

資料3

懇談会 報告資料

スタートアップ企業等への成長資金供給等に関する懇談会 調査報告資料（海外実務家ヒアリング調査を中心に）

鳩宿 潤二

株式会社野村総合研究所
コンサルティング事業本部 執行役員 副本部長

2025年4月18日

NRI

Envision the value,
Empower the change



エグゼクティブ・サマリ (1/2)

- 米国、英国、EUの各地域を対象とする海外実務家ヒアリング調査を実施。その結果、米国が先進的であり、英国・EUは米国に追隨している実態が明らかとなった。そのため、本資料は米国事例を中心に記載している。

項目	サマリ	ページ
資金調達手法	<ul style="list-style-type: none"> 大量のリスク性資金が供給される環境が法律上・実務上整備されており、成長ステージによらず株式による資金調達が中心 (ローン等) 負債での調達はアーリー期以降に発生。事業領域によっては補助金も活用 	11
取引手法	<ul style="list-style-type: none"> 直接取引、ブローカーディーラー (以下B/D) 経由、クラウドファンディングが主な取引手法 B/Dが持つ投資家ネットワークや諸手続負担を代替するニーズから、取引金額の増加に伴い、ミドル・レイター期になるほどB/Dが台頭。B/Dの追加の提供価値としてエクイティストーリー構築支援などもあり クラウドファンディングは、発行体にとってSPV活用による株主管理の効率化等のメリットあり。一方、過度な依存は機関投資家に対する資金調達上のシグナルが懸念されるため、リテール顧客向けビジネスを営むシード・アーリー期の発行体による利用が中心 	12
市場参加者	<ul style="list-style-type: none"> ファミリーオフィス、VC、エンジェル投資家が主な買い手 エンジェル投資家はシード期、VCはPMF(Product Market Fit)が達成されるアーリー期以降を中心に資金供給。レイター期は、クロスオーバー投資を行うPEファンドなども部分的に登場 エンジェル投資家は、リタイヤした会社役員やスタートアップをExitした起業家が中心。潤沢な個人資金を背景に積極的にリスクテイクする傾向あり。当該業界に長年関与している場合も多く、協業先の紹介や戦略アドバイスなど事業運営上の支援も行う 発行体は、リーチしたい投資家や経営理念に基づき、各手法を使い分けて資金調達を実行 	13-15
勧誘実務	<ul style="list-style-type: none"> B/D経由は、発行体からの依頼に基づき、適格性を判断したうえで投資家を勧誘 投資家との中長期的な関係維持を重視し、高リスクな発行体は、勧誘対象を機関投資家に限定 各B/Dは、FINRAのRule 2111(適合性ルール)に基づき、投資家向けのWebフォーム等を独自に運用。虚偽申告は投資家の責任に帰すると整理されており、合理的な手続きを踏んでいる場合はB/Dの責任は追及されない 直接取引・クラウドファンディングでは、特段の勧誘行為はみられない 	16
取引実務	<ul style="list-style-type: none"> セカンダリ市場に比べてプロセスは簡潔。デューデリジェンスと契約締結を経て株式の取得に至るまで、成長ステージによるが平均約3か月程度を要する (レイター期になるほど参照可能な情報も増えるため、短期化する傾向) 価格決定は、直接取引・B/D経由ではリード投資家、クラウドファンディングは発行体が主導 資金調達を効率化する「登録免除募集制度(Exempt Offerings)」として、Reg. AとReg. Dが存在。発行体のコスト負担が低いこと、調達額の上限がない (ただしRule504には存在) ことから、Reg. Dの方が利用されている 	17-18
その他関係者	<ul style="list-style-type: none"> その他のプライマリ市場を支える関係者として、Angellistやファインダーが存在 Angellistはエンジェル投資家とスタートアップのマッチングサービス。VCによるリスクテイクのギャップを埋める役割。シード期からレイター期まで広範にカバーし、トップに近いシェアを占める。年間契約制のサブスクリプションでマネタイズ ファインダーはライセンスのない個人B/Dのような存在で、法規制上の区別が曖昧なためSECが都度適法性を判断。ヒアリングでは存在感や期待される役割について回答を得られず 	19

エグゼクティブ・サマリ (2/2)

- 米国、英国、EUの各地域を対象とする海外実務家ヒアリング調査を実施。その結果、米国が先進的であり、英国・EUは米国に追隨している実態が明らかとなった。そのため、本資料は米国事例を中心に記載している。

項目	サマリ	ページ
取引対象	<ul style="list-style-type: none"> セカンダリ市場で主に取引されるのは、株式のほか、投資ビークルとしてのSPV持分 米国では、匿名性や機動性を背景にSPVを介した株式投資も一般的。主に超富裕層のファミリーオフィスや小規模ファンドのほか、クラウドファンディングが活用。株主の30-50%程度がSPVであるケースも 	21
取引手法	<ul style="list-style-type: none"> 直接取引、B/D経由、マーケットプレイスが主な取引手法。ミドル・レイター期になるほど仲介者が台頭するのはプライマリ市場と同様 経営者やVCは直接取引を好み、金額の大きい・複雑な取引にはB/Dが起用される傾向 マーケットプレイスは、主に発行体の従業員が少額小口の取引に利用 シード・アーリー期では発行体の認知度が低いため、取引のニーズはほとんど存在しない ATSであるOTC Markets（4市場を運営）は非上場株式を取り扱う市場だが、スタートアップの文脈では存在感なし 外国企業ADR、上場廃止銘柄、成長ステージを終えた中小銘柄が取引される傾向があるほか、T+1程度で決済完了するため、どちらかというと上場市場に近い存在として認知 	22-23
市場参加者	<ul style="list-style-type: none"> 売り手は、発行体、ファミリーオフィス、エンジェル投資家が中心 創業者が保有株式を大量に売却すると経営の継続性が懸念されるため、発行体では従業員による売却が中心 買い手は、発行体、VC、ファミリーオフィス、エンジェル投資家が中心 ただし、エンジェル投資家は専らプライマリ市場での投資を重視するため、セカンダリ市場での買い手としての存在感は限定的 	24
勧誘実務	<ul style="list-style-type: none"> 非上場株式セカンダリに強いB/Dは中堅ブティック（Rainmaker, Setter等）が中心、大手証券会社の役割は限定的 B/Dは売り手への勧誘を行ったうえで買い手を探索。PitchBook(発行体・投資家データベース)やLinkedInを情報源として活用 	25
取引実務	<ul style="list-style-type: none"> 売り手・買い手が双方合意したのち、発行体によるROFR(Right of First Refusal)の行使検討を経て株式譲渡を実行 各プロセスでは個別の文書が頻繁にやり取りされるため、B/Dやマーケットプレイスが介在するメリットが存在 価格決定は発行体による直近の投資ラウンドでの調達額が重要なベンチマーク 流動性リスクを加味し、普通株式では11-20%、優先株式では9-18%程度ディスカウント調整。B/Dやマーケットプレイス事業者は取引の成立に向け、適切な価格に誘導をおこなう 	26-28
譲渡制限・先買権(ROFR)	<ul style="list-style-type: none"> いずれも株式の流動性を制限する株主間契約上の概念。投資家の立場ではROFRは受け入れられやすい一方、譲渡制限については反発を生みやすいため、ROFRの方が一般的（両方設定している発行体も存在） ROFRの行使期間は通常30日間。発行体は行使検討に当たり買い手の属性と取引価格を重視 発行体がROFRを行使すると買い手が取引の機会を失う（売り手は売却可能）ため、仲介者は前述の通り価格調整するほか、発行体との関係構築に努める 	27
その他関係者	<ul style="list-style-type: none"> PitchBook等のデータベースはB/Dがセカンダリ市場での勧誘に活用するほか、投資家も利用。市場インフラと言っても過言ではない存在 	29

非上場株式
セカンダリ市場

1. **本調査の背景**
 1. 非上場株式市場の比較
 2. 日本のスタートアップファイナンスの諸課題
2. **調査方針（海外実務家ヒアリング調査）**
 1. 海外実務家ヒアリングの概要
 2. 本調査における用語の位置づけ
3. **ヒアリング結果：非上場株式プライマリ市場の構造**
 1. 資金調達手法：ステージ別の構成比
 2. 取引手法：ステージ別の構成比
 3. 買い手：ステージ別の構成比
 4. 買い手：投資家の具体イメージ
 5. 買い手：エンジェル投資家の具体イメージ【米国】
 6. 勧誘実務（B/D経由の勧誘）【米国】
 7. 取引実務の全体像【米国】
 8. 登録免除募集制度の概要と発行体のコスト負担【米国】
 9. エコシステムを構成するその他関係者【米国】
4. **ヒアリング結果：非上場株式セカンダリ市場の構造**
 1. 取引対象【米国】
 2. 取引手法：ステージ別の構成比
 3. マーケットプレイスとしてのPISCES【英国】
 4. 売り手・買い手：ステージ別の構成比
 5. 勧誘実務（B/D経由の勧誘）【米国】
 6. 取引実務の全体像【米国】
 7. 譲渡制限とROFR（先買権）【米国】
 8. 価格決定メカニズム【米国】
 9. エコシステムを構成するその他関係者【米国】
5. **個別テーマ（投資家保護、税制）**
 1. 投資家保護【米国】
 2. 税制【米国】
6. **米国証券会社・マーケットプレイス事例**
 1. 米国大手証券会社：Morgan Stanley
 2. 米国中堅証券会社：Rainmaker Securities
 3. 米国大手マーケットプレイス：Forge Global
 4. 主なマーケットプレイス【米国】





1. 本調査の背景

1. 本調査の背景

非上場株式市場の比較

- 日本の非上場株式市場は、米国・欧州と比較してもGDP比で小規模であり、ExitのIPO偏重が特徴。

非上場株式の市場規模比較

国・地域	日本 	米国 	欧州（英国・EU）  
非上場株式市場 （プライマリ市場）	GDP比 約0.1%	GDP比 約0.8%	GDP比 約0.5%
• VC投資	2,360億円（2024年）	24.8兆円（2023年）	1.8兆円（2024年）
• クラウドファンディング	24億円（2024年） ※株式投資型CFによる発行価額	496億円（2024年） ※Regulation CFによる発行額合計	385億円（2023年）
• エンジェル投資	120億円（2023年） ※エンジェル税制活用実績	2.7兆円（2023年）	2,005億円（2023年） ※業界団体による推計値
非上場株式市場 （セカンダリ市場）	小規模 ※詳細推計値なし	数千億円 ※詳細推計値なし	数千億円 ※詳細推計値なし
IPOによるExitの割合	76%	10%	33%
• IPO市場	9,725億円（2024年） ※募集・売上の合算値	3.6兆円（2023年）	2.6兆円（2024年） ※英国とその他欧州諸国の合算値

出所) 日銀レビュー「わが国のスタートアップを取り巻く状況と地域における取り組み」、ベンチャー・エンタープライズセンター「ベンチャー・キャピタル等投資動向調査」、日本証券業協会「株式投資型クラウドファンディングの統計情報」「全国上場会社のエクイティファイナンスの状況」、中小企業庁「エンジェル税制の実績(投資額・企業数)」、経済産業省第4回「産業構造審議会新機軸部会」事務局資料、NVCA Yearbook 2024、University of New Hampshire Center for Venture Research "Angel Market Analysis Report"、KINGSCROWD "2024 Investment Crowdfunding: Trends, Stats, and Platform Rankings"、CCA "Regulated Investment Crowdfunding Trends Report 2024"、Invest Europe "Private Equity Activity 2023"、EBAN "Annual Statistics Compendium for 2023" ほか
注) 1ドル=146円、1ユーロ=160円として日本円に換算。2023年時点での各国・地域のGDPは、日本：4.2兆ドル、米国：27.7兆ドル、英国：3.4兆ドル、欧州：18.6兆ドル。

「IPOによるExitの割合」については、VCが出資する企業のうち、IPOによりExitした社数の割合を示す

1. 本調査の背景

日本のスタートアップファイナンスの諸課題

- 日本ではスタートアップへの投資家層や調達手法・制度が限られており、結果としてレイトー期等の後続ラウンドでの資金供給が不足するリスクがあるほか、IPOによるExitの比重が大きくなっている点が課題。

1. 資金供給主体の偏り

(問題点の例) スタートアップ企業に対する投資主体が国内VCや一部の事業会社 (CVCを含む) に偏っており、個人投資家やエンジェル投資家など多様な投資家層が十分に参画できていない

2. 資金調達手法の未整備

(問題点の例) 「有償新株予約権型コンバーティブル・エクイティ」が整備される等、徐々に環境整備が進んでいるものの、コンバーティブルノート・コンバーティブルボンドなど海外で広く導入されている手法に対する活用余地が依然として存在する

3. 非上場株式を取引する場・制度の不足

(問題点の例) 非上場株式のマーケットプレイスやセカンダリファンドが欧米に比べ少なく、プライマリ市場での資金供給のハードルを上げる要因となっているほか、新たなスタートアップへ再投資を回す循環が起こりづらい

4. 成長ステージに応じた資金供給不足

(問題点の例) ミドル・レイトー期に大規模な資金を安定的に供給できる投資家が限られており、スタートアップが本格的に事業拡大を図る局面で資金不足に陥るリスクが大きい

5. IPOに依存したEXIT

(問題点の例) VCや役職員の換金のための場がIPO以外にほぼ存在せず、スモールIPOに繋がっている

2. 調査方針（海外実務家ヒアリング調査）

2. 調査方針（海外実務家ヒアリング調査）

海外実務家ヒアリングの概要

- デスクトップ調査では限界があるほか、海外実務家がどのように市場参加しているのかを把握する必要があることから、米国および英国・EUのスタートアップファイナンスに精通する仲介者・投資家・発行体に対し、ヒアリングを実施。
 - 複数のスポットコンサルティングサービス事業者を通じ、米国市場：7件、英国・EU市場：10件と合計17件のヒアリングを実施。米国を中心に調査したのち、英国・EUについても同様の実態であるか検証を行った。
 - なお、本ヒアリング調査では実務者から見た実態の把握を主な目的としており、NRIとして本資料に記載した数値等のデータの正確性・完全性を保証するものではない点に留意されたい。

海外実務家ヒアリング項目（米国・英国・EU共通）

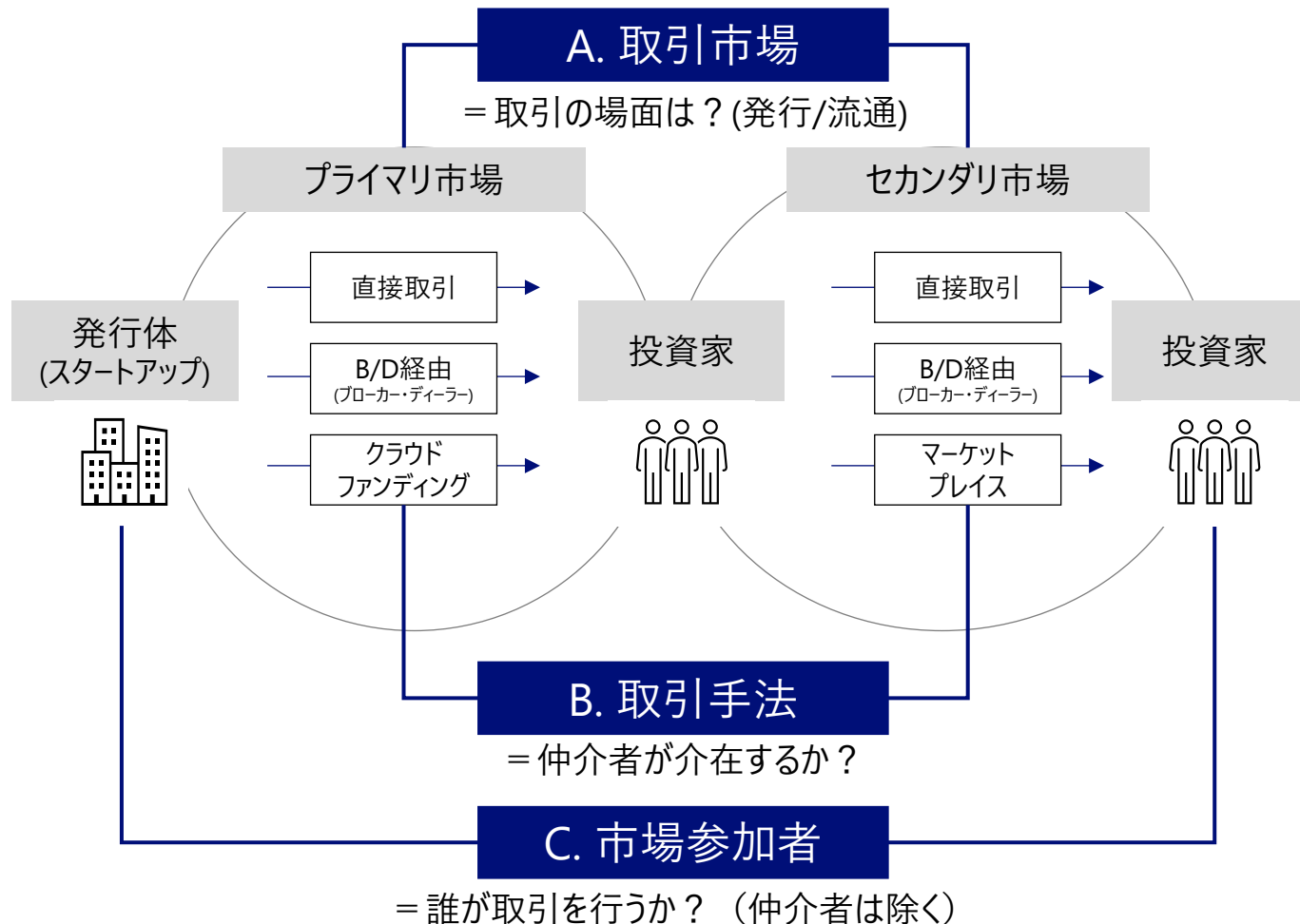
項目	プライマリ市場	セカンダリ市場
資金調達手法	① 資金調達手法：ステージ別の構成比	-
取引対象	-	① 取引対象
取引手法	② 取引手法：ステージ別の構成比	② 取引手法：ステージ別の構成比 ③ マーケットプレイスとしてのPISCES（英国）
市場参加者	③ 買い手：ステージ別の構成比 ④ 買い手：投資家の具体イメージ ⑤ 買い手：エンジェル投資家の具体イメージ	④ 売り手・買い手：ステージ別の構成比
勧誘実務	⑥ 勧誘実務（B/D経由の勧誘）	⑤ 勧誘実務（B/D経由の勧誘）
取引実務	⑦ 取引実務の全体像 ⑧ 登録免除募集制度の概要と発行体のコスト負担	⑥ 取引実務の全体像 ⑦ 譲渡制限とROFR（先買権） ⑧ 価格決定メカニズム
その他関係者	⑨ エコシステムを構成するその他関係者	⑨ エコシステムを構成するその他関係者

2. 調査方針（海外実務家ヒアリング調査）

本調査における用語の位置づけ

■ 本調査において用いている取引市場・取引手法・市場参加者という用語の位置づけは、下記の通り。

本調査における用語の位置づけ



用語	位置づけ
A. 取引市場	プライマリ市場・セカンダリ市場により構成される、非上場株式を売買する市場。 ・ プライマリ市場 ：発行体が株式を新規発行し、投資家が購入する市場 ・ セカンダリ市場 ：投資家が保有する発行済株式を、他の投資家に売却する市場
B. 取引手法	「取引市場」での取引における、仲介者の有無を軸とした区分。 ・ プライマリ市場 ：直接取引、B/D経由、クラウドファンディング ・ セカンダリ市場 ：直接取引、B/D経由、マーケットプレイス
C. 市場参加者	取引の当事者となる、発行体及び投資家（投資家は 発行体の創業者・従業員を含む ）。

3. 非上場株式 プライマリ市場の構造

3. 非上場株式プライマリ市場の構造：資金調達手法

資金調達
手法

取引手法

市場
参加者

勧誘実務

取引実務

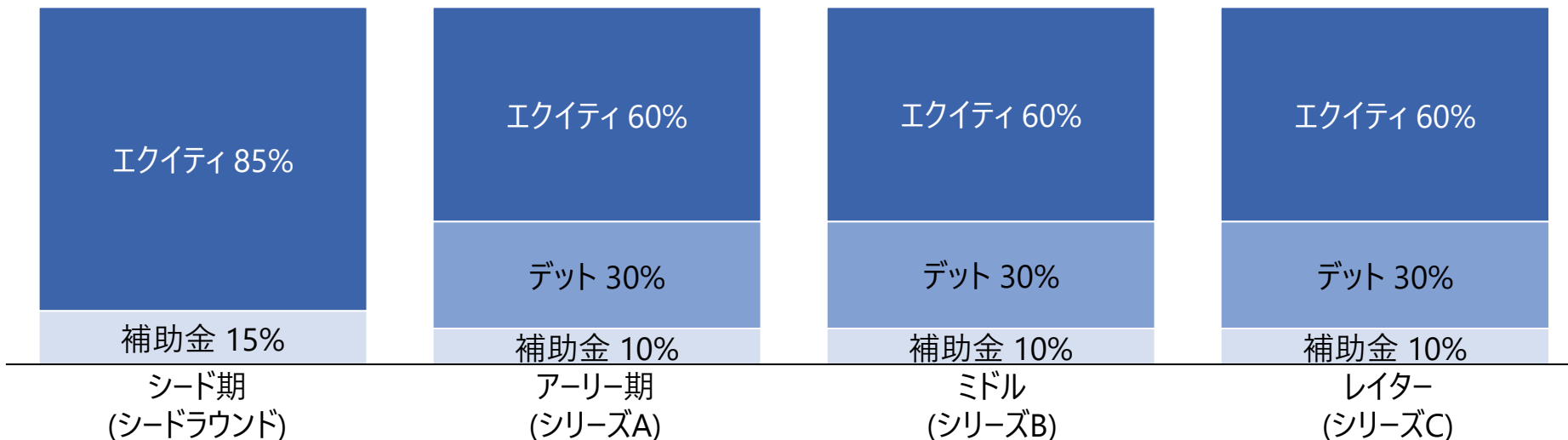
その他
関係者

① 資金調達手法：ステージ別の構成比

■ 米国では大量のリスク性資金が供給される環境が法律上・実務上整備されており、成長ステージによらず株式による資金調達が中心。デット調達はアーリー期以降に発生するほか、事業領域によっては補助金も活用。

- 米国ではJOBS法（Jumpstart Our Business Startups Act）によりクラウドファンディングをはじめとする**スタートアップのエクイティ調達環境が整備**されたほか、年金基金等の大型な機関投資家が非上場株式への投資を積極的に行っているため、VCやPEファンドが多く存在する中で**株式による大規模な資金調達を行うことが可能**である。
- 銀行による融資をはじめとする**デット性資金**については、スタートアップにとって非常に**ハードルが高い**とされる。補助金については、例えばヘルスケア領域で癌治療薬の開発に取り組むスタートアップが、国立科学財団の助成金を得るケースなどが考えられる。
- なお、以降のスライドでは、**エクイティに調達手法を限定**したうえで各観点から分析を行う。

米国



出所) 海外実務家ヒアリング調査 (2025年3月) ※割合は金額の構成比

注1) 本ヒアリング調査では実務者から見た実態の把握を主な目的としており、NRIとして本資料に記載した数値等のデータの正確性・完全性を保証するものではない

注2) デットにはベンチャーデットを含む

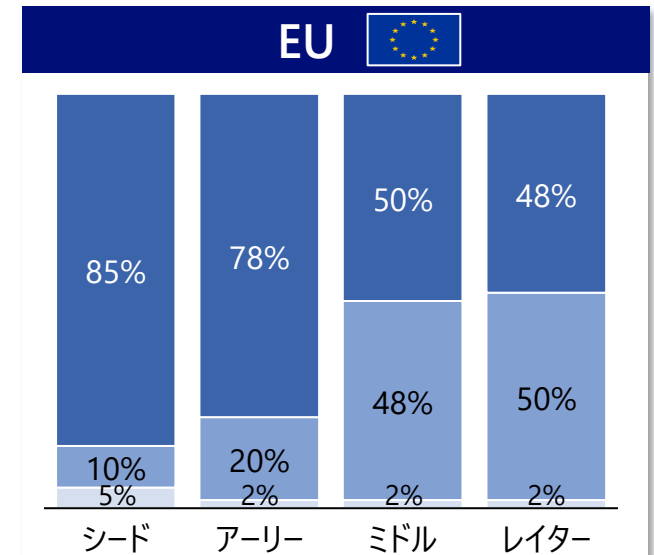
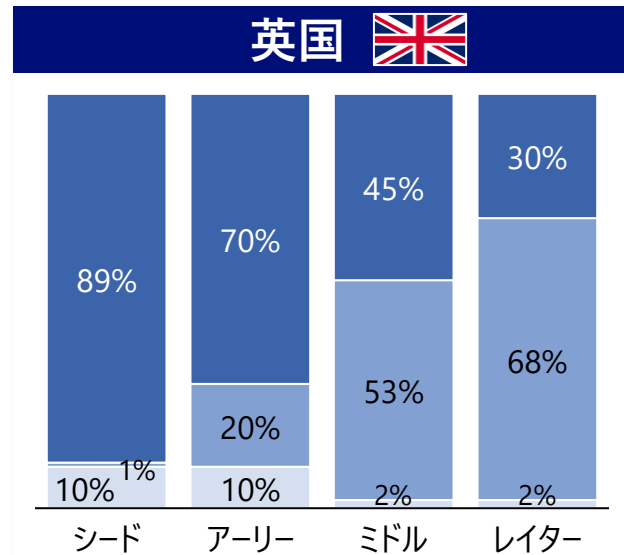
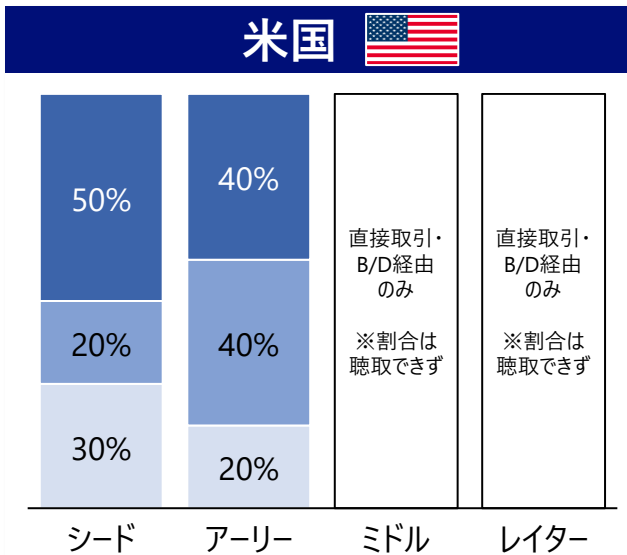
3. 非上場株式プライマリ市場の構造：取引手法



② 取引手法：ステージ別の構成比

■ プライマリ市場においては、直接取引、B/D経由、クラウドファンディングが主な取引手法。取引金額の増加に伴い、後続ラウンドになるほど仲介者が台頭するが、クラウドファンディングの利用はアーリー期を境に減少に転じる。

■ 直接取引 ■ B/D経由 ■ クラウドファンディング



分析・補足

- 英国・EUに比べB/Dが発展しており、投資家とのコネクションや調達に係る手続きの代行が主な期待として活用が進む。エクイティストリーへの構築伴走で差別化を図るプレーヤーも存在。
- クラウドファンディングは機関投資家へのシグナルが忌避され、ミドル期以降は利用なし。

分析・補足

- B/Dは米国に比べると未発展といえ、野心的な成長を企図する発行体による利用に限られるため、直接取引が多数を占める。
- 英国はクラウドファンディングの祖であるが、投資家に係る報告義務等が負担となり活用は限定的。

分析・補足

- B/Dの発展においては英国に劣後しており、ミドル期以降での活用が課題。
- EU域内でも地域差が存在。（例：EU北東部はミドル期以降でもB/D仲介が多い一方、EU西部では自己資金成長を志向し直接取引が多い）

出所) 海外実務家ヒアリング調査 (2025年3月) ※割合は金額の構成比

注1) 本ヒアリング調査では実務者から見た実態の把握を主な目的としており、NRIとして本資料に記載した数値等のデータの正確性・完全性を保証するものではない

注2) 取引手法については、それぞれ次の通り定義する。直接取引：発行体と投資家が直接相対し価格交渉等を行う取引。B/D経由：SEC（証券取引委員会）に登録された証券会社または証券業務のみを行うブローカーディーラーを経由した取引。クラウドファンディング：非上場企業の株式を個人投資家が購入できるオンラインプラットフォームを経由した取引

3. 非上場株式プライマリ市場の構造：市場参加者

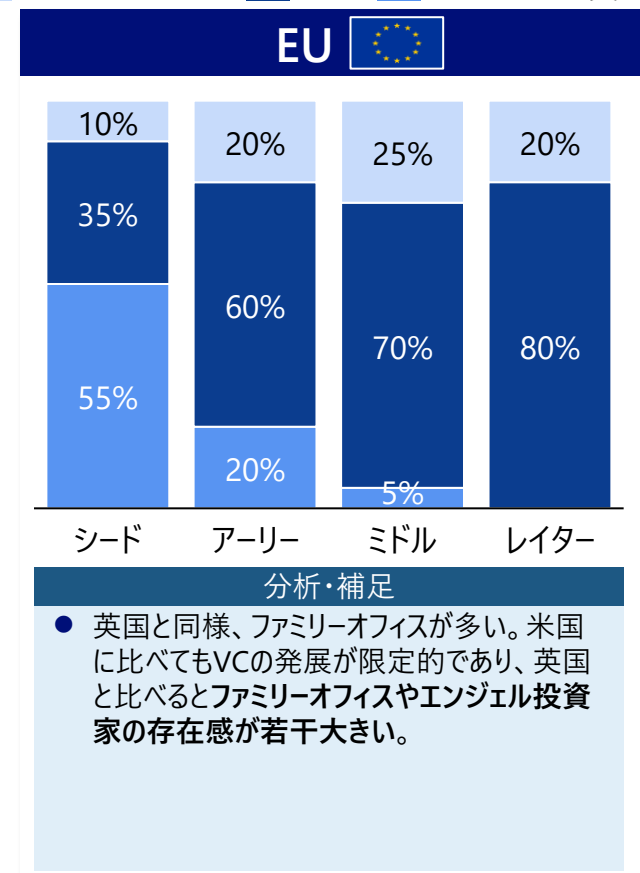
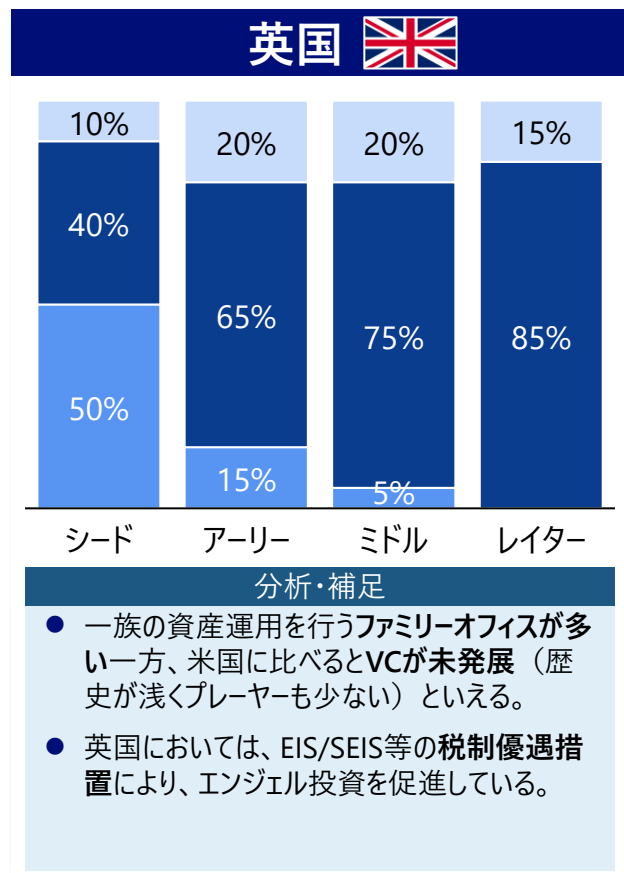
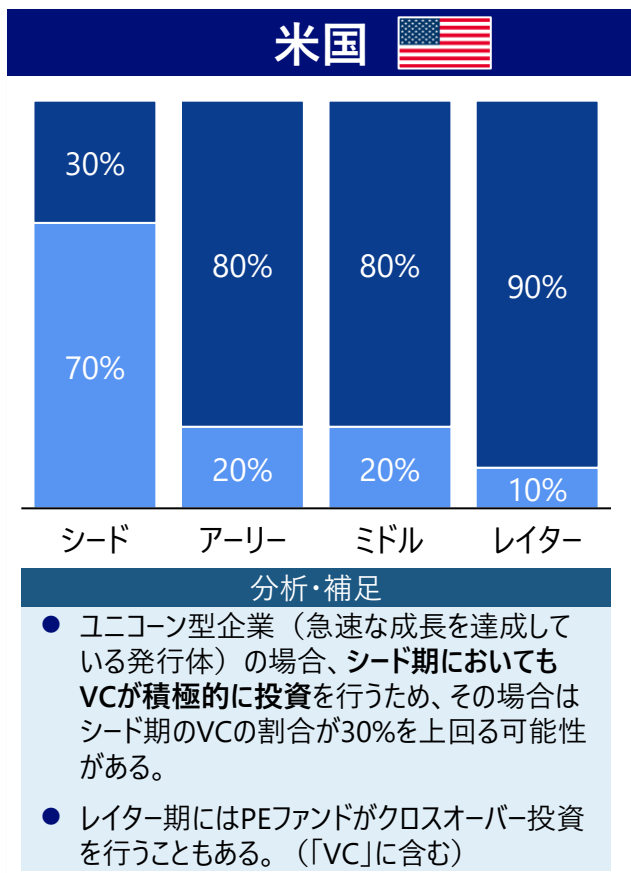


③ 買い手：ステージ別の構成比

■ ファミリーオフィス、VC、エンジェル投資家が主な買い手。エンジェル投資家はリスクの高いシード期に、VCはPMF (Product Market Fit)が達成されるアーリー期以降において資金供給を担う中心的な存在。

- エンジェル投資家は、業界の専門家として、協業先のマッチングや戦略上のアドバイスなど経営の支援も提供することがある。

■ ファミリーオフィス ■ VC ■ エンジェル投資家



出所) 海外実務家ヒアリング調査 (2025年3月) ※割合は金額の構成比

注1) 本ヒアリング調査では実務者から見た実態の把握を主な目的としており、NRIとして本資料に記載した数値等のデータの正確性・完全性を保証するものではない

注2) 米国においてもファミリーオフィスによる投資は存在するものの、海外実務家ヒアリングにおいては投資割合に関するコメントを得られなかった Copyright (C) Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

3. 非上場株式プライマリ市場の構造：市場参加者



④ 買い手：投資家の具体イメージ

■ AUMベースでは、VC≒ファミリーオフィス>エンジェル投資家という大小関係。米国と英国・EUではエンジェル投資家の属性が類似する一方、VCの投資・運用規模は米国の方が大きく、英国・EUのファミリーオフィスは属性が多様。

非上場株式市場の投資家イメージ（AUM別）

AUM	米国	英国・EU	
\$50B (約7.5兆円)	<p>VC</p> <ul style="list-style-type: none"> AUM：\$600M-50B (900億~7.5兆円) 投資額：\$10-100M/ラウンド (15~150億円) 米国には約3,400のVCが存在。トップTierのAndreessen Horowitzは\$45BのAUMを有するなど、一部VCは非常に大規模な投資を行う 	<p>VC</p> <ul style="list-style-type: none"> AUM：\$100M-1B (150~1,500億円) 投資額：\$5-10M/ラウンド (7.5~15億円) 英国・欧州では約1,000のVCが活動 	
\$1B (約1,500億円)			<p>ファミリーオフィス</p> <ul style="list-style-type: none"> AUM：\$50M-1B (75~1,500億円) 投資額：\$1-10M/ラウンド (1.5~15億円) 一族の資産管理を目的として、長期運用を行う。ポートフォリオ分散のため非上場株式に投資
\$600M (約900億円)			
\$100M (約150億円)	<p>エンジェル投資家</p> <ul style="list-style-type: none"> AUM：\$1-50M (1.5億~73億円) 投資額：\$-1M/ラウンド (~1.5億円) 業界の専門家として、提携先とのマッチング等も提供 	<p>エンジェル投資家</p> <ul style="list-style-type: none"> AUM：\$1-50M (1.5億~73億円) 投資額：\$-1M/ラウンド (~1.5億円) 米国と同様 	
\$50M (約75億円)			
\$1M (約1.5億円)			

出所) 海外実務家ヒアリング調査 (2025年3月)

注1) 本ヒアリング調査では実務者から見た実態の把握を主な目的としており、NRIとして本資料に記載した数値等のデータの正確性・完全性を保証するものではない

注2) 1ドル=146円として日本円に換算。表側のAUMは等間隔ではない点に注意

⑤ 買い手：エンジェル投資家の具体イメージ【米国】

■ 米国のエンジェル投資家は、主にリタイヤした会社役員（①）や、創業したスタートアップをExitした起業家（②）が属性の中心。一部ではあるが、資産相続を機にエンジェル投資家に転じる若者（③）も存在。

- これらの投資家は主にシリコンバレー・ニューヨーク・ボストン・オースティン・シアトル・ロサンゼルス等のスタートアップのハブと呼ばれる地域で活動しており、近年ではマイアミやデンバー・シカゴといったスタートアップのエコシステムが発展しつつある地域でも見られる。

米国におけるエンジェル投資家の属性（年代別）

年代	属性
70	セグメント①：リタイヤ会社役員 <ul style="list-style-type: none"> 年齢層：50代後半～70代 総資産：\$3M+ (4.4億円以上) 投資額：\$25K-100K/ラウンド (360万～1,460万円) 時間的余裕があるため、年間に2～10回程度の投資を行う
60	
50	
40	セグメント②：Exit起業家 <ul style="list-style-type: none"> 年齢層：30代～50代 総資産：\$1M-50M (1.5億～73億円) 投資額：\$50K-1M/ラウンド (740万～1.5億円) 年収は\$200K+(2,900万円以上)のイメージ。暗号資産の投資家や弁護士等を兼務しているケースも多い
30	
20	セグメント③：一家の資産相続 <ul style="list-style-type: none"> ごく稀に、一家の資産を相続した20代の投資家がエンジェル投資を行うケースもある

出所) 海外実務家ヒアリング調査 (2025年3月)

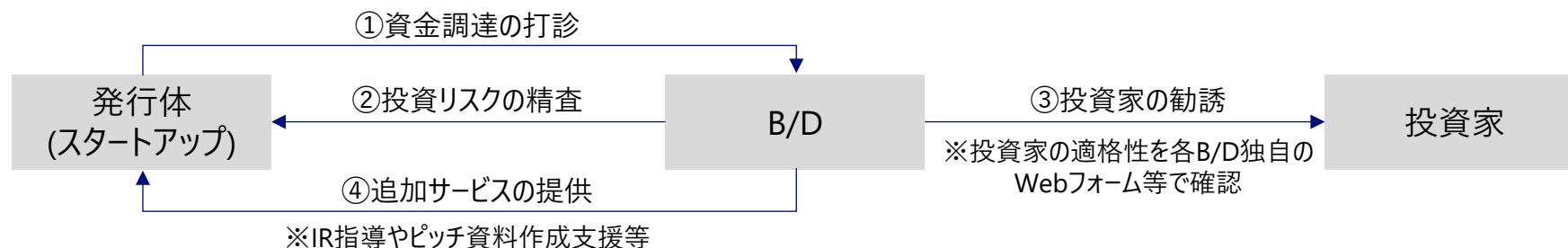
注1) 本ヒアリング調査では実務者から見た実態の把握を主な目的としており、NRIとして本資料に記載した数値等のデータの正確性・完全性を保証するものではない

注2) 1ドル=146円として日本円に換算

⑥ 勧誘実務（B/D経由の勧誘）【米国】

- B/Dは、発行体からの依頼に基づき、発行体の性質に照らして適切な勧誘対象を検討し、投資家の勧誘を実施。FINRAのRule 2111(適合性ルール)に基づき、勧誘に際し、B/Dは投資家の適合性を独自に確認。

プライマリ市場における勧誘実務

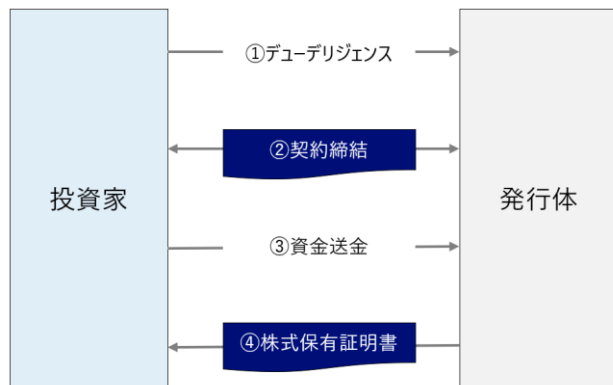


- 成長ステージや投資家の属性によらず、基本的な勧誘実務の流れは下記のとおりである。
 - ① 資金調達の打診：発行体がB/Dへ資金調達の依頼を行う。投資家側から投資機会を打診されるケースは非常に限定的。
 - ② 投資リスクの精査：B/Dは発行体より財務諸表・株主名簿・定款などを収集し、適切な発行体かどうか判断する。あるB/Dでは、下記手続きによりリスクが高い発行体の場合、勧誘対象を機関投資家に限定するなどの措置を取っている。
 1. オペレーションチーム：経営陣のバックグラウンド調査、OFACチェック、AML・KYCを実施
 2. コンプライアンスチーム：各種ドキュメントに潜在的な虚偽表示がないか再確認
 3. 責任者：調査結果を最終レビューし、B/Dとして投資勧誘すべきか判断
 - ③ 投資家の勧誘：リスク評価に基づき勧誘を行う。各B/Dは、投資家の適格性を確認するために必要と考える質問を各社の裁量において自由に設定し、運用している。これらの確認は法令・規制に基づくものであり、FINRAのRule 2111(Suitability Rule)に準拠。これらの情報は投資家の自己申告であり、米国では虚偽申告による責任は投資家側に帰すると整理される。
 - ④ 追加サービスの提供：一部のB/Dは、発行体に対して、投資家とのコミュニケーション方法を指導するほか、説得力のある投資家向けピッチ資料の作成や株式評価額の検討支援を行う事例も存在。

⑦ 取引実務の全体像【米国】

- プライマリ市場においては、投資検討を開始してから実際に投資を行い、株式を取得するまで約3か月を要する。調達価格の決定に際してはリード投資家が主要な役割を担うが、クラウドファンディングでは発行体が主導。

プライマリ市場における取引実務



- 一般的に、全プロセス（投資検討～株式取得）に**約3か月間**を要する。
 - シード期の発行体の場合、参照可能な情報が限定的であるため1年を要するケースもある一方、レイト期の発行体の場合はより短期間で完了する可能性もある
- セカンダリ市場と異なり、**既存株主の存在が取引に影響を与えるケースは見られない**。
 - 投資ラウンドによって残余財産分配権の差異は生じるが、セカンダリ市場のように譲渡制限やROFR（先買権）等により取引が行えなくなるケースは存在しない

プライマリ市場における価格決定メカニズム

取引手法	内容
直接取引	<ul style="list-style-type: none"> ラウンドを主導するリード投資家が独自に価格算定し、他の投資家がこれを信頼し、追随することが一般的。そのため、大半の場合、リード投資家による価格設定が当該ラウンドにおける投資価格となる。 リード投資家が条件交渉やその他の投資家の招致、Term Sheet(投資条件表)作成などを行う。
B/D経由	
クラウドファンディング	<ul style="list-style-type: none"> 他の2手法と異なり、発行体が価格決定を主導することができる。発行体が自ら事業内容や将来性などをアピールするためのWebページを提供し、マーケティング次第では非常に高い株価で投資を募ることも可能。 ただし、クラウドファンディングを利用しない後の調達ラウンドにてダウンラウンドのリスクが生じるため、過剰に高い価格での調達は避けられる傾向がある。

⑧ 登録免除募集制度の概要と発行体のコスト負担【米国】

■ 米国では資金調達を効率化する「登録免除募集制度(Exempt Offerings)」として、Reg. AとReg. Dが存在。発行体のコスト負担が低いこと、調達額の上限がない（Rule504を除く）ことから、Reg. Dの方が一般的。

- 発行体のコスト負担はReg. Dの方が低く、調達実績額も圧倒的に多い。
 - Reg. AはSECの事前承認が必要となるためリーガルコストが高額になり、特にTier 2では2年分の監査済財務諸表が必要となるため最もコスト負担が大きい。一方、Reg. DはSECによる事前レビューが不要であり、発行体が認定投資家にアクセスできる場合、投資家の認定確認が不要である506(b)が最も効率的な手法となる。
- Reg. D Rule506においては、投資家の資格確認が発行体の負担となる点に留意が必要である。
 - 506(b)においては、「合理的な信念」に基づき、投資家の自己申告またはアンケート回答により資格確認を行うのが一般的。
 - 506(c)では「合理的な手段」によってすべての購入者が認定投資家であることを確認する必要があり、より厳格な手続きが必要。これらの資格確認については、他者による認定結果を流用することも可能（いわゆるReliance Letter）。

米国における主要な登録免除募集制度と発行体のコスト負担と調達金額

類型	調達上限 (年間)	一般勧誘	非認定投資家 への販売	認定投資家の 資格確認	コスト負担			調達金額 全体 (2024年)	
					リーガルコスト	その他コスト	合計		
Regulation A (小規模公募)	Tier 1	\$20M	○可	○ 限定なし	×不要	\$25-100K	<ul style="list-style-type: none"> 証券登録費 マーケティング費 	高	\$0.9B
	Tier 2	\$75M	○可	○ 限定なし*		\$50-200K	<ul style="list-style-type: none"> 証券登録費 マーケティング費 財務諸表の監査費 	高	
Regulation D (私募)	Rule 504	\$10M	×不可	○ 限定なし		\$10-50K	<ul style="list-style-type: none"> 証券登録費 	低	
	Rule 506(b)	(上限なし)	×不可	△ 最大35人*	合理的な信念 を持てるよう確認 (自己申告も可)	\$15-75K	<ul style="list-style-type: none"> 証券登録費 	低	\$2,008B
	Rule 506(c)	(上限なし)	○可	× 認定投資家 のみ	合理的な手段 によって確認	\$20-100K	<ul style="list-style-type: none"> 証券登録費 マーケティング費 投資家の認定確認費 	中	\$140B

出所) コスト負担部分は、海外実務家ヒアリング調査 (2025年3月)

調達金額全体(2024年)は、SEC Statistics & Data Visualizations <https://www.sec.gov/data-research/statistics-data-visualizations>

注1) 本ヒアリング調査では実務者から見た実態の把握を主な目的としており、NRIとして本資料に記載した数値等のデータの正確性・完全性を保証するものではない

注2) Reg A Tier2において、非認定投資家については投資上限額が別途定められている。また、Reg D Rule 506(b)では、非認定(non-accredited)投資家のうち洗練された(sophisticated)投資家であることを要求しているほか、これらの投資家に販売する場合はReg. Aと同等の情報開示が必要となり、発行体の負担は増加する

⑨ エコシステムを構成するその他関係者【米国】

■ プライマリ市場の仲介者として、“AngelList”とファイnderが存在。前者はエンジェル投資家とスタートアップのマッチングサービスであり、米国で広く利用。後者は個人で活動する仲介者であり、米国ならではの形態。

- 「AngelList」は、AngelList LLCが提供する、発行体とエンジェル投資家のマッチングサービスの名称である。AngelListは、エンジェル投資家が有望な投資先を発見するだけでなく、**複数投資家がシンジケートし、SPVを通じて共同出資できる仕組み**を提供する点が特徴。一方で、発行体側は、これまでの投資歴などをもとにエンジェル投資家へ出資を打診することができる。
 - ドットコムバブル崩壊を経て、VCはリスクが軽減された企業にしか投資しなくなってしまったといわれる中、**エンジェル投資家は資金供給のギャップを埋める存在**として大きな役割を果たしており、同時に**AngelListのようなマッチングサービスへのニーズが顕在化**。
 - AngelListは、多くの発行体のシード期・アーリー期での調達ラウンドに関与するほか、レイター期もカバーする。正確な市場シェアは不明ではあるが、頻繁に見かけるエンジェルネットワークである。
 - **年間契約制のサブスクリプションモデル**であり、ユーザー数に応じて年間利用料を徴収。API接続等のオプションについては追加料金が発生するほか、契約規模に応じてディスカウントも存在する。
- ファインダーは資金調達を行う発行体と投資家をつなぎ合わせる役割を担う個人（**仲介者に該当**）を指し、**発行体の依頼のもとにVCやエンジェル投資家を紹介**し、資金調達が成功した場合に報酬を得ることが多い。
 - 証券取引法でB/D認可業務が明確に定義されておらず、**ファインダーとB/Dの規制上の区別が曖昧**であるため、ファインダーが無登録のブローカー行為を疑われる場合、SECが都度適法性を判断。SECは2020年にファインダーに係るExemptive Orderを提案したが、2025年3月時点で同Orderは発行されていない。
 - 米国ではVC資金がカリフォルニア州及びニューヨーク州に集中している等の事情があり、ファインダーはこれらの**B/Dがリーチしづらい市場のギャップを埋める存在**としても期待されている側面がある。

出所) 海外実務家ヒアリング調査 (2025年3月)

注1) 本ヒアリング調査では実務者から見た実態の把握を主な目的としており、NRIとして本資料に記載した数値等のデータの正確性・完全性を保証するものではない

注2) 海外実務家ヒアリングでは、ファインダーに精通した対象者が存在せず、ファインダーに関する言及は見られなかった

4. 非上場株式 セカンダリ市場の構造

① 取引対象【米国】

- セカンダリ市場において主に取引されるのは、株式のほか、投資ビークルとしてのSPV持分。米国では、その匿名性や機動力を背景としてSPVを介した株式投資も一般的であり、クラウドファンディングやファミリーオフィス・VCが活用。

セカンダリ市場における取引対象及び取引の特徴

取引対象	取引の特徴
普通株式	<ul style="list-style-type: none"> 発行体の創業者の保有持分のほか、従業員がストックオプションを行使して取得した株式が含まれる。 <ul style="list-style-type: none"> ストックオプションの行使には一定の資金が必要となるため、行使資金を融資し、取得した株式を直ちにマーケットプレースで売却できるよう支援するマーケットプレースも存在。（例：Forgeの“Forge Options Exercise Bridge Loan”） プライマリ市場との価格差が懸念されるところ、ストックオプションにおいては、発行体によるテnderオファーでない限り、セカンダリ市場の取引価格を含む情報をSECに提出することはない。（Rule701によりSEC登録が免除される）
優先株式	<ul style="list-style-type: none"> VCなどの外部投資家が保有することが多い。
SPV持分	<ul style="list-style-type: none"> SPVは主にクラウドファンディングや超富裕層のファミリーオフィス、小規模ファンドが活用しており、株主名簿上は個人の株主名が表示されず、かつ、持分の譲渡制限によるコントロールを受けない点が特徴。SPVを通じた投資は、直接投資に比べてSEC登録義務等が軽減されている。 米国では、クラウドファンディング等の投資目的で利用されるSPVの多くがLLC（Limited Liability Company）の形態をとる。 <ul style="list-style-type: none"> LLCは米国各州が制定するLLC法（Limited Liability Company Act）に基づき設立される事業体で、法人課税を受けるか、出資者を納税主体とするパス・スルー課税を受けるか、LLCごとに選択できる。大半のLLCはLLC Operating Agreementで持分譲渡を制限しており、株式の譲渡制限と同様の仕組みを有する。 一方、VCファンドについては、多くのケースでLP（Limited Partnership）の形態がとられる。

4. セカンダリ市場の市場構造：取引手法

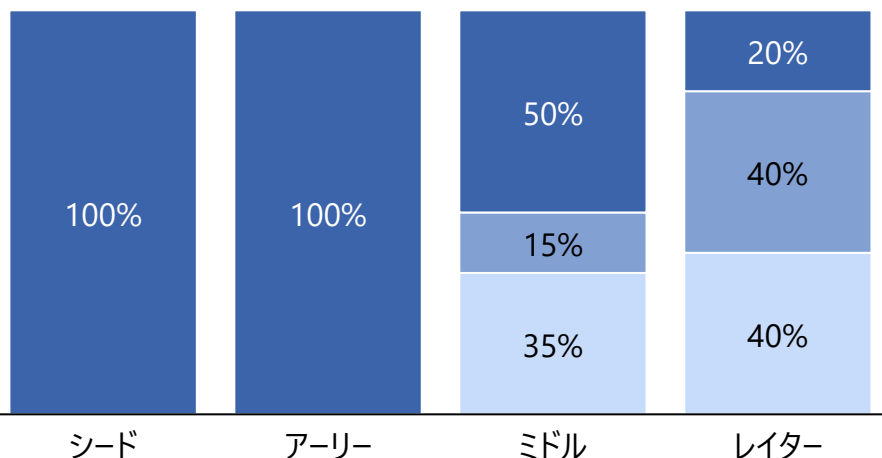


② 取引手法：ステージ別の構成比

■ セカンダリ市場では、直接取引、B/D経由、マーケットプレイスが主な取引手法。プライマリ市場と同様、後続ラウンドになるほど仲介者が台頭。マーケットプレイスは、株式報酬の利用状況が影響し、米国の方が利用が多い。

■ 直接取引 ■ B/D経由 ■ マーケットプレイス

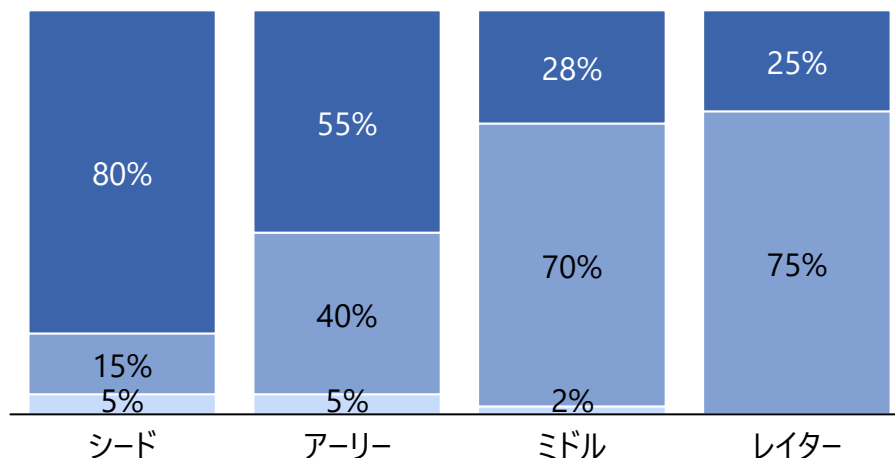
米国



分析・補足

- シード・アーリー期では発行体の認知度が低く投資需要が不十分であるため、セカンダリ市場での取引ニーズはほとんど存在しない。発行体としても、創業初期における株式の外部流出を忌避する傾向がある。
- ミドル期以降、投資家が株式売却を本格的に検討し始めるため、セカンダリ期のニーズが顕在化する。それに伴い、B/Dやマーケットプレイス等の市場仲介者が台頭する。
- セカンダリ市場の取引においてB/Dを起用するのは、主に取引規模が大きい場合やSPV持分など複雑な取引となる場合。

英国・EU



分析・補足

- 米国に比べると株式報酬制度が発達しておらず、そのため、従業員が持分の売却を行うことが多いマーケットプレイスの利用が限定的である。
- 発行体としても、売買価格のコントロールや譲渡先の不透明さがネックとなり、直接取引・B/D経由での取引が多い。

出所) 海外実務家ヒアリング調査 (2025年3月)

注1) 本ヒアリング調査では実務者から見た実態の把握を主な目的としており、NRIとして本資料に記載した数値等のデータの正確性・完全性を保証するものではない

注2) 取引手法については、それぞれ次の通り定義する。直接取引：売り手と買い手が直接対し価格交渉等を行う取引、B/D経由：SEC（証券取引委員会）に登録された証券会社または証券業務のみを行う個人を経由した取引、マーケットプレイス：Nasdaq Private Market(NPM)やEquityZen・Forge Globalなどセカンダリ市場において取引を行うオンラインプラットフォーム（ATS）を経由した取引

③ マーケットプレイスとしてのPISCES【英国】

■ 2024年12月、英国FCAは非上場株式取引プラットフォーム「PISCES」の創設を提案。政府主導のマーケットプレイスの立ち上げに注目が集まっているとの報道もみられるが、海外実務家ヒアリングでは課題意識も聴取。

- PISCESはPrivate Intermittent Securities and Capital Exchange Systemの略であり、**アーリー期の発行体従業員や投資家への流動性の提供**も目指すほか、**投資家によるデューデリジェンスや発行体による情報開示の負荷を軽減するための取り組み**を検討している。
 - FCAは「多くの企業が非上場期間であることを選択し、その期間が長期化する中で、非上場株式をより簡易に取引したいという投資家のニーズが高まっている」との声明を発表。
 - EUも同様の取り組みを検討しているとの報道もある。
- PISCES創設の動きに対する、海外実務家ヒアリングでのコメントは以下の通り。（英国のVC関係者より聴取）
 - 「これまでも英国は類似した市場構築を試みてきたが、**散発的な取り組みに終始し、成果を出せていない**」
 - 「現在必要とされているのは**非上場株式市場における業界全体での取り組み**であって、例えばスタートアップの従業員に対して保有株式への流動性を提供するためのプログラムを導入すべき」

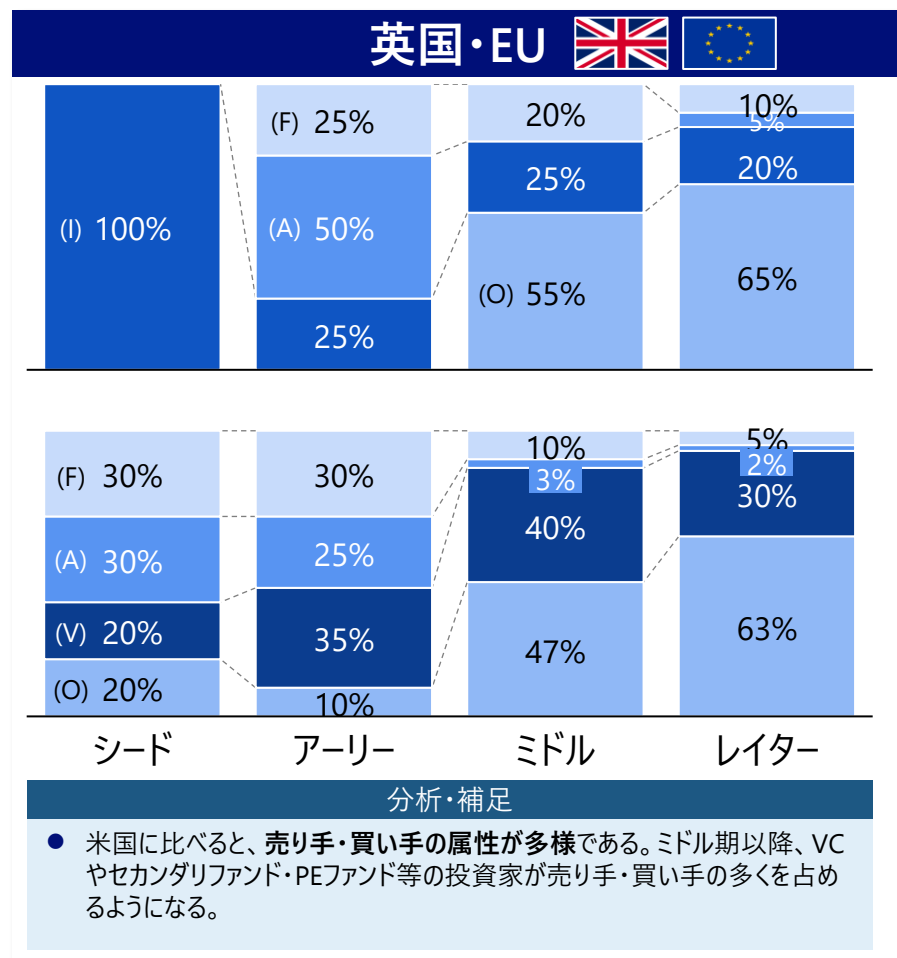
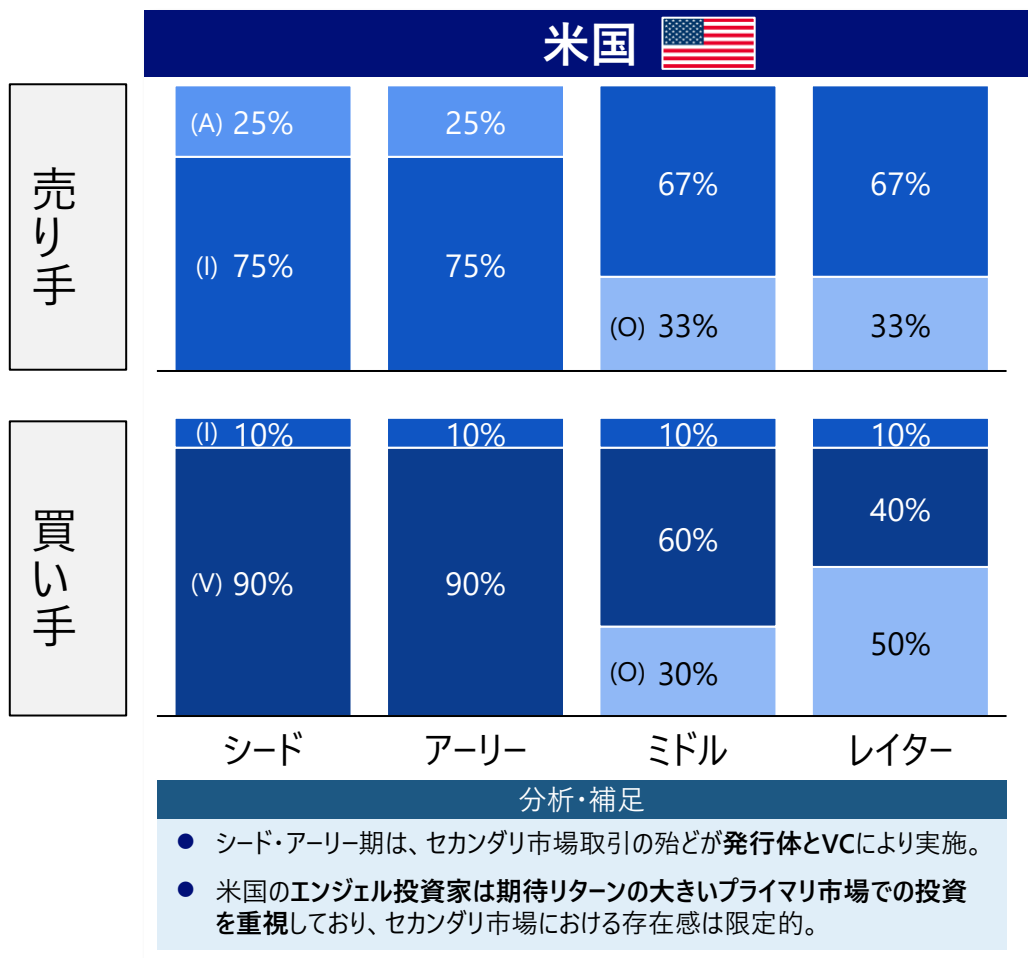
4. セカンダリ市場の市場構造：市場参加者



④ 売り手・買い手：ステージ別の構成比

■ セカンダリ市場では、発行体、ファミリーオフィス、VC、エンジェル投資家が主な買い手。VCの発展が米国に比べ途上である英国・EUにおいては、セカンダリファンド等多様な投資家が存在しており、投資家の属性が多様。

■ ファミリーオフィス(F) ■ エンジェル(A) ■ 発行体(経営者・従業員)(I) ■ VC(V) ■ その他投資家(O) ※ボックス内に各属性の頭文字を記載



出所) 海外実務家ヒアリング調査 (2025年3月)

注) 本ヒアリング調査では実務者から見た実態の把握を主な目的としており、NRIとして本資料に記載した数値等のデータの正確性・完全性を保証するものではない

⑤ 勧誘実務（B/D経由の勧誘）【米国】

- 大手証券会社のB/Dとしての役割は限定的であり、中堅の専門業者が中心。これら専門B/Dは売り手への勧誘を行ったうえで買い手を探索するアプローチを取っており、PitchBookやLinkedInを情報源として活用。

セカンダリ市場における勧誘実務

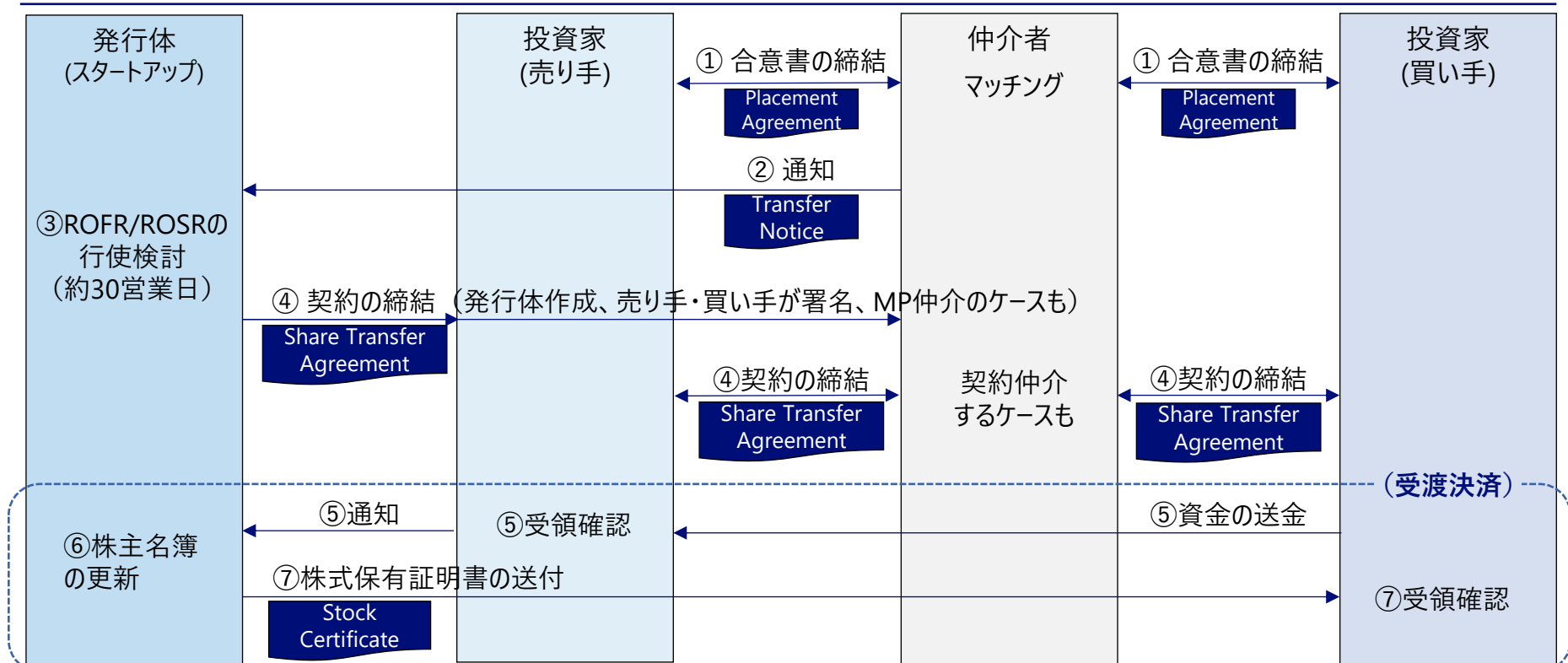
- 直接取引については勧誘が存在しないほか、マーケットプレイスにおいては、目立った勧誘行為は見られない。
- B/D経由での取引については、下記の通り。
 - ① 大手証券会社
 - ・ 主に株式報酬制度管理や401(k)等の**上場企業向け職域事業を視野に入れた囲い込み**か、自社の**ウェルス・マネジメント事業における富裕層顧客への提供サービスの一環**としてセカンダリ市場の取引仲介を位置づけているケースが多い。
 - ・ 主にレイトー期以降の発行体を対象としており、現状では、セカンダリ市場における**仲介者としてのプレゼンスは限定的**である（そのため目立った投資勧誘も見られない）。
 - ② 中堅証券会社（非上場株式取引に特化したブティックファーム）
 - ・ 売り手への勧誘を積極的に行っており、**PitchBookと呼ばれる発行体データベースやLinkedIn（ビジネスSNS）を参照**して特定の発行体の既存株主を探索し、売却に関心が無いか電話やメールを通じて勧誘している。
 - ・ 多くの売り手は売却する意思を表明する手段を持たないほか、発行体の従業員は売却する機会が存在することを知らないケースもある。そのため、B/Dは**勧誘によりまず売り手を確保したうえで、需要を特定し、取引を成立させようとする**傾向がある。

⑥ 取引実務の全体像【米国】

■ セカンダリ市場においては、発行体によるROFR（先買権）の行使検討を経て、株式譲渡契約を締結し、受渡決済を実施。一部のマーケットプレイスでは、発行体がマッチング後の手続きを一任できるサービスを提供。

- 各プロセスでは個別の文書が授受されるため、B/Dやマーケットプレイスが介在するメリットが存在する。
- マーケットプレイスであるNPMやHiiveでは、Transfer Noticeの送付以降のすべての手続きを引き受けるオプションを発行体向けに提供。ただし、こうしたサービスの対象となる発行体は限定的であるとの指摘もある。

セカンダリ市場における取引実務（仲介者が介在する場合）



出所) 海外実務家ヒアリング調査 (2025年3月)

注) 本ヒアリング調査では実務者から見た実態の把握を主な目的としており、NRIとして本資料に記載した数値等のデータの正確性・完全性を保証するものではない

⑦ 譲渡制限とROFR（先買権）【米国】

■ 譲渡制限・ROFRはいずれも流動性を管理する目的を有するが、前者は売却を制限する一方、後者は株主の権利にもなる。多くの発行体はROFRを株主間契約に盛り込んでおり、行使検討には約30日のリードタイムが発生。

譲渡制限・ROFRの概要

■ 譲渡制限（Transfer Restriction）：既存株主による持分売却を制限する条項。売り手と買い手が取引価格に合意した場合でも、発行体の承認が必要となる。

■ 先買権（ROFR: Right of First Refusal）：主に発行体が株式を優先的に取得する権利。譲渡制限をクリアし承認を受けた取引において、発行体に対し、同条件で株式を優先的に購入する権利が付与される。（既存株主にもROSR: Right of Second Refusalが付される場合がある）

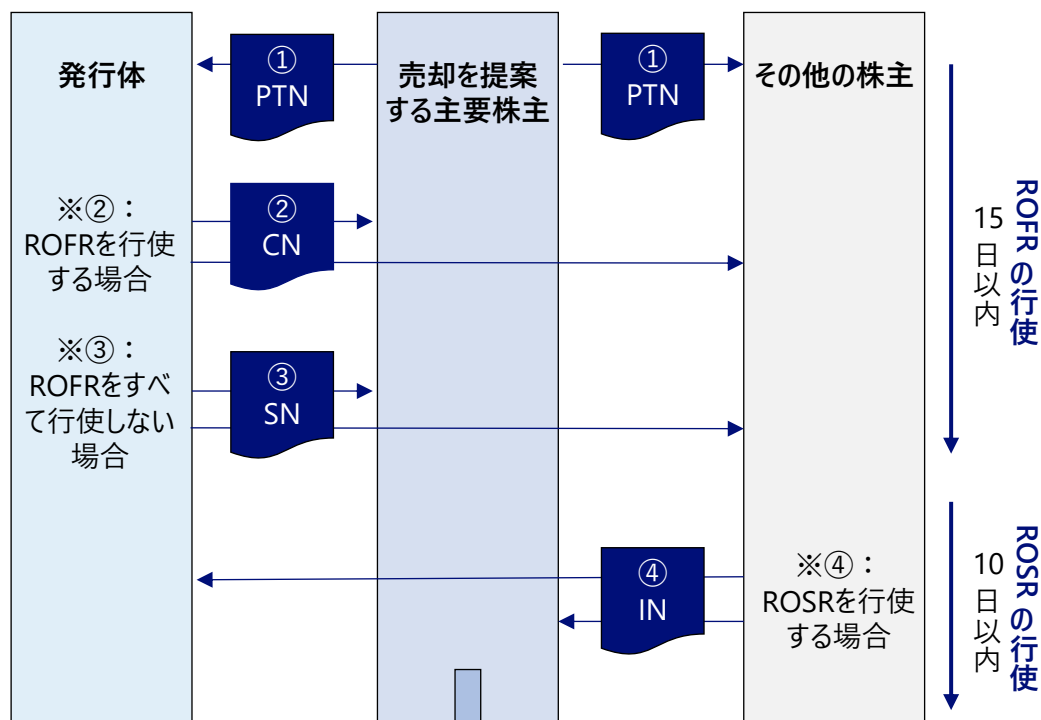
- 行使期間(通常30日間)内に、発行体は以下いずれかを選択できる。
 - Exercise: ROFRを行使し、売り手から株式を購入
 - Waive: ROFRを放棄し、第三者への売却を許可
 - Expire: 行使期間が経過し、ROFRが自動的に失効
- ROFRの行使検討においては、主に以下の2点が重視される。
 - 買い手の属性：競合企業など望ましくない主体が株主名簿に載ることを防ぐため
 - 取引価格：プライマリ市場への価格影響や、税務上の問題を回避するため

■ いずれも株式の流動性を制限する規定だが、売り手の権利が守られるROFRの方が投資家に受け入れられやすく、広く採用されている。

■ 当事者間で取引を成立させるためには、譲渡制限に該当せず、さらに発行体がROFRを行使しないことが前提となる。（譲渡制限およびROFRの存在により、取引の全体プロセスには30～60日程度のリードタイムを要する）

NVCAモデル契約書に基づくROFR/ROSR行使プロセスの例

(National Venture Capital Association: 全米VC協会)



譲渡可能な株式が残存している場合、取引を実行可能

注)

① PTN: Proposed Transfer Notice, ② CN: Company Notice, ③ SN: Secondary Notice, ④ IN: Investor Notice

⑧ 価格決定メカニズム【米国】

■ 取引手法によって価格決定のアプローチは異なるが、原則として直近の調達ラウンドの価格を出発点として、発行体がROFRを行使しない（＝発行体の介入なく取引を実行できる）取引価格となるよう調整。

- ただし、直近ラウンドから一定期間（目安として2～3年間）が経過している場合、情報の信頼性が低下し、**価格決定しづらくなる**。その場合、発行体は収益額やキャッシュバーンレート、成長率等の財務情報を公開することがあり、投資家はこれらの情報を基にマルチプルを用いて類似企業から株式価値を推測することもある。
- 発行体の想定と乖離した価格で取引を実行しようとする、発行体がROFRを行使するケースが存在する。したがって、いずれの取引手法においても、発行体の譲渡承認の確率を高めるために、**適切な価格に収れん**させようとする作用が働く。

セカンダリ市場における価格決定メカニズム

取引手法	内容
直接取引	<ul style="list-style-type: none"> ● VCが中心となるが、取引経験や業界知見が豊富であるため、入手可能な情報をもとに希望取引価格を算出する。この価格を出発点に当事者間で調整を行い、発行体の承認を得た上で取引を実行する
B/D経由	<ul style="list-style-type: none"> ● B/Dは発行体によるテNDER（公開買付）を支援することもあるため、最終投資ラウンドだけでなく、直近のテNDER時の買付情報を参照して価格形成を支援することがある。ただし、マーケットプレイスに比べると、価格決定プロセスへの関与は相対的に小さい
マーケットプレイス	<ul style="list-style-type: none"> ● 適切な取引価格となるよう、参考価格を提示するなどして取引をガイドする仕組みが一般的。例えば、Forge Globalは社内データ（過去取引データや現在の投資家意向）を分析するほか、EquityZenは価格設定のために社内チームを設けて公開情報を調査し、適切な価格レンジ等を提示している

⑨ エコシステムを構成するその他関係者【米国】

■ B/Dの勧誘において、PitchBookとLinkedInは大きな存在感を有する。公開情報が限られる非上場株式市場において、これら発行体の株主（＝株式の潜在的な売り手）を特定できるデータベースを積極的に活用。

- PitchBookは非上場株式市場関連データをダッシュボード形式またはAPI経由で提供している。特定企業の株主についての情報を提供しており、当該人物が取締役として就任する企業名称、当該企業の調達ラウンド、同株主がLP（Limited Partner）として参画するファンドの名称・リード投資家（GP）・ファンド総額・ドライパウダー・ビンテージなどを知ることができる。
- また、LinkedInはビジネスSNSであり、各ユーザーは特定企業の在職期間やポジション・職務内容をプロフィールに記載。B/Dはこれらの情報をもとに、ストックオプションとして株式を保有している可能性について仮説を構築し、勧誘を行っている。

PitchBookの画面イメージ



LinkedInの画面イメージ



5. 個別テーマ（投資家保護、税制）

5. 個別テーマ（投資家保護、税制）

投資家保護【米国】

■ 米国の非上場株式市場における投資家保護は、主に「認定投資家の範囲設定」と「情報開示・不正防止策」により担保。登録免除募集において情報開示の不正が行われ、発行体が厳しく罰せられたケースも存在。

- 米国の非上場株式市場における投資家保護は、主に①認定投資家の範囲設定と②情報開示・不正防止策によって担保されている。
 - ①：リスクの高い非上場株式へのアクセスを**十分な資力や知識を持つ投資家のみ**に限定することで、一般投資家を保護。
 - 例えば、Reg. A Tier2の調達では、認定投資家でない投資家は投資可能金額が年間10万ドルに制限されるほか、Reg. D Rule 506(b)においては、非認定投資家の人数は35人未満に制限。この場合、一般的な広告や勧誘は禁止される。
 - マーケットプレイスのセカンダリ市場取引においても、Reg. D規定に基づいた販売における**投資家の確認義務**を負う。
 - 投資家の適格性の確認プロセスが適切であれば、マーケットプレイスの責任が免除される
 - ブローカー経由でマーケットプレイスにて取引する場合、マーケットプレイスは投資家のKYCを実施済みのブローカーに**投資家の信用状（Reliance Letter）の発行**を求めることで、マーケットプレイス自身による確認を省略するケースもある。
 - ②：非上場株式の情報開示は、上場株式に係る届出（Form 10-KやForm S-1など）と異なり規制当局によるレビューや二重チェックが行われない一方で、**虚偽の開示等については罰則が適用**される。認定投資家の確認義務について、「合理的な手段」を用いなかったとして、ICOやファンド募集についてSECの処分事例が存在する。

虚偽の開示情報・不正会計事例

時期	企業名	事例
2024年9月	SKAEL, Inc,	Regulation D Rule 506(b)に係る 財務業績の虚偽表示 - CEOのNadimpalliは、投資家を欺き、会社の財務および売上情報について虚偽の報告を行ったとして、証券詐欺および電子詐欺の複数の容疑で起訴された
2024年9月	Kubient	Regulation D Rule 506(b)に係る 事業・製品に関する説明の虚偽表示 - SECは、詐欺防止措置違反の容疑で、元CEO、CFO、監査委員会委員長を告発。各被告人に対して、差し止め命令、役員・取締役の禁止、民事制裁金、その他の救済措置を請求
2023年7月	Co-Diagnostics	Regulation D Rule 506(b)に係る 事業・製品に関する説明の虚偽表示 - SECは、Co-Diagnosticsと経営者3名が第17条、規則13a-14、規則13ab、および12bに違反したことを確認。被告らは計40万5000ドルの支払いに同意
2018年3月	Theranos	Regulation D Rule 506(b)に係る 事業・製品に関する説明の虚偽表示 - 経営者のHolmesとBalwaniはそれぞれ13年、11年の懲役刑が確定。Theranos社は解散。Holmesは50万ドルの罰金と10年間の役員および取締役職の就任禁止処分を受ける

5. 個別テーマ（投資家保護、税制）

税制【米国】

■ 米国の起業家やVCは、連邦税法上の税優遇を念頭に置いて投資戦略を立てることが多い。Exitした場合のキャピタルゲインがほぼ非課税となる点は、米国におけるリスクマネー供給の原動力の一つ。

- キャピタルゲインの非課税（IRC 1202）の他、QSBS（適格中小企業株式）の売却益を新たなQSBS投資に充当することで、キャピタルゲイン税を繰延べることができる。取得日も据え置きとして、保有期間を継続することが可能である（IRC 1045）。
 - ・ その他、一定額までの株式売却損失をキャピタルロスではなく通常損失として計算でき、所得全体と相殺することで節税効果が得られる（IRC 1244）。
 - ・ 米国の一部の州では、エンジェル税制（スタートアップ出資の税額控除）も存在する。
- 同様の所得税控除やキャピタルゲイン（譲渡益）非課税は英国でも手厚く実施されているほか、EU各国でも各国事情に応じた制度が運用されている。

米国の連邦税法（IRC）における投資促進制度

条文	名称	内容	主な要件	減税効果
IRC 1202	Qualified Small Business Stock (QSBS) Exclusion	条件を満たした株式を5年以上保有すれば、売却益を最大100%非課税にできる	・C-Corporation企業の株式で ・取得時総資産 <\$50M ・Active Business（80%以上） ・一定業種（金融、法律等）は除外	売却益の最大\$10Mまたは取得額の10倍まで非課税
IRC 1045	Rollover of Gain from Small Business Stock	§1202適格株式を売却後60日以内に再投資すれば、キャピタルゲインの課税繰延が可能	・IRC 1202適格株式であること ・5年未満保有での売却 ・60日以内の再投資	売却益に対する課税を繰延
IRC 1244	Small Business Stock Loss Deduction	未公開企業の株式が無価値化・売却損となった際、損失を通常損益（Ordinary Loss）として控除可能	・発行企業の資産総額 <\$1M ・個人による直接取得株式	最大 \$50,000（単身） \$100,000（夫婦）を他の所得と通算可能

6. 米国証券会社・マーケットプレイス事例

6. 米国証券会社・マーケットプレイス事例

米国大手証券会社：Morgan Stanley

- 米国の大手B/DであるMorgan Stanleyは、マーケットプレイスへの出資やセカンダリ市場での仲介サービスを提供。これらは、主軸であるウェルスマネジメントや投資銀行事業を補完する位置づけとされている可能性が高い。
 - 米国モルガン・スタンレーでは、①スタートアップ企業が上場するまでの期間が長期化していることを背景に、生活資金の確保等を理由とする**経営者や従業員による持株売却ニーズが顕在化**してきていること、②富裕層やファミリーオフィス等を中心に、ポートフォリオの多様化に伴い**プライベート・アセットへのニーズが高まっている**こと、などから非上場株式のセカンダリ市場取引を支援するために以下の2つの施策を打っている。
 - **Nasdaq Private Market (NPM)への出資**
 - **非上場株式売買サポートのコンシェルジェ・サービス「プライベート・マーケット・トランザクション・デスク」の提供**
 - 非上場株のセカンダリ市場取引を支援する専任組織として2024年3月に立ち上げた「プライベート・マーケット・トランザクション・デスク」の責任者には、元Head of Investor Coverage, CartaXのJeffrey Urban氏を採用。
 - また、Head of Private Markets SolutionsであるKevin Swan氏は、以下の通りコメントしている。
「このサービスは、Forge GlobalやRainmakerのような、**未公開企業の株式を売買できるプラットフォームと競合するものではない**。モルガン・スタンレーは“オープンでアグノスティックな（特定のプラットフォームに依存しない）アプローチ”をとり、複数の外部プラットフォームや社内の様々な部門と協力し、それぞれの状況に応じて取引を完結させる」

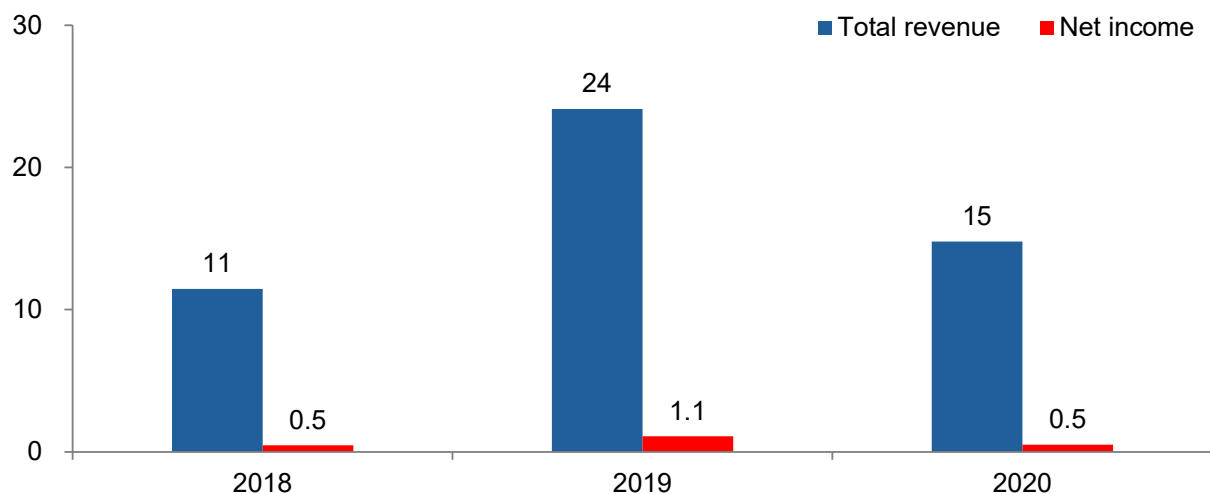
6. 米国証券会社・マーケットプレイス事例

米國中堅証券会社：Rainmaker Securities

■ ブティック系の中堅B/Dは、①プライマリ市場における発行体との強固なリレーション、および、②セカンダリ市場における豊富な投資家ネットワークおよびプロセッシング能力が強み。中でも、Rainmakerは存在感が大きい。

- 特に、これらのB/Dは巨額案件にも対応できるだけの投資家ネットワーク（ヘッジファンドやファミリーオフィス等の機関投資家等）を持っており、小口案件にフォーカスしているマーケットプレイスとの差別化要素となっている。
- 米国Rainmakerは、2020年度のTotal Revenueは15百万ドル（約22億円）、Net Incomeは50万ドル（約7,500万円）であり、純利益率は約3.4%とやや低い水準だが、過去3年間に於いて黒字経営を維持。

Rainmaker Securitiesの業績推移（2018-2020）



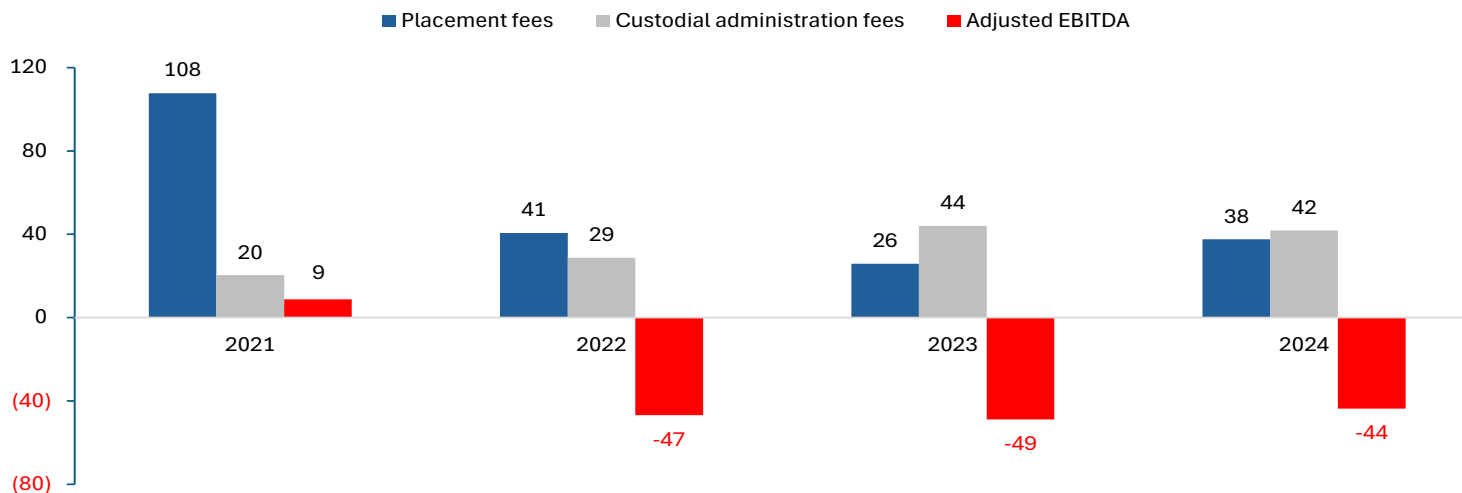
- 米国の非上場株式市場では、ほかにもSetter Capital、Seafront、Oceanicといったブティック型の中堅証券会社が大きなプレゼンスを有していることが確認できた。

米国大手マーケットプレイス：Forge Global

■ Forge Globalは、米国のマーケットプレイスとしては唯一の上場企業。足元では赤字が続き黒字化の見通しが立っていないが、欧州市場への進出を果たすなど積極的な事業展開を進める。

- Forgeは2014年の創業後、2020年に同業のSharesPostを買収して事業を拡大した。同社のマーケットプレイス収入である Placement feesは2021年時点では108百万ドル（約163億円）となり、2022年にはMotive Capital Corp（SPAC）との合併を通じてマーケットプレイスとしては初めてニューヨーク証券取引所（NYSE）へ上場した。
- しかし、その後、欧米当局の金融引き締め政策による景気後退への懸念から2022年のIPO調達額が1,400億ドル（約18兆円）と前年と比べて65%減少するなど、投資家によるリスクマネーの供給が細った結果、セカンダリ取引市場は縮小。2022年のForge Globalでのセカンダリ取引件数は半分以下まで落ち込んだ。
- さらに、テクノロジー投資関連費用や欧州市場進出に伴う費用から、2022年にAdjusted EBITDAが▲47百万ドル（約71億円）と赤字。2024年には▲44百万ドル（約66億円）とやや回復したものの、赤字が続き黒字化の見通しが立っていない点は懸念材料。

Forge Globalの業績推移（2021-2024）



6. 米国証券会社・マーケットプレイス事例

主なマーケットプレイス【米国】

- 米国の主要なマーケットプレイスは4社。EquityZenは最低投資額を引き下げ投資家層の拡大を狙い、NPMは手数料率の低さが魅力。ForgeはS.O.行使をローンでサポートするほか、Hiiveはテクノロジー活用が特徴。
- なお、同じくATS（PF）で非上場株式を取り扱うOTC Markets（※）については、今回のヒアリング対象者において「スタートアップという観点では存在感に乏しい」という意見で共通。

米国における主要なマーケットプレイス

社名	EquityZen	NPM	Forge	Hiive
特徴	個人投資家が最も多い	発行体によるNasdaq 上場も見据える	ローン子会社なども設置し 広範に支援	後発ながら技術活用により 存在感を示す
設立	2013年	2013年(2021年スピアウト)	2014年	2021年
本社	NY州ニューヨーク	NY州ニューヨーク	CA州サンフランシスコ	カナダバンクーバー
上場有無	非上場	非上場	NYSE上場(2022年)	非上場
事業概要	下記取引を提供 ・単一企業投資ファンド ・複数企業投資ファンド ・未上場株取得	発行体向けに下記支援を提供 ・流動性供給支援 ・株式管理ツール	未上場株取引プラットフォーム事業 ("マーケットプレイス")とカスタ ディアル・アドミ事業を提供	株式・SPV持分の取引を提供 ※認定投資家の要件を満たさない ユーザーに対しても、売却支援を 一部提供
取引手数料	・～50万ドル：5% ・50万ドル～100万ドル：4% ・100万ドル～：3%	・1%	・2-4%程度（取引量、市況、利 用歴等に基づき決定）	・\$3,000 + 2-5%程度（取引額 や提供サービスに基づき決定）
最低投資額	・\$10,000 ※ただし、特定銘柄について \$5,000とするオファーを2025年2 月より実施中	・\$25,000	・\$100,000 ※更に少額での取引を希望する 場合は担当者と相談可能	・\$25,000
主な売り手 ・買い手	・機関投資家 ・認定投資家(Accredited investors)	・機関投資家 ・企業の従業員	・機関投資家 ・認定投資家(Accredited investors) ・企業の従業員	・機関投資家 ・認定投資家(Accredited investors)

出所) 各社コーポレートウェブサイト

注) OTC Marketsには、エキスパートマーケット(Expert Market)、ピンクマーケット(Pink Market)、ベンチャーマーケット(OTCQB)とベストマーケット(OTCQX)の4つの主要な市場が存在

参考

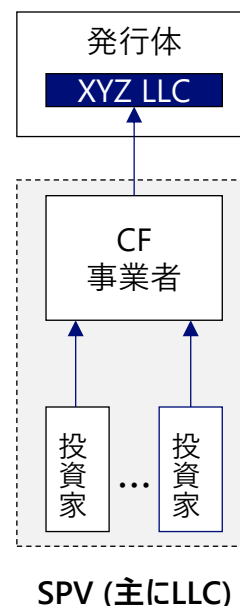
米国におけるSPVの活用（クラウドファンディング）

- 非上場株式市場では、SPVは主にクラウドファンディング事業者によって利用。原則として、すべてのコスト・報酬は発行体からクラウドファンディング事業者に支払われ、SPV設立に特化したライセンスは不要。
 - Regulation Crowdfundingによると、事業者は一定の要件を満たしたSPV（“Crowdfunding vehicle”）を設立することができ、投資会社法における登録除外の適用を受けることができるため、SPVの設立において特別なライセンス等の取得は不要。
 - その際の要件は、「借入を行わないこと」「1種類のみ証券を発行すること」「SPVの設立・運営に関する費用負担は発行体によるものとし、その旨書面で覚書を作成すること」「SPVの運営者への報酬は発行体が支払うこと」等。
 - これらの要件は、投資家が直接株式に投資した際と同じ経済的環境を提供するためのものと考えられ、特にコスト負担については、投資会社法にて発行体負担とする旨明記されている点が特徴。

クラウドファンディングにおけるSPVに関する規定

Title 17	Commodity and Securities Exchanges
	Part270: Investment Company Act of 1940（投資会社法） § 270.3a-9 Crowdfunding vehicle
	下記を満たすSPVはCrowdfunding vehicleとし、 投資会社として分類しない。 <ul style="list-style-type: none"> • 単一の発行体が発行する株式のみを直接取得・保有すること • 単一種類の株式の購入のみを行うこと • SPVの設立・運営・解散に関する費用は発行体が負担または償還する旨の書面による約束を受けていること • SPVを運営する者への報酬は発行体のみが支払うこと • 規制上要求されるすべての開示・その他の情報を発行体から受領し、SPVの投資家へ速やかに提供すること
	Part227: Regulation Crowdfunding § 227.100 Crowdfunding exemption and requirements
	270.3a-9の規定を満たす“Crowdfunding vehicle”については、 投資家として分類しない。

クラウドファンディングにおけるSPVのコスト・報酬体系



- 【コスト】主に設立時・運用中に発生。
 - 設立時：各州当局への登録費用等として、**合計\$3-6K程度**（約44~88万円）要する。発行体が負担、事業者が立て替えることも。
 - 運用中：**課金しないケースも多いが、調達額の1%程度**を毎年チャージする事業者も。発行体が負担。
- 【報酬】成功報酬として、**調達額の3-10%**を発行体から事業者へ支払うのが一般的。（調達額から控除）
 - いわゆるキャリアのように、**投資家からCF事業者に報酬を支払うケースは見られない。**

主な中堅証券会社（非上場株式取引ブティック型）【米国・英国】

【米国】

社名	Rainmaker Securities	Setter Capital	Oceanic Partners	SeaFront Capital
設立	2004年	2006年	-	-
本社	FL州 コーラルゲーブルズ	(カナダ・トロント)	CA州 サンフランシスコ	CA州 サンフランシスコ
上場有無	非上場	非上場	非上場	非上場
B/Dライセンス 取得州	29州	27州	1州 (CA州のみ)	1州 (CA州のみ)

【英国】

社名	GP Bullhound	GCA Altium	Quayle Munro
設立	1999年	1986年（2021年 に母体のGCAが Houlihan Lokeyに 買収される）	1974年（2018年に Houlihan Lokeyに買 収される）
本社	ロンドン	ロンドン	ロンドン
上場有無	非上場	非上場	非上場

主なマーケットプレイス【英国】

社名	Republic Europe	SeedLegals
特徴	英国発の事業者。一般投資家が少額から未公開株に投資可能。2017年に業界初のセカンダリマーケットプレイスを導入	リーガルテック・プラットフォーム。契約書類の作成・締結のオンライン完結で、法律事務所よりも低コスト、迅速なラウンドが実行可能
設立	2012年（Seedrsとして設立。2021年に米国Republic社が買収）	2016年
本社	ロンドン	ロンドン
上場有無	非上場	非上場
事業概要	未上場企業が一般投資家から資金調達できるオンライン投資プラットフォームを運営。Nominee（代理持株）構造により少額投資を実現し、月1回のセカンダリ市場で投資家間の株式売買機会を提供	オンライン上でスタートアップの資金調達プロセスを効率化するサービスを提供。株式引受契約、株主間契約、資本構成管理など必要書類の作成・電子署名をプラットフォーム上で行える
取引手数料	売り手・買い手それぞれ取引額の2%	なし（取引ごとの手数料設定はなく、サービス利用料に含まれる）
最低投資額	約10ポンド	該当なし
主な売り手・買い手	・個人投資家	-



**Envision the value,
Empower the change**