



金融審議会 「市場構造専門グループ」 第3回
市場構造の在り方

ラクスル株式会社 取締役CFO 永見世央

2019年10月2日

目次

1. 会社概要

2. 当社IPOの特長

3. 市場構造の在り方(マザーズ上場企業の視点)

1. 会社概要

当社ビジョン／事業概要

ビジョン

「仕組みを変えれば、世界はもっと良くなる」

印刷や物流といったデジタル化が進んでいない伝統的な産業に、インターネットを持ち込み産業構造を変えることで、より良い世界を実現する

印刷・広告のシェアリングプラットフォーム



2013年3月開始



物流のシェアリングプラットフォーム



2015年12月開始



BtoBプラットフォームとしての大きな潜在的事業機会

伝統的で巨大なBtoBの業界のデジタル化を推進する



出所 経済産業省、電通「日本の広告費」(2018年)、国土交通省

© RAKSUL INC. All Rights Reserved.

複数の産業を革新するBtoBプラットフォームを通じた持続的成長

中長期では、プラットフォームを展開する産業を拡大



経営陣紹介



松本 恭撮（代表取締役社長CEO）

- 慶應義塾大学商学部卒
- A.T.カーニーを経て2009年9月に当社設立
- 印刷業界の遊休資産を活用する「シェアリング・エコノミー」というビジネスモデルを確立
- 2018年9月アイスタイル取締役に就任



田部 正樹（取締役CMO/広告事業本部長）

- 中央大学文学部卒業後、丸井グループ、ティクアンドギヴ・ニーズを経て2014年8月に当社入社
- TVCMを中心とした新規顧客獲得とデータドリブンなCRMによるリピート率の安定化得意領域とし、プロモーションだけでなく、4P戦略全般を管掌



泉 雄介（取締役CTO/ハコベル事業本部長）

- ニューイングランド音楽院作曲科卒業後、モルガン・スタンレー証券（現モルガン・スタンレー MUFG証券）で主に債権関連商品の取引システム開発に従事した後、ディー・エヌ・エーを経て2015年10月に当社入社
- 主に技術部門全般を管掌



玉塚 元一（社外取締役）

- 慶應義塾大学法学部卒業後、旭硝子入社
- 1998年日本アイ・ビー・エム入社
- 2002年ファーストストライティング代表取締役社長兼COO就任
- 2005年リヴァンプを創業し、代表取締役就任
- 2016年ローソン代表取締役会長CEO就任
- 2017年6月ハーツユナイテッドグループ（現デジタルハーツホールディングス）代表取締役社長CEOに就任
- 2017年10月当社取締役に就任



永見 世央（取締役CFO）

- 慶應義塾大学総合政策学部卒
- 米国ペンシルバニア大学ウォートン校MBA修了
- みずほ証券、カーライル・ジャパン・エルエルシー、ディー・エヌ・エーを経て、2014年4月に当社入社
- 金融・投資会社を通じて幅広い知見を有しており、財務戦略全般に精通



福島 広造（取締役COO/印刷事業本部長）

- 慶應義塾大学理工学部卒業後、ファーチャーアーキテクト、ボストン・コンサルティング・グループ（BCG）を経て、2015年7月に当社入社
- 経営計画、生産管理や事業部支援などに携わっている



朝倉 祐介（社外取締役）

- 東京大学法学部卒
- マッキンゼー・アンド・カンパニー、ネイキッドテクノロジー代表取締役を経て、2013年ミクシィ代表取締役社長最高経営責任者に就任
- 2014年ミクシィ社長を退任し、スタンフォード大学客員研究員に就任
- 2015年5月当社取締役に就任
- 2017年7月シニフィアン共同代表に就任
- 2017年12月セプテーニ・ホールディングス取締役に就任

2. 当社IPOの特長

当社IPOの特長：サマリー

サマリー

- **IPO時のオファリング**
 - 時価総額に占めるオファリングサイズが大きい(全株式の約46%/約190億円)
 - 全VC(ベンチャーキャピタル)に保有株式をほぼ全株売却いただいた
- **機関投資家への株式配分**
 - 個人投資家：機関投資家への配分比率が50 : 50(通常のマザーズ上場案件では80 : 20)
 - 機関投資家への配分の内、海外機関投資家への配分が約65%
- **Valuation(株式評価)の手法**
 - 国内機関投資家と海外機関投資家でValuation手法が大きく異なった。国内はPER、海外はPSR(Price to Sales Ratio)がメイン
 - 参照期はPERでFY+3-5期、PSRはFY+1-2期(長期視点での評価)

背景にある思想

- 当社のような将来ビジョンの実現に向けて成長していく過程の企業を適切に価値評価できる機関投資家、特に海外機関投資家からの投資を受けることが、上場後の経営及び企業価値の向上において最重要と考えている

海外機関投資家からの投資を受けるために実施したこと

- **ストラクチャー**
 - 海外投資家を招聘できるオファリングストラクチャー(当社IPOでは臨報方式を採用)
 - 一定規模の時価総額と流動性を担保した上でのIPO実施
 - いわゆるOver-hang懸念の解消
- **未上場時からのコミュニケーション***
 - エクイティストーリーの作り込み
 - 国内外において未上場時から投資家とのコミュニケーション(Non-deal Roadshow)
 - 上場前の証券会社セルサイドアナリストによるレポート発行(Pre-deal Research Report)
 - (上記を含む全てのIR活動において)英語による情報提供体制
- **主幹事証券会社体制**
 - 上記を可能とする証券会社からのコミットメントと支援(特に海外投資家取り組みへのサポート)
 - 複数の主幹事証券会社を起用することによる相互牽制機能の確立

* 未上場時の投資家とのコミュニケーションに際しては、金融商品取引法等の各種法規制の観点から問題ないように、弁護士及び主幹事証券会社がパブリシティ・ガイドライン、リサーチ・ガイドラインを整備した上で実施しています

当社IPOの概要

オファリング形態	国内新規公開株式（旧臨時報告書方式）				
上場市場	東証マザーズ				
決議日	2018年4月27日（金）	目論見書記載価格	: 1,300円～1,500円		
仮条件決定日	5月15日（火）	仮条件レンジ	: 1,300円～1,500円		
条件決定日	5月23日（水）	公開価格	: 1,500円		
受渡日・上場日	5月31日（木）	初値	: 1,645円 終値:1,999円		
売出し株数 (OA含む)	12,592,000株（総数）				
	・ 募集	2,500,000株			
	・ 売出し	8,449,900株			
	・ オーバーアロットメントによる売出し	1,642,100株（募集・売出しの約15%）			
	海外販売株数	4,062,900株			
時価総額	412.7億円	(公開価格/上場時発行済株式数ベース)			
オファリング総額（OA含む）	188.8億円				
オファリングインパクト	45.8%	(上場時発行済株式数対比)			
ポーション・内外比率（OA含む）	国内一般：国内機関：海外 = 50.0% : 17.7% : 32.3%				
ロックアップ	上場日から起算して180日間 (ストックオプションを行使して取得した株式については上場日から起算して90日間・1.5倍ノックイン条項付)				
共同主幹事	大和証券（51.5%）、三菱UFJモルガン・スタンレー証券（27.0%）、みずほ証券（16.5%）				

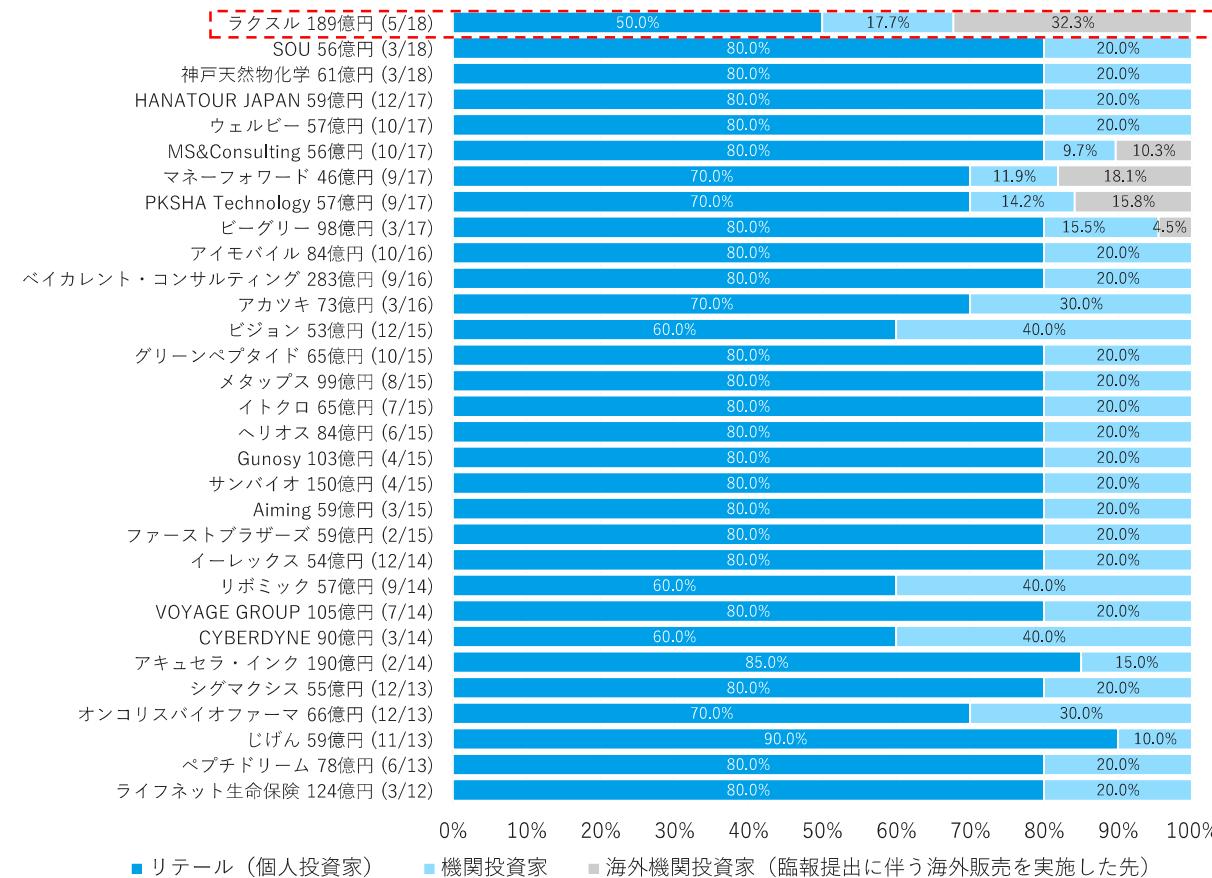
作成：大和証券株式会社 11

上場時の投資家属性別配分

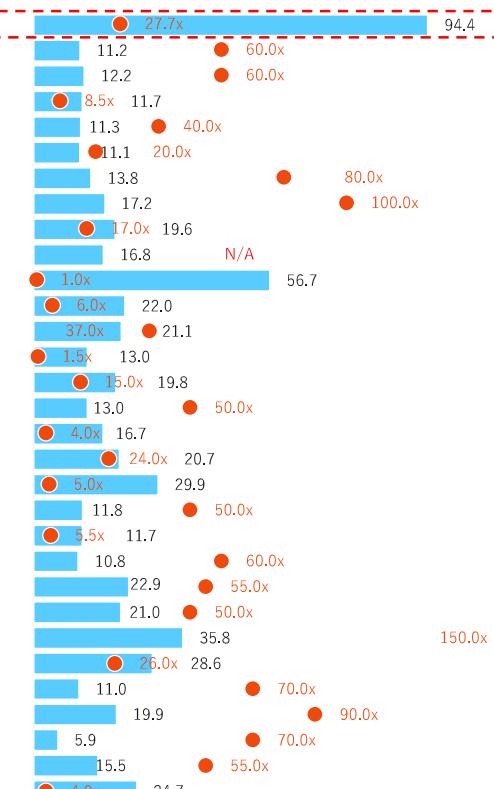
ほとんどのマザーズ上場案件では個人投資家への配分が8割を占め、機関投資家への配分が十分ではない

マザーズ市場IPO案件におけるポーション設定事例

2012年以降、案件総額50億円以上⁽¹⁾



機関投資家販売額及び需要



出所: 各社開示資料、DealWatch

注

(1)マネーフォワードの案件規模は50億円未満だが案件の類似性から掲載

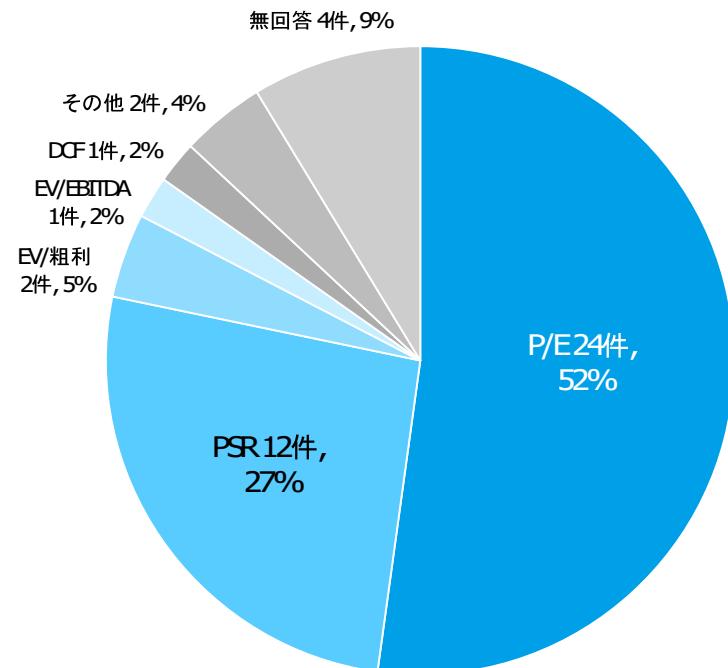
作成：三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社

12

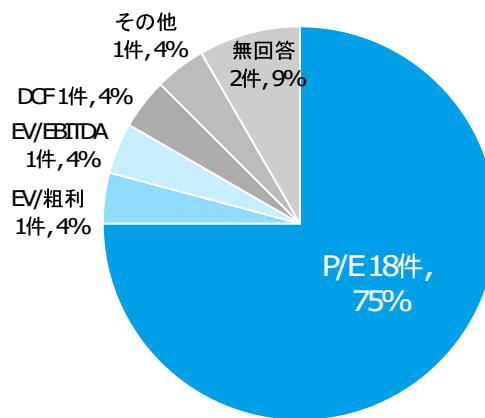
上場時の機関投資家valuation

国内機関投資家はPER、海外機関投資家はPSRが主な評価手法

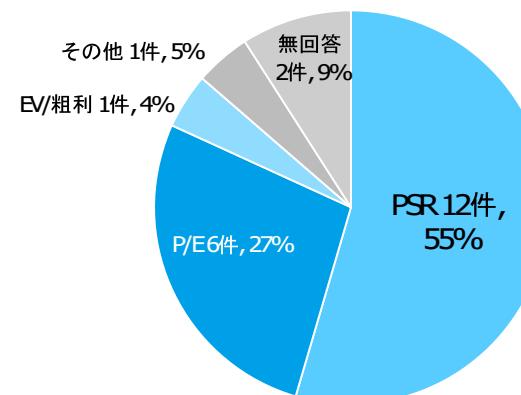
【全体】 最優先するバリュエーション手法



国内機関投資家



海外機関投資家



作成：大和証券株式会社

13

上場後の株価推移

業績の堅調な推移や良好な需給環境により、株価は堅調に推移

上場（2018/5/31）以降の当社株価推移



出所: Capital IQ、開示資料

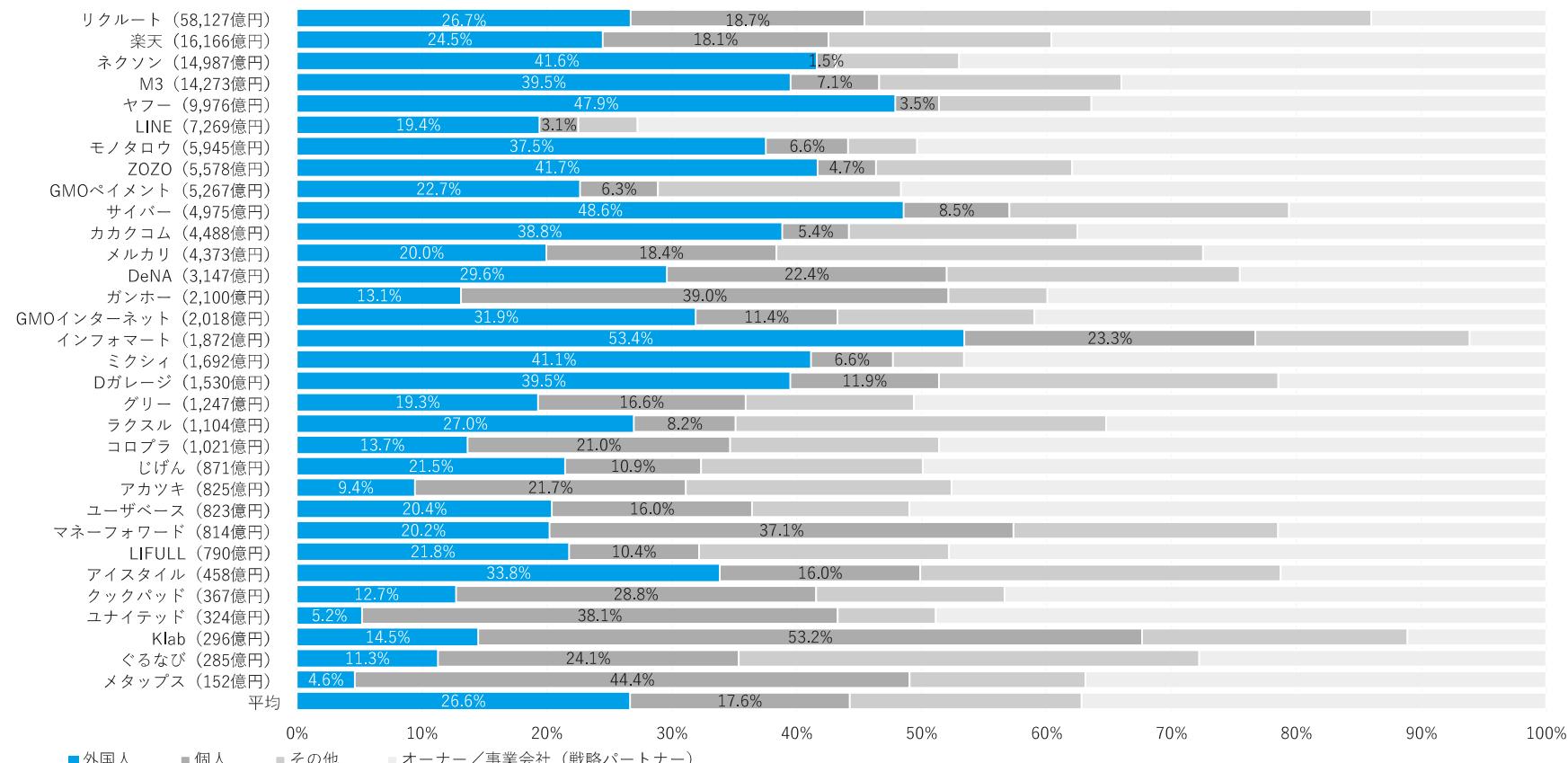
作成：三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社

上場後の海外機関投資家保有比率

時価総額数千億円以上は、海外機関投資家保有比率が3割を超えてくる企業が多い

国内インターネット企業における株主構成⁽¹⁾

時価総額：2019年6月10日時点



出所:有価証券報告書、Capital IQ

注

(1)株主情報は直近本決算期末。市場データは2019年6月10日時点

作成：三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社

15

3. 市場構造の在り方 (マザーズ上場企業の視点)

- 市場構造の見直しは重要な施策ではあるものの、国内資本市場の活性化という大上段の目的の下ではあくまで一論点に過ぎない
- 本質的には市場の参加者(上場企業、投資家、証券会社・投資銀行等)がこれまで以上に企業価値の向上にこだわった活動を行い、価値を共創していく循環が重要
 - 企業側においてはコーポレートガバナンスコード、投資家においてはスチュワードシップコードを基にした、形式ではなく実態として機能する統治の仕組み作りが重要(規程や事務プロセスの話ではなく、実態が機能しているか)
 - また、証券会社・投資銀行が市場において果たすべき役割についても、よりスポットライトを当てるべき(後述)
- 上記の前提で市場構造の見直しにフォーカスすると、主な意見は以下の通り
 - 市場構造は可能な限りシンプルにして、位置付けを明確にする。東証一部と二部は一つで良く(成熟企業向け)、マザーズとジャスダックは一つで良い(成長企業向け)
 - 特にマザーズ(成長企業市場)については、審査基準、特に赤字上場に対する審査をより個別かつ柔軟に行うのが望ましい(位置付けの一層の明確化)
 - 上記とセットで、TOPIXの構成銘柄を東証一部全上場企業から、国内資本市場を表す主要な上場企業群(東証一部上場企業以外も含む)に変更する
 - 市場構造の再編に併せて、長期での企業価値向上にコミットしている投資家と経営者が報われる仕組みを導入する(Tenure Votingや株式報酬等)
 - 時価総額基準による所属市場の見直しは建設的な議論ではないと考える。代わりに、数年に亘る流動性の有無を判定し、明確な上場廃止基準を設けて運用する

市場構造の整理

以下の二つのコンセプトの市場が上下ではなく並列に存在する構造が望ましいと考える

市場	東証本則	成長企業市場
対象企業	成熟企業(A,C市場を一つに)	成長企業(B市場)
現市場	東証一部、二部	マザーズ、ジャスダック
審査基準	実績に基づく厳格な審査	将来性を勘案した審査
TOPIX(インデックス)の対象銘柄	時価総額(流通株式時価総額)規模に応じて対象とする	
長期視点醸成のための仕組み	<ul style="list-style-type: none">• Tenure Voting⁽¹⁾の導入による長期保有株主優遇• 経営陣の報酬形態は長期業績連動にした株式報酬を一定必須化• 四半期開示の廃止と年一度の統合報告書発行の必須化	<ul style="list-style-type: none">• Tenure Votingの導入による長期保有株主優遇• 経営陣の報酬形態は長期業績連動にした株式報酬を一定必須化
上場廃止基準	<ul style="list-style-type: none">• 数年間に亘る総株式売買高の基準を設けて、それ以下の企業は上場廃止(株式の流動性が不要と判断)• 流動性が極端に低くても上場を維持したい場合は、地方証券取引所への鞍替えを推奨	
その他	-	主幹事証券会社のセルサイドアナリストによるレーティングを全社必須とする

注

(1)Tenure voting: 長期保有の株主が相対的に多くの議決権を保有する仕組み

マザーズ市場の意義と課題(マザーズ上場企業の視点)

- ・ イノベーションが創出され続ける社会であるために、新興企業・成長企業にリスクマネーが供給される市場は必要。現マザーズ市場の意義は大きい
- ・ 一方で、リスクプロファイルが最も高いマザーズ市場において、一番取引を行っているのが(相対的に投資経験が少ない)個人投資家という矛盾(下記参照)
- ・ 結果として、市場の番人である証券取引所が厳格に審査する必要が生じ、利益水準や審査基準そのものが新興企業の成長過程に即していない。特に成長過程の会計上の赤字の評価については、個社の事業モデルや状況に応じて柔軟に審査することが望ましい。成長性や現預金水準も勘案すべき
- ・ 尚、マザーズ上場企業は流動性の観点から機関投資家が投資しにくいという点は全体感としては同意するが、結局は個別企業の企業努力及び投資家との対話姿勢がより重要。現に下記の通り、海外投資家の売買は活発
- ・ 一方で、国内機関投資家のマザーズ市場への積極的参加・誘導は必須。そのためにも、主幹事証券会社のセルサイドアナリストによるレーティングは全社必須とする

投資部門別 株式売買状況 東証マザーズ [金額、千円単位] (2018年)

委託内訳 Brokerage Trading					
法人 Institutions	売り Sales	757,773,450	3.5		
	買い Purchases	858,764,975	3.9	100,991,525	
	合計 Total	1,616,538,425	3.7		
個人 Individuals	売り Sales	12,719,723,834	58.6		
	買い Purchases	12,748,811,675	58.6	29,087,841	
	合計 Total	25,468,535,509	58.6		
海外投資家 Foreigners	売り Sales	7,955,831,346	36.6	-92,581,277	
	買い Purchases	7,863,250,069	36.1		
	合計 Total	15,819,081,415	36.4		
証券会社 Securities Cos.	売り Sales	288,816,182	1.3		
	買い Purchases	296,554,524	1.4	7,738,342	
	合計 Total	585,370,706	1.3		

出所：日本取引所グループ



東証一部市場の意義と課題(マザーズ上場企業の視点)

- ・ マザーズ上場企業の視点で考える、現状の東証一部への指定替えの主なメリットは、流動性の更なる向上と知名度・信頼の更なる向上の2点
- ・ 上記2点が成長企業向け市場で担保されるのであれば、成長企業が東証一部に積極的に指定替えするメリットはないと考える
- ・ そのためには、以下が重要
 - 次頁の通り、インデックスを市場区分と別に定義・運用
 - 国内機関投資家の積極的な参加
 - 東証一部=ブランドという固定観念の払拭(マザーズ上場企業が劣っているというわけではない決してないはず)
- ・ 別論点として、マザーズから東証一部への指定替えの形式要件である時価総額40億円については、東証一部上場企業を際限なく増やすばかりか、市場区分を曖昧にするのみと考える。現状の市場構造を維持するのであれば、一部直接上場と同じ250億円まで引き上げるべきと考える

インデックスの位置付けと運用について

- ・ 本来は市場区分に限らず、国内を代表する上場企業群を組み込んだ、日本の証券市場を表すPerformance Indicatorであるべき
- ・ 上記に基づけば、マザーズや東証二部等、東証一部以外の市場の上場企業のTOPIXへの組み込みもあって然るべき
- ・ 同様に東証一部全上場企業を組み込む必然性はない。規模や収益性、成長性等で一定の選別を経て組み込むのが望ましい
- ・ インデックスの運営においては継続性が大事である一方、MSCIのように四半期に一回は組み入れ銘柄の見直しとリバランスがなされている事例を鑑み、「実態として今の国内証券市場のパフォーマンスを表す」銘柄構成にメンテナンスし続ける必要がある

補足：資本市場における証券会社・投資銀行の役割と重要性

上場企業の企業価値向上においては証券会社・投資銀行からの支援が極めて重要であり、市場再編の議論においても証券会社・投資銀行が資本市場で果たすべき役割を併せて議論することが望ましい(市場再編を実施したとしても、それだけでは実態として海外機関投資家の取り込みが促進されるとは考えにくい)

るべき姿

- 「次世代のトヨタ」、「日本発のアマゾン」を育てる長期的な視点
 - 個別案件での収益の最大化に走るのではなく、長期でクライアント企業の成長を支援する姿勢と具体的なサポートを提供する社会インフラであり続けてほしい
- 前例主義からの脱却

具体的な論点(例)

- IPOにおける機関投資家への株式配分
 - 多くのIPO案件において一律に個人投資家への配分が8割、機関投資家への配分が2割となっているが、本来は各上場企業の特質や今後の方向性を鑑みた株主層の取り込みを第一に考え、配分を決定することが望ましい
- 機関投資家、特に海外機関投資家からの投資を日本企業が受けられるような支援サービスの拡充
 - セルサイドアナリストのチーム体制拡充
 - 日本株セールスチームの拡充



仕組みを変えれば、世界はもっと良くなる