

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

2022年4月



経済産業省
Ministry of Economy, Trade and Industry

はじめに

- スタートアップはイノベーションの担い手であり我が国経済の未来を牽引する企業となることが期待されています。
- 我が国のスタートアップの活動は、コロナ禍による影響を受けつつも拡大傾向が続き、資金供給量、IPO数、ユニコーン企業数ともに堅調な増加傾向が見られます。
- 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潤沢な資金供給のもと次々と台頭しており、各国のスタートアップの成長スピードは年々加速しています。
- そのような中で政府としても、我が国の持続的な経済成長と豊かな暮らしに資するよう、スタートアップのより良い成長環境の構築に取り組んでいく方針です。
- スタートアップが大きな成長を成し遂げるうえで、事業戦略のみならずファイナンス戦略は重要な役割を果たします。しかし、スタートアップのファイナンスは多様かつ複雑であり、環境に応じ変化するため、その全体像を把握することが非常に困難な状況です。
- スタートアップの経営者やCFOは、さまざまな関連情報を収集/分析し、長期的な成長イメージとファイナンスの方針を投資家などステークホルダーと議論することが重要となります。
- このような背景のもと、経済産業省では、スタートアップの更なる成長促進のため、経営者やCFOがファイナンスの全体像とそれぞれの局面での打ち手について考え、長期的な成長イメージを持って頂くことを目的に、「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」を取りまとめました。
- 本ガイダンスが多くの方々に活用され、多くのスタートアップの成長促進と企業価値向上の一助となれば幸いです。

目次

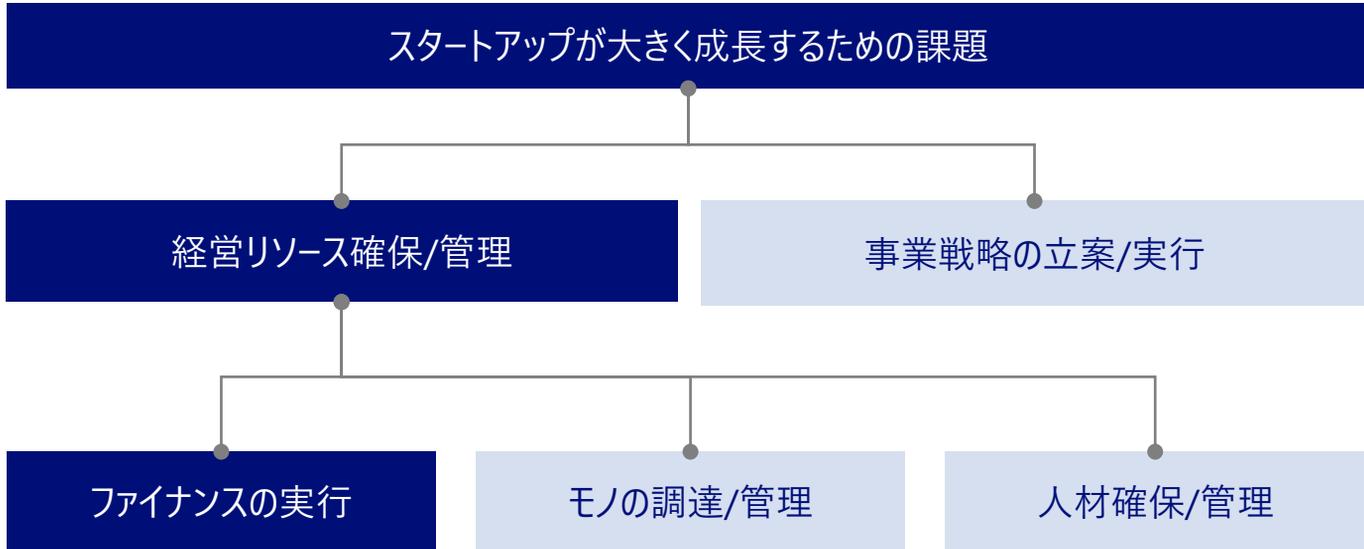
	掲載ページ
序論	P.3
シード期～ミドル期における課題と検討のポイント	P.9
0：エクイティストーリーの構築	P.10
1：適正価値での調達	P.13
2：初期の投資家層の形成	P.14
3：経営層/従業員のインセンティブ設計	P.16
4：企業価値向上を実現する体制の整備	P.17
5：未上場時の幅広い資金調達手段の活用	P.20
レイター期、IPO前における課題と検討のポイント	P.23
6：成長に資する投資家の確保	P.24
7：効果的なIPOプロセスの実行	P.35
8：流動性の確保	P.44
IPO後における課題と検討のポイント	P.46
9：IPO後の成長に資する資金調達の実行	P.47
10：IPO後の非連続な成長手段の確保	P.55
寄稿	P.59
ご協力頂いた皆様	P.67

序論

ファイナンスの重要性

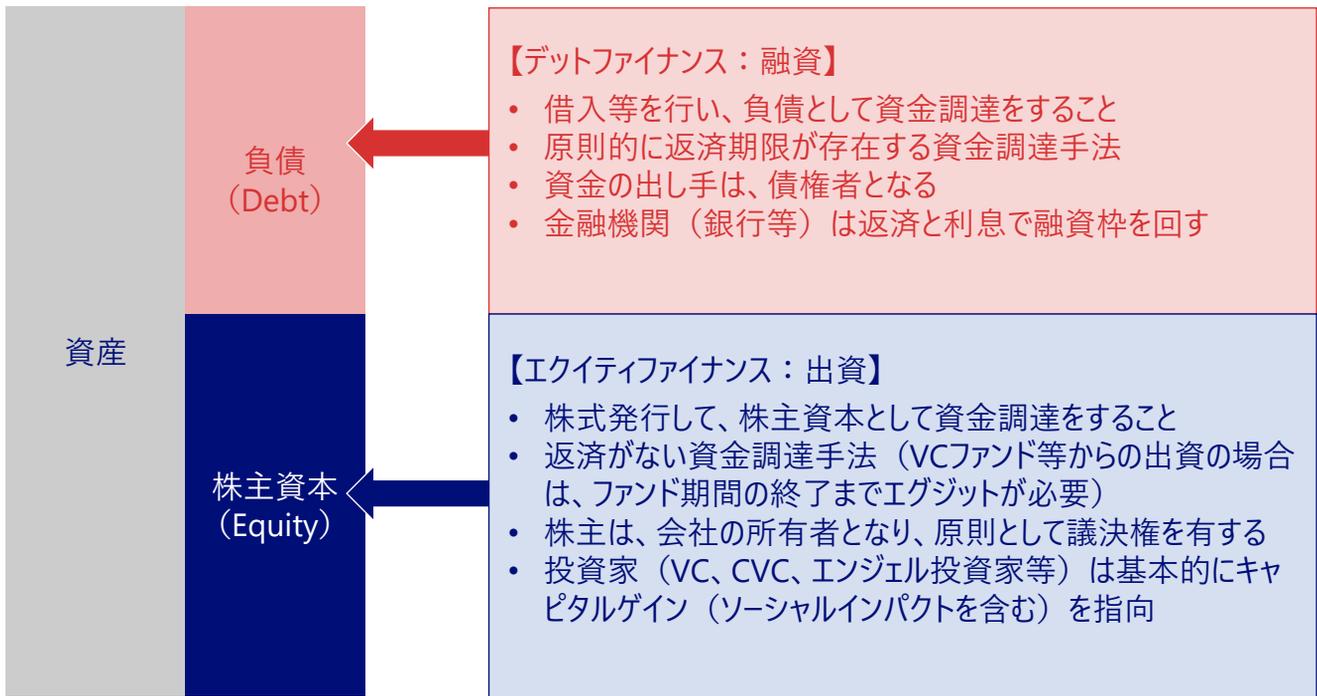
- ファイナンスは、成長のドライバーとして重要であり、適切なファイナンス戦略を取ることで成長を加速させることが可能となるが、一方でその複雑性や不可逆性もある。
- そのためにもスタートアップ経営者やCFOは、ファイナンスの全体像や想定される課題と検討ポイントを予め把握しておくことが大切である。

スタートアップが大きく成長するための課題の構造



ファイナンスの基礎的な概念

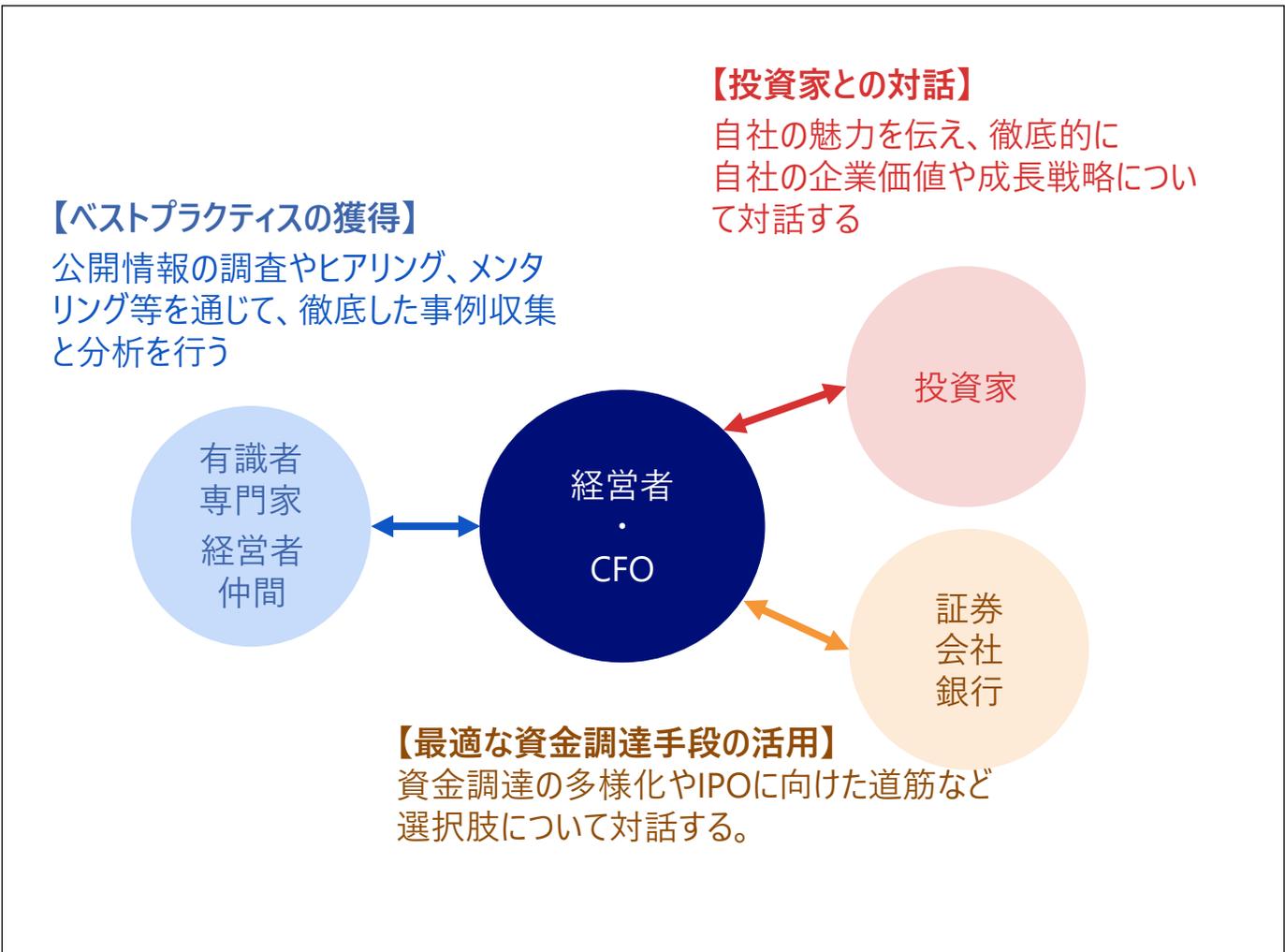
貸借対照表 (B/S)



ファイナンスへの向き合い方

- ファイナンスは一旦資本構成が固まると後の変更が難しいなど、後戻りできない。予め全体像を把握して、各フェーズで想定される課題を踏まえて、最適な戦略を検討していく必要がある。
- スタートアップの経営者やCFOは、幅広い情報収集と分析、投資家などのステークホルダーとの対話が大切となる。

あるべきファイナンスへの向き合い方



“徹底した情報収集/分析を通じて、徹底的に自社の企業価値最大化に向けた議論/対話を行うことが経営者/CFOには求められる。

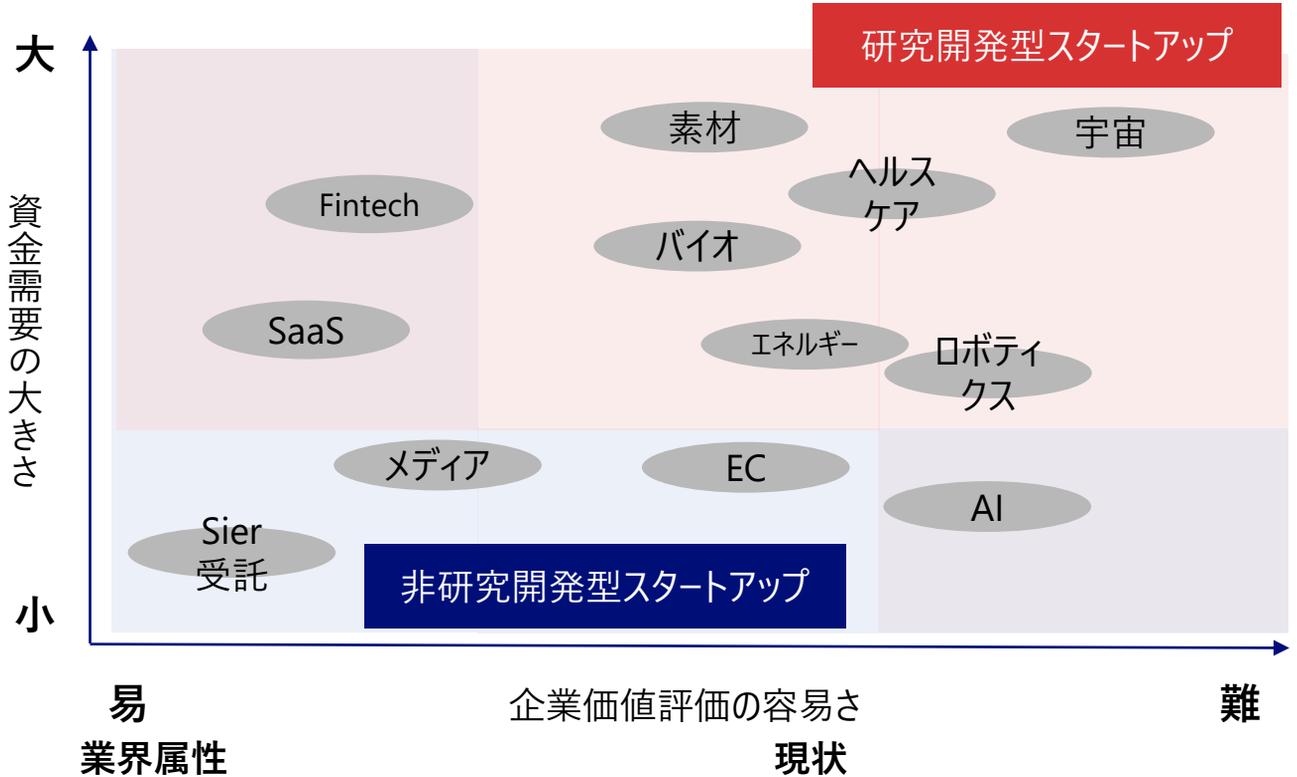
上場スタートアップ財務担当役員

業界ごとに抱える問題

- スタートアップのファイナンスにおいて直面する課題は共通的なものが多い一方で、業界ごとに重点を置くべきポイントは異なる。
- 特に研究開発型スタートアップは、投資家に対して事業内容を正確に説明することが難しく、丁寧に自社の事業を伝えることが重要となる。また研究開発成果が事業化するまでの期間が長く、それを支える資金供給者を見つける必要がある。
- 製造やエネルギー関連のスタートアップは大きな資金量が必要となることが多い。
- また、それ以外のスタートアップでも、投資家や証券会社とファイナンス面の知識や情報に非対称性が存在する可能性があり、事前にファイナンス面の対応および打ち手を押さえておくことで、フェアな関係性を築くことができる。
- 業界ごとの資金需給や重点を置くべきポイントへの留意が必要である。

業界属性と企業価値評価

※業界がプロットされている場所はイメージ



研究開発型
スタートアップ

スタートアップの資金需要は大きく長期の資金が必要であるものの、目利きの難しさもあり投資家層が薄く、スタートアップは望ましい投資家から望ましい量の資金調達を行うことが難しい

非研究開発型
スタートアップ

資金需要に対して供給量は増えてきているものの、投資家/証券会社との間に情報の非対称性が存在する可能性がある

スタートアップのファイナンス課題の整理

- スタートアップはそれぞれの成長局面により、多様な課題が存在し、適切な対応が求められる。ファイナンスにおいて同様に課題の全体像を整理すると以下ようになる。
- このような課題を理解したうえで、先を見据えて検討しておくことが重要となる。

- 0 **エクイティストーリー構築**
自社の成長について投資家に対して説得力を持って説明できるエクイティストーリーの構築が必要。
- 1 **適正価値での調達**
資金調達では、株式の値決め（バリュエーション）が鍵となる。自社の成長性が適切に評価された株価で資金調達を実行することが必要。
- 2 **初期の株主層の形成**
株主は必ずしも自社の望ましいタイミングで出入りしてもらえないわけではない。初期から株主構成を注意深く検討し、後の事業成長への負の影響をなるべく減らす手立てが必要。
- 3 **経営層/従業員のインセンティブ設計**
経営層/従業員の事業成長へのインセンティブとしてストックオプション（SO）は強力なツールである。他方、後の資本政策に制約を与える可能性もあるため、資本構成を考慮したSOの設計が必要。
- 4 **企業価値向上を実現する体制の整備**
レター期等、企業価値が大きくなる段階では、さらに企業価値を高めるために、投資家との対話、ガバナンスの強化等、対内/対外的に体制を整備していくことが必要。
- 5 **未上場時の幅広い資金調達手段の活用**
一般的に、未上場時のスタートアップは、株式での資金調達が中心となる。一方、他の資金調達手段が有利な場面も存在し、幅広い資金調達手段を検討することが必要。
- 6 **成長に資する投資家の確保**
投資家は異なるスタンスでスタートアップに投資する。自社の成長にマッチするような投資家の確保が必要。
- 7 **効果的なIPOプロセスの実行**
一般的に、IPOは発行体にとっては初めてでかつ一度しかないイベントである。一度きりの失敗できないイベントを成功させるためにも、投資家への対話、証券会社との関係性構築が必要。
- 8 **流動性の確保**
上場後の株価形成および資金調達の実行のためには、IPO時点で流動性を確保する手立てが必要。
- 9 **IPO後の成長に資する資金調達の実行**
上場後は資金調達環境が大きく変わる。投資家の目線の変化への対応、さらに幅広い資金調達手段活用の検討が必要。
- 10 **IPO後の非連続な成長手段の確保**
M&Aは飛躍的な成長にとって有効な手段である。M&A実施のためのファイナンスの手立てを理解することが必要。

“**会社が成長するにつれて、先を見据えていくことが重要となる。その先の成長を見据え、成長のための手札を増やしておくことが必要。** スタートアップ CFO

各ファイナンス課題における検討のポイント

■ 本ガイダンスではスタートアップのファイナンスの抱える一連の課題のポイントを提示している。

本ガイダンスの構成

課題が生じ始める ステージ（目安）	課題	ポイント	
立ち上げ ～シード	① エクイティストーリー構築	0-A エクイティストーリーの構築	
	② 適正価値での調達	1-A バリュエーション	
	③ 初期の株主層の形成	2-A VCや経営者持分比率の考慮 2-B 投資契約の締結	
ミドル	④ 経営層/従業員のインセンティブ設計	3-A スtockオプションの設計	
	⑤ 企業価値向上を実現する体制の整備	4-A CFOチームの形成 4-B ガバナンスの強化	
	⑥ 未上場時の幅広い資金調達手段の活用	5-A デット・メザニンの活用	
レイター	⑦ 成長に資する投資家の確保	6-A 望ましい投資家の確保（レイター） 6-B 望ましい投資家の確保（IPO）	
	IPO	⑧ 効果的なIPOプロセスの実行	7-A 投資家との対話 7-B 証券会社との関係性構築 7-C 効果的な価格形成手法の活用
Post-IPO		⑨ 流動性の確保	8-A オフリングサイズの確保 8-B 多様な投資家の確保
		⑩ IPO後の成長に資する資金調達の実行	9-A 効果的なIR 9-B 多様な資金調達手法の活用
	⑩ IPO後の非連続な成長手段の確保	10-A 飛躍的な成長のためのファイナンス	

シード期～ミドル期における課題と検討のポイント

エクイティストーリーの構築に必要な要素

【エクイティストーリーの重要性】

- エクイティストーリーとは、投資家に向けて会社の特徴・成長戦略・企業価値の増大の道筋についての説明をするストーリー。
- 投資家に自社の魅力を伝え、自社の企業価値を向上させる最も基本的な手段となる。
- 従って、エクイティストーリーを構築し、投資家とのコミュニケーションを通じて継続的に磨き上げていくことが重要となる。

【エクイティストーリーに必要な要素】

- 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。

エクイティストーリーで記載が必要な項目例

例えば、東京証券取引所のグロース市場では、「事業計画及び成長可能性に関する事項の開示」において下記のような項目の開示が求められる

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る主要なリスク及びその対応策

“ 早いタイミングからエクイティストーリーを構築すべき。知らない投資家に利益を供与するのは難しいことだと思うので、しっかりと検討しておくことが健全である。

株式会社ファンドマネージャー

エクイティストーリーの構築に必要な観点

- エクイティストーリーでは、投資家に対して自社の魅力を伝えることが重要となる。
- しかしながら仮に事業の魅力を伝えて当該ラウンドで高いバリュエーションでの資金調達を実現できたとしても、事業計画が達成できない場合、次ラウンド以降投資家の事業計画に対する信頼感が低下し、資金調達が難しくなるケースも存在する。
- 従って、エクイティストーリーは「事業の魅力」と「実現可能性」をバランスよく考慮したうえで構築することが必要となる。

エクイティストーリーの構築に必要な観点

事業の魅力を伝えるストーリー

【潜在的な市場規模の大きさ】

- 潜在的に考えられる市場はどの程度の大きさか
(*TAM/SAMの大きさ)
- 今後のその市場はどの程度成長するか (市場の成長率)

【自社技術/サービスの優位性】

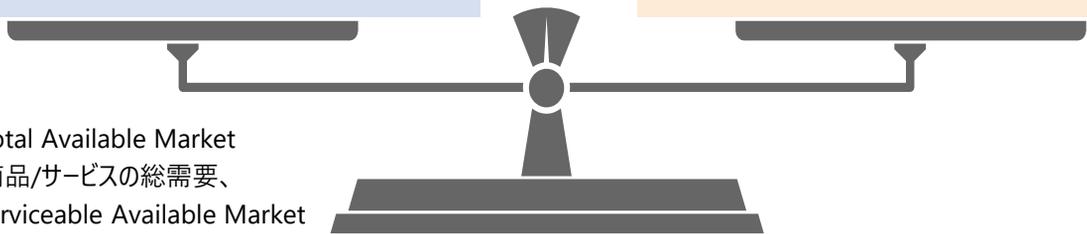
- 自社の技術/サービスがその市場においてどの程度優位性を持つか

実現可能性のあるストーリー

【事業計画の蓋然性】

- 無理があり未達になる可能性が高い収益計画になっていないか
- 成長の余地の残る計画になっているか

*TAM : Total Available Market
商品/サービスの総需要、
SAM : Serviceable Available Market
ターゲットとした市場の規模



“

エクイティストーリーは諸刃の剣である。
資金拠出をしてもらうためには良い
ストーリーを構築する必要がある反面、
利益計画が達成できない場合は、後の
ステージにおいて投資家から厳しい目線
で見られることになる。

上場スタートアップCEO

IPO時のエクイティストーリー構築

【目論見書と意識】

- IPOプロセスでは、投資家に伝える事柄は目論見書の範囲内でなければならない
- 過去、ファイナンスチームと管理チームが分かれているがゆえに、本来エクイティストーリーとして伝えたかった項目の記載が目論見書にて漏れてしまったケースも存在
- IPOプロセス時のエクイティストーリー構築では、目論見書の記載必要項目と平仄を合わせることが必要となる

エクイティストーリーの構築におけるベストプラクティス

- 自社に似た領域の企業や、成長を成し遂げた企業のIR資料等を参照することは、よりよいエクイティストーリーの構築にとって有用な手段である。
- エクイティストーリーの構築におけるポイントの例を以下に掲げる。

エクイティストーリーの構築において、スタートアップが強調したポイント

		強調したポイント	コメントいただいた有識者の所属
ビジネスモデル		海外の類似企業を持ち出し、「米国の〇〇という企業の日本版です」等の説明の仕方が有用	SaaSスタートアップCFO
市場環境	潜在的な市場規模の大きさ	対象とする日本市場は世界3位の経済大国であるというところから説明をスタート	SaaSスタートアップCFO
		TAM（商品/サービスの総需要）/SAM（ターゲットとした市場の規模）の広さを訴求	SaaSスタートアップCFO
	成長率の高さ	日本市場はECやキャッシュレス比率等が低く、成長ポテンシャルが高いことを訴求	SaaSスタートアップCFO
		ESGやSDGsが市場の成長に与える影響を説明	ディープテックスタートアップCEO
競争力の源泉	自社の優位性	ディープテック領域は投資家の気になるポイントを明確化し、強調する説明を実施した	ディープテックスタートアップCEO
事業計画	利益計画	成長の余地が残っているような利益計画であると、アップサイドを評価できる	投資家
		つぶれない・黒字になるという説得力のある根拠、それに即したストーリーを構築した	ディープテックスタートアップCEO
		なぜこのタイミングで上場や資金調達を選択したのか、市況も含めて自社の立ち位置を説明できると良い	投資家
	進捗状況	過去の計画を達成していることを見せることは、マーケティング戦術として重要	投資銀行

66 自社のエクイティストーリーの構築において、他社のスライドや、主要KPIの開示方法を整理し、それを応用していくというのは、有用な手法である。

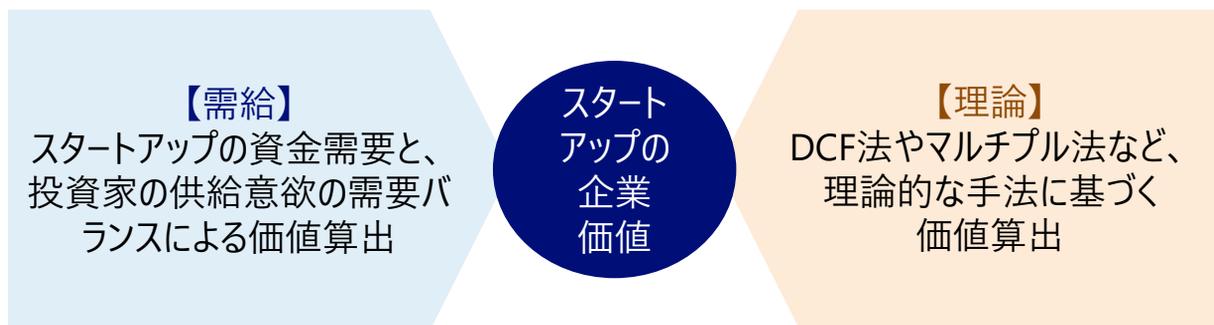
上場スタートアップCEO

バリュエーション

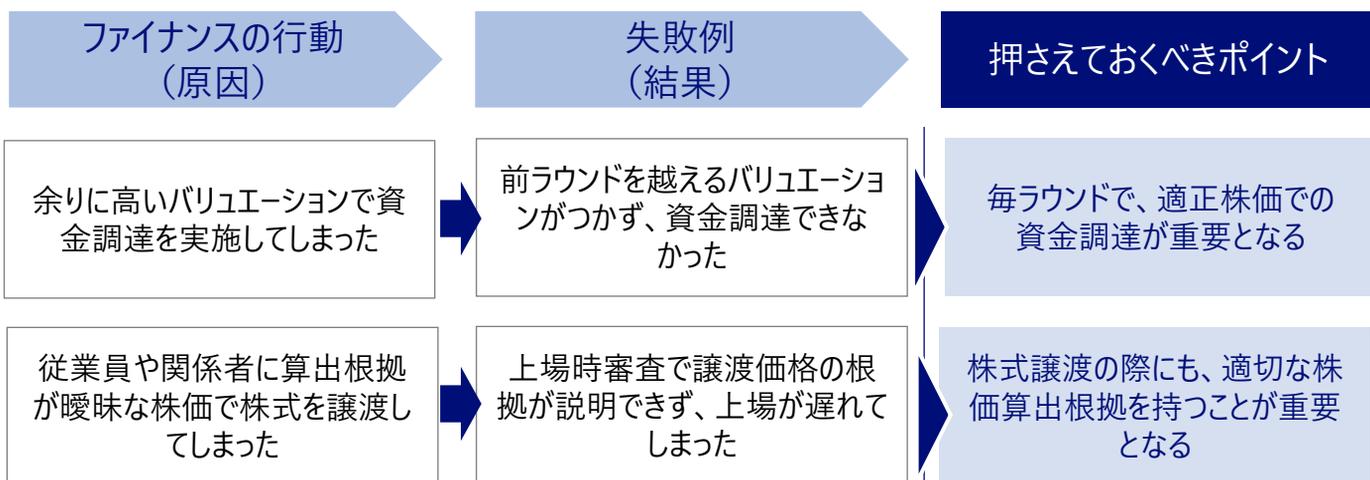
- バリュエーションとは、株式の値決めのことである。
- 「適正な価格付け」が、バリュエーションにおいて最も大切なポイントであり、高過ぎても、安過ぎても、会社のためにならないことに注意が必要である。
- 例えば適正価格より高い株価で資金調達した場合、次ラウンドでの資金調達が難しくなる可能性がある。
- 一方で、適正価格より低い株価で株式を譲渡した場合には、会社の意思決定のベースである持ち分比率に悪影響が及び、上場時の審査で譲渡価格に疑義をかけられ、結果的に上場のタイミングが遅れるケースが存在する。

スタートアップの企業価値の決まり方

実態として、スタートアップの企業価値は需給バランスで決まることが多いものの、理論なしにバリュエーションされることはほぼないため、考え方を整理しておくことが重要となる



押さえておくべきポイント



“ 前のラウンドで株価を上げすぎ、次のラウンドの際に投資家を見つけるのが大変だったことがある。アーリー/シードで株価を上げすぎないことが大切な場合も存在。
上場スタートアップ CFO



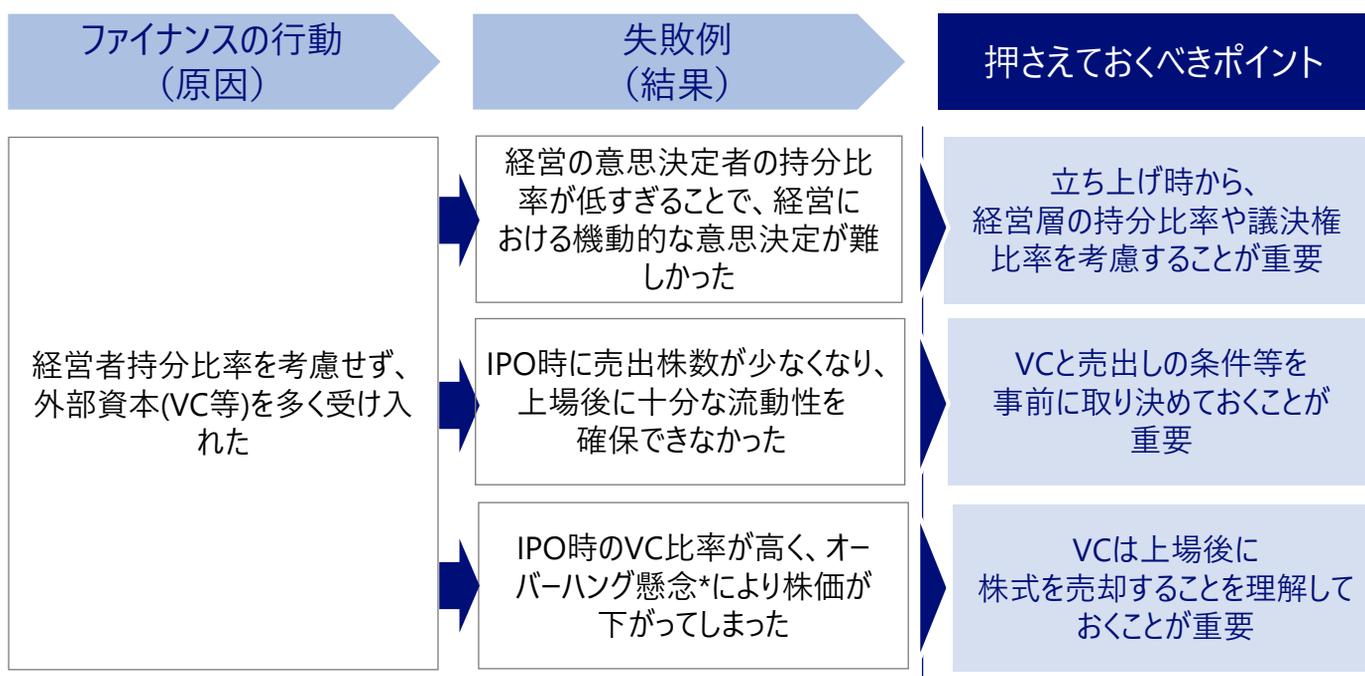
バリュエーションの実施を将来のある時点に先延ばしできる資金調達手法として、「コンバーティブル投資手段」が存在。経済産業省にて「「コンバーティブル投資手段」活用ガイドライン」を策定しており参照されたい

[リンクはこちら](#)

VCや経営者持分比率の考慮

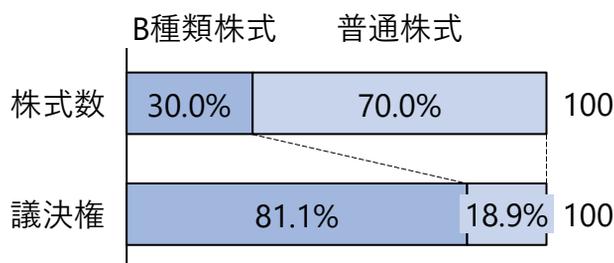
- 外部投資家を受け入れすぎた場合、経営者の持分比率（＝議決権比率）が下がり、経営者主導の意思決定ができない、意思決定スピードが落ちるなどの可能性がある。このため経営者持分比率には十分な留意が必要である。
- 典型的な投資家になりうるVCは基本的に、IPO前～直後に売却する投資戦略をとるため、一般的にIPO後の安定株主ではない。
- IPO後の流動性を見据えると、IPO時に一定売出してもらうことが望ましい場合もある。
- IPO時やIPO後を見据え、VC等の持分比率を検討するとともに、VCとの間で信頼関係を構築する必要がある。

押さえておくべきポイント



*オーバーハング懸念：大株主や企業の創業者が株式を大量に売り出すだろうという予測が強まり、株価の上昇を抑える現象

種類株の活用



米国では1株当たりの議決権を変えた種類株式を発行（dual class、左図のB種類株式）することで例えば経営者の議決権を確保しながら出資を受け入れることが行われているケースが存在する
日本においても単元株（1個の議決権を有する一定株数）を用いて同様の設計が実現可能

*徐行の数値はイメージ、B種類株式として1株当たり10倍の議決権を有する種類株を想定

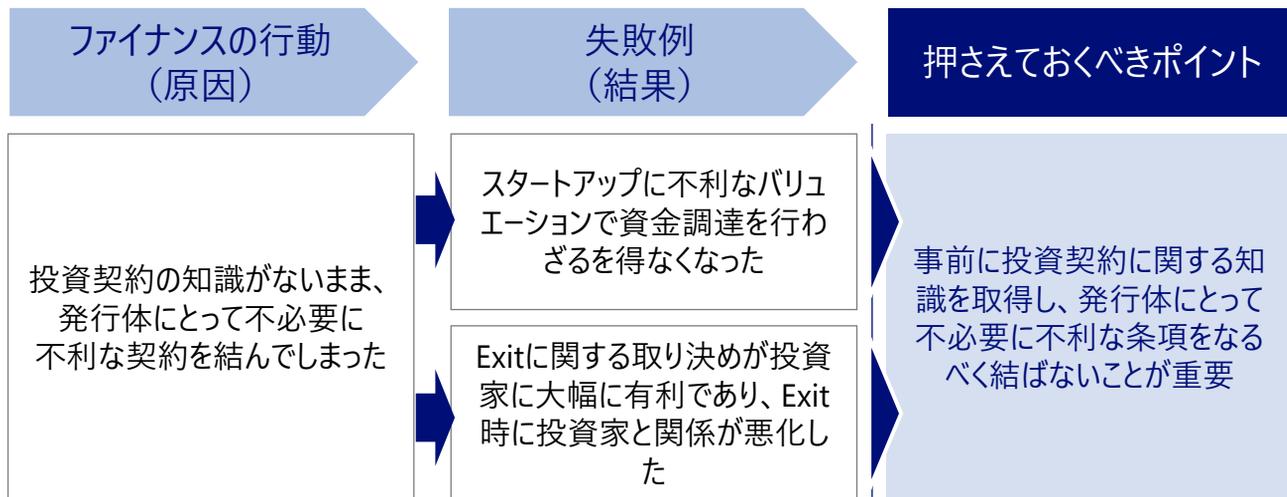
投資契約の締結

- 投資契約は、投資家と発行体の関係を規定する非常に重要な契約である。
- 契約を軽視することがのちの失敗につながる 경우가多く、事前に必要な知識を取得するか、或いは信頼できる専門家に依頼して、発行体にとって不必要に不利な条項が少ない形で締結することが重要。

投資契約の概要

契約の名称	<input type="checkbox"/> 投資契約 <input type="checkbox"/> 株式譲渡契約	<input type="checkbox"/> 株主間契約	<input type="checkbox"/> 財産分配契約 <input type="checkbox"/> 株主間契約
典型的な条項	投資家が株式を取得する際の条件を中心的に定めており、譲渡価額、株式の種類、表明保証、補償条項等が主な条項となる	株主（主要な投資家、創業株主）及び会社の権利義務を取り決め、経営に関する事項や情報開示に関する事項を規定する	投資家のExitに関する事項を規定する。株主間契約に記載されるケースもあり、みなし清算条項、ロックアップ条項等が主な条項となる

押さえておくべきポイント



スタートアップと出資者との契約の適正化に向けて、公正取引委員会と経済産業省において、「スタートアップとの事業連携及びスタートアップへの出資に関する指針」を策定している。

[リンクはこちら](#)



投資契約の締結に関しては、経済産業省と日本ベンチャーキャピタル協会にて「我が国における健全なベンチャー投資に係る契約の主たる留意事項」を整理している。

[リンクはこちら](#)



“投資契約の交渉において十分に交渉せず、経営者がVC持分を買い取る条項を入れる等、VCに有利な契約を結んでいたため、後で変更し苦労した。 上場スタートアップ CEO

ストックオプションの設計

- ストックオプション*（SO）は株式報酬の一種であり、従業員へのインセンティブ付与の観点で、非常に有効な手法である。
- しかしながらSOの導入については会社法に定められる手続や、行使時にも給与計算や開示等で煩雑なオペレーションが求められる。
- また、SOを多く付与しすぎた場合、行使した後の希薄化が懸念されるため、上場時や上場後の株価に影響を与えるケースが存在する。
- このように、SOの設計は非常に複雑であり、適切な専門家に相談しつつ設計することを検討することが重要。

ストックオプションを検討する際に考慮すべき要素

事業計画の構築

資本政策構築の前提として、事業計画を構築する

資本政策の構築

構築した資本政策に基づき、付与できるSOの量を想定

SO付与ルールの策定

今後の人員計画に基づき、SOの付与ルールを策定する

押さえておくべきポイント

ファイナンスの行動 (原因)

失敗例 (結果)

押さえておくべきポイント

従業員にSOを多く付与しすぎてしまった

SOの行使による希薄化が懸念され上場時の株価が下がってしまった

上場後SOを行使された際、給与計算や開示等で煩雑なオペレーションが必要となった

発行済株式数に占めるストックオプションの比率やストックオプションの付与ルールを設定したうえで発行・付与することが重要

ストックオプションと税務

- ストックオプション（SO）に関連した税制は非常に複雑である
- 有償か無償か、さらに税制適格か非適格により、SO行使時の所得区分や税率が大きく変わることがある
- SO設計における税務は複雑であるため、有識者に確認のうえ設計することを検討することが重要

上場後の株式報酬

- 上場後も、株式報酬は従業員のインセンティブ付与での強力な手段となる
- 設計次第では、「コーポレートガバナンスの強化」、「企業価値向上へのインセンティブ」、「求める人材の獲得・引き留め」等を実現することができる

*ストックオプション：あらかじめ決めた価格で自社株を買うことができる権利

CFOを選ぶ際の観点と求められる資質

【CFOを選ぶ際の観点】

- CFOを外部から受け入れる場合、様々なバックグラウンドを持った人材がCFO候補として想定され、それぞれに強みが期待できる。
- 他方、スタートアップのCFOは日々新しい課題に直面し、難しい選択が迫られる。
- 従って、特定のバックグラウンドに起因する専門性が、必ずしも日々の様々な課題を全て解決できるわけではない点に留意が必要である。

【CFOに求められる資質】

- 課題解決の際は、CEOや事業部門等社内のプレーヤー、および投資家/証券会社等社外のプレーヤーといった幅広いプレーヤーと柔軟に調整することが求められる。
- これらを踏まえ、過去資金調達やIPOに成功したスタートアップからは、CFOの「カルチャーフィット」の必要性が指摘されている。
- CFO自身のバックグラウンドのみならず、自社のカルチャーを尊重し、チームとして課題に向き合い解決することのできるCFOの確保が重要である。

CFOのバックグラウンドと期待できる強み

バックグラウンド	期待できる強み
投資銀行	M&Aや資金調達に強く、自社の企業価値を正しく評価でき、投資家と共通言語で話することができる
公認会計士	会計知識・実務や上場実務に強い
経営管理部門	人事、経理、総務などバックオフィス業務全体に対する業務理解があることから実践的なノウハウに長けている
コンサルティングファーム	企業の成長戦略を立てることができ、CSO（最高戦略責任者）としての役割も期待できる

CFOを採用する際の留意点

- 自社とカルチャーフィットするCFO人材を採用することが重要となる
- さらに採用においては、事業自体の魅力、経営チームの魅力をしっかり伝えることが重要

“

CFO領域に関心があるのはキャリアアップ志向が強い人が多いが、当社ではミッションへの共感等に重点を置いた。妥協せずに採用活動を行い、年単位で時間を掛けた。

スタートアップ CFO

“

外部から採用した場合、既存の従業員と働く文化の違いから問題が生じるケースも存在する。その意味で、カルチャーフィットできる人材が最も重要となる。

上場スタートアップ CFO

CFOチーム形成の必要性

- 企業価値が大きくなりIPOが近付くにつれて、ファイナンス面で専門的な知識が要求されるケースや、不測の事態が発生し柔軟な対応が求められるケースが増えていく。
- また、社内向けの管理業務、IPOプロセスの推進に加え、投資家とのコミュニケーションにもリソースを割くことが重要になってくる。
- 従って、経営管理機能に加え、IPO準備や投資家との対話等、幅広い業務に対応する必要がある。
- 多様な課題をチームとして解決することができる、「CFOチーム」を形成することが望ましい。

CFOチームに必要とされる役割

- 多様な役割を担う人材をチームとして束ね、課題解決に向かうことがCFOに求められる
- 投資家や証券会社と交渉できるチーム形成が重要となる

CFO	ファイナンスの責任者。経営戦略面でCEOのサポートも求められる
経営管理	経営管理に関する責任者
IPO推進	IPO準備プロジェクトの主担当
IR	投資家との対話を担当
その他	IPO周りの専門的な知識やIR資料等のデザイン担当

IR担当が社内に果たす役割

- 上場前と後では株主からの見られ方が大きく変わる（参考ページはこちら）
- 社内がそのギャップに対応できるよう、社内のファイナンスリテラシーを高めることが重要となる
- 未上場のうちからIRチームを形成することは、社内のファイナンスリテラシー向上につながる
- IR担当は、投資家や資本市場から自社がどう見られているかについての翻訳者になりうる

CFOチームの形成例

企業A（レイト期企業）の事例

- シリーズCまで ※経営者がファイナンスの知識あり
CFOポジションは設けず業務を推進
- シリーズC～D
CFO人材を招聘。初めはCFOチームの業務をCFOほぼ1人で実施
- シリーズD以降
法務・経理の外部人材を採用。法務・経理部を設置し、CFOチームを結成

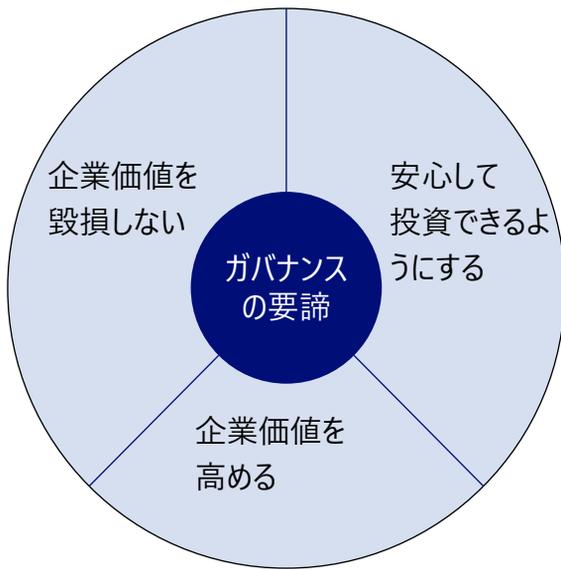
CFOのコメント

- “ 企業規模もそこまで大きくなかったため、CFO1人で回すことができた
- “ CFOとして投資家との対話にリソースを割くために、経営管理/法務のプロを採用した
- “ ビジネス・ミッションに共感してもらえそうなカルチャーフィットを重視し、年単位の時間をかけて採用した

スタートアップにおけるガバナンスの意義

- スタートアップにおいてもガバナンス（企業統治）は重要であり、特に上場後の大きな成長を成し遂げるためにも上場前からガバナンス整備を行っておくことが望ましい。
- 社外取締役の選任等、形式的なガバナンスの「仕組み」整備はもちろん重要だが、それだけに留まらず、なぜガバナンスが重要なのかという原則・要諦を適切に押さえておくことが求められる。

ガバナンスの要諦



ガバナンスに関しては個別の仕組みだけでなく、その運営や体制のポイントを押さえることが望ましい
 具体的に、株主は以下の3点を企業に期待しており、これらを実現するガバナンスの運営が重要である

【企業価値を毀損しない】
 経営による企業の私物化や不正を行わないこと

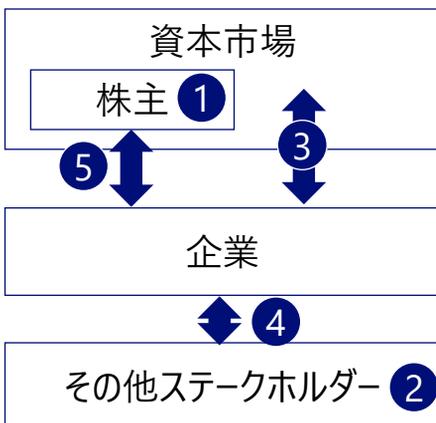
【安心して投資できるようにする】
 株主に対して透明性のある報告・説明責任を果たし、長期的な価値を毀損しないこと

【企業価値を高める】
 外部・内部環境を見極め、把握し、適切な戦略を策定して実行すること

出所) 日本取引所グループ、村上誠典氏note「【徹底考察】スタートアップが成長に応じて考えるガバナンス要点」よりNRI作成

コーポレートガバナンスの基本原則（コーポレート・ガバナンス・コード※より）

コーポレート・ガバナンス・コードは、東証において、実効的なコーポレートガバナンスの実現に資する主要な原則を取りまとめたもので、マザーズやJASDAQの上場会社でも以下の基本原則を実施すべきとされている



- 1 株主の権利・平等性の確保
- 2 株主以外のステークホルダーとの適切な協働
- 3 適切な情報開示と透明性の確保
- 4 取締役会等の責務
- 5 株主との対話

※詳細は[日本取引所グループHP](#)をご参照下さい。

未上場時の資金調達手段

- スタートアップの資金調達手段は、大きくエクイティ性のものと、デット性のものが存在。
- 近年は借入を代表とするデット調達の活用事例が増えており、デットの活用を視野に入れ、資金調達を検討することも可能である。
- ただし借入にて調達を行う際は、経営者保証を要求される場合が多く、個人が会社の連帯保証人になるかどうか十分検討が必要。

デットの活用

エクイティ性	増資	普通株
		種類株
	新株予約権型	コンバーティブル投資手段 ※株式や社債を用いるスキームも存在 また、コンバーティブル投資手段に係るガイドラインを経済産業省で公開しており、適宜参照されたい。 リンクはこちら
デット性		劣後ローン・資本性ローン
		社債
		借入



中小企業基盤整備機構ではディープレックベンチャー等への民間の大型融資に対する債務保証を行う制度（ディープレックベンチャーへの民間融資に対する債務保証制度）を設けている。

[リンクはこちら](#)

借入における留意点

- スタートアップが借入を行う場合、金融機関は経営者保証を要求する機会が多い
- 会社が弁済できない場合には、個人が弁済をする必要があるため、十分な留意が必要

経営者保証：融資の際、経営者個人が会社の連帯保証人となること

担保：債務不履行時に土地等の有形資産を担保として差し出すもの



スタートアップの経営者にとって、借入時の個人保証の有無は後々の事を考えると重大な問題になりかねないことを認識することが重要
ベンチャーキャピタル関係者

欧米で活用進むベンチャーデット

欧米では伝統的な融資とは異なり、将来的な資金調達に着目したベンチャーデットの活用が進んでおり、今後の日本における動向も注視したい

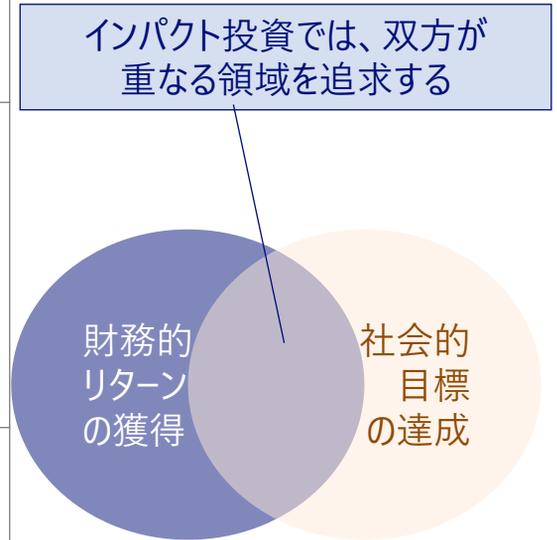
手法	特徴
伝統的な融資	企業のキャッシュフローや担保(固定資産、経営者保証等)に依存して融資の可否や融資額が変化する。上場前で、収益性も不安定なスタートアップ企業の調達には不向きであるケースも多い。
ベンチャーデット	将来的な資金調達(VCの出資可能性等)に着目して融資可否を判断する。直近エクイティラウンドの20-35%程度の調達額であり、エクイティの補完としての役割が期待される。米国で約900億ユーロ、欧州で約210億ユーロの市場規模(2018年)が存在する。

コラム：インパクト投資の勃興

- インパクト投資とは、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を指す。
- 未上場スタートアップに対するインパクト投資は拡大傾向にある。

インパクト投資とは

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、長期間わかない）
インパクト測定・マネジメント(IMM*)	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（例えば、投資判断時における基準、投資期間中や投資後の報告で活用する等）を運用プロセスに組み込み、得られた情報をもとに事業改善や意思決定を行うことでインパクトの向上を目指す、インパクトの測定に基づく評価とマネジメントのプロセスのこと
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



*Impact Measurement & Managementの略

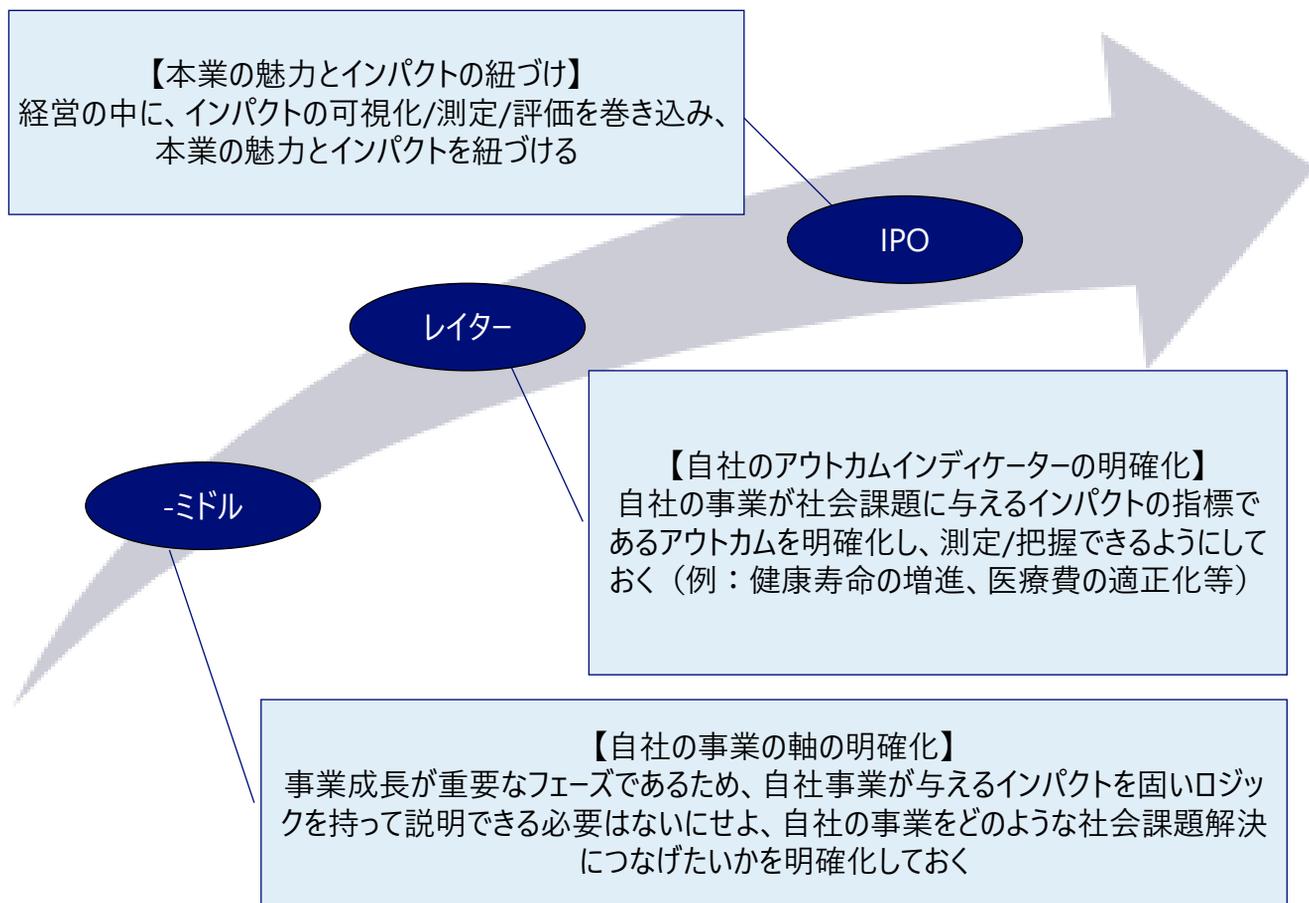
未上場株へのインパクト投資の事例

	名称	運用額	投資分野
VC/PE	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
	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
	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り組む企業
	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

コラム：インパクト投資との向き合い方

- 上場後は、SDGsやESG等の概念を踏まえた投資家による対話がより重要となる。
- IPO後も成長を目指すスタートアップとしては、未上場段階でインパクト投資の観点をまずは認識し理解しておくことが重要となる。
- なお、事業成長もちろん重要となるため、成長ステージごとに事業成長とインパクトの観点をバランスよく考慮することが必要。

スタートアップのインパクト投資への向き合い方（イメージ）



“ IPO以降にSDGs、ESGのことを考え情報公開することはスタンダードになりつつある。今後の事業の差別化要素として、インパクトの観点を踏まえることがスタートアップにとっても非常に重要になると思う。

スタートアップ投資ファンド ファンドマネージャー

レイター期、IPO前における課題と検討のポイント

スタートアップのIPOの意義

- IPOやM&Aは事業の成長を促進する有効なファイナンスの手段であり、IPOは多くのスタートアップが目指す打ち手となっている。
- IPOへのプロセスを通じて、スタートアップは経営基盤を強化することができ、IPO以降の大きな成長のきっかけを掴むことができる。
- スタートアップにとってIPOは目的となりがちだが、本来は企業価値向上の手段であり、成長の通過点であることを認識しておくことが大切となる。

IPOの意義

上場企業としての社会的信頼・認知および公益性を獲得し、
対外的な取引が円滑化、人材採用が有利に
(例：上場により、ユーザーに安心感を付与)



成長を支える経営基盤の強化

“

IPOはスタートアップにとって目的化しがちであるものの、本来的には上場後の事業成長のための手段である。

上場スタートアップ CFO

“

市況はコントロールできない中で、ベストなタイミングで上場できるように社内体制を備えておく必要がある。

上場スタートアップ CFO

IPO後の企業の成長

- 時価総額が大きい企業は、IPOの時点においてもある程度の時価総額まで成長している傾向がある。一方で、比較的小規模にIPOをした企業でも、IPO時点から大きく時価総額を伸ばすケースも存在する。
- 企業の成長ストーリーは企業ごとに異なるため、自社の成長にとってベスト・ベターなタイミングはいつなのかを考慮し、IPOを実施することが重要となる。

2001年以降マザーズに上場し2022/2/28時点で時価総額1,000億円超の銘柄一覧

単位：百万円

*公開時の時価総額=公開価格×公開日時点の発行株式数

#	企業名	①時価総額 (2022/2/28)	②公開時の 時価総額*	設立年月	上場年月	変化率 ①÷②
1	エムスリー	2,897,701	36,380	2000/09	2004/09	7965%
2	MonotaRO	1,068,270	16,100	2000/10	2006/12	6635%
3	ZOZO	974,385	19,958	1998/05	2007/12	4882%
4	GMOペイメントゲートウェイ	831,993	15,180	1995/03	2005/04	5481%
5	バイカレント・コンサルティング	693,599	32,487	2014/04	2016/09	2135%
6	コスモス薬品	628,437	17,544	1983/12	2004/11	3582%
7	メルカリ	568,215	405,994	2013/02	2018/06	140%
8	日本M&Aセンターホールディングス	549,708	16,215	1991/04	2006/10	3390%
9	カカクコム	512,322	10,920	1997/12	2003/10	4692%
10	SHIFT	387,465	3,430	2005/09	2014/11	11296%
11	JMDC	355,931	76,626	2013/05	2019/12	465%
12	ラクス	340,140	12,167	2000/11	2015/12	2796%
13	タカラバイオ	287,914	52,400	2002/04	2004/12	549%
14	エス・エム・エス	268,849	3,715	2003/04	2008/03	7238%
15	マネーフォワード	268,391	28,333	2012/05	2017/09	947%
16	ペプチドリーム	264,069	32,216	2006/07	2013/06	820%
17	フリー	213,913	93,280	2012/07	2019/12	229%
18	トリドールホールディングス	212,371	7,652	1990/06	2006/02	2775%
19	ディー・エヌ・エー	209,098	32,602	1999/03	2005/02	641%
20	ディップ	189,106	24,400	1997/03	2004/05	775%
21	ネクステージ	188,298	5,340	1998/12	2013/07	3526%
22	グリー	163,086	73,597	2004/12	2008/12	222%
23	ミクシィ	161,501	109,275	1999/06	2006/09	148%
24	M&Aキャピタルパートナーズ	158,900	6,420	2005/10	2013/11	2475%
25	インフォマート	154,296	8,934	1998/02	2006/08	1727%
26	クリエイト・レストランツ・ホールディングス	152,361	30,086	1999/05	2005/09	506%
27	USEN-NEXT HOLDINGS	143,722	15,814	2009/02	2014/12	909%
28	ジャパンエレベーターサービスホールディングス	132,392	5,269	1994/10	2017/03	2513%
29	チェンジ	127,244	3,792	2003/04	2016/09	3356%
30	Sansan	124,616	134,696	2007/06	2019/06	93%
31	そーせいグループ	115,674	48,976	1990/06	2004/07	236%
32	バリューコマース	114,235	28,061	1999/09	2006/07	407%
33	レノバ	111,560	13,651	2000/05	2017/02	817%
34	イーレックス	109,415	15,246	1999/12	2014/12	718%
35	スノーピーク	105,612	4,048	1958/07	2014/12	2609%

レイトー期およびIPO以降の投資家の属性

- ミドル期以前は一般的にVCが投資家の中心になるものの、レイトー期以降は徐々に投資家層が変化する。
- VCとレイトー期およびIPO以降に新たに登場する投資家は投資戦略が大きく異なる
- レイトー期以降の投資家層形成を考えるうえでは、それぞれの投資家がとる一般的な投資スタンスを認識したうえでの検討が重要となる。
- レイトー期およびIPO以降の投資家は、一般的には下記のような投資家があげられ、それぞれ下記のようなスタンスで投資を実行する。

レイトー期/IPO時に現れる投資家例と一般的な投資スタンス

投資家例

一般的な投資スタンス

レイトー期	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	
	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	
	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 *詳細はこちらのページを参照	
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	人によって運用手法は様々だが、テクニカルが多いとされる	

*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

レイトー期に投資家を確保するときの観点

【投資家に期待できるサポート】

- レイトー期で投資家を確保する際には、IPO後も見据えることが必要となる。
- また、事業拡大において有用なサポートをもらえる投資家も存在。
- 自社にとって投資家にどのような要素を期待するか、資金調達の際に検討することが重要となる。

【多様な株主の確保】

- 特定の投資家層に偏った株主構成になった場合、特定の状況下で同じ投資行動を取られてしまうことから、株主になった後の安定性に一定のリスクが存在する。
- 全体の株主構成を鑑み、幅広い投資家を確保しておくことは、株主になった後に会社にとって有益なサポートが期待しうる。
- なお、機関投資家の中にはチケットサイズ*ゆえに投資が難しい場合もある。
- チケットサイズに関連する問題へは、投資家数を増やす・様々なチケットサイズに対応できる投資家層へのアプローチなどが解決案となる。 *チケットサイズ：投資家が1回の資金供出あたりに投資する金額の目安

投資家が与えるサポートの例

		サポートの例	主な投資家例
事業の観点	事業シナジーを通じた成長	出資元事業とのシナジー創出により、事業拡大に貢献	事業会社
	海外展開	自社の海外展開に、販路開拓や拠点整備等で貢献	VC（海外）、事業会社
財務の観点	IPOプロセス円滑化	IPO実施時の対外/対内向け調整のサポートで貢献	VC
	適正価格形成	資金調達時に多様な資金調達経験により、フェアバリュー形成で貢献	VC、クロスオーバー投資家
	安定株主確保	IPO後も保有し続けることで、安定株主層として貢献	クロスオーバー投資家、事業会社

“

エクイティファイナンスに詳しい人材がいない場合、VCに入ってもらおうメリットは大きい。
上場スタートアップCFO

“

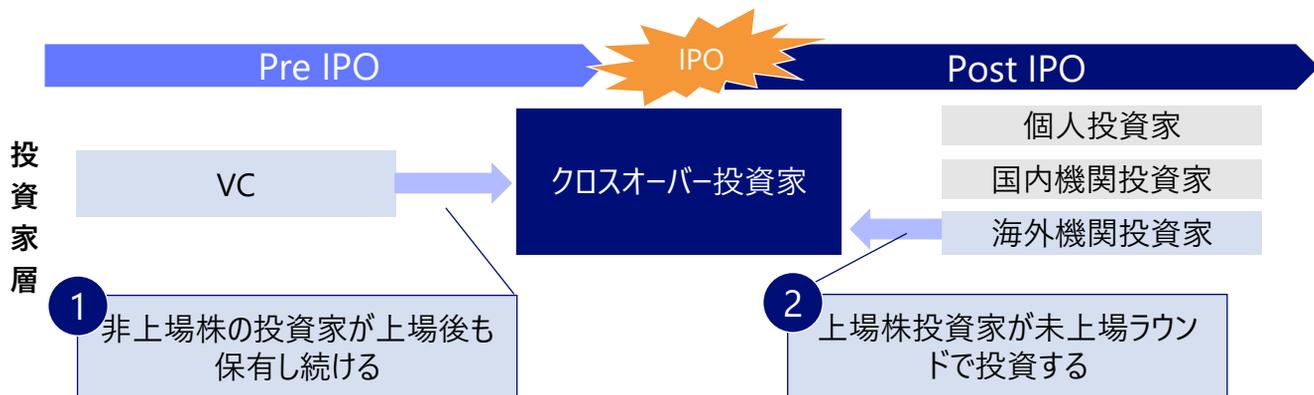
レイトー期の段階では、事業シナジーを優先し事業会社中心に資金調達を実施。
上場スタートアップCFO

クロスオーバー投資家の登場

- 上場投資家の非上場ラウンドでの投資、また上場後も中長期で保有し続ける非上場株投資家のことをクロスオーバー投資家と呼ぶ。
- クロスオーバー投資家から出資を受けるメリットは、価格形成や安定株主確保の観点で非常に大きい。
- 他方、基本的にロング戦略の投資家のため、株主に占める割合が大きくなりすぎた場合には、上場後の流動性が枯渇してしまうリスクも存在。
- クロスオーバー投資家を確保するメリット/デメリットを上場後の資本政策等の観点から比較衡量して検討することが重要となる。

クロスオーバー投資家とは

- 主に一部のVCと海外機関投資家がクロスオーバー投資の担い手となっている



クロスオーバー投資家受け入れのメリット/デメリット

メリット	アンカリング効果	Pre IPOフェーズのラウンドに上場投資家の目線が加わることによって、バリュエーションの目線づくりができる
	アナウンスメント効果	著名な上場投資家が入ることによって、他の投資家を呼び込むアナウンスメントの効果が期待できる
	安定株主層の形成	上場後も中長期で保有し続ける投資家層を確保できることで、中長期的な成長を見据えた打ち手がとりやすくなる
デメリット	流動性の枯渇	クロスオーバー投資家が多すぎるがゆえにIPOでオフリングサイズが作れず、市場での流動性が枯渇してしまう可能性

“

IPO時の流動性確保（オフリングサイズの確保）から逆算して、クロスオーバー投資家とVCの持分バランスを考慮していく必要がある。 上場スタートアップCFO

IPO時に投資家を受け入れるときの観点

- IPO時の投資家確保においては、上場後の成長を実現すべく、特に成長をサポートする安定株主の確保が肝要。
- 加えて、適切な市場価格形成の観点では流動性の確保も重要となり、ヘッジファンドや個人投資家を一定程度確保することも重要となる（流動性確保パートも参照）。
- 一方で、IPO時の株主構成は、親引け制度等を活用しない限り、発行体に決定権がほぼないのが現状の運用。
- IPO時の望ましい株主構成の形成のために、IPOプロセス時の主幹事証券会社との密なコミュニケーションが重要となる。

投資家を与えるサポートの例

		サポートの例	主な投資家例
事業の観点	事業シナジーを通じた成長	出資元事業とのシナジー創出により、事業拡大に貢献	事業会社
	海外展開	自社の海外展開に、販路開拓や拠点整備等で貢献	機関投資家（海外）、事業会社
財務の観点	適正価格形成	資金調達時に多様な資金調達経験により、フェアバリュー形成に貢献	機関投資家
	安定株主確保	ある程度の期間、株式を保有し続ける投資家の確保	事業会社、資産運用会社（ロングオンリー*）等
	流動性の確保	市場価格形成を支える流動性の確保	ヘッジファンド、個人投資家

*ファンダメンタルに基づき、基本的にロングポジション（買いポジション）のみで投資する投資戦略

“

流動性がない場合、市場でフェアバリューが形成しづらく、次の資金調達で望ましい調達ができない可能性が高まる。
上場スタートアップCFO

“

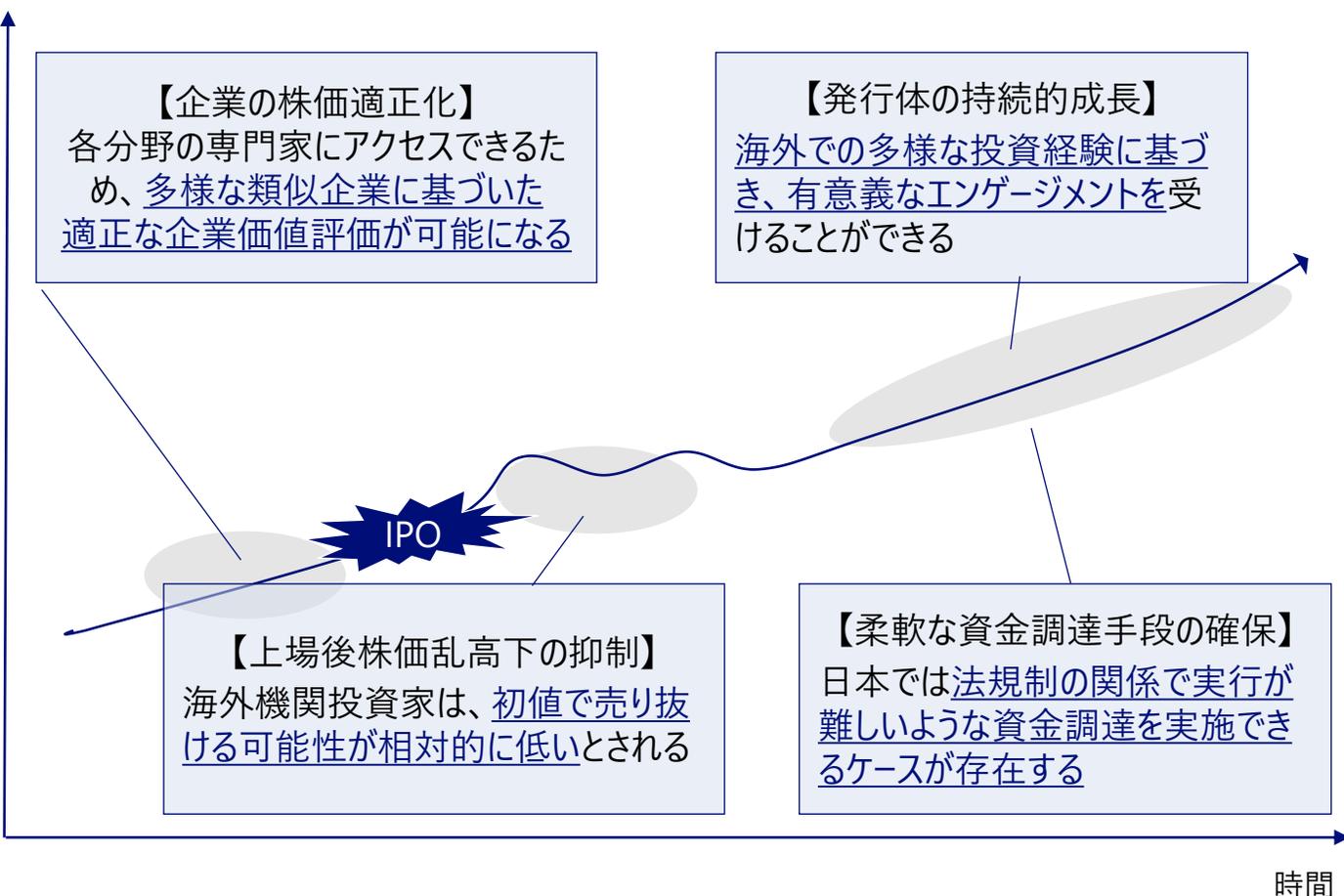
流動性確保の観点では個人投資家、ヘッジファンドの確保が重要。ロングオンリーの投資家では、流動性が枯渇する。
上場スタートアップCFO

海外機関投資家を確保する意義

- 海外機関投資家は多様な投資経験に基づき、多様な類似企業に基づいた企業価値評価や、発行体の持続的な成長に貢献するケースが存在。
- 持続的な成長および適正な価格形成のためにも、海外機関投資家の確保も選択肢として認識しておくことが望ましい。
- なお、海外機関投資家を確保すれば自社のバリュエーションが上昇するわけではない点には、注意が必要。

海外機関投資家の確保の意義

時価総額



“

海外の機関投資家を入れるとバリュエーションが上がると考えている人がいるが、すべてがそうではない。高い目利き力をもとに、バリュエーションが行れることになる。

上場スタートアップCFO

海外投資家を確保する手法

- IPO以降の海外投資家の受け入れでは、旧臨時報告書方式および、グローバルオフリング（RegS/144A）実施が選択肢となる。
- 各手法は、リーチできる投資家の広さに応じて複数の手法が存在する。
- 例えば、北米を含めた世界各国の投資家にリーチできる144Aは、投資家へのアクセス機会の多さというリターンと引き換えに、費用も大きい。
- また、グローバルオフリングには実施の目安となる水準感も存在している自社の現状の企業価値と、今後の成長を鑑み、適切な手法を選択する必要がある。

海外販売の手法例

	旧臨時報告書方式	グローバルオフリング	
		RegS	RegS+144A
対象海外投資家			
欧米・アジア	△	○	○
北米	-	-	○
海外投資家への販売活動			
	・欧州・アジアの投資家のうち当該方式に参加可能な投資家を対象にロードショー含めた販売活動を実施 ・国内募集案件と異なり人数の制限は無い	・欧州・アジアの投資家を対象にロードショー含めた販売活動を実施	・欧州・アジアに加えて北米の投資家を対象にロードショー含めた販売活動を実施
作成書類・資料（例）			
目論見書	-	英文目論見書 （英文監査済財務諸表含む）	英文目論見書 （英文監査済財務諸表含む）
契約書	-	海外引受契約書等 （英文）	海外引受契約書等 （英文）
ロードショー資料	英文スライド	英文スライド	英文スライド
弁護士事務所	日本法/海外法とも必要	日本法/海外法とも必要	日本法/海外法とも必要

*ABB（アクセラレーテッドブックビルディング）は[こちらのページ](#)で整理している

海外投資家は流動性の観点で、時価総額500億円～1,000億円以上が見込める企業でないと参加しにくいのが実情である。

上場スタートアップ ファイナンス担当役員

グローバルオフリング実施における課題

- グローバルオフリングの実施にはリソース、オペレーション面での課題に留意する必要がある。
- 必要な期数分の監査報告書を準備する必要があるなど、グローバルオフリングを検討するより年レベルで事前に対処すべき課題も存在。
- また、上場後の海外投資家とのコミュニケーション機会の確保という観点で、コスト負担は一概にIPO時点のみでのコスト負担と言えないケースもある。
- グローバルオフリング実施における課題を認識したうえで、その課題が自社にとってボトルネックとなる場合には、しっかりと対処策を講じておくことが肝要。

グローバルオフリング実施における課題

	課題	IPO前に対応策を考える論点
人材の確保	<ul style="list-style-type: none"> 東証の上場審査に加え、グローバルオフリング実施のリソース確保が必要 英語書類の準備も必要 	<ul style="list-style-type: none"> 人材増に見合うリターンをグローバルオフリングから得ることができるか
資金の確保	<ul style="list-style-type: none"> 数億円単位で発生する追加費用の負担が必要 	<ul style="list-style-type: none"> コスト負担の増加により、資金調達に影響を与えないか
情報の準備	<ul style="list-style-type: none"> 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がある 	<ul style="list-style-type: none"> 自社の選択したい手法について、十分な監査報告書が存在するか

“

IPO前から海外IR担当者をチームメンバーに入れることはIPO時点での一過性の費用というより、早期的な投資で選択肢を広げる話にもなる。

投資銀行 IPO担当

親引け制度の概要

- 親引け制度とは、証券会社が株式を発行体の指定する販売先へ売り付ける制度。
- 発行体としては望ましい投資家に株式を割り当てることができる一方で、公平かつ公正な配分を行うという観点から、原則禁止されてきた。
- 他方、証券会社が公平な配分に反しないと判断した場合は認められるケースも存在し、特に近年で親引け制度を活用したIPOを成し遂げたスタートアップが存在する。
- さらに、今後日本証券業協会によって、親引け制度活用に関する環境の整備が行われる予定。
- 親引け制度活用を検討するスタートアップは、日本証券業協会等から発表される最新の情報をチェックすることが重要。

親引け制度に関する日本証券業協会の検討

これまでの運用

- 発行会社から主幹事証券会社に対し、ブックビルディングの手続き前に具体的な機関投資家への割当指示（親引け）を行うことは、日本証券業協会親引けガイドラインにより一定の制約が存在
- さらに、具体的にどのような状況で親引け制度が活用でき、実際にどのようなプロセスで実施するのか具体的な指針が存在しなかった

これからの運用の方向性

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、親引け制度活用の環境整備に関して、以下2つの方向性を示している。

【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り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。

[リンクはこちら](#)

セーフィー社の親引け制度を活用したIPO事例

- セーフィー社は機関投資家からの資金拠出規模を受け、親引け制度の活用を検討。
- 前例の少ない中で、主幹事証券会社と密にコミュニケーションをとり検討を進めた。
- 最終的に、海外機関投資家2社に株式を割り当てる形でのIPOを成し遂げた。

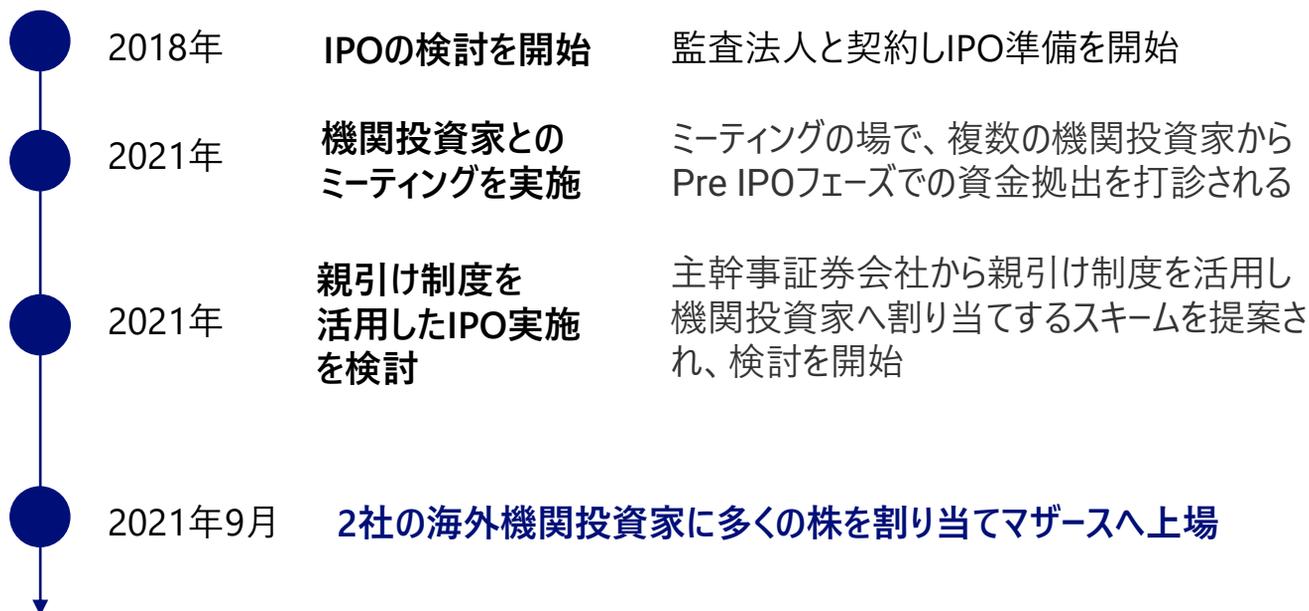
セーフィー社の親引け制度を活用したIPO概要

目的

機関投資家からの資金拠出希望の受け入れと遅滞のないIPO実施スケジュール実現の両立

課題

親引け制度活用の前例が少なく制度の整備もされていない中で、適切な運用をするためにプロセスごとに細かく各所に確認する必要がある



“

主幹事証券会社の適切なサポートもあり、前例の少ない親引け制度を活用したIPOを成功できた。

“

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。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等制度として曖昧なところが多かった。

IPOプロセスにおける投資家との対話の機会

- IPOプロセスでは、投資家と対話する機会（タッチポイント）がいくつか設けられており有効に活用すべき。
- 対話する機会は主に、「カンファレンス」、「インフォメーションミーティング（IM）」、「プレ・ヒアリング」、「ロードショー」が挙げられる。
- スタートアップとしては、IPO後も投資家に継続的に注目してもらうためにも、投資家とのタッチポイントごとに、自社事業の魅力を投資家に訴求することが重要となる。
- なお、有価届出書提出前に投資家に自社への投資を勧誘する行為は禁止されている点には留意が必要。

投資家との対話イベント

	イベント	概要
上場 審査 承認 前	カンファレンス	証券会社主催のカンファレンスにて、機関投資家に対して自社事業を紹介
	インフォメーションミーティング	主にIPOの半年～3か月前に機関投資家に向けて自社のエクイティストーリー等を紹介。なお、 <u>現状では国内オフリングのみのIPOでの実施事例は少ない</u>
	プレ・ヒアリング	<u>主に機関投資家に対して、需要の見込みに関する調査を実施。</u> なお、現状では、 <u>販売圧力を受けにくい投資家に対してのみ限定的に認められている</u>
審査 承認 後	ロードショー	ブックビルディング期間の最終需要集計の基となる仮条件を設定するために、 <u>機関投資家に向けて自社のエクイティストーリーやIPOの概要を紹介</u>



- インフォメーションミーティングとプレ・ヒアリングは混同されやすい
- インフォメーションミーティングは投資家とのコミュニケーション機会である一方で、プレ・ヒアリングは需要の見込みに関する調査であり、別のイベントである点に留意する必要がある



ロードショーで注目されIPO後も継続的にウォッチされるのは一部の発行体のみ。上場前のIMの段階からどれだけ投資家から興味を持ってもらえるかが大切。

上場スタートアップCFO

投資家との対話で重要なポイント

【投資家との対話で重要なポイント】

- IPOプロセス時の投資家との対話では、より投資家に自社の魅力を伝えるエクイティストーリーの磨きあげが重要となる。
- 投資家との対話とフィードバックを通じて、投資家に伝わりやすい質の高いエクイティストーリーに磨き上げを行うPDCAサイクルの構築が重要となる。
- PDCAサイクルを多く回転させエクイティストーリーを磨き上げるためにも、投資家との対話機会を多く確保することが重要となる。

【IPOプロセスでの対話の留意点】

- IPOプロセスでは、一般的に対話する相手はVCから上場投資家になる。
- 対話の際には、上場投資家とVCは一般的にコミュニケーションスタイルが異なることに留意して臨む必要がある。

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



エクイティストーリーを
磨きあげる
PDCAサイクル

【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

“ディープレック系は1度のミーティングで周知させるのは難しいと感じた。インフォメーションミーティングでのフィードバックをうけエクイティストーリーを磨きあげロードショーに臨んだ結果、投資家に理解いただけたと感じている。

上場スタートアップ CEO

“一般的に上場株の機関投資家との対話で、“壁打ち”はできない。準備不足で上場株の機関投資家に会ってしまうと、自社への評価が逆に振れることもある。

上場スタートアップ CFO

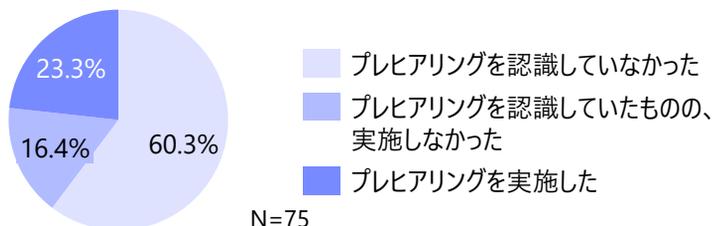
プレ・ヒアリングとは

- プレ・ヒアリングとは、公募増資実施の公表に先立ち、証券会社が特定少数の機関投資家に対して、公開会社および公募増資に関する情報を提供し、当該公募増資実施の判断の前提となる需要調査を行うこと。
- プレ・ヒアリングの実施は、投資家主導の価格決定に貢献するケースも存在する。

プレ・ヒアリングの活用可能性

- プレ・ヒアリングは現状、積極的に活用されていない。
- 日証協はプレ・ヒアリング規則の改正を検討しており、プレ・ヒアリングの実施を推奨する方向で検討が進められている（2022年1月現在）。

プレ・ヒアリングの実施有無



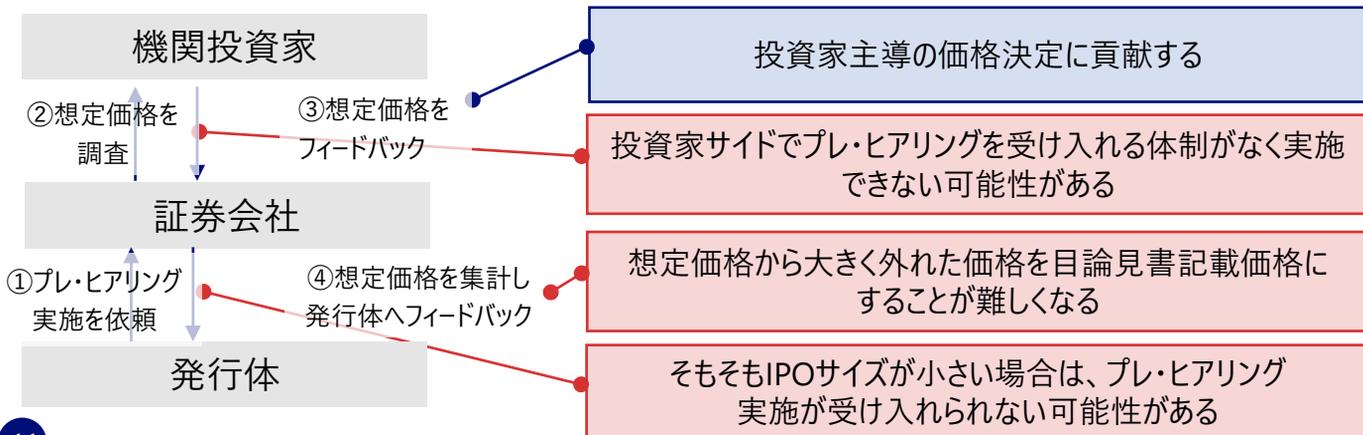
公正取引委員会の調査では、IPO時にプレ・ヒアリングを実施した発行体は約20%（なお、プレ・ヒアリングとインフォメーションミーティングを混同している回答者も存在するため、実態はより少ないとみられる）

プレ・ヒアリングのプロセス/プレ・ヒアリングの効果と留意点

- プレ・ヒアリングは投資家主導の価格決定に貢献する一方で、実施する際の留意点が存在する点を認識する必要がある。

プレ・ヒアリングのプロセス

プレ・ヒアリングの効果（青）と留意点（赤）



“プレ・ヒアリングは、探りにいった結果、欲しかった数字が出てくるかは保証の限りでなく、一旦出てきてしまった数字は魔力を持つということを念頭に置いて活用すべき手法。

上場スタートアップファイナンス担当役員

証券会社の役割

- IPOに係る証券会社の役割は多種にわたるため、複数証券会社からなるシンジケート団を作ることが多い。
- 審査対応を担当する事務幹事（推薦証券）を選定した上で上場準備を進め、オフリングが近付いたタイミングで販売活動を担うシンジケート団を組成する。
- まずはIPOに係る証券会社の役割を認識し、それぞれの証券会社の役割について考えることが重要。
- 共同事務幹事（共同推薦）、共同主幹事を採用しうるIPO案件も存在するが、自社のIPOの特性に合わせて、それぞれの証券会社にどのような役割を期待しているのかを、自社でしっかり認識しておくことが重要となる。

IPOでの証券会社の役割

証券会社が 担う役割

一般的な呼称

概要

審査 対応	主 幹 事	①事務幹事 (推薦証券)	上場審査前の上場準備プロセスの総合的なアドバイスを提供し、東証上場規程に基づき上場適格性調査に関する報告書（推薦書）を東証に提出する。オフリング時の主幹事証券を兼ねることが通常。
オフア リング 対応		②主幹事 (ブックランナー)	オフリングの一連のプロセスを主導する。目論見書等の書類の作成、販売戦略の立案、機関投資家への販売活動及びシンジケート団の販売活動のとりまとめ、公開価格等の発行条件の提案・とりまとめ等を行う。
投資家 への 販売	引 受 幹 事 会 社	③幹事・ 引受会社	主幹事と共に株式の引受を行い、主に個人投資家へ販売する。幹事・引受会社の中でもより大きな引受責任を負う会社を幹事会社とする。

*IPOでは、①審査対応を担当する事務幹事（推薦証券）と、②オフリングを統括する主幹事（ブックランナー）が存在し、①と②の役割を担う証券会社が同一のケースや、①を単一の証券会社、②を複数証券会社が担うケース等、個々のIPOに合わせて様々なケースが存在する

“

いわゆる共同主幹事と呼ばれる案件においても、各主幹事における役割が異なる場合が多い。まずは役割・言葉について理解することが大切。 上場スタートアップ CFO

主幹事証券の選び方

- 主幹事証券会社は証券取引所への申請を含めた上場準備のサポートから、発行体に代わり投資家への販売の取りまとめといった主導的な役割を果たす。
- 主幹事証券会社を選ぶ際は、投資家への販売力という観点の他に、①発行体の事業への理解②成長ストーリーの描く力③サポート力（公開引き受けチーム）の観点から選ぶことが重要。
- ビューティーコンテスト（ビューコン）*時の提示価格のみならず、多角的な観点で選定することが肝要。

*ビューティーコンテスト：IPO主幹事の選定時に証券会社から行われるプレゼンテーション

主幹事証券を選ぶ際に必要な観点

考慮すべきポイント	発行体の事業への理解	業界常識・事業への理解が十分でない主幹事証券会社が担当に付いた場合、 <u>発行体の主張が理解されず、上場準備作業が手間取るケースが存在する</u>
	成長ストーリーを描く力	証券会社がどの程度自社の事業を理解し、 <u>強調すべきところを強調する / 足したほうが良い観点のアドバイスによって、エクイティストーリーの魅力は大きく変わる</u>
	サポート力	IPO後もエクイティおよびデットによるファイナンス、M&Aのアドバイザー等付き合いが続くことが多いため、IPOの実績だけでなく、 <u>その他の実績も加味することが望ましい</u>
注意が必要なポイント	ビューティーコンテストでの提示価格	ビューティーコンテストで示された価格は、必ずしも公開価格とは一致しないため、ビューティーコンテストの提示価格は考慮しすぎないことが望ましい
	過去の実績	必ずしも実施案件数が多い、名前が知れているということが望ましい IPO実施に活かないケースも存在

“**ビューコンで確認すべきポイントは、バリュエーションの数値そののではない。前提としている株式市場環境、コンプスの選定ロジック、そして当該バリュエーションを投資家に許容させるエクイティストーリーと販売戦略である。** **上場スタートアップ CFO**

証券会社との関係性構築において重視するポイント

- 価格形成や投資家への株式配分に関して不透明感を指摘するスタートアップも一部存在するのが現状。
- 自社として納得のできるIPOを実施するためにも、主幹事証券会社選定後に、どのような姿勢で関わっていくのか、下記のようなポイントも考慮しておくことが重要となる。

証券会社との関わり方のポイント

#	ポイント	
①	透明性の確保	証券会社内でも多数の部門が存在することから、投資家の意向が必ずしも伝わらないケースも存在するため、 <u>情報伝達や意思決定プロセスの透明性を主幹事証券会社と約束することが重要</u>
②	交渉力を持つ	仮にIPOプロセスに納得できないケースでは主幹事証券会社を変えることや、さらに主幹事証券会社（事務幹事証券会社）を追加する選択肢を持つなど、 <u>証券会社1社に頼り切りの関係にならないことも重要</u>
③	複数オピニオンを持つ	価格形成等について <u>複数のオピニオンを持ち、ステイクホルダーへの交渉材料を持つことも一案</u>
④	投資家に向き合う	インフォメーションミーティング等で証券会社と共に投資家に向き合い、 <u>価格等についてフィードバックをもらうことが重要</u>

- 例えば、③の複数オピニオンを持つには、共同主幹事証券会社を確保するのも一案。
- 主幹事証券会社間双方の検討を踏まえプロセスが推進できる一方で、証券会社との調整コストが増すことには留意が必要。
- 特に、事務幹事を複数にすることと、オフリングの主幹事を複数にすることは役割も調整コストも大きく異なることに留意。

“
どのタイミングでどの証券会社にどの役割を依頼するのは、IPOの成功可否に影響する。上場後も様々な証券会社と付き合いしていく必要があるため、そこを含めた計画を立てる必要がある。

上場スタートアップ CFO

“
当社のIPOでは、証券会社とのコミュニケーションが不足したと認識。さらに投資家とのコミュニケーションも不足したことで、IPO時に望ましいバリュエーションがつかなかった。共同主幹事を取った方が良かったと認識している。

上場スタートアップ CFO

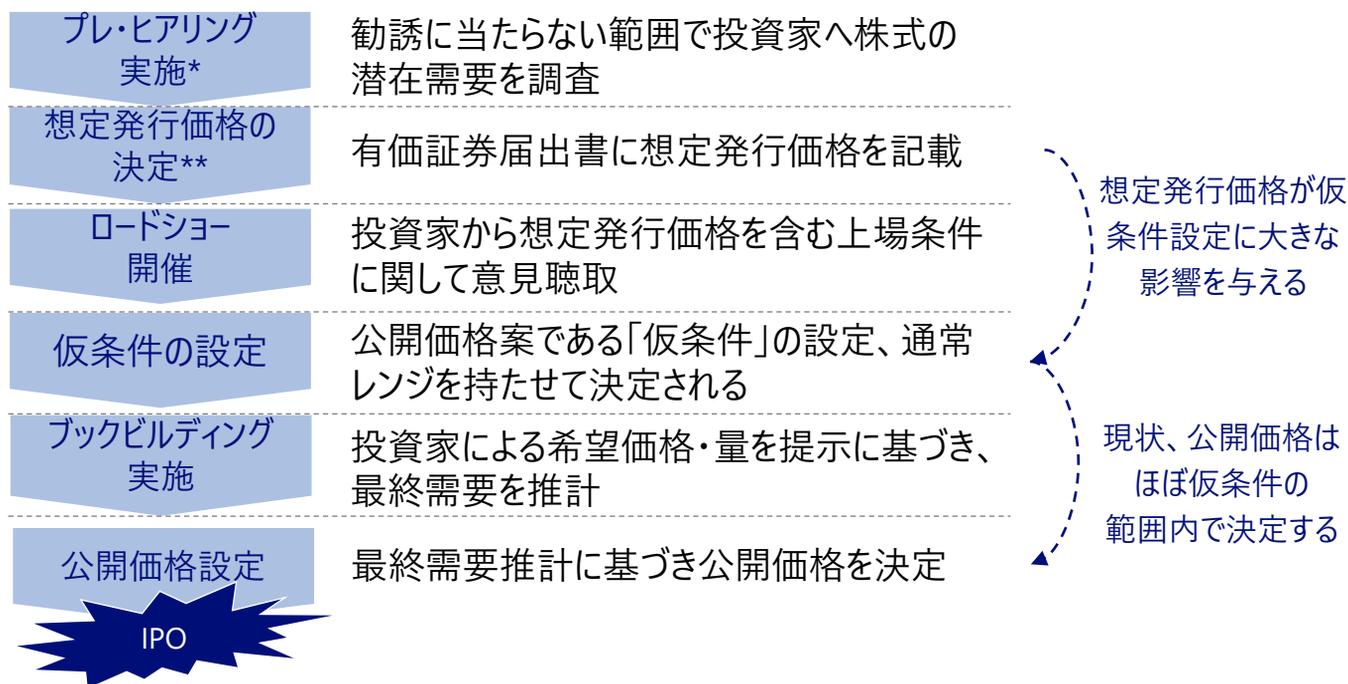


なお、公正取引委員会から、日本における公開価格の設定に係る実態等について報告書が出されている。

日本におけるブックビルディングの運用の概要

- 日本では、IPO時の価格形成手法としては、ほぼブックビルディング方式が用いられている。
- ブックビルディング方式とは、需要積み上げ方式とも呼ばれ、一般的に下記のようなプロセスで価格決定を行う。
- 現状の日本におけるIPOでは、最終的な公開価格設定は仮条件の範囲内でほぼ決定され、さらに仮条件へも想定発行価格が大きな影響を与えている。
- 想定発行価格が公開価格に大きな影響を与える中で、発行体は想定発行価格の決定に際して証券会社/投資家と徹底した議論を行うことが重要となる。

ブックビルディング（BB方式）のプロセス



*プレ・ヒアリングは、現状、販売圧力を受けにくい投資家に対してのみ限定的に認められている

**日証協WGでは「想定発行価格の開示により誤った先入観を与えるおそれがある場合もあることから、発行会社が想定発行価格を開示しない選択をすること等も可能であることを明確化し、周知を図ることが考えられる。」との改善策が提示された

想定発行価格と仮条件設定

- 現状、日本のIPOでは、想定発行価格が仮条件の設定に大きな影響を与えている
- 金子（2019）によると、日本の2001年-2017年のIPOにおいて、想定発行価格と仮条件レンジの中間値の相関係数が約0.99と高い相関がみられた
- 発行体にとって、有価証券届出書に記載する想定発行価格が仮条件設定に大きな影響を及ぼすことをあらかじめ認識しておくことが重要となる

日本におけるブックビルディングの運用の概要

- 想定発行価格を決めるパラメータ（指標）は複数存在し、発行体自身が納得するまでこれらの要素を証券会社/投資家と徹底的に議論することが重要となる。

想定発行価格を決定するパラメータ

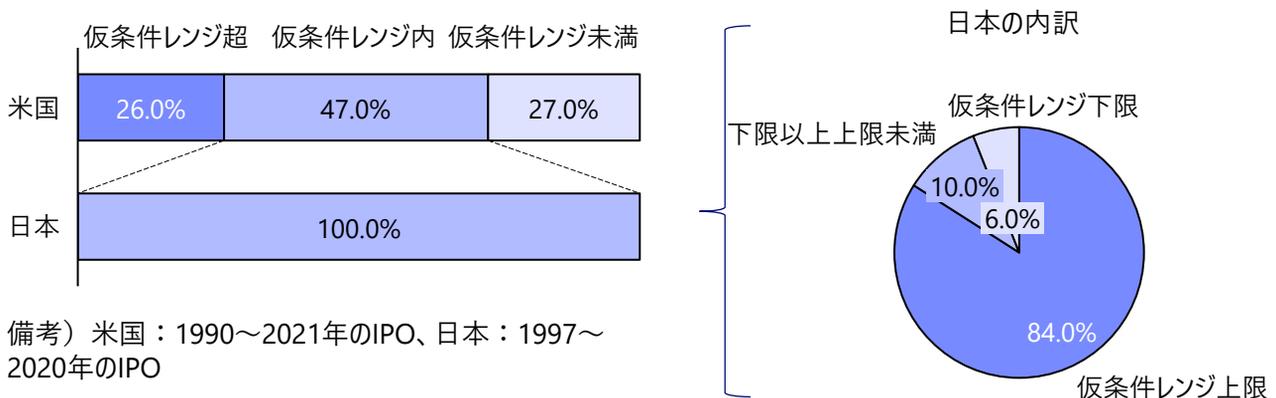
想定発行価格	論点
= マルチプル* 財務指標 コンパス	<ul style="list-style-type: none"> • 利益に関する倍率（PER）、売上に関する倍率（PSR）等、どのような倍率を用いてバリュエーションを行っているか • どの予測時点の財務指標を用いてバリュエーションを行っているか • 自社のビジネスと類似する企業としてどのような業界や企業を選定しているか
× IPOディスカウント**	<ul style="list-style-type: none"> • 仮にIPOディスカウントが用いられる場合、ディスカウント率はどのような算出根拠で決定されているか
× その他の要素	<ul style="list-style-type: none"> • その他、想定発行価格決定に影響を与えている要素は存在するか

*マルチプル：株価算出法の1つであるマルチプル法で用いられる倍率であり、類似企業（コンパス/Comps: Comparable Company Analysis）の水準を参考に決定される

**IPOディスカウント：想定される時価総額から一定範囲のディスカウントを行い想定発行価格を決定すること。現状のBB方式による価格決定では、多くのケースでIPOディスカウントが適用されている

ブックビルディング方式における仮条件レンジと公開価格の設定水準

- 日本でのブックビルディングでは、投資家が仮条件レンジの外で希望価格を申請することは非常にまれな状況となっている
- 加えて、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仮条件レンジ内で設定されることがほとんどである
- 上記の状況を踏まえて、2022年2月現在、日本証券業協会は、仮条件の範囲の拡大や、仮条件の範囲外での公開価格設定が可能になるような公開価格設定プロセスに変更する方向性で検討を進めている



備考) 米国：1990～2021年のIPO、日本：1997～2020年のIPO

出所) Jay Ritter, Takashi Kaneko 「IPO Data」を基に作成 (<https://site.warrington.ufl.edu/ritter/ipo-data/>)

公開価格の設定方法

- 海外において、ブックビルディングに代わる価格形成手法が台頭し始めている。
- ユニファイド・オークションやダイレクト・リスティングは、実需が直接公開価格に関わる点が特徴である。

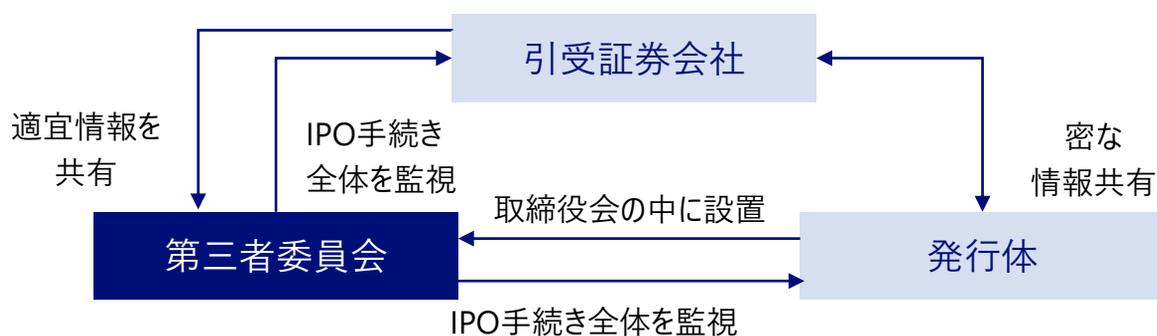
主な公開価格の設定手法

	入札の手順	値決めの基準	事例
ブックビルディング	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）	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	日本や米国における、ほぼ全てのIPO
部分入札方式	投資家が一定期間内に希望価格を入札	入札結果に基づいて、証券会社と発行企業が議論し、価格設定する	1997年8月までの国内IPOにおけるスタンダード
ユニファイド・オークション	機関投資家に希望価格と数量を調査	入札時の最多価格	米国の一部企業（Airbnb、Unity Software、DoorDash等）
ダイレクト・リスティング	引受証券会社を介さずに、発行体自らが既存株を売り出す	市場の投資家の需要	海外の一部企業（Spotify、Slack等）

【コラム】第三者がIPOプロセスをモニタリングする仕組み（米国の事例）

- 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された。
- 米国の発行体の一部は第三者委員会という形で、第三者を価格形成や配分へ関与させている。

第三者委員会の仕組み



流動性確保の意義

- 流動性を確保することは上場後の成長の実現に向けて大きな意義がある。
- 一定の流動性があることで、機関投資家の投資対象に入ることができるため、市場における株価形成が適切なものとなり、結果的に成長資金の調達を行いやすくなる。
- 機関投資家は一定の流動性がないとそもそも十分な株式購入ができない（その仕組みについては下図参照）。

流動性の違いが機関投資家の投資に与える影響（数値等はイメージ）

機関投資家は、市場における各銘柄の取引量（≒流動性）に応じて、その流動性リスクを許容できる水準を設定しており、その範囲内でしか銘柄の購入ができない。アセットオーナーの求めに応じてキャッシュを手元にすぐ用意しなければならない事態に備え、このような流動性リスクに対するキャップが設定されている。そのため、株式に一定の流動性がなければ、機関投資家の投資可能額のキャップにかかる可能性があり、売買機会が限られることになる。



流動性確保の手法

- 流動性を確保するために、IPO時のオフリングサイズ（IPO時の公募と売出しを合わせた総額）の大型化や、上場後は多様な投資家に向き合うことが求められる。
- IPO時に、既存株主からの売出し等を通じて、オフリングサイズを大きくすることで、市場における流通量を増やすことも有効な手法である。
- 上場後はロングオンリーの投資家だけでなく、ヘッジファンドや個人投資家も含めて多様な投資家と向き合い、一定の市場売買を確保することが必要。

具体的な手法と留意点

オフリングサイズの大型化

- オフリングサイズは、発行体の意図だけでなく、既存株主の売出し意向や投資家の投資意欲に大きく左右される
- そのため、既存株主から売出してもらうことや、投資家との対話を行い適切な株価を形成することが重要である
- 既存株主からの売出しに関しては、既存株主に対して、売出しによって海外投資家等が入ることができ、結果的に株価が上がり、成長に繋がるといったストーリーを持ってコミュニケーションすることが有効
- また、未上場時の出資契約において、株価が一定水準に達した際に売出してもらう条項を付与することも考えられる

多様な投資家の確保

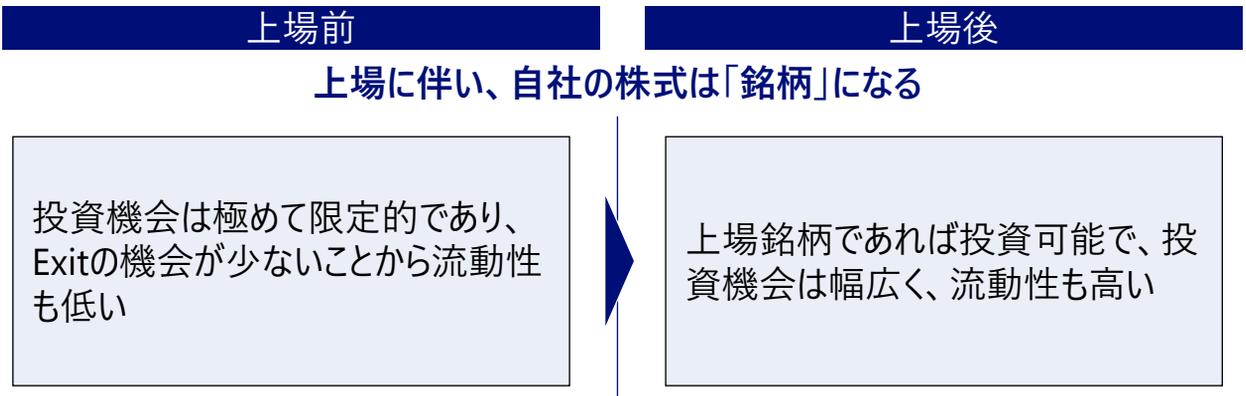
- 安定株主の確保のためにロングオンリーの投資家とコミュニケーションを取ることは重要だが、常に流動性確保とのトレードオフになっていることに留意する必要がある
- 短期売買を得意とし、空売りを行うようなヘッジファンドや個人投資家であっても、流動性確保の観点から自社株式に関心を持ってもらい、実際に取引してもらうことに意義がある
- そのため、これらの投資家に対してもIR等によってしっかりと向き合い、対話していくことが求められる

IPO後における課題と検討のポイント

投資家層の変化

- 上場後は自社の株式が一定数市場で取引されるため、常に市場の目線に晒されることとなり、既存株主だけでなく、市場内の各プレーヤーを理解したコミュニケーションを行うことが重要。
- そのため、上場前は限定的な投資対象とみなされていた自社株式も、市場内の多数の銘柄・アセットクラスの中から比較されて選ばれる対象となり、目線は厳しくなる。
- また、上場株投資家のタイプによって投資戦略も異なり、コミュニケーション内容も異なる。
- 望ましい株価形成のためには、機関投資家への情報発信だけでなく、個人投資家向けIRも行うことが望ましい。

上場に伴う変化



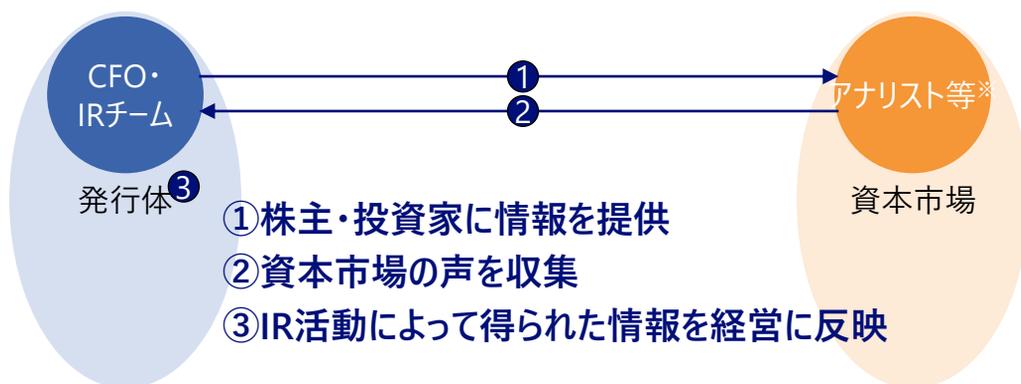
株式市場における主要投資家

投資家のタイプ		一般的な特徴
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る投資
	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		人によって運用手法は様々だが、テクニカルが多いとされる

“上場すると、同じ投資家でも目線が変わったり、多様な投資家層に触れることとなる。それらに応じたコミュニケーションやIRを行うことが肝要である。
上場スタートアップ CFO

IR活動の意義

- 常に市場の目線に晒される上場後のIR活動では、情報発信はもちろん、資本市場の声を聴いて経営に反映することも重要な役割。
- 投資家とのコミュニケーションの場は複数あるが、必須である株主総会に加え、決算説明会は自社の事業に関するコミュニケーションを取れるという観点から重要である。
- 必要に応じてその他のミーティングを実施することに加え、上場後は適時開示を行うことも情報発信の手段の一つである。



※但し、スタートアップ企業にアナリストが付くことは稀

主要なミーティング等と主な対象

ミーティング等	対象		コミュニケーションの特徴等
	機関投資家	個人投資家	
株主総会	○	○	法的に開催が必要であり、既存株主とのコミュニケーションにおいて重要な場
決算説明会・事業説明会	○	○	例えば、機関投資家には詳細なKPIを開示、個人投資家には図表を交えた平易な資料を作成する等の工夫が可能
カンファレンス、 ノンディールロードショー(NDR)	○	-	証券会社主催のカンファレンスや定常的なロードショーであるNDRも機関投資家との対話という観点で重要な場
One On Oneミーティング	○	-	投資家と1対1で会話する機会であり、投資家の懸念や期待を個別に聞くことが可能
個人投資家向け説明会	-	○	投資家間に情報ギャップを設けないという観点から個人投資家向けに説明会を開くことも可能で、機関投資家向け説明会と同時開催することもできる

上場後の資金調達の概要

- 上場することの一つのメリットとして、資本市場からの調達手法が広がり、選択肢も増えることが挙げられる。
- 各選択肢には次頁でまとめているような特徴があり、既存株主との関係や市場からの評価にも影響することもあるため、それぞれの長所・短所を留意した上で検討をする必要がある。

上場に伴う変化(資金調達面)

新たな調達手段の活用	<ul style="list-style-type: none"> 市場から資金を直接調達することが可能となり、公募増資(国内のみならず、ABB等を含む海外調達)等の選択肢が広がる
既存調達手段が容易・有利に	<ul style="list-style-type: none"> エクイティファイナンスの場合、時価をベースにできるため株価が高い状況では大規模な調達も可能である デットにおいても上場に伴う信用力向上がアドバンテージになる

上場後の資金調達手法

※詳細は次頁以降をご参照

エクイティ性	増資	公募増資(国内)
		公募増資(海外)
		公募増資(ABB)
		第三者割当増資
		種類株
新株予約権型	固定ワラント	
	MSワラント	
	ライツ・オファリング(無償割当)	
	転換社債(コンバーティブル・ボンド)	
デット性	劣後ローン・資本性ローン	
	社債	
	借入	

“

一定の時価総額は必要だが、上場後は海外含めて公募増資の選択肢が増えた。また、デットも小規模調達を中心に上場前より活用しやすくなった。

上場スタートアップCFO

多様な資金調達手段

- 公募増資、第三者割当増資に加え、新株予約権型ファイナンスやデット(借入、社債)といった手段が存在。
- 特に新株予約権型ファイナンスは多様な設計が可能であるため、代表例を記載。
- 調達の容易さ、既存株主への影響や企業ガバナンスへの影響といった観点で特徴が存在する。

上場後の主な資金調達手段

調達手段		概要	特徴
公募増資	国内	国内投資家を対象として募集・売出を行う	調達可能額は比較的大きいが、公募手続きへの対応が必要。また、既存株主が希薄化を懸念することもあり、投資家対応も重要になってくる
	海外	欧州やアジア、北米の投資家を対象として募集・売出しを行う	調達可能額は非常に大きくなることもあるが、時価総額が大きくなると難しい。また、英文資料の作成等、手続きコストはかなり大きい
	海外(ABB)	海外公募増資より短期間で資金を調達できる手法 ABB: Accelerated Book Building	他の公募増資に比べ、かなり短期間で調達が可能(公表から1~2日というケースも存在)だが、調達額は一般的な海外公募増資より小さくなる
第三者割当増資		特定の第三者に新株を引き受けさせる増資(公募は行われない)	資金調達ができることだけでなく、例えば事業会社に割当を行うことで事業上の連携を促進できることもある
種類株		普通株式以外の株式を発行し、資金調達を行う(主に第三者割当)	普通株式でなく、議決権等に特別な規定を設けた種類株式を用いることで、効果的な資金調達が可能なケースがある
新株予約権型	固定ワラント	新株予約権を第三者に割り当てし、行使価格が固定されている	公募増資等に比べ、調達の準備が容易だが、公募増資より小規模な案件が中心と想定される。他方、既存株主の希薄化懸念を抑えることができる
	MSワラント	新株予約権を第三者に割り当てし、行使価額修正条項が付される	固定ワラントと類似するが、行使価額が株価等に応じて行使価額が変動するため、場合によっては調達額が増加する(増減リスクが存在)
	ライツ・オフリング	株主に新株予約権を無償で割り当てる	引受人である証券会社が行使を約束するコミットメント型(ディスカウント大)とそうした契約が締結されないノンコミットメント型(ディスカウント小)が存在する
	転換社債(コンバーティブル・ボンド)	予め定めた転換価格で株式に転換できる権利が付いている社債(転換社債型新株予約権付社債)	ある程度の時価総額や流動性がないと発行が難しい(新株予約権として投資する投資家が一定以上いないと発行が難しいため)ものの、調達額は一定程度大きい
劣後ローン・資本性ローン		返済が劣後されるローンであり、自己資本とみなされるローン	資本性のあるローンであり、投資家や金融機関のニーズにマッチする場合に効果的な調達手段となる
借入		銀行等の金融機関から融資を受ける	返済義務や金利支払が必要だが、自己資本でないため、既存株主からの反発が少ない。但し、調達額は小さい
社債		債券を発行し、市場等で売り出す	借入と性質は似ているが、市場の投資家から調達できる点がメリット

アクセラレーティッドブックビルディング（ABB）の概要

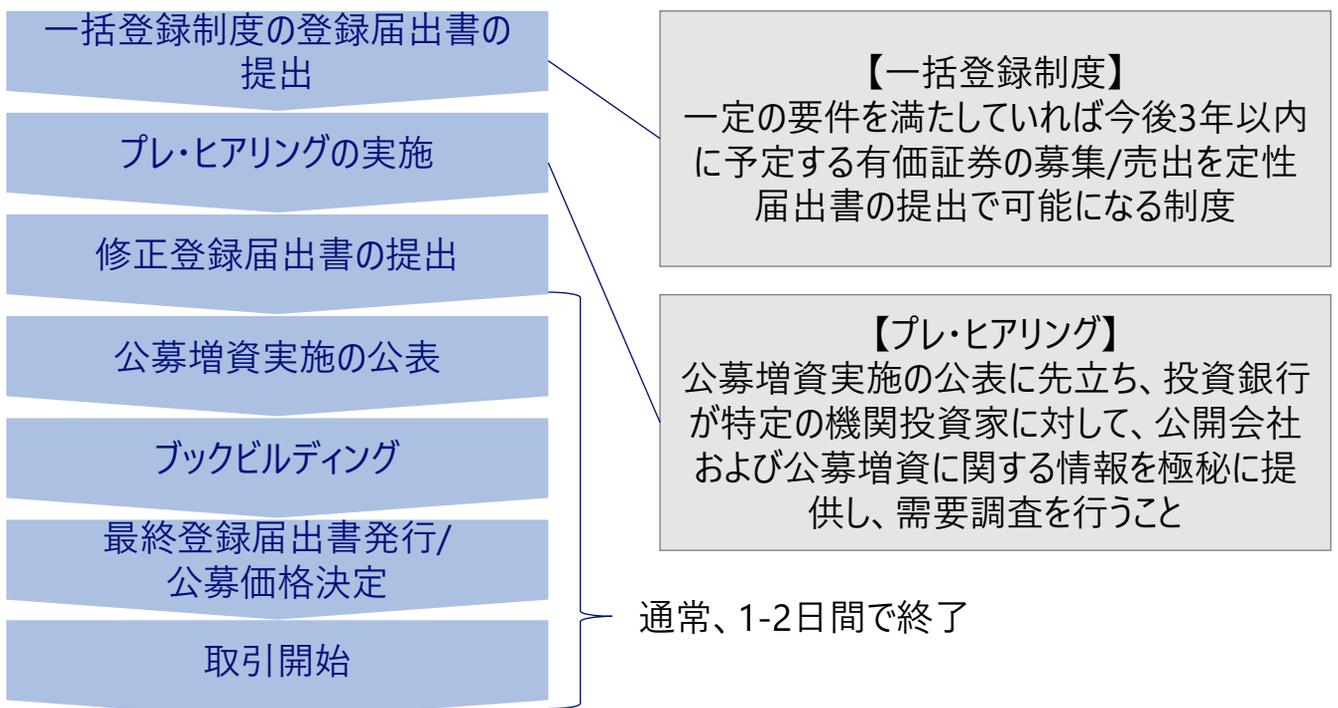
- グローバルオファリングには、マーケティング期間の有無により2種類の方法が存在。
- 案件公表から1-2日で公募増資が実施できる、アクセラレーティッドブックビルディング（ABB）という手法が存在。
- なお、ABBは海外募集のみが可能であるため、実施に際しては海外機関投資家とあらかじめ関係性を構築しておく必要がある。

アクセラレーティッドブックビルディング（ABB）を行う企業の傾向

市場における需給バランス	流通市場における流動性が高い
	機関投資家の保有比率が高い
投資家へのマーケティングの必要性	時価総額が大きい
	担当アナリスト数が多い
希薄化懸念	公募増資による発行額が少ない

“
すでに成長戦略が市場に浸透しており、ストーリー訴求の必要性が高くないケースにおいては、
選択肢となりうる
上場スタートアップCFOチーム

アクセラレーティッドブックビルディング（ABB）のプロセス



資金調達事例—freee社の144Aを活用した海外公募増資

- freee社は、海外株主の持分比率の大きさを背景に海外公募増資を実施。今後の潜在的なM&Aを主目的とした資金調達を実現した。
- freee社は、未上場時から海外投資家からの資金調達を多くしていたことを背景に、IPO後も海外投資家の持ち株比率が多かった。
- 公募増資検討時には、浮動株に占める海外投資家比率が87%になることもあり、海外公募増資を選択。
- IPOや公募増資時を含む海外投資家とのコミュニケーションを事業推進にも生かしている。

freee社が2021年3月に実施した海外公募増資の概要

発行形態	Rule 144A（マーケティングあり） / Regulation S
株式募集・発行決議日	2021/3/22
条件決定日	2021/3/25-29
共同主幹事	モルガンスタンレー/メリルリンチ/大和証券
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

144Aを選択した理由

	理由	他手法との比較
なぜ海外公募増資を選択したか	浮動株の87%が海外機関投資家持分であるため	【グローバルオフリング】国内届出書準備や、国内投資家向けのマーケティング期間により、機動的な公募増資ができない
なぜ144A（マーケティング期間あり）を選択したか	北米機関投資家へのアクセスおよび、主要投資家と対話する機会を確保できる	【RegS/旧臨報】株主比率の高い北米投資家へのアクセスができない 【目論見書なしのフォーマット】目論見書なしの海外公募増資の場合、一部機関投資家が社内規則等により案件に参加できない

“ 海外投資家とのコミュニケーションコストは高いものの、投資家と話すだけで勉強になり、ディスカッションパートナーとして株主になってもらえれば、企業にプラス材料となる。

資金調達事例-ENECHANGE社・公募増資

- ENECHANGE社は比較的小規模な上場だったが、上場後に大規模公募増資を実施した。
- 成長投資に必要な一定額以上を調達しようと思うと、エクイティで調達する必要がある、資金使途及び対象とする投資家に鑑みて、様々な増資の手法の中から旧臨報方式に決定（海外・国内両方の投資家拡充が目的だったため、旧臨報方式が最適だった）。
- また、国内は個人投資家中心の売出となるため、機関投資家との情報格差が出ないよう、特にIR面での工夫を実施。

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

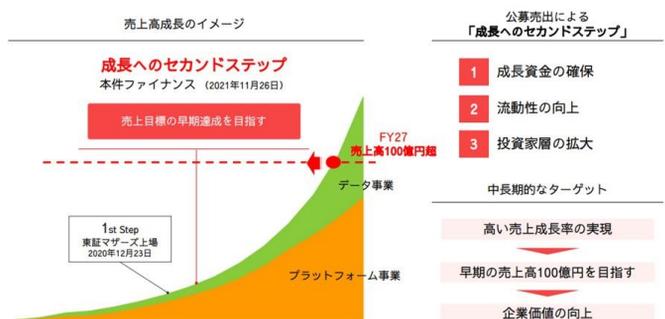
調達方法の決定

手法	評価	理由・概要
グローバルオファリング *144A,RegS	×	調達コストがかかることに加え、活用するには一定以上の時価総額が必要と考え、不適だった
旧臨報方式	○	調達額はABBと同程度だが、 <u>国内投資家への売出しが一つの目的だったため、採用</u>
ABB	×	調達額は旧臨報と同程度だが、ABB単体では国内投資家への売出ができないことから不採用

IR面での工夫

“通常行われる機関投資家向けだけでなく、個人投資家向けにも説明資料開示やインターネットロードショー配信を行い、説明を尽くした。

-ENECHANGE社 CFO



資金調達事例－Sansan社・デット

- Sansan社は資本業務提携に伴い、金融機関から50億円の借入を行った。
- エクイティとデット双方の資金調達により、成長を実現している。

資金調達の概要

企業名	Sansan
事業概要	営業DXサービス『Sansan』と個人向け名刺アプリ『Eight』、クラウド請求書受領サービス『Bill One』を提供
調達形態	借入
調達日	2019/11下旬
調達額	50億円
資金調達の目的	資本業務提携契約に伴う株式取得費用

2007年 創業

IPO前で数回の資金調達を行い
総額100億円を超える資金を調達

2019年 IPO

IPOでの公募での新株発行と
オーバーアロットメントに伴う第三者割当
増資により、約68億円の資金を調達

2019年 金融機関からの借入

ウイングアーク1st株式会社との資本業
務提携に伴う株式取得費用のために、
複数金融機関から50億円の借入

資金調達事例－メルカリ社・転換社債

- メルカリ社は転換社債を利用して無利子で500億円の資金を調達した。
- 当時の株価は理想の株式価格よりも低く、単純な増資での資金調達では希薄化の影響が大きいと考え転換社債の利用を決定。

資金調達の概要

企業名	メルカリ
事業概要	スマートフォンに特化した個人間取引（CtoC）のためのマーケットプレイスを提供
調達形態	転換社債
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）
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

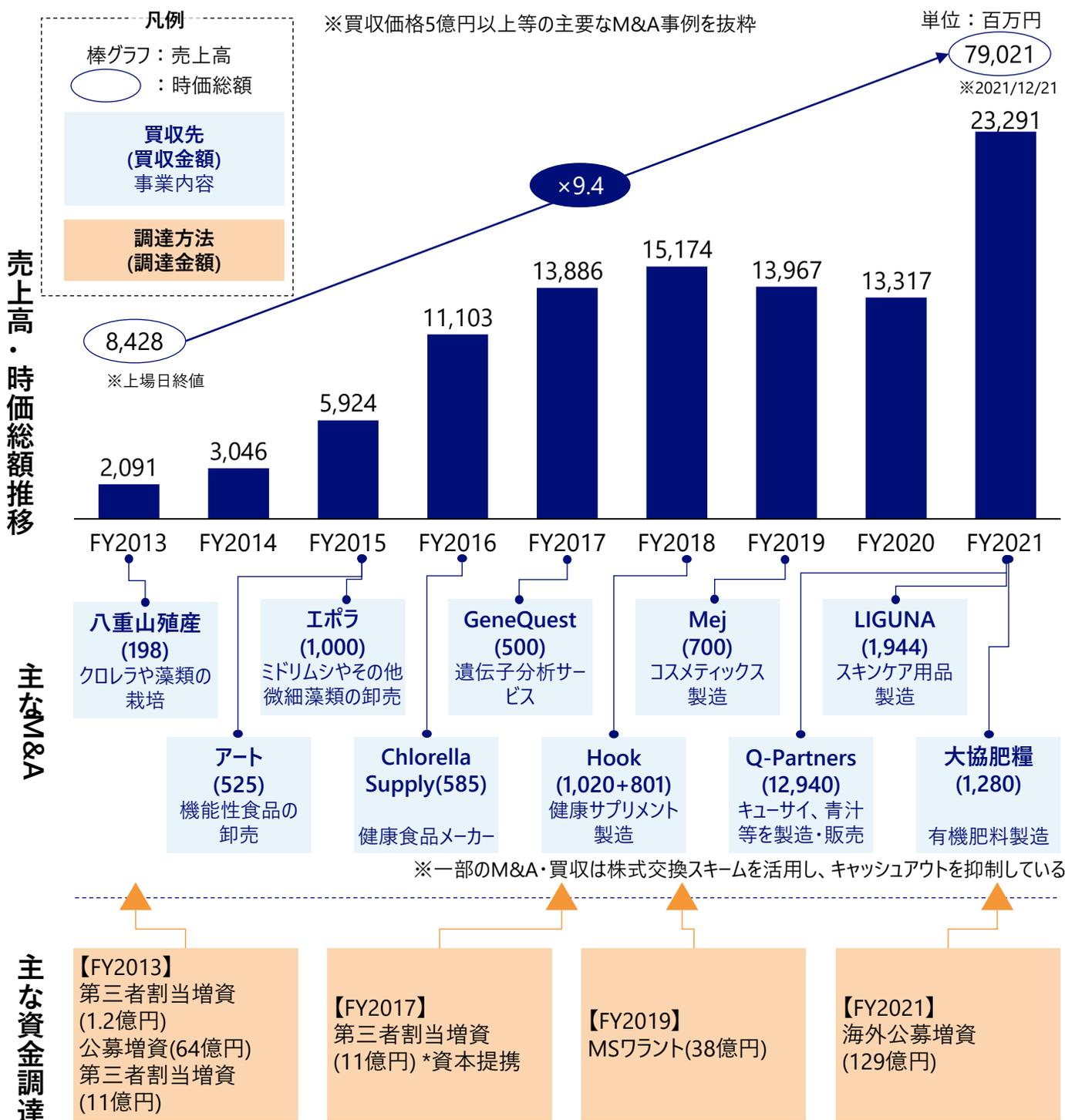
調達方法の比較

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	○	<u>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</u> 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有り、一部借入金を返済し転換社債を発行

IPO後の非連続的な成長

- 上場後に成長を成し遂げる手段として、M&Aは重要な選択肢。
- 例えば、ユーグレナ社は2013年の上場後10以上のM&Aを実施し、売上高成長に繋がっているだけでなく、企業価値も9倍以上に成長している。
- 時機に応じた資金調達を行い、その成長を支えている。

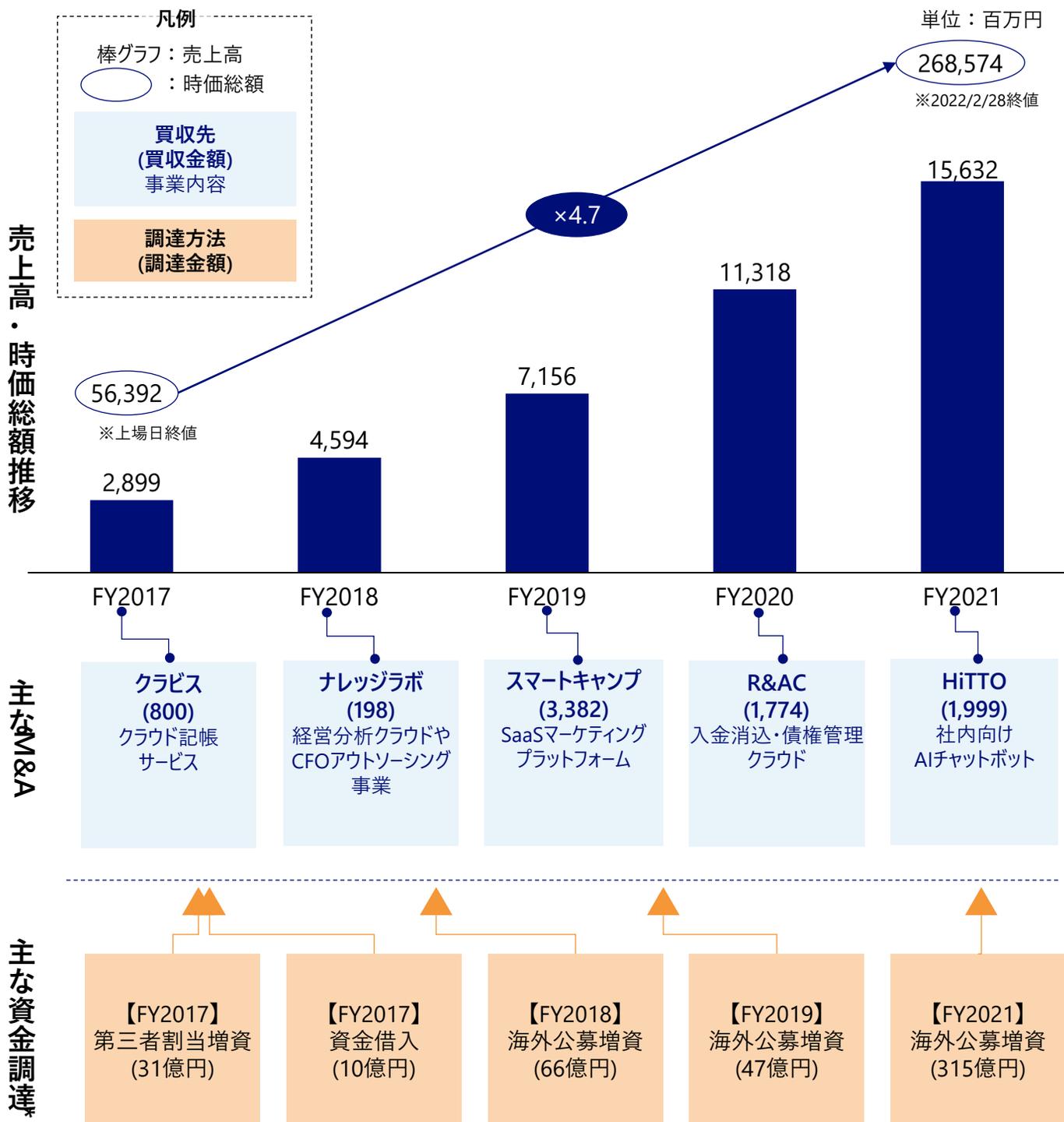
ユーグレナ社の成長の沿革



IPO後の非連続的な成長

- マネーフォワード社は2017年の上場後5社のM&Aを実施し、売上高成長に繋げているだけでなく、企業価値も4倍以上に成長している。
- 特に、海外公募増資を活用し、M&Aを目的とした大型の資金調達を実現していることが特徴的である。

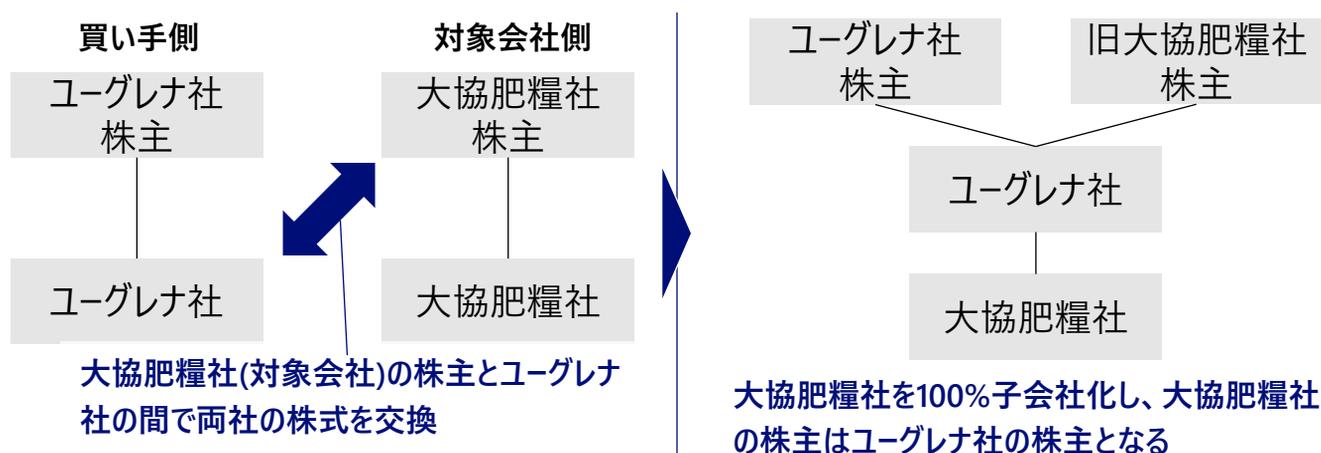
マネーフォワード社の成長の沿革



ユーグレナ社の株式交換を用いたM&A事例

- 前述の通り、ユーグレナ社では数多くのM&Aを実施しており、その中の一部では株式交換を用いている。
- 株式交換とは、100%子会社化によるM&Aの際に、親会社となる買い手の株式と、100%子会社となる対象会社の株式を交換するというスキームである。
- 買収のための資金(キャッシュ)を必要としないことや、株主総会決議を省略できること（簡易株式交換に該当する場合のみ）等のメリットが存在する。

ユーグレナ社が2021年11月に実施した株式交換によるM&Aの概要



株式交換のメリット/デメリット

	項目	概要
メリット	買収のための資金(キャッシュ)を必要としない	株式交換では、両社の株式を交換する形を取るため、通常の株式譲渡等の場合に必要な <u>譲渡代金の支払が不要</u> であり、買収のための資金調達が必要にならないケースが存在する
	株主総会決議を省略できる(簡易株式交換のみ)	簡易株式交換に該当する場合、すなわち親会社が支払う対価(交付する株式の総額)が親会社の純資産額の1/5以下である場合、 <u>株主総会決議を省略し、取締役会のみで進められる</u>
デメリット	既存株主からの反発を受けることがある	株式交換を行うために、新株発行や自己株式の処分が必要となることがあり、発行済株式総数の増加に伴う <u>希薄化を懸念した既存株主からの反発</u> が想定される
	手続きが煩雑となる	会社法上の規定に従う組織再編行為であり、適切な処理を行わないと効力が発生しないこともあるため、 <u>手続きが煩雑であり事務処理の負担が大きい</u> ことがある

free社のM&Aを目的とした資金調達事例

- free社は将来的なM&Aを目的とした資金調達を実施しており、成功の秘訣は投資家や証券会社との入念な議論・対話にある。
- free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、日証協のルール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。

free社が2021年3月に実施した海外公募増資の概要

発行形態	Rule 144A（マーケティングあり） / Regulation S
株式募集・発行決議日	2021/3/22
条件決定日	2021/3/25-29
共同主幹事	モルガンスタンレー/メリルリンチ/大和証券
資金調達の目的	将来の成長に向けた 潜在的なM&Aが主な資金使途

調達の工夫

手法	評価	理由・概要	課題	打ち手
エクイティ調達	○	様々なハードル（後述）は存在したが、free社のようなスタートアップ企業においてはベストな資金調達手段と判断	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、資金使途及び今後の成長戦略を伝え、投資家と議論することで、 本資金調達の必要性・意義を腹落ちしてもらった
新株予約権付社債（CB）	×	日本においては、 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 、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	資金使途に関する日証協ガイドライン	一般的に潜在的M&Aを使途とする公募増資は難しいと考えられている*が、 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
デット調達	×	先行投資フェーズにあり、 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ため 、エクイティ調達が必要と判断	北米投資家への対応	北米投資家のfree社浮動株保有比率は高いため、最も手続き負荷の高い英文目論見書あり144Aというフォーマットを選択。 必要性が高かったことに加え、負担に耐えるコーポレート体制が存在

寄稿

寄稿①：シード資金調達におけるコンバーティブル投資手段の活用

澤山陽平 創業パートナー
(Coral Capital)

コンバーティブルエクイティのひな形J-KISSで実現する速い・安い・透明性の高い資金調達

資本政策はやり直しがきかない、とよく言われます。しかし、それを知っていてもなお、多くの起業家が失敗しています。なぜなら、シード期はあらゆる事柄が不確定なうえ、常にスピードをもった意思決定が求められる特殊な状況だからです。熟慮して資本政策を決めるほどの時間的余裕はなく、決めたとしても状況がすぐに変わりうる、そんな環境下でどのように投資契約をまとめていけばよいのでしょうか。シリコンバレーでは多くの試行錯誤の末に、「コンバーティブルエクイティ」という一つの解決策に辿り着きました。

米国では500 StartupsとY CombinatorがそれぞれKISSとSAFEというコンバーティブルエクイティのひな形を公開しており、シード投資ではデファクトスタンダードとなっています。日本では、Coral Capitalの前身である500 Startups Japanが、「J-KISS」というコンバーティブルエクイティのひな形を無償公開しています。(https://coralcap.co/j-kiss/)

コンバーティブルエクイティによる資金調達では、細かな条件の決定を次の大きな資金調達まで繰り延べます。つまり、いったんコンバーティブルエクイティという「仮」の投資契約で最低限の条件だけ決めて資金調達しておき、事業がもっと進捗してから行う、より大きな資金調達の際に締結する投資契約に後で置き換える＝転換することができるというものです。

また、ひな型が公開されていることにも大きな意味があります。コンバーティブルエクイティでは前述の通り細かい条件についてその時点では定める必要がありません。そのため、ほとんどの場合で、公開されているひな型をそのまま利用することが可能です。ひな型は弁護士や税理士といった専門家のレビュー済みのため、投資契約の修正や交渉を省くことができ、結果として起業家と投資家双方の取引コストを最小限にすることができるのです。

コンバーティブルエクイティは、シリコンバレーで培われたノウハウの詰まった、速い・安い・透明性の高い資金調達を実現する手段です。近年、日本でも経済産業省や経団連の後押しもあり、活用が進みつつあります。皆さんもシード期の資金調達の際に活用してみてください。

寄稿②：インパクトをステークホルダーとの共通言語に

高塚清佳 シニアディレクター*
(新生企業投資株式会社)

事業で創出しているインパクトを可視化・開示することで、共感を得ながら成長を目指す

あらゆる企業は、社会に役立っているから売上が立つ。これは事実だと思います。一方で、「どんな風に役立っている?」「どれぐらい?」「結局どうなる?」を分かりやすく説明できる企業がどれぐらいいるでしょうか。

年間を通じて数多くの起業家さんにお会いしていますが、どなたも、ご自分の経験から解決すべき課題（需要）を身をもって感じられ、ご自分と仲間だからこそ解決（供給）できると確信され事業を起こされた、熱意溢れる方ばかりです。従前にはないユニークなビジネスモデルや未踏の技術は、それ自体が差別化要素になっていて魅力的な一方、初見ではその凄さが分かりにくいこともあります。

ミッション達成に向け、売上の裏にある実際の環境・社会課題への成果（インパクト）を可視化することで、より多くのヒト（仲間）・モノ（技術や資源）・カネ（資金）を惹きつけることができます。経営のPDCAサイクルにインパクト志向を盛り込み、人材採用や全社集会・顧客営業・投資家向けプレゼン等のあらゆるシーンで、従前の財務の説明に加えインパクト（環境・社会課題解決）も共通言語として活用するのが、「インパクト測定・マネジメント（Impact Measurement & Management = IMM）」です。

IMMの主体は企業です。私たちインパクト投資家は、経営陣と共に、企業のIMMをサポートし、事業をインパクト・ストーリーで表現し、足元で実現している事業がミッション達成に向け有効な打ち手であることを示します。

インパクトを、IPO時・IPO後のエクイティ・ストーリーに織り込み、底堅い需要に対応する事業の持続的な成長を説明し切る要素として活用していこうとするのが「インパクトIPO」です。グローバルには、中長期的な価値創造につながる課題解決企業に意図的にリスクマネーを振り向けたい「インパクト投資家」が多く存在します。いったん上場すると企業は投資家を選ばませんが、インパクトを対話の共通言語とすることで、これまでとはまた異なる投資家層を惹きつけるよう設計していくことが可能と考えています。

皆さんの事業で創出しているインパクト。可視化・活用しないともったいないと思いませんか。

寄稿③：「Dual track（デュアルトラック）の検討」（1/2）

久保田朋彦 エグゼクティブディレクター
（フリーハン・ローキー株式会社）

株価は、一般的に、発行体の成長性や収益力などを、投資家がどのように評価するかで決まる。しかしながら、マザーズ構成銘柄の6割強を占める時価総額100億円以下のスタートアップに対しては、機関投資家が付かず、個人投資家が上場時の株価を支えているケースが多い。この時価総額100億円規模のスタートアップについては、上場直後は情報の非対称性及び期待値から高い株価が付くこともあるが、上場後、情報公開が進むにつれ、株価は業績と連動するようになる。

2020年～2021年の新規上場企業を対象に調査したところ、上場時の株価と2022年2月末時点の株価を比較すると、85%のスタートアップが上場時初値を下回っていることが判明した（公募価格ベースでは62%）。背景には、スタートアップが未成熟なまま、新興市場に上場しているケースが多く、上場後の公募増資など、株式市場を十分に活用できずに、当初描いていた継続的な成長投資が出来ていないという課題がある。

このような背景もあり、上場して株式市場から資金調達を行い、更なる成長を目指すのか、または、大企業に買収をされることで事業を成長させていくのかという選択肢を比較するスタートアップが増えている。2021年には、Paidy/ Paypalなど、買収金額が2,000億円を超える、これまでにない規模のM&Aイグジットの事例も生まれた。

（表①）IPOとM&Aによるパートナーへの譲渡のPros/Cons比較

	IPO	M&Aによるパートナーへの譲渡
現株主	売却価額 <ul style="list-style-type: none"> 直近実績 & 今期見込ベースのマルチプルが基準 株式市場全体の状況の影響を受けやすい 	<ul style="list-style-type: none"> 事業計画やシナジーの訴求でIPO価格より高くなる可能性 オークションによる競争環境の醸成が可能
	売却比率／確実性 <ul style="list-style-type: none"> 一部売却に留まる可能性あり 上場後の売却もインサイダー規制等に基づき売却時期や数量に留意必要 	<ul style="list-style-type: none"> 100%売却することも可能
	必要期間 <ul style="list-style-type: none"> 上場準備（監査、内部管理体制の整備、各種申請書類準備等）で一定期間が必要 	<ul style="list-style-type: none"> IPOと比して短期間で可能
実行後の経営	経営の独立性 <ul style="list-style-type: none"> 現経営者が引き続き主導権を持って事業運営可能 	<ul style="list-style-type: none"> （特に事業会社の場合）新株主の方針の影響を受ける
	株主による支援 <ul style="list-style-type: none"> 基本的に株主からの支援は期待できず単独での対応 	<ul style="list-style-type: none"> （特に事業会社の場合）親会社の方針次第だが、シナジーの発現等に向けた支援が期待される
	上場コスト <ul style="list-style-type: none"> 適時開示やガバナンス強化等多くの手間とコストが発生 多種多様な株主への対応が必要（含. アクティビストリスク） 	<ul style="list-style-type: none"> 上場維持コスト無し（基本的に親会社へのレポートのみ）
	役職員の処遇 <ul style="list-style-type: none"> ストックオプション等を活用したインセンティブ設計が可能 	<ul style="list-style-type: none"> 原則現状維持となるケースが多い 経営陣は追加でインセンティブが付与される可能性あり
	資金調達 <ul style="list-style-type: none"> 現株主がExitが優先され売出し中心となる可能性が高い 	<ul style="list-style-type: none"> 新株主の戦略と合致する場合は支援を得ることも可能
その他	<ul style="list-style-type: none"> 上場ステータスの獲得（取引先への信用力、採用等） 	<ul style="list-style-type: none"> 基本的に大手グループとして信用力にマイナスの影響無し 新株主の風土等は要確認

寄稿③：「Dual track（デュアルトラック）の検討」（2/2）

また、スタートアップの成長に欠かせない存在のベンチャーキャピタリスト（VC）からも、投資先のスタートアップに対して、出口戦略としてのIPOとM&Aイグジットを両建てで検討を促すように意識が変わった。この検討に際しての論点は、下記があげられる（表①）。特に、事業を成長させるために、どのような資本政策が望ましいか（株式市場から資金調達をしたうえで、どのような投資をし、事業成長を実現するか）、または、どのような大企業との協業が望ましいか（生産設備や営業ネットワークといった大企業の事業資産をどのように活用できるのか）を軸に考える必要がある。

もちろん、売却価格はIPOとM&Aイグジットを比較検討するうえで重要な要素となる。IPOプロセスとM&Aの買手からの最終オファーでのマーケットチェックを通じて、経済面（売出持分割合を含む）を最大化させることも可能だ。IPOとM&Aイグジットの比較検討を並行して進めるために、スタートアップやVCには、この2つの選択肢を検討するプロセス（Dual track）を提案したい。Dual trackを検討する際の留意点は以下のとおり。

- ① 対象となるスタートアップの選定： Dual trackによる負担は相応に発生する。全てのスタートアップがIPOとM&Aイグジットを同時に検討することが向いているとは言えない。例えば、他社との事業シナジーが見込まれる、想定IPO価格や人材面に鑑み上場コスト（デメリット）の方が大きい可能性がある等、M&Aのメリットが初期的に想定出来る企業が対象となる。また、主幹事証券から上場時の想定時価総額などの提示を受けている場合、その価格をベースにM&Aでの買手からの意向をヒアリングすることも考えられる。
- ② 計画的なプロセス設計 & マネジメント： IPOの検討を進めつつ、予め、買収候補となる企業とのコミュニケーションを行うことで、有力候補先の意向も把握しながら、Dual trackの実務的なプロセスを設計することが出来る。M&Aの競争環境を醸成することによるプロセス管理や状況に応じた軌道修正が必要になることもあり、単純なIPOの審査プロセスよりも高度な判断が求められる。
- ③ 役員/株主との事前合意： 経営陣や株主を含めたステークホルダー間で協議し、IPO/M&Aの選択の指標・基本条件（最低価格目線など）の設計をしておくことで、スタートアップのマネジメントを含めたディールチームが臨機応変に判断できるようにしておくことが重要。

実際に、昨年から、M&Aイグジットが価格面でIPOを上回るケースも出てきた。もっとも、価格面だけではなく、スタートアップ自身が持続的な成長を続けていくために、株式市場から資金調達を行うほうが良いのか、大企業との協業を実現するほうが良いのか、両者のPros/Consを比較したうえで、最終的な判断をするような実例が、今後さらに多くでてくるのではないだろうか。

寄稿④：スタートアップに必要なリベラルアーツ（1/3）

中川卓也 代表取締役
（株式会社アカデミック・ギャングスター）

ベンチャーを立ち上げその会社を成長させていく過程においては数々の課題が時系列で出現するが、主なものを以下に整理してみた。

- まずはスタート時においては株主構成をどうするかという問題である。起業家一人で創業する場合は問題ないが、最近では1人での創業は珍しくなってきた。都心部では仲間と一緒に創業するケースが多いと思われ、その場合に誰がどれだけの株式を保有するか、逆に言えば初期資本の何%を誰が出すかはその後の経営に影響を及ぼす可能性も高いと思われるのが、将来のことを多面的に想定して慎重に考える必要がある。また、スタート時に株主として参加してもらった人に、早い段階で経営上の問題から株主から外れてもらう必要が出てくる場合もある（それをSqueeze-outという）。その時にその人にどの根拠で外れてもらうか、過去貢献への支払いをどうするか、等考える必要がある。
- 2つ目は将来ビジョン形成で、スタートした会社をどこに持っていきたいのか、何を課題に事業を始めるのか、経営陣の中では少なくとも明確にしておく必要がある。それが曖昧だと経営陣で揉めた時に哲学やビジョン不在のために收拾がつかなくなる危険性が高い。
- 3つ目のチームビルディングも同じような話だが、組織をどう構築するかそれぞれの役割は何か、メンバー一人一人がきちんと理解しておくこと（Goal Alignment）が重要である。
- 4つ目のマーケティング・PRは会社とその事業が存在する価値すなわち顧客価値を上げられるか、ビジネスとして成り立つか、どの規模まで成長させるかを考える必要がある。
- 5つ目はファイナンスで、何をさておいても資金は事業拡大にはどうしても必要で、それをどう調達するか、相手やタイミングや規模や多様な手段を事前に構想すべきである。
- 6つ目が知的財産権。大学発ベンチャーやテック系ベンチャーには当然重要なのだが、残念ながら日本では知財評価が定性的評価に留まっていて定量評価の観点や手法が理解されていない。そのため知財とファイナンスが必ずしも結び付いていないという問題がある。
- 7つ目が人材採用で、特に大学発ベンチャーにおいてはそもそも社長をどうするのかの問題が大きい。現状大学の教員＝研究者は会社の代表権を独占的には事実上持たず、経営の知識も経験も当局を含めて皆無に近い為、それが現に内部分裂の原因になったりもしている。
- 8つ目が専門家の選別。ベンチャーが成長していく上では何人かの専門家が必要になるが、ベンチャーはコスト的にもそうした人材を揃えることは難しく質の目利きもできない。
- 9つ目が人事・組織開発の問題。例えばIPOするためには、IPOの3年くらい前から内部統制の整備を進めていないと証券会社や監査法人などに相手にされない。同時に役職員のインセンティブや人事考課や労務や育成など課題満載である。
- 10番目が他社などとのアライアンスの問題。とても奥深い課題で、どの時期からどういう属性の相手と組むのか、出資なのか共同研究なのか商流なのか、加えてイグジット先として考えているのか、相手の思惑は何か、など多面的なシミュレーションがマストである。
- そして最後がEXIT＝出口の問題。IPOかM&Aかという問題だけでなく、投資家の換金機会にどう折り合いをつけるかを考えなければならない。それはポストイグジット戦略と深く関係しておりIRやコーポレートガバナンスや人材戦略も実は早めに想定する必要がある。

寄稿④：スタートアップに必要なリベラルアーツ（2/3）

スタートアップ・ベンチャーは以上の問題の多くに創業後すぐに直面し起業家はそれに対して当面の答えを出さなければならない。

こうした問題は上場した企業においてはそれぞれに専門の部署や社員がいて考えるわけだがベンチャーではそうはいかない。起業家はそれらの問題、すなわち事業、マーケティング、財務、税務、法務、知財、人材組織開発、DX、ガバナンスなど、に自らが向き合い対処しなければならない。

要するに経営全体を決められた時間軸のすべての工程を俯瞰して全体最適をジャッジするための幅広く奥深いリベラルアーツが必要なのだが、大抵そこが理解も準備もされていないし、支援側の体制や意識もそこが大きく欠如している。

米国の起業家であれば人材のモビリティが高いため、上記の問題は自分で経験したことがある人が多いし支援ノウハウの蓄積もあると思われるのとは対照的である。

現状日本でもアクセラレーターと呼ばれる人たちが出て来ており、アントレプレナーシップやリーダーシップ、また個々の事業戦略や技術については教えてくれることの期待も生まれているが、残念ながら金融・資本戦略に関しては専門的に教えてくれる人材が現状まだほとんどいない。

すなわちエコシステムを構成するに必要な要素に不足があるし、要素間の結びつきもう弱い。さて、ベンチャーの起業家は、通常創業から所謂Jカーブを描いて成長していくことを考えるために、投資家（エンジェル、VC、CVC）からの資金調達を計画する必要がある。

投資家から資金調達するためには、なぜ創業するのか、解決したい社会課題はなにか、将来には会社や社員をどういった方向にもっていくのか、まずはビジョンとともに年次の数値計画である事業計画を投資家に示す必要がある。その事業計画については2～3年間程度の短期の計画ではなく、投資をうけるのであれば当然、創業から「出口」までの長期の計画が求められる。

「出口」とは、先述のとおり通常は投資家であるVCが資金回収すること（それは基本的には株式市場に上場＝IPOする段階）を意味し、まだ絵に描いた餅でありただの仮説に過ぎないが、戦略である限りその「出口」を含めて5～6年の長期計画策定をする必要がある。

同時に、事業計画に沿って「出口」までの期間において行わなければならない資金調達、それはハイリスクなベンチャーの場合は主にエクイティ（株式発行）による調達になるのだが、その発行する株式を新しい株主として誰にいくらで何株買ってもらうか、そして出口において会社はどのくらいの企業価値（株価と言ってもいいが）になってイグジットするのか、といった主にIPOまでの資金調達と株主構成変化の計画である資本政策も創業時に戦略として立案する必要がある。

そして、それら数値に裏書された事業計画と資本政策を元に起業家（＝経営株主）は資金提供者である投資家・VCや事業会社との交渉を出口まで粛々と継続し、目指す社会課題解決のために高い角度で自社をイグジットに導くことを達成しなければならない。

創業から最短で5、6年のうちに、100万円の資本金が100億の時価総額にする、それを実現する、それがミッション、となるわけでまさにファイナンスは錬金術そのものなのだといえる。

ベンチャーファイナンスの世界はアートの世界に近く、VCから調達したシリーズA、B、Cすべての資金調達はベンチャーすなわち起業家とVCとの交渉の結果実現できたものであり、その時の株価や発行株数、その結果としてVCなどの投資家に持ってもらう株数や持株比率はお互いが納得した上で決めればよいものである。（*ただし税務は要注意）

寄稿④：スタートアップに必要なリベラルアーツ（3/3）

ただ、VCとしては、ファンドに資金を出してくれた出資者にリターンを出す必要がありビジネスである限り当然自陣営に有利な計算をするのは当然のことだ。

VCは「出口」であるIPO時にベンチャーの保有株式を売却するわけなので「出口」の価値をさらに上げる努力をしつつ、投資時の株価を各々にとって都合よく設定する交渉をしてくるはずであり、時間軸に沿って多様化する投資家同士の利益相反も顕在化する。

安く購入して高く売却する、保有株式数を高める、回収までの期間を短くする、回収できないリスクの最小化と回収額の最大化のため契約条件を厳格にする、それらにより理想的な期間利益のIRRを達成するという事なので、そこにはある意味でのセオリーやロジックやメソッドを投資家側は持っている。

なお、VCは投資先ベンチャーのIPO時の公開価格（IPO時に通常行われる公募増資の株価）を想定しなければならないが、それには通常マーケットアプローチが使われる。それは、そのベンチャーの事業計画に沿ったIPO時の収益状況を基に、そのベンチャーと類似の事業を行っている上場会社の株価収益率（PER = 株価/一株当たり利益）などを利用しておよその説明としている。例えばそのベンチャーのIPO時点の予想一株当たり利益が事業計画で1000円、そのベンチャーと類似する上場会社のPERが20倍だとするとそのベンチャーの公募価格は2万円になる、といった具合だ。

VCはその売却予想株価と自らが投資した時点の株価を基に投資期間を勘案して年率の投資収益率を計算することになる。その投資収益率にVCが満足できる水準あれば投資を実行し、そうでなければ断ることになるだろう。

IPOイグジットであればこのように将来価値の想定にある程度の理論的な背景はあるものの、坂ノ途中ではベンチャー・ファイナンスの株価形成は基本アートの世界であり、投資家との交渉事の世界であり、そこにはある種のタクティクス（戦術）が物を言う世界である。

これは起業家、投資家双方が認識しておくべき事柄なのだが、残念ながら現状の日本では備えるべき、蓄積すべき知見や経験は、起業家とその支援者には大きく不足している。

その結果、起業家がVC・投資家に騙されたと思うような事例が数多く出てきてしまう。

しかしながら雲をつかむようなビジネスにコミットしなければならないという意味では、投資家も起業家にまんまと手玉に取られた様な結果だけは受け入れがたいのも現実である。

なお、IPOではなくM&Aによる出口を志向する場合は、起業家と投資家との関係性や利益相反は最初のステージから景色が異なってくるので、金融・資本戦略にも違いが出る。

上記で述べてきたようなベンチャー・ファイナンスの現状、そして本質について、起業家や支援者の皆さんがさらに理解度と実践力を上げていくために、今後も貢献していきたいと思う。

ご協力頂いた皆様

本ガイドラインの策定にご協力頂いた皆様（敬称略・氏名五十音順）

	氏名	所属
委員	朝倉 祐介	シニフィアン株式会社
	岩谷 渉平	アセットマネジメントOne株式会社
	佐俣 アンリ	ANRI株式会社
	杉本 拓也	ENECHANGE株式会社
	鈴木 健嗣	一橋大学大学院経営管理研究科
	鈴木 孝彰	モルガン・スタンレー-MUFG証券株式会社
	鈴木 秀和	株式会社アトラエ
	永田 暁彦	株式会社ユージェナ
	南 章行	株式会社ココナラ
	嶺井 政人	グロス・キャピタル株式会社
アドバイザー	磯崎 哲也	フェムトパートナーズ株式会社
	江戸川 泰路	EDiX Professional Group 江戸川公認会計士事務所
	砂川 大	株式会社スマートラウンド
協力者	上野 太郎	サスマド株式会社
	金坂 直哉	株式会社マネーフォワード
	久保田 朋彦	フーリハン・ローキー株式会社
	齋藤 健太郎	ハイ株式会社
	澤山 陽平	株式会社Coral Capital
	高塚 清佳	新生企業投資株式会社
	玉木 諒	株式会社SmarterHR
	中川 卓也	株式会社 アカデミック・ギャングスター
	原 昌大	freee株式会社
	古田 哲晴	セーフィー株式会社
	松本 哲哉	スマートニュース株式会社
	武藤 健太郎	株式会社ブレイド
	-	Sansan株式会社
-	株式会社メルカリ	

事務局

- ・ 経済産業省 経済産業政策局 産業創造課 新規事業創造推進室
- ・ 株式会社野村総合研究所（調査事業委託先）

*所属は協力いただいた時点のもの



経済産業省

Ministry of Economy, Trade and Industry
