

スタートアップ創出調整連絡会議 説明資料

2023年2月



金融庁

Financial Services Agency, the Japanese Government

上場審査・ダイレクトリスティング

市場制度WG 第二次中間整理(令和4年12月21日公表)(抜粋)

企業特性にあわせた上場審査

取引所が行う上場審査については、新たなビジネスモデルにも対応した上場審査の考え方やポイントの例示などの取組みが行われてきたが、近年、IPOを目指す企業のビジネスモデルは更に多様化している。このため、取引所には、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成長を目指す研究開発型企業(いわゆるディープテック企業)など、企業特性による企業価値評価が難しく、ビジネスモデルの評価に対する見解が分かれうる企業についても、円滑に上場できるようにしていくための取組みが求められている。

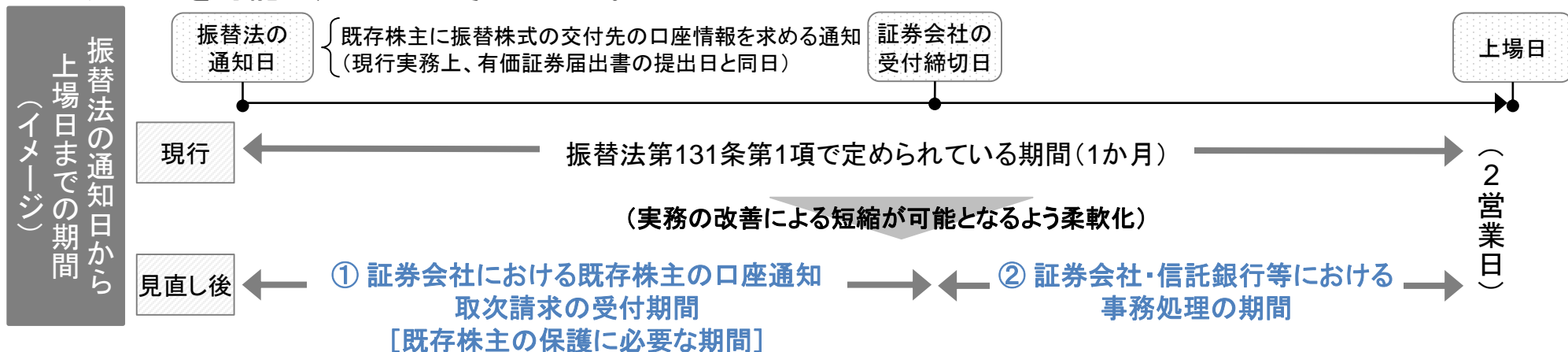
例えば、機関投資家から相応の規模で中長期的な投資を受けている企業については、利益相反に留意して、当該機関投資家の投資判断にあたり得られた評価を第三者の機関投資家や専門家の評価とともに活用することで、より多様な視点から上場審査を行うことや、そうした企業のビジネスモデル、競争優位性、市場規模、リスク情報等の適切な開示を確保するなど、多様なスタートアップ企業が円滑に上場できる施策について、引き続き、取引所において検討を行うべきである。

ダイレクトリスティングの円滑化

スタートアップ企業によるエグジットの多様化に向け、ダイレクトリスティングは有効な選択肢であると考えられる。ダイレクトリスティングを利用しやすい環境を整備するため、東京証券取引所は、グロース市場において公募の実施を一律の上場要件としていることを見直すべきである。また、ダイレクトリスティングを利用する発行者は上場の際に資金調達を行わないため有価証券届出書の提出義務が課せられない。そのため、市場における取引開始までに有価証券報告書を提出することにより投資家に対する適切な情報開示を確保するなど、東京証券取引所において、投資家保護にも留意しつつ、発行者が円滑な上場を行えるよう制度整備を行うべきである。

IPOプロセスの見直し(上場日程の短縮推進)

- 上場承認日から上場日までの期間について、マーケット変動リスクが公開価格に織り込まれることで、公開価格のディスカウントが大きくなっているという指摘があることから、その短縮が望まれている。
- 新規上場企業は、取引所の上場承認などの手続とともに、株式を証券保管振替機構の取扱対象とする必要があり、振替法^(注1)上、そのための手続として、既存株主に振替株式の交付先の口座情報を求める通知を上場(の通常2営業日前)の「1か月」前までに行うことが規定されている。
- この期間について、上場日程短縮の制約の1つになっているとの指摘があることから、手続に要する期間のうち、「証券会社における既存株主の口座通知取次請求の受付期間」(下図①)の下限日数のみ^(注2)を振替法令に定め、事業者等の取組みによる事務処理期間(下図②)の短縮により、上場日程全体の短縮につなげることを可能とすることが考えられる。



(参考)非上場株式の取扱い

- 証券保管振替機構の振替制度は、株式、社債、投資信託受益権などが対象となっており、株式についてはこれまで原則として上場株式のみが対象となっていたが、非上場株式の取引活性化等の観点から、非上場株式(スタートアップの株式、PTS取扱銘柄など)にも取扱いを拡大する方向で、制度参加者も交えて対応を検討中。

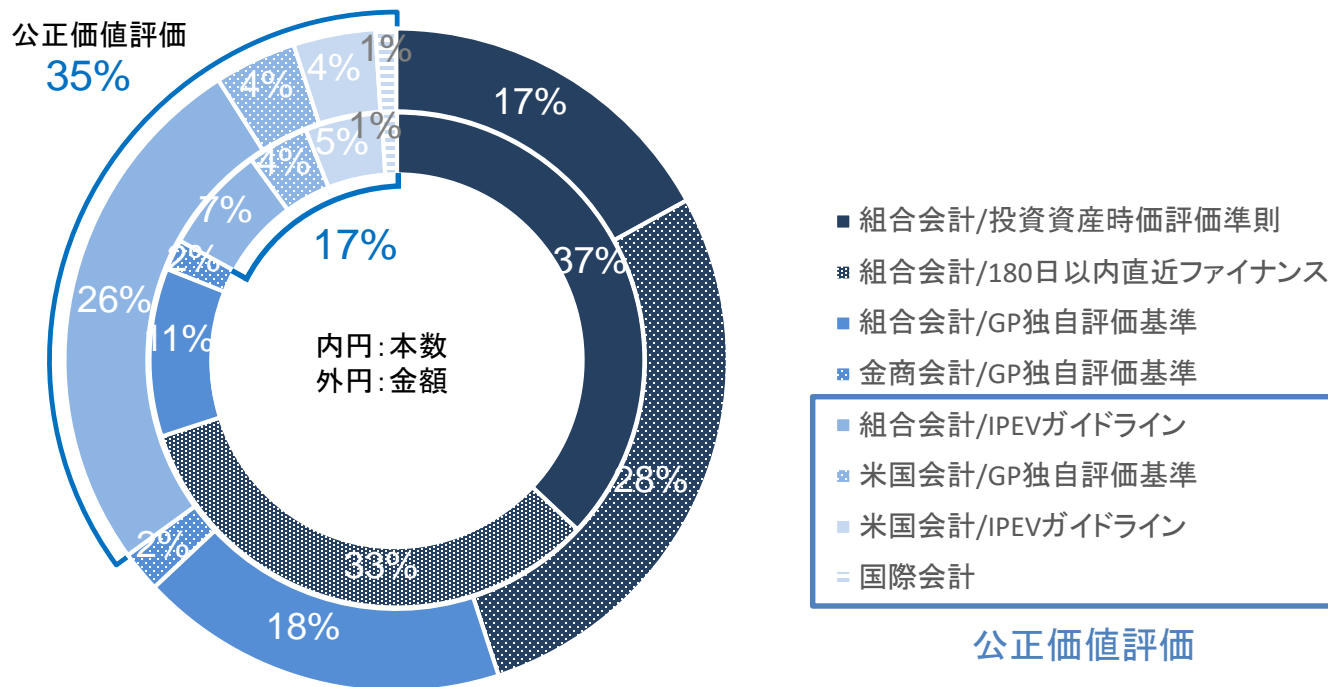
(注1) 社債、株式等の振替に関する法律

(注2) 口座通知を行わなかった既存株主の振替株式は特別口座(発行会社が信託銀行等に開設した口座)に交付され、既存株主が自らの口座に移管するまで売却できないなどの制約が生じる。そうした不利益から既存株主を保護するため、上図①の期間は一定の日数を確保する必要がある。現在は実務上、上図①の期間は約2~3週間、上図②の期間は約1~2週間かかっている。見直し後の上図①の具体的な日数については、今後検討。

非上場株式等の公正価値評価①(実態・意義)

- 国内のVCファンドでは、非上場株式を公正価値以外の方法で評価しているファンドが多くある。この点、内外の機関投資家からVCファンドへの資金供給拡大等に向けて、ベンチャーキャピタル協会(JVCA)は、国際標準である公正価値評価の普及のための取組みを実施している。
- また、LP出資者がVCファンドのパフォーマンス評価を行うとともに、VCファンドが投資先である非上場企業を適切に管理し、企業価値向上に向けた働きかけを行う上で、非上場株式等の公正価値評価は有用と考えられる。

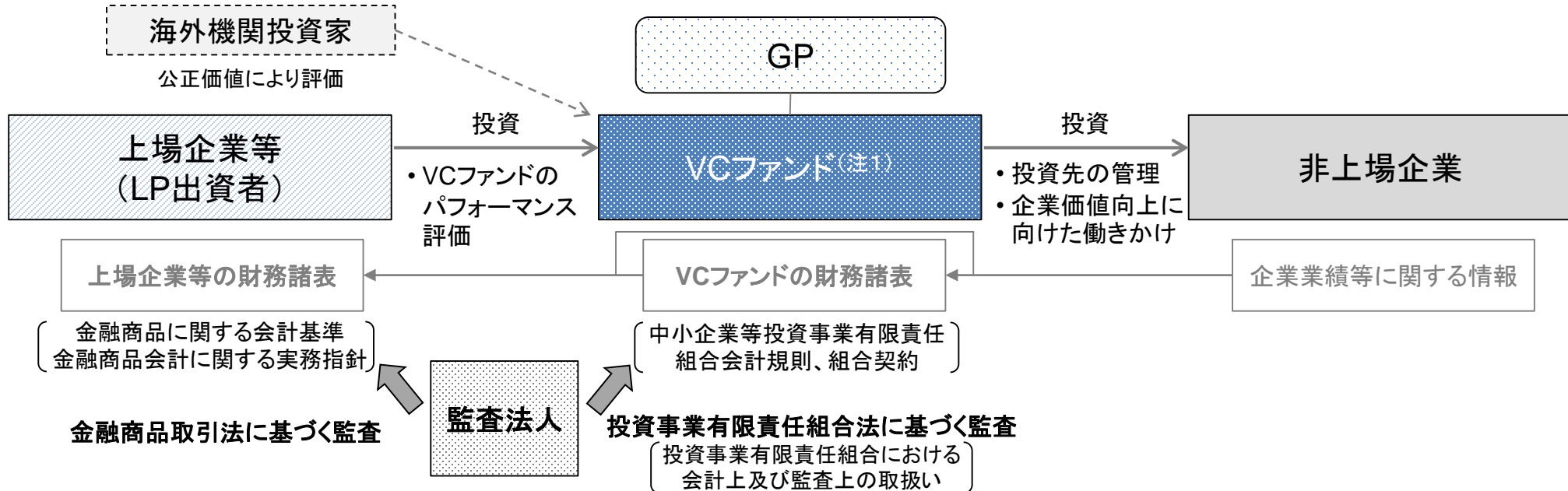
公正価値評価を実施する国内VCファンドの割合(2021年末時点)



(出所) Preqin「PREQIN日本特集: 国内VCパフォーマンスベンチマーク第4回調査アップデート(2021年版)」(注)より金融庁作成
 (注) 母集団はJVCA会員49社、計150本分のファンドデータであり、本数ベースで国内VC市場全体の33%、金額ベースで74%を占める。

非上場株式等の公正価値評価②(課題)

- 我が国では、公正価値評価を行うVCファンドの数が限られるため、そうしたVCファンドの評価や監査の実務が蓄積されていない、また、多くのLP出資者が適用する会計基準ではVCファンド持分の公正価値評価が求められていない、といった課題が指摘されている。



上場企業等

- LP出資者は、VCファンドから非上場企業への出資を「取得原価」と「減損」により評価したものを基礎とし（VCファンドから当該評価額の情報を受け取り）、VCファンドの持分相当額を財務諸表に計上する
- ※ IFRS適用企業については、IFRSにおいて公正価値評価を行うこととされている

VCファンド

- 非上場株式を公正価値以外の方法で評価しているファンドが多くある
- 公正価値評価を行うVCファンドの数が限られるため、そうしたVCファンドの評価や監査の実務が蓄積されていない(注2)

(注1)上記のVCファンドは投資事業有限責任組合の場合を記載している。

(注2)外国籍のVCファンドは公正価値評価を行っている場合が多く、それらのVCファンドの監査に対応している監査法人もある。

非上場株式のセカンダリーマーケットの整備

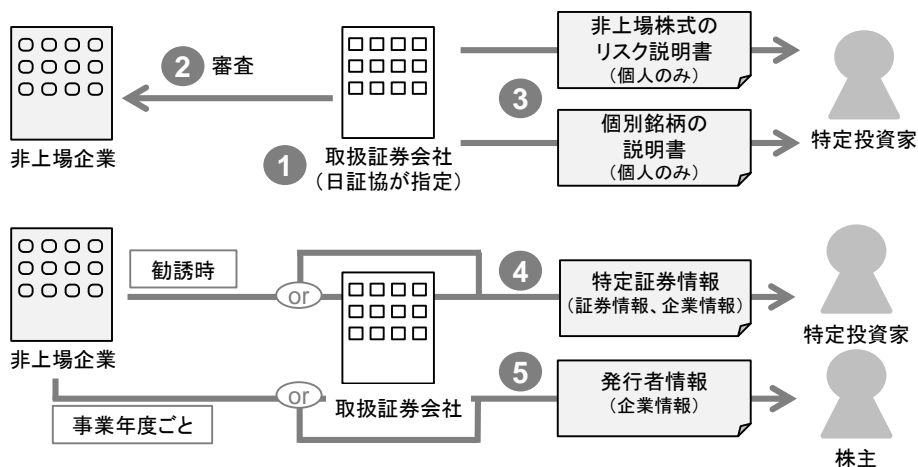
- 特定投資家私募・私売出しを前提とした、日本証券業協会による特定投資家向け銘柄制度の整備を踏まえ、PTS(私設取引システム)において、特定投資家向け有価証券の取扱いを可能とする制度整備を行う予定。

特定投資家向け銘柄制度(J-Ships ※)の整備 2022年7月 施行

※ JSDA Shares and Investment trusts for Professionals

- ①日証協が制度の適切な運営が可能な証券会社を指定
- ②投資者保護上、問題のある有価証券の流通を抑制するため、証券会社が非上場企業等の法令遵守状況等を審査
- ③投資家が特定投資家向け有価証券のリスク等を理解できるよう、証券会社がリスクや重要事項等を記載した書面を交付・説明
- ④投資勧誘(注)に際して、特定証券情報を提供又は公表
- ⑤事業年度ごとに、発行情報を株主へ提供又は公表

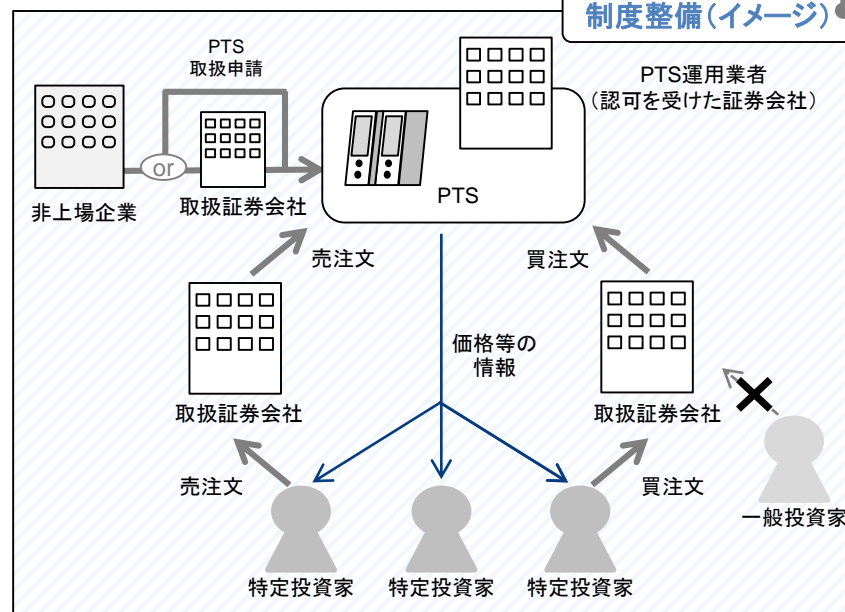
<非上場株式の場合>



(注)一般投資家への投資勧誘は不可。

PTSの特定投資家向け有価証券の取扱い 今後、制度 整備予定

	上場株式	非上場株式
現在	○	× (特定投資家向け)
制度整備後	○	○ (特定投資家向け)



事業成長担保権(仮称)の検討

○ 海外のスタートアップ等のデット調達に係る実務や制度を参考として、新たに、事業全体に対する担保権として事業成長担保権(仮称)を創設する。

同担保権により、

- ・ 金融機関は、不動産担保や経営者保証に過度に依存せず、スタートアップ等の将来性に着目した融資に取り組みやすくなる
- ・ スタートアップ等は、事業全体を担保に金融機関から成長資金等を調達しやすくなるというメリットが期待される。

現行の担保法制

個別資産に対する担保権

- ・ 担保権の対象は土地や工場等の有形資産が中心
(ノウハウ、顧客基盤等の無形資産が含まれず、事業価値と乖離)
⇒スタートアップ等の有形資産に乏しい企業の資金調達に支障
- ・ 事業価値への貢献を問わず担保権者が最優先
(不動産担保や個人保証による価値に目が向きがち)
⇒貸出先の事業改善・再生の着手が遅れるおそれ

目指すべき姿

事業全体に対する担保権(新設)

- ・ 担保権の対象は無形資産を含む事業全体
(ノウハウ、顧客基盤等の無形資産も含まれ、事業価値と一致)
⇒無形資産を含む事業の将来性に着目した融資が促進され、創業・第二創業を容易に
- ・ 事業価値の維持・向上に資する者を最優先
(商取引先や労働者、再生局面の貸し手等を十分に保護)
⇒早期支援は担保価値の維持・向上にもつながるため、融資先の経営改善支援が促進される
⇒経営者保証等に依存せず、事業のモニタリングに基づく経営悪化時の早期支援を実現

事業成長担保権(仮称)の概要

利用が期待される成長企業等(例)

- 事業を大きく拡大させようとする
まだ黒字化していないスタートアップ
- 事業承継に際して経営の
テコ入れを試みる新経営者
- 再生可能エネルギー等の
単一事業を営む企業への
プロジェクトファイナンス



成長企業等
(スタートアップ等)

事業性に着目した融資

- 融資後も、継続的に事業の状況を
フォローアップ(伴走型の融資)
- 経営者保証は、粉飾等があった場合を除き、制限



与信者(銀行等)

成長資金等



事業成長担保権
(信託契約)



事業成長担保権
の優先弁済権



事業成長担保権の概要

- 担保目的財産
会社の**総財産**(無形資産含む事業価値)
- 実行手続(※債務不履行時)
裁判所に選任された管財人が実施
事業の継続を前提に、スポンサーへ承継
(その過程で、労働者や商取引先には
与信者等よりも優先して弁済)

信託会社(銀行等)



- 濫用を予防(設定時、信託会社が、
成長企業等に対し、制度概要や与
信者の属性等を説明)
- 制度利用促進の観点から、簡素な
信託業を新設

(注)信託会社と与信者が一致することも許容