

## Contents

- 巻頭言
- スタートアップ紹介「KAWAII JAPAN株式会社」「株式会社イーベック」
- 注目の新規上場会社の資本政策とEXIT研究

巻頭言 全国・全世界のスタートアップから上場会社とのコラボ案を募集  
～国内最大級のオープンイノベーション・ピッチコンテスト～

CFスタートアップパートナーズ  
代表取締役 出渕 良人(公認会計士)

本レポートでも紹介した静岡県牧之原市が主催した「まきチャレ」(牧之原市チャレンジビジネスコンテスト)。地域の産業とコラボするスタートアップのビジネスプランを競うピッチイベントに第2回となった昨年は、海外25社を含む133社から応募を集めました。

まきチャレ2023にはスズキ、伊藤園、矢崎部品などの大手企業に加え、製茶業者など地域中小企業を含めて23社が協賛参加しています。協賛参加企業にとっては、「オープンイノベーション」として、スタートアップのユニークなアイデアや新技術を、自社の新製品や新サービス、さらには新事業の創出に生かすメリットがあります。応募するスタートアップにとっては地域の協賛参加企業とのコラボで事業の成長を加速できることが魅力のイベントです。まきチャレ2023では、大賞を受賞した福岡のParaLuxやSUZUKI賞を受賞したインドのLivNSenseなど、ファイナリストを中心に多くの応募企業が地域企業とのコラボ案の実現に向けた協議を開始。地域に進出を始めています。このような具体的な成果を上げている地域スタートアップイベントは珍しく、各地の自治体や金融機関などから高い関心が寄せられています。

そこで、今回は「まきチャレ」のコンセプトを「CVC投資戦略研究会」にご参加いただいている上場会社200社超を中心に広く上場会社に拡大。全国の上場会社と全世界のスタートアップとが協業するビジネスプランを競うイベント「CFSオープンイノベーション・ピッチ2024」を開催することとしました。

【概要】→ <https://cvc-investment-lab.studio.site/open-innovation>

本イベントでは、参加登録上場会社のオープンイノベーション戦略に資するべく、コラボを前提とするビジネスプランを全国・全世界のスタートアップから募集します。スタートアップにとっては最高賞金200万円ほかの手厚い賞金もさることながら、上場会社にコラボ案が採用されることで事業の発展につなげられるのが大きな魅力です。上場会社にとってはスタートアップがもつ新たな発想や新技術を利用して、新事業を創出や既存事業の新展開につなげることができるメリットがあります。

スタートアップは、参加登録上場会社の1社又は複数指定して具体性の高い協業プランを、ビジネスプランとして応募するのが、本イベントの大きな特徴です。審査では協業の対象たる上場会社の事業との親和性、協業実現性ととともに、社会ニーズへの適合性・事業の革新性・競争優位性・ビジネスモデルの収益性・経営チームなどを評価して、グランプリ200万円、セミグランプリ100万円を決定します。このイベントのもう一つの特徴は、具体的な社名等を冠した特別協賛企業賞を提供できることです。まきチャレでは「SUZUKI賞」や「静岡銀行賞」が提供されていますが、このイベントでは特別協賛企業のうちプラチナ又はゴールドのランクの企業が自社の社名等を冠した協賛企業賞を提供することができます。しかも協賛企業賞の決定には審査員は関与せず、協賛企業側の独断で賞を決定できるもの魅力です。

イベントのスケジュールは以下の通りです。

日程	項目	摘要
2024/2/1～	特設WEBサイトオープン	上場会社及びスタートアップの仮登録受付
2024/3/1～4/15	参加上場会社の登録受付	協賛申込は4/30まで。参加登録見込み 30社
2024/4/1～5/15	スタートアップのエントリー受付	ビジネスプランの提出は5/26まで。応募見込み 300社
2024/5/16～6/10	書類審査	セミファイナリスト50社をセレクト
2024/6/11	セミファイナリスト発表	50社を発表
2024/6/11～7/3	ブラッシュアップ指導	セミファイナリスト50社全社とオンライン面談
2024/7/4	クローズド・ピッチ審査会	ブラッシュアップ後のピッチをオンライン録画審査
2024/7/5	ファイナリスト発表	ファイナリスト15社をセレクト
2024/7/12	オープン・ピッチ審査会	15社が全国・全世界からプレゼン。Zoomで世界から参加
2024/7/26	受賞者発表・表彰式	ホテルニューオータニでリアル開催。YouTubeで全世界へ配信

上場会社の参加登録の期限は4月15日。協賛申込みは4月30日まで受け付けています。3月25日現在、すでに20社を超える上場会社から参加のご意向をいただいています。一方、スタートアップ側からも正式なエントリー受付開始を前に海外を含め50社近くが仮登録いただいています。

【登録受付】<https://form.run/@open-ino24>

最終的には、参加上場会社30社、応募スタートアップ300社を見込む国内最大規模のオープンイノベーション・ピッチイベントとなる予定です。本イベントが優れた多くのスタートアップの成長と上場会社の皆様の新事業創出に役立つことを願っております。

## スタートアップ紹介

「KAWAII JAPAN株式会社」

～ KAWAIIを世界へ！！ ～

株式会社CFスタートアップス  
投資銀行本部部長 三品 喜英

### 【事業概要】

KAWAII JAPAN株式会社は、日本のサブカルチャー(コスプレに特化)をコンテンツとしたプラットフォームアプリ運営事業を中心に、イベント事業、メディア企画制作事業、番組企画制作、オンライン事業、マネジメント・キャスティング 事業等コスプレの総合プロデュース及びVtuber事業を行っております。

同社の特徴は、自社が運営する写真投稿型オーディションアプリ『COSPO』のコミュニティを活かして、パッケージオーディションの開催、商品製作/販売、撮影会などのイベント開催、コンテンツ化したグッズの販売、自社メディアを使った広告配信やキャスティングなどを行うエコシステムの構築にあります。

〈COSPO〉

ダウンロード総数: 85,000DL以上

登録コスプレイヤー: 約8,000名

登録コスプレイヤーのファン層の総数: 約1,000万人(SNSフォロワー数)

COSPOは日本が世界に誇るあらゆる「KAWAII」を世界に発信するグローバルプラットフォームを目指しています。新しい自己表現方法を確立して、様々な活動活躍の場を創出し『コスプレイヤーの職業化』、『リアル&バーチャル双方向での共生コミュニティ』を目指します。そしてコスプレの認知拡大、地位向上を掲げ、新たなエコシステムの拡大を積極的に推進していきます。

## 【事業概要】

### ■COSPOの運営

コスプレイヤーが投稿し、ユーザーがKAWAII(いいね的なもの)で応援。現在、6か国語まで対応済み。ファンとのコミュニケーションツールとしての活用のほか、様々なオーディションの実施や企業とのタイアップ等も常時展開中。

- ・雑誌媒体掲載オーディション / アニソイベントの公式コスプレイヤー選出
- ・サンリオイベント公式レポーター選出オーディション
- ・渋谷MODI壁面大型スクリーン出演オーディション



### ■オンライン事業・メディア事業

オンラインでのライブコマース(物販)、ライブ配信イベント、共同事業での配信番組の企画制作運営、配信企画。

- ・メディア事業は、COSPOが運営し、定期的に配信しているコスプレ番組(WEB番組、COSPO TV)。

### ■イベント事業(オフラインイベント)

KAWAII JAPANで実施及び参加してきたオフラインイベント

行政後援の総合イベント

クラブ系音楽イベント、アニソイベント

秋葉原、新宿等でのカフェイベント



●シンガポール アニソンイベント 年末年始  
ステージ出演、ブース出展、コスプレコンテスト



●イギリス ロンドン HYPER JAPAN イベント  
コスプレコンテスト ステージプロデュース及び出演、ブース出展

- プロダクション・人材キャスティング事業
- Vtuber事業

【代表取締役】 笹谷 祐樹

【ステージ】 プレシリーズA

スタートアップ紹介

「株式会社イーベック」



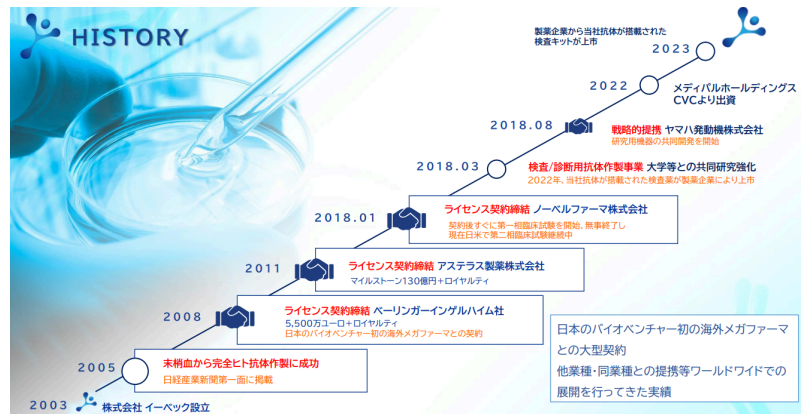
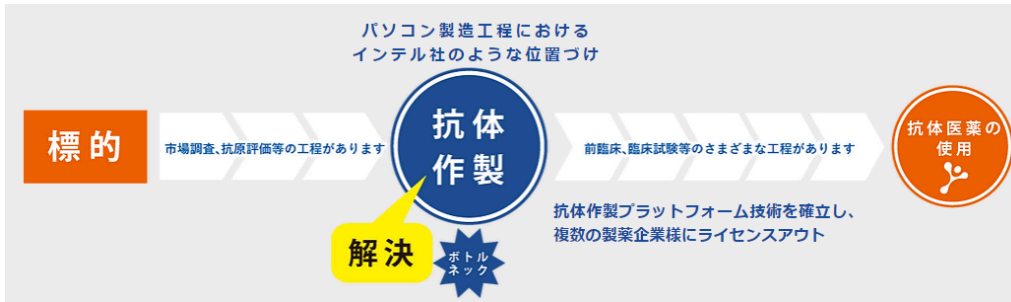
80億人の医療をこっそりささえる

株式会社 イーベック

【事業概要】

株式会社イーベックは抗体医薬の素材メーカーとして、ヒト末梢血から取得した完全ヒト抗体を作製し製薬企業に提供するスタートアップです。完全ヒト抗体は、免疫原性(ヒト体内において異物と判断される割合)が低く、またアフィニティ(抗原に対する結合親和性)が高いなどのメリットを持っています。また、遺伝子操作等の回避、ヒト化後の工学が不要となります。ビジネスモデルは、製薬企業からライセンス契約時に契約一時金を受領し、その後、製薬企業が臨床試験や承認申請を進めるなどの進捗に応じて順次マイルストーンを受け取り、製薬後は売上に応じたロイヤリティーを受領するというものです。これまで大

手製薬企業2社とライセンス契約締結実績があり、大学や国立国際医療研究センターなどとの共同研究も実施してきました。また企業への完全ヒト抗体の販売も行っています。

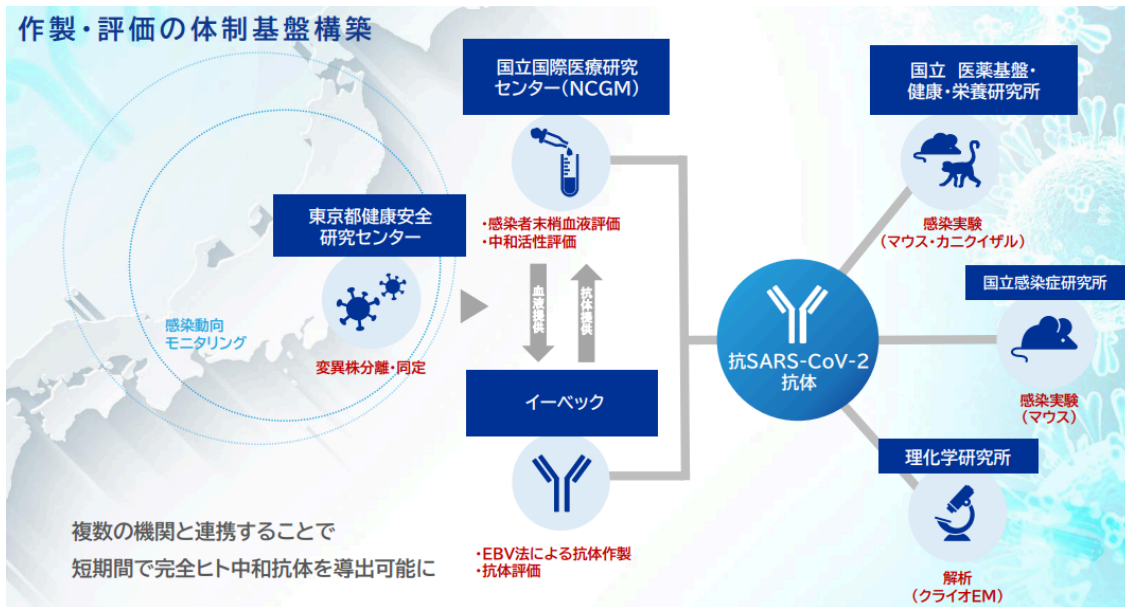


## 【ヒト末梢血から取得した完全ヒト抗体の特徴】

- ・もともとヒトの体内にあるものと同じなため、異物と認識されにくく、アレルギーや抗抗体(抗体医薬に対する抗体)の発生が少ないこと(安全性の高さ)。
- ・感染症を克服したヒトからは病態を引き起こした病原体に対する防御活性の高い抗体が取得される可能性が高いこと(治療・予防・検査効果の高さ)。
- ・新型コロナウイルスに対する抗体でも、2020年に原始株に罹患した方の血液から作製した抗体が、その後のデルタ株、オミクロン株等にも効果を発揮し続けた(ウイルス変異に強い)。
- ・新興再興感染症やパンデミックを起こしかねない重篤な症状を呈するエボラ出血熱、デング熱、ジカ熱やSARSさらにはMERSにいたる防御用抗体の開発が理論上可能となること。

## 【ビジネスの優位性】

- ・抗体作製のプラットフォーム技術であり、多くの疾病に対する抗体を 個別に作製でき世界の企業にライセンスアウトします。
- ・抗体活性度が従来抗体の相当倍あるので個別の抗体に対して新規性・独自性を有するため、個別作製抗体に対し物質特許取得が可能です。個別抗体開発後に特許化できるため、それぞれの抗体特許の残存期間 が長いことを活かせる特徴があります。
- ・抗体医薬は、低分子薬と比較して薬物動態の予測がしやすく副作用のリスクが低い医薬品です。特に感染症抗体では、サルなどのモデル動物において感染症の予防、治療が可能なが証明された場合、比較的低リスクで臨床試験に臨むことができます。このことから早めに製薬企業にライセンスアウトすることができます。
- ・複数の製薬企業の厳しいデューデリジェンスを経て導出実績に結び付けた実績があり、製薬に必要な研究体制、倫理基準が整備されています。



### 【今後の展開】

#### ・新興再興感染症治療薬の開発

ワクチンは感染症対策において重要な医薬品ですが、抗体の併用によりリスクを低減できます。ワクチンにより必ずしも接種者に十分な免疫が形成されるとは限らず、流行域住民の半数から9割程度の相当数に接種しなければ流行を効果的に防ぐことはできませんし、また免疫不全者や新生児にはワクチンの効果が十分に発揮されません。抗体医薬は、免疫不全機能の十分でない人に予防として投与したり、また感染・発症者に治療目的で投与することが可能となるなど、ワクチンを補完することができます。速攻性があることも優位です。

#### ・新興再興感染症治検査キットの開発

現在、感染症の診断手段として非常に多数の診断薬が開発、上市されています。しかしながら、複数感染症を一度に診断できるキットは品目が限られており、例えば空港や病院で外国から渡航・帰国してきた人の原因不明の発熱に対応するのは難しい状態です。これらの機関・施設で求められているものは複数感染症を即時検査できるものです。これらの要望に応える診断薬の開発を計画中です。

【代表取締役】土井尚人

【ステージ】シリーズA

同社の事業にご関心のある企業様はこちらにご連絡ください。

株式会社CFスタートアップス  
投資銀行本部 営業アシスタント  
佐々木 美月

〒150-0036

東京都渋谷区南平台町15-10 MAC渋谷ビル8F

E-mail: [mizuki.sasaki@cfstartups.co.jp](mailto:mizuki.sasaki@cfstartups.co.jp)

電話番号: 080-4433-0670

## 注目の新規上場会社の資本政策とEXIT研究

CFスタートアップパートナーズ

代表取締役 出淵 良人(公認会計士)

## 人間ドックの検索予約サイト運営のマース株式会社(東証グロース上場)の資本政策とEXIT

このコーナーでは、新規上場会社の設立後の資本調達及び上場時のEXITについて、有価証券届出書その他の開示情報等の分析により読み解き、資本政策の意図を分析しております。今回は、2023年12月に東証グロースに上場したマース株式会社(以下「マース」といいます。)の資本政策の研究です。マースは人間ドックや各種健診サービスを提供している全国の病院・施設と提携。地域や健診の内容、価格帯等、様々な要素で検索し予約ができるサイト「MRSO.jp」の運営を中心としたヘルスケアプラットフォーム事業と、主に医療施設の業務のデジタル化に資するクラウドサービスを提供するDXサービス事業、並びに予防接種予約WEBサイトの運営事業などを手掛けています。新型コロナウイルスの拡大場面では、ワクチン接種に関するWEB予約システムの提供体制を早期に構築し、継続的な機能拡充等を実現してきました。

The screenshot shows the MRSO.jp search interface. At the top, there's a navigation bar with 'MR SO マース' logo, contact info (0570-050-109), and a '最大3.5%貯まる!' banner. Below is a search bar with '人間ドック・健診を探す' and a search button. The main content area has three filter sections: 'エリアを選択' (Area selection) with '都道府県を選択' dropdown; '検査コースを選択' (Checkup course selection) with 'クリア' button and two columns of radio buttons for '総合コース' (General course) and '単体検診/ドック' (Individual checkup/clinic); and '受診希望日' (Desired date) with 'クリア' button and 'カレンダーから選択' dropdown. There are also '金額' (Amount) filters (下限なし, 上限なし) and '希望検査' (Desired checkups) with checkboxes for various tests like '胃カメラ' (Gastric endoscopy), 'PET検査' (PET scan), etc. At the bottom, it shows '1,370 施設見つかりました' and a '検索する' (Search) button.

マースの設立は2015年2月。ゴルフ場向け予約システムの開発及び運営を手掛ける三和システムから医療機関向け予約システム事業を分離する形で設立されています。当時、三和システムの代表取締役を務めていた西野恒五郎氏(現:マース代表取締役社長)ほか三和システムから移籍した役員と三和システムの共同出資により設立。直後にジャフコが資本参加しています。マースの上場時の有価証券届出書に開示されている同社の沿革と上場直前の保有株式数等を勘案すると、計画的な上場を念頭に、三和システムから医療機関向け予約システム事業を分社。出資比率は当初、西野氏ほか役員で50%、三和システム25%、ジャフコが25%程度であったと推察されます。

設立時の詳細な情報が開示情報からは読み取れないのが残念ですが、設立は普通株式で、西野氏と三和システムが発起人として出資。設立翌月の2015年3月に三和システムより事業譲渡をして会社としての評価を高めた後に、4月にジャフコが優先株式による第三者割当増資を引き受ける形で投資を行っています。その後、アフラックのCVCや森トラスト等が資本参加し、上場までに6億円の資本調達を行ったと考えられます。

今回の事例では、上場前に第三者割当増資先から、一部の株式の買い戻しを行っていることが特徴です。

### 1 第三者割当増資の状況

通常は、有価証券届出書の第二部【企業情報】、第4【提出会社の状況】1【株式等の状況】(3)資本金の推移において、上場前のファイナンスの状況を把握することができます。ところが開示対象期間は過去5年間のみとなっているので、それ以前のファイナンスについては把握ができません。マーンが行った上場前最後の第三者割当増資は2018年1月で、対象期間から外れており、「資本金の推移」に現れてきません。以下は、マーンが提出した有価証券届出書に示されている資本金の推移です。

#### (3) 【発行済株式総数、資本金等の推移】

年月日	発行済株式 総数増減数 (株)	発行済株式 総数残高 (株)	資本金増減額 (千円)	資本金残高 (千円)	資本準備金 増減額 (千円)	資本準備金 残高 (千円)
2018年7月18日 (注)1	普通株式 2,840,625 A種優先株式 675,000	普通株式 3,156,250 A種優先株式 750,000	-	320,625	-	290,625
2019年12月2日 (注)2	-	普通株式 3,156,250 A種優先株式 750,000	△220,625	100,000	△290,625	-
2022年12月28日 (注)3	A種優先株式 △375,000	普通株式 3,156,250 A種優先株式 375,000	-	100,000	-	-
2023年9月10日 (注)4、5	普通株式 375,000 A種優先株式 △375,000	普通株式 3,531,250	-	100,000	-	-

- (注)1. 2018年6月22日開催の取締役会決議により、2018年7月18日付で普通株式及びA種優先株式1株につき10株の株式分割を行っております。
2. 事業成長を図る観点から、会社法第447条第1項の規定に基づき資本金220,625千円（減資割合68.8%）、会社法第448条第1項の規定に基づき資本準備金290,625千円（減資割合100.0%）を減少し、その他資本剰余金への振替を行っております。
3. 2022年12月26日開催の臨時株主総会決議及び取締役会決議により、2022年12月28日付けでA種優先株式1株につき800円にて375,000株の取得を行い、同日付けにて同取得株式の全株につき消却を行い、A種優先株式の発行済株式総数が375,000株減少しております。
4. 当社は、2023年8月14日開催の取締役会決議により、2023年9月10日付で、定款の定めに基づき、A種優先株式375,000株を自己株式として取得し、対価として当該A種優先株主に普通株式375,000株を交付しております。また、同日付けにて取得したA種優先株式の全てを消却しております。
5. 当社は、2023年9月5日開催の臨時株主総会決議において、種類株式を発行する旨の定款の定めを廃止しております。

上記のように、「発行済株式数及び資本金等の推移」では、第三者割当増資はすでに完了後となっております。



り、表現されていません。そこで、今回は、上場直前の株主一覧表(有価証券届出書、第四部【株式公開情報】第3【株主の状況】)と【特別利害関係者等の株式等の移動状況】により分析を試みることにします。まず、以下は株主一覧表です。

氏名又は名称	住所	所有株式数 (株)	株式(自己株式 を除く。)の 総数に対する 所有株式数の 割合(%)
西野 恒五郎(注) 1, 2	東京都港区	1,488,750	40.13
三和システム株式会社(注) 2, 4	茨城県ひたちなか市松戸町二丁目9番10号	774,700	20.88
ジャフコSV4共有投資事業有限責任組合(注) 2	東京都港区虎ノ門一丁目29番1号 (ジャフコグループ株式会社内)	375,000	10.10
神田 有宏(注) 2, 6, 8	東京都杉並区	338,700 (34,700)	9.08 (0.94)
Aflac Ventures LLC(注) 2	アメリカ合衆国ジョージア州 コロバスウォントン・ロード1932	232,800	6.28
岡部 順一(注) 2, 3	東京都品川区	154,500 (27,000)	4.18 (0.73)
菅生 淳一(注) 2, 3	東京都渋谷区	90,500 (30,500)	2.44 (0.82)
森トラスト株式会社(注) 2	東京都港区虎ノ門4丁目1番1号 神谷町トラストタワー3階	75,000	1.01
株式会社ウエスト・プランニング(注) 6	東京都文京区本郷一丁目4番6号	37,500 (37,500)	1.01 (1.01)
吉田 弘(注) 3	埼玉県久喜市	21,800 (21,800)	0.58 (0.58)
熊谷 信太郎(注) 8	東京都港区	18,750 (18,750)	0.51 (0.51)
山口 博道(注) 2, 8	大阪府岸和田市	18,750	0.51
松尾 清(注) 6	東京都渋谷区	18,750 (18,750)	0.51 (0.51)
志村 裕記(注) 5	東京都江戸川区	15,200 (15,200)	0.41 (0.41)

氏名又は名称	住所	所有株式数 (株)	株式(自己株式 を除く。)の 総数に対する 所有株式数の 割合(%)
河合 勝之(注) 5	東京都板橋区	9,550 (9,550)	0.28 (0.28)
森上 和樹(注) 6	愛知県名古屋市中区	8,350 (8,350)	0.23 (0.23)
上 昌広(注) 6	東京都港区	7,500 (7,500)	0.20 (0.20)
井上 久幸(注) 5	神奈川県川崎市麻生区	4,750 (4,750)	0.13 (0.13)
安藤 裕一郎(注) 5	東京都新宿区	1,980 (1,980)	0.05 (0.05)
平山 広子(注) 7	東京都目黒区	1,850 (1,850)	0.05 (0.05)
矢口 知良(注) 5	神奈川県相模原市緑区	1,850 (1,850)	0.05 (0.05)
呉 増宏(注) 2	東京都文京区	1,750	0.05
寺田 和朗(注) 7	東京都足立区	1,450 (1,450)	0.04 (0.04)
今泉 昌之(注) 5	埼玉県上尾市	1,350 (1,350)	0.04 (0.03)
松野 俊介(注) 6	東京都港区	1,150 (1,150)	0.03 (0.03)
所有株式1000株以下の株主18名(注) 5, 6, 7		9,410 (9,410)	0.25 (0.25)
計	—	3,709,820 (253,370)	100.00 (6.83)

西野氏、三和システム及びジャフコのVCファンドの保有株式数はそれぞれ、1,488,000株、774,000株、375,000株で、シェアは概ね40%、20%、10%のシェアであることがわかります。ところが、実は2022年12月末にジャフコの保有株式の一部について自己株式の有償取得及び消却が行われており、当初のジャフコの取得株式数は750,000株であったことが、以下の「特別利害関係者等の株式等の移動状況」により把握できます。なお自己株式の取得については、上記「発行済株式数及び資本金等の推移」の注3に記述されています。

## 第1 【特別利害関係者等の株式等の移動状況】

移動年月日	移動前所有者の氏名又は名称	移動前所有者の住所	移動前所有者の提出会社との関係等	移動後所有者の氏名又は名称	移動後所有者の住所	移動後所有者の提出会社との関係等	移動後株式数(株)	価格(単価)(円)	移動理由
2022年12月28日	メディカル・データ・ビジョン株式会社代表取締役社長 岩崎博之	東京都千代田区神田美土代町7番地 住友不動産神田ビル10階	特別利害関係者(大株主上位10名)	マーソ株式会社(当社)代表取締役社長 西野恒五郎	東京都港区虎ノ門4丁目3番1号 城山トラストタワー17階	提出会社	普通株式 75,000	60,000,000 (800) (注)4	移動前所有者の事情による
2022年12月28日	ジャフコSV4共有投資事業有限責任組合 ジャフコグループ株式会社取締役社長 三好啓介	東京都港区虎ノ門一丁目23番1号 (ジャフコグループ株式会社内)	特別利害関係者等(大株主上位10名)	マーソ株式会社(当社)代表取締役社長 西野恒五郎	東京都港区虎ノ門4丁目3番1号 城山トラストタワー17階	提出会社	A種優先株式 375,000	300,000,000 0 (800) (注)4	移動前所有者の保有方針に伴うもの
2023年9月10日 (注)5	—	—	—	ジャフコSV4共有投資事業有限責任組合 ジャフコグループ株式会社取締役社長 三好啓介	東京都港区虎ノ門一丁目23番1号 (ジャフコグループ株式会社内)	特別利害関係者等(大株主上位10名)	A種優先株式 △375,000株 普通株式 375,000株	—	普通株式への転換による

VCは上場が困難になった場合には、発行会社又は創業経営者に株式の買戻しを要請することがありますが、このように上場直前期に実質的に買戻させるのはユニークです。ただ、ジャフコの投資が行われたのが2015年であり、この時点で7年が経過していることを考えると、ファンドの期間の関係で一定のEXITを図る意向があったとも思われます。買戻されたのは半数の375,000株で、1株800円総額3億円のEXITとなっています。投資実行時は1株80円(株式分割後に換算)で750,000株、総額60百万円と推定されますので、このマーソによる買戻しによるEXITでジャフコは270百万円のキャピタルゲインを得ている計算になります。

上記ではジャフコと同時に資本業務提携先であったメディカル・データ・ビジョン(株)からの買戻しも行われています。条件は1株800円で同額です。この800円の買戻し価格については、注記にて「純資産方式及び類似会社比準方式により算出した価格、移動前所有者の取得価格を踏まえて、当事者間で協議の上、決定いたしました。」と価格算定根拠が説明されています。実際には、資本業務提携の解消その他の事情により、取得価額にて自己株式の買戻し消却を行ったものと推察されます。以上を総合すると、「発行済株式数及び資本金等の推移」に表現されていないマーソの第三者割当増資の状況は、以下の通りと推察されます。なお、このうちAflac Venturesの取得価額については、同社のプレスリリースに公表さ

れている金額を表示しています。また各社の株式取得時期についても同様に各社のプレスリリースにより把握したところによります。

割当時期	割当先	割当株式数 (株)	株価(円)	割当金額(円)
2015/4	ジャフコSV4共有投資事業有限責任組合	75,000	800	60,000,000
2017/4	Aflac Ventures LLC	23,280	18,041	420,000,000
2018/1	森トラスト株式会社	7,500	8,000	60,000,000
2018/1	メディカル・データ・ビジョン株式会社	7,500	8,000	60,000,000

※2023年9月に1:10の株式分割が行われており、上記は分割前の株式数及び株価です。

発行された株式の種類は、2015年4月のジャフコに割当てた株式のみがA種優先株式で、その他の増資については、普通株式が発行されたと考えられます。VC等が引き受けている種類株式は、通常は、残余財産分配について優先条項が付された優先株式です。解散時には残余財産を普通株式に優先して取得価額により分配を受けることができると規定されているのが一般的です。議決権及び剰余金配当については普通株式と同等とされ、上場申請をする取締役会決議を条件に1:1で普通株式に転換する条項(法的には普通株式を対価とする取得条項)が付されています。「発行済株式数及び資本金等の推移」の注4に示されている通り、2023年9月に普通株式に転換されています。

またジャフコへの割当は設立の3ヶ月後。設立時に創業者に発行された株価と著しい差があると考えられ、通常は税務上の問題が生じます。設立後に三和システムからの事業譲渡によって企業価値が著しく向上したと説明もできますが、残余財産の分配において取得価額が優先的に分配される優先株式とすることで、発行価格の差に伴う税務上の問題を回避していると考えられます。なお、2018年1月の増資は、メディカル・データ・ビジョンからの買戻し価格の1株800円(分割前1株8,000円)の発行価格で増資が行われたとすると、ダウンラウンドとなっています。上記による増資の総額は6億円となり、「発行済株式数及び資本金等の推移」の資本金及び資本準備金の金額と整合していることから、この価格で増資が行われたと推察されます。

#### 4 上場時の公募売

上場日の直前には公募売が行われて、一般投資家が株主として参加します。証券取引所では、流動性を確保することを目的に上場基準として、株主数や流通株式総数、流通株式比率の最低ラインを定めています。

マースの有価証券届出書の【証券情報】に示された上場時の公募株式数は75,000株、売出株式数は809,400株(オーバーアロットメントを含む)とされています。想定公開価格によってまず仮計算による募集及び売出の想定金額が示されており、その後、ブックビルディングによって募集売価格が決定された際には、改めて「訂正有価証券届出書」が提出されます。想定公開価格は2,110円とされて計算されています。その後、ブックビルディングで募集売価格は2,260円に決定されました。募集による資金調達額は約155百万円。売出総額は約1,682百万円となっています。

マーソの上場時には既存株主の全員が売出を行っています。以下は有価証券届出書の第一部【証券情報】第2【売出要項】1【売出株式(引受人の買取引受による売出)】の記載です。

種類	売出数(株)		売出価額の総額 (円)	売出しに係る株式の所有者の 住所及び氏名又は名称
—	入札方式のうち入札 による売出し	—	—	—
—	入札方式のうち入札 によらない売出し	—	—	—
普通株式	ブックビルディング 方式	694,100	1,464,551,000	茨城県ひたちなか市松戸町二丁目9番10号 三和システム株式会社 247,000株
				東京都港区虎ノ門一丁目23番1号 ジャフコSV4 共有投資事業有限責任組合 200,600株
				アメリカ合衆国ジョージア州 コロンバスウイントン・ロード1932 Aflac Ventures LLC 139,700株
				東京都港区 西野 恒五郎 50,000株
				東京都港区虎ノ門4丁目1番1号 神谷町トラストタワー3階 森トラスト株式会社 22,500株
				東京都杉並区 神田 有宏 15,100株
				東京都品川区 阿部 順一 7,000株
				東京都渋谷区 菅生 淳一 6,000株
				大阪府岸和田市 山口 博道 5,500株
東京都文京区 呉 培宏 700株				
計(総売出株式)	—	694,100	1,464,551,000	—

- (注) 1. 上場前の売出しを行うに際しての手続き等は、取引所の有価証券上場規程施行規則により規定されております。
2. 「第1 募集要項」における本募集を中止した場合には、引受人の買取引受による売出しも中止いたします。
3. 売出価額の総額は、有価証券届出書提出時における想定売出価格(2,110円)で算出した見込額であります。
4. 売出数等については今後変更される可能性があります。
5. 振替機関の名称及び住所は、「第1 募集要項 1 新規発行株式」の(注)3.に記載した振替機関と同一であります。
6. 本募集並びに引受人の買取引受による売出しにあたっては、需要状況を勘案し、オーバーアロットメントによる売出しを行う場合があります。  
なお、オーバーアロットメントによる売出しについては、後記「3 売出株式(オーバーアロットメントによる売出し)」及び「4 売出しの条件(オーバーアロットメントによる売出し)」をご参照下さい。
7. 引受人の買取引受による売出しに関連して、ロックアップに関する合意がなされております。その内容については、後記「募集又は売出しに関する特別記載事項 3. ロックアップについて」をご参照下さい。
8. 当社は、株式会社SBI証券に対し、上記売出数のうち一部を、当社が指定する販売先(親引け先)に売付けることを要請する予定であります。当社が指定する販売先(親引け先)・株式数・目的は下表に記載のとおりです。

指定する販売先(親引け先)	株式数	目的
TSVF1投資事業有限責任組合	取得金額100百万円に相当する株式数を上限として要請を行う予定であります。	TSVF1投資事業有限責任組合の有限責任組合員である東急不動産ホールディングス株式会社の子会社であり、当社の業務提携先である株式会社イーウェルとの協業関係を形成し、当社の企業価値向上に資することを目的とするため
株式会社SHIFT	取得金額300百万円に相当する株式数を上限として要請を行う予定であります。	当社の業務提携先である株式会社SHIFTとの協業関係を形成し、当社の企業価値向上に資することを目的とするため

なお、親引けは、日本証券業協会の定める「株券等の募集等の引受け等に係る顧客への配分等に関する規則」に従い、発行者が指定する販売先への売付け(販売先を示唆する等実質的に類似する行為を含む。)であります。

売出でジャフコは、前年に買戻しによりEXITした残りの保有株式375,000株のうち、200,600株を放出。453百万円の売却収入を得ています。売却益は437百万円であったと考えられます。上場後の保有株式数は174,400株。含み益は380百万円です。その後、市場売却により実現していくこととなります。一方、CVCとして資本参加したAflacは、保有株式232,800株のうち139,700株を放出。315百万円の売却収入を得ていますが、取得価額が1株あたり約1,800円であったことから、売却益は63百万円に留まったと考えられます。また、創業母体の三和システムは、保有株式774,700株のうち、247,000株を放出しています。売却収入は558百万円でそのほぼ全額が売却益です。売出後の保有株式数は527,700株、持株比率は約15%です。創業者の西野氏は売出50,000株のみで、売出後の保有株式数は1,438,750株。持株比率は約40%。三和システムと西野氏の合計で65%、他の役員を含めると2/3超のシェアを維持する資本政策となっています。

マーソの上場時の時価総額は約80億円。ジャフコの投資時は3億円、Aflac投資時には67億円となった後、森トラスト等が資本参加した際には25億円に低下したと考えられます。上場申請期の予想当期純利益は402百万円。1株あたりの当期純利益は113.84円で公募売価格により計算したPERは20倍と合理的な水準となっています。詳細につきましては別途、資本政策テーブル(筆者による推定)を作成しています。本研究会の有償会員の皆様はこちらからダウンロードできますので、ご参照ください。

<https://www.cfstartups.co.jp/cvc>

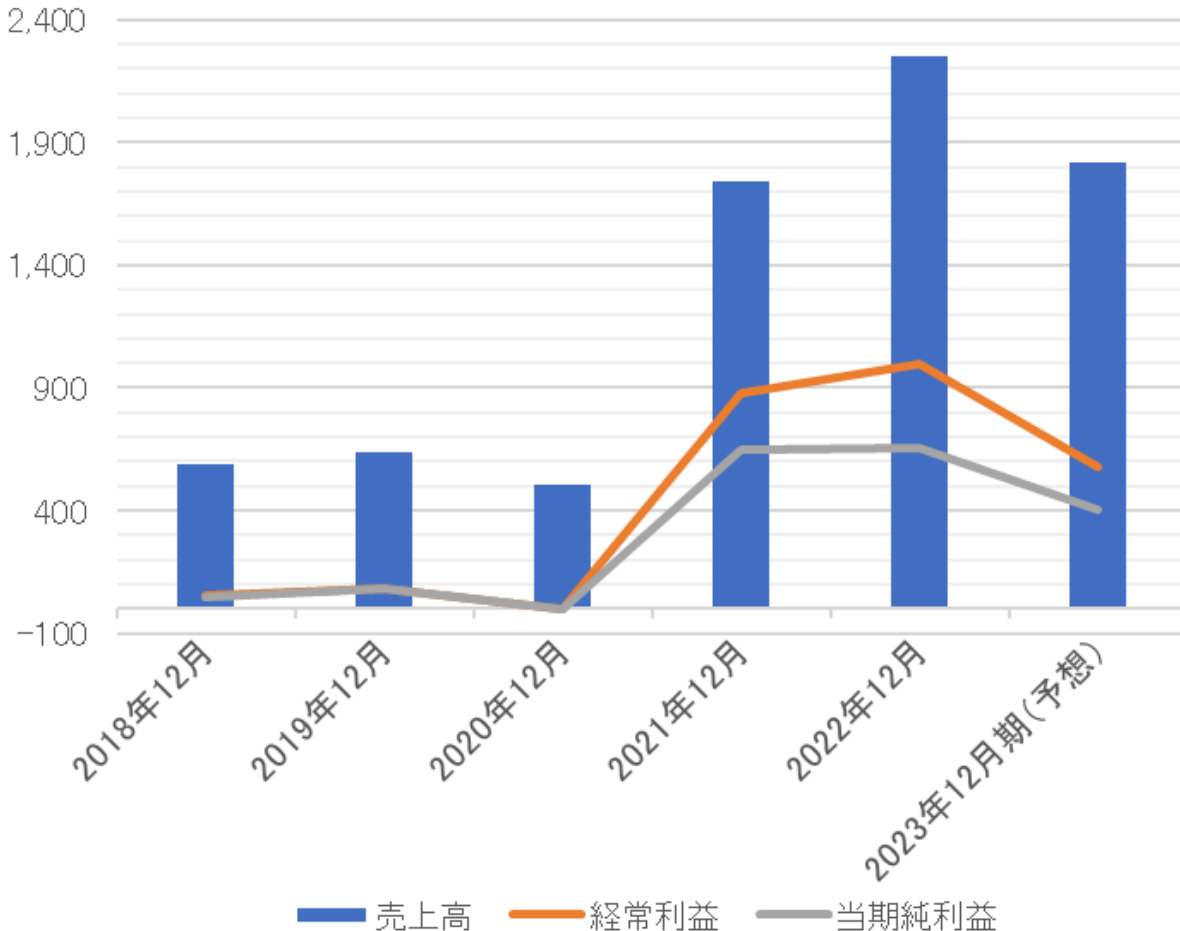
なお今回は、従業員に付与しているストックオプションに伴う潜在株式にかかる資本政策については割愛しておりますので、ご了解ください。

5 おわりに

マーソの上場初日の初値は2,079円と公募売価格の2,260円に対して8.01%の下落となりました。直近(2024年3月22日終値)では、1,585円となっています。

以下はマーソの有価証券届出書及び上場時に開示された2023年12月期の決算予想を含む業績の推移の数値を筆者がグラフ化したものです。

業績の推移(単位:百万円)



新型コロナウイルス感染症ワクチン接種の自治体向け等の予約システム運用が急速に伸びた反動で、2023年12月期は減収、減益となっています。ただ有価証券届出書においても、大規模ワクチン接種のシステムについては一時的な収入で継続性が低いことについて説明されています。予防医療として不可欠な健診及び人間ドッグの検索予約マーケットは今後も拡大が予想されるとともに、競争の激化によって検索予約システムのニーズは高まると考えられます。

とはいえ、健診・人間ドッグの検索予約マーケットのみでは成長に限界があることも明らかです。今後は関連事業分野への進出及び海外展開なども視野に、M&A戦略も含めて成長を模索することが求められます。

(以上)