



KPMG Newsletter

KPMG Insight

Topic ③

IPOを目指すスタートアップを取り巻く環境変化
(前編)



Vol. **60**

May 2023

IPOを目指すスタートアップを取り巻く環境変化（前編）

あずさ監査法人
企業成長支援本部

坂井 知倫 / パートナー

鈴木 智博 / ディレクター

近年、IPOを目指すスタートアップを取り巻く環境が目覚ましく変化しています。2022年12月に公表された東京証券取引所（以下、「東証」という）の制度改正や日本証券業協会の規制の改正はもとより、非上場株式の流通市場（プライベートプレースメント）の整備、令和5年度の税制改正における自社トークンなどの暗号資産の評価など、グローバルで活躍できるスタートアップの創出に向けた制度改正が進められています。また、政府などによるスタートアップ支援により、ディープテックと呼ばれる新しい事業分野で活躍を目指すスタートアップが増加傾向にあり、今後の日本経済への貢献や社会変革が期待されています。他方で、スタートアップに関する個別の会計論点はもとより、多様化するIPOファイナンスについても専門性が求められています。本稿は、日本のIPOマーケットにおける変化を紹介するとともに、スタートアップをめぐる環境について解説します。本テーマは、前編・後編の構成となっており、今回は前編になります。

なお、本文中の意見に関する部分については、筆者の私見であることをあらかじめお断りいたします。

✔ POINT 1

2022年のIPOマーケットは欧米で大幅に低迷するも、日本では新規上場会社数は比較的安定している。

✔ POINT 2

2022年4月の東証の市場再編を受けて、従前のようにマザーズ市場から東証一部への早期のステップアップ（市場区分の変更）が困難となり、IPOを目指す会社にとって、適切な上場時期と適切な市場選択が求められることとなった。

✔ POINT 3

大企業グループからのカーブアウト型のIPOやアカデミア発のスタートアップの事例が増え、政府などによるスタートアップ支援も相まって、投資家からみたスタートアップの存在感が相対的に高まっている。非上場株式の流通市場（プライベートプレースメント）の整備により、レイトステージのスタートアップの資金調達機会が創出されることで適正な企業価値評価につながり、結果としてIPO時に多額の資金を調達し、ビジネスを大きく成長させるような成功事例の輩出が期待されている。



坂井 知倫
Tomomichi Sakai



鈴木 智博
Tomohiro Suzuki

Ⅰ 2022年のIPOマーケットの概況

株式市場は、ロシアのウクライナ侵攻などに起因する原料高や原油高騰によるインフレに対して各国中央銀行が政策金利を引き上げた影響から、投資家のリスク許容度が大幅に低下、米国や欧州などで新規上場が大きく低迷しました。日本も上場承認された会社のうち8社が上場延期（うち、2社は再承認され上場）するなど、新規上場社数は前年比34社減（△27.2%）の91社でしたが、2020年までと同水準は維持しました。一方、海外のIPOマーケットは成長セクターの株価下落を受けて、2022年のIPO社数は米国で約84%減、欧州で約74%減と低迷しました。日本が海外と比較して相対的に堅調に推移したのは、日本では主幹事証券によるアドバイスを踏まえたIPOスケジュールが重視される傾向があるためです。他方で、株式市況の悪化を受けて、IPOファイナンスは小粒化しています。2022年にIPOした91社の新規上場時のオフリングサイズ（公募増資額と売出額の合計金額）は中央値が約11億円（前年比△43.9%）となり、10億円未満が56社（約61.5%）と大幅に縮小しました。

そのようななか、政府が公表した「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」を踏まえ、東証が新規上場手段の多様化に向けた上場制度などの見直しを検討しています。具体的には、宇宙、素材、ヘルスケアなどの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ディープテック（研究開発型企業）の上場審査手続きならびに運用変更、多様化するスタートアップのニーズを受けて、グロース市場におけるダイレクトリスティングを可能とする制度改正です。

Ⅱ 東証の市場再編によるインパクト

(1) 東証などの市場再編によるIPOへの影響

2022年4月4日、東証と名証は市場構成の見直しによる市場再編を実施しました。東証にとって、1999年11月11日にマザーズ市場を創設して以来、約22年ぶりの抜本的な市場構成の見直しです。市場再編前は、東証一部へのステップアップ（市場区分の変更）の基準を緩和（時価総額:250億円→40億円）したことで、東証一部へのステップアップを前提にマザーズ市場への新規上場を目指す企業が大半を占める状況が定着していました。企業経営者にとっては、マザーズ市場でのIPOファイナンス時に売出を実施せず、東証一部へのステップアップ時に流動性を高める大義名分から売出を実施することがメリットとなります。主幹事証券にとっても、マザーズ市場上場時のIPOファイナンスの引受による収入と比べ、ステップアップ時のファイナンスのほうが相対的に大きくなることから、主幹事証券の効率的な収益モデルとなっていました。

しかし、東証の市場再編によって、プライム市場、スタンダード市場、グロース市場はそれぞれ独立した市場コンセプトを有した市場区分となり、ステップアップ（市場区分の変更）における時価総額基準の緩和措置はなくなりました。東証が2020年7月に市場区分の再編に係る第一次制度改正事項を公表し、2020年10月から、新規

上場会社の上場申請において新市場の上場基準が適用されたことを受けて、グロース市場（マザーズ市場）からプライム市場（東証一部）にステップアップする会社数は大幅に減少、2022年にステップアップした会社はわずか5社に減少しました（図表1参照）。

ちなみに、2022年にIPOした91社のうち、グロース市場（市場再編前のマザーズ市場を含む）に上場したのは70社。そのうち公開価格で算出した時価総額が250億円を超えた会社数はわずか5社（約7.1%）にとどまっています。

上場予定会社は、通常3~4年の上場準備期間を経て、証券取引所へ上場申請を行います。市場再編以前から上場準備を行っている会社が多いこともあり、現時点では各市場のコンセプトに合った会社が上場していると言い切れない過渡期にあると思われます。とはいえ、前述のとおり、ステップアップを前提に従前のマザーズ市場を選定した会社については、今後、適切な上場市場先や上場時期の見直しなどを再検討せざるを得ないケースも予想されます。

(2) 成長セクターの企業評価の低迷に伴うIPOファイナンスへの影響

一昨年の2021年にIPOした会社は125社で、2006年以来の新規上場社数でした。なかでも12月（単月）の新規上場社数は32社となり、1991年11月以来、約30年ぶりの多さでした。

一方、新規上場が増えたことによる需給の悪化や海外市場での成長セクターの

図表1 ステップアップ(市場区分の変更)の推移

市場変更区分	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
マザーズ→東証一部	23社	28社	24社	30社	10社	5社
マザーズ上場社数	49社	63社	64社	63社	93社	70社

※2022年は市場再編後のグロース市場からプライム市場への市場変更会社を表示
出典:JPX市場区分の変更基本情報を基にKPMGが作成

株価下落などもあり、上場後の株価推移は相対的に低迷しました。125社の新規上場時の初値とロシアがウクライナに侵攻した2022年2月末の株価と比較すると、平均騰落率は△37%となり、初値を上回っている会社は13社（10.4%）にとどまるなど厳しい結果となりました（図表2参照）。

そのような市況環境を受けて、昨年2022年にIPOした91社については、公開価格の水準が是正されたことで、上場申請の見合わせ、資本政策や上場時期の再検討に発展しました。

図表2 上場後の株価推移

株価騰落率（初値比）	会社数
△ 50%未満	50社
△ 30%～△ 50%	32社
△ 20%～△ 30%	12社
△ 10%～△ 20%	11社
0%～△ 10%	7社
0%～10%	1社
10%～20%	5社
20%～30%	0社
30%～50%	5社
50%～100%	2社
100%超	0社
合計	125社
平均騰落率	△ 37.0%

※2022年2月末時点の株価で算出
出所：KPMGが作成

また、上場申請以前の直近の資金調達時の株価で算出した時価総額と比べて公開価格ベースの時価総額が下回るダウンラウンドIPOも増えました。ダウンラウンドIPOは、ベンチャーキャピタルなどの外部投資家（ファンド株主）を有する51社のうち19社で確認できました。あくまで、上場申請以前の直近の第三者割当増資との比較のため、すべての外部投資家（ファンド株主）が投資した際の時価総額を下

回っているわけではありませんが、なかには8割を超える下落となるダウンラウンドIPOもあり、3割以上の下落となった会社も15社となっています。

さらに、外部投資家（ファンド株主）は一般的に、IPOファイナンス時に保有株式を一部あるいは全部を売り出す傾向がありますが、外部投資家（ファンド株主）を有する51社のうち保有株式を売り出した事例は34社にとどまり、17社は売出に応じていませんでした。

一般的に、ダウンラウンドでのIPOは想定している資本政策との間にギャップが生じ、経営者や外部投資家（ファンド株主）にストレスが大きいと、上場延期を判断するケースが多いと思われます。2022年にダウンラウンドIPOが増加した背景としては、以下の3点が考えられます。

① 経営者の視点

- (i) 上場準備期間が長期化するなか、従業員向けストックオプションの権利行使する機会を作り、リテンションを図りたい。
- (ii) IPOの目的として、資金調達の需要が大きくなり、株価評価を重視しないため、早期の上場を優先したい。

② 外部投資家（ファンド株主）の視点

- (i) 上場後に株価評価が高まることを期待し、一定期間の売却が制限されるロックアップ解除後の売却を想定したい。
- (ii) 投資先企業の成長性が鈍化しており、今後の株価水準が期待しづらいため、早期の新規上場を優先したい。

(3) IPOに関連するステークホルダーへの影響

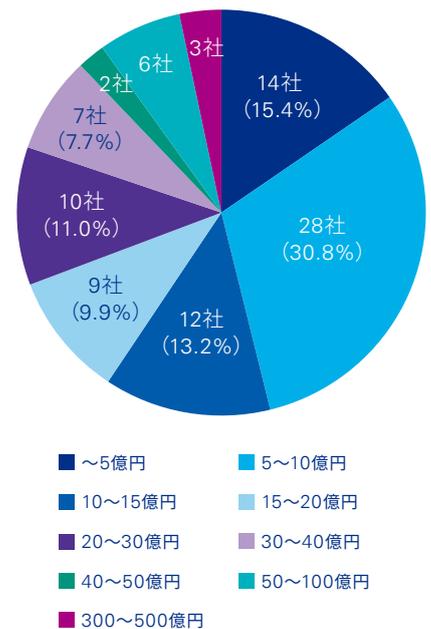
IPOファイナンスにおいてオフリングレシオとは、公募増資額と売出額の合計金額となるオフリングサイズを公開価格

で算出する時価総額で除した数値をパーセンテージで表したもので、一般的には20～25%が妥当な水準と言われています。2022年のIPOファイナンスでは、株式市況の低迷などの影響から相対的に企業評価が下落したため、オフリングレシオ（平均値：22.2%）が下落（前年比△3.5%）するとともに、オフリングサイズ（平均値：3,251百万円）も大幅に低下（前年比△41.1%）しました。

また、オフリングサイズは一部の大型案件によって平均値が押し上げられます。しかし2022年は、IPOした91社のうちオフリングサイズが5億円未満の案件が14社（約15.4%）となり、全体の約9割が50億円未満となりました（図表3参照）。

引受業務を行う証券会社が得られる引受手数料（フィー）は、公開価格と引受価額との差額（スプレッド）に、引受株数を乗じたものとなります。2022年のオフアリ

図表3 IPO時のファイナンスにおけるオフリングサイズの分布状況（2022年）



出所：KPMG作成

ングサイズ (中央値) の1,110百万円 (前年比△43.7%) に、通常のスプレッド (8%) を当てはめると、引受証券全体では88百万円 (1,110百万円×8%) となりますが、そのうち主幹証券は事務幹事、幹事、引受に係る8割程度となります。

主幹証券は、上場予定会社に対して、長期間にわたり公開指導を行うわけですが、従前はマザーズ市場へのIPOと東証一部へのステップアップのファイナンスの合計で回収できました。しかし、IPOファイナンスの小粒化や市場再編によるステップアップ要件の厳格化によって、回収が難しくなっています。その結果、高い時価総額が期待できる会社に対する主幹事業獲得に向けた競争が激化する一方で、低位の時価総額が見込まれる会社は主幹事の選定へのハードルが高まるという二極化が生じています。また、主幹事業はもとより、IPOファイナンスにおける引受シンジケート団加入について、個別案件の選別を強める傾向がみられます。

III 最近のIPO事例にみられる傾向

東証の市場再編による各市場のコンセプトの明確化について、現時点では十分な効果がみられませんが、2022年のIPO事例から2つの新たな傾向がうかがえます。

① 大学および研究機関の技術シーズを基にした研究開発型企業の増加

アカデミア発の技術シーズを事業化し、成長スタートアップとしてIPOを果たし、投資家からも高い期待を受けている事例が増加しています。また、アカデミア発のスタートアップは長期間にわたり赤字が継続するケースが多く存在しましたが、以下の3社の事例については、上場基準期の損益が黒字でのIPOとなっています。

i) ティムス (グロース市場)

東京農工大学発のスタートアップで、医薬品、医薬部外品、医薬品原材料、医療用機器などの研究開発を行う。

ii) イーディーピー (グロース市場)

産業技術総合研究所発のスタートアップで、単結晶ダイヤモンドとその関連素材の製造・販売・開発を行う。

iii) 坪田ラボ (グロース市場)

慶應義塾大学発のスタートアップで、近視、ドライアイ、老眼などの治療に係る医薬品などの研究開発を行う。

② 大企業からのカーブアウトなどの組織再編型案件の増加

大企業における経営資源の再配置や企業価値の最大化を目指して、事業部門などを外部に切り出し、独立した企業としてIPOを目指す事例が増加しています。

i) ソシオネクスト (プライム市場)

富士通セミコンダクター株式会社とパナソニック株式会社のシステムLSI事業の統合により設立され、ファブレス形態によるSoC設計・開発および販売を行う。

ii) SBIリーシングサービス (グロース市場)

SBIグループから独立し、航空機、船舶などのオペレーティング・リース関連事業を行う。

iii) ビーウィズ (プライム市場)

三菱商事株式会社とソフトバンクグループの合併会社として設立後、パナソニックグループの完全子会社化を経て、クラウド型PBXのコンタクトセンター・BPOサービスの提供を行う。

IPOファイナンスが小規模化するなか、ファイナンス規模が比較的大きくなる大企業からのカーブアウト型IPOや、投資家からの注目が高いアカデミア発のスタートアップについてはIPOを目指す会社が増加傾向にあり、今後も新規上場を果たす会社が増加することが予想されます。

IV

政府などによるスタートアップ支援

2022年11月、政府は2022年度の第2次補正予算で過去最大規模となる約1兆円の予算措置を閣議決定、「スタートアップ育成5か年計画」をまとめました。スタートアップへの年間投資額を2027年度に10兆円規模に増やす目標を掲げ、ユニコーン100社創出、スタートアップ10万社創出の政策目標を掲げたのです。

日本の開業率は、米国や欧州に比べて低い水準で推移しています。それを踏まえ、「スタートアップ育成5か年計画」ではさまざまな起業家育成プログラムを拡充するとともに、米国のスタートアップの資金調達手段が多様化している実態を参考に日本のスタートアップへの資金供給の強化や出口戦略の多様化に向けた取組みを実行しようとしています。しかも、経済産業省、文部科学省、農林水産省、国土交通省、内閣府などから多岐にわたるスタートアップ向けの支援策も盛り込まれています。特に、経済産業省の (i) ディープテック・スタートアップ支援事業 (1,000億円)、(ii) 創業ベンチャーエコシステム強化事業・バイオものづくり革命推進事業 (3,000億円)、(iii) グローバルスタートアップ成長投資事業 (200億円)、文部科学省の (iv) 大学発スタートアップ創出の抜本的強化 (988億円) などの事業規模の大きな取組みが期待されています。さらに、起業家層の拡大に向けた教育プログラムも幅広く採択されています。

(i) ディープテック・スタートアップ支援事業

事業化に時間や規模の大きな資金を要する革新的な技術の事業化を加速し、事業会社との連携を促すことで、製品・サービスを社会実装につなげることを目的とする。実用化研究開発支援、量産化実証支援、SBIR (中小

企業技術革新制度)指定補助金など事業により支援。

(ii) 創業ベンチャーエコシステム強化事業・バイオものづくり革命推進事業

日本では創業分野が資金調達困難であるという課題がある。そこで、創業ベンチャーによる実施、前臨床、治験第1相、第2相期の実用化開発などを支援する。

(iii) グローバルスタートアップ成長投資事業

中小企業基盤整備機構が、資金力や海外展開ノウハウを有する国内外のグローバルベンチャーキャピタル(GVC)にファンド出資することで、グローバル展開を目指す国内のスタートアップに出資する。

(iv) 大学発スタートアップ創出の抜本的強化

大学発スタートアップ創出を支援するため、拠点都市や地域の中核大学の技術シーズに対し、海外の専門家の支援を得て国際市場に展開できる可能性を検証するギャップファンドプログラムを創設する。

今回の補正予算は基金も多いため、すべてが単年度の補助金で使われるわけではありませんが、背景には日本の経済成長や潜在成長力を高めるためにスタートアップの成長が不可欠であるとの判断があります。

日本では、これまでスタートアップの起業や就業はキャリアプランとして劣後していました。しかし、欧米のようにスタートアップの存在がステージアップしたことで、優秀な人材の流動性がさらに高まることが期待されています。

スタートアップにしても、今回掲げられた「スタートアップ育成5か年計画」による投資規模の拡充により、これまで資金調達面で事業化が困難であった領域のスタートアップが生み出されることが期待されます。

従来、日本では上場準備プロセスにおいてスモールIPOが可能な環境もあり、スタートアップのエグジットはIPOが中心となってきましたが、今後、日本のスタートアップがさらなるステージアップを果たすためには、レイトステージの非上場会社が資金調達しやすい環境整備が求められています。そのため、現在日本でも米国と同様、非上場株式の流通市場(プライベートプレイズメント)の整備が進められており、非上場株式としての資金調達の手段の多様化や株式譲渡のルールが整備されています。さらに、日本証券業協会による特定投資家向け銘柄制度(J-Ships)の創設、東証によるディープテックの特性に応じた円滑な上場審査やダイレクトリスティングの制度が整備されました。さらに、市場再編後に設置された「市場区分の見直しに関するフォローアップ会議」では、議決権種類株式の上場の活用促進についても議論されています。また、令和5年度の税制大綱において自社トークンなどの暗号資産の評価について示されたことで、web3.0分野の事業拡大も期待されています。

日本ではレイトステージの資金の出し手が乏しいと言われてきましたが、非上場株式の流通市場(プライベートプレイズメント)が整備されれば、スタートアップの資金調達や外部株主などの株式譲渡の機会がより創出されるようになるでしょう。より蓋然性の高い企業評価につながることで、適正な評価での追加の資金調達やIPO時に多額の資金を調達し、ビジネスを大きく成長させるような成功事例の輩出に寄与すると考えられます。

後編(KPMG Insight Vol.61/2023年7月号)では、非上場会社における資金調達の多様化に係る制度整備や、IPOファイナンスの手続き変更などの制度改正を中心に、日本のIPOマーケットへの影響とIPOマーケットを活用するスタートアップや投資家などのステークホルダーに対してどのようなインパクトをもたらすかについて説明いたします。

関連情報

ウェブサイトでは、株式上場アドバイザーに関する情報を紹介しています。

<https://kpmg.com/jp/ja/home/services/advisory/ipo.html>

本稿に関するご質問等は、以下の担当者までお願いいたします。

有限責任 あずさ監査法人
鈴木 智博 / ディレクター

✉ tomohiro.t.suzuki@jp.kpmg.com

KPMG ジャパン

home.kpmg/jp

home.kpmg/jp/socialmedia



本書の全部または一部の複写・複製・転載および磁気または光記録媒体への入力等を禁じます。

ここに記載されている情報はあくまで一般的なものであり、特定の個人や組織が置かれている状況に対応するものではありません。私たちは、的確な情報をタイムリーに提供できるよう努めておりますが、情報を受け取られた時点及びそれ以降においての正確さは保証の限りではありません。何らかの行動を取られる場合は、ここにある情報のみを根拠とせず、プロフェッショナルが特定の状況を綿密に調査した上で提案する適切なアドバイスをもとにご判断ください。

© 2023 KPMG AZSA LLC, a limited liability audit corporation incorporated under the Japanese Certified Public Accountants Law and a member firm of the KPMG global organization of independent member firms affiliated with KPMG International Limited, a private English company limited by guarantee. All rights reserved. Printed in Japan.

© 2023 KPMG Tax Corporation, a tax corporation incorporated under the Japanese CPTA Law and a member firm of the KPMG global organization of independent member firms affiliated with KPMG International Limited, a private English company limited by guarantee. All rights reserved.

The KPMG name and logo are trademarks used under license by the independent member firms of the KPMG global organization.

コピーライト©IFRS®Foundation すべての権利は保護されています。有限責任 あずさ監査法人は IFRS 財団の許可を得て複製しています。複製および使用の権利は厳しく制限されています。IFRS 財団およびその出版物の使用に係る権利に関する事項は、www.ifrs.org でご確認ください。

免責事項：適用可能な法律の範囲で、国際会計基準審議会と IFRS 財団は契約、不法行為その他を問わず、この冊子ないしあらゆる翻訳物から生じる一切の責任を負いません(過失行為または不作為による不利益を含むがそれに限定されない)。これは、直接的、間接的、偶発的または重要な損失、懲罰的損害賠償、罰則または罰金を含むあらゆる性質の請求または損失に関してすべての人に適用されます。この冊子に記載されている情報はアドバイスを構成するものではなく、適切な資格のあるプロフェッショナルによるサービスに代替されるものではありません。

「IFRS®」、「IAS®」および「IASB®」は IFRS 財団の登録商標であり、有限責任 あずさ監査法人はライセンスに基づき使用しています。この登録商標が使用中および(または)登録されている国の詳細については IFRS 財団にお問い合わせください。