

2023年1月19日 全8頁

岸田政権の「スタートアップ育成5か年計画」と東証の「IPOプロセスの見直し」

スタートアップ育成エコシステムへの期待

コンサルティング第一部 主席コンサルタント 小島 一暢

[要約]

- 2022年11月24日、「新しい資本主義実現会議」に設置された「スタートアップ育成分科会」において、「スタートアップ育成5か年計画（案）」とそのロードマップ（案）が示された。
- 同計画では、スタートアップは、「社会的課題を成長のエンジンに転換して、持続可能な経済社会を実現する主体であり、岸田政権が掲げる「新しい資本主義」の考え方を体現するもの」と位置付けられ、スタートアップが生み育てられるエコシステムの形成が必要であるとされている。
- こうした岸田政権の大きな方針を受けた形で東京証券取引所は、「IPOに関する上場制度等の見直し」を策定した。これには、「企業特性に合わせた円滑な上場審査（ディープテック）」、「新規上場プロセスの円滑化」、「ダイレクトリスティング・純資産基準の見直し」といった施策が含まれている。
- スタートアップ育成のエコシステムが機能して、「社会的課題」の解決を使命にしたスタートアップがuggiggと出現し、日本経済の成長に寄与するようになったら素晴らしいことである。「社会的課題をビジネスにしてマネタイズすること」は簡単ではないが、今後の官民一体となった取り組みに期待したい。

1. 岸田政権の「スタートアップ育成5か年計画」

2022年11月24日、「新しい資本主義実現会議」に設置された「スタートアップ育成分科会」において、「スタートアップ育成5か年計画（案）」とそのロードマップ（案）が示された。新しい資本主義実現会議は、岸田政権が掲げる「成長と分配の好循環」と「コロナ後の新しい社会の開拓」をコンセプトとした新しい資本主義を実現していくため、2021年10月に岸田総理を本部長として内閣に設置された「新しい資本主義実現本部」の下、そのビジョンを示し、具体化を推

進するべく岸田総理を議長として設置された会議である。

(1) 「スタートアップ育成 5 か年計画」の基本的な考え方と目標

「スタートアップ育成 5 か年計画（案）」の冒頭に示された基本的な考え方と目標を要約すると以下通りである。

<基本的な考え方>

- ・ スタートアップは、社会的課題を成長のエンジンに転換して、持続可能な経済社会を実現する主体であり、岸田政権が掲げる「新しい資本主義」の考え方を体現するもの。
- ・ 日本を代表する電機メーカーや自動車メーカーも、戦後まもなくスタートアップとして創業され、その後、日本経済をけん引するグローバル企業となった。
- ・ しかし、現在の日本は、開業率やユニコーン（時価総額 1,000 億円超の未上場企業）の数において、米国や欧州と比べて低い水準で推移している。
- ・ 他方、既存の大企業もスタートアップの買収、スタートアップとのコラボレーションなどを通じて新技術を導入するオープンイノベーションを行った場合、持続的に成長できることも分かってきた。
- ・ 以上を背景として、本年（2022 年）をスタートアップ創出元年とし、戦後の創業期に次ぐ、第二の創業ブームを実現する。そのために、スタートアップの起業加速と、既存大企業によるオープンイノベーションの推進を通じて、日本にスタートアップを生み育てる エコシステムを創出する。
- ・ スタートアップ・エコシステムの創出にあたっては、グローバル市場に果敢に挑戦するスタートアップを生み出していくという視点を持つ。
- ・ すでに、スタートアップ担当大臣を設置し、総合経済対策及び補正予算において過去最大規模の 1 兆円のスタートアップ育成に向けた予算措置を閣議決定したが、これを活用しつつ、人材・ネットワーク構築の観点、事業成長のための資金供給や出口戦略の多様化の観点、オープンイノベーションの推進の観点から、多年度にわたる政策資源の総動員のため、官民によるスタートアップ育成策の全体像を 5 か年計画として取りまとめる。

<目標>

- ・ 日本にスタートアップ育成のエコシステムを創出し、第二の創業ブームを実現するためには、大きな目標を掲げて、それに向けて官民で一致協力して取り組んでいく必要がある。
- ・ 目標については、創業の「数」（開業数）のみではなく、スタートアップの成長すなわち「規模の拡大」にも着目し、スタートアップの「絶対数」と「規模の拡大」を包含する指標として、スタートアップへの「投資額」に着目する。
- ・ この投資額は、過去 5 年間で 2.3 倍増（3,600 億円（2017 年）→8,200 億円（2021 年））で

あるが、本 5 か年計画の実施により、5 年後の 2027 年度に 10 倍を超える規模（10 兆円規模）の投資額とすることを大きな目標に掲げる。

- ・ さらに、将来においては、ユニコーンを 100 社、スタートアップを 10 万社創出することにより、アジア最大のスタートアップハブとして世界有数のスタートアップの集積地になることを目指す。

岸田政権が示した「新しい資本主義」のビジョンとこの「スタートアップ育成」の考え方や目標は、昭和の高度成長から平成に一転して停滞し、さらに令和に入って人口減少と高齢化が進み、米中の対立やウクライナ危機、気候変動などに起因するリスクや不安定性、さらに債務の膨張など不安要素が目白押しの日本経済の将来への持つべき課題意識を明らかにしたことで非常に意義が大きいと言えるだろう。

(2) 「スタートアップ育成 5 か年計画」における「IPO プロセスの整備」

スタートアップ育成 5 か年計画では、「基本的な考え方」、「目標」の後に、「パッケージの方向性」が以下の 3 点を柱として示されている。

<パッケージの方向性>

- ・ スタートアップ創出に向けた人材・ネットワークの構築
- ・ スタートアップのための資金供給の強化と出口戦略の多様化
- ・ オープンイノベーションの推進

そして、IPO に関連しては、以下のような認識が示されている。

- ・ スタートアップのエグジットを考えた場合、M&A と IPO の比率に着目すると、米国では M&A が 9 割を占めるのに対し、我が国では IPO が 8 割であり、圧倒的に IPO の比率が高い。M&A の比率を高めていくことが求められる。

この日米のスタートアップのエグジットの違いは、実態としては、米国ではスタートアップが創業後の発展ステージに応じてファイナンスの機会があり、株主の構成が変化・拡大し、経営体制や財務基盤の強化が行われるのに対し、日本ではスタートアップが規模も小さく、経営基盤も脆弱な段階で旧東証マザーズのような新興市場への上場に向けた IPO が実施されるケースが多かったということと推察される。本 5 か年計画を読み進めると、「スタートアップのための資金供給の強化と出口戦略の多様化」の一環として、「IPO プロセスの整備」という項目があり、以下の記載がある。

<IPO プロセスの整備>

- ・ 本年 4 月の「IPO プロセスの見直し」に即し、これに基づく証券業界や競争当局による制度見直し、運用の改善を着実に進める。また、先端的な領域で新技術を活用するディープテックのスタートアップといった企業価値評価が難しい企業に対応した上場審査の実現や新株を発行せずに既存株のみ上場するダイレクタリスティングの活用を図る。

2. 東京証券取引所の「IPOに関する上場制度等の見直しについて」

(1) 東京証券取引所の「IPOに関する上場制度等の見直しについて」の背景

東京証券取引所は、2022年12月16日、「IPOに関する上場制度等の見直しについて」と題されたパブリックコメントの募集を発表し、その参考資料として「IPO等に関する見直しの概要」が示された。この参考資料は、同年8月24日に公表された「IPO等に関する見直しの方針について」を具体化したものと位置付けられている。

<IPOに関する上場制度等の見直しについての「趣旨」>

「スタートアップの育成が、日本経済のダイナミズムと成長を促し、社会的課題を解決する鍵となる中、政府においては、「新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画・フォローアップ」（2022年6月7日閣議決定）等に掲げられた事項をはじめ、様々な施策が進められています。

「昨今、新規上場を目指すスタートアップの企業特性・ニーズ等に多様化が見られる中、当取引所においても、スタートアップにおける新規上場手段の多様化を図る観点から、新規上場プロセスの円滑化やダイレクタリスティングの環境整備など、「新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画・フォローアップ」等に掲げられた事項も含めて、所要の上場制度等の見直しを行うこととします。」

(図表1) 「新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画」フォローアップ（関連部分）

3. スタートアップの起業加速及びオープンイノベーションの推進

(1) スタートアップ育成5か年計画の策定

- ・ 従来が目線では評価が困難なビジネスモデルを有する企業について上場審査を円滑に行う観点や上場維持基準の純資産要件（※）が上場企業の適切なリスクテイクを阻害しないものにする観点から、東京証券取引所において上場ルールについて必要な検討を行い、2022年度中に結論を得る。
- ・ 東京証券取引所においてスタートアップのダイレクタリスティング利用の円滑化策について検討し、2022年中に結論を得る。

出所：東京証券取引所「IPO等に関する見直しの概要」（2022年12月）より抜粋

(2) 東京証券取引所の「IPOに関する上場制度等の見直しについて」の内容

上記の参考資料「IPO等に関する見直しの概要」では、スタートアップがIPOをより円滑に行えるようにする具体的な施策として、以下の3項目を挙げている。

<IPO等に関する見直しの概要>

- ・ 企業特性に合わせた円滑な上場審査（ディープレック）
- ・ 新規上場プロセスの円滑化

- ・ ディレクトリスティング・純資産基準の見直し

(2)-1 企業特性に合わせた円滑な上場審査（ディープテック）

「企業特性に合わせた円滑な上場審査（ディープテック）」については、「宇宙、素材、ヘルスケアなど、先端的な領域において新技術を活用して新たな市場の開拓を目指す研究開発型企业（ディープテック企業）に関しては、技術開発及びビジネスモデルの構築が途上であり、相対的に企業価値評価が困難であるという特性」、「グロース市場「事業計画の合理性」の審査において機関投資家の投資評価を活用し、円滑な上場審査を実施（開示ポイントとあわせて「新規上場ガイドブック」において明確化）」とする説明がなされ、以下の内容の表が示されている。

(図表 2) 企業特性に合わせた上場審査（ディープテック）

項目	内容
対象	<ul style="list-style-type: none"> ・ 上場前に、機関投資家（十分な目利き能力を有し、上場後においても中長期的に投資を継続することが見込まれる者を想定）からの資金調達により相応の企業規模となっていること ・ 上場時においても、機関投資家から大規模な資金調達が行われること <p>※ 例えば、上場前から 100 億円程度の資金調達実績がある、上場時の時価総額が 1,000 億円程度の水準に達するなど</p>
内容	<ul style="list-style-type: none"> ・ 機関投資家によるビジネスモデル・事業環境等に対する評価を確認し、それを前提として「事業計画の合理性」を審査 <p>※ 必要に応じて、専門家、取引先（潜在顧客）、当局などの見解を得ることでこれを補完</p>
開示	<ul style="list-style-type: none"> ・ 企業価値評価が困難という特性を踏まえ、事業計画及び成長可能性に関する事項等の開示を拡充 <ul style="list-style-type: none"> ➤ ビジネスモデル、競争優位性及び研究開発の内容など投資活動の詳細 ➤ 今後の投資計画（先行投資を行う期間や投資の規模感、事業進捗に応じた投資方針の変更や投資継続の判断に係る考え方等）及び想定する投資効果 ➤ 市場規模（将来予測を含む） ➤ リスク情報（顕在化した際の成長の実現や事業計画の遂行に与える影響を含む）

出所：東京証券取引所「IPO 等に関する見直しの概要」（2022 年 12 月）に基づき大和総研作成

(2)-2 新規上場プロセスの円滑化

新規上場プロセスの円滑化については、「新規上場日程の設定の柔軟化を図る観点から、上場申請手続等に関して所要の見直しを実施（日本証券業協会の「公開価格設定プロセスの見直し」に関する検討も踏まえて対応）」として、以下の施策が示された。

(図表 3) 新規上場プロセスの円滑化

事項	内容
① 申請書類	<p><u>監査報告書</u>：新規上場申請時の提出は不要（上場承認時までの提出で可）</p> <p><u>組織再編時の財務情報</u>：当事会社の財務情報を重要性の高い会社のものに限定</p>
② 形式要件	<p><u>事業継続年数</u>：株式会社としての事業継続期間を審査（取締役会の設置状況は問わず、ガバナンスの有効性は実質審査で確認）</p> <p><u>時価総額</u>：公募・売出価格で算定（想定価格に基づく算定よりも投資家の評価を反映）</p>
③ 上場審査	<p><u>審査期限</u>：定時株主総会（決算の確定）が到来しても、新規上場申請から1年間は上場審査を継続可</p> <p>※標準審査期間は変更なし</p>
④ 新規上場	<p><u>業績予想</u>：上場審査では前提条件や根拠等の確認を行うこと（＝上場後の修正自体を問題視するものではないこと）を明確化</p> <p><u>初値形成</u>：初値決定日までは成行注文を禁止（需給が不安定な状況を考慮）</p>

出所：東京証券取引所「IPO等に関する見直しの概要」（2022年12月）に基づき大和総研作成

(2)-3 ダイレクトリスティング・純資産基準の見直し

「ダイレクトリスティング・純資産額の見直し」については、「多様化するスタートアップのニーズ（ダイレクトリスティングの活用、上場後における積極的なM&A・投資の実施）を踏まえ、新規上場後の経営（コーポレートアクション）の自由度を高めるための見直しを実施」との趣旨が説明され、以下の内容の施策が示された。

(図表 4) ダイレクトリスティング・純資産基準の見直し

事項	内容
グロース市場での ダイレクトリス ティング	<p>内容：</p> <ul style="list-style-type: none"> 時価総額 250 億円以上となることが見込まれる新規上場申請会社を対象に、公募を行わないことも可とする（プライム市場、スタンダード市場では現行ルールでもダイレクトリスティングが可能） <p>円滑な実施のための方策：</p> <ul style="list-style-type: none"> 上場後の価格形成が不安定になりうる旨を当取引所から周知 幹事取引参加者に対して、流動性確保のための方策を確認するとともに流通参考値段の提出を求める 新規上場申請会社に対して、新規上場日までに有価証券報告書の提出を求める
純資産基準（上場 維持基準）の見直 し	<ul style="list-style-type: none"> 成長可能性が相応に評価されているグロース市場上場会社に対しては、上場維持基準における純資産の額基準を緩和し、M&A 等コーポレートアクションの実施を柔軟化

出所：東京証券取引所「IPO 等に関する見直しの概要」（2022 年 12 月）に基づき大和総研作成

(2)-4 東京証券取引所の「IPO 等の見直しに関する概要」に対する所感

「IPO 等の見直しに関する概要」に示された 3 つの項目、すなわち「企業特性に合わせた円滑な上場審査（ディープテック）」、「新規上場プロセスの見直し」、「ダイレクトリスティング・純資産基準（上場維持基準）の見直し」は、全体としては今後のスタートアップの IPO 及び株式上場に機動性と柔軟性をもたらすものであり、「新しい資本主義」の趣旨に忠実に応えた施策になっていると言える。特に、「新規上場プロセスの円滑化」と「純資産基準（上場維持基準）の見直し」は機動性と柔軟性の観点から望ましい内容と思われる。

少し気になる点を挙げると以下の通りである。

・ 企業特性に合わせた円滑な上場審査（ディープテック）：

対象となるスタートアップは相応の投資ラウンドを経ている場合が多いと考えられ、出資している投資家も多く、またそれらの投資家が上場時に売却するようなケースも想定されるのではないと思われる。こうした想定に基づく、ビジネスモデルや事業環境の評価を参考にするのであれば出資している投資家が望ましい一方、「どの投資家の評価を参考にするのか、また投資家は応じるのか」といった実務プロセスの問題、「当該機関投資家の評価が IPO 時の開示等を通じて IPO 価格に影響を与えてしまってもよいのか、また保有株式の一部でも売却するとしたら利益相反的な取引にならないか」といった解釈の難しい状況

を引き起こす可能性がある」と懸念される。

・ グロース市場のダイレクトリスティング：

2022 年末現在のグロース市場は、516 社が上場、時価総額は 7 兆円程度で推移しており、1 社あたりの時価総額は 140 億円弱となっている。2022 年に IPO を実施した東証の新規上場会社は社数こそ 100 社近くあったが、大半を占めたグロース市場の新規上場銘柄の IPO 規模は総じて小さく公募売上の総額が 10 億円に満たない会社も多数見られた。グロース市場の投資家は大半が投資期間の短い個人投資家で流動性が低く、外国人も含めた機関投資家は積極的に投資していない。こうした状況に鑑みると、グロース市場へのダイレクトリスティングが「新しい資本主義」が描くコンセプトに合った形で実現するためには、本レポートの冒頭に触れた「スタートアップ育成 5 か年計画」における「スタートアップを生み育てるエコシステム」が十分に確立して機能を発揮する必要があると言えるだろう。

3. おわりに

日本経済は長期的に停滞し、国の債務は異常な水準に膨張する一方で、人口減少と高齢化は否応なしに進行していく非常に厳しい状況にあることは事実であり、多くの日本人が実感しているところであろう。さらに、世界は米国と中国の対立、ロシアのウクライナ侵攻、世界的な景気後退の懸念など日本を取り巻く環境の厳しさも増している。そのような状況下、岸田政権が打ち出した「新しい資本主義」は方向性として間違っただけではなく、官民が協力してできることを推進し、うまくいかない点は改良していくといった地道な取り組みを続けるべきものと言える。

とはいえ、2022 年の世界の IPO 資金調達世界的な景気後退リスクの顕在化を反映して前年比 65%減の 1,400 億ドル（約 18 兆円）にとどまるなど、スタートアップに対する資本市場の環境は悪化している。東京証券取引所が掲げた施策の一つであるダイレクトリスティングにしても、2018 年にニューヨーク証券取引所のシンボリックな大型ダイレクトリスティングとして大きく話題になったスウェーデンの音楽配信の世界最大手 Spotify のようにビジネスモデルが高く評価されていながらも黒字化がなかなか実現できず、上場後は評価を落としたといった事例もある。どれほど優れたビジネスモデルを有して高い市場評価を得たスタートアップでも赤字を続けていたらいずれ投資家は離れてしまうと認識する必要がある。

岸田政権の「新しい資本主義」は、「スタートアップは、社会的課題を成長のエンジンに転換して、持続可能な経済社会を実現する主体であり、岸田政権が掲げる「新しい資本主義」の考え方を体現するもの」としている。しかし、「社会的課題を成長のエンジンに転換する」というのは簡単なことではない。気候変動への対策を着実に進め、積極的に開示を行い、投資家の評価を得ても、キャッシュフローを生まないビジネスはサステナブルとは言えない。官民一体となった取り組みが奏功し社会的課題をマネタイズするスタートアップが育つエコシステムの形成につながることに期待したい。