

スタートアップの資金調達の実際とセカンダリーの必要性について





エクゼクティブ・サマリー

プライマリー

- 課題はシード期（ルールが実態に即さない）とレイター期（投資家がない）
- 少人数私募・私売出しのカウント方法を勧誘基準から取得基準にしてほしい
- ターゲットファンド（SPV）を簡単に組成できるようにしてほしい
- 海外グロースファンドからの調達がスムーズに行えるようにしてほしい

セカンダリー

- **エクジット方法の多様化はプライマリーの活性化に直結するので非常に重要**
- 買い手を特定投資家に限定することでルールを緩和してほしい
- 発行体が敬遠したり負担に感じたりすることを極力避けてほしい
- 発行体が希望する投資家に広くアプローチできる仕組みにしてほしい

プライマリー



前提条件：実はスタートアップも一般投資家を求めている

	スタートアップ経営の知見・支援なし	スタートアップ経営の知見・支援あり
資金力大	③ 事業会社	① ベンチャーキャピタル
資金力小	✕ 一般投資家	② エンジェル投資家

- スタートアップが投資家に求める主な役割は付加価値を提供し事業の成長を後押しすること
- 資金以上の価値を提供できるVC・エンジェルがメインで、シナジーや残枠がある場合に事業会社が候補になる
- 一般投資家は経営支援が望めないどころか、むしろ経営の障害になることもあるため、できるだけ避けたい
- 日本は株主総会偏重のため素人が議決権を持つことがリスクになる（米国は重要事項は取締役会で決める）



前提条件：スタートアップはステージ・ファイナンスを行っている

	シード	アーリー	ミドル	レイター
状態	PoC	PMF	スケール	多角化
時価総額	数億円	数十億円（前半）	数十億円（後半）	数百億円
調達規模	5,000万円	5億	20億	50億円
投資家	エンジェル シードVC	VC スーパーエンジェル	VC CVC（事業会社）	VC PE
方法	普通株式 J-KISS新株予約権	優先株式	優先株式	優先株式

- 創業者持分の希薄化を避け、事業成長に合わせ次のマイルストーン達成までに必要資金を段階的に調達していく
- 投資家はそれぞれ得意としているステージがあり、ステージによってリスクも異なるため投資条件が違う
- 投資条件は会社法に基づき管理される種類株式の内容と、民法に基づき個別に締結される投資契約の内容がある



スタートアップの資金調達の実際：ステージ・ファイナンス

	シード
状態	PoC
時価総額	数億円
調達規模	5,000万円
投資家	エンジェル シードVC
方法	普通株式 J-KISS新株予約権

- 創業者持分の希薄化を避け、事業成
- 投資家はそれぞれ得意としているス
- 投資条件は会社法に基づき管理され

シード・ラウンドの問題は：

- 創業期の投資家が足りていない（VCは投資しにくい）
- 一般投資家の資金は活用したいが議決権は渡したくない
- 知識のない一般投資家が議決権を持つと経営の障害になる

その解決方法として：

- 特定スタートアップ1社に投資するSPVを容易に設立できるようにさせてほしい（＝ターゲットファンド）
- キャピタルゲインと議決権を分離し、知識のあるファンドマネージャーに議決権を集め経営の障害にならないようにする
- AngelListのSPVがこの仕組み



スタートアップの資金調達の実際：ステージ・ファイナンス

状況 時間 調達 投資 方法	レイター・ラウンドの問題は：	
	● チケットサイズの大きい投資家が足りていない	
	● 昨年100億円以上調達をしたのは4社なので国内需要は小さい	
	● 基本的にグローバル・プレイヤーしかいない	
	その解決方法として：	
	● グローバル・プレイヤーへの仲介をしてほしい	
	● 特定スタートアップ1社に投資するSPVを容易に設立できるようにさせてほしい（＝ターゲットファンド）	
	● チケットサイズを大きくするための仕組みとして組成したい	
	● Softbank Vision Fundが海外でやっている	
		レイター
		多角化
		数百億円
		50億円
		VC PE
		優先株式
		資金を段階的に調達していく るため投資条件が違う される投資契約の内容がある

セカンダリー



上場企業と未上場スタートアップにかかる証券とルールの違い

項目	上場企業	未上場スタートアップ	その結果
発行する株式	普通株式	普通株式＋優先株式	権利・義務関係が複雑
優先株式の条件	—	残余財産分配権	種類によって異なる株価
会社法の規定	自由に譲渡可能	譲渡制限あり	発行体承認なしに売買不可
時価の存在	あり	なし	売買には株価算定が必要
投資契約の条件	なし	先買権＋タグアロング	株主合意なしに売買不可
開示義務	あり	なし	いちから作成する必要
株主の選別	できない	とても重要	探すのが大変
流動性	高い	低い	ディスカウントがかかる



発行体の負担や抵抗を減らさないとセカンダリーは利用されない

発行体には資金は入ってこないにもかかわらず負荷が大きい

- 適切な投資家を探さないといけない
- 本来は株価算定を行わないといけない（今はできてない）
- 開示情報を「そのためだけに」作成しないといけない
- 株主合意を取り付けないといけない（先買権＋タグアロング）
- 譲渡承認の決議をとらないといけない
- 株主名簿変更の手続きをおこなわないといけない

にもかかわらず現行ルールではペナルティを受けるような可能性

- ディスカウントされた株価や開示情報を公開しないといけない
- 次の資金調達ラウンドに影響がでてしまう

その結果
権利・義務関係が複雑
種類によって異なる株価
発行体承認なしに売買不可
売買には株価算定が必要
株主合意なしに売買不可
改めて作成する必要がある
探すのが大変
ディスカウントがかかる

セカンダリーの活性化のために期待すること

	内容
証券会社に期待する事	適切な投資家の開拓、勧誘、紹介（＝安定株主となる投資家）
	既存株主の利害関係の調整
	発行体が行う各種手続きの代行やサポート
ルールメイキングで 実現してほしい事	買い手を特定投資家に限定し価格や情報の公表要件を最小限にする
	特定投資家の要件を「スタートアップ経験者」等にまで緩和する
	勧誘の定義を緩和し「仮定条件提示」までは勧誘の範囲から除外する
	少人数私売出し（私募も）のカウント方法を勧誘基準から取得基準にする
	証券会社が適切な収益を得るため無免許のセカンダリー仲介を規制する
	発行体の負荷や抵抗を減らす仕組みにするため継続して改善する

Appendix



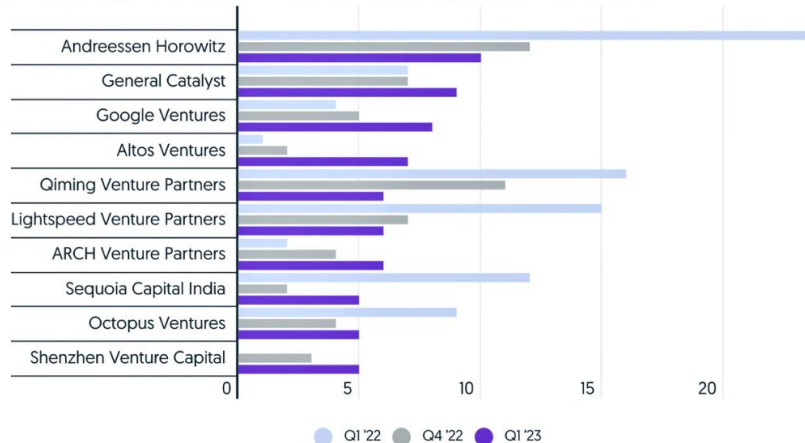
プライマリーにおける課題：レイトステージ投資家が少ないこと

日本で100億円以上の調達をしたのは4社のみ

	合計調達額	社数
10億円未満	3348	2,312
10億円以上50億円未満	2803	148
50億円以上100億円未満	879	14
100億円以上	764	4

グロースファンドは基本的にグローバル

Active multistage and growth investors in Q1 2023. Ordered by disclosed rounds in Crunchbase.



crunchbase

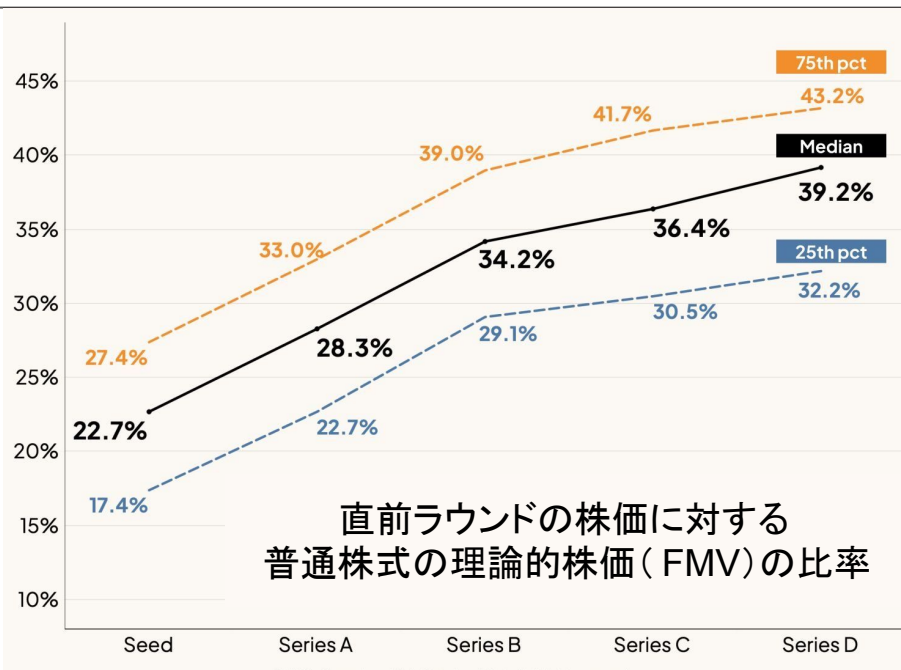
- 海外のグロース投資家をつなぎ、大型の資金調達のディールをまとめる
- 特定のラウンドに投資するためのターゲットファンド（SPV）を作って投資をする



スタートアップの資金調達の実際：普通株式と優先株式では株価が異なる

優先株式にはオプションバリューがある

- そのため普通株式よりも価値が高い
- 平均して普通株式の約3倍
- 優先株式が複数ある場合それぞれ株価が異なる
- IPOが近づくと普通株式と同額に収束していく



- 未上場株式は市場取引されていないため「時価」はない
- 取引するには優先株式の契約条件を加味してOPMで株価算定を行う必要がある