が店頭市場(OTC)で取引されている。連邦レベルの未上場株式を取り扱う店頭市場(OTC 株式市場)であって、運営者のいる組織化された市場(店頭登録市場)としてOTC Markets が運営されている。
- その他の州際の店頭市場はグレー・マーケットと呼ばれる。

未上場株式が取引されている店頭市場

大項目	中項目	OTC マーケッツ： OTCQX	OTC マーケッツ： OTCQB	OTC マーケッツ： ピンク・オープン・マーケット	グレーマーケット
取引規模	取引規模（2021年・十億USD）	230.76	35.85	447.23	OTCマーケットと比較して微小**
	投資家要件	一般投資家も参加可能	一般投資家も参加可能	一般投資家も参加可能	グレーマーケットを運営する証券会社が決定
	投資家数	不明	不明	不明	不明
	機関投資家の参入状況	不明	不明	ほぼ個人投資家が売買している*	不明
銘柄	銘柄数（2022年3月時点） <うち、米国企業の普通株及び優先株>	621銘柄 <157銘柄>	1,262銘柄 <397銘柄>	10,074銘柄 <1,902銘柄>	5,000程度*** <2,004銘柄>
	代表的な銘柄 (過去1年分の売買高より)	ZION OIL & GAS INC Grayscale Bitcoin Trust	Netlist Inc. CytoDyn Inc	BOON INDUSTRIES INC GNCC CAPITAL INC	AFFINITY BEVERAGE GROUP BLUE SPHERE CORP
差別化要因		OTCQXに区分される企業はOTCの中でも優良企業で、NASDAQへの登竜門と言われている	OTCQBに区分される企業は、Pink Open MarketとOTCQXの間の成長銘柄として位置づけられている	上場廃止銘柄が登録される市場区分として知られている	売買気配が公表されていない銘柄で、証券会社が相対で取引

* 2021年9月28日、証券取引委員会（SEC）がブローカーディーラーによる気配表示を規制する15c2-11を改正し、財務情報等を入手できない非上場株の売買気配公表が禁じられた。結果、Pink Open Markets区分とされていた2,075銘柄の売買気配表示が停止され、個人投資家による新たな買い付けが不可能になった

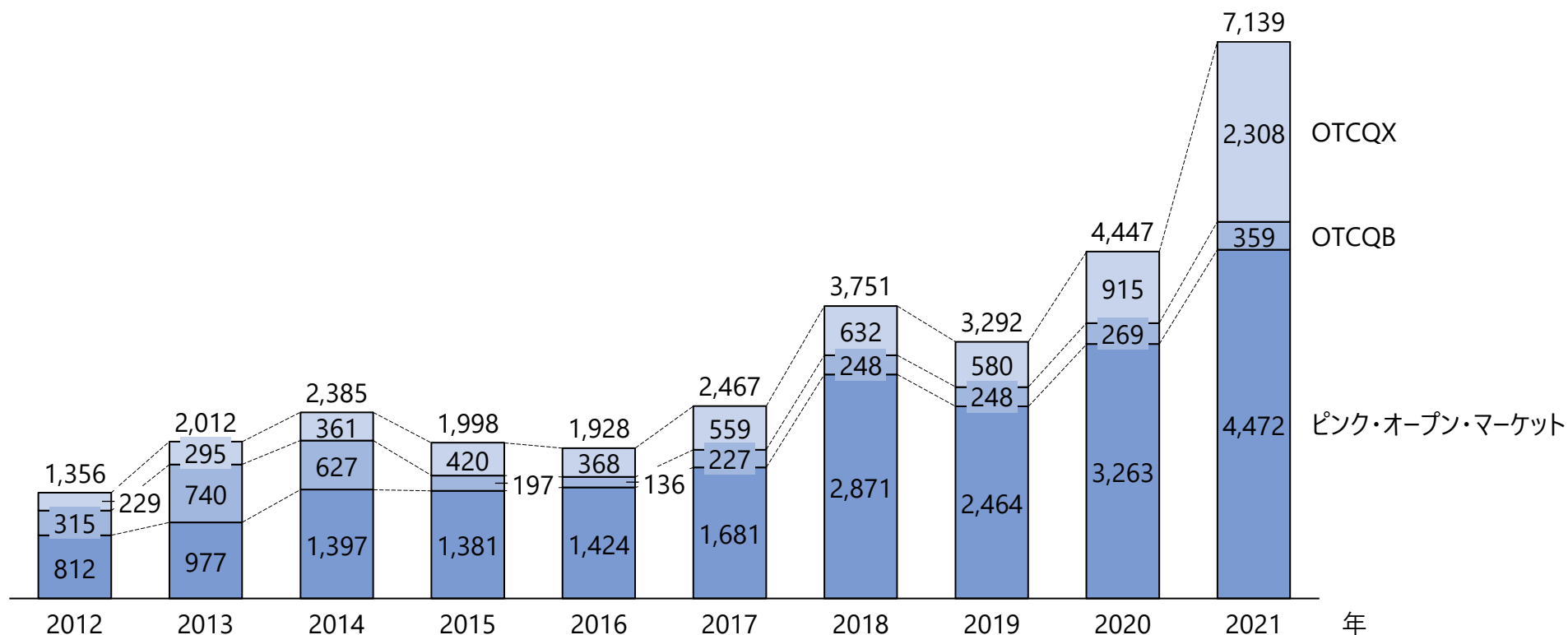
** Regulatory Notice 21-35に対する業界団体のコメントによると「the level of trading in grey market securities is de minimis relative to overall trading in OTC equity securities」とされている

***非上場株式取引プラットフォーム、株式クラウドファンディングで売買できる銘柄除く（otcm Markets.comより「expert market」「grey market」と記述された銘柄数の合計）

(1)-② セカンダリー取引の現状 |米国の状況 OTCマーケット/グレーマーケット

ピンク・オープン・マーケットによる取引が最も多いが、直近ではOTCQXでの取引が急増している

OTCマーケット取引額（億USD）



(1)-② セカンダリー取引の現状 | 米国の状況 OTCマーケット/グレーマーケット

OTCマーケットの登録基準

		OTCQX	OTCQXインターナショナル	OTCQB
開示基準	開示基準	以下のいずれかに従った開示 1. SEC報告基準 2. レギュレーションA報告基準 3. その他の報告基準 OTCQX USバンクの場合 1. 銀行報告基準 2. SEC報告基準	以下のいずれかに従った開示 1. 国際報告基準 2. SEC報告基準 3. レギュレーションA報告基準	以下のいずれかに従った開示 1. SEC報告基準 2. レギュレーションA（ティア2）報告基準 3. 銀行報告基準 4. 国際報告基準 5. その他の報告基準
	財務関連情報	PCAOBの監督下にある監査法人による監査済みの年次財務諸表と、GAAPに従って作成された半期財務諸表の提出	監査済みの年次財務諸表の提出	内国企業の場合、PCAOBの監督下にある監査法人による監査済みの年次財務諸表の提出
	適時開示	重要な情報の適時開示	重要な情報等を1934年証券取引所法12g3-2(b)に従って英語で開示	重要な情報の適時開示
コーポレート・ガバナンス基準		1. 2名以上の独立取締役 2. 独立取締役が過半を占める監査委員会の設置 3. 株主総会15日前までの株主に対する財務報告	—	その他の報告基準で開示している企業の場合 1. 2名以上の独立取締役 2. 独立取締役が過半を占める監査委員会の設置
財務基準	株主数	• 100株以上を保有する株主が50人以上	• 100株以上を保有する株主が50人以上	• 100株以上を保有する株主が50人以上
	時価総額	1. 登録時の時価総額1,000万ドル以上（登録後も500万ドルを維持）	登録時の時価総額1,000万ドル以上（登録後も500万ドルを維持）	
	売買気配	登録時0.25ドル以上の買い気配（登録後も0.1ドル以上の買い気配の維持） OTCQX USバンクの場合 1ドル以上の買い気配維持	登録時0.25ドル以上の買い気配（登録後も0.1ドル以上の買い気配の維持）	0.01ドル以上の買い気配の維持
	総資産/株主資本	OTCQX USバンクの場合 1. 総資産1億ドル以上 2. 株主資本400万ドル以上		原則として発行済み株式の10%以上が浮動株であること

(1)-② セカンダリー取引の現状 |米国の状況 OTCマーケット/グレーマーケット

グレーマーケット銘柄は証券会社経由で売買可能だが情報量が限られている

Symbol Lookup

Find securities that include:

Exchanges:

Type:

Company Match

Results/Page: ☐ 10 ☐ 25 ☐ 50 ☒ 100

Symbol	Company Name	Type	Res
<u>BLZSF</u>	BSD Crown Ltd (BSD CROWN ORD)	Common Stock	
<u>CBUIF</u>	Commodore International Ltd (COMMODORE INTERNATIONAL ORD)	Common Stock	
<u>RMIL</u>	Rocky Mountain International Ltd (ROCKY MTN INTL ORD)	Common Stock	
<u>SZSN</u>	Shandong Zhouyuan Seed and Nursery Co Ltd (SHANDONG ZHOUYUAN SEED AND NURSERY ORD)	Common Stock	
<u>ASNCF</u>	A-Sonic Aerospace Ltd (A SONIC AEROSPACE ORD)	Common Stock	
<u>APELF</u>	Alps Alpine Co Ltd (ALPS ELECTRIC ORD)	Common Stock	Grey Market
<u>CMICF</u>	CMIC Holdings Co Ltd (CMIC HOLDINGS ORD)	Common Stock	Grey Market
<u>CRHHE</u>	Cross-Harbour Holdings Ltd (CROSS HARBOUR HOLDINGS ORD)	Common Stock	Grey Market
<u>EUJVF</u>	Eurocastle Investment Limited (EUROCASTLE INVESTMENT ORD)	Common Stock	Grey Market
<u>GRWWF</u>	Great Wall Pan Asia Holdings Ltd (GREAT WALL PAN ASIA HLDGS ORD)	Common Stock	Grey Market
<u>LEHLE</u>	Lai Fung Holdings Ltd (LAI FUNG HLDNG)	Common Stock	Grey Market
<u>NPKAF</u>	Nampak Ltd (NAMPAK ORD)	Common Stock	Grey Market
<u>NPPGF</u>	Nippon Gas Co Ltd (NIPPON GAS ORD)	Common Stock	Grey Market
<u>NVAAF</u>	Nova Minerals Ltd (NOVA MINERALS ORD)	Common Stock	Grey Market

BSD Crown Ltd

Based in Israel [Company profile](#)

Change company Symbol lookup
BLZSF

Closing Price **\$0.424** Day's Change **0.00 (0.00%)** Bid Ask B/A Size -- -- -- Day's High Day's Low **0.424 0.424** Volume **50**
April 28, 2021 9:37am ET

[Historical quotes & splits](#)

Summary	News	Charts	Earnings	Fundamentals	Valuation	Calendar	Peer Comparison	SEC Filings
Prev Close 0.424	Market Cap 54.8M	1d 2d 5d 1mo 3mo 6mo 1yr 3yr						
Today's Open 0.424	Shares Outstanding 129.3M							
Day's Range 0.424-0.424	EPS (TTM, GAAP) --							
Avg Vol (10-day) --	P/E Ratio (TTM, GAAP) --X							
Last (time) 9:37a ET 04/28/21	Annual Dividend/Yield No dividend							
Last (size) 50	Ex-dividend Date No dividend							
52-Wk Range 0.424 - 0.464	Dividend Pay Date No dividend							
% Above Low (04/14/21 - 04/28/21) 0.00%	Beta --							
Historical Volatility 837.2%	% Held by Institutions --							
	Short Interest --							

各社によって売買可能な銘柄が異なり、
全てのグレーマーケット銘柄が揃っているとは限らない

OTCから株式市場への昇格事例

- OTCマーケットからNASDAQなどの株式市場へ「昇格」する事例は存在するが、企業の規模は、セカンダリー取引プラットフォームで売買されていた銘柄と比較すると小さい

OTCマーケットからNASDAQに昇格した企業例

#	発行体	主な事業	NASDAQでの取引開始日	昇格後のティッカー	時価総額（百万USD） （2022年3月25日時点）
1	Transphorm	半導体メーカー	2022年2月22日	TGAN	394
2	Harte Hanks	マーケティング	2021年12月1日	HHS	53
3	WaveDancer, Inc.	IT	2021年11月26日	WAVD	91
4	Sono-Tek	コーティング技術メーカー	2021年8月27日	SOTK	106
5	Data Storage Corporation	クラウドサービス	2021年5月14日	DTST	22

上場前にセカンダリー取引プラットフォームで取引されていた企業例

#	発行体	主な事業	上場日	ティッカー	時価総額（百万USD） （2022年3月25日時点）
1	Uber	ライドシェアリング	2019年5月10日	UBER	67,819
2	Airbnb	民泊プラットフォーム	2020年12月9日	ABNB	108,250

(1)-② セカンダリー取引の現状 | 米国の状況 セカンダリー取引プラットフォーム

米国セカンダリー取引プラットフォームの概要 (1/2)

- セカンダリー取引プラットフォームは、個人投資家/機関投資家が従業員や個人投資家、機関投資家から譲渡制限付株式を買い取るケースなどで活用されている

米国の主なセカンダリー取引プラットフォームの概要

		Equity Zen	Forge global
取引規模	取引規模	不明	約32億ドル (2021年)
	投資家要件	認定投資家*	認定投資家
	投資家数	27万人以上 (2022/3 時点)	40万人以上 (2022/3 時点)
	機関投資家の参入状況	あり	あり
銘柄	銘柄数	350以上 (2022/3 時点)	450以上 (2022/3 時点)
	代表的な取引銘柄 (過去の取引銘柄を含む)	Airbnb/ SpaceX/ ByteDance	Slack/ TESLA/ Linkedin/ Tencent
	取引基準	企業価値が5,000万ドル以上 要件を満たしているか、基本的なデューデリジェンスを行う	特に無し
	開示基準	特に無し	特に無し
差別化要因		2万ドルから購入が可能 (5件以上投資している投資家であれば1万ドル) ※直接取引の場合は20万ドル以上 - 発行体が認めるトランザクションのみを取り扱うため、株式取得に係るリスクが低い - Equity Zen自身がファンドを運営しており、投資家はファンドに出資することができる	- 機関投資家に対しては投資期間全体にわたってのサービスを提供 - 最低取引金額は、原則10万ドルと設定されており Equity Zenよりは高い

*認定投資家 (Accredited investors) とは、銀行、保険会社、投資家、金融機関等の法人に加え、下記の要件を満たす個人投資家を指す。

- 最近2年間の収入がそれぞれ20万ドルを超えるか、配偶者との共同収入が30万ドルを超え、今年も同程度の収入が見込まれる個人投資家
- 購入時に、個人の純資産、または配偶者との共同純資産が100万ドルを超える個人投資家 (当該個人の主たる住居の価値を除く)
- 特定の専門的な資格、指定、証明書を持っている個人投資家
- プライベートファンドの「知識のある従業員」である個人投資家
- SECおよび州登録の投資顧問アドバイザー

*Equity Zen, Forge global, Nasdaq Private Marketsは、いずれも米国証券取引委員会 (SEC) に登録されたブローカーディーラーおよび代替取引システム (Alternative Trading Systems) であり、FINRA/SIPCのメンバー企業が運営

(1)-② セカンダリー取引の現状 | 米国の状況 セカンダリー取引プラットフォーム

米国セカンダリー取引プラットフォームの概要（2/2）

- セカンダリー取引プラットフォームは、個人投資家/機関投資家が従業員や個人投資家、機関投資家から譲渡制限付株式を買い取るケースなどで活用されている

米国の主なセカンダリー取引プラットフォームの概要

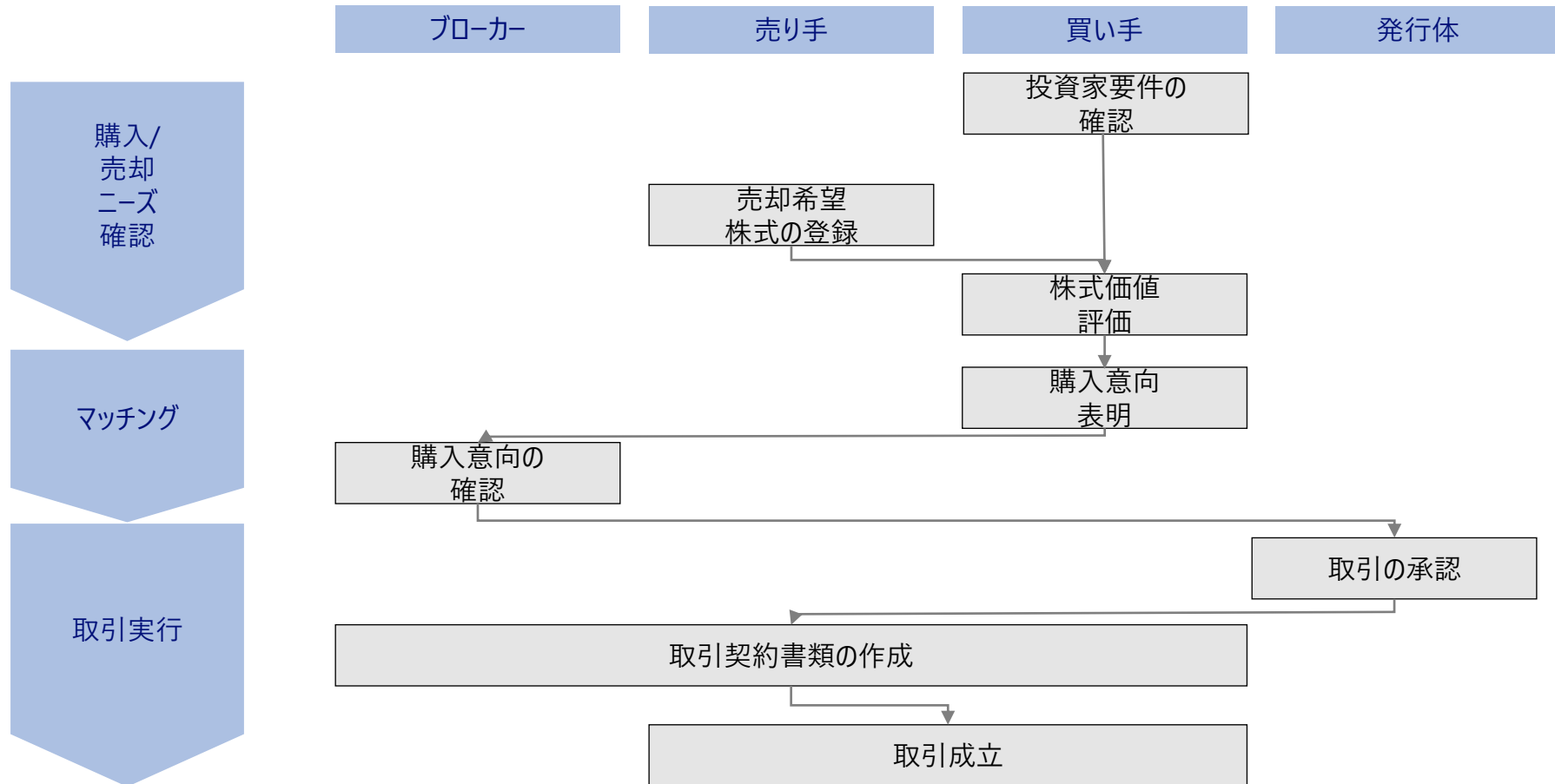
		NASDAQ Private Market	CartaX
取引規模	取引規模	約130億ドル（2021年）	不明
	投資家要件	不明	認定投資家
	投資家数	15万人以上（2022/3時点）	不明
	機関投資家の参入状況	あり	あり
銘柄	銘柄数	550以上(2022/3 時点)	不明
	代表的な取引銘柄（過去の取引銘柄を含む）	Datadog/Coinbase	EquipmentShare
	取引基準	不明（事業売上、時価総額、株主資本、スポンサーシップなどの条件*があるとみられる）	特に無し
	開示基準	不明（監査済みの年次財務諸表および未監査の四半期財務諸表が求められるとみられる）	米国会計基準に即した財務諸表2年分、直近3年に証券発行に関連して株主に公開した資料・私募/一次融資/規則144Aに関連した資料、ガバナンスに関する資料
差別化要因		NASDAQ上場市場運営の経験を活用し、機関投資家に提供する水準のサービスを、個人投資家にも提供	- 上場株市場レベルの取引所インフラを提供予定 - Cartaはエクイティ管理SaaSを投資家・スタートアップに提供しており、一気通貫の取引サービスを提供している

*下記の条件が存在しているとみられる（出所：Thomson Reuters Pactical Law）

- 下記の条件のうち少なくとも1つを満たす
- 過去2年以内に3,000万ドルの資金調達を行い、企業価値（直近の資金調達ラウンド/NASDAQ非公開市場取引に基づく）が5,000万ドル
- 直近の会計年度、または過去3会計年度のうち2会計年度において、総資産および年間収益がそれぞれ5,000万ドル
- 直近の会計年度、または過去3会計年度のうち2会計年度において、年間純利益が75万ドル
- 株主資本が500万ドル以上かつ2年間の営業実績が存在
- ベンチャー投資で成功した実績のある下記の定義を満たす投資家による出資があること。
 - 過去2年間に少なくとも3件のプライベート・エクイティ投資を行っている、または少なくとも5,000万ドルの運用実績がある。

参考) 未上場株取引プラットフォームの取引フロー

未上場株取引プラットフォームの取引フロー (EquityZenの例)

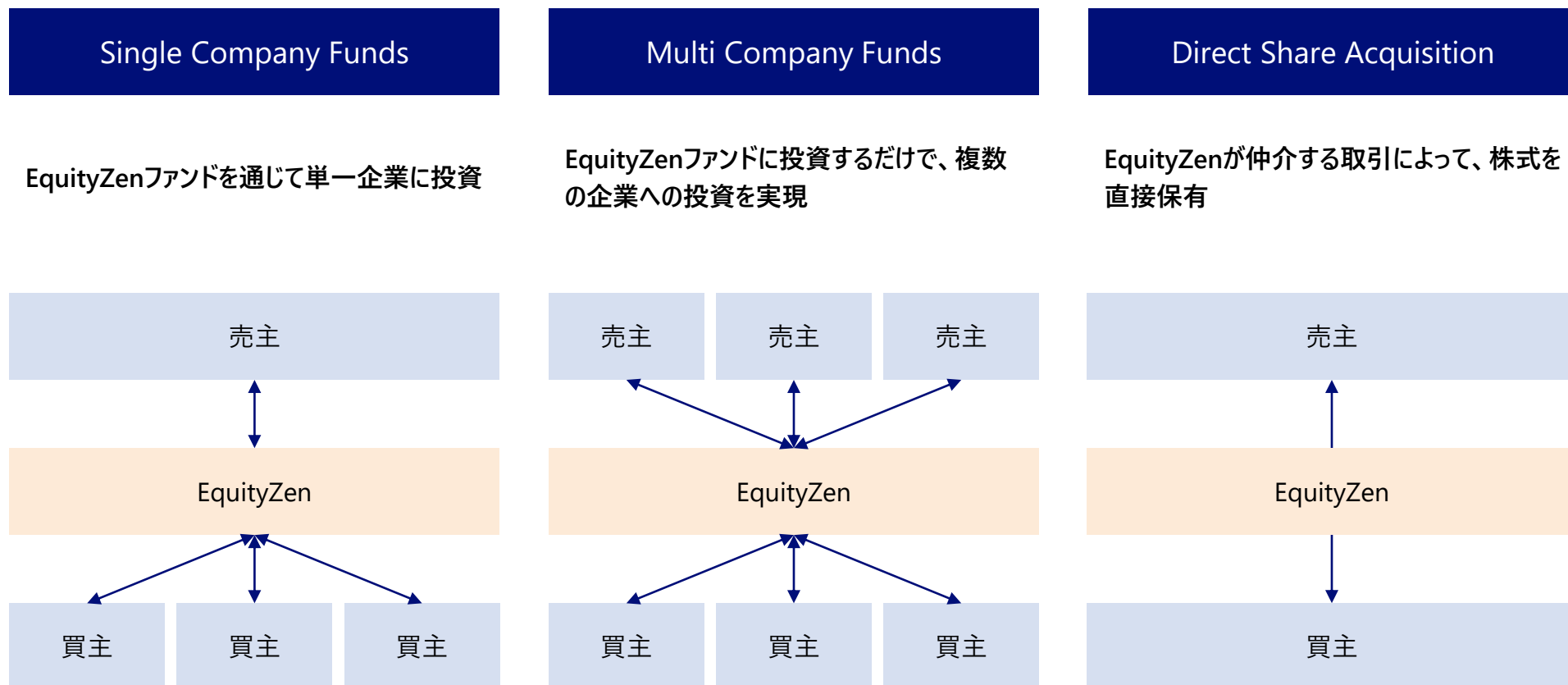


出所) David Larcker et al, "Cashing It In: Private-Company Exchanges and Employee Stock Sales Prior to IPO", Harvard Law School Forum よりNRI作成

(1)-② セカンダリー取引の現状 | 米国の状況 セカンダリー取引プラットフォーム

Equity Zenは売主と買主の直接取引だけでなく、自身が運営するファンドを通じて未上場株を取引するスキームを用意しており、多様な投資家を呼び込んでいると想定される

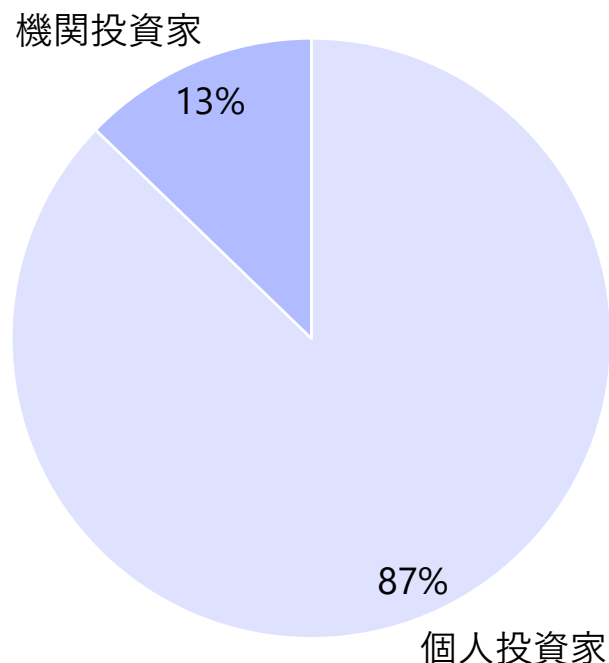
Equity Zenにおける取引スキーム



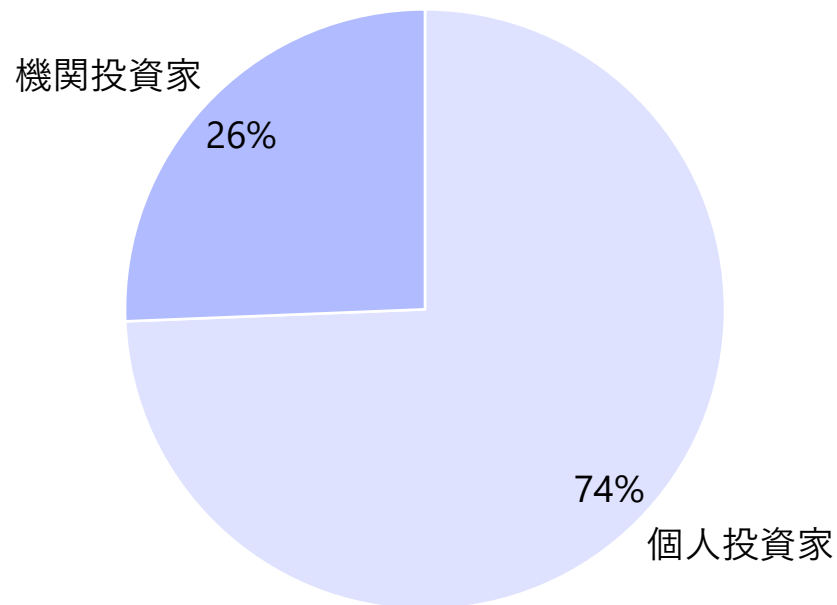
Sharespost（現Forge global）は、買い手/売り手ともに個人投資家の割合が大きい

- Forge globalの最低取引金額は原則10万ドルと設定されており、Equity Zenの2万ドルより高い
- Equity Zenはより少額の取引が可能であることから、個人投資家の占める割合がForge globalより大きい可能性がある

売り手の構成（取引額ベース、2011～2016年）



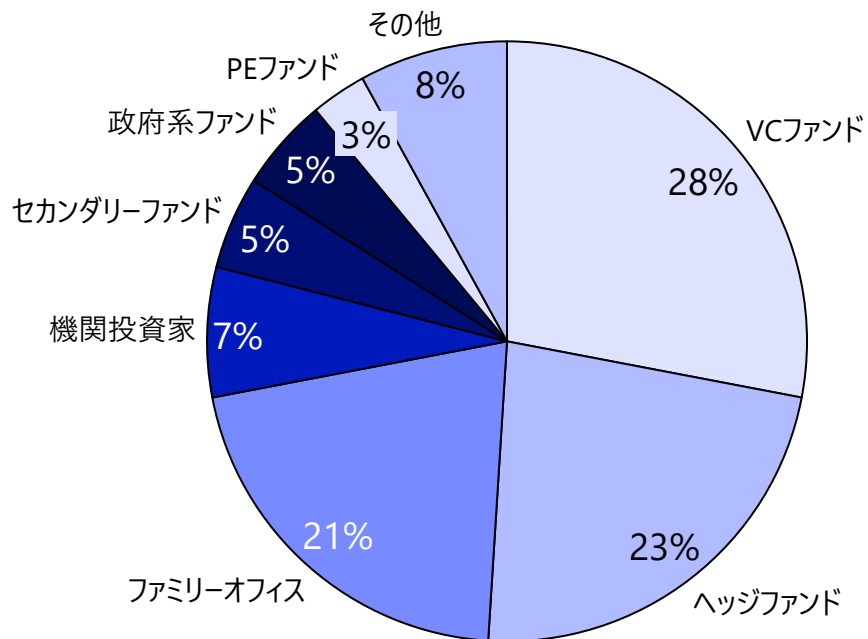
買い手の構成（取引額ベース、2011～2016年）



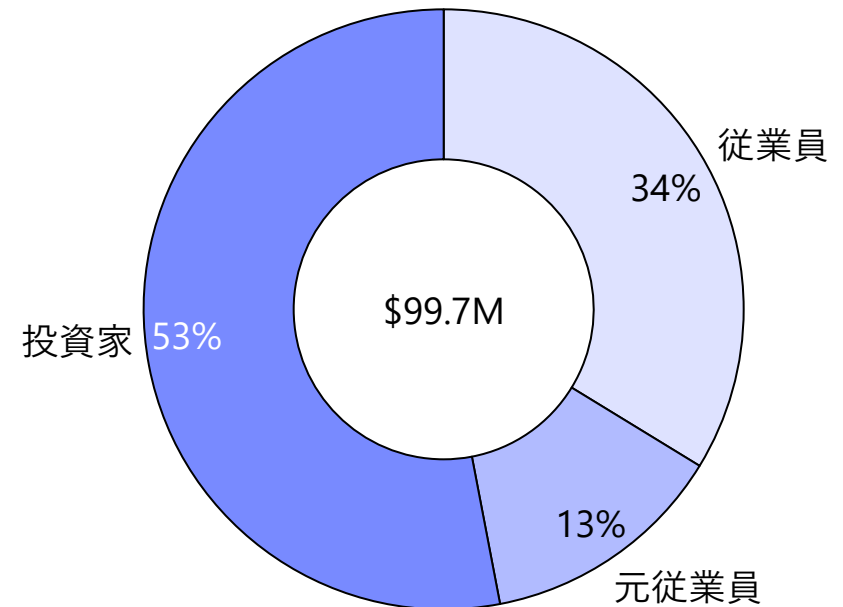
Carta社はCartaXにおいて2021年2月に既存株主の株式約1億ドル分のセカンダリー取引を行った

- Carta（CartaXを運営する企業グループ）はエクイティ管理SaaSを投資家・スタートアップに提供しており、幅広い投資家層にアプローチできている可能性がある

Carta社の株式のセカンダリー取引*に関する説明会へ参加した投資家層



Carta社の株式のセカンダリー取引*での売り手の販売額割合



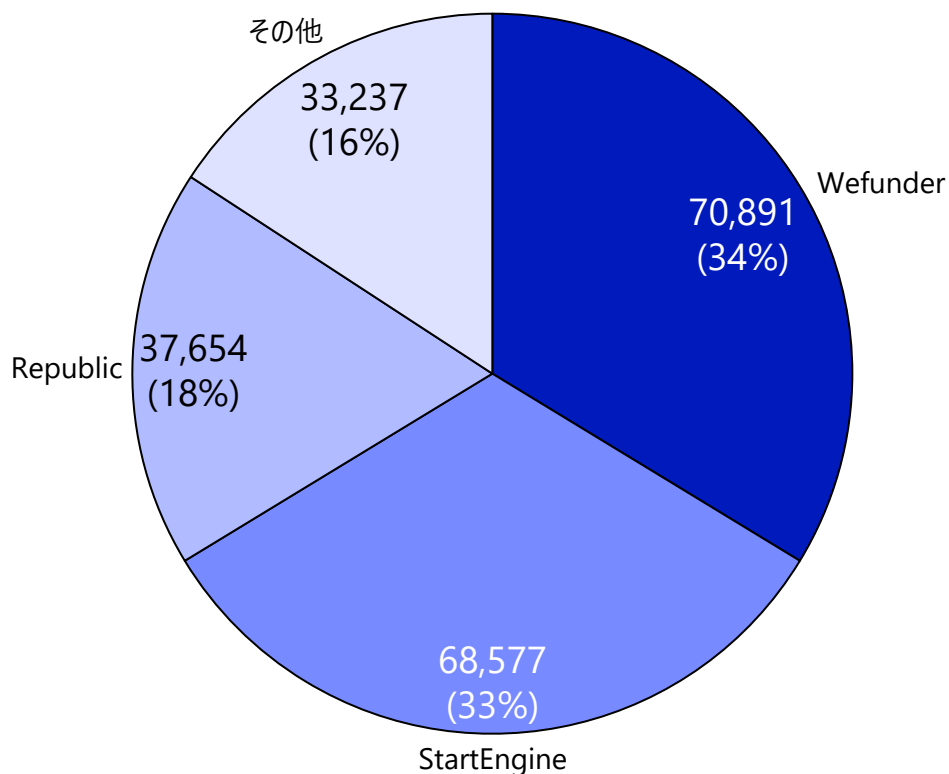
*) CartaXを運営するグループ会社であるCartaは、CartaXを利用して自社株のセカンダリー取引を行った

出所) CartaXの公開情報よりNRI作成

Wefunder、StartEngine、Republicの株式クラウドファンディングプラットフォーム3社にて 株式クラウドファンディング調達額全体の約75%のシェアを占める

株式クラウドファンディングプラットフォームのシェア（資金調達額ベース・2020年）

単位：千ドル



(1)-② セカンダリー取引の現状 | 米国の状況 株式クラウドファンディング

米国クラウドファンディングプラットフォームの概要

- 株式クラウドファンディングは、Regulation Crowdfunding（以下、Reg CF））で規定されている資金調達手段であり、企業は500万USDまでならSECに登録せずに証券の募集・販売を行うことができる
 - 株式クラウドファンディングの調達環境整備の目的の1つは、非上場株取引機会のより幅広い個人投資家への拡大
- 米国の主要な上場・非上場株取引市場の概要

		Wefunder	StartEngine	Republic
取引規模	取引規模	約71 mil USD	約69mil USD	約37 mil USD
	投資家要件	Reg CFに準拠、非認定投資家も買付上限額以内で投資可能	Reg CFに準拠、非認定投資家も買付上限額以内で投資可能	Reg CFに準拠、非認定投資家も買付上限額以内で投資可能
	投資家数	316,000以上	200,000以上	不明
	機関投資家の参入状況	不明	不明	不明
銘柄	取引数（2020年）	292	145	127
	代表的な取引銘柄	LegionM（エンターテインメント関連、700万ドルを調達（RegAでの調達含む））	Knightscope（防犯ロボット、2020年に約230万ドルを調達し2022年1月にIPO）	CNS Pharmaceuticals（医療 2018年に63万ドルを調達し2019年11月にIPO）
	調達基準	RegCFチェック以外の追加のデューデリジェンスは必要ない	RegCFチェック以外の追加のデューデリジェンスは必要ない	RegCFチェック以外に追加でデューデリジェンスを実施
	開示基準	-	-	-
差別化要因		・ リード投資家制度が存在 ・ プラットフォームの紹介手数料を提供（取引手数料10%割引）	・ Start Engine Secondaryというセカンダリー取引PFを提供2020年より提供しており、投資家へ流通市場での流動性を提供 ・ StartEngine オーナーズボーナス（年会費275ドル）が提供されており、USD1,000以上投資した投資家は、参加した投資に対して10%のリターン獲得できる	・ 3段階のスクリーニングにより、応募のある発行体の5%のみが調達可能 ・ Note token、投資家コミュニティ、テレビ番組、PodCast等で発行体向けにコミュニティを提供しており、エグジットおよびIPOをサポート ・ 投資手数料が不要

*RegCFでは、①発行体は、オンライン・プラットフォームにおいて資金調達を実施すること、②同オンライン・プラットフォームは、SEC が監督するブローカー・ディーラーまたはファンディング・ポータルによって運営されているものであること、③ファンディング・ポータルは、SEC にフォーム・ファンディング・ポータルを届出することで登録し、FINRA の会員であること等を規定している

Wefunderはリード投資家制度を導入することで、スタートアップが分散的な株主構造がゆえに次フェーズ以降に資金調達制約が生じてしまうことを抑制している

- 株式クラウドファンディング投資家の買い付け上限額が10万7,000ドルに制限されていることもあり、調達を実施した発行体の株主構造が分散的になりやすい傾向がある
- 他方、VCは発行体の株主構造が分散的であることを忌避するケースが存在
- Wefunderは、リード投資家制度を導入することで、株主構造が分散化するのを抑制している

Wefunderのリード投資家制度の概要

- リード投資家に求められる事項
 - 投資金額要件
 - ・ 他のWefunder投資家と同じ条件で、最低1,000ドルを投資
 - インサイダー要件
 - ・ 役員、従業員、家族でない、または利害関係がない
 - 情報提供要件
 - ・ Wefunderの投資家に、自分がリードインベスターになることに同意した理由をテキストまたはビデオで提供

※リード投資家は認定投資家である必要はない
- 発行体のリード投資家の選定に求められる事項
 - Wefunderでの資金調達のためにフォームCを提出する前に、リード投資家が誰であるかをWefunderと発行体で合意することが必要
- リード投資家以外の投資家に求められる事項
 - Wefunderの投資家は、投資を確定する前に、誰がリードインベスターであるかを知らうえで投資する必要がある

(1)-② セカンダリー取引の現状 | 米国の状況 株式クラウドファンディング

StartEngineは、自社PFで資金調達した銘柄を取引可能な流通市場「StartEngine Secoundary」を提供し、投資家への流動性提供を企図している

- 現時点では、1社のみが参加している非常に小規模な市場（StartEngine HPより）
- 2021年8月には、自動運転芝刈り機メーカーのGrazeと、ドローンメーカーのPararell Flightのセカンダリー取引が開始されると公表
- このプラットフォームでは、非認定投資家もセカンダリー取引が可能

StartEngineのセカンダリー取引市場の概要

The Future Of Investing Is Here

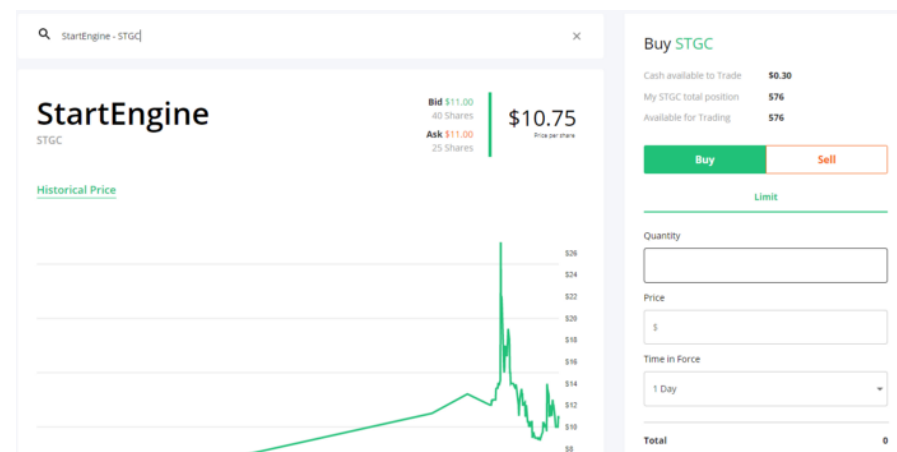

Discover
Look through the startups that have subscribed to StartEngine Secondary and are currently trading.


Buy
Review offers by share price and quantity. Place a buy order at your desired price and number of shares, and if a match is made, your order is executed.


Trade
Buy more shares offered on Secondary or sell your previous investments if they are eligible to trade.

Traditionally, startup investors had to wait 5-10 years in order to see a return on their investment. They often had to wait for a liquidity event, such as the startup being acquired by another business or the company going public via an IPO. 5-10 years is a long time to wait.

We hope to change that with StartEngine Secondary. With our platform, users can not only invest in companies on StartEngine, but also trade with other investors if they are available. Investors should be aware that the only bids for their shares may be less than what they originally paid.



Republicは、3段階のスクリーニングおよびデューデリジェンスを発行体に課すことによって、プラットフォームに参加する発行体を厳選している

- Republicで調達を希望する発行体のうち5%のみが3段階のスクリーニングを通過できると公表している

Republicのデューデリジェンスのステップ

①Initial Screening

1 Initial screening

We first look for strong positive signals using the FPTM model:
Founders — Product — Traction — Mission

Founders



Does this founder have the skills and vision to succeed? We look for dedication, diversity, location, charisma, experience, vision, track record, network, competence, long-term partner, and ability to execute, among other things.

Product



Is the idea (the problem and solution) compelling? What does the execution, quality, attention to detail, and technology look like?

Traction



Has there been measurable progress, growth, and social proof? Is the company backed by other notable investors? Did they manage to get good press?

Mission



How is this startup going to make an impact on the world?

②Due diligence

項目	概要
Business model	ビジネスモデルの概要、収益性
Social impact	ビジネスの社会課題へのインパクト
Market	市場規模、市場における競合他社と比しての優位性
Technology	所有する技術の強み、模倣困難性
Team	創業者含む経営チームの人材
Fact checking	ピッチの情報の信頼性（契約、投資実績等、重要事項の確認）
Terms	評価額や条件の妥当性
Runway	事業の継続性と資金調達のそこへの貢献
Eligibility	RegCFの要件に沿っているか

③Final decision

- After completing our due diligence, we will decide whether to offer the company the opportunity to raise on Republic.
- Once the proper documentation is prepared, the startup will go live on Republic, where we will continue to monitor the campaign and help educate and inform investors.

(1)-② セカンダリー取引の現状 | 日本の状況

日本では、未上場株の取引規模が小さい

取引手法	概要	取引規模
1 相対取引	証券取引所などの市場を通さずに、売り手と買い手が当事者同士で価格や売買数量、決済方法を決めて取引を実施。	不明
2 株主コミュニティ	日本証券業協会から指定された証券会社が非上場株式の銘柄ごとに株主コミュニティを組成し、これに参加する投資者と証券会社との間でのみ株式の取引を行う制度。 証券会社がコミュニティを設ける企業の財務内容や法令順守の取り組み状況などを審査し、一定の基準をクリアした企業がこの制度を活用できる。 株主コミュニティのメンバーに加わるには、投資家自身の意思で申し込まなければならない。	微小 (約12億円/年*)
3 セカンダリーファンド	VCファンドの期限が近付いているのに資金回収けしていないベンチャー株式（リビングデッド、ゾンビ）や、VCファンドへのLP出資持分に対して投資するファンド。	微小 (プレイヤー数は非常に少ない)

*2021年(店頭取引・募集/私募の取り扱いを含める) **2022年2月25日現在
出所) 日本証券業協会、各社公開情報よりNRI作成

日本の非上場株式のセカンダリー取引の発展のためにはルール面の課題が存在

■ 投資家保護の観点から、原則として顧客に対して非上場株式の投資勧誘を禁止している。

日本証券業協会による自主規制ルール

店頭有価証券に関する規則（平17. 3.15）
（店頭有価証券の投資勧誘の禁止）

第3条

協会員は、次条、第4条、第6条若しくは第8条、「株主コミュニティに関する規則」又は「株式投資型クラウドファンディング業務に関する規則」の規定による場合を除き、店頭有価証券については、顧客に対し、投資勧誘を行ってはならない。

日本の非上場流通市場の課題

- 日本証券業協会の自主規制ルールにより、原則として顧客に対して非上場株式の投資勧誘を禁止（店頭有価証券に関する規則3条）
- 背景には、非上場株式は流動性に乏しく、発行者に関する情報も少ないことから、上場株式に比べて投資リスクが高く、投資家保護の観点から問題が多いという考え方がある

野村総合研究所
「非上場株市場の活性化を図る日証協懇談会報告書」

(1)-② セカンダリー取引の現状 | 日本の状況

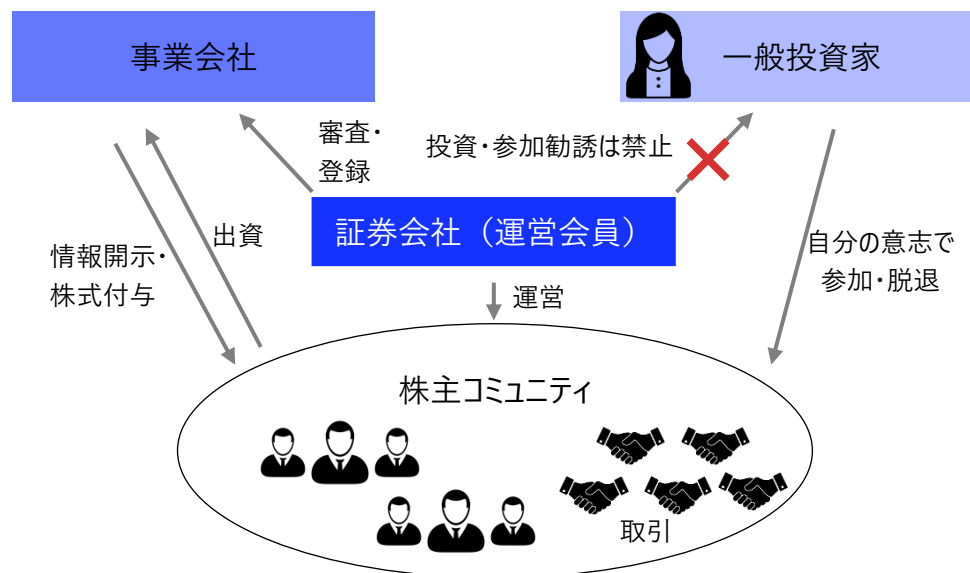
日本証券業協会は地域に根差した企業等の資金調達を支援し、非上場株式の換金ニーズに応えることを目的とした「株主コミュニティ制度」を創設しているが取引は少ない

- 非上場株式を売買する「グリーンシート制度」が1997年から運用されていたが、証券取引所の上場基準の緩和やマーケットインフラとしての機能が不十分などの様々な理由から徐々に機能しなくなり、2018年に廃止された。
- グリーンシート制度に代わる非上場株式の取引・交換ニーズを満たすために、日本証券業協会は2015年5月に「株主コミュニティ制度」を創設した。
- 日本証券業協会は株主コミュニティを組成・運営する証券会社を指定し、証券会社が非上場株式の銘柄ごとに株主コミュニティを組成し、これに参加する投資者と証券会社との間でのみ株式の取引ができる。

制度概要

制度名	株主コミュニティ
運用開始年月	2015年5月
運営証券会社数	6社（2021年10月29日 現在）
運営銘柄数	26銘柄（2021年10月29日 現在）
サービス概要	証券会社がコミュニティを設ける企業の財務内容や法令順守の取り組み状況などを審査し、一定の基準をクリアした企業がこの制度を活用できる。証券会社はコミュニティへの参加を勧誘できないため、株主コミュニティのメンバーに加わるには、参加者自身の意思で申し込まなければならない。利用が進まない状況を踏まえ、日証協は規則を改正し、参加勧誘できる対象を発行会社のグループ会社の役職員、元株主、元役職員にも拡大した。

株主コミュニティ制度の仕組み



(1)-② セカンダリー取引の現状 | 日本の状況

LPの出資持分またはVCファンドの持分投資対象とするセカンダリーファンドが少ない

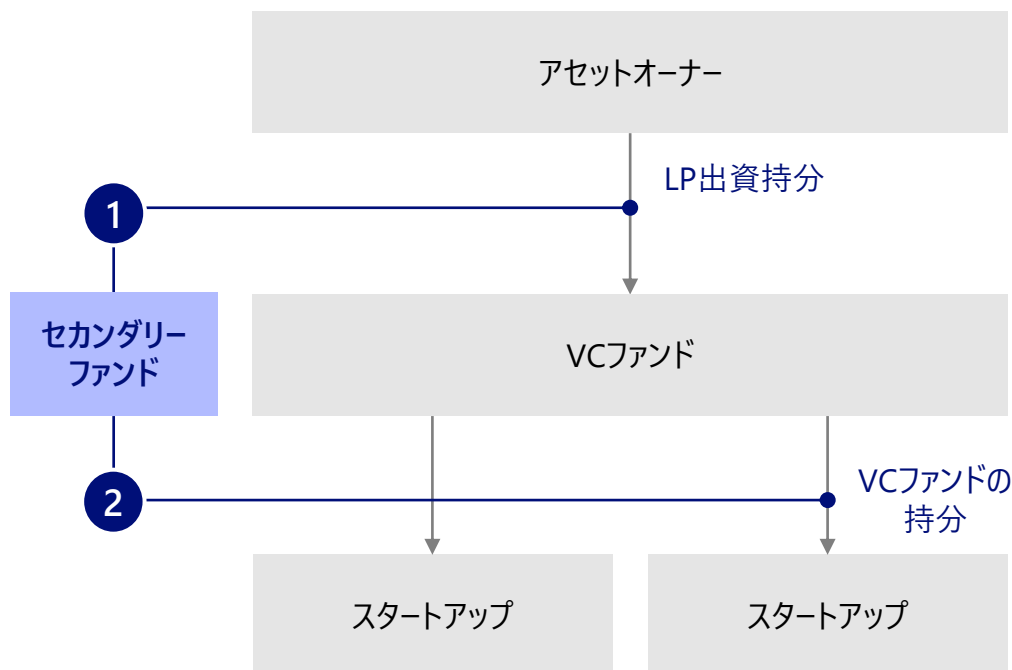
- セカンダリーファンドは、LPの資産処分ニーズ、VCの資金回収ニーズに応える
- 一般的には、回収期間が短くなることや、ディスカウントでの投資が可能となることで、プライマリーファンドよりリターンが高いとされている
- 日本ではいくつかのプレーヤーが存在するものの、取引規模は小さいとされている

投資対象

投資ニーズ

投資対象イメージ

1 LP出資持分	- LPの資産処分ニーズに応える - GP（VCファンド運用者）としては、譲渡先として信頼性が高い
2 スタートアップの株式	- VCの資金回収ニーズに応える - VCファンドの償還期限が近い中で、資金回収を見込むことのできないスタートアップ（リビングデッド）等の株式に投資



(1)-② セカンダリー取引の現状/課題 | 日本の状況

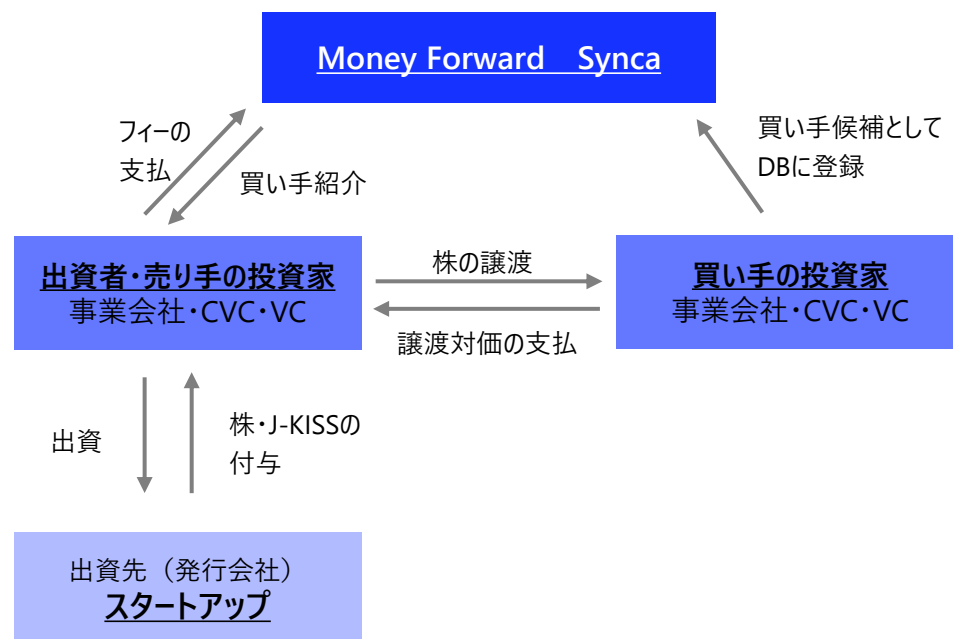
マネーフォワードシンカは未上場株式の売却ニーズの高まりを受け、未上場株投資家のマッチングプラットフォームを提供

- スタートアップ業界において、新型コロナウイルス感染拡大の影響を受けてIPOの延期等が発生しており、IPOによるエグジットが難しくなっていた。
- そこでマネーフォワードシンカ株式会社は2020年5月に、早期の株式売却を希望するVCや流動性確保のために一部売却を希望するVC向けに、最適な売却先を紹介するアドバイザリーサービスを開始した。
- 売り手へ買い手候補を紹介する形でマッチングを行うことから、投資勧誘禁止規制には抵触しないと整理されている

サービス概要

プロバイダー	マネーフォワードシンカ株式会社
支援内容	未上場スタートアップの株式売却アドバイザリー
サービス開始年月	2020年5月
サービス概要	スタートアップへ出資している投資家からの株式売却リクエストをもとに、独自のデータベースから売却先候補を選定し最適な売却先を紹介（セカンダリー領域の売却アドバイザリー）。スタートアップの株式を売却したい投資家と長期的にスタートアップに投資をしたい投資家をマッチングさせる。

アドバイザリーサービススキーム



(1)-② セカンダリー取引の現状/課題 | 日本の状況

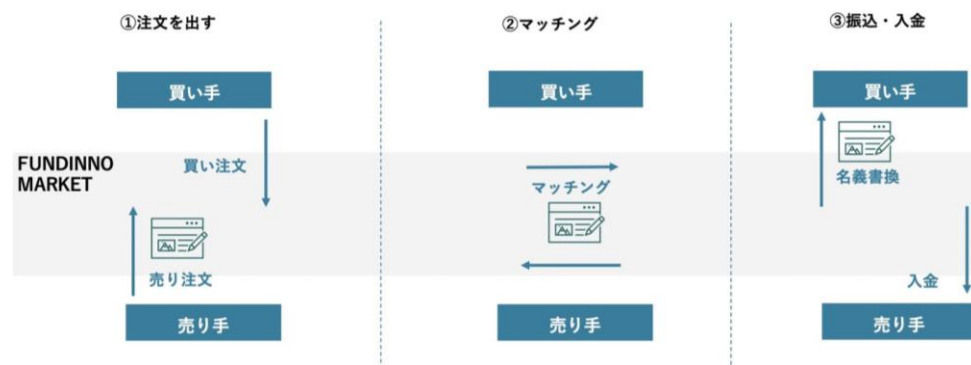
日本クラウドキャピタルは株主コミュニティ制度を活用し、ベンチャー株式のセカンダリーマーケット「FUNDINNO MARKET」のサービスを提供

- 日本クラウドキャピタルは株式投資型クラウドファンディング「FUNDINNO」を運営しており、投資家とベンチャー企業をつなげるサービスを提供しているが、株式の流動性が乏しく投資家は株式を保持し続けることが一般的であった。
- 株主コミュニティ制度を活用した「FUNDINNO MARKET」のサービスによって、ベンチャー企業の株式を保有する投資家間の売買取引や、投資家からの資金を調達したい未上場企業の資金調達の場を創出を目指している。

サービス概要

サービス名	FUNDINNO MARKET
プロバイダー	株式会社日本クラウドキャピタル
サービス開始年月日	2021年12月
サービス概要	株主コミュニティ制度を活用し、個人投資家がいつでもベンチャー企業の株式を、オンラインで注文する事が可能となる国内初のサービス。IPOやM & Aなどのエグジットを目指すベンチャー企業だけでなく、地域経済を支える中小企業や社会課題解決を目指すソーシャルベンチャー等が顧客となる予定

FUNDINNO MARKETでの取引の流れ

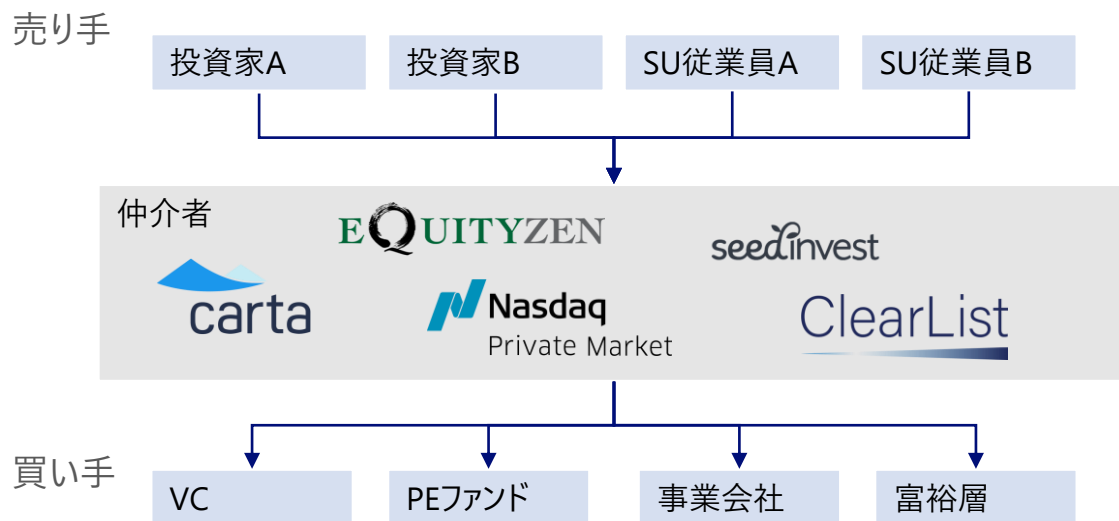


(1)-② セカンダリー取引の今後の方向性

非上場株式の流通市場への期待は高い。Exit手段としてスタートアップ・VC双方期待が高く、加えてスタートアップにとってはIPO価格形成観点でも発展が期待されている

米国では複数の取引プラットフォームが未上場株の取り引きを媒介している

未上場株のセカンダリー取引プラットフォーム（例）



- 取引プラットフォームの台頭により、スタートアップに投資する投資家が多用になり、スタートアップ側の価格発見に寄与している
- SU従業員も持ち株やSOを売りに出すことが可能

“

現状のセカンダリーマーケットが発展していない状況では、経営者にとってIPOが天国と地獄の境目になってしまっている

セカンダリーマーケットがもう少しワークすると、価格形成をされるという観点でも重要な意義があると思う



上場スタートアップ CEO

“

Exit手段を担保する非上場のセカンダリーマーケットは、売り手・買い手が容易につなげられるため、VCにとっては必須。



海外有識者コメント

1. はじめに

2. 事業内容

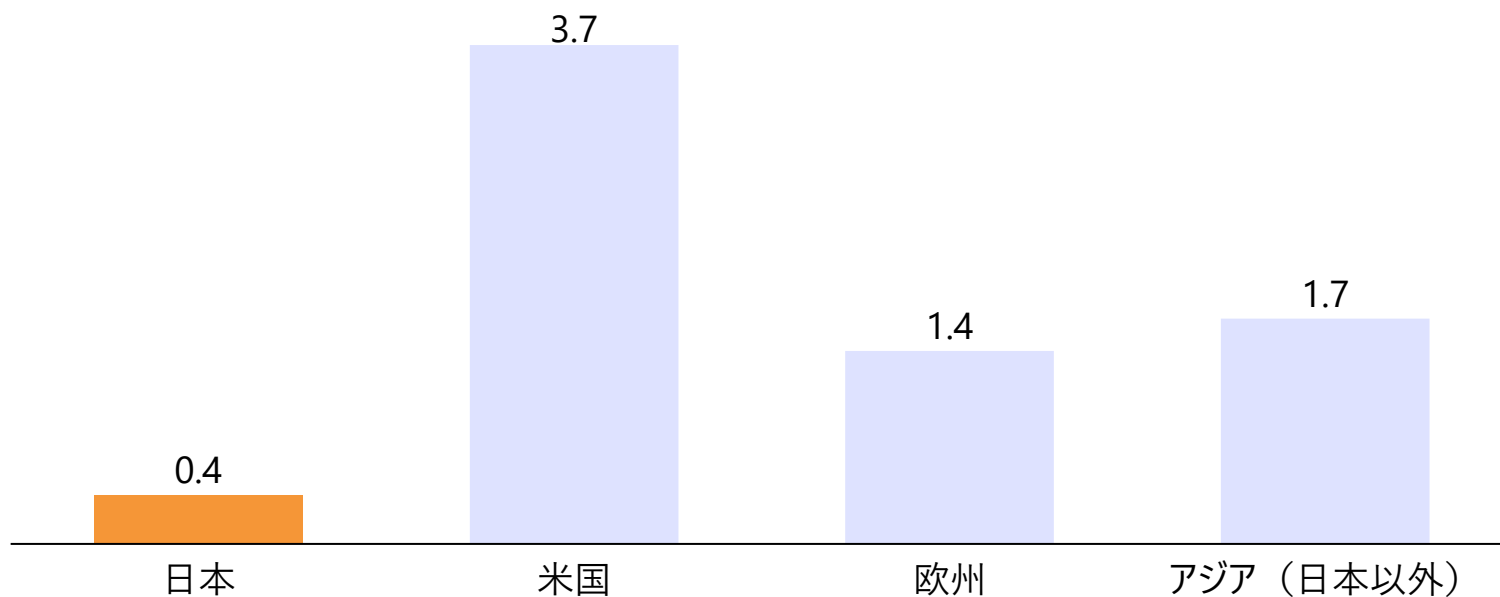
- Pre-IPOファイナンスに係る調査・検討
- **IPOファイナンスに係る調査・検討**
- Post-IPOファイナンスに係る調査・検討
- ガイドンスの作成
- 研究会の実施

3. 今後の検討に向けた論点

(2) IPOファイナンスの現状

諸外国と比べると、日本はIPOによる資金調達額が小さい

IPO1件あたりの調達額の国際比較（2020年/億ドル）



出所）内閣官房「成長戦略会議（第8回）」基礎資料よりNRI作成

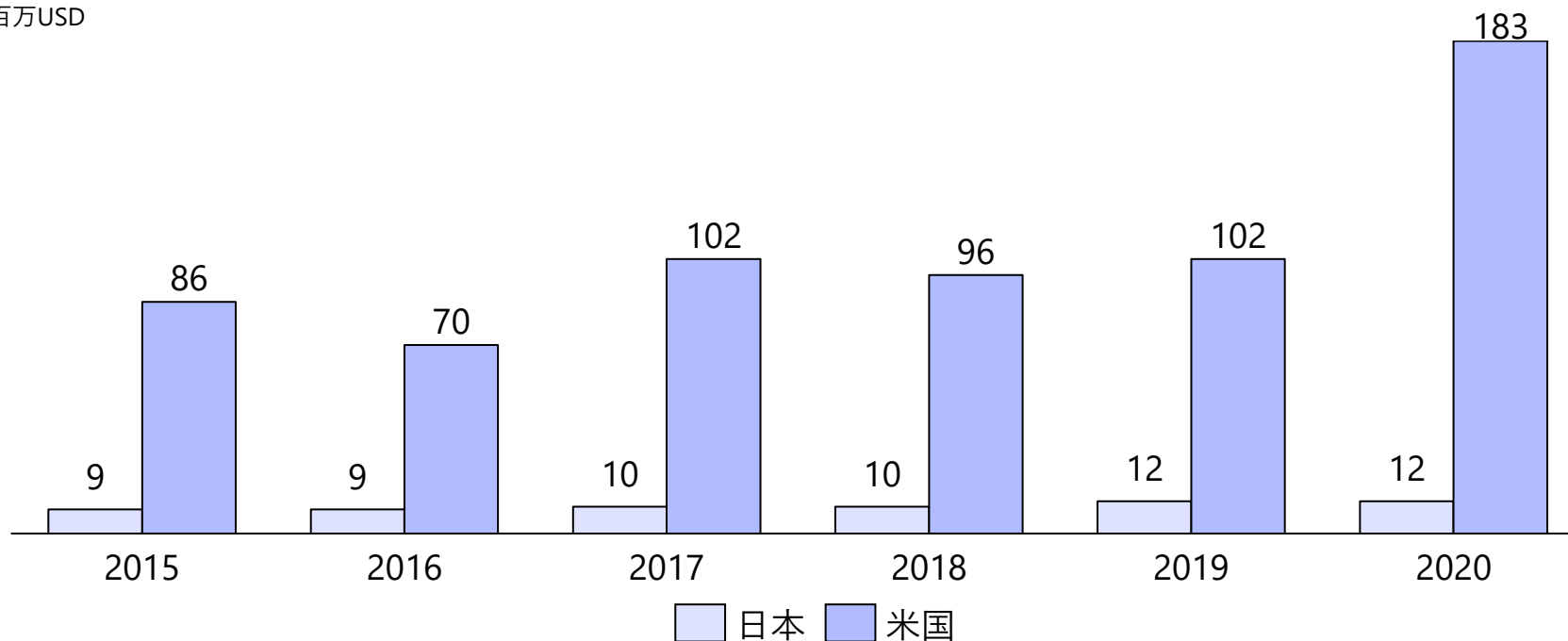
(2) IPOファイナンスの現状

米国ではIPOサイズが増加している

- SPAC上場の影響を除いても、アメリカではIPOサイズが日本の約10倍あり、さらに増加傾向
- スタートアップの非上場期間の長期化、それに伴うVCによるスタートアップ株式の保有期間の長期化等が原因として挙げられている

日米の調達額の比較（中央値）

単位：百万USD



備考）2021年までに上場廃止になった銘柄を除く、米国はSPAC上場は除く

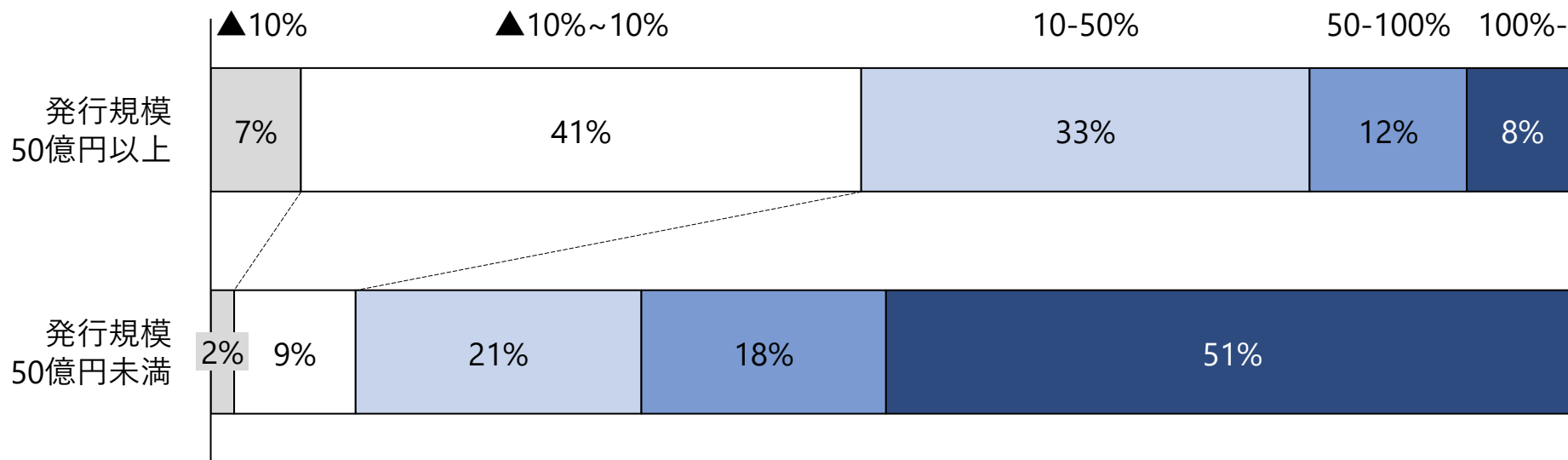
出所）Capital IQよりNRI作成

(2) IPOファイナンスの現状

特に小規模IPOでは、IPO株のプライマリー取引における初期収益率が高い

- 発行規模50億円未満のIPO企業に於いて、9割の企業の初期収益率が10%を超えている

新興三市場に上場した IPO 企業の初期収益率（2011～20年、ただし2020年IPO企業はBHR*データが欠落）



*BHR：Buy and hold returnの略

出所）公開価格の設定プロセスのあり方等に関するワーキング・グループ（第2回WG資料 図表4より）

(2) IPOファイナンスの現状

我が国においては、過半数を占める「10億円未満」案件の初期収益率は高騰している

- 一方で、日米ともに全案件の半数を占める「10億円以上100億円未満」の場合、日本の初期収益率が顕著に高くなっている

日米におけるIPO規模別初期収益率の比較

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

全案件の
約半数

米国		
吸収金額	件数	初期収益率
I 1千万ドル未満	57	2.8%
II 1千万ドル以上、5千万ドル未満	345	1.2%
III 5千万ドル以上、1億ドル未満	656	7.7%
IV 1億ドル以上、5億ドル未満	923	11.7%
V 5億ドル以上、10億ドル未満	136	6.2%
VI 10億ドル以上	70	7.7%

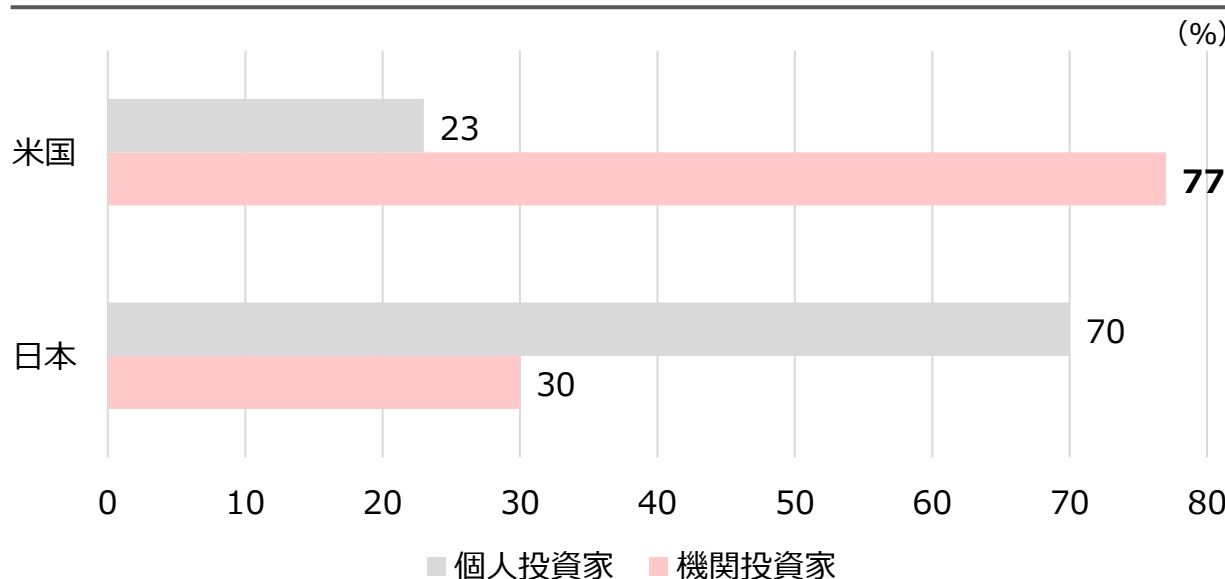
出所) 金子隆 “日米比較研究を通してみる値付けの歪みー「IPO神話」復活の兆しに問うー” (2020)
備考) 2001～2019年の初期収益率の中央値。IPOの規模とは、IPOにおける新株と既存額の売出し総額。

(2) IPOファイナンスの現状

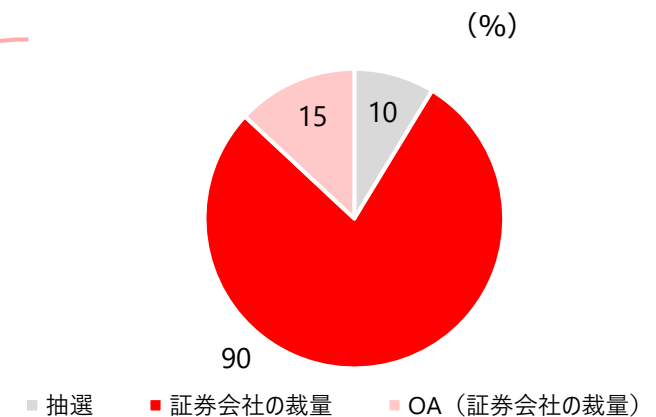
日本のIPOにおいては、個人投資家へのIPO株の配分比率が高い

- 我が国では、IPO株全体のうち何割を個人投資家に配分するかは、最終需要が判明するブックビルディングの開始前に、証券会社の裁量で決定される
- また、国内機関投資家については、「公平配分」という名目で、ブックビルディングに申し込めばほぼ必ず配分を受けられるという慣習があるため、百万円単位など少額に分けてIPO株が配分されることもある

日米におけるIPO株の配分比率



個人向けの配分先決定



(出所) 日本：金子隆「IPOの経済分析」(2019)、米国：Boehmer et al. (2006) "Do Institutions Receive Favorable Allocations in IPOs with Better Long-Run Returns?"

※米国については、1997年から2001年にかけての米国のIPOが対象（サンプル数441件）。日本については、2006年から2017年の間のIPOが対象（サンプル数761件）。

※機関投資家向けのIPO株は、全て証券会社の裁量で配分先が決定される。

※「OA」とは、オーバーアロットメントの略。当初の募集・売出予定株数を超える需要があった場合、主幹事証券会社が発行会社の大株主等から一時的に株式を借り、当初の売出予定株数を超過して、募集・売出しと同じ条件で追加的に投資家に販売することをいう。

- ・ 上記は、当初の募集・売出し予定株数を超える需要があった場合、主幹事証券会社が発行会社の大株主等から一時的に株式を借り、当初の売出予定株数を超過して、募集・売出しと同じ条件で追加的に投資家に販売する（オーバーアロットメント）場合における割合であるため、100%を超過する。
- ・ 日証協配分規則に基づき、個人投資家への配分のうち10%以上は抽選による配分先決定が行われる。
- ・ 機関投資家向けのIPO株は、全て証券会社の裁量で配分先が決定される。（国内機関投資家については、ブックビルディングに申し込めばほぼ必ず配分を受けられるという慣習があるため、百万円など少額に分けてIPO株が配分されることもある）

プレヒアリングについては、解禁されたものの利用は少ない

- プレヒアリングは2014年の「企業内容等開示ガイドライン」の改正を受け、部分的に解禁された
- 現在、一定以上の規模の案件を対象に限定的に行われている
- 2022年2月に公表された、日証協「公開価格の設定プロセスのあり方等に関するワーキング・グループ」では、プレヒアリングの利用を拡大する方向で規則/運用が改正されるとされている

金融庁「企業内容等開示ガイドライン（H26.8.27改正）」

法改正の背景

- その目的は、投資家が不確実な情報に基づいた投資判断を強いられることの防止
- 一方で「募集・売出しの是非や価格の判断に支障（特にIPOやライツ・オフアリング）」（2013年10月25日金融審議会事務局説明資料）が出るといった課題が存在
- 上記解決の一環として、**販売圧力を受けにくい投資家に対し、プレヒアリングが限定的に解禁**された

法施行の対象出資者

- 全ての発行体
（発行体を限定する主旨の記載なし）

開示時期・対象

- 適格機関投資家
- 特定投資家
- 大株主※

備考

- 改正に伴い、内閣府「開示ガイドライン」にて届出前勧誘に該当しないプレヒアリングを始めとする8つの項目が明記された

- 日証協「公開価格の設定プロセスのあり方等に関するワーキング・グループ」の報告書では
 - プレ・ヒアリングの実務運用の留意点を周知し、実施を推奨する
 - 一定の要件の下、現行禁止されている子会社上場等に係るプレ・ヒアリングも可能とするようプレヒア規則を改正

と、プレヒアリングの利用を拡大する方向で規則/運用が改正されるとされている

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

(2)-① IPOファイナンスの現状/課題 | (b) コーナーストーン、親引け制度

諸外国は発行体側の資金調達ニーズの充足、上場時の株価の安定化などを通じて国内企業の上場を促進するべく、コーナーストーン投資家制度を設けた

- 香港、マレーシア、シンガポールの株式市場ではコーナーストーン投資家制度が設けられている
- 制度の狙いは、発行体側の資金調達ニーズの充足、上場時の株価の安定化など、IPO市場を後押しすること

各国のコーナーストーン投資家に関する規制・規則

国	開示内容	目論見書への記載義務	ロックアップ期間
香港	- 投資家のプロフィール - 投資家ごとの購入株数 - 投資家と発行体の利害関係	あり	6か月
マレーシア	- 投資家のプロフィール - 購入株数（投資家毎の情報開示は不要）	義務はないが、業界慣行として記載されている	なし
シンガポール	- 投資家のプロフィール - 購入株数（投資家毎の情報開示は不要）	義務はないが、業界慣行として記載されている	なし
英国	規制・規則なし	-	-
日本	規制・規則なし	-	-

英国ではIPOの長期化を恐れた発行体はコーナーストーン投資家を積極的に呼び寄せている

- 英国では2020年以降コーナーストーン投資家の活用が広がっている
- 2018年のFCAのConduct of Business Sourcebookの改定により発行会社に対する情報開示の負担が重くなり、事務手続きの複雑化した。結果として、市場がIPOを認知して、発行体が上場するまでの期間が長期化した
- IPOプロセスの長期化に伴い、企業価値の低下リスクを懸念した発行体は、コーナーストーン投資家による参画を求めるようになったと言われている

2020年4月以降、コーナーストーン投資家が関与した英国企業のIPO

Issuer	Total offer size	Total cornerstone commitment	Cornerstone commitment as % of total offer size	
Auction Technology Group	£254 million	£125 million	49%	← LSEの本則市場で£600 million（約900億円）を調達。うち、£125 millionはコーナーストーン投資家が関与（BlackRock, Merian Global Investors / Jupiter Asset Management, Caledonia, Capital World Investorsなど、米系投資家含む）
Dr Martens	£1,260 million	£425 million	34%	
Moonpig	£466 million	£130 million	28%	
The Hut Group	£1,880 million	£615 million	33%	
Trainline	£904 million	£200 million	22%	
Trustpilot	£473 million	c.£175 million	37%	

日本では、親引け制度が例外的に許容されているものの、活用例は少ない

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

<日証協「株券等の募集等の引受け等に係る顧客への配分に関する規則」 抄>

(適切な配分)

第2条 協会員は、募集等の引受け等を行うに当たっては、市場の実勢、投資需要の動向等を十分に勘案したうえで、当該募集等の引受け等に係る株券等の配分が、公正を旨とし、合理的な理由なく特定の投資家に偏ることのないよう努めなければならない。

2 引受会員（引受規則第2条第8号に規定する引受会員をいう。以下同じ。）は、株券等の募集又は売出しの引受けを行うに当たっては、親引け（発行者が指定する販売先への売付けをいい、販売先を示唆する等実質的に類似する行為を含む。以下この項及び次項において同じ。）を行ってはならない。ただし、次の各号に掲げるすべての要件に該当する場合は、この限りではない。

- 一 当該親引けを行ったとしても前項の規定に反する配分にならないと当該引受会員が判断したこと。
- 二 当該株券等の発行者が、当該親引けについて、親引け予定先（当該親引けによる配分を予定している者をいう。以下同じ。）の状況（親引け予定先の概要、発行者と親引け予定先との間の関係、親引け予定先の選定理由、親引けしようとする株券等の数、当該親引けに係る株券等の保有方針、親引け予定先における払込みに要する資金等の状況及び親引け予定先の実態をいう。）、当該親引けに係る株券等の譲渡制限、発行条件に関する事項、当該親引け後の大株主の状況、株式併合等の予定の有無及び内容、その他参考になる事項を、有価証券届出書又は発行登録書の提出後において適切に公表すること。
- 三 当該募集に係る払込期日若しくは払込期間の最終日又は当該売出しに係る受渡期日から180日を経過する日まで継続して所有することの確約を、主幹事会員（引受規則第2条第9号に規定する主幹事会員をいう。以下同じ。）が親引け予定先から書面により取り付けること。

3 (略)

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

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

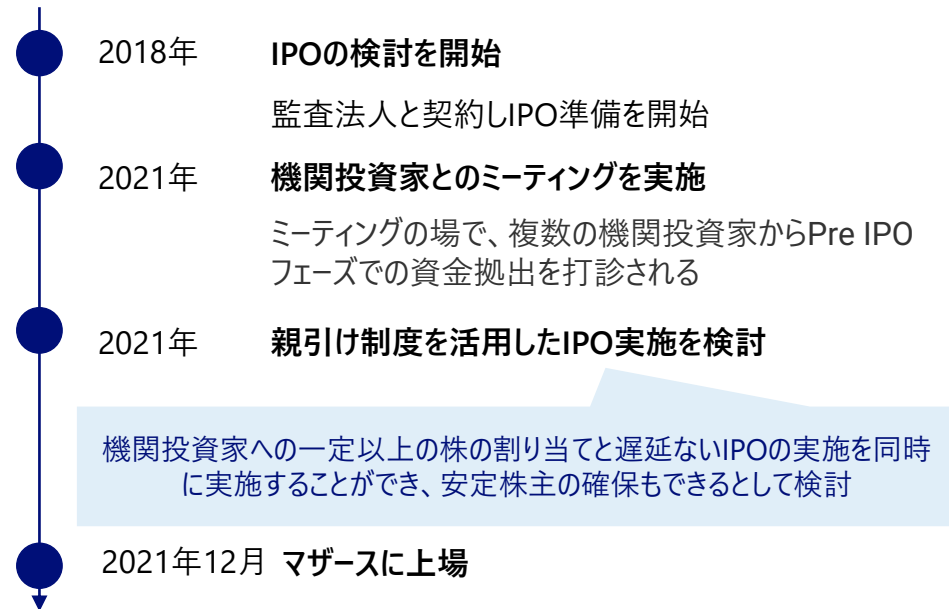
(2)-① IPOファイナンスの現状/課題 | (b) コーナーストーン、親引け制度

セーフィーは、親引け制度を活用して、2社の海外機関投資家に多くの株を割り当てる形での上場に成功した

資金調達の概要

企業名	セーフィー
企業価値評価額	1,646億円（IPO時初値・2019年12月） 949億円（2021年12月17日終値）
事業概要	クラウド型映像プラットフォーム「Safie」の開発・運営
調達形態	親引け制度を活用したIPO
調達日	決議日：2021/8/25 発行価格等決定日：2021/3/25-29 株式払込日：2021/11/1 株式受渡日：2021/9/29
調達額	オフリングサイズ：約104億円 差引手取概算額：約15億円
共同主幹事証券会社、ブックランナー	SMBC日興証券、みずほ証券
資金調達の目的	人材確保/オフィススペース拡張/広告宣伝費/ 借入金返済/海外展開準備

セーフィーのIPOの推移



親引け活用で感じた課題

- ・ ルールがあいまいなことが課題。誰が決めていて、どこまでがOKなのかわからない
- ・ 目論見書として公に文書を出す際に、公的なコミットメントや公式な書類が無い

日本証券業協会は、2021年度の「公開価格の設定プロセスのあり方等に関するワーキング・グループ」について、親引け制度活用環境整備に関して、以下2つの方向性を示している。

日証協「公開価格の設定プロセスのあり方等に関するワーキング・グループ」報告書より抜粋

⑨機関投資家への割当及び開示

【有価証券届出書の開示例の紹介】

届出前勧誘に該当しない場合であって、機関投資家から発行会社に対し IPO が行われる場合には配分を希望する旨の申し出があり、発行会社が主幹事証券会社に当該機関投資家に対する配分の指示を行った場合における有価証券届出書及び訂正有価証券届出書の開示内容（機関投資家の名称、親引けの理由、配分上限等の開示）について、開示例を紹介することが考えられる。

【親引けガイドラインの改正】

発行会社の指示によりコーポレートガバナンス向上や企業価値向上に資すると考えられる機関投資家に割当てることが可能となる場合を明確化するため、親引けガイドラインを改正し、親引け可能な例示を追加することが考えられる。

価格形成において、海外ではブックビルディング以外の選択肢も採用されている

- 我が国のブックビルディングでは、慣習により、投資家が仮条件レンジの外で希望価格を申請できない仕様になっており、ブックビルディングの結果を踏まえて決定される公開価格も必ず仮条件レンジ内で設定される

公開価格の設定方法（例）

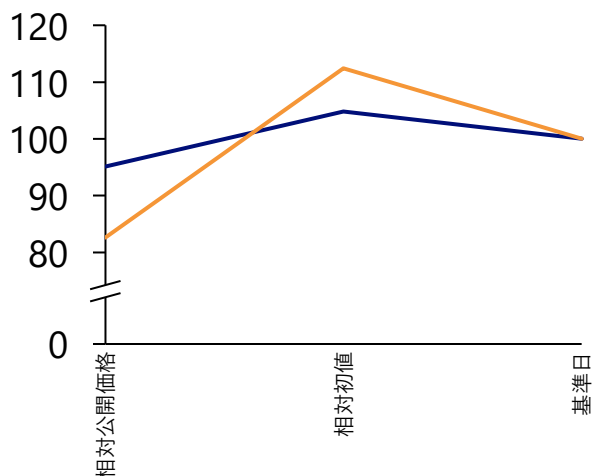
	ブックビルディング	部分入札方式	ユニファイド・オークション	ダイレクト・リスティング
入札の手順	主な機関投資家の意見に基づいて決定（引受証券会社の裁量で決定）	投資家が一定期間内に希望価格を入札	機関投資家に希望価格と数量を調査	引受証券会社を介さず、発行体自らが既存株を売り出す
値決めの基準	機関投資家への需要調査に基づき、仮条件レンジ中で設定	入札結果に基づいて、証券会社と発行企業が議論し、ディスカウントした上で価格設定する	入札時の最多価格	市場の投資家の需要
特徴	配分に柔軟性がある一方、株数の実需が想定を下回るリスクあり	発行体と引受証券会社が最多価格帯を確認しながら、協議の上価格を調整	同左	上場直後の既存株主による売却に対して規制（ロックアップ）が無い
事例	・ 日本や米国における、ほぼ全てのIPO	・ 1997年8月までの国内IPOにおける de facto スタンダード	・ Airbnb ・ Unity Software ・ DoorDash	・ Spotify ・ Slack

入札方式がブックビルディング方式と比して、 引受手数料と過小値付けを考慮したトータルコストで有利な手法との指摘も存在

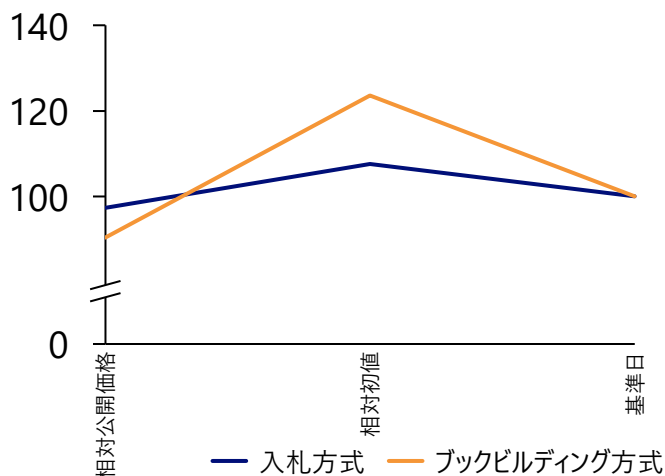
- 過去研究では、日本においてブックビルディング方式を選択した62%の企業が入札方式を選択した方が有利であったとの指摘も存在
- 特に、値付けという観点では、ブックビルディング式よりも入札方式の方が適正に値付けされているような傾向もみられる

入札方式別の相対価格の推移（平均値）

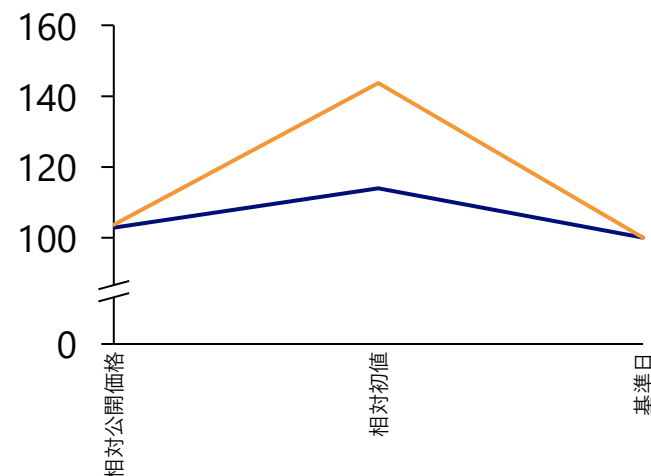
20営業日後の終値を基準にした場合



60営業日後の終値を基準にした場合



120営業日後の終値を基準にした場合



備考）価格決定方式別に、初約定日から20,60,120営業日後の終値を基準（100）として、公開価格と初約定日終値の相対価格を計算し、平均値としてプロット
公開価格は公開日から7営業日前のジャスダック指数の終値で、初値と基準日の終値は各々の時点でのジャスダック指数の終値でデフレートしている

出所）池田・金子（2015）「ブックビルディング方式は本当に優れてるのか-IPOの価格決定方式に関する比較再検討-」三田商学研究

米国の発行体の一部は第三者を価格形成や配分へ関与させている

- 2003年時点の米国において、IPO価格決定のプロセス透明化のために、取締役会の中に第三者により構成されるIPO価格決定委員会の設置を発行体へ要請

米国におけるIPO価格決定プロセスの透明性向上

ニューヨーク証券取引所・全米証券協会が設置した諮問委員会の指摘

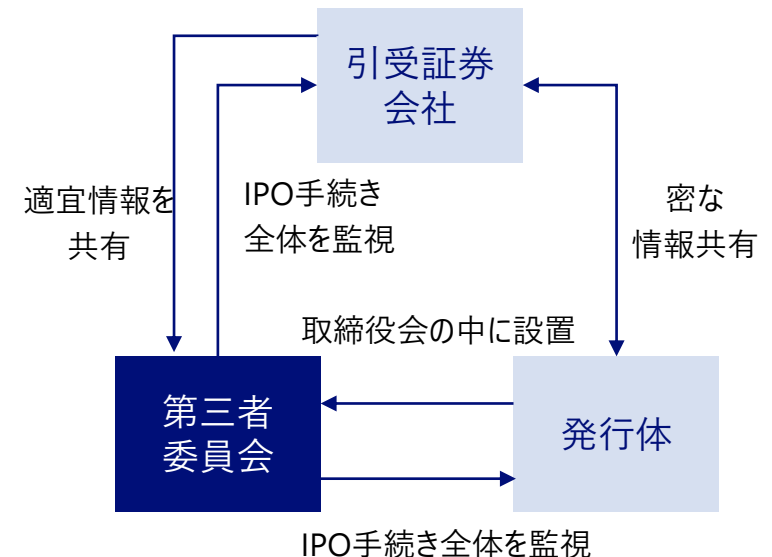
発行体への
要請

- IPO価格決定に関する委員会を取締役会の中に設置するように義務付け
- 委員会では下記を始めとして、IPO手続き全体を監視
 - 引受証券会社及び自社の経営陣から定期的に報告を受け、勧誘期間中の注文状況と最終価格決定のレビュー
 - 最終的な株式の割り当てのレビュー

引受証券会社
への要請

- 勧誘期間中の投資家の反応をIPO価格決定委員会と適宜共有
- 最終的な株式割り当ての結果を発行体に報告
- 割当決定プロセスに対する信頼回復のため、証券会社と発行体との情報共有が必要と指摘

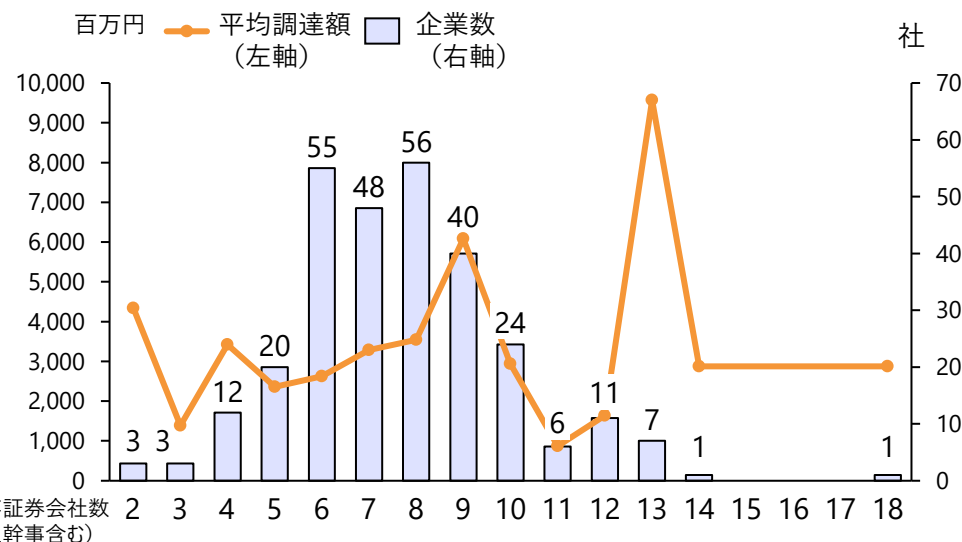
第三者委員会の仕組み



IPOの調達額の大小と幹事証券の数に緩やかに相関している

■ 幹事証券会社を6社～9社採用しているIPOが281社中194社。

マザーズ上場企業の調達額平均



証券会社との関わり方に関する意見

“

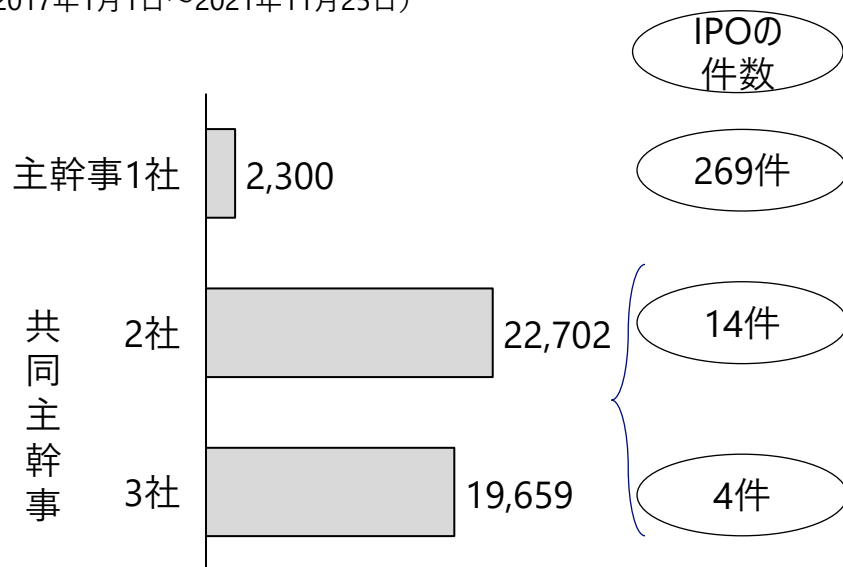
- 主幹事証券会社が1社の場合、証券会社が提示した内容を鵜呑みにしやすいが、私の場合複数の幹事証券会社がいたのでセカンドオピニオンを受けることができた。（上場スタートアップIR担当者）
- 主幹事証券会社が1社の場合、価格の決め方が不透明になりがちである。（上場スタートアップ財務担当者）
- 発行会社は初めてのIPOなので、証券会社の言いなりになることが多かった。そのために発行会社に証券会社出身の人を、発行体自身又はVCで用意してサポートするべき。（VC担当者）
- 公開価格を決めるときに発行体は知識が無く、証券会社に言いこめられてしまうことが多い。（大学教授）

共同主幹事は調達額が一定以上のIPOに限られる

- 複数の証券会社を共同主幹事として選定している会社は、一般的に数百億円規模の調達を見込んでいる
- 他方、共同主幹事証券会社の有無は、公開価格の適切な価格付けに対して機能しているようには見えないとの分析も存在

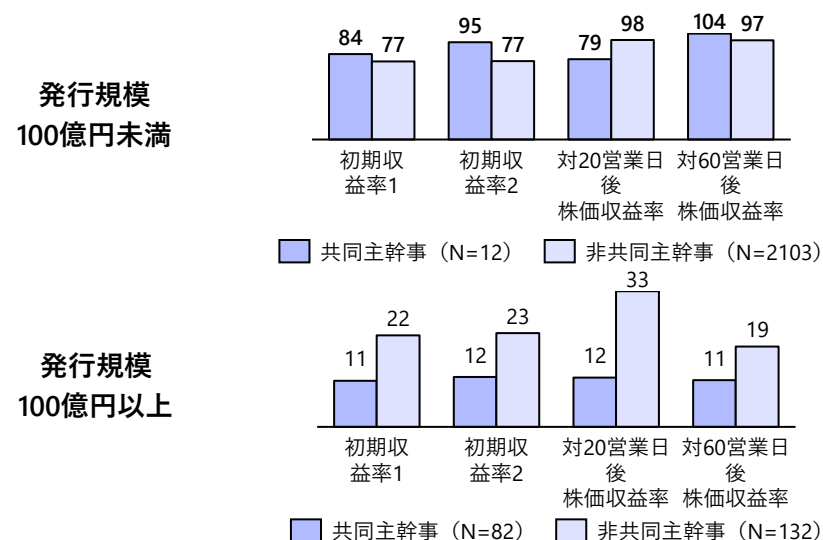
東証マザーズ上場企業 IPO時の調達額（百万円、平均値）

（2017年1月1日～2021年11月25日）



共同主幹事の有無による株価収益率の差異

発行規模をコントロールすると共同主幹事の有無による株価収益率の差異は見られず、公開価格の適切な価格付けに対して機能しているとは判断しづらい



初期収益率1：「公開価格」対「初値」
初期収益率2：「公開価格」対「初日終値」
対20営業日後株価収益率：「公開価格」対「20営業日後終値」
対60営業日後株価収益率：「公開価格」対「60営業日後終値」

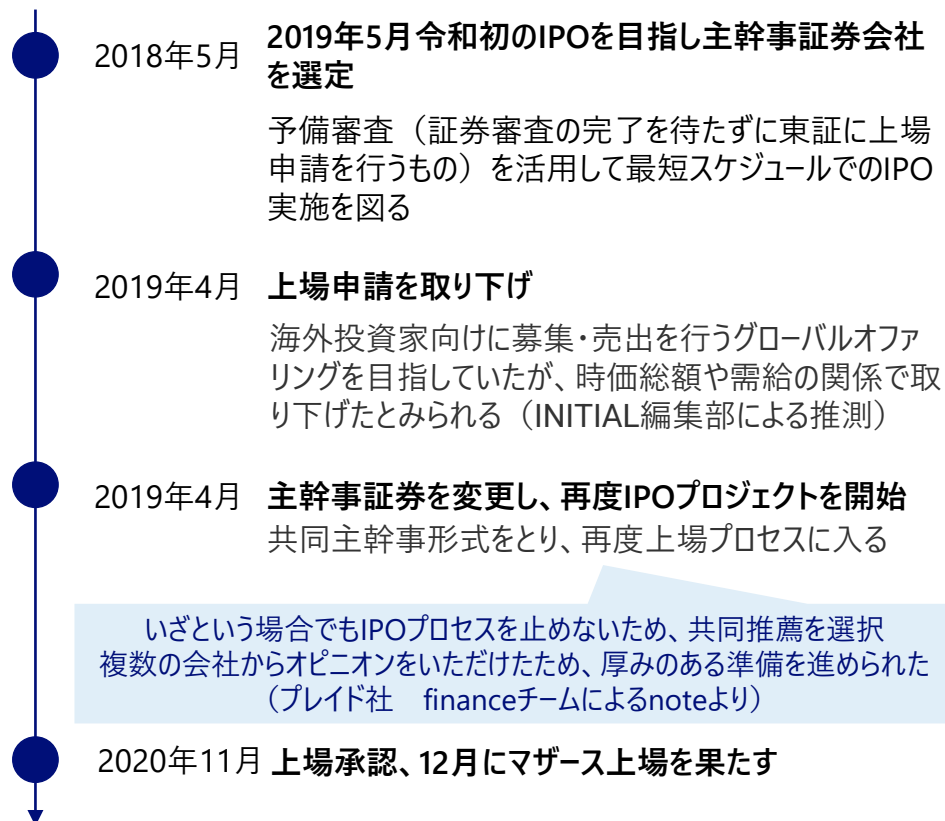
分析サンプル：1997-2020年の日本におけるIPO

プレイド社はグローバルオフリング実施に際して主幹事証券会社を変更

- 自社のIPO戦略に基づいて主幹事証券会社を選択するうえでは、発行体として主幹事を変更するオプションを持っておくことが有益となるケースも存在

プレイド社のIPO戦略

企業名	プレイド
企業価値評価額	1,178億円（IPO時初値・2020年12月）
事業概要	CXプラットフォーム「KARTE」の開発・運営 CX特化型メディア「XD（クロスディー）」の企画・運営 EC特化型メディア「Shopping Tribe」の企画・運営
IPO形態	グローバルオフリング
調達日	2020年
調達額	約22億円
共同主幹事証券会社	みずほ証券、BofA証券



(2)-① IPOファイナンスの現状/課題 | その他の論点

海外機関投資家を確保する意義は大きい。一方で、グローバルオフリングを活用するうえで課題が多く、現状実施されている件数は少ない

海外投資家を確保する意義

革新的な企業の 株価適正化

- 北米投資家等各分野の専門家にアクセスできるため、多様な類似企業に基づいた適正な企業価値評価が可能になる
(例：ユーグレナを食品企業としてだけでなくSAF企業として評価できる)

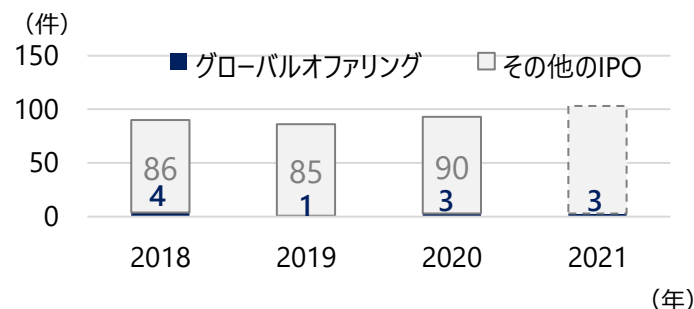
上場後株価 乱高下の抑制

- 海外機関投資家は、初値で売り抜ける可能性が相対的に低いとされる

発行体の 持続的成長

- 多様な投資経験に基づく助言を受けることができる
- また、発行体が海外市場参入支援を受けることができる可能性

グローバルオフリングの現状



グローバルオフリングの課題

チーム アップ

東証の上場審査に加え、英語の準備も必要となるので、マンパワーが必要

コストの 負担

数億円単位で追加費用が発生する

監査報告書の 準備

グローバルオフリングでは、上場前3期分の監査報告書が求められる可能性もある

(2)-② インパクト投資の現状

一部の国内ファンドは社会的インパクト、環境への影響を投資判断の材料としている

- 国内ではインパクト投資ファンドや、インパクト投資に資する活動（例：金融機関21社が署名した「インパクト志向金融宣言」）が台頭している

インパクト投資に関連する用語の定義

用語	定義
インパクト	事業や活動の結果として生じた、社会的・環境的な変化や効果（短期、長期間わない）
社会的インパクト評価	社会的インパクトを定量的・定性的に把握し、事業や活動について価値判断を加えること
インパクト投資	財務的リターンと並行して、ポジティブで測定可能な社会的及び環境的インパクトを同時に生み出すことを意図する投資行動

国内のインパクト投資ファンド（例）

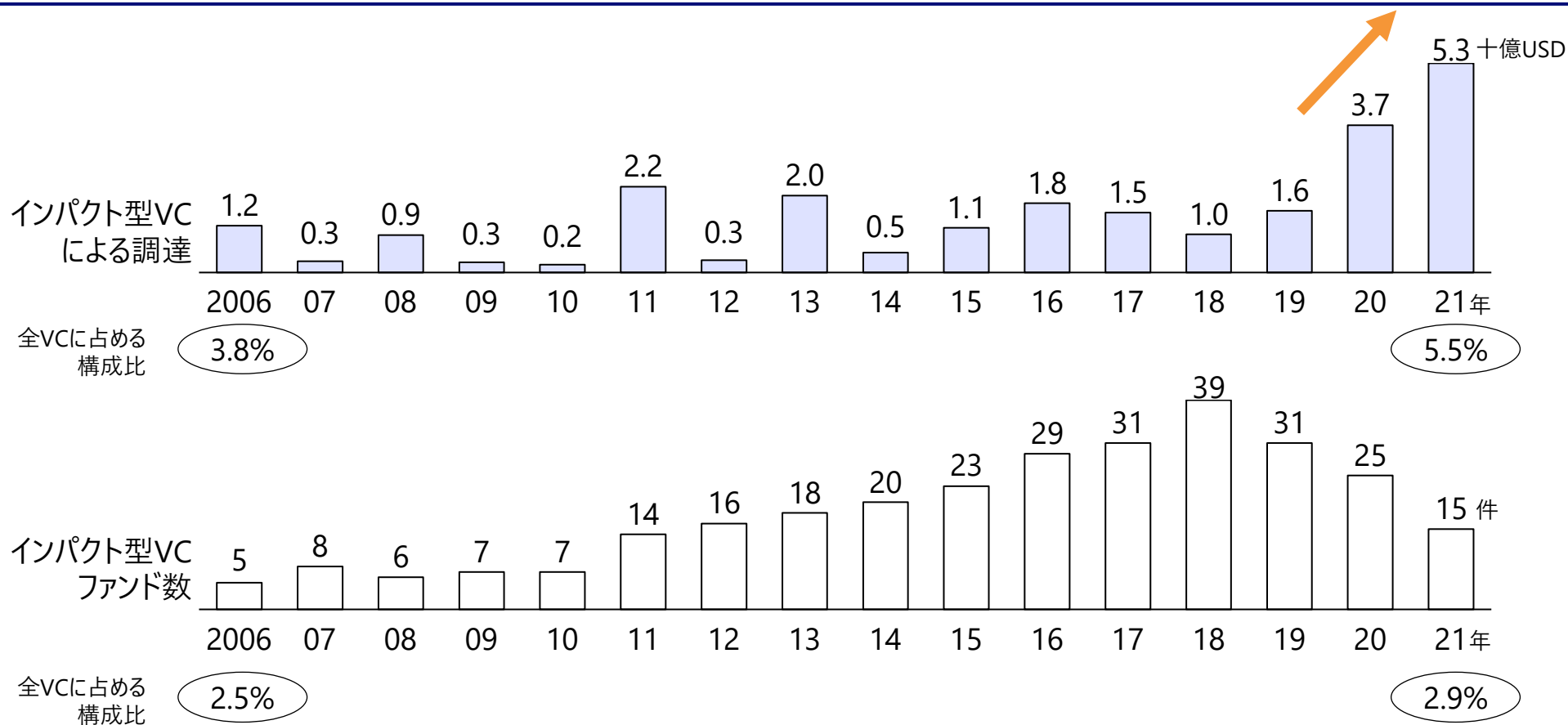
名称	運用額	投資分野	主な投資先
リアルテックファンド3号	100億円	地球の課題を解決する研究開発型企業	テラ・ラボ（ドローン開発）
日本インパクト投資2号	36億円	仕事と子育て・介護の両立など新しい働き方を提案する企業	エール（人材開発支援）
GLINインパクトキャピタル	10億円	少子高齢化、女性の社会進出の遅れなどの課題に挑む企業	今後投資先を決定
KIBOW社会投資ファンド2号	5億円	気候変動問題の解決、多様性のある社会の構築に挑む企業	マナビー（障害者の就労支援）
MPower Partners Fund	165億円	テクノロジーが牽引する持続的生活領域に挑む企業	UniFa（保育士DX）

(2)-② インパクト投資の現状

国外ではインパクト型VCの存在が増している

■ ファンド数の減少とは対照的に調達額が増えており、インパクト投資の規模が伸びていることを示唆している

米国のインパクト型VC



(2)-② インパクト投資の現状

LPやGPが投資対象の社会的インパクトを評価する方法は、多種多様である

If you do any impact investment work, how do you measure impact?

	Standard framework	Custom framework
	インパクト評価に用いる 標準的 なフレームワーク	インパクト評価に用いる 独自 のフレームワーク
LP	CO2 emissions; GIIN (IRIS+); PRI; GRI; UN SDGs; SBTI	Qualitative framework; human centric/eco-friendly criteria; client-specific criteria
GP	Impact Management Project (IMP); UN SDGs; B Corp/B-Lab; SASB; GIIN (IRIS+)	SDG-derived framework; helping companies set and report impact KPIs; specific metrics per industry; plotting a theory of change and tracking KPIs through life of investment
Both	HRP-Resources; B Corp/B-Lab; UN SDGs; GQG Consulting; IRIS+; IMP	Fund managers defining a set of relevant impact KPIs at each portfolio company; theory of change; using UN PRI as a basis; surveys of GPs; company-specific metrics based on IMP framing; depending deal by deal
Other	SROI; GRESB; GRI; SASB; UN SDGs; IMP; GIIN; LSTA Green; Social Loan Principles; Investment Leaders Group	Multiple parameters to capture actions and outcomes; establishing a particular KPI for each project; analyzing in a one-off manner; no official framework, but using parameters and benchmarks similar to those used in philanthropic grant making

世界各国の投資家へのアンケート調査より N = 457（回答者は主にLPとGPに所属。Otherは主にRegistered Investment Advisor）

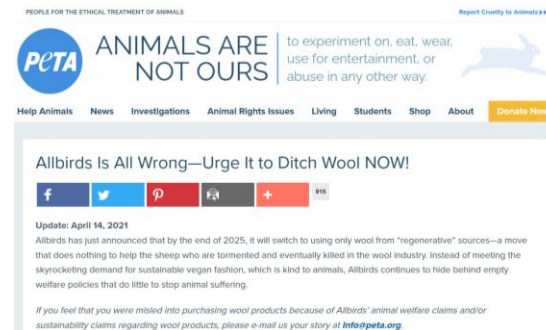
特にGPは独自のフレームワークに沿ったインパクト評価を行っており、投資対象各社の状況を踏まえたインパクト評価を行っていることを示唆している

(2)-② インパクト投資の課題

環境インパクトなどの説明責任は一定のハードルとなる

- サステナブルな靴を製造・販売している米AllbirdsはSECの反対をうけ、自社が標榜する「サステナブル株式公開（SPO）」を断念した

用語	Allbirds目論見書 (2021年8月)		Allbirds目論見書 (2021年10月 修正版)
「ESG」	100回以上	→	75回
「SPOフレームワーク」	65回	↘	33回



目論見書における環境に関する情報が不足していたり、投資家をミスリードするということを当局、NGOや投資家が指摘

1. はじめに

2. 事業内容

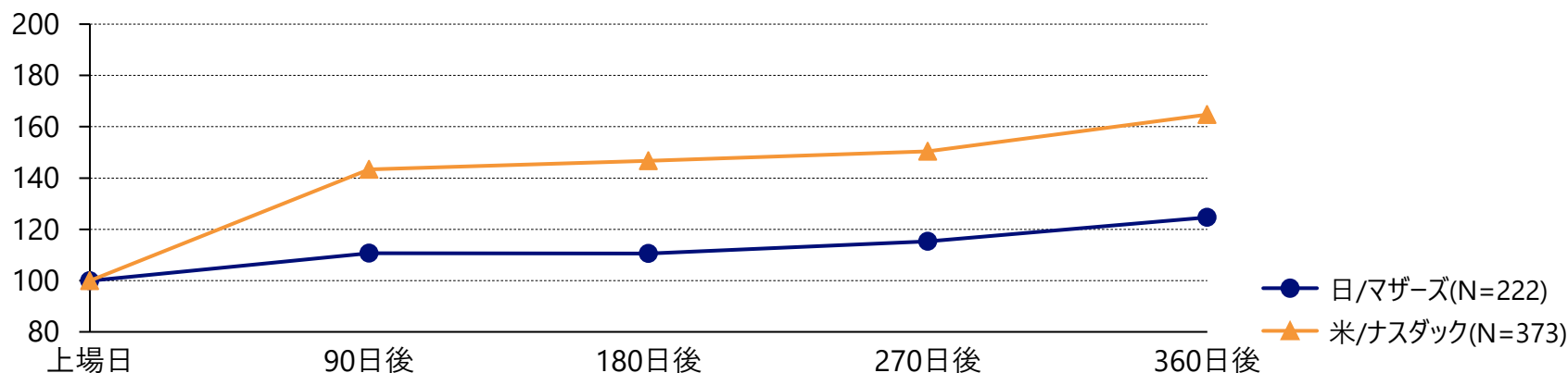
- Pre-IPOファイナンスに係る調査・検討
- IPOファイナンスに係る調査・検討
- **Post-IPOファイナンスに係る調査・検討**
- ガイドンスの作成
- 研究会の実施

3. 今後の検討に向けた論点

(3)Post-IPOファイナンスの現状

マザーズと比較してNASDAQで上場している企業の方が、上場後1年間の時価総額の伸び率が高い。

日米の2017-2020年上場企業上場360日後までの時価総額推移（上場日の時価総額を100とする）



2017-2020年上場企業の調達額

	日/マザーズ	米/ナスダック
単位	(百万円)	(百万USD)
最小	130	3
中央値	1,175	100
最大	122,142	3,490
平均	3,112	195

2017-2020年上場企業の時価総額（上場時）

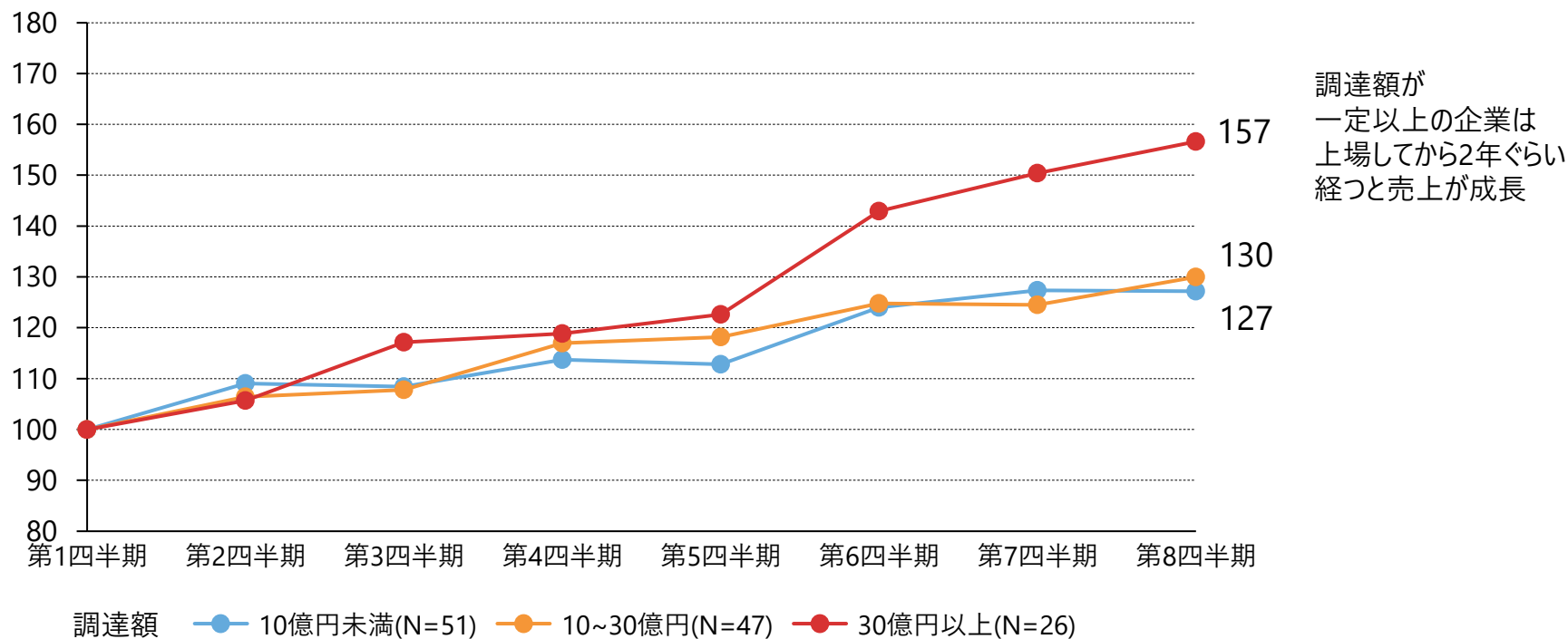
	日/マザーズ	米/ナスダック
単位	(百万円)	(百万USD)
最小	1,383	3
中央値	13,058	452
最大	717,256	85,125
平均	24,061	1,569

注）日米ともにSPAC・金融業界に所属する上場ベンチャーは集計から除く

(3) Post-IPOファイナンスの現状

日本のマザーズ市場においては、IPO時の調達額の大きい企業の方が上場後2年の成長率が高い

2017-2019年のマザーズ上場企業の売上高（第1四半期の売上を100とした場合の推移、中央値）



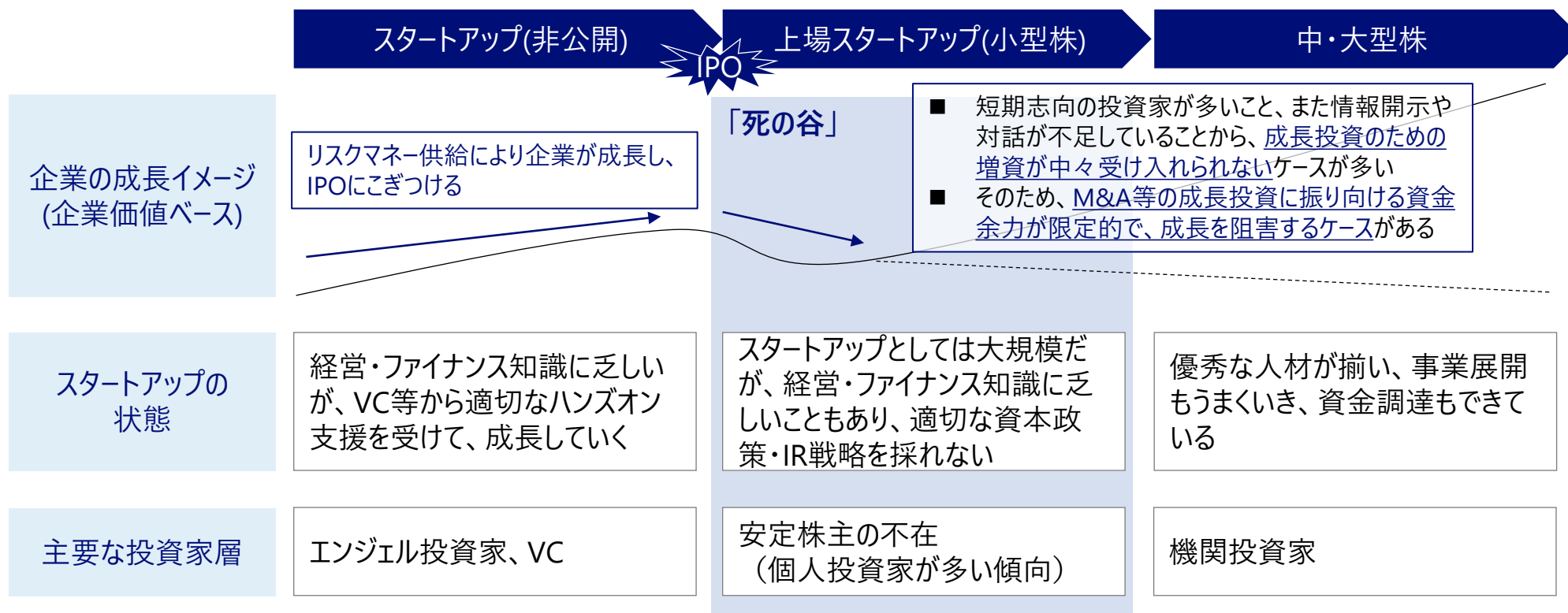
注) 金融業界に所属する上場ベンチャーは集計から除く

(3)Post-IPOファイナンスの現状

Post-IPO期ではスタートアップにおける資本政策・IR戦略に課題があり、投資家層も薄いことから、成長投資が進まず、企業価値の成長が滞る「死の谷」となっている。

上場スタートアップにおける「死の谷」

- IPO以前、IPO時の資金調達に係る課題をクリアしても、上場後の成長投資に係る資金調達に苦労するケースが存在する。
- 上場したと言っても、まだ事業リスクが高く、積極的に投資が必要となることも多い一方、適切なリスクマネーの供給者や経営支援の提供者が現状では十分でないことも多い。



(3)-② 多様な資金調達手段活用の現状

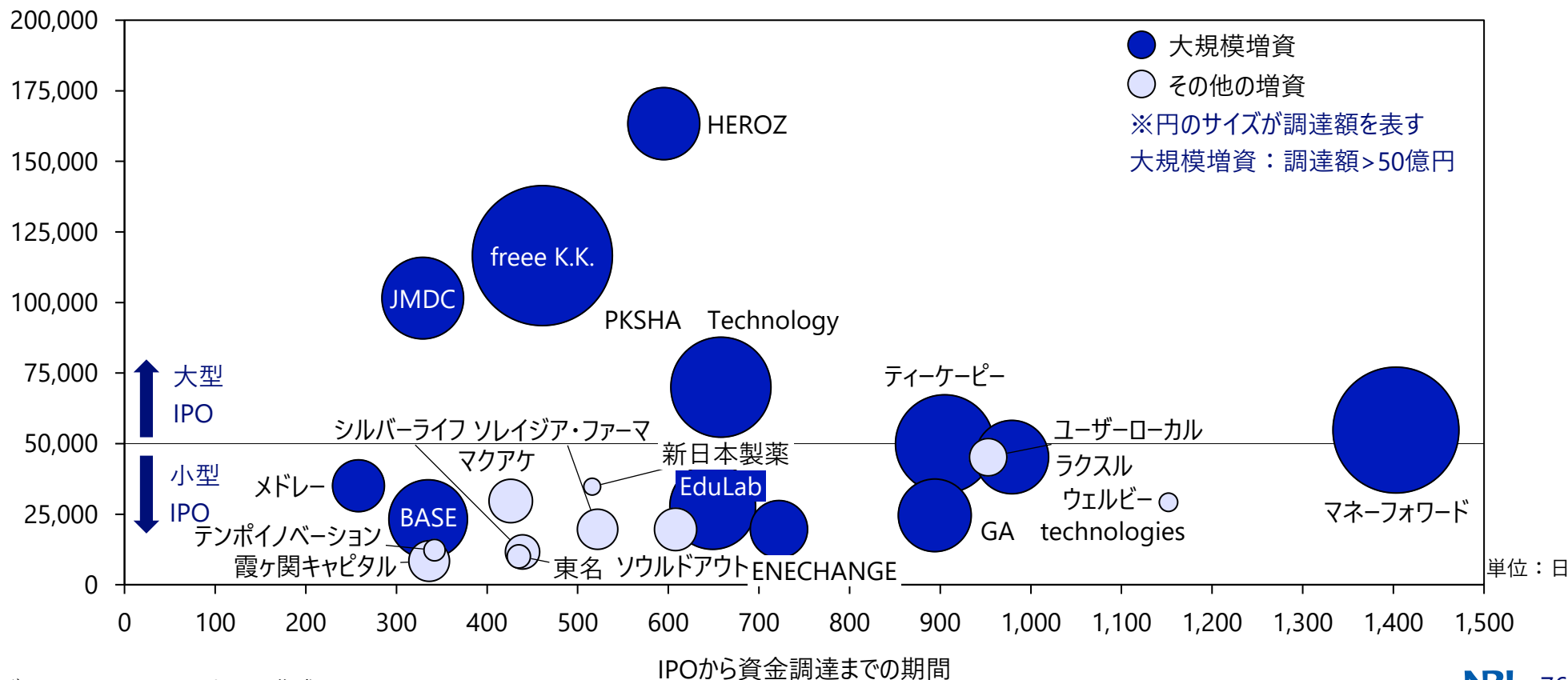
大型IPOを経た企業では、早期の公募増資による大規模調達も比較的容易と考えられる。
一方、小型IPOでも大型公募増資を実現させている上場スタートアップが存在している。

近年の上場スタートアップによる公募増資

単位：百万円

*2017年～2021年11月までにマザーズ上場して公募増資を実施した企業のみを抽出

時価総額（IPO時・初値）



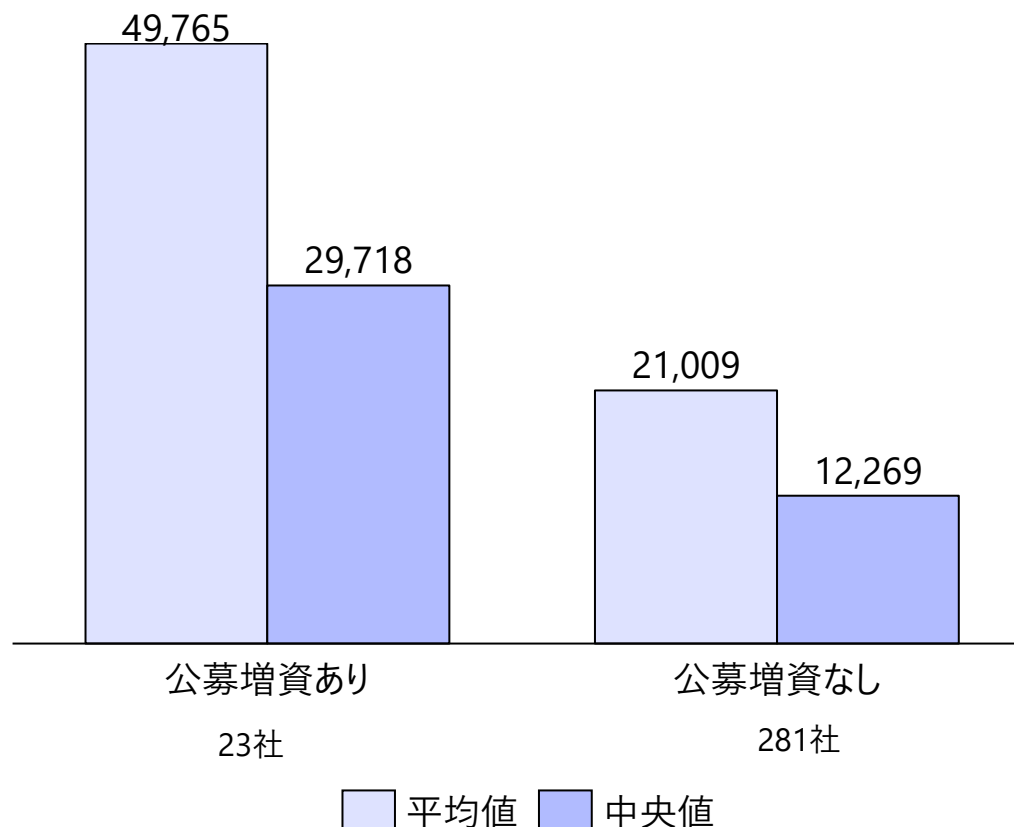
(3)-② 多様な資金調達手段活用の現状

上場後公募増資を行った企業は少ないものの、
IPO時の時価総額が大きい企業ほど公募増資を実施している傾向にある

公募増資実施有無によるIPO日の初値の比較

*2017年～2021年11月までにマザーズ上場して公募増資を実施した企業のみを抽出

単位：百万円



(3)-② 多様な資金調達手段活用の現状

直近の上場後数年における事例を見ると、数は多くないものの、多様な調達手段が見られる。
大規模調達には公募増資、小規模調達は借入やMSワラントを用いる傾向

近年の上場スタートアップによる調達事例（一部） ※時価総額は調達時点、単位は百万円

調達時期	会社名	業種	時価総額	調達手段	差引手取概算額	調達目的
2019年6月	Mercari	EC	480,051	借入	500億円	運転資金充当
2019年7月	PKSHA Technology	ソフトウェア(AI)	179,667	公募増資(国内+海外)	198億円	研究開発・ソフトウェア開発資金、設備投資資金、のちにM&A資金
2019年11月	Sansan	ソフトウェア(SaaS)	118,024	借入	50億円	M&A原資
2019年12月	HEROZ	ホームエンターテイメント(AI)	90,647	公募増資 ※東証一部上場変更の発表と同時	38億円	人材採用、設備投資(サーバ等)
2020年3月他	global bridge HOLDINGS	toC サービス	4,740	借入	総額14.3億円	設備投資、資本提携や運転資金への充当
2020年6月	Serverworks	ITサービス(SaaS)	62,003	MSワラント	73億円	M&A及び資本業務提携の原資、人材獲得・育成への投資
2020年6月	Kudan	ソフトウェア(AI・ドローン)	37,743	MSワラント	50億円	財務健全化、事業開発の強化、研究開発の強化
2020年9月	BASE	インターネットPF	207,092	海外公募増資(ABB)	123億円	広告宣伝、人員増強、運転資金、M&A等の投資
2020年12月	Delta-Fly Pharma	バイオテクノロジー	7,649	MSワラント	14億円	研究開発費
2021年2月	Makuake	クラウドファンディングPF	106,240	海外公募増資(ABB)	38億円	広告宣伝、人件費、システム開発、M&A等の投資
2021年3月	freee	ソフトウェア(SaaS)	544,470	海外公募増資(144A, Reg S)	350億円	プラットフォーム・M&A投資、広告宣伝費、人件費
2021年4月	SHIKIGAKU	HR	14,240	MSワラント	20億円	運転資金確保
2021年5月	AI inside	ソフトウェア(AI)	115,360	借入	15億円	運転資金充当
2021年6月	Chatwork	ソフトウェア(SaaS)	38,942	借入	5.1億円	M&A原資
2021年6月	Mercari	EC	821,849	CB(転換社債型新株予約権付社債)	500億円	マーケティング費用、運転資金、投資資金
2021年11月	Neural Pocket	データ(AI)	41,315	MSワラント	36億円	運転資金
2021年11月他	Port	メディア・サービス	11,924	借入	総額30億円超	M&A原資

(3)-② 多様な資金調達手段活用の現状

freeeは潜在的なM&Aを目的とした数百億円規模の海外公募増資を実施した。
投資家や証券会社と議論を尽くし、各種課題を乗り越えて、ベストな調達手法を選択した

資金調達の概要

企業名	freee
企業価値評価額	1,166億円（IPO時初値・2019年12月） 3,567億円（2021年12月7日終値）
事業概要	クラウド型会計・人事労務ソフトを開発。主要顧客は個人事業主や中小企業。自動化機能に特徴
調達形態	海外公募(Rule 144A, Reg S)
調達日	決議日：2021/3/22 発行価格等決定日：2021/3/25-29 株式払込日：2021/4/6 株式受渡日：2021/4/7
調達額	オフリングサイズ：約407億円 差引手取概算額：約368億円
共同主幹事証券会社、ブックランナー	Morgan Stanley, Merrill Lynch, Daiwa
資金調達の目的	将来の成長に向けた潜在的なM&Aが主な資金用途



今後の中長期的な成長に向けた、サービス・機能の強化・拡大を行うためのM&A等を機動的に行える財務的柔軟性を確保
freee 原ファイナンス統括

海外公募増資を選択した理由

手法	評価	理由・概要
エクイティ調達	○	様々なハードル（後述）は存在したが、freeeのような上場SUにおいてはベストな資金調達手段と判断
新株予約権付社債(CB)	×	日本においては、 <u>債務超過となった場合のペナルティ(上場廃止基準への抵触等)が大きく</u> 、そのリスクをステークホルダーに転嫁することはできないと判断
デット調達	×	先行投資フェーズにあり、 <u>自己資本や営業CFの小ささから、一定以上の規模のブリッジローンの提供を銀行に期待できなかった</u> ため、エクイティ調達が必要と判断

課題と打ち手

課題	打ち手
投資家の希薄化懸念	これまでのトラックレコードや、資金調達の必要性、資金用途及び今後の成長戦略を伝え、投資家と議論することで、 <u>本資金調達の必要性・意義を腹落ちしてもらった</u>
資金用途に関する日証協ガイドライン	一般的に潜在的M&Aを用途とする公募増資は難しいと考えられている*が、 <u>証券会社と徹底的に議論を行い、ガイドラインに準拠する形で各証券会社に受け入れてもらった</u>
北米投資家への対応	北米投資家のfreee浮動株保有比率は高いため、最も手続き負担の高い英文目論見書あり144Aというフォーマットを選択。 <u>必要性が高かったことに加え、負担に耐えうるコーポレート体制が存在。</u>

※日証協「有価証券の引受け等に関する規則」第20条等

(3)-② 多様な資金調達手段活用の現状

メルカリはエクイティ調達・デット調達双方の短所を補完できるCBでの調達を実施。
経営層と議論を尽くして条件を設定し、少ない人的リソースで各種手続きを完遂した

資金調達の概要

企業名	メルカリ
企業価値評価額	6,767億円（IPO時初値・2018年6月） 10,446億円（2021年12月7日終値）
事業概要	フリマアプリ国内首位。販売手数料が柱。スマホ決済「メルペイ」事業、米国フリマ事業強化中
調達形態	CB(転換社債型新株予約権付社債) ユーロ円建・5年満期/7年満期 欧州及びアジアを中心とする海外市場 (但し、米国を除く。)における募集
調達日	社債発行日：2021/7/14
調達額	250億円（年限：5年） 250億円（年限：7年）
共同主幹事証券会社、ブックランナー	Morgan Stanley, Goldman Sachs, Mizuho, SMBC Nikko, Daiwa
資金調達の目的	借入金の返済、人材採用・マーケティング費用、関連サービス拡大の運転資金、新規事業創出の資金

CBを選択した理由

手法	評価	理由・概要
公募・第三者割当増資	×	当時の株価では、希薄化の観点から満足いくエクイティファイナンスができないと考え不採用
転換社債	○	希薄化の影響を抑え、ワラント部分を活かすことで支払利息抑えた調達が可能
借入・社債	×	借入も活用しているが、長期投資を考えた場合に年限や調達額等で転換社債に優位性があり、一部借入金を返済し転換社債を発行

課題と打ち手

課題	打ち手
アップ率の設定 (参照株価vs転換価額)	日本市場の一般的な水準（20-30%程度の設定が多い）にとられず、グローバルテックの水準をベンチマークとして、54.99%という条件を設定。経営層と綿密なすり合わせを実施。
タイミングが限定的	CBマーケットの盛況に加え、決算発表やM&A等によってタイミングが左右されるため、2か月と短い準備期間ながらCBによる資金調達を実施
対応リソース不足	ファイナンスチームの人員数は少なかったものの、役割分担を明確化し、権限移譲することで負担を最小化。

“ 長期にわたり、機動的に使える資金をもう少し確保しておくべきとなった
メルカリ 佐藤Financeチームマネージャー

(3)-② 多様な資金調達手段活用の現状

ENECHANGEはスモールIPOながらも上場後に大規模公募増資を実施。
流動性担保の観点から個人投資家にも割り振り、簡易資料作成やインターネットRSを行った

資金調達の概要

企業名	ENECHANGE
企業価値評価額	138億円（IPO時初値・2020年12月） 585億円（2021年12月30日終値）
事業概要	脱炭素社会の実現に向けた「エネルギーテック」企業。家庭・法人向けの電力・ガス切り替えプラットフォームを展開。電力・ガス会社向けデジタルマーケティング支援・データ解析SaaSも併行。
調達形態	新株発行、売出し、OAによる売出し
調達日	決議日：2021/11/26 払込日・割当日：2021/12/13,14
調達額	手取金概算額：約39億円
共同主幹事証券会社	SBI証券、クレディ・スイス証券
資金調達の目的	広告宣伝費、サービス拡充費用、データ事業投資等

公募増資における工夫

取組み	詳細
機関投資家だけでなく、個人投資家にも売出	中長期目線の投資家確保という観点から、海外機関投資家等にも多く割り振る一方で、流動性確保のために個人投資家にも一定程度割り振り。個人：機関投資家の比率は5割：5割程度を想定
主幹事証券の選択	上記の分配戦略に基づき、個人投資家に割り振るためにSBI証券を主幹事に設定。一方で、ジョイントブックランナーとしてはクレディ・スイス証券を選択し、事業価値の価値を理解した上で中長期で保有してくれる機関投資家からの調達を確保する意図
個人投資家とのコミュニケーション	個人投資家に経営戦略を理解してもらうため、簡易的な参考資料を作成し、公開。また、SBI証券のウェブサイト上でインターネットロードショーを実施し、説明を尽くした。どちらもあまり例がない事例

“

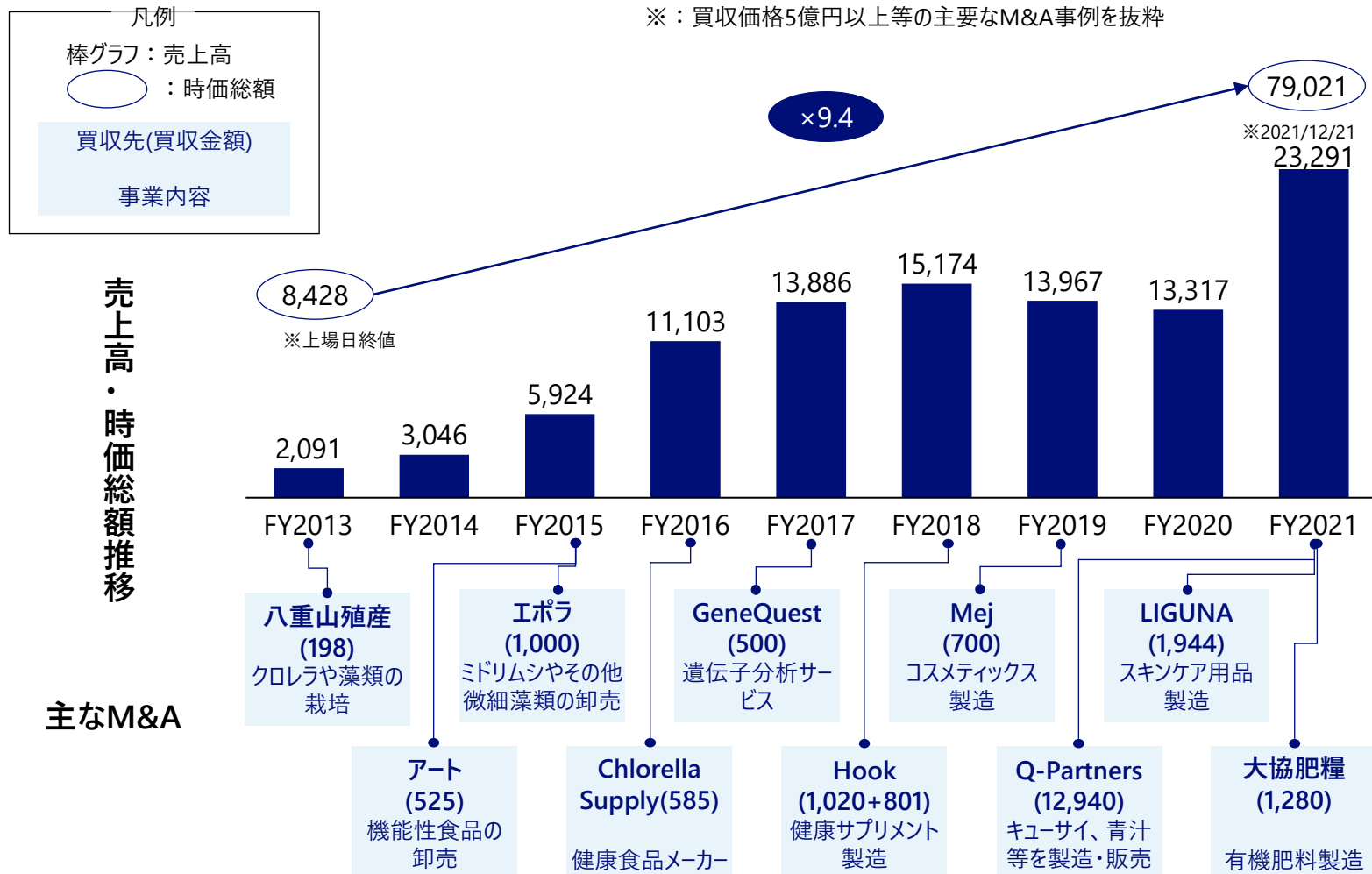
本件ファイナンスを「成長へのセカンドステップ」と定義。プラットフォーム事業のユーザー獲得施策の強化、データ事業における海外企業への出資やEV充電インフラサービスへの投資など、成長投資のタイミングであると判断
ー投資家説明資料

(3)-③ M&A実施のための公募増資の現状

ユーグレナは自社の事業領域を強化・補完する形で、類似分野における非上場SUを含む企業に対してM&Aを実施、売上成長や企業価値の向上に貢献しているものと考えられる

ユーグレナの売上高・時価総額推移及びM&A沿革※

単位：百万円



(3)-③ M&A実施のための公募増資の現状

DeNAやメルカリ等、成長した上場SUが、 類似分野を含む非上場SUにM&A等で投資していく事例が散見される

DeNA及びメルカリによるM&A事例（買い手のみ）

公表日	買い手	対象	区分	取得価格(百万円)	概要
2019年2月	DeNA	Lafool	増資	700	メンタルヘルス関連技術開発等を行うlafool社に増資
2019年7月	メルカリ	鹿島アントラーズ・FC	買収	1,597	日本製鉄から61.6%買収、ブランド価値向上や顧客基盤拡大が目的と発表
2019年7月	DeNA	Nature	マイノリティ出資	500	家電コントロールを行うIoT製品を開発するNature社に出資（VCと共同出資）
2019年10月	DeNA	Vivid Garden	マイノリティ出資	200	有機野菜デリバリーを行うVivid Garden社にVCらと共に出資
2019年12月	DeNA	Justincase	マイノリティ出資	1,000	ビッグデータを活用した少額短期保険を提供するJustincase社に出資（VC、ファンド等と共同出資）
2020年6月	メルカリ	Origami	買収	0	財務状況悪化により資金調達が難しく、メルバイ機能との統合を見据えてメルカリが買収
2020年8月	DeNA	データホライゾン	マイノリティ出資	1,534	ジェネリック医薬品通知サービスを展開するデータホライゾンの少数持分を取得
2020年10月	メルカリ	(株)みーつけあ	マイノリティ出資	不明	オンライン看護ケアプラットフォームを提供するみーつけあ社に少額持分出資（VC等と共同出資）
2021年2月	DeNA	スポーツクラブ相模原	マイノリティ出資	不明	スポーツ業界におけるビジネス拡大を目的として、少数持分取得
2021年7月	DeNA	Nippontect Systems	買収	3,338	認知症医療システム等を開発する日本テクトシステムズを買収
2021年7月	DeNA	IRIAM	買収	12,026	スマートフォンにおけるライブチャットストリーミングを提供するIRIAMを買収

DeNAやメルカリのように、成長企業となった後に関連分野や注力分野の非上場企業を買収または出資する形で、リスクマネー供給を実現する企業も存在。これらの事例の再現における課題等を深掘り予定。

現状、M&Aを資金用途とする国内公募の資金調達は難しい中で、日証協では規則見直しに関する議論が始まっている

現状：M&Aを資金用途とする国内公募の資金調達は難しい

M&Aを目的とする国内公募の日証協規則

第20条 主幹事会員は、株券等の募集の引受けを行うに当たっては、（中略）当該発行者に対し調達する資金の使途等について、（中略）公表するよう要請しなければならない。

1（略）

2（前略）資金の使途がM & A（中略）である場合には、（中略）、当該M & Aを予定している分野、規模及び時期等から確認するとともに、（中略）次の各号に掲げる事項について当該発行者に対し発表資料において公表するよう要請しなければならない。

1・2（略）

3～5（略）

*日証協「有価証券の引受け等に関する規則」より抜粋

方向性：日証協では規則見直しに関する議論が始まっている

日本証券業協会は企業がM&A（合併・買収）を目的に国内で資金を調達する際の要件を緩和する。（中略）

公募増資で具体的な買収案件が決まっていないケースでは、主幹事の証券会社の引受時の審査でどの項目を確認すべきかも議論の対象にする。年内に結論を取りまとめる予定だ。（中略）

特にスタートアップ企業ではM&Aの際に手続きが煩雑な国内の公募増資に頼らず、直接海外の機関投資家から資金を得るケースが増えている。このままでは成長の見込めるスタートアップの資金を海外勢が供給する構図が定着し、国内の資本市場が活力を失いかねないとの危機感がある。（後略）

「M&A資金、供給柔軟に 日証協がルール見直しへ」日本経済新聞2022年2月2日より抜粋

1. はじめに

2. 事業内容

- Pre-IPOファイナンスに係る調査・検討
- IPOファイナンスに係る調査・検討
- Post-IPOファイナンスに係る調査・検討
- **ガイダンスの作成**
- 研究会の実施

3. 今後の検討に向けた論点

1. はじめに

2. 事業内容

- Pre-IPOファイナンスに係る調査・検討
- IPOファイナンスに係る調査・検討
- Post-IPOファイナンスに係る調査・検討
- ガイダンスの作成
- 研究会の実施

3. 今後の検討に向けた論点

下記の研究会等を実施した

研究会開催概要（敬称略）

	開催日時	参加者	アジェンダ
第1回研究会	2021年12月24日 9:30～11:00	・ シニフィアン株式会社 共同代表 朝倉 祐介 ・ ANRI株式会社 代表取締役 佐俣 アンリ ・ ENECHANGE株式会社 執行役員CFO 杉本 拓也 ・ 株式会社アトラエ 取締役CFO 鈴木 秀和 ・ 株式会社ココナラ 代表取締役会長 南 章行	1. 開会 2. 議題 I. 会議資料説明 II. 意見交換 3. 閉会
第2回研究会	2022年1月17日 14:00～15:00	・ アセットマネジメントOne株式会社 ファンドマネージャー 岩谷 渉平 ・ 一橋大学大学院経営管理研究科 教授 鈴木 健嗣 ・ モルガン・スタンレー-MUFG証券株式会社 資本市場統括本部 株式資本市場部長 鈴木 孝彰 ・ グロス・キャピタル株式会社 代表取締役社長 嶺井 政人	1. 開会 2. 議題 I. 会議資料説明 II. 意見交換 3. 閉会
第3回研究会	2022年3月10日 11:00～12:30	・ シニフィアン株式会社 共同代表 朝倉 祐介 ・ アセットマネジメントOne株式会社 ファンドマネージャー 岩谷 渉平 ・ ANRI株式会社 代表取締役 佐俣 アンリ ・ ENECHANGE株式会社 執行役員CFO 杉本 拓也 ・ モルガン・スタンレー-MUFG証券株式会社 資本市場統括本部 株式資本市場部長 鈴木 孝彰 ・ 株式会社アトラエ 取締役CFO 鈴木 秀和 ・ 株式会社ユーグレナ 取締役 代表執行役員CEO 永田 暁彦 ・ グロス・キャピタル株式会社 代表取締役社長 嶺井 政人	1. 開会 2. 議題 I. 会議資料説明 II. 意見交換 3. 閉会

下記の企業・有識者にヒアリングを実施

ヒアリング実施一覧（敬称略）

#	開催日時	ヒアリング先	参加者	アジェンダ
1	2021年11月8日	セーファー株式会社	- 同社 代表取締役社長CEO 佐渡島 隆平 - 同社 取締役CFO 古田 哲晴	親引け
2	2021年11月16日	株式会社アトラエ	同社 取締役CFO 鈴木 秀和	委員打診
3	2021年11月16日	シニフィアン株式会社	同社 共同代表 朝倉 祐介	委員打診
4	2021年11月17日	株式会社ユグレナ	- 同社 取締役副社長 永田 暁彦 - 同社 川内 明日香	委員打診
5	2021年11月18日	アセットマネジメントOne株式会社	同社 ファンドマネージャー 岩谷 渉平	委員打診
6	2021年11月18日	一橋大学大学院経営管理研究科	同大学 教授 鈴木 健嗣	委員打診
7	2021年11月22日	株式会社ココナラ	同社 代表取締役会長 南 章行	委員打診
8	2021年11月22日	グロス・キャピタル株式会社	同社 代表取締役社長 嶺井 政人	委員打診
9	2021年11月30日	米国個人投資家	Managing Partner at Bryn Capital Partners Erlend Bø	セカンダリー取引
10	2021年12月1日	元米国大手VCパートナー	Former Partner of Sequoia Capital Liu Jiang	セカンダリー取引
11	2021年12月14日	一橋大学大学院経営管理研究科	同大学 教授 鈴木 健嗣	研究会の事前レク

下記の企業・有識者にヒアリングを実施

ヒアリング実施一覧（敬称略）

#	開催日時	ヒアリング先	参加者	アジェンダ
12	2021年12月15日	モルガンスタンレー-MUFG証券株式会社	・ 同社 株式資本部長MD 鈴木 孝彰	委員打診
13	2021年12月21日	株式会社ユーグレナ	・ 同社 取締役 代表執行役員CEO 永田 暁彦	研究会の事前レク
14	2022年1月20日	モルガンスタンレー-MUFG証券株式会社	・ 同社 株式資本部長MD 鈴木 孝彰	ガイダンス作成関連
15	2022年1月20日	ハイ株式会社	・ 同社 取締役 CFO 齋藤 健太郎	ガイダンス作成関連
16	2022年1月21日	ENECHANGE株式会社	・ 同社 執行役員CFO 杉本 拓也	ガイダンス作成関連
17	2022年1月24日	スマートニュース株式会社	・ 同社 執行役員 経営企画担当 兼 ファイナンス担当 松本 哲哉	ガイダンス作成関連
18	2022年1月25日	株式会社アトラエ	・ 同社 取締役CFO 鈴木 秀和	ガイダンス作成関連
19	2022年1月16日	サスメド株式会社	・ 同社 代表取締役社長 上野 太郎	ガイダンス作成関連
20	2022年1月16日	株式会社ブレイド	・ 同社 執行役員 CFO 武藤 健太郎	ガイダンス作成関連
21	2022年1月16日	グロース・キャピタル株式会社	・ 同社 代表取締役社長 嶺井 政人	ガイダンス作成関連
22	2022年1月27日	新生企業投資	・ 同社 シニアディレクター 高塚 清佳	ガイダンス作成関連
23	2022年2月2日	株式会社 アカデミック・ギャングスター	・ 同社 代表取締役 中川 卓也	ガイダンス作成関連
24	2022年2月7日	株式会社SmartHR	・ 同社 取締役CFO 玉木 諒	ガイダンス作成関連
25	2022年2月15日	freee株式会社	・ 同社執行役員 社会インフラ企画部長 木村 康宏	ガイダンス作成関連

下記の企業・有識者にヒアリングを実施

ヒアリング実施一覧（敬称略）

#	開催日時	ヒアリング先	参加者	アジェンダ
26	2022年2月24日	合同ヒアリング	・ フェムトパートナーズ株式会社 ゼネラルパートナー 兼磯崎哲也 事務所 代表 磯崎 哲也 ・ EDiX Professional Group 江戸川公認会計士事務所 代表パートナー 江戸川 泰路 ・ 株式会社スマートラウンド 代表取締役社長 砂川 大 ・ 株式会社ユーグレナ 取締役 代表執行役員CEO 永田 暁彦	ガイダンス作成関連
27	2022年3月24日	株式会社アトラエ	・ 同社 取締役CFO 鈴木 秀和	ガイダンス作成関連

1. はじめに

2. 事業内容

- Pre-IPOファイナンスに係る調査・検討
- IPOファイナンスに係る調査・検討
- Post-IPOファイナンスに係る調査・検討
- ガイダンスの作成
- 研究会の実施

3. 今後の検討に向けた論点

本事業のヒアリングから抽出された課題

ステージ	課題	ヒアリング等で出た意見
Pre-IPOファイナンス	① セカンダリーマーケットの整備	• <u>セカンダリーマーケットが現状存在していない</u>。一部のファンドはシリーズAの投資時点で、そのSU企業が一定の技術要件まで成長したら事業会社に株式を譲渡できる要綱を入れている。 • <u>ディープテックファンドの出口となるセカンダリーファンドが現れると良い</u>。<u>セカンダリーの民間マッチングサービスなどが出てきているが、ディープテック系になると個人投資家は参加しづらく、機関投資家や事業会社に関わってくる必要がある</u>。

本事業のヒアリングから抽出された課題

ステージ

課題

ヒアリング等で出た意見

Pre-IPOファイナンス

2 ディープテック企業向け
ファンディングの充実

- ディープテック系企業の状況が変わるかというそうではないと考える。しっかりそこに資金を回せるかが重要だと思料。それが政府調達という話もあるし、リスクマネーの提供だと考えている。ソフトウェア系のスタートアップにJICがやってきて競合することがある。なかなか手を出しづらいディープテック系に公系の資金を供給することが望ましいと考えており、なぜ十分に資金の出し手がいるWebサービスなどの業界に投資するのは疑問に感じている。
- ディープテック系はシリーズB・Cの担い手がない状況が続いており、多くのディープテックは死の谷を越えるめどが全く見えていない。シリーズB・Cの資金の担い手としての事業会社は、投資をし続けるインセンティブがないことが課題。投資・M&Aで成長させ続ける会社はあまりいない。
- 国がインパクト投資を奨励するだけでも日本の銀行は動くので、税制優遇まで含めて、投資家不足、事例不足の負のスパイラルを断ってくれると良い。GPIFがポートフォリオの一部にインパクト投資を組み込むという話もあればよいと思う。

本事業のヒアリングから抽出された課題

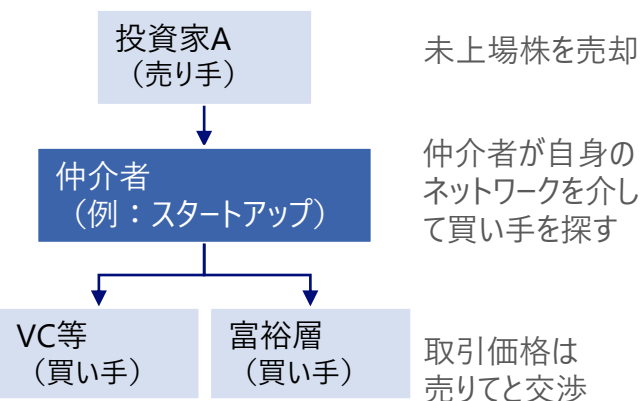
ステージ	課題	ヒアリング等で出た意見
IPOファイナンス	③ 親引け制度の改善	• ルールがあいまいなことが課題。誰が決めていて、どこまでがOKなのかわからない。例えば、目論見書として公に文書を出す際に、公的なコミットメントや公式な書類が無い。 • 親引けのルールだけではなく、公正な配分ルールから見直したほうが良いかも知れない。そもそも海外では発行体や売出人が配分に口を出すことが普通だが、それが許されてないから、親引けというものが存在してしまっているという背景
	④ 公募価格決定のプロセスの改善	• 今年上場した経験から言うと、公募価格決定のプロセスが歪んでいると感じた。ブックビルディングで調達しようとする調達予定の1000倍の需要が個人投資家から来るが、ほとんどが初値のボーナス狙いの需要。また、上場後、自分自身が証券会社からある企業のIPOで初値が2倍になるという営業を掛けられた。 • 誰もこの会社がいだけの企業価値で、どのくらいの株価が適切なのか考えていない。初値がどれだけ上がるかというギャンブルになっていて、マーケットメカニズムが全く働いていないと思料。 • アメリカで提言されている、価格決定への第三者の介入を日本においても導入する解決策が考えられる。

本事業のヒアリングから抽出された課題

ステージ	課題	ヒアリング等で出た意見
Post-IPOファイナンス	5 M&Aを目的とした公募増資	日証協の規則によって、上場後のM&Aのための資金調達は難しいと認識している。一方、スタートアップが成長していく上でM&Aは重要な打ち手であり、海外においても各社M&Aを積極活用しているため、有意義と思料。
	6 株価が低迷している上場企業への対応	- 株価が崩れている企業の上場廃止・再編もテーマとして大事であると思料。 - また、前提としてマザーズに上場した企業はPost IPOスタートアップと呼んでいて、上場してもまだまだ出来上がった会社ではなくて、あくまでスタートアップだと考えている。それがあるがゆえに、成長を後押ししようという観点もあるし、逆に言うところから零れ落ちる企業がいるのは当たりまえというスタンスを取るのは良いと考えている。みんなを押し上げていこうという政策で、上場後のリビングデッドを増やすような方向にはいってほしくない。そこは厳しさがあってもよいと思料。

課題① セカンダリーマーケットの整備

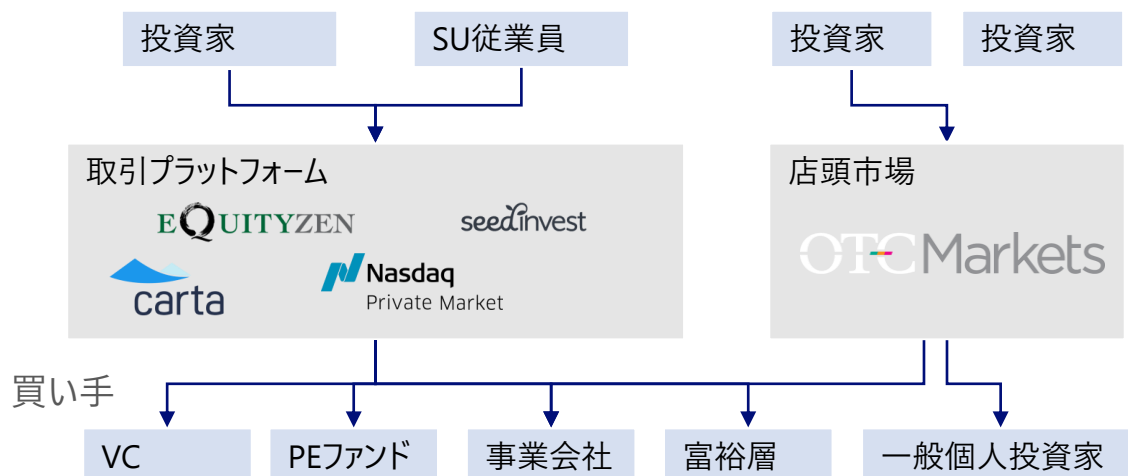
現状：国内では未上場株の売買は
相対で行われている（下記はイメージ）



- 取引所という「場」がないため、流動性を確保し、価格発見といった機能が不足している
- 売り手は既存の投資家に留まることが多く、スタートアップの従業員が持ち株やストックオプションを売却していない

米国では未上場株の取引プラットフォームや店頭市場（OTC）において未上場株の取り引きを媒介している

売り手



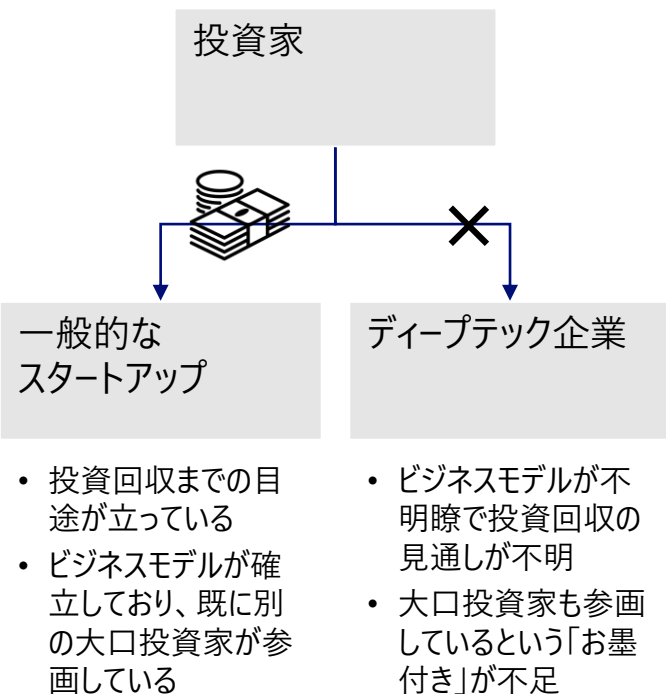
買い手

- 取引プラットフォームの台頭により、スタートアップに投資する投資家が多用になり、スタートアップ側の価格発見に寄与している
- いずれも当局であるSECの監督のもと運営されている

- ディープテック系など企業価値評価が困難とされているSUにとって、取引プラットフォームは価格形成の一助となりうるか
- 証券取引所と比較した、プラットフォーム事業者・市場運営者に対する監督の在り方

課題② ディープテック企業向けファンディングの充実

現状：国内では適切な資金がディープテックに向けられていない

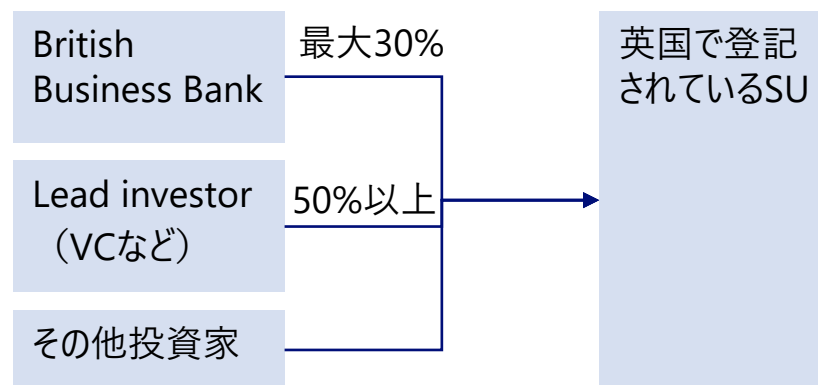


英国では国がディープテックに向けた資金調達スキームを立ち上げた

Future Fund: Breakthroughの概要

下記の要件を満たすSUに対し国がLPとしてスタートアップに出資

- 英国で登記されている
- 従業員と研究員の半数以上が英国を拠点としている
- 過去5年間で£5 million 以上のequity investmentを確保している
- 英国で一定規模以上のR&Dを行っている



- ディープテック企業に対する資金不足の原因（投資家不足の「負のスパイラル」から抜けられない理由）
- 既存のファンド（公的ファンド含む）の活用可能性

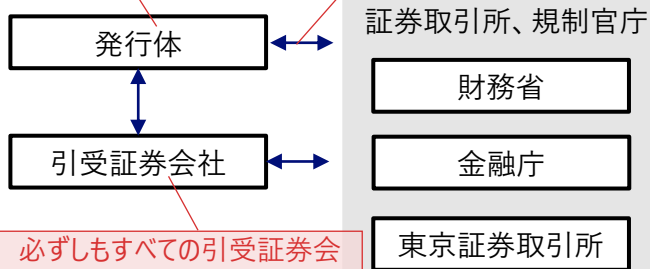
課題③ 親引け制度の改善

現状：個人投資家へ公平かつ公正な配分を行うという観点から、原則禁止。さらに、ルールも明文化されていない

親引け活用における問題点

そもそも原則実施が禁止されている

ルールがあいまい。口頭で決まるケースもあり、グレーゾーンが多い



“規制官庁の別の担当官だった場合や、他の引受証券会社を活用していた場合、親引けを利用できなかったかもしれない

“ルールがあいまいなことが問題。誰が決めていて、どこまでがOKなのかわからない。

出所) 親引けを活用したスタートアップCFOへのヒアリング

日本証券業協会は、2021年度の「公開価格の設定プロセスのあり方等に関するワーキング・グループ」について、親引け制度活用環境整備に関して、以下2つの方向性を示している。

日証協「公開価格の設定プロセスのあり方に関するワーキング・グループ」
報告書より抜粋

【有価証券届出書の開示例の紹介】

届出前勧誘に該当しない場合であって、機関投資家から発行会社に対しIPOが行われる場合には配分を希望する旨の申し出があり、発行会社が主幹事証券会社に当該機関投資家に対する配分の指示を行った場合における有価証券届出書及び訂正有価証券届出書の開示内容（機関投資家の名称、親引けの理由、配分上限等の開示）について、開示例を紹介することが考えられる。

【親引けガイドラインの改正】

発行会社の指示によりコーポレートガバナンス向上や企業価値向上に資すると考えられる機関投資家に割当てることが可能となる場合を明確化するため、親引けガイドラインを改正し、親引け可能な例示を追加することが考えられる。

- より発行体が親引け活用を検討しやすい環境の整備
- 発行体に望ましい投資家層を形成する上で、よりよい制度の在り方

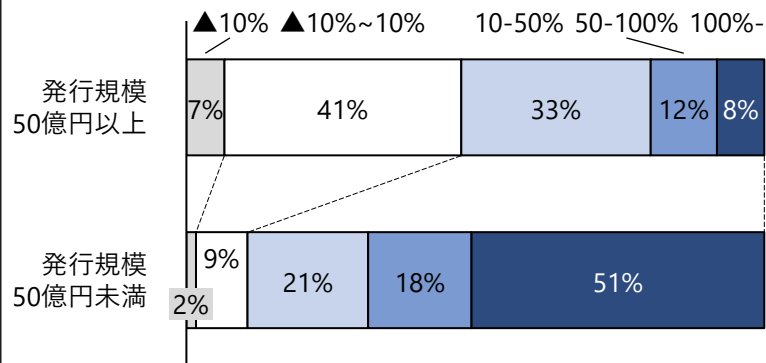
課題④ 公募価格決定プロセスの改善

現状：特に小規模IPOでは、IPO株のプライマリー取引における初期収益率が高い

- 発行規模50億円未満のIPO企業に於いて、9割の企業の初期収益率が10%を超えている

新興三市場に上場したIPO企業の初期収益率

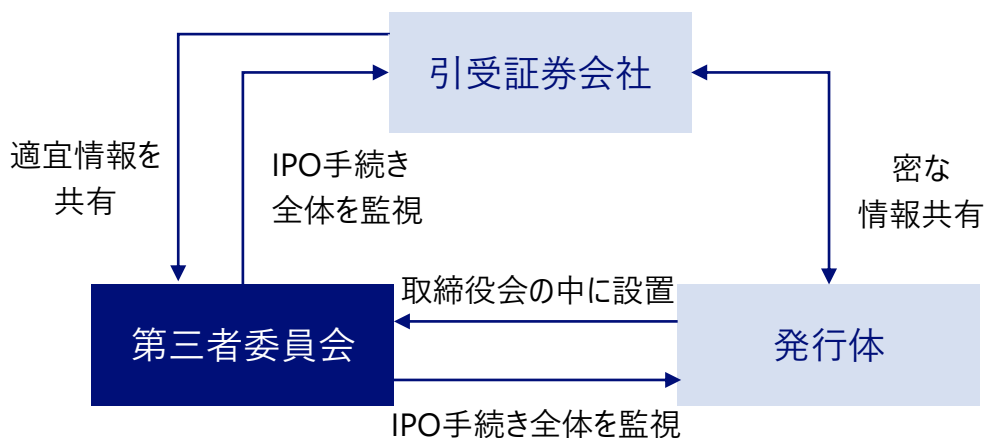
(2011～20年、ただし2020年IPO企業はBHRデータが欠落)



米国の発行体の一部は第三者を価格形成や配分へ関与させている

- 2003年時点の米国において、IPO価格決定のプロセス透明化のために、取締役会の中に第三者により構成されるIPO価格決定委員会の設置を発行体へ要請

第三者委員会の仕組み



- 公募価格決定の透明性、公平性を高めるための制度の在り方
- 価格設定への第三者介入の活用可能性
- 第三者介入による発行体のニーズ、メリット、デメリット（リスク）の整理

課題⑤ M&Aを目的とした公募増資

現状：M&Aを資金用途とする国内公募の資金調達は難しい

M&Aを目的とする国内公募の日証協規則

第20条 主幹事会員は、株券等の募集の引受けを行うに当たっては、（中略）当該発行者に対し調達する資金の使途等について、（中略）公表するよう要請しなければならない。

1（略）

2（前略）資金の使途がM & A（中略）である場合には、（中略）、当該M & Aを予定している分野、規模及び時期等から確認するとともに、（中略）次の各号に掲げる事項について当該発行者に対し発表資料において公表するよう要請しなければならない。

1・2（略）

3～5（略）

*日証協「有価証券の引受け等に関する規則」より抜粋

freee社は将来的なM&Aを目的とした海外公募増資を行った

- freee社が資金調達する際、投資家の希薄化懸念に対して、資金調達の必要性や今後の成長戦略を伝え、議論することで意義に納得してもらった
- また、証券会社と議論を徹底的に行うことで、日証協のガイドラインに準拠する形で将来M&Aを資金使途とした公募増資を実現

日証協では規則見直しに関する議論が始まっている

日本証券業協会は企業がM&A（合併・買収）を目的に国内で資金を調達する際の要件を緩和する。（中略）

公募増資で具体的な買収案件が決まっていないケースでは、主幹事の証券会社の引受時の審査でどの項目を確認すべきかも議論の対象にする。年内に結論を取りまとめる予定だ。（中略）

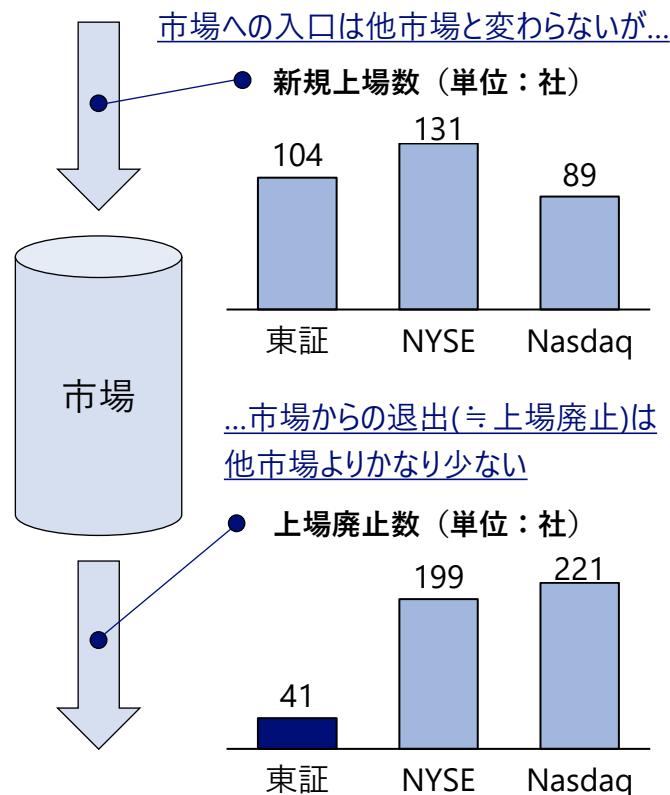
特にスタートアップ企業ではM&Aの際に手続きが煩雑な国内の公募増資に頼らず、直接海外の機関投資家から資金を得るケースが増えている。このままでは成長の見込めるスタートアップの資金を海外勢が供給する構図が定着し、国内の資本市場が活力を失いかねないとの危機感がある。（後略）

「M&A資金、供給柔軟に 日証協がルール見直しへ」日本経済新聞2022年2月2日より抜粋

- ・ IPO後の企業における公募増資のニーズ

課題⑥ 株価が低迷している上場企業への対応

現状：上場後株価が低迷していても、市場に残留し続けているケースがある



米国の市場では、現行の東証よりも厳格な上場廃止基準が設けられており、市場の新陳代謝が活発になっている可能性がある

上場廃止基準の比較（東証(現)、東証(新)、NYSE、NASDAQ Capital）

市場	流動性	時価総額
東証現	東証一部・二部	数:2,000単位、時価総額:5億、比率:5%
	東証マザーズ	数:1,000単位、時価総額:2.5億、比率:5%
東証新	東証プライム	数:20,000単位、時価総額100億、比率35%
	東証スタンダード	数:2,000単位、時価総額:10億、比率:25%
	東証グロース	数:1,000単位、時価総額:5億、比率:25%
米国市場	NYSE	①株主400人又は②1,200人かつ月間平均売買高10万株又は③流通株式が60万株
	NASDAQ Capital Market	流通時価総額100万\$、流通株式数50万株

※正確な基準は未公開だが、流通時価総額及び流通株式比率より推定

- ・ 上場後株価が低迷する企業の取扱い（いわゆるリビング・デッドに対してどの程度厳格なスタンスを取るか）
- ・ あるべき上場審査・上場廃止基準

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

Share the Next Values!