

セカンダリー市場整備 証券データ標準化 税制適格SO改善

2022年5月18日(水)

株式会社スマートラウンド
代表取締役 砂川大

スマートラウンドのご紹介

砂川が両側を経験し「情報の非対称性を解決」すべく起業



未上場会社は証券や財務データが整備されていない

The screenshot shows the SBI証券 website interface. At the top, there are navigation menus for 'マーケット' (Market) and '国内株式' (Domestic Stocks). A search bar is visible with the text 'ソフトバンク' (SoftBank) entered. Below the search bar, there are several tabs and buttons for different types of securities and services. The main content area displays information for 'ソフトバンク (9434)', including its current price of 1,474 (+3.5%) and a table of historical stock prices.

年月	万株	高値	低値	安値
06. 7	542	18.19	1554.5(19)	1178(16)
16. 4	586	20	1516(2)	1158(9)
16. 3	419,297	21	1626(9)	1293.5(1)
16. 3	461,954			
16. 4	478,714			

投資契約書

この契約（以下「本契約」という。）は、投資事業有限責任組合、投資事業有限責任組合（以上、2名を総称して「投資者」という。）、投資事業有限責任組合（以下「投資者」といい、とあわせて、各々を「投資者」という。）及び（以下「一般株主」という。）が、株式会社（以下「発行会社」という。）の発行する株式（以下「発行会社株式」という。）を取得するに当たり、一般株主、発行会社、を以下「経営株主」という。

第1条（本件株式の発行）
発行会社は、別紙1発募集株式（以下「本件募集株式」という。）を募集し、募集株式数 種優 割当方法 第三者

スタートアップ用のIRツール「smartround」

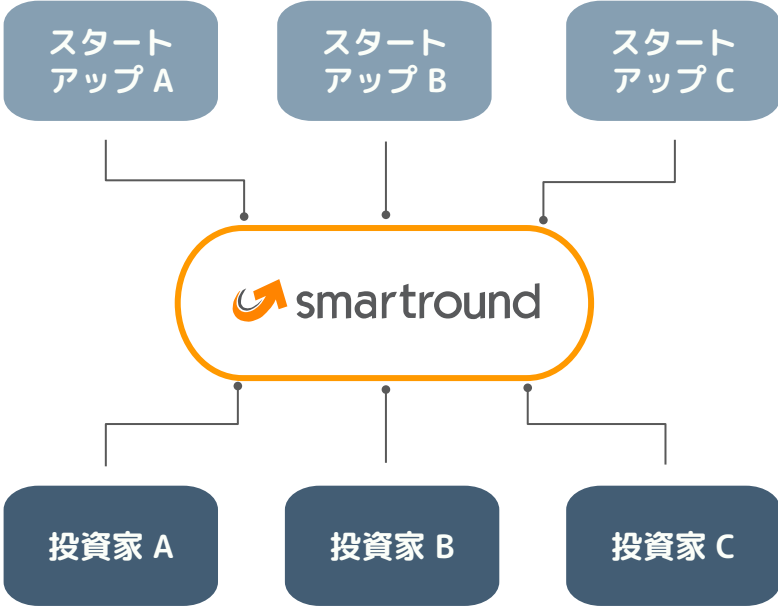
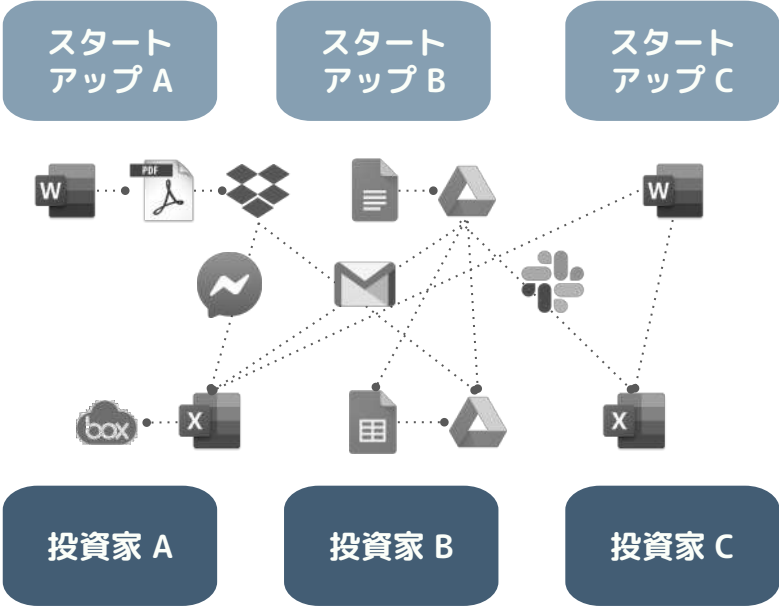
- 未上場のため開示義務なし
- これまでは紙で管理
- 普通株式会社ではないので複雑
- 知識がないので間違いだらけ



ガイダンスの通り入力すれば
「あるべき姿」に自動的に整理され
それを株主に共有できるツール

株式シェア 潜在含心	初回投資日 価値更新日	投資額合計 持分現在価値	倍率 IRR	売上前月比 KPI前月比	ランウェイ	経営情報 最新月
株式会社メーグル 4.55% 4.55%	2020-10-22 2021-06-01	4,500,000 4,545,454	1.0101 0.5%	115.38% 101.01%	15.95	2022-01
株式会社NUMU 3.77% 3.77%	2020-01-21 2021-08-16	87,200,000 644,000,000	7.38532 121.4%	100.03% 100.95%	30.78	2022-01
Oceans Inc. 5% 5%	2019-11-14 2021-10-04	1,173,512,098 8,362,524,268	7.31354 139.63%	111.53% 160.38%	39	2020-12
Innoβ 3.17% 3.17%	2020-02-10 2021-10-01	30,000,000 250,000,000	8.33333 102.74%	115.7% 102.97%	33.57	2020-12
KeyEng 6.84% 6.69%	2020-07-16 2021-07-07	11,000,000 16,000,000	1.45455 28.68%	122.21% 109.87%	8.4	2020-12
MonkeyCore 10.53% 10.53%	2020-08-13 2021-12-23	80,000,000 400,000,000	5 123.61%	- -	-	-

必要「書類」を標準化・データ化



スタートアップ2,900社、投資家45社がご利用中



小川代表



smarroundなら複雑な計算式を気にせずいつのタイミングでSO発行するのがいいかシミュレーションができるのはすごいですね。



佐俣代表



smarroundを活用して、スタートアップの仕事がより効率的に、素早くなると良いと願っています！



洛西代表



smarround上にPLやBSなどの経営情報が常にアップロードされているのでほぼそういったメールのやり取りはなくなり、株主が多い場合は非常に便利だなと感じました。



永原プリンシパル



これまでバラバラに作成、管理されていた資本政策表のフォーマットが標準化されただけでも、スタートアップ業界にとって非常に大きなことだと思います。



田中マネージャー



冗談じゃなく1/100くらいコスト削減できていると思いますね。



浅田CEO



最新の正しい情報があるという状態を投資先に作ってもらえると非常に嬉しいです。

セカンダリー市場の整備

国として実現したい事

今後の日本経済を牽引する

ユニコーン

をより多く生み出すこと

国として実現したい事

今後の日本経済を牽引する

ユニコーン

を多く生み出すこと

それを実現するのは

法制度

仕組み

国として実現したい事

今後の日本経済を牽引する

ユニコーン

を多く生み出すこと

それを実現するのは

法制度

仕組み....ではなく

起業家本人※

重要なのは 適切な **起業家への動機づけ**

起業家の考え

建前：世界的ユニコーンを目指す 🙄

起業家の考え

建前：世界的ユニコーンを目指す

本音：早く**小金持ち**になりたい💧😞

創業から:1年

時価総額:1億円

創業者持分比率:90%

持分価値:9000万円

ユニコーン=時価総額 1000億円

換金できない

創業から:5年

時価総額:10億円

創業者持分比率:50%

持分価値:5億円

ユニコーン=時価総額 1000億円

M&Aで生涯年収



創業から:10年

時価総額:100億円

創業者持分比率:30%

持分価値:30億円

ユニコーン=時価総額 1000億円

上場ゴール!

創業から:15年

時価総額:1000億円

創業者持分比率:10%

持分価値:100億円

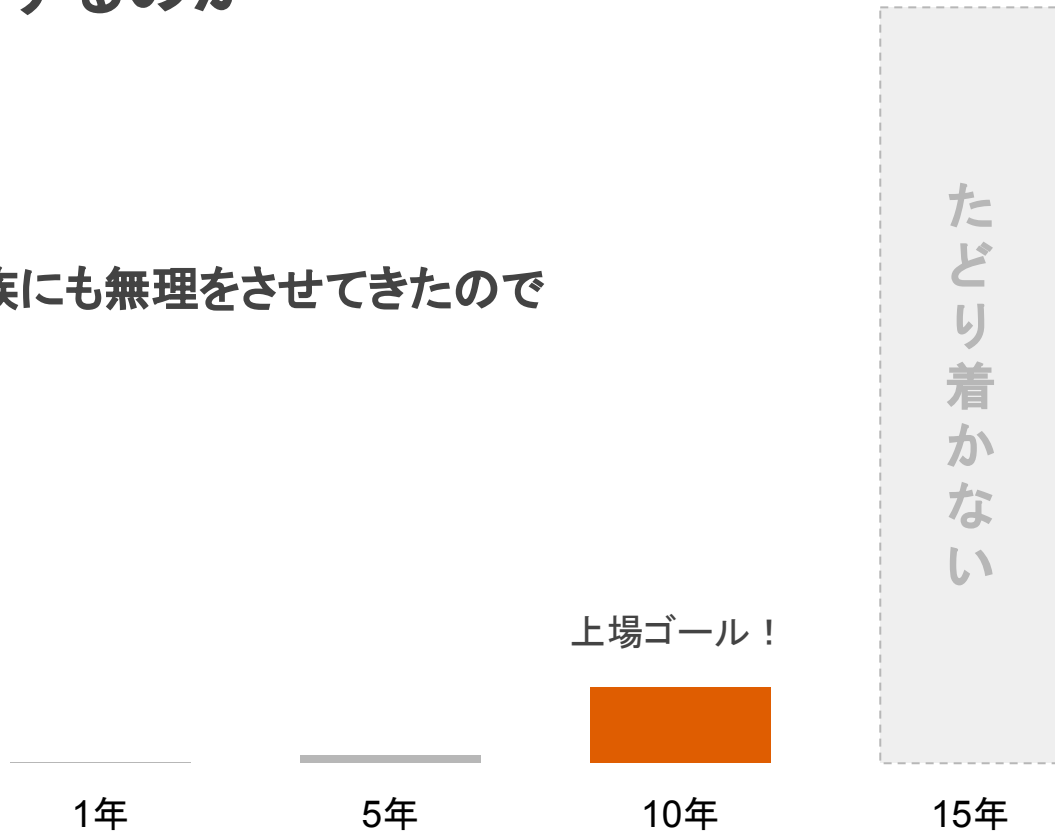
ユニコーン=時価総額 1000億円

たどり着かない

なぜ起業家は小さく上場するのか※

10年間、薄給でリスクを負って家族にも無理をさせてきたので
早く持分を現金化して

生活を安定させたい



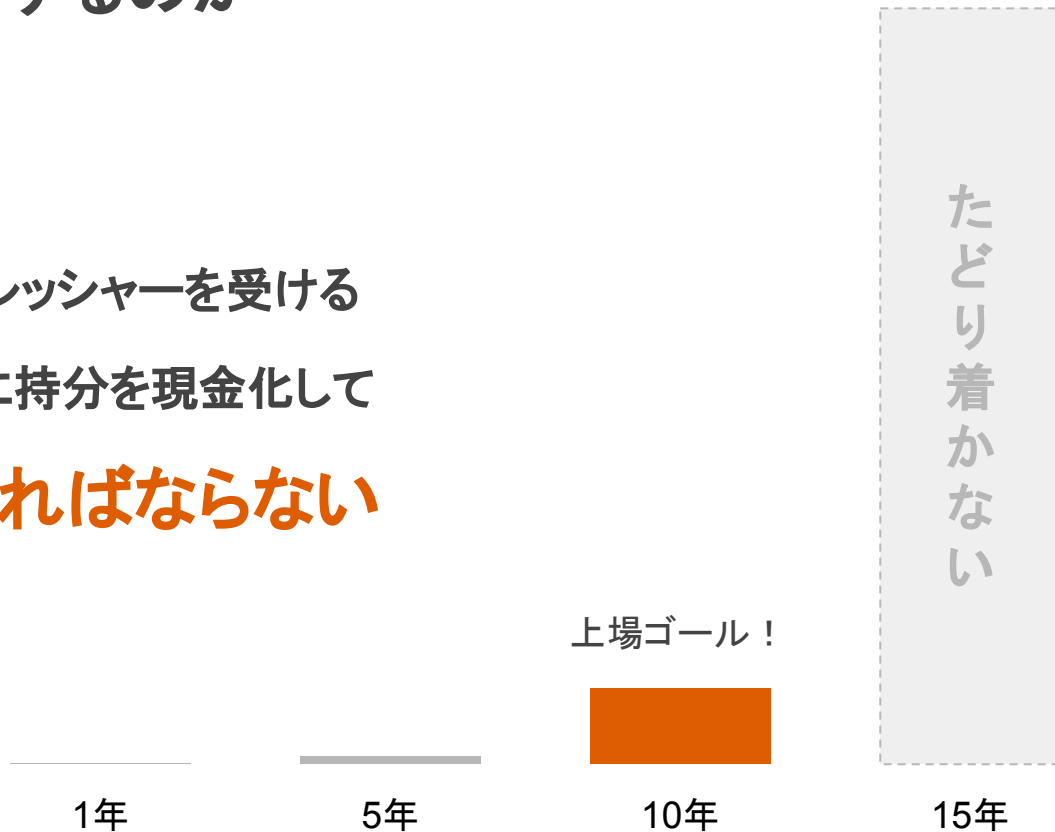
※ユニコーンになれる可能性があるのにスモールIPOする企業についての話。スモールIPOが全て悪いわけではない。

なぜ起業家は小さく上場するのか

起業家はVCからも早期上場のプレッシャーを受ける

VCは平均10年のファンド期間内に持分を現金化して

LP投資家に分配しなければならない



論点の整理

一部

問題点：上場前に持分を現金化※する方法がないこと

論点の整理

一部

問題点: 上場前に持分を現金化する方法がないこと

解決策: 未上場企業のセカンダリー市場※を整備する

※スタートアップの上場前に株主が持分(の一部)を売買できる市場のこと。日本はまだその仕組みが存在しない。

ユニコーンを多く生み出すためには

問題点: 上場前に持分を現金化する方法がないこと

解決策: 未上場企業のセカンダリー市場を整備する

起業家: 持分30億円のうち10億円を現金化できたら **あと5年がんばれる**

VC: 持分を適正価格で現金化できれば起業家に対するプレッシャーも和らぐ

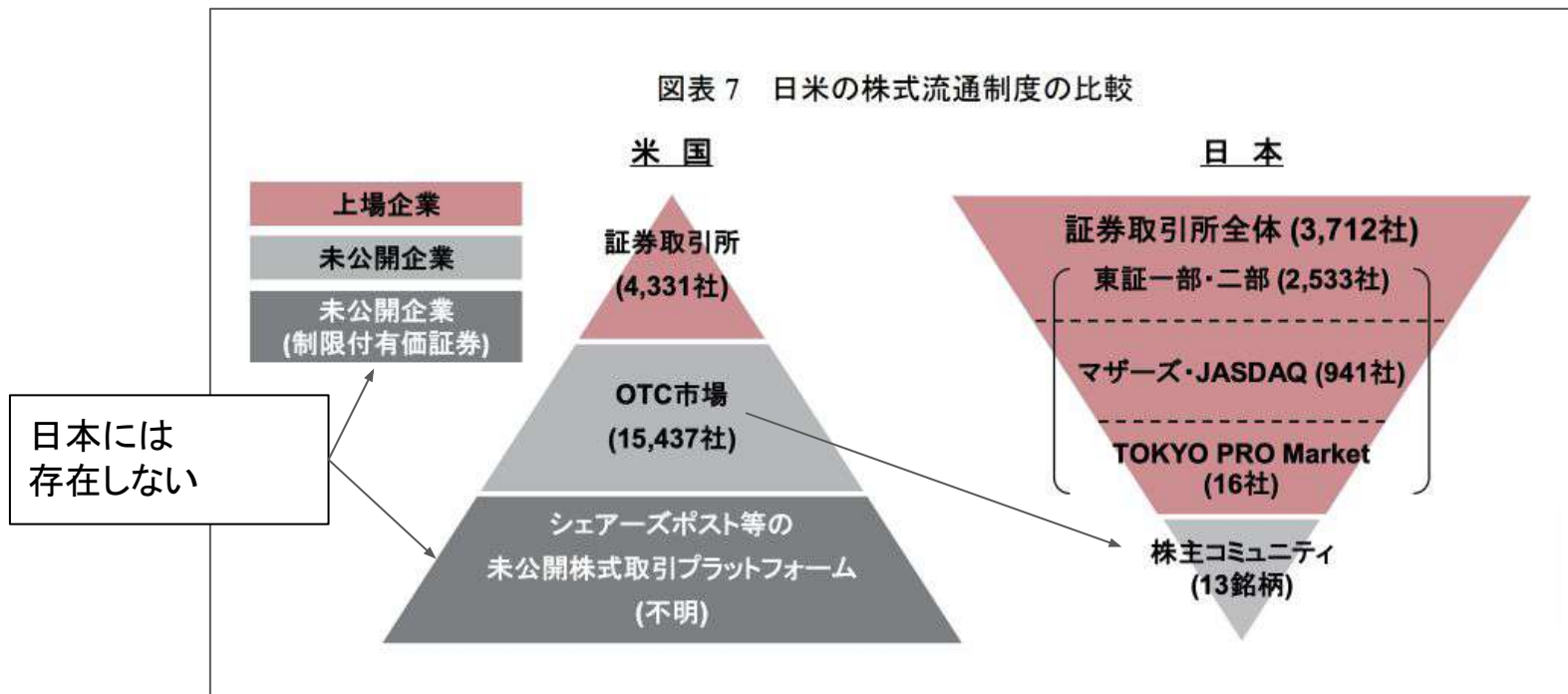
アメリカではセカンダリー市場が急拡大している

他方では、2014年頃から、IPOの基準を満たしていながら非公開会社に留まる、時価総額が10億ドルを越える「ユニコーン」と呼ばれる企業が増加し、公開会社も半減している。

これらの企業は非公開であるため、創業以来の経営者や従業員、そしてVCの中には、何らかの事情でキャッシュが必要になった場合に、その株式の流動性に対するニーズが強まった。このような事情を背景に、2010年頃から非公開株式の流通市場が創設されることになった。現時点ではそれほど大きな規模の市場ではないが、ナスダックがその一部を傘下に置くなど、一定の評価を獲得している。これを「第3のエグジット・オプション」と呼ぶ業界関係者もいる。また、自ら非公開株式の売買業務に参入する業者も登場している。

アメリカとの比較

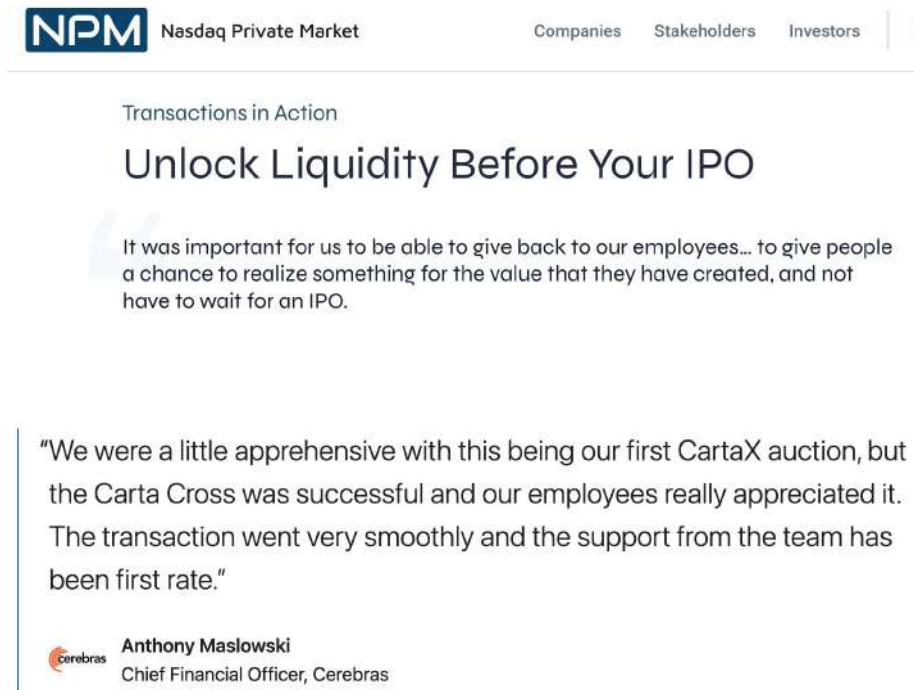
図表7 日米の株式流通制度の比較



アメリカのセカンダリー事業者と利用者

	ブローカー型	マーケット型 (SaaS)
事業者	 	 
利用者	 	 

セカンダリー市場の利用目的(ウェブサイトから)




NPM Nasdaq Private Market Companies Stakeholders Investors

Transactions in Action

Unlock Liquidity Before Your IPO

It was important for us to be able to give back to our employees... to give people a chance to realize something for the value that they have created, and not have to wait for an IPO.

“We were a little apprehensive with this being our first CartaX auction, but the Carta Cross was successful and our employees really appreciated it. The transaction went very smoothly and the support from the team has been first rate.”

 **Anthony Maslowski**
Chief Financial Officer, Cerebras

従業員に還元できることが重要だったのです。IPOを待たずに、自分たちが生み出した価値を現金化できる機会を提供することが。

初めてのCarta X auctionということで少し不安でしたが、Carta Xは成功し、**社員**も本当に感謝しています。取引はとてもスムーズで、チームのサポートも一流でした。

未公開会社・譲渡制限付・種類株式・私売出の市場

弊社の考える市場

他で検討中の市場

目的

発行体が自社の株主に
流動化機会を提供すること

証券会社はその顧客に
投資機会を提供すること

取引の成立条件

発行体の承認

売買契約

投資家

発行体が認める投資家

証券会社が審査する
特定投資家

「利用される市場」にするために金商法上の整理を行う

株式の一部の売買

株式の全部の売買

プライマリー

発行体が募集・割当

免許なく実施されている

・ピッチイベント

・SNSでの呼びかけ

セカンダリー

株主が売出

サンドボックスとして

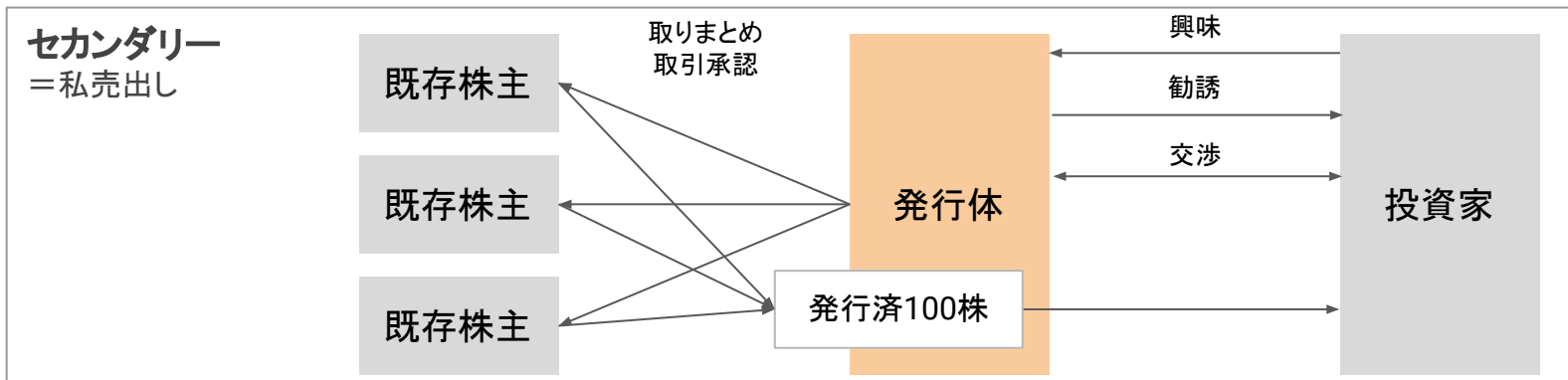
媒介業務を免許不要にし

活性化を促してほしい※

免許なく実施されている

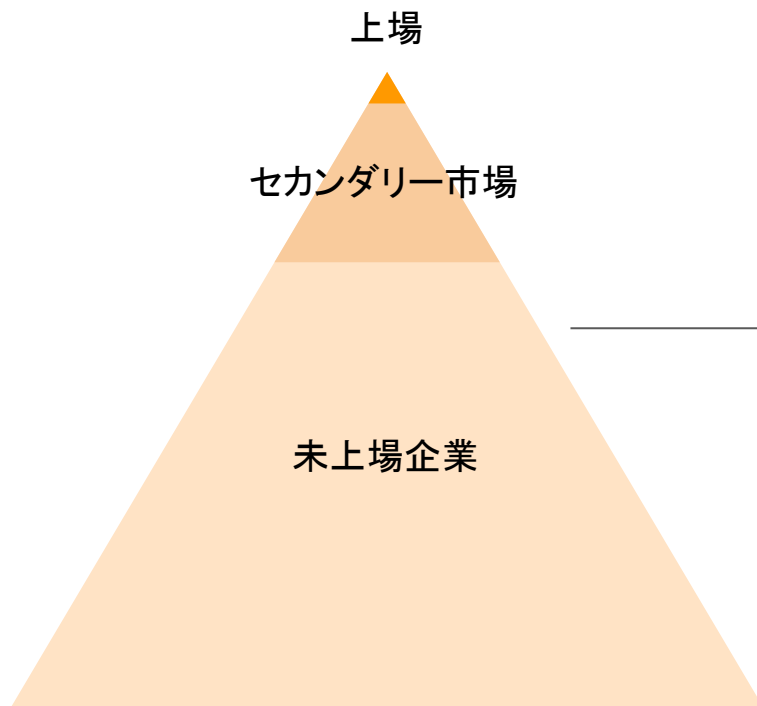
・M&A仲介業者

譲渡制限株式のプライマリー／セカンダリーの取扱・媒介



証券データの標準化

未上場のまま非公開種類株式を売買するためのデータ整備



米国では未上場のまま多様な証券を売買する為
未上場企業データの

標準化・デジタル化が進んだ

- 登記データ
- 証券データ
- 財務データ

アメリカでは証券データの標準化のための団体ができた



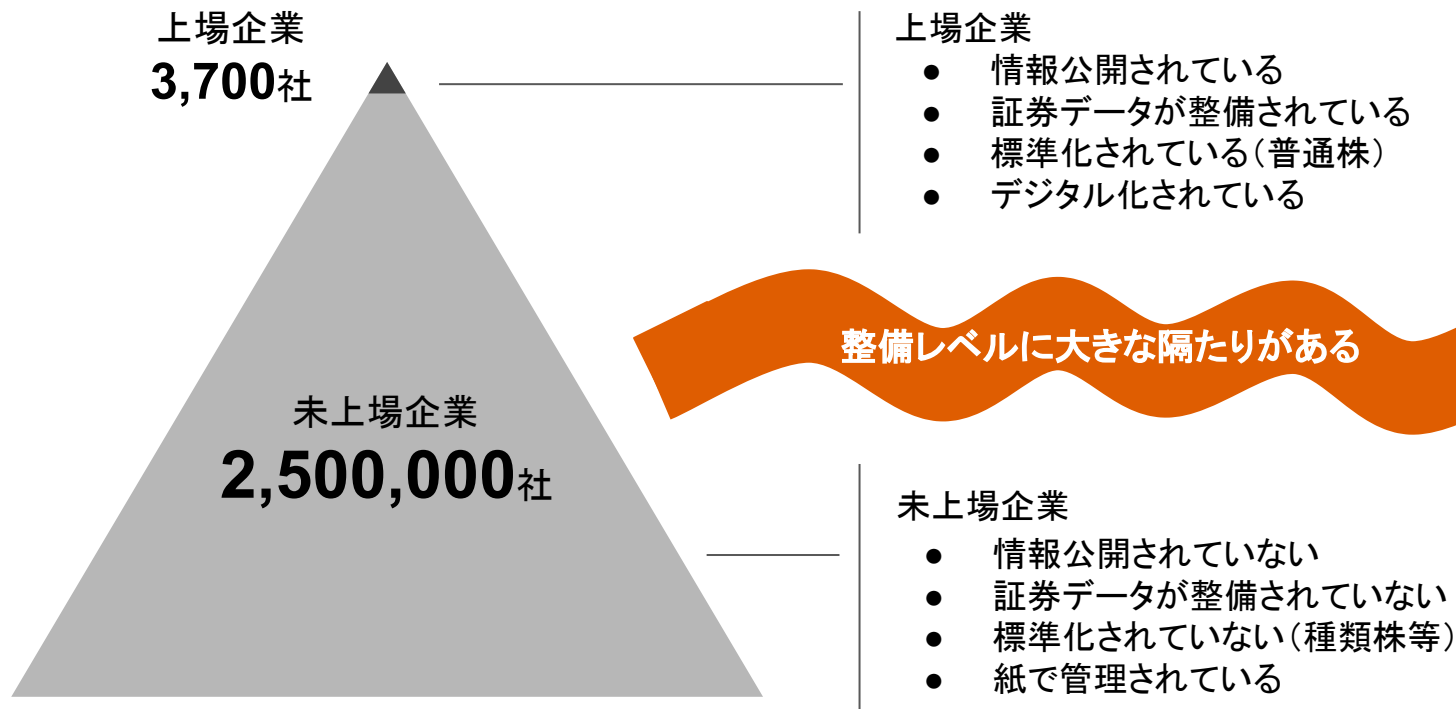
Open Cap Table Coalition

The Open Cap Table Coalition aims to improve the interoperability, transparency, and portability of startup cap table data.

設立メンバー (10) / 2021年7月28日	
LTSE Software	証券取引所システム子会社
Gunderson Dettmer	法律事務所
Latham & Watkins	法律事務所
Carta	証券管理SaaS・株式売買PF
Orrick, Herrington & Sutcliffe LLP	法律事務所
Cooley LLP	法律事務所
Fenwick & West	法律事務所
Goodwin Procter LLP	法律事務所
Shareworks (by Morgan Stanley)	証券管理SaaS
Wilson Sonsini Goodrich & Rosati	法律事務所

追加メンバー (27) / 2021年12月15日	
500 Global	投資家
AngelList	資金調達マッチングPF
Assure	投資ビークル管理請負
Astellra	証券管理SaaS
Athennian	経営管理SaaS
Aumni	投資管理SaaS
Capbase	経営管理・証券管理SaaS
Clara	経営管理・証券管理SaaS
CoParse, Inc	書類管理ソフトウェア
Cyndx	企業・投資家情報DB
The Depository Trust & Clearing Corporation	証券ポストトレードインフラ
Diligent	証券管理SaaS
Distu	SO管理SaaS
Fasken	法律事務所
Fidelity	投資家
Figure Equity Solutions	証券管理SaaS
Forge Global	株式売買PF
Kushim	投資管理SaaS
Morrison & Foerster LLP	法律事務所
Nasdaq Private Market	証券取引所
Ownera	DLT事業者
Pave	報酬管理SaaS
Perkins Coie	法律事務所
PNC Bank	銀行
Pulley	証券管理SaaS
Shoobx	証券管理SaaS
Zanbato	株式売買PF

日本の未上場企業の証券データは「紙」で管理されている



標準化・デジタル化されてないために間違いだらけに

上場企業
3,700社

未上場企業
2,500,000社

弊社サービス「smartround」を利用中の
45社の投資家の

**投資先の半数以上に
証券データの間違い**

証券データは現在どのような形で管理されているのか

書類

問題点

履歴事項全部証明書

- ・登記もれの場合もある(特に新株予約権など)
- ・割当先は記載されていない

株主名簿・新株予約権原簿

- ・更新されてない場合も多い
- ・取得推移(日時)は記載されていない

資本政策表

- ・作成・更新されていない場合も多い
- ・計画として作成され実績と齟齬があることも多い

契約書

- ・分量が多くいちいち読み解くのが困難
 - ・他の事象によってどう変化したのか追えない
-

なぜ問題が顕在化していないのか



IPO準備に入ると、**信託銀行が雛形くれたりチェックしてくれたりする。**

あるスタートアップのCFO



IPO前のセカンダリーでは
サポートされない

日本でも証券データの標準化の推進団体を作り連携する

日本

一般社団法人
スタートアップデータ標準化協会

- 国会議員
- 証券取引所
- 証券代行業
- 証券会社
- 監査法人
- 法律事務所
- 銀行
- 各種サービス事業者
- 関係官庁

※6月に設立予定

アメリカ

Open Cap Table Coalition



情報交換

ストックオプションの改善

SOが重要である理由

従業員は超重要

- スタートアップは**優秀な人材**が集まることが急成長の原動力
- エコシステムとしても**次世代の起業家**になってもらう必要

会社と従業員が両方満足できる形である必要がある

- 会社は高給を払えないのでSOで優秀な人を獲得したい
 - 会社の成長と連動させることでやる気にさせたい
 - 株式を渡すと**経営上の問題**になりかねない
- 従業員も創業者同様、一攫千金の夢をみたい
 - SOは会社が急成長すれば億単位も夢ではない
 - ただし**元手がない**ため税制適格にして優遇する

現在の税制適格SOの問題点と解決策

問題点

解決策

ストックオプションプール
ESOPが使えない

法律を改正し発行済SOを会社が一時的に保有し、将来入社してくる人材にも割当られるようにする

税制適格SOは
IPOしないと行使できない

法律を改正し税制適格SOの要件である「管理等信託契約の条件」を撤廃する

税制適格SOは
権利行使限度額が小さい

法律を改正し税制適格SOの権利行使上限額を億単位に引き上げる

まとめ

起業家や従業員への適切な動機付けが重要

- 譲渡制限付株式の私売出しの**媒介業務を免許不要**にする
- 未上場企業の証券データの**標準化・デジタル化を推進**する
- 従業員がしっかりメリットを享受できる**SOを発行可能**にする