

IPO 連携会議
第 3 回 議事録

1.日時：2025 年 8 月 28 日（月）午後 2 時 00 分から午後 3 時 30 分まで

2.場所：東京証券取引所 3 階 301 会議室

3.出席者：出席者リスト参照

4.議事録

【池田統括課長】

1 ページ目でございますが、まずグロース改革の現状を補足させていただいたうえで、上場後の高い成長に繋がる IPO をどう推進していくかについて、議論させていただければと思います。

口頭で申し上げて恐縮ですが、上場維持基準を 2030 年から「5 年 100 億円」に見直す件については、4 月に原案を公表してから、7 月に中身の一部を修正しました。来週 9 月 2 日に次回の市場区分見直しに関するフォローアップ会議があり、そこでは、上場維持基準に限らずグロース市場における今後の対応をどうしていくかという話がメインとなります。その後、9 月下旬から基準見直しに関するパブリック・コメントの手続きを進めてまいります。

見直しにあたり、多くのセミナー等を通じて、グロース市場の上場会社や上場準備会社改革の全体像についてお話ししていますし、約 100 ~ 150 社からは色んなご意見もいただいています。その中で私がいつも強調しているのは、上場維持基準見直しの目的として、時価総額 100 億円の企業が集まるマーケットにしたいという意図は全くないということです。マザーズを運営していたときは、一部に行く前提で設計されており、恐らく皆様も「いつ一部に行きますか」という前提で色々なサポートなどをされていたと思いますが、プライム・スタンダード・グロースの 3 つの市場区分は並列かつ独立したマーケットですので、グロースを追求する企業は、小さくても大きくともそのままグロース市場で頑張っていただきたいという思いで、2022 年に市場区分の見直しを行っております。今般の改革は、その方向性を強化していく、「グロースをグロースらしくしていく」、より魅力的なマーケットを作っていくための取組みだということを、この 2 ~ 3 か月、至るところでお話しさせていただいている。

そういう話をする中で、上場維持基準の設計がどうのという話が出てくることはもうあまりないのでですが、その先として、上場企業の皆様が成長戦略を見直すにあたり、グロースで期待される「高い」成長とはどれくらいなのか、簡単に言えば、売上高・利益・時価総額がどれくらい伸びていれば良いのかというご質問をいただくことがあります。

別添をご覧いただければと思いますが、「高い成長」がどれくらいかを示すのは、もちろんビジネスや事業環境によって異なるため難しいですが、よく経営者の方からいただく悩み・声を左側に書いて、その声に関して、機関投資家70～80社とお話した結果として、グロース企業には特に何が投資家から期待されているかというのを右側に示して、グロース企業の皆様にお伝えしていくという作業を今後進めていければと思っています。中の説明は省略いたしますが、こういった内容を企業の方にガイドしていければと思います。

また、別添9ページ以降に、2番ということで「グロース市場選択の考え方」という資料を付けております。最近皆様にもご相談が多く来ているかと思いますが、私も特にCEOの方からはよくご相談をいただく話で、現在はグロース市場にいて、プライム市場に行くことを各所から提案されるものの、自分としてはやはりグロース市場が良いと思っているというお悩みをよく聞きます。その時に、グロース市場をどのように設計しているかというのを、東証からもう少しクリアに出すと、自分としても今後どういう風に上場企業経営者として頑張っていけるかがクリアになるので、是非示してほしいという話もよくいただきます。

マザーズは一部へのステップアップ市場としていましたが、グロース市場は、自分が「グロース」企業だと思えばグロース市場を選んでいただいて頑張っていただくようなマーケットとして作っています。成長を実現した後も、引き続き高い成長を目指すということであれば、グロース市場で思う存分チャレンジしていただきたい。その際に、今まで一部・プライムに行かないTOPIXに入れないとという話がありましたら、来年10月以降は、浮動株時価総額上位96%に入っている場合はTOPIXに入ることができ、そこまで多くはないものの、実際にグロース市場からもTOPIXに入る企業が出てくることが見込まれています。

グロース市場はやはりリスクマネーを調達し、成長していただくというマーケットですので、そのための環境整備をしていくという話も含めて、市場設計の考え方についてお示ししていければと思います。

そんな話をよく色々な所で企業の方とお話ししているのですが、資料の1ページ目に戻つていただきまして、上場前のステージに関して言えば、皆様のサポートをいただきながら、上場後の成長を意識した良いIPOを生み出していくための取組みを進めていければと思っています。上場前からどういう風に上場準備会社に啓発していくのか、どのように高い成長を評価・審査していくのか、見直すべき点はあるかについて、忌憚なくご意見いただければと思います。

なお、※で補足していますが、「5年100億円」という上場維持基準が出来た後も、「高い成長可能性」に関する今の枠組み、すなわち、証券会社の皆様に「高い成長可能

性」を判断していただき、それを前提に事業計画の合理性を取引所で審査するという枠組み自体は、特に変更する想定はしていませんが、それを前提にご議論いただければと思います。

2 ページ目は少し古い資料ですので省略させていただきます。

3 ページ目は、切り口はどのような形でも良いのですが、本日議論したいポイントを、議論していただきやすいように分けてご提示しています。

1 番が「高い成長可能性」の評価についてですが、①にありますとおり、上場後を意識して継続的に成長を目指していただく I P O を生み出していくという観点から、上場を準備している企業に対して、今まで以上に色々な啓発をしていけるかどうかご意見をいただければと思います。また、「高い成長可能性」の評価につきましても、こういう風にやつた方が良いのではないかという点がございましたら、ご意見をいただければと思います。

②に関しては、5 ページにあるとおり、新規上場ガイドブックにおいて「高い成長可能性」の評価にあたり慎重に判断するケースを例示しておりますが、マーケット自体が小さいところで勝負しているビジネスだと、高い成長の実現性に関して心配になるという話ですとか、利益の生み出し方がリストラ中心になっていると、そこで高い成長可能性を発揮できるのかどうかという話ですとか、いくつかの例を示しております。プライム市場とスタンダード市場を対象とした「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」の要請では、投資家の目線とギャップがある事例を好事例とあわせて示すということをやっておりますが、グロース市場についてもそのようなイメージで、このようなケースは上場後の成長を目指すうえでなかなか難しいという例を示していくというのが、一つのやり方としてあるのではないかと思っています。考えられるコメントなどがあれば、是非いただければと思います。

③は、細かい話ですが、「事業計画及び成長可能性に関する事項」の開示について、何かご意見があればいただきたいということでございます。

2 番目に、「5 年 1 0 0 億円」が設定されたときにどうするかという話で、①にありますとおり、上場維持基準が「5 年 1 0 0 億円」であって、新規上場時に 1 0 0 億円を求めるわけではないという話については、引き続き伝えていく必要があると考えております。審査プロセスや開示に関して、1 0 0 億円に行かない I P O の場合に、1 0 0 億円にどのように到達するかを財務予測などから定量的に説明するのはなかなかハードルが高い話だと思いますので、それを求めるのは想定していない一方で、将来的にどのように適合していくのかという点に関しては、施策の開示を求めていく想定でございます。この点に関して、どのように考えるかご意見いただければと思います。

②については、リスク情報についても開示していくと思いますが、何かご意見があればいただければと思います。

4ページ目の3番の①は、状況を把握させていただきたいという観点から入れているものですが、今回のグロース市場の見直しに伴って、例えば上場時期をずらしたとか、M&Aに切り替えたとか、色々な話があるかもしれませんし、スタンダード市場にするかどうかという話も出ているかもしれませんとおもっています。全体的に気になる動向があれば教えていただければと思います。また、プロマーケットへの上場についても何か動きがあれば教えていただければと思います。

②については、無理にスタンダード市場に誘導したいという話ではありませんので、何かご意見があればいただければと思います。

後ろの方は参考資料ということで、またご覧いただければと思います。以上の事項についてご意見いただければ幸いです。よろしくお願ひいたします。

【証券会社】

高い成長可能性を定量的に評価することは現実的に難しいこと、また一方で東証として時価総額100億円未満のIPOも歓迎しているというメッセージはそれぞれ理解できます。一方で、どのような会社に上場してもらいたいのかという点は、今までのままだと伝わっていかないと思います。現在、グロース市場に上場するにあたっては、主幹事証券会社が中心に高い成長可能性の評価を行っていますが、仮にその部分が引き続き変わらないのであれば、今の流れに歯止めをかけ、東証が期待する会社の上場が進むことは、それほど期待できないのではないかと感じます。

それでは、どのようなことをやっていけばよいのかという点ですが、成長可能性の評価でいえば、5年後に少なくとも100億円以上が維持基準として必要なため、例えば、5年後100億円以上になったグロース企業の上場前の業績を分析することで、上場前にどれくらいの伸びがあってマーケットにデビューしたのか等が分かるかと思いますし、こういう会社であれば将来100億円以上に大きく育つ傾向があるということを示すことができるかと思います。また、グロース市場はスタンダード市場よりも高い成長性が求められると思いますので、定量的に示すことは難しいと思いますが、ガイドラインと言いますか、ガイドできるものを示すことによって、証券会社の評価だけではなく、東証でも計画の合理性等について一定程度のガイドがある中で合致しているかを確認し、審査プロセスの過程で見ていただけすると、より実効性が高まっていくのではないかと思います。

また、グロース市場を目指される会社への啓蒙・啓発について、上場を目指す会社は、証券会社や関係者のアドバイスを参考に自社の規模を考えて、グロース市場を目指すことを選択していると思います。今回のグロース市場に関する議論の中で、市場コンセプトがはっきりしてきたため、市場コンセプトを踏まえて、本当に上場すべきかも含めて、何を

目指して上場するのか、自社はどの市場が適切なのか、グロースを目指す場合には高い成長可能性を有するのか、等について社外役員も含めて検討し、その検討した結果を、例えば審査プロセスで確認する旨、ガイドブックに記載すると、そのプロセスを避けて通れなくなることになるため、何となくグロース市場を選んでいた会社も、グロース市場のコンセプトを考えた上で来てもらえるのではないかと思います。

【池田統括課長】

取引所が定量的な成長率を示すことは難しい中で、取引所の期待は言い換えると投資家の期待ですので、その声・期待値を伝えていくことを考えております。別添は、今後グロース上場会社に向けてご案内していく予定のもので、例えば2ページでは、会社の「売上・利益が着実に成長しているのに株価が上がらない」という声を記載しています。グロース株なので、尖った成長率であれば注目されますが、そうではない小型株なのに投資家から注目されることはなかなか難しいかもしれません。そういう点など、色々な声を伝えていこうと思います。

また、時価総額100億円を目指すためにはどうすればよいのかという点も、そもそも時価総額100億円になったから機関投資家に買われるかというと決してそんな簡単なものではありませんし、上場後も高い成長を続けていただきたいという中で、時価総額100億円はあくまで通過点にすぎないことを、メッセージとして伝えていく工夫をしていきたいと思います。

別の話になりますが、別添3ページにあるとおり、上場するメリットだけではなく、「上場する意義」も伝えていく必要がありますし、特にグロース市場に上場するのであれば、リスクマネーを調達して成長に舵を切って振り向けていただくことですので、そういったことも含めて、上場会社だけではなく、IPOを目指す会社にも伝えていかないといけないと思います。

【早瀬統括課長】

取引所が高い成長可能性の有無を踏み込んで審査することは、過去にうまくいかなかつたという議論の上で、現在の役割分担に落ち着いたという経緯だったと思いますので、その観点も踏まえて対応は検討したいと考えています。そのうえで、ご指摘のとおり、上場のタイミングや市場の選択にあたりマネジメントで議論したかは重要だと思います。体感としては、社内でIPOの時期や上場市場の目標を定めた後に、上場に向けてガバナンス体制の整備を進める中で、社外役員を揃えていくケースが多いものと思います。上場することが決まってから経営に参画することになる役員の方もいらっしゃるので、改めて上場するにあたり、社外役員も含めて改めてマネジメントでしっかり議論していただくことは重要だと思いました。

【証券会社】

グロース市場のコンセプトとして「高い成長可能性」というワードが示されていますが、IPOにおいて「高い成長可能性」の評価は証券会社に委ねられています。証券会社サイドからすれば、対クライアントの観点では柔軟性を持たせていただいていると思いますが、半面、グロース市場のブランドを維持する観点では、やや懸念があるのではないかと考えます。東証が求めるグロース市場の在り方を考えたとき、ある程度の基準やバーをいく必要性もあると感じ、一案ではありますが、旧マザーズ市場では、主幹事証券会社が高い成長性を示すにあたり、特別な説明を要する場合とそうでない場合を選別する基準¹があり、その基準を満たせば、主幹事証券・東証とともにコンセンサスを持った中で成長可能性があると見ており、それを満たさない場合は証券会社が別途成長性を説明するというスタンスになっていたものと思います。もちろん、当時の基準が適正なのかは別として、一定の基準を設けていただき、当該基準を満たせば高い成長性があるというコンセンサスを市場関係者で持った方が、グロース市場のブランド価値の維持・継続に繋がりやすいのではないかと感じています。

また、資料3ページの項番1③、項番2①に繋がりますが、「5年100億円」の基準を設ける中で、100億円に満たない会社に対して何らかの追加開示を求める方針になると思いますが、上場後のIRや投資家とのコミュニケーションに対して、東証として、過度にパッケージで義務としないほうがよいと考えます。基準に満たない会社はこれまで以上にIRに力を入れて自社の魅力やKPIの進捗を投資家にわかって頂こうと努力するのは当然でしょうし、IRは決められたことだけを開示すれば良いというものではなく、投資家とのコミュニケーションは各社各様であると思いますので、義務ではなく、方針をガイダンスする努力義務にとどめていただき、好事例のご案内をすることで、グロース市場に上場する会社のお手伝いをする形で促したほうが良いと考えます。

【池田統括課長】

1点目の基準の話は、上場会社からも「示してもらえるとそれを目安に成長戦略を描ける」という声が出ています。一方で、ご指摘いただいたような高い成長可能性の定量基準を廃止した理由は、その基準が一律に測るにはあまりにも形式的でしたし、そもそも過去実績に基づくものだったからです。グロース市場では将来の成長により重点が置かれる中

¹ 次のa又はbに該当すること

- a. 最近2年間（通常、申請直前期及び直前々期にあたります）において、最近の1年間の利益の額が最初の1年間の利益の額と比して3割以上増加して1億円以上であり、かつ、最近の1年間の売上高が最初の1年間の売上高と比して増加している場合
- b. 最近2年間において、最初の1年間は利益の額を計上しておらず、最近1年間の利益の額が1億円以上であり、かつ、最近の1年間の売上高が最初の1年間の売上高と比して増加している場合

で、過去実績は1つの参考にはなりますが、それで高い成長可能性を図るのかというと、必ずしもフィットしない面も大きかったのではないかと考えています。一方で、やはり期待値を示すことは重要で、ですので、投資家の目線・期待感を示していくことが、上場会社だけでなく上場準備会社にとっても良いことだと思います。

2点目の「5年100億円」を達成しない会社に求める開示ですが、上場維持基準を意識して今後の取り組みを記載いただくことは想定しておりますが、そのために特別な項目やフォームを設けることまでは考えておりません。個社の状況に応じた投資家とのコミュニケーションに委ねるほうがよい形になるというのは、同じ考えです。

【早瀬統括課長】

上場時に時価総額100億円に満たない場合について、何かしらの開示の充実はお願いすることになるものの、おっしゃっていただいたとおり、画一的に対応すれば良いものではないと思います。投資家とのコミュニケーションは各社各様という点もご指摘のとおりと思います。今後、時価総額100億円に満たない場合に上場審査をお願いすることになるであろう開示も、先々の計画についてどれくらい解像度を上げてお示しいただくかというものになるかと思います。もちろんすべての会社が解像度の高い事業計画を開示できることが理想ですが、比較感として、上場維持基準への抵触を意識する会社については少し解像度上げた将来の取り組みを開示していただくことになろうかと思います。

【池田統括課長】

補足として、資料3ページの項番1②のように、高い成長可能性の評価において留意すべきケースについて、「資本コストや株価を意識した経営」の「ギャップ事例」ではないですが、新規上場ガイドブックにおいて記載を充実していくことが有用なのではないかというご意見をいただきて、ぜひ検討していければと思っていますので、この点についてもケースとして何か良いものがあればご意見いただきたいと思います。

【証券会社】

私も今の二人と意見が重なることが多いですが、定量的な目線感やガイダンスがあると進めやすいことは率直な意見としてございます。私達がIPO準備企業と事業計画や上場時期のディスカッションをする際に、投資家が期待する成長性に届かないと思われる事業計画であっても、他のグロース市場の会社で、売上高の成長が1桁台の会社もありますので、そうした会社がいる中で、グロース市場の上場は難しいとは言いづらいところがあります。スタンダード市場など別の市場を検討しようとしても、1億円の利益基準やコーポレート・ガバナンスコードの対応に負荷があり、すぐに切り替えることも難しいです。グロース市場のまま、上場の時期をずらし、成長性が見込める戦略が描けてから上場することをお話していきたいものの、売上成長で10%必要なのか、30%必要なのかという点

は議論として進めにくい部分がありますので、本日の別添2ページでお示しいただいたように、投資家は20～30%の売上成長を求めていましたと言ったガイダンスがあると分かりやすいと思います。

一方で、すでにグロース市場に上場されている会社で、売上高が1桁成長や10%成長にとどまっている会社があると思いますが、そうした会社もおそらくグロース市場に上場した時点では良い計画を立てて、結果的にうまくいっていないこともあろうかと思います。資料7ページのところで、今後、成長可能性書面の拡充として、過去に思い描いた成長が実現できていない会社は、その原因分析や対策の検討を行った上でしっかりと開示していくことは賛成したいと思います。私達もこうした先行事例を勉強した上で、今後、IPOを目指す会社とのディスカッションに生かしていきたいですし、証券会社や投資家も知見・経験を高めていくことでより良い市場を作っていくことは大事だと思いますので、非常に良い取組みだと思いました。

別の話になりますが、高い成長可能性の評価を、事前確認のときに証券会社より東証上場審査部に説明する中で、日頃私が感じているところは、どの程度ご納得いただいているのか気になるところです。我々としてはロジカルに丁寧に説明しているつもりではありますが、それが第三者から見てご納得いただけるものなのか、例えば、もし違和感のある説明があれば、このような場で一般例として事例を紹介いただけると、東証と証券会社で成長可能性の見方について、目線が合ってよいかと思いました。

【早瀬統括課長】

高い成長可能性について、我々も上場審査においては、上場後3年程度の中期経営計画の数字をいただいており、平均すると売上が年率20%成長、利益も3年で上場時の倍以上になるくらいの計画をもっていらっしゃいますが、実際に計画を達成される確率は3割くらいかと思います。これは上場時の計画が甘いということではなく、それだけ高い成長を継続するのが難しいのだと認識しています。ですので、上場時の段階でご説明いただく高い成長可能性が全くないと感じることはありませんし、計画が達成できること結果論で否定するつもりはありませんが、ご指摘いただいたように、高い成長を目指して、でも上場後に結果的にうまくいかなかつたときに、次の策について投資家とコミュニケーションを取りながら取り組んでいただく話が重要と思っています。

【証券会社】

本年4月時点のフォローアップ会議資料のなかでは、「上場維持基準に適合可能な成長可能性を有していることを主幹事証券と取引所で確認」となっていました。今回の資料では主幹事証券が成長可能性の評価を行い、取引所がその前提となる事業計画の合理性を確認するという、従来の建付けと変わらない表現となっていますが、取引所において何か議

論があったのでしょうか。また、成長可能性の評価にあたって、枕詞として「上場維持基準に適合可能な」とありましたが、この表現がなくなった背景を教えてください。

【池田統括課長】

成長可能性は証券会社が確認し、事業計画の合理性を取引所が確認する、といった細かな役割分担までフォローアップ会議資料では記載しておらず、あくまで表現ぶりの問題のみで、方針が変わった訳ではありません。小規模IPOについて、上場後に大きく成長する余地があるのかという観点で、成長可能性や事業計画はお互いにしっかり確認していくべきと考えていますが、そもそも「時価総額100億円」がゴールではない中で、テクニカルに「100億円を超えるかどうか」という定量的な確認の仕方は、あまり馴染まないのではないかと考えています。

【証券会社】

これまでも主幹事証券の審査の中で成長可能性について評価しているので、根本的に評価項目が欠けているようなことはないと考えています。一方で、上場後に成長しない会社が多いなかで、なぜ上場後に成長が止まってしまうのかに目を向けるべきではないでしょうか。事業計画の前提が変わった際に、その考え方を投資家に示すなど、上場会社の開示をより重視すべきと考えます。過去の経緯もあり、成長可能性についてはIPO段階で証券会社が評価してきましたが、より重要なのは上場会社が投資家とコミュニケーションを取る中で自社の成長可能性をどのように訴求していくのかであって、IPO時点での考え方には変わり得るものという認識が重要であると思います。とはいえ、「5年100億円」を前提に、上場後数年経過し時価総額100億円に達していない会社は、どのように達成するのか投資家に丁寧に開示していく必要があるのではないでしょうか。そのような会社については開示項目を設けて丁寧な説明を求める等、上場後の成長をより意識させるような仕組みが必要だと思います。

【池田統括課長】

上場後により丁寧に説明すべきというスタンスはご指摘のとおりですし、まさに我々が進めている話です。投資家の声としても紹介していくとしていますが、一部の上場会社には下方修正やKPI変更が投資家に良い印象を与えないため、そもそも計画を開示しないという考え方方が今も昔もあるようです。ただ、開示が無ければ投資家も評価する術がありませんので0点です。計画が変わったのであればその理由を丁寧に開示することで、長い目線での投資家との信頼関係につながると思います。100億円を超えるバリュエーションとか財務根拠とかを直接的に開示してもらう仕組みは設けませんが、100億円に到達するためにどのような施策を打っていくのかを開示してもらうルールを設けていく予定です。

【早瀬統括課長】

IPO前の段階を見ていると、上場まで順調に進む会社は限られていて、伸び悩む時期などもある中で、スケジュールも変更しながら上場に至る会社がほとんどという印象があります。投資家から見れば上場がスタートなので、なぜこれほど多くの会社の成長が鈍化するのかという発想を持たれるのではないかと思いますが、持続的な成長の難しさはIPO前の段階から地続きで理解すべきと思っています。そのうえで、グロース市場に上場する会社にも、上場後に事業計画を練り直す必要に迫られる可能性が高いことを理解いただき、それに備えた事業基盤や財務体力を持った状態で上場いただくことが重要ではないかと思います。

【証券会社】

上場審査では会社が株式市場で取引されるにあたって最低限の体制が整備されているかを確認しています。一方で、高い成長可能性については、市場からの評価という観点であり、上場審査の枠組みで確認することが難しいように思います。発行体から高い成長可能性の説明を受けますが、その判断は非常に難しく、一定のマイルストーンが示されれば、それに信用せざるを得ないと思います。また、時価総額100億円というのも市場からの評価に依拠したものであり、高い成長可能性を有することとそれが時価総額に繋がることは必ずしもイコールではないため、時価総額を基準とすること自体が適切かどうかという視点もあるかと思います。

【池田統括課長】

上場後は投資家とのコミュニケーションが多くなり、資本政策に着目されることが多い反面、上場審査での論点はPLの評価や開示体制等が中心になっていると思います。そういった中で、高い成長可能性の評価だけが浮いているのも事実ですが、グロースというマーケットのコンセプトがあるなかで、高い成長可能性の評価についてはIPO関係者で知恵を振り絞って互いに協力しながらやっていきたいと思います。また、「100億円を超えるかどうか」を数字で確認していく審査というのはあまり意味がないと思うので、上場後も継続的な成長ができる企業かどうかをIPO関係者で確認していくことがより重要なと思います。上場維持基準の設定にあたっても、100億円を超える会社を集めたいという意図ではなく、100億円が目指すべき水準とも考えておりません。そのような打ち出し方はしっかりと考えていきたいと思います。

【早瀬統括課長】

今般の上場維持基準の導入にあたり、上場会社も上場維持基準を見据えて過度にストレッチした事業計画をつくる可能性もありますが、一次的な成長可能性を証券会社が判断

し、取引所はその前提となる事業計画の合理性を確認することで、協力して投資家をミスリードすることがないようにすることも重要と考えます。

【証券会社】

テクニカルな部分に走るのではなく、社会的に高い成長可能性があると評価されるために、経営者自身が積極的に発信していくべきと考えます。マネジメントチームが評価のポイントであるということを証券会社や取引所が訴求していく必要があるのではないかでしょうか。ディープテック等では専門家の意見を取り入れていますが、どこまで効果があるかは評価しにくいと思います。マネジメントチームにどれだけ素養があり、情熱を持って事業にあたっているかを見極めていくことが、高い成長可能性の判断にあたって重要な要素ではないでしょうか。

なお、100億円未満のIPOについて歓迎というスタンスである一方、リスク情報に開示してほしいというメッセージは、実質的に新規上場基準を上げているように見えます。成長可能性が無いのであればグロース市場には承認しないぐらいのスタンスが良いのではないかでしょうか。また、IPO準備が外部リソースを含め分業化している側面もあります。IPO準備が現場のみで進んでしまうこともあります。IPOに直接関与しない役員も含め、経営者とのディスカッションはより重要なと考えます。

【早瀬統括課長】

リスク情報も100億円を一律のバーとするのではなく、グラデーションはあるべきだと考えますので、リスク情報として投資家にアラートを出す必要性については検討ていきたいと思います。また、冒頭の議論でもありましたが、社内だけでなく社外の独立役員を含めたマネジメントチームとして、IPOのタイミングや成長可能性を投資家に対して訴求できるのかについて検討いただくことが重要であると思います。上場準備に特化した士業の方々やダイバーシティの観点で安直に社外役員の構成を決めているのではないかと思われるケースもありますが、マーケットと対話できる役員構成が望ましいと考えます。

【監査法人】

上場維持基準見直し案の「5年」は少し短いように思います。スタートアップ企業の株価に将来の成長期待が織り込まれていると考えると、上場から短期間で株価を上昇させるためには更なる成長が求められ、現実的には難しいのではないでしょうか。また、短期間で大きく株価が上がったきっかけ・イベントを分析して、公表していくとよいのではいかないでしょうか。

【池田統括課長】

現行は「10年40億」という基準ですが、10年以内に達成する事業計画を応援しようと思う投資家は多くないため、少し短い期間を設定しようとする中で、時価総額100億円未満で上場し、上場後に100億円を超えた会社について分析したところ、93%が5年以内に100億円を超えていたというデータもあり、妥当なのではないかと考えています。

また、株価の上昇については、事業の伸びだけでなく、投資家とのコミュニケーションや対話によって変わる部分もあり、要因は複合的です。色々なケースを示していかなければと思います。

【監査法人】

上場後に時価総額を向上させた会社とそうでない会社の違いを分析すべきではないでしょうか。IPO時にどのような成長可能性を示していくか、どのような要因で未達となっているのかを振り返ることも重要だと考えます。例えば、事業自体が成長していないのか、事業は伸びているが株価が反応しておらずIRが不足しているのか、また、同じ事業が停滞しているケースでも、経営者の取り組みの問題なのか、事業構造上の問題なのか、といった細分化ができると思います。分析結果次第で、例えばIPOのタイミングが早いのではないかといった問題提起につなげることができる等、打ち手も変わると思います。

【池田統括課長】

検討していかなければと考えております。資本コストや株価を意識した経営でもPBRとROEに分解して分析していくと色々なビフォーアフターがあり、グロース市場でも同じようなアプローチをしていきたいと考えています。

【監査法人】

上場後には機関投資家が存在しており、そのチケットサイズに乗らないと、資金調達もM&Aも難しいということを、上場前の段階で、証券会社や東証はどこまで発信されていますでしょうか。そのサイズに乗らないまま上場てしまい、次の資金調達やM&Aができずに伸び悩む会社も多く、成長しないから時価総額が伸びないと同様に、時価総額が伸びないから成長できないこともあるように思います。そのサイズに乗ることがいかに難しいかということを、上場前のタイミングから発信していくことが大事ではないかと思いました。そうした上場後の機関投資家の呼び込みについても、上場前の段階から成長可能性の議論とうまく接続できるとよいのではないかでしょうか。

【池田統括課長】

非常に大事なポイントかと思います。上場時点できちんとしたことを理解している経営の方もいらっしゃいますが、上場が目的となって、とりあえず上場準備だけを進めるような

会社は、上場後にご指摘のような困難に直面するケースが多いように思います。上場後においては色々と発信していますが、上場前においては、我々もなかなか発信できていないですし、証券会社の公開指導の範囲でもないため、抜けている部分なのではないかと思います。上場前からどう上場後を意識してもらうか啓発していくことはとても重要な課題と認識しています。

【監査法人】

「5年100億円」という方針が示された中で、今後、事業計画及び成長可能性に関する事項の開示においても、それに向けたストーリー感はある程度入れ込んでいただくことになるかと思います。ただ、私の理解だと、現状、上場後5年間における財務数値、たとえば売上や営業利益などを書いている会社はなく、出すにしても業績予想として翌期の数値を出したり、中長期のKPIとして人員計画を出したりといった程度であり、中長期の財務数値自体は出していないものと認識しています。証券会社サイドにおいては開示しないということは周知の事実かもしれません、監査法人サイドからすると、事業計画といえば売上や段階利益をイメージする人が多いと思われ、私も売上や段階利益を含めた中長期の計画を開示しないということを知った時には驚き、開示が必要にはならないのかと改めて疑問に思った次第です。財務数値だけがダイレクトにマーケットの株価に影響するわけでもありませんが、上場前の段階において将来数年間の計画数値を基にバリュエーションして資金調達を行う事例もあるかと思います。上場時にも売上や段階利益を含めた中長期の計画の開示を求めることで、投資家の目に耐えられる計画を作ろうと考える経営陣も出てくるように思います。これを機に、開示していくことを検討しても良いのではないかと思いましたが、どのようにお考えでしょうか。

【早瀬統括課長】

ファイナンスにあたり、目論見書の記載内容には証券会社が一定の法的責任を負っており、保守的に将来数値は開示しないという対応が基本になっているとの認識ですが、そうした法的な問題を抜きにすれば、取引所としては開示していただいても構わないというスタンスではあります。

【証券会社】

法令上、証券会社には目論見書の使用責任がある中で、将来情報が実績と乖離してしまったときに問題となる可能性があります。監査法人にもコンフォート・レターの中で数字を見ていただけるのか、という話にもなると思います。

【監査法人】

会社が会社自身の意思で中期経営計画を開示する分には問題ないということでしょうか。

【証券会社】

開示されている会社もありますが、弁護士にも確認し、リスクを十分に検討されたうえで行われています。

【早瀬統括課長】

訴訟リスクがある中でなかなか難しいということは理解しつつ、投資家もさすがに将来情報が保証されているとは考えていないと思われ、投資情報として有用なのであれば、将来の財務計画を開示していっても良いのではないかというご意見は、非常に重要なご意見かと思いました。

【監査法人】

ここ最近、スタートアップの成長戦略の一つとして、M&Aによる非連続的な成長が、バズワード化し、焦点が当たっているとの理解です。上場会社において、M&Aを重ねて大きく成長されている企業があることは認識しつつも、本業でオーガニックに成長できており、M&Aもやったことがないという会社が、今後M&Aで高い成長を目指していくという計画を掲げたときに、高い成長可能性があるものとして認められるのかという点について、ご意見を伺えますでしょうか。今後、M&Aによる成長を目指す企業も増えてくると思いますので、何らか考え方があれば、留意事項としてお示しいただくと良いのではないかと思いました。

【池田統括課長】

成長の手法としてM&Aによるインオーガニックな成長を検討すること自体は良いことですし、マーケットとしてもそうしたダイナミックな取組みが進むことは良いことかと思います。ただ、上場会社の経営者の皆様には「自分が買い手となる」M&Aしか念頭にない場合も多く、売り手となる場合も含めて考えていただくべきですし、こうしたメッセージは発信していくことが重要だと考えています。

【早瀬統括課長】

過去の実績を求めすぎるのは良くないですが、上場審査においても、M&Aを成長戦略として掲げるのであれば、これまでM&Aで大きくなってきたという実績はあるのか、案件を精査する体制はあるのかなどを事業計画の合理性の観点からある程度見ていく必要はあろうかと思います。上場してM&Aで成功されている会社は、ビジネスとしてM&Aを活用していくための体制がある会社と認識しており、実績も体制もないのにM&Aで成長

していくという計画は、投資家からも評価を得られないのではないかと思いますし、その点はお示しできるのではないかと思いました。

【早瀬統括課長】

それでは、お時間も迫ってきましたので、資料4ページのスタンダードへのIPOについても、ご意見があればいただけますでしょうか。

【証券会社】

スタンダードへのIPOを検討されている会社は確かに増えてきていますが、グロースの見直しによる影響というよりは、プライムの上場維持基準が厳しい、英文開示も大変という企業が、これまで以上にスタンダードを選ぶようになってきているということかと理解しています。

【証券会社】

打ち出し方の問題もあり、スタンダードは受け皿的なイメージを持たれつつあると思っています。もともと、かつての市場第二部・ジャスダックのような、成長性は低いが安定している企業群というイメージであったところ、今回のグロースの見直しによりグロースで成長できなかった企業がスタンダードに流れることで、成長性がないというイメージがより強くなってしまうリスクがあるように思います。大胆な発想ではありますが、グロースで成長できなかった企業について、スタンダードではなく別の市場にいっていただくなどとしないと、どのようにコンセプトを描いたとしても、ネガティブな印象はぬぐえないように思います。

【池田統括課長】

スタンダードをどのように良くしていくのかはアジェンダとして掲げ議論を始めています。プライムはグローバル、グロースは成長性というコンセプトを明確化している中で、ベースとなる多様な企業を対象にしたマーケットも当然必要で、それがスタンダードということかと思っていますが、その分企業も様々ですので、色んな角度から検討していく必要があると思っています。また、スタンダードはプライム以上に二極化が進んでおり、資本コストや株価を意識した経営について積極的に取り組まれている会社は株価も大きく伸びており、そのような企業をピックアップしていくポジティブな話もあれば、逆に少数株主保護など上場企業としての責任を果たしているのか疑問と指摘されるケースもあるかと思います。こうした中、IPOの文脈において、どういう企業がスタンダードを目指しているのか、どういう背景なのかが分かると、今後の施策の検討材料になるかと思い、本日お伺いしている次第です。

【証券会社】

正直なところ、消去法的に、プライム市場には行けないがグロース市場でもないという企業が集まる市場となってしまっているように思います。今回のグロース上場5年後、基準に満たない場合はスタンダード市場へ行けるという制度変更がそれをより際立たせているように感じており、これまでグロース指数が伸びていなかつたことが、今後スタンダード市場でも同じことが起きるのではないかと危惧しております。スタンダード市場に求めらる姿・コンセプトをメッセージとしてしっかりと打ち出していただくことで、3つの市場があつてこそその東証市場だということにつながるかと思います。行く先がない企業が行くところではなく、こういう企業に上場してほしい、こういう企業が目指すべき市場だというメッセージを、ぜひご検討いただければと思います。

【監査法人】

グロースの見直しを機に、グロースではなくスタンダードに切り替えたという企業も結構あると認識しています。自社の時価総額や成長性を踏まえ、グロースにも行けなくはないが、まずはスタンダードに行こうとする企業も出てきています。そのうちのとある会社は、あまり深く考えずにグロースが厳しくなったのでスタンダードにしようと契約先の証券会社に相談したところ、形式基準や安定的な利益計上の見込み、CGコード対応などの観点から、スタンダードも厳しい市場であるとの説明があり、スタンダードもしっかりととした市場なのだと認識したということがあったようです。最近、主幹事証券会社との契約が遅くなっていることもあります、監査法人にまず相談をいただくことも増えていますが、特に4月以降、スタンダードはプライムにもグロースにも行けない企業の市場になってしまいますのかといった問い合わせも増えており、良くないレピュテーションで固まってしまう前に、スタンダードもきちんとした市場であることの発信も必要との感触です。

【監査法人】

グロース市場以外の選択肢としては、スタンダードではなく名古屋証券取引所などの地方市場を考える企業も出てきている印象です。