

IPOまでのリスクマネー供給に係る 制度整備について

(2023年1月時点)

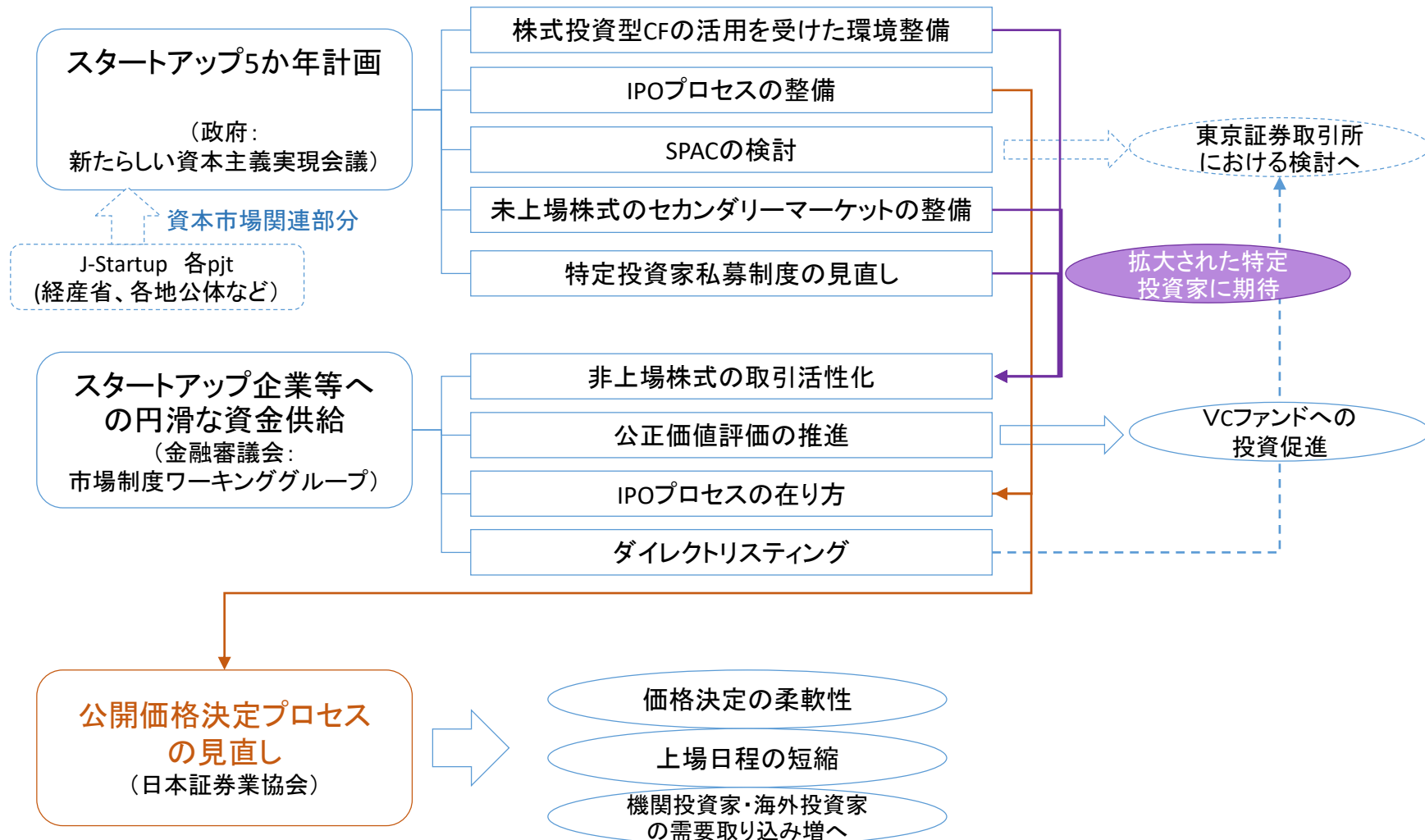


株式会社資本市場研究所きずな

IPOまでのリスクマネー供給に係る制度整備総括

(2023年1月時点)

2022年に政府や金融審議会、日本証券業協会で検討された新規・成長企業に対するリスクマネー供給増加を目的とする制度整備状況について、現時点で総括すると、以下の様なイメージではないかと考えます。



スタートアップ育成5か年計画より

(2022年11月28日)

政府の新しい資本主義実現会議(内閣官房)において、“新しい資本主義”実現の為、5年後を目標に、スタートアップ企業への投資額を年間10兆円、ユニコーン企業100社、スタートアップ企業10万社創出とする「スタートアップ育成5か年計画」が策定されました。

広く産業育成政策に始まって、我が国の資本市場の在り方にも影響を及ぼしますが、以下は、直接資本市場との関係がある部分のロードマップで、市場の機能整備や投資の在り方にも関与していく可能性が高いと考えます。

2022年度	2023年度	2024年度	2025年度	2026年度
年度内 ～年末 通常国会				
株式投資型クラウドファンディングの活用に向けた環境整備				
株式投資型クラウドファンディングについて、現在の発行総額上限(1億円)を超える資金調達をプロ投資家向けには可能とすることを検討するなど必要な見直しの実施				
IPOプロセスの整備				
「IPOプロセスの見直し」に即し、証券業界等の制度見直し・運用改善				
ディープテック等の企業価値評価が難しい企業の上場審査への対応				
ダイレクトリスティング(既存株のみの上場)の活用				
SPAC(特別買収目的会社)の検討				
SPAC(特別買収目的会社)を導入した場合に必要な制度整備について、国際金融市場の動向を踏まえ、投資家保護に十分配慮しつつ、検討				
未上場株のセカンダリーマーケットの整備				
金融商品取引法の関係法令の改正(2023年度中)				
未上場企業の証券等のデータの標準化についての民間の取組を進めるなど、セカンダリーマーケットの取引円滑化のための環境整備				
特定投資家私募制度の見直し				
非上場有価証券でも特定投資家私募制度の利用を可能とする規則整備(2022年7月)	新制度の活用状況のフォローアップ	特定投資家私募制度の特定証券情報開示義務について、実際のニーズ等を踏まえつつ、必要に応じて見直し		

スタートアップ育成5か年計画に対する 評価と可能性について

政府のスタートアップ育成5か年計画は、人材育成や大学発ベンチャーの種まき、報酬制度設計、公的資金支援などまでに及ぶ広範囲なものです。投資に係わる部分(前頁)の評価と可能性は以下の様に考えます。

株式投資型CFの活用 を受けた環境整備

CF利用の企業は年間1億円未満の調達制限があるが、特定投資家分は別枠としたもの。特定投資家は証券会社で管理されるが、結局、CF利用企業へ特定投資家のリスクマネーを証券会社の仲介機能整備が重要。

IPOプロセスの整備

IPO関連業務は業界慣行的なことが多かったが、プロセスが明確化されたことは意味がある。しかし、本来の目的はIPOを通じて成長企業がリスクマネー調達を行うことを増やすことにあり、現行のVC投資のEXITとして利用されることがメインのなっているIPO市場改革には繋がらない。よって、目的再認識を。

SPACの検討

機能的にがIPOバブルの一面だった可能性もあり。この制度で大切なのはIPO業務や市場機能に精通していることで、かつ関係者間の利益相反を調整する機能も重要。中核となるスポンサーは、アントレプレナー実績やVCキャピタリスト実績はあった方が良いが、制度設計では市場機能仲介を担う責任と制約が必要。

※未上場株式のセカンダリー リーマーケットの整備

既存の株主コミュニティ、特定投資家向け銘柄制度に加えて、新たな未上場株式のセカンダリー(例えば特定投資家向けPTS)の必要性については、疑問がある。むしろセカンダリーについてはTOKYO PRO Marketの流動性確保と活用に重点をおくべきでは。ただし未上場企業データの標準化には期待したい。

※非上場株式

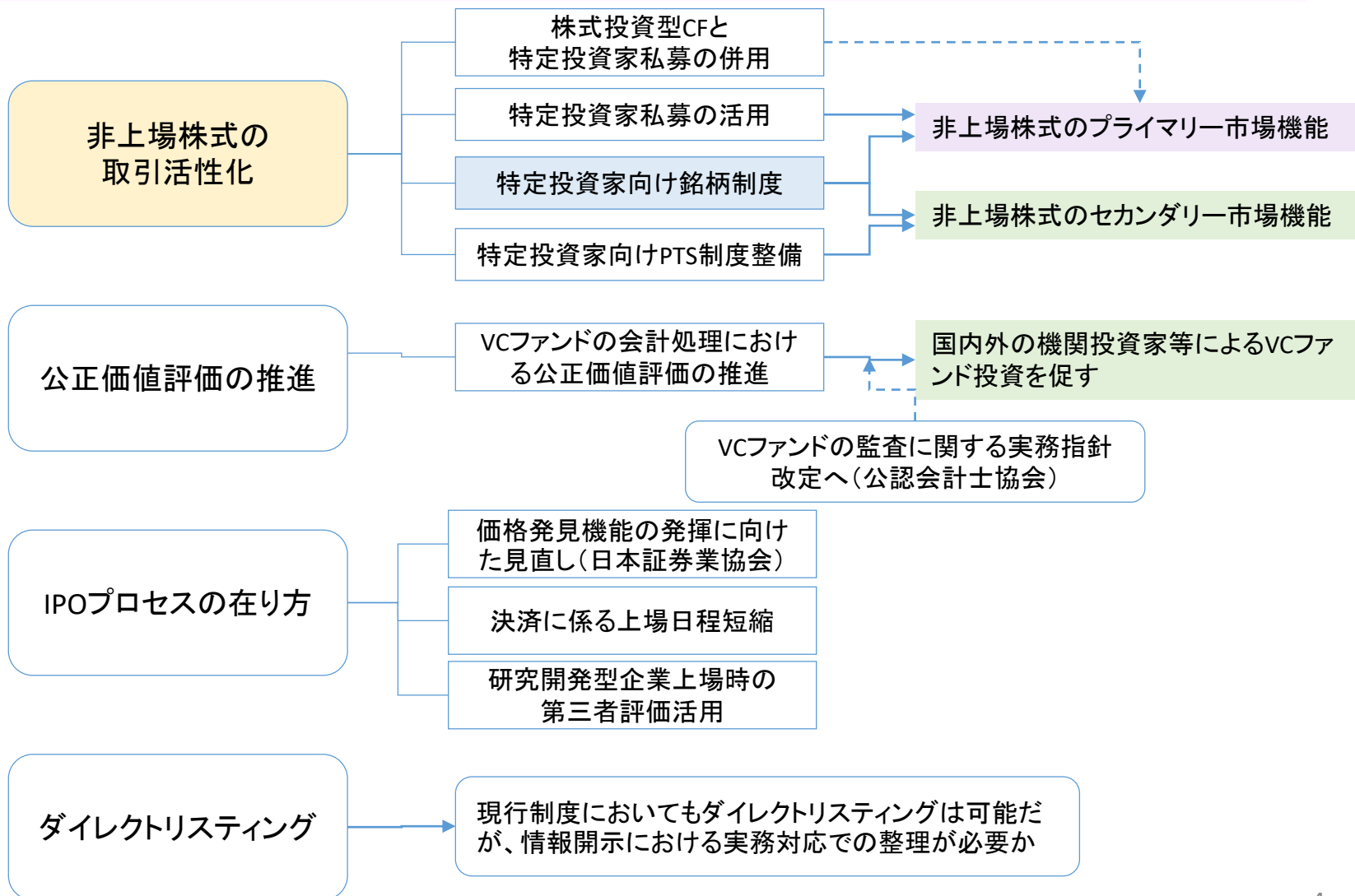
特定投資家私募制度 の見直し

新規・成長企業へのリスクマネー供給では、機関投資家などの特定投資家私募利用と、個人の特定投資家をターゲットにした新制度“特定投資家向け銘柄制度”に期待したい。その為のフォローアップと情報開示の見直しを継続的に行うことは賛成したい。

金融行政より～スタートアップ企業等への円滑な資金供給

(2022年12月21日)

昨年末に公表された金融審議会市場制度ワーキング・グループ第二次中間整理において、スタートアップ企業等への円滑な資金供給として、以下の4点が取り上げられています。



スタートアップ企業等への円滑な資金供給施策への評価と可能性

新規・成長企業へのリスクマネー供給支援策は、アベノミクス以降継続している金融政策の一つですが、昨年行われた特定投資家関連の制度整備による効果は今後期待されます。また、少し時間がかかりそうですが、VCファンドの公正価値評価はVCの能力を客観的に評価できるので、機関投資家などのVCファンド投資拡大には必須と考えます。

非上場株式の取引活性化

リスクマネー供給の目的としては、個人の基準を緩和した特定投資家関連の制度整備への期待が大きい。
特定投資家を想定したPTSについては、あった方が良いが、実務的には現在の特定投資家向け取引所であるTOKYO PRO market(東証)の活用が先ず先ではないか。

公正価値評価の推進

現状のVC業界は、成長企業投資と成長支援に注力することが中心で、IPOを目標とするも資本市場機能とその人材確保が不足して、機関投資家に対応できていないケースが多い。投資した企業を時価評価する公正価値評価の導入は、機関投資家と市場ルールを共有することになり、今後のVCの成長と拡大に期待できる。

IPOプロセスの在り方

IPOの公開価格決定プロセスは、本来主幹事業の一環で市場原理で優劣が淘汰されるべきだが、政府の成長戦略等ととりあげられたことでプロセスが明確化され、実務的問題が改善されたことは評価できる。但し、今回の見直しは、市場変動や需要ニーズが強い時の柔軟性、海外需要取り込みなど大型案件にメリットがあり、中小型案件では主幹事証券会社の一層の丁寧な説明が必要なものに変わりはない。

ダイレクトリスティング

現状でもある程度社内組織が整っている大型企業なら対応可能だが、IPOと同じく上場の為の取引所に対する証券会社の推薦書が必要で、その為の主幹事による上場適格性調査が必要。その為、中小型銘柄で誰がIPO時の売出しのない上場適格性調査を行うかが問題で、この機能を持つ証券会社が増えることに期待したい。

協会による公開価格決定プロセスの見直し

(2022年12月20日パブコメ募集時点)

政策的にも注目を集めたIPO時の公開価格の問題は、主幹事を努める証券会社の問題でもあります。日本証券業協会の自主規制改定により、公開価格決定プロセスの見直しを以下の様に行う予定です。(一部、実施済み) プロセス改善策のイメージは、以下のようになります。

現行のプロセス		協会の公開価格WG報告書の改善策	
上場日－1ヶ月頃	～上場承認前		⑫主幹事証券会社の追加・変更等
	・上場承認 ・有価証券届出書提出 ・想定発行価格公表		⑧プレヒアリングの改善・明確化 等
	・ロードショー		③有価証券届出書への想定発行価格や手取金概算額の記載方法の見直し ⑨機関投資家への割当及び開示
上場日－15日頃	仮条件決定	②上場日程の期間短縮・柔軟化 ⑥価格決定の中立性確保 ⑪発行会社への公開価格等の納得感のある説明	⑩実名による需要情報等の提供
	ブックビルディング		⑩実名による需要情報等の提供
上場日－8日頃	公開価格決定		①仮条件の範囲外での公開価格設定 ④売出株数の柔軟な変更 ⑤国内、海外並行募集時のオーバーアロットメントの上場数量の明確化
	上場		⑦主幹事証券会社別の初期収益率等の公表

●色は2023年2月頃自主規制ルール改定予定、
上記の○番号は公開価格WG報告書の改善策番号

協会による公開価格決定プロセスの見直しに対する評価

(2023年1月時点)

前頁の日本証券業協会の自主規制等の見直しに関する評価は、現時点において以下のように考えます。

見直しの背景

本来、主幹事証券は発行会社と投資家の仲介者なのだから、基本的には公開価格の値決めでは中立的であることで成り立っているはずですが、一部主幹事証券会社において、発行会社にとって慌ただしい上場直前時期において、丁寧な説明もなく大幅なIPOディスカウント(まだ流動性がないことを前提に理論的な価格より大幅に割り引く)で想定価格決定を発行会社に求めることが目立つ状況がありました。特に時価総額が小さな銘柄に対して、価格決定の説明の仕方が問題となりました。

協会の自主規制ルール改定について

自主規制ルール上で、発行会社への丁寧な説明や価格決定の中立性が明記されたことが良い事ですが、改正全般のイメージは以下の様になりにかなりテクニカルな不都合を解消しようとするもので、機関投資家・海外投資家の需要取り込みには効果がありそうですが、上記の背景で説明した時価総額が小さい銘柄にどの程度効果があるかは現時点では予想できません。各改善策について、プロセスの時系列的な評価は以下の通りです。

- ・主幹事証券会社の追加・変更等→上場準備の早い段階から主幹事として価格の在り方を説明、他の証券会社のセカントオピニオンも可能に
- ・プレヒアリングの改善・明確化→プレヒアリングは社債発行時に利用されていた手法で、案件の詳細を決める前に機関投資家に事前需要を聞くことをIPOにも利用しようとするものだが、この段階で個別需要の確認が必要か疑問
- ・有価証券届出書への想定発行価格や手取金概算額の記載方法の見直し、機関投資家への割当及び開示→引受証券会社の技術的問題なので、発行会社の直接のメリットは疑問
- ・実名による需要情報等の提供→これも社債の需要予測方法で、機関投資家需要が異なる証券会社で重複しないための機関投資家実名を発行会社に公表(トランスペアレンシー)なので、IPOの発行会社のメリットは不明
- ・仮条件の範囲外での公開価格設定、売出株数の柔軟な変更→ブックビルディングにおいて予想以上に投資家が強気だったり、需要が大幅に多いことが予想される場合、柔軟に価格・株数が決められるのなら発行会社にとってはメリット
- ・国内、海外並行募集時のオーバーアロットメントの上場数量の明確化→基本的には柔軟に投資家需要を国内・海外に配分できるので良い事だが、グローバルオファリングを行う大型IPOに利用が限られるため、一部の大手証券のメリットに留まる