

## はじめに

IPOを目指される会社の経営者から、私共が最もよく相談を受ける課題の1つとして「資本政策の立案」があります。資本政策には不可逆性があり、一度実行すると後戻りが困難なため慎重に策定、実行する必要があります。

今回は、IPO準備の初期段階でよくあるご相談、質問に対してご回答している基本的な内容について、Q&Aの形でご紹介します。

### Q1. IPO準備において重要な課題と聞く「資本政策」とは何でしょうか

A1: IPO時のあるべき株主構成や発行済株式総数を設定したうえで、会社の資金調達額や創業者利得などの目標達成に向けて、通常上場前の3年間程度の期間について作成し実行していく財務政策です。

### Q2. 何のために立案・実行するのか、具体的に教えてください

A2: 大別すると、目的は①資金調達②株主構成の検討③役員へのインセンティブプランの設計の3点に概ね集約されます。

#### ① 資金調達

資金調達の計画が最も重要な目的になります。

上場準備の集大成として上場時の株式の公募・売出行い、会社の資金調達と創業者利得の確保が実現することになります。また、資金需要が旺盛な成長過程のスタートアップ企業等においては、上場前の段階でも金融機関からの借入以外に上場前の資金需要に応じたエクイティ調達が必要になる場合もあります。

中期経営計画（業績見通しと資金計画）を基礎として、どの時点でどのくらいの必要金額（価格、株数や用途）を誰から調達するのかを検討、計画することになります。

#### ② 株主構成の検討（安定株主対策）

上場時の株式の公募・売出を通じて、上場前と上場後では株主構成は大きく変わります。

経営の安定性の観点から、いわゆる安定株主の持株比率を上場後にどの程度確保するのか検討することも重要な要素になります。安定株主比率の目標として一般的に50%~70%を目途に検討されることが多く、これは会社法上の議決権比率の2/3以上（特別決議）もしくは1/2超（普通決議）の確保が意識されるからです。

安定株主の持ち株比率を検討する際、主には以下の2点に留意する必要があります。

#### 1) トレードオフ関係

経営の安定性を重視して安定株主比率を高めればその分、株式の公募・売出は制限され、資金調達や創業者利得の額が少なくなる（トレードオフ関係）点が、検討の基本的な前提になります。

#### 2) 安定株主と扱う範囲について

一般的に「安定株主」とは、オーナー一族や経営陣、金融機関、持合い先、取引先などが挙げられます。ただし安定株主と考えていた先が自身の業績の悪化で株式の売却を余儀なくされたり、急に態度を変えるリスクもあるため、株主構成の安定化のために何をもち安定株主と定義（評価）するのか、決めておくことが重要と言えます。

また、「あるべき株主構成」の実現の過程で、上場前の株式の移動（譲渡）、既存株主の整理が必要になることも多いため、その具体的なプラン（譲渡者、譲受者、株数や譲渡価格）も必要になります。

#### ③ インセンティブプラン

資本政策の策定において、役員に対するインセンティブプランの織り込みを検討することも重要なテーマになります。詳細な制度説明は割愛しますが、代表的なものはストックオプション（以下「SO」）や従業員持ち株会が挙げられます。

なおSOに関しては、2024年4月のニュースレター「「2024年度税制改正\_税制適格ストックオプションに係る優遇措置拡大について」」において、SOの概要と直近の税制改正が説明されていますので、下記のリンク先資料をご参照ください。

### Q3. 資本政策はいつ頃までに策定すべきでしょうか

A3: 証券取引所が定める「公開前規制」を踏まえると、一般的にはまず上場申請直前々期（N-2期）の期首前後までには策定し、以降上場まで継続的にアップデートするのが望ましいと言えます。そのため、策定対象期間は一般的に概ね3年程度となります。

ただし会社の事業の性質上、エンジェル・シード、シリーズA調達等、シード～アーリーステージでVC等からエクイティ調達が必要になる場合はこの限りでなく、その時点で資本政策の策定が必要になる点には留意が必要です。

#### ● 公開前規制とは

上場予定会社の役員や、その他にも会社と特別な関係にある者が、上場前に会社の株式等を取得し、上場後に売却することで短期間に利益を得ることを排除するために定められている規制をいいます。

規制の概略は下記①②の通りです。

#### ① 株式の移動に関する規制

N-2期の期首以降の株式の移動（譲受・譲渡）が実施されると、移動の内容や理由、譲渡時の価格やその算定根拠等について、上場申請書類に開示が必要になる場合があります。

#### ② 第三者割当増資とSO発行等

a N-2期の期首以降に実施した第三者割当、SOの発行等：

割当の状況詳細や価格及びその算定根拠等について、上場申請書類に開示が必要になるものがあります。

b N-1期（上場申請直前期）の期首以降に実施した第三者割当、SOの発行等

割当を受けた者は、短期利得排除の観点から一定期間の継続保有が義務付けられ、継続保有を行う旨の確約書を会社と必ず締結しなければなりません。

### Q4. 資本政策の策定・実行にあたり注意すべき重要な点として、どのようなものがありますか

A4: 主に以下の点が挙げられます。

- ① 中期経営計画が前提になること
- ② 上場形式基準の充足
- ③ 策定後の随時のアップデート
- ④ 株主の属性
- ⑤ 資本政策実行時の価格の合理性

#### ① 中期経営計画が前提になること

資本政策の重要な前提となるのが中期経営計画です。

上場前の資金需要に応じたエクイティ調達（VC等）、SO発行時の行使価格、上場時の想定公募売出額（上場時の資金調達と創業者利得）は、その実施予定時点の計画上の利益水準等に応じて試算する必要があります。従って、資本政策に先んじて中期経営計画を策定する必要があります。

#### ② 上場形式基準の充足

上場審査基準の中には形式基準と呼ばれるものがあり、その基準を満たせない場合は上場することが出来ません。形式基準のうち資本政策に関連するものとしては以下のものがあり、これを満たすよう資本政策を策定する必要があります。

（例：グロース市場の形式基準）

- 1) 株式数（上場時の見込）：150人以上
- 2) 流通株式（上場時の見込）：
  - a 流通株式数：1,000単位以上
  - b 流通株式時価総額：5億円以上
  - c 流通株式比率：25%以上
- 3) 公募の実施：500単位以上の新規上場申請に係る株券等の公募を行うこと

#### ③ 策定後の随時のアップデート

資本政策の前提になる株式市況、会社業績、資金需要などは、上場までの道中での変動要素が多いため、資本政策を一度作成した後の随時の見直しが必要になります。また策定した資本政策の実現可能性の検討、見直しは上場スケジュールの判断の一環としても必要になります。

#### ④ 株主の属性

上場前の増資（第三者割当等）や、既存株主から新たな株主への株式移動の検討をする際に、株式の引受先/譲渡先の者の属性は厳重にチェックする必要があります。仮に新たに株主になった者が不芳属性（反社会・反市場勢力等）であることが事後的に判明しても、既に実施した増資や譲渡を取り消すことは極めて困難で、結果として上場が果たせなくなるおそれがあるからです。

#### ⑤ 資本政策実行時の価格の合理性

増資による資金調達、SOの発行や株式の移動などを実施する際には、価格の合理性、公平性等を担保するために、原則として第三者による株価算定書等を入手する必要があります。

### Q5.SOの付与を検討していますが、どの程度付与して良いのでしょうか

A5: 付与上限を画一的に定める法令等はありませんが、一般的なレンジとしては、公募売出の前の発行済み株式数に対する凡その比率として～15%、平均は10%程度とみられます。

希薄化リスクの観点から、過度に高い比率にすると意図する価格形成が出来ない可能性があります。逆に比率が低すぎるとインセンティブプランが限定的になるトレードオフ関係に留意が必要です。

### Q6.SOの付与を検討するにあたり、付与対象の人材の流出リスクを懸念しています。有効な防止策などがあれば教えてください。

A6: 一般的には、創業メンバーが上場時（約5年後）に残っている割合は3割程度とされています。組織規模が0人→1, 1人→10, 10人→100と拡大する過程で求められる役割が異なってきて、優秀な人材が後からジョインするケースも多いためです。

人材流出の防止策としては、SOにベスティング条項を活用することが考えられます。例えば、上場時は50%行使、上場1年後は30%行使、上場2年後は20%行使、など行使条件に制限をつけることが出来るため、一定の防止策になりうると考えられます。

### Q7.資本政策の失敗パターンとしてこういったものがありますか。

A7: 様々なケースがありますが、下記のようなパターンは典型例として挙げられます。

#### ① 主要株主の不芳属性

増資割当時などの反社チェック等が十分に行われていなかったため株主の不芳属性が事後的に判明し、排除も不可能になってしまった。

#### ② 中期経営計画の精度

中期経営計画の精度が低く（楽観的）、その結果として創業者利得や資金調達額見通しが、当初想定より大幅に低いものとなってしまった。

#### ③ 上場前の新株発行の価格

身の丈に合わない（高すぎる）価格でエクイティ調達を行ってしまい、その後に価格を下げて増資しようとしたが既存株主に反対されて追加の資金調達の余地を無くしてしまった。

#### ④ 資金調達額と株主構成比率のバランスが崩れたケース

会社の資金需要を超える不必要に多額の資金を調達した結果、経営陣の株式保有比率が大きくなってしまった。

#### ⑤ SOの適格要件

税制適格要件を満たしていなかったことが事後的に判明し、付与対象者に税務上の大きなデメリットが生じてしまった。

## おわりに

以上、資本政策周りの基本的な質疑例についてご紹介しました。資本政策の立案～実行の際のご参考にしていただければ幸いです。

Seiwa Newsletter に関するご質問等は、当法人ウェブサイトの「お問い合わせ」フォームにてお願いいたします。  
<https://www.rsm.global/japan/audit/ja/contact>