

グロース市場の発展に向けた検討会（第１回） 議事録

日 時： ２０２６年８月２１日（金）１６時００分～１８時１０分

場 所： 東京証券取引所 １５階特別会議室

出席者： 参加者リスト参照

【渡邊部長】

それでは、予定の時刻となりましたので、第１回の「グロース市場の発展に向けた検討会」を開催させていただきます。本日は、ご多忙のところお集まりいただきまして、誠にありがとうございます。

本日の進行を務めさせていただきます、上場部の渡邊でございます。どうぞよろしくお願いいたします。

まずは皆様のご紹介から始めさせていただくのが通例ではございますが、大変恐縮ながら、本日はお手元の名簿をご参照いただくことで代えさせていただきます。

なお、本日はシニフィアンの村上様がオンラインでのご出席、さくらインターネットの田中様が１時間ほど遅れてオンラインにてご出席される予定となっております。

続いて、会議の運営やねらい、本日の進め方についてご説明させていただきます。

【池田統括課長】

本日はお忙しい中大変ありがとうございます、よろしくお願いいたします。

まず、会議の運営について改めてご説明させていただきます。

はじめに、資料の取扱いでございますが、東証の資料については、会議終了後速やかに、弊社ホームページにて公表いたします。

お手元の皆様から参考でいただいた資料につきましては、議事録とセットで公表したほうが見る方が分かりやすいと思いますので、議事録公表のタイミングで掲載させていただければと考えております。また、一部の方の資料は本日の会議の場限りということで、画面投影のみとさせていただければと思います。議事録につきましては、会議後、皆様にご確認・ご修正を頂きまして、出そろったタイミングで公表いたします。

続いて、本検討会の趣旨やねらいについて簡単にご説明いたします。お手元の資料「第１回会議資料」１ページをご覧ください。

東証では、グロース市場を「グロースらしくする」、企業規模や上場後経過

年数にかかわらず、「高い成長」を目指す企業が集う市場となるよう、取組みを推進してございます。

グロースの前身のマザーズは、市場第一部に移ることを前提に市場を設計しておりましたが、グロース市場は、会社・経営者の方が「自分はグロースで高い成長を実現するんだ」ということであれば、それをぜひ追求し続けていただいて、投資家の皆様にはそれを支えていただける市場区分でありたいと思っております。

そういった市場区分であることを色々な形で体現しようと、これまで、上場維持基準の見直しや「高い成長を目指した経営」の働きかけなどを行ってまいりましたが、これをより推進していくため、皆様のご知見をお借りしながら、発信や対応を進めていきたいと考えております。

そうしたことから、続いて2ページが、本日ご意見をいただきたい事項でございますが、グロース上場企業のあるべき姿について、企業の皆様からは、「高い成長」についてどのように取り組み、それをどのように投資家に伝えてきたか、投資家の皆様からは、グロース上場企業に期待する姿勢や取組みなどについて、ぜひお話いただければと思っております。

そして、そうしたあるべき姿を実現していくうえで、グロース市場・グロース上場企業が抱える課題がどこにあるのか、どのような環境整備が必要なのかといった観点からも、ご意見があればいただければと思います。

なお、別紙を2つお付けしておりますして、別紙1がグロース上場企業・IPOを目指すスタートアップに対して行ったアンケートの結果、別紙2がこれまでの東証の取組みや背景データをまとめたものでございます。ご議論にあたり、適宜ご参照いただければ幸いです。

最後に、本日の進め方でございますが、事前にお願ひしましたとおり、まず皆様から、お一人につき5～10分ほどご意見をいただければ幸いです。順番につきましては、初回ということもございいますので、お手元の名簿、企業の皆様から五十音順、投資家の皆様から五十音順に、加登住様から服部様までお願いして、そのあと福田様・村上様といった順で、ご発言いただければと思っております。遅参の田中様には最後にご発言をいただく予定です。その後、残りの時間でそれぞれへのコメントやご質問や、追加的なご意見などをいただければと思います。

以上でございますので、本日はどうぞよろしくお願いいたします。

【渡邊部長】

それでは、皆様から順にご意見を頂戴できればと思います。

【加登住氏】

改めましてよろしくお願いいたします、株式会社キャンバスの加登住です。抗がん剤の開発をしております創薬バイオベンチャーの会社で、その中での特徴は、お配りした資料の１点目で、１ページ目で成長可能性の源泉としてお示ししているとおりです。

ご理解いただくための基本として、２ページ目のように、一般的に薬の開発には非常に長い時間とお金がかかり、特にお金に関して、キャッシュフローのＪカーブが長くて深いというのが特徴でございます。

３ページ目ですが、この長くて深いＪカーブについて、さすがにベンチャー企業単体では調達できまいということで、製薬企業にリスクを分担していただいて、その代わり成功時もありターンをシェアしましょうというのが従来は一般的なモデルとされてきました。ただ、４ページ目のとおり、当社は上場後の色々な経緯もございまして、自前でリスクテイクし、資金調達もして開発リスクも負った上で臨床試験を後期まで進め、将来上市に至ったときの成功利益をしっかりと獲得しようという、ハイリスク・ハイリターンなビジネスモデルを志向しております。

バイオベンチャーには色々なタイプがありますが、その中でもハイリスク寄りのビジネスモデルということで、継続的に資金が必要です。２０００年の創業以来、２６年間で累計１７０億円ほど調達してきましたけれども、そのうち約８０億円をリードパイプラインのＣＢＰ５０１の開発に使用しております。さらに５ページ目のとおり、このあと臨床第３相試験を行うために４５億円から５０億円ほどかかります。この最後の試験のための前半の資金は調達できていますが、後半の資金が足りないうえに、最終的には成功したときに新薬申請に資金がかかるという、非常にお金のかかるタイプの会社でございます。その一方で、売上は、ほぼ現時点で提携等がありませんので発生しないという状況です。

こうした状況の中で、おかげさまで今日時点で約１５０億円の時価総額をつけていただいております。そういったご評価をいただく上で、どのような方針で取り組んできたかというのを簡単にお伝えいたします。

当社は２００９年に約１２０億円のマーケットキャップで上場させていただいたあと、２０２２年にはボトムで１６億まで時価総額が下がってしまいました。マザーズ指数は長期低落中でしたし、時価総額４０億円という当時の上場維持基準すら大きく割り込む状況でした。この際の動きについてはお付けした２つめの資料「キャンバスのＩＲ振り返り」の中で語っております。後ほどお時間のある折にご覧ください。

当社のIRの取り組み、心がけていること、課題感と要望については、最初の資料の6ページに並べております。

バイオの企業は、良いニュースが出るとぽんと株価が上がりますが、すぐに消費されてしまって、元の株価水準に戻ってしまいます。これに戻さないことが、すなわち当社自体の成長でもありますし、企業価値の成長でもあります。

開発がどういう風になれば良いのかを広く投資家の皆様に分かっていただけているという訳ではないので、開発の成果をきちんとかつ評価いただくためには、どうなったら良いことなのだというのを説明するところから、きちんとやらないといけません。「よく分からないけれども、何となく良さそうだ、すごそうさ」という株価の形成をしていくと、あとが大変ですし、先ほど申したように上に行ってすぐ下がるという動きになってしまうので、きちんと説明するところから心がけました。

伝える上でのベースになる考え方として、当社はおかげさまでマザーズの頃から上場しておりますが、グロースに変わるときに、特に東証の皆さんから、高い成長を目指す企業の成長可能性に着目していただく市場だとおっしゃっていただきました。この点がメインだと考え、成長可能性をどうやって伝えていくかということがまず1点です。

それから、その時点でも時価総額は十数億、現時点でも150億程度ですので、機関投資家の皆さんのご興味は薄いという大前提を持っています。ご興味をなかなか持っていただけないことを嘆いても仕方ありませんし、しっかりと機関投資家の方にご興味を持っていただける、500億、1,000億という規模になるまでの間は、個人投資家の皆さんに支えていただこう、きちんと育てていただこうということで、個人投資家の皆さんへのアプローチを強く心掛けてまいりました。これは、今日ご出席の企業ごとにだいぶ違うところだと思います。

個人投資家へのIR、アプローチは非常に難しいというのはあるんですけども、一方で、こういった新興市場に個人投資家の方が直接投資していらっしゃる市場は世界的にも多くはなく、珍しい、良い点でもあると思っております。ある意味、分厚い個人投資家層のリスク選好であるとか、説明の通じ方をしっかりと把握した上で活用する分には、非常に良い環境であると逆に思っているところです。

今後に向けた課題感、それから期待するサポート、環境整備ですけれども、課題としては、当社を含めまして、今すぐに売上が上がる訳ではない会社というのは、成長のためのガソリンがどうしても必要です。特に、不連続に成長可能性を高めていくためには、大規模な資金調達やM&A戦略はどうしても必要です。しかし、現実には資金調達の道がかなり狭いというのが非常に大きな課

題だと思っております。新株予約権を使ったファイナンスに偏りがちです。

もちろん第一義的にはこの問題は発行体である我々が解決しなければいけないと思っておりますが、とはいえ、発行体の発行する株価、時価総額水準、それから流動性の確保、これらについてインセンティブをお持ちの方が周りにどなたもおられない。なので、誰に頼ることもできないというのが非常に大きな課題だと思っております。もっぱら発行体が努力するしかないという状況は非常にきついなというところがございます。

そういったことで、先ほど池田さんもおっしゃっていただいた、成長してもグロース市場にとどまりたい魅力を持った市場であるという打ち出しの一つとして、資金調達しやすい仕組みづくりと、それから資金調達後にも、周囲にインセンティブを持った、主にIPOを支えた主幹事証券会社だと思いますけれども、そういった金融機関の皆さんが、私ども発行体の企業価値成長、資金調達、IRなどをサポートすることにインセンティブがあるという仕組みをしっかりとつくっていただきたいと思いますと考えているところです。

またもう一つ、資金調達に関して何度かやっていると誰もがぶつかる場所ですけれども、発行時点の時価総額と今後の成長のために必要な資金調達額というのは、どうしてもミスマッチがある可能性があります。私どもは時価総額20億を切った頃に、25%ルールで5億のファイナンスが上限というところには非常に苦労しながら事業計画を立ててまいりました。

その解決方法としてたとえば、成長可能性資料との連動や、資金使途、スキームの妥当性といった、いくつかの条件を付した上で、25%ルールを条件付きで緩和する方法が考えられます。あるいは、M&Aや開発のためにCBを発行し、資金を獲得しておこうという資本政策を取ろうとすると、純資産基準で上場廃止のリスクを負ってしまうという点もありますので、こういった場合に限って純資産基準を外す、あるいは猶予の期間をつくっていただくということが考えられます。

あとはもう一つ、先ほど申しました証券会社のインセンティブです。特に小規模なマイクロキャップ、スモールキャップのPO、公募増資の引受等に関して、引受手数料率、あるいは仕組みの上で、証券会社にきちんとインセンティブを感じていただける仕組みづくり、規制の緩和、利益の源泉の拡充、そういったところを図っていただければと思っております。

【桐島氏】

トライアルホールディングスのグループ経営財務部長、桐島と申します。よろしく申し上げます。弊社は、全国で今620店舗の小売業をしています。基本は郊外型で、少し大きい1,200から1,500坪ほどの店を、ディスカ

ウンターとして展開しています。特徴としては、生鮮や食品を強化しているところで差別化として取り組んでおります。

上場してからはまだ2年ですけれども、創業からはもう48年経っています。上場してこの2年の間にも結構色々なことがありまして、直近では西友買収がありました。これは、上場の時以上に当社のことを知っていただく機会になったかと思います。

2年前の上場のとき、主幹事証券からはグロースではなくプライムというお話もいただきました。当社は社名のトライアルが現すとおり挑戦を社是としており、これまでも上場しなかった理由は上場して毎期の利益を求められるよりは、利益をすぐ出さなくても、よりお客様に還元し、売上のハイグロース、将来の成長への投資をずっと続けたかったというのがあり、四十数年、上場を念頭に置かず成長を求め続けてまいりました。

食品の小売業界は、日本はまだ多くに分かれていますけれども、欧米を見ますとこれから三つや四つが寡占化している状況ですので、日本もこれから少子高齢化が進む中で、ましてや当社のように、全国には出ていますが人口集積地の都市部ではなく、どちらかというと郊外型でやっているところは、今後は厳しくなっていくのではないかと考えておりました。今後挑戦をしない限りは、淘汰される側に回るということで、成長を加速すべく上場を目指すという判断に至りました。

上場することでより成長する資金を得て、さらに信用力の面など、金融機関との関係も変わりますので、そこでのデットも含めて大きな挑戦をできるようになり、昨年首都圏を中心に展開する西友の買収となりました。高い買い物でしたね、BSを見ると迫力がありますね、などと色々なことを言われつつも、やはり金利ある世界となり、リスクを取って挑戦することが、これからは必要だと思います。当社はデフレの中で成長してきましたが、やはりこれからはすべての商品の地域一番価格を追求するのではなく、よりきめの細かい商品の値付けが鍵となるように、インフレ環境の中で小売業のビジネスモデルが大きく変わるチャンスですので、当社もここで一気に首都圏に出るため、西友と思い切って一緒になりました。これが上位三つや四つに残る最後のチケットだと思いましたので、昨年この挑戦をして、今、一生懸命、中期経営計画と今後10年の借金返済の計画を立ててやっているということです。

結論を言いますと、このように当社の創業精神・経営のポリシーとして、利益率より先にグロースのほうを取りに行くということで、プライムよりグロース市場が当社としては合っているのではないかとというのが、最終的に主幹事証券に返した答えです。その意味では、成長企業がずっとグロース市場にいられるような環境を作っていくということは、足元の利益より将来の成長を重視し

て、チャレンジングなことができる市場としていくということであり、逆にそのような企業であることをアピールできる市場になってほしいと思っています。当社もまだ、今すぐプライム市場ということは考えておらず、グロース市場でしっかりとそのようなことをアピールしていきたいと考えています。それがグロース上場企業のあるべき姿と当社が思っているところです。そして、今後グロース市場により多くの成長企業が残って、よりチャレンジしたいという状況になると、エクイティ偏在ではなく多様な調達が臨機応変に行える環境を作っていくことや、アナリストカバレッジの数などが課題になってくるのではないかと私どもは考えています。

【工藤氏】

皆さん、初めまして。エフ・コードの工藤と申します。よろしくお願いいたします。

エフ・コードをご存じない方も多いかと思いますのでご紹介させていただくと、創業20年、上場して4年半ほどの会社でございます。事業としては、システム開発、デジタルマーケティング、およびそういったデジタルスキルのオンライン教室がメインになっております。4年半前にグロース市場に上場させていただいてから今まで、合計で27件ほどのM&Aをさせていただいております。

現在、残念ながら時価総額が200億以下、PERは10倍以下ということで、スモールIPOの悲しみというテーマでお話しできればと思っております。

上場の目的から振り返れたらと思いますが、上場時点では、我々は時価総額30億〜40億ぐらいの、悪名高きスモールIPOというところではございました。なぜそんなに時価総額が上がったのかというと、シンプルにデットファイナンスのキャパシティを広げ、オーガニックのみではたどり着けないところになるべく早くたどり着くということを目的にしていたためです。事実として、上場後、金融機関様から多くのM&Aファイナンスのお力添えを賜り、そこで業績を伸ばしたところで2回公募増資をさせていただきました。当然、公募増資の直後に株価水準は悲惨なことになったわけですが、そのチケットをいただけたという意味では、未上場のままオーガニックでやっていくよりも、上場させていただき、エクイティファイナンス、デットファイナンスの機会を多数いただけたというところに関しては、非常に感謝している次第でございますし、そのことによって、上場時点よりも、今期が業績予想どおりいけば、売上、利益ともに上場時から22倍、EPSで十数倍というところがございますので、上場して良かったと思っているところでございます。本当に東証の皆様

に感謝申し上げたいと思っております。

逆に課題感というところで行きますと、最大で時価総額350億円ぐらいまでいったときに、アナリスト様、機関投資家様へお話しさせていただく機会は増えましたけれども、現在の水準で行きますと、当たり前ですが、そういったところのレーダーには引っかからないというところが続いております。

IRに関しては、相手にされないかと思いつつ、中小型株も相手にされていらっしゃるような機関投資家のみなさまにも積極的にアプローチしています。またこの規模ですと、まさに個人投資家様に支えていただくべき規模でございますので、有償の個人投資家説明会はほぼ全部出ています。自分たちでYouTubeをやったり、SNSを使ったりというところは一通りやっていますし、やり続けるという方針でやっておりますが、まだまだ出来高、流動性、時価総額、いずれも厳しいなという状況でございます。

どのように成長ストーリーを伝えていくかというところで行きますと、グロースで上場させていただいているので、売上はもちろんですけれども、営業利益であったり、もっと言えばEPS、ダイリューションが20%あったとしても、営業利益は毎年倍々になりますとか、50%グロースしますというところに絞ってコミュニケーションしてきたというのが、この4年半ぐらいになります。

それは各四半期ごとのコミュニケーションもそうですし、2回公募増資の機会を賜りましたので、そのときのロードショー等々でもお伝えしてきた次第でございます。約束どおり、20%ダイリューションしても利益がこうなるからEPSはこうなるというところは全部達成してきた次第ではありますが、現在においてはバランスシートにおけるのれんの部分であったり、負債の部分であったり、さまざまなご懸念をいただく中で、現在の時価総額に至っているということです。今後IRを強化してまいりたいと思います。ただ、根本的には短期的な数字というのももちろん大事ですけれども、最終的には、例えば配当を出す等々よりも、将来的な株主価値の増大につながるような投資機会があるのであれば、そちらに全振りしていくべき立場で上場させていただいているというのが当社の認識でございますので、今後の成長投資に極力多くの金額を振り分けていきたいと考えておりますし、そう伝え続けていきたいと思っております。

最後になりますけれども、今般の上場維持基準の見直しで時価総額100億円のバーができて、100億円未満の企業、また100億円前後の皆様の、ある種の緊張感や変わっていかねばという部分が強くなったことは、本当に素晴らしいことだと考えております。

一方で、数百億円の企業というのは、その辺りのオーナー社長の話を聞いて

いても、すごい難しい立場だと思っています。首にはならなそうだけれども、沢山見てもらえるわけでもない絶妙なゾーンだと思います。発行体としてIRの目標設定が難しい部分もあるかもしれませんが、自分たちはそうなのはいいないともっています。

恐らく営業利益で100億ほどを出して、時価総額が1,000億付き得るようなところになって初めて投資家の皆様のレーダーに引っかかり得ると考えておりますので、それを上場したままオーガニック、インオーガニックで年率50%から80%位伸び続けるぞというところで達成を目指すのか、そういった市場環境であれば一度パブリックではない存在になって目指したほうが合理的なのか、あるいはパブリックな会社同士でくっついてでも早めに1,000億以上の投資家様に見てもらえる規模になってゲームを開始するのが合理的なのかというのは、いろんな上場企業がお悩みになられているところではないかというのが雑感でございます。

東証様へのご要望等々は特にございません。全て発行体として頑張るべきものかと思っています。発行体の身の振り方として、1,000億以下というのは非常に難しいところであり、各社で議論を深めるべき点かと考えております。

【松下氏】

皆さん、こんにちは。MTGの松下でございます。今日は呼んでいただいて、ありがとうございます。

我々MTGは、創業からもう30年経ちました。私が創業者になります。2018年に上場させていただきまして、上場したときの最高値は3,137億の時価総額が付いたんですが、そのあと、皆さんもご存じか分かりませんが、183億まで転げ落ちまして、大変な地獄の日々が続きました。

本当に今となっては、おかげで会社の中はかなり強くなったのではないかと思いますし、あの時本当に諦めずに向き合ってきて良かったと思っています。あの時にも東証様には何回も研修をやっていただきました。本当にこの場を借りて感謝申し上げます。ありがとうございました。直接東証様から研修をしてもらえるということすら知らなかったものですから、すぐに依頼しまして、何度も研修を受けさせていただきましたし、あのような機会はわれわれにとって非常に貴重だったなと思います。

あれから、ネバーギブアップではもう持たないということで、ネバーネバーネバーギブアップというポスターを自分で作りまして、社員一丸となって向き合ってきました。本当にたくさんの方に支援していただきましたし、あれがあったおかげで、もう1回、何のためにこの会社を作って、何のために上場した

のかというのを、みんなでもう一度じっくり考えることができました。

また、上場した責任というのはもちろん自覚をしていたのですが、沢山のの人に株式を買っていただいたのに、その期待を裏切ってしまったという苦しみがあり、実際に株価は17分の1まで下がり、時価総額二千数百億がある日突然なくなっていくという、ドラマのような日々が続きました。今株価を下げて苦しんでいる上場企業の、特にベンチャーの方々に何か少しでもお役に立てることがあればと思います。もう痛いほど気持ちも分かります。ただ、本当に諦めなければ、あそこからでも復活できるんだということを、そういう意味で貢献できていければいいなと思っております。

今、MTGという社名はあまり認知がないのですが、ReFaやSIXPAD、最近ではReDというブランドなど、ビューティー&ウェルネスの範囲の中で、ブランド開発カンパニーという位置づけでやっております。ちょうど今日もここに来る前、IRを2回転し、銀座のお店に来ていただき15人の方にプレゼンさせていただいて、ここに来させていただきました。

おかげで、過去最高の株価で今日ここに来させていただくというのと、8年ぶりに東証様に来させていただきました。ただ、本当にわれわれがスタートラインにようやく立ったばかりということで、あの時から長く、そのまま売るにも売れなかったというのも本音の方もいると思うのですが、諦めずに長く持っていたいただいた株主の皆さんや、期待していつか復活すると思ってくれた皆さんにも、絶対返していきたいと思っております。

私は今55歳ですが、自分の中であと20年間、具体的には76歳のときの決算まで現役を貫きたいと思っております。年末に、76歳で日本で現役で輝いている人をリストアップしたところ、2名いました。1人は、ユニクロの柳井さんが76歳、もう1人は矢沢永吉さんが76歳ということで、矢沢さんのコンサートに行ったことがなかったのですが、東京ドームに行きました。そうすると、76歳でも一席も空けずに満席にしている矢沢さんを見て、それまで私どもは会社の中で売上目標1兆円という表現をしていたのですが、帰りのタクシーで、本当に目標が小さかったなと深く反省しまして、それから目標を10兆円に変えました。会社に帰って幹部を集めて、本当に目標が小さ過ぎた、反省しているということで、ぜひ10兆円をみんなでやろうと発言しました。

あれから半年経つのですが、不思議なことに、10兆円と言い始めてから、幹部はまず1兆円に対して誰1人疑っていないといえますか、脳みそが10兆円に関してはどうやってやるのだろうとなっているのですが、1兆円はいけるだろうと、何となく高い目標を掲げるようになっていきます。

今期はおかげで44%成長し、平均すると3年間で約33%となりました。76歳までに10兆円を達成するには、年間23.7%を平均継続していくと

ということです。

40%が継続するほど甘くはないと思っており、上下は当然あると思いますが、2桁成長は絶対できるように、常に新事業、新カテゴリーへの挑戦をし続けていきたいと思っています。

また、売上だけではなく、利益率をいかに上げていくかということで、ヨーロッパを主体とした海外のブランドから学ぶことが非常に多いです。海外のブランドですと15%以上、LVMHグループですと20%以上、P&Gもマスにも展開していますが20%以上の利益を出しています。どうしても日本の美容業界におきましては、海外のブランドと比べると利益率が低い。この差が何なのかというのを今、色々ひも解きながら勉強させてもらっています。売上を上げながらもいかに利益率を上げていくか、あとはいかに継続的な成長をしていくかというのを頑張っていきたいと思っています。

自分の中で覚悟しているのは、私が社長をやっている成長できなかつたら、もう潔くバトンを渡すということです。トップである以上は成長させるというのは絶対条件であり、成長させるという前提で76歳の決算までやと思っています。自分の中では76歳の決算を一つのゴールとして設定し、71歳から5年間かけて引き継ぎをやれるようにしていきたいと思っております。

地獄の経験をプラスに変えていきたいと思っています。われわれもベンチャーであるということで、圧倒的ベンチャーを目指していきたいと思っております。

実は今日東証様に尋ねたいことが二つありましたが、その中の一つは、先ほど池田さんがお話しされましたので確認できました。今後のグロースにおける立ち位置として、プライムの登竜門としてのグロースではなく、グロースの中で成長していった良いのだというお話を聞けて、大変嬉しく思いました。

我々もまだ最後までどうなるか分かりませんが、今回新しく、スタンダード、グロース市場の企業もTOPIXの構成銘柄に入れるようになるというのは、我々にとっては希望の、明るいメッセージであり、そのようなチャンスをグロースでもいただけたというのは非常に大きな変化を感じております。それと、もう1点聞きたかったのは、グロースの企業の成長率として、具体的には何パーセント位を東証様が考えられているのか、具体的にもし指標があれば、参考までに聞かせていただけると励みになると思っております。

【門田課長】

機関投資家の皆様にご意見を伺うほうが適切かもしれませんが、これまで我々が意見交換してきた投資家の声としては、例えば5%、10%ぐらいの成長率であれば、プライムの企業を買うという投資家様が多い印象です。

一方で、例えば毎年20%、30%の成長を実現している企業が出てくれ

ば、多少サイズが小さかったとしても、投資家としては興味を持つというような声が多いところでございますので、その辺りの水準が一つ目安になるかなと思っております。

【松下氏】

ありがとうございます。以上です。

【松山氏】

アストロスケール、C F Oの松山と申します。よろしくお願いします。

資料をご覧くださいと思いますが、1枚めくっていただいて、2ページ目が、当社の概要となっています。

当社は、宇宙において軌道上サービスというものをやっております。これは宇宙のロードサービスの様なものと捉えていただければと思うんですけれども、運用されている衛星に対して、例えば観測・点検、寿命延長・燃料補給、あるいはゴミの除去など、いわゆる地上で当たり前に行われているようなリユース・リフューエリング・リサイクル等を宇宙で実現することを目標にしています。要は宇宙の利用がどんどん高まってくる、広がってくると、必ずこういった保守・メンテナンスサービスが必要になってまいりますので、宇宙のインフラとしてそうした事業をグローバルに展開している会社でございます。

実態として何をやっているかという、自分たちで衛星をつくって、これを打ち上げて、運用して、こうした軌道上サービスを提供するということで、製造業的な側面もあり、非常にキャピタルインテンシブで、いろんな設備投資が必要な業態ということでご理解いただければと思います。

また、宇宙は国境がないドメインでございますので、当社も世界展開をしております。今、大きな収益拠点としては4カ国ございまして、日本、イギリス、フランス、アメリカで、グローバルで700名弱の体制になります。また、メンバー構成も多様でして、この700名のうち日本人は3分の1以下なんです。社内の公用語が英語になっていまして、また取締役も7名いますが、社外が4名、そして外国の方は4名ということで、極めてグローバルな体制になっております。

1枚めくっていただいて、われわれの資金調達、成長投資の歴史について少しご紹介させていただきます。ほぼ毎年何かしらの資金調達はやっており、設立以来、株式と負債合わせて累計1,300億円強の調達をしております。2024年6月の上場時とそれ以降では、株式だけでも600億円の調達をやってきています。

なぜこんなに資金が要るのかというと、中段のオレンジの「主な成長投資」

という箇所をご覧くださいと、毎年何かしら拠点を設立したり拡充したり、あるいは生産キャパシティを増やすというような取り組みをやっていきます。また、特に初期の段階は技術実証が必要になってまいりますので、例えばE L S Aー dというミッションでは、政府から資金補助をいただきつつ一部自分たちとしても投資をしながらミッション運用するというような取り組みもしています。先行投資が非常に重要になってくるような事業ということです。

ただ一方で、そういった技術実証をすることによって、当社のケイパビリティをしっかりとお客様にご理解いただいて、政府のお客様にご理解いただいて受注を増やすことによって、トップラインはしっかり伸びてきています。「プロジェクト収益」という下段のチャートがわれわれのトップラインですけれども、過去4期、5期、しっかり伸びているというところをご覧いただけると思います。

ですので、調達をして、投資をして、成長して、その成長を訴求して、また調達をして…と、このサイクルを回していくことが、私どもにとってはキーになると思います。

1枚めくっていただいて、4ページですが、こうした調達をしていくに当たって、私どもが心掛けているポイントが五つございます。

まず、①の市場規模で、これが出発点かなと思います。なぜこの市場が魅力的なのかを端的に伝えるということです。その上で、②の競争優位性であり、その市場の中でなぜわれわれが勝ち筋なのかをしっかりと話をしていくというところが大きいと思います。

上場前のファイナンスですと、こういった成長ポテンシャルみたいなものが重要で、大きな可能性にご投資をいただいていたというところはあるかと思いますが、やはり上場するに当たっては、実際の証拠といいますか、言っていることが正しいことを証明する実績が大事になってくるので、③の具体的な契約、これをお示しするというのが、上場にあたっては非常に重要だったかと思います。これができるようになってきたのが2023年の半ばぐらいで、いくつか受注が増えてきたタイミングであったので、これがあったからこそ上場できた部分もあったかと思います。

その上で、やはり今後ちゃんとエグゼキューションできるのかというところは、皆様、投資家様が気にされる場所なので、④の執行戦略の観点から今後どのようにやっていくのかも気をつけて話しするようにしています。これの裏返しは、今後こういうことを定点観測してくださいねということであり、言っていることができているということをやちゃんとお示しし続けることが、信頼の源泉にはなってくるかと思っています。

一方で、思ったとおりにいかないことも多々あって、特に我々の場合は政府

受注が今まだ多く、受注時期がずれたり案件がなくなったりといったこともありますので、⑤にありますとおり、想定どおり進まなかったときの透明性のある説明も大事です。決して予想を外したから駄目だということではなくて、そのときにはどのようなご説明をするのかというところも心がけてやってきたということでございます。

上場後、上場時の調達を含めて2回の海外公募とCBの調達をやっておりますが、我々が調達をするときに心がけているのは資金使途です。この資金をお預けいただくことによって、それをどのように会社が投資して、企業価値を高めていくのか、ここについてはしっかり説明するようにしております。過去2回のファイナンスの際、株価の推移を見ても、資金使途は好意的に捉えていただけているのかなと思います。こういった、ある意味PDCAサイクル的なものを透明性高くお示ししていくところは今後もしっかりやっていきたいと思えます。もちろん、ずっと資金調達をし続けても仕方ありませんので、ちゃんと黒字化に持って行って、最終的にはちゃんとリターンをお返しすることが大前提になるわけですが、どうしても投資先行型のグロースの企業だと、こういった運営もどうしても必要になってくる部分があるのかなと思っております。

ご要望事項ということではないんですけども、グロース市場をより良くしていくという観点からいくつか書かせていただいているのが6、7ページでございます。

6ページに、いくつかのステークホルダーについて分けて書かせていただいております。端的に申し上げますと、投資家あるいは東証に対して何かということは特になくて、投資家は当然どういう投資行動を取ろうがそれは自由でありますし、いろんな投資家がいるということが市場の広がりにとっては非常に重要なので、特に何かということもありません。東証についても、本当にいろんな取組みを既にされているということは重々認識しておりますので、何かこれをしていただきたいということも特にありません。強いて言えば、開示資料などの重複をなくすといった効率化は当然あるとは思いますが、本質的に大きな問題ということではないと思っております。

やはり、先ほどもご発言がありましたけれども、発行体が頑張ることがメインかと思っております。ただ、色んなリソース不足があるなかで、発行体のサポートをどのようにしていけるのかがポイントであり、その意味では、主語は東証ではなく発行体としながらも、そのサポートとして何ができるのかというような観点が一つ重要になってくるのかと思います。

具体的には、7ページに記載しております。先ほどの投資家訴求ポイントから少し逆算して考えたときに、①から④というのは、結局のところは経営戦略

をどうするかという点に行きつくように思います。これにはいろんなサポートの仕方があると思いますが、経営戦略をちゃんと取締役会で議論できているのかどうかというところは重要なポイントだと思います。プライムの会社では先進的なガバナンスの体制を整えられて、社外あるいは海外の取締役を入れることは一定程度進んできているように思いますが、グロース企業も、プライムへの登竜門という立て付けではなくて、グロースの中でやっていくんだとすれば、当然、同じようなフレームワークがあってもいいと思います。上場時から、あるいは上場審査のときから社外取の割合を増やしましょうという話になってくると負担感があるので、そこまでやる必要はないのかもしれませんが、上場してから何年後とか、一定のサイズ以上とか、何かしらのメルクマールを持って、より取締役会の実効性を上げるような施策はあってもいいのかなと思います。

ただ一方で、そうした社外の役員として適任な方、あるいは本当に企業の成長をサポートできるような社外の方はそんなには多くはありません。多くの接点をお持ちの皆様から、ご紹介いただけるといいかもしれませんし、あるいは経営者の対話を促すということも、もしかしたらサポートとしてはいいかもしれません。

あとは、先ほどの市場規模という点ともつながるんですけれども、日本の中だけでやっても、市場が小さいので、グローバルに出ていく会社はもっとあってもいいんじゃないかと思います。なので、そういった企業の社外役員をサポートするという意味では、東証から提供される資料が全て英語版でも提供されるといったことはもちろん必要だと思うのですけれども、海外の方々を入れることに伴う対応のサポート、たとえばインサイダー研修と書いておりますけれども、そうしたものの英語版を作っていたりするといったのではないかと思います。

最後ですけれども、一貫した説明を行い、市場と対話を行ううえで、C F Oや財務部門が大事になってきますので、ノウハウ共有のためのイベントや、投資家や証券アナリスト、あるいは東証からの研修もあってもいいかもしれません。あるいは、そうした人材の紹介もあってもいいかもしれません。

この辺りがフレームワークとしてあると、よりよい企業運営のためのサポートになるのではないかと考えております。

【岩谷氏】

今日はこのような場にお招きいただきまして、ありがとうございます。継続的にこのような場を設けていただいていることをリスペクトしていただき、市場の機能を改善していくことは非常に重要だと思っていますので、そのために

貢献できればと思っています。

アジェンダ２点目のグロース市場の課題と必要な環境整備のほうからコメントさせていただきます。２０２２年４月４日に市場区分を再編された効果は非常に感じていまして、その効果と課題を、それぞれ挙げられればと思います。

まず、効果としては、市場区分の見直しでコンセプトが明確になったと思います。市場参加者としては利用しやすくなりました。特に、再編前は市場第一部にほかの市場区分から移るときの基準が、市場第一部への新規上場基準よりも緩和されていましたが、ここが是正されたことは、グロース市場の発展のためには、有効と思っています。

それから、グロース市場のＫＰＩとしてはそれまではＩＰＯ件数が非常にハイライトされていたように思いますが、例えば別紙２の１０ページにもありますように、指数パフォーマンスをかなり重視するようにシフトしたように思います。かつてのマザーズ市場では、指数パフォーマンスをこれほど大きく露出して議論することはあまりなかったように思っていて、それ自体が課題だったと思っています。市場が機能しているのかどうかを表示するという観点で、議論が前進したと感じます。このグラフは１株当たりの価格のパフォーマンスを示しています。グロース市場の時価総額としては増えているけれども、１株当たりの価格向上には課題があるということを物語るグラフだと思うので、こういうメッセージが出やすくなったということは良かったと思います。

いま申し上げた、市場区分を見直したということと、パフォーマンスが問題だということの二つについて、ＴＯＰＩＸの見直しを行うことによって、経済的な実効性を持たせたということも非常に良かったのではないかと考えています。

結果として、一部のグロース銘柄のパフォーマンスは改善したように思います。これは恐らく指数に採用されるであろうからということもあると思います。それまでは、採用されないからということもあってか、バリュエーションが低位に放置されていた銘柄でも、今は改善していきそうです。この効果は、スタンダード市場ではよく表れていますけど、グロース市場でも、それが少し効いていて、有効な施策だったのではないかと考えています。それから、２１年から２３年ぐらいにかけてＩＰＯの制度設計を変えてきたことも、グロース市場の入口や出口に効いたのではないかと考えています。

同じ構図で、それぞれの課題について申し上げますと、市場区分のキャラクター設定はできたと思うのですが、それによって、グロース市場の課題が明確になりました。要するに、グロース市場では１株当たりの価値を上げないといけないということで、これをどうしたらよいのかは、ここでやはり議論しないといけないだろうと思います。

また、松山さんからご指摘があったとおりですが、このグロース市場の中でやらないといけない仕事も出てきました。これまでは、プライム市場への指定替えのタイミングでこういうことをやろうというアジェンダがあったと思いますが、今はそのイベントに頼ることはできず、これをグロース市場において平準化した流れのなかでやっていかなければならず、この非常に難しいプレイブックを作らないといけません。特にファウンダーの方のサクセッションの場をどうするのか、簡単に言うと、ガバナンスシフトをどのように進めていくかということプライム市場への指定替えのイベントに頼らずにやらないといけないということです。ここが非常に大きな課題だなと思っています。これは上場会社だけではなくて、各参加者全体で取り組んでいかなければいけない課題だろうと思います。

それから、市場自体のパフォーマンスを上げるにはどうすればいいかということについては、まだこれもいくつか課題があると思っています。

一つは、市場構造として業種構成が偏っているということです。為替や金利の変動に弱い形になっていて、製造業、金融業、エネルギー、素材、といった業種が少ないので、マーケットのファクターに対するバランスはまだ脆弱だと思っています。

また市場参加者の構成からみますと、プレーヤーが個人が半分、海外の方がたまに出たり入ったりするということで、これがまたボラティリティを上げる要因になっています。国内機関投資家の定常的な参加が少ないと思います。

それから、希薄化が多い市場になっているということもあります。他の市場ではバイバックですとか、株主還元中心の市場になっている一方、グロース市場は資金調達中心の市場になっているので、希薄化が起こりやすいことから、指数のパフォーマンスが出にくく、たとえば2割増益しても2割希薄化すると一株当たり利益成長はフラットになるというようなことが起きやすい市場構造になっている、この辺りに課題があるかなと思っています。

それから、先ほど少しコメントがあったと思いますが、実は事業規模として400億円から800億円ぐらいの時価総額の会社が非常に少なくなっています。300億円以下と900億円以上に会社が分断されていて、その間の会社数が少なく、特に700—800億円ぐらいの時価総額の会社はほぼないと思います。こういうところに、少し市場構造の脆弱性が表れているかなと思っています。

TOPIXの見直しというのは、ここに対して非常に有効だとかねがね申し上げてきていて、今でもそう思っています。ただ、思ったより採用銘柄数が少なく、グロース市場からの採用は恐らく10社から20社ぐらい、スタンダードからは30社ぐらいかと手元で計算をしています。新規採用が上から9

6%、退出のほうは97%ということで、この1%差のところに200社弱ぐらいが入っているので、ここの扱いをどうするかによって、グロース市場の機能、発展の余地が変わってくるのではないかと考えています。この辺を検証できれば非常によいと思っています。

I Rのマッチングについては、提案としてお話できることがありまして、発行会社のお悩みのお話をお伺いすると、機関投資家へのアクセスの仕方が分からないという声をよく聞きます。東証主催の企業との対話イベントに参加したときに、半数ぐらいの方からそれを言われましたし、先ほど工藤さんもそれをおっしゃっていたように思います。

NASDAQの事例で、Nasdaq I R I n s i g h tというサービスがありまして、発行会社と投資家との連絡を取りやすくしていると伺います。ただ会社名、代表電話が載っているだけではなくて、かなり解像度の高い形になっていると伺っています。

また、質の良いマッチングのため、テクノロジーを活用したサービスも設計しているように伺っています。こういうことができると、かなりのお悩みの数が減るだろうと思います。

こういったようなことがうまくいった上で、グロース上場企業のあるべき姿ということと言えますと、先ほど申し上げたガバナンスシフトについて、プライム上場のようなイベントがない中で、ある程度覚悟を持って取組んでいくことが必要だろうと思います。ここについては、機関投資家としては議決権を行使しながらサポートしたほうがよりやりやすいかなと思います。国内機関投資家にとってTOPIXは重要なベンチマークであり、TOPIXに少しでも入っていると、議決権行使をすることになりましようから、ガバナンスシフトのお役に立てるのではないかと考えています。

グロース市場上場企業へのご要望ということと言えますと、伝える言葉の構造を整理した方がいいと思います。企業のライフサイクルに合わせて、それが変わってきます。初めはストーリーやその大きさが重要ですが、そこからはもっともらしさに、次に収益力、その維持可能性に、最後は分配、還元と、先ほど松山さんおっしゃったように、ライフサイクルによって、訴求ポイントが変わってくると思いますので、このシフトをお伝えできるようにすると思います。一方で投資家側の物差しは、その間、例えばEV/SalesからEBITDA、PERに変わって、PBRに変わって、キャッシュフローに変わって、配当利回りに変わるようになります。その変化について、投資家と企業側の話す物差しといいますか、共通言語ができるといいのではないかと思います。

少し違う論点ですが、内外の政府関係者との関係構築も大事ではないかと思

います。バイオロジーや宇宙産業の方ですと、非常に熱心に政府関係者との対話があると思います。特に成長戦略で官民投資対象が非常に明確になってきていますので、そういうものをうまく利用、アクセスできるとよいかと思っています。

大体以上になりますが、指摘できなかったこととしては、課題解決型の会社は少しアピールはしやすいと思います。こういうTAM、こういう金額規模の課題があり、それを解消して、売上に変えていきますと。こういう会社は説明しやすいと思いますが、価値を創造するタイプの企業については説明が非常に難しいのではないかと思います。MTGさんの説明などでも、こういった点をご苦労されたのではないかと思います。IPをつくるとか、ブランドを創造するということの説明は非常に難しく、プレイブックもまだないような気がします。私も例えばHUMAN MADEさんとは、その点を議論しながら考えてみたいと思っています。グロース市場の今まで指摘されてこなかった課題の一つではないかと思っています。

最後に、成長の物差しという意味で、成長率はどのぐらいがよいのかというのは非常に重要なご質問だと思います。例えば30%の利益成長を10年連続した上場企業は、日本にほとんどないのではないかと思います。25%の利益成長ですとか、CAGRで測るとなれば会社数が増えて現実的となるかもしれないので、統計上あり得る水準というものが共有されているとお互いの信頼度が上がるという意味で、そのようなデータが出せるとよいのではないかと思います。

【服部氏】

インベスコ・アセット・マネジメントの服部と申します。よろしくお願いいたします。

本日、投資家がグロース企業に期待する姿勢や取組みというお題をいただいていますので、別紙1や別紙2を用いて、まず、そのお題について三つ、そのあとグロース市場の課題、必要な環境整備のところで一つ、お伝えできればと思っています。

まず一つ目は、別紙1の4ページ、成長戦略のところですか。ハイライトをいただいていますけれども、CFOの方々、IR担当の方々と対話をしていても、経営者の方との認識ギャップがある、意向が違うという声は、よく聞いております。この部分について、投資家として期待する姿勢、取組みとして提案したいのは、社長などの経営トップがIR活動の前面に出るということです。

別紙2の11ページには、東証グロース市場に上場する企業の時価総額の中

央値が64億円という記載があります。この企業規模から考えますと、社長を中心に経営陣の意向を会社の内外で強く反映できる規模だと思っています。

IRに関しましても、株式市場に対して、社長が前面に出て積極的に投資家と対話することが必要であると思っています。

このメリットが複数あると思っています、二つ申し上げます。

まず一つは、社長などの経営トップが前面に出ると、投資家との信頼関係が醸成しやすいと思っています。先ほど松下さんの話は、成長ビジョンを投資家に伝える重要性を示す好例であると思います。投資家が考える成長戦略やビジョンと、企業や社長が考える成長戦略やビジョンは若干異なります。言語が異なると考えていまして、この言語というのを何度も何度も対話することで、すり合わせていって、お互いを理解して、その融合領域が増えていくと信頼感につながると考えています。成長戦略については、やはり社長の言葉で語ることが一番です。投資家にとっては将来の成長に向けて確信度を高める材料になるので、信頼関係の醸成がしやすくなると思っています。

もう一つは、IR担当者の立場からは、IRがしやすくなると思っています。まず社長がIR活動で前面に出るという工程を繰り返していきまると、企業のビジョンや戦略が非常に洗練してまいります。社長も投資家から厳しい言葉を何度も問いかけられて、一生懸命絞り出して発言していくわけですが、それがいつしか、経営陣自身の意思決定や組織への浸透も促進されてまいります。そうしますと、これがさらなる成長を加速させることとなりますし、その場にIR担当者がいると、次からそのIR担当者もその話がしやすくなると思います。IR担当者は社長の言葉よりも前には出られないので、まず社長が一步、先の話をして、目標の旗を立ててあげることが重要です。

先ほど松下さんが10兆円を目標にしたら、社員の方、役員の方が1兆円を疑わなくなったとおっしゃったと思います。社長が1兆円と言っていれば1兆以上を見ないので、まず社長が前面に出て、目標の旗を立てることが重要ではないかと考えています。このように、二つ目としてはIR担当者が話しやすくなるというメリットがあると思っています。

次に二つ目は、別紙1の5ページ、リソース不足のところですが、私自身も対話会等に参加させていただく中で、企業の担当者の方々から、IR担当が1人しかいなくて大変苦勞されているといった話をよく聞きます。それを重々承知した上で期待する姿勢、取組みとしましては、まず、動画の活用を提案したいと思っています。

昨今、決算説明会の動画についてはホームページに出す企業が増えてまいりました。しかしまだ、例えば会社の紹介、セグメントごとの紹介、製品の紹介等、細かく動画を出している会社はごくわずかです。決算説明会の場で全て説

明しようとする時間が長くなってしまうので、細分化して出していただくといいのではないかなと思います。これが一つ、リソース不足の解決の案になるのではないかなと思っています。

もう一つは、最近、想定される質問集や、投資家とミーティングしたあとのよくある質問集も出してくださる企業が増えてきました。我々機関投資家にとっても、また会社やIR担当者にリーチできない個人投資家にとっても、対話の内容の一部が開示されるということは非常によいことだと思っています。極力早いタイミングで情報を取得でき、その疑問点を解決することになりますし、企業の皆様からすれば、質問を未然に防ぐことができるということになりますので、リソース不足の解決の一助になると考えています。

三つ目に、別紙1の6ページ、投資家との接点不足・IR活動のところです。こちらの論点が個人投資家へのアプローチ、機関投資家との接点不足、IR活動とあるので三つ申し上げます。

まず個人投資家に向けては、今お伝えした動画が良いかなと思っています。社長が姿を見せるなどして、情熱を伝えることも大切だと思います。定量情報と定性情報が伝えられる動画等を採用していただけたらと思っています。

機関投資家に向けては、投資家のターゲティングアプローチを行うことが重要であると考えています。実はこれについては過去に東証で資料が公表されています。24年2月1日公表の「投資家の視点を踏まえた資本コストや株価を意識した経営のポイントと事例」¹の22ページです。ここには証券コード3697、SHIFTが取組み事例として掲載されています。このSHIFTの事例は、上場初期から上場後にかけて時価総額が増えていくところを4分割し、それぞれの区分の中でどのような投資家にターゲティングしてアプローチすべきかということが書かれていまして、このアプローチ法は非常に有用だと思っております。課題を抱える企業の担当者の皆様にあらためて認知していただけるとよいと思っております。

そして、IR活動の方法についてです。企業のフェーズや事業領域により、全ての開示が難しい企業がいるのも重々承知した上で、直近非常に面白いなと思った事例を1社ご紹介します。証券コード485Aのパワーエックスという会社です。今回、パワーエックスから数値データもご教示いただきました。伊藤社長と担当者の皆様に感謝申し上げます。

パワーエックスは、2025年12月19日に東証グロース市場に上場しました。上場後初の決算説明会が2月に開催されましたが、そのタイミングで、事業環境、事業紹介、決算説明会の動画をホームページに掲載しています。会

¹ https://www.jpx.co.jp/news/1020/skc8fn0000001bv1-att/20240201_1.pdf

社によりますと、事業環境と事業紹介の動画は掲載して1カ月足らずで5,000回以上の視聴があったということです。また、決算説明会については、1カ月強で視聴回数が8,000回以上です。この視聴回数を考えますと、動画を掲載する価値はあるように思います。ただし、最初の5日間ぐらいが非常に視聴回数が多く、それ以降は、急激に減少する傾向がありました。投資家はリアルタイムの情報を求めています。決算発表の1週間後ぐらいにスクリプトや動画が出るケースがありますが、情報はなるべく早く出していただいた方が、投資家の目に触れる機会は増えると思っています。

また、このパワーエックスの2回目の決算説明会からは、A1対応のマークダウン形式ファイルがホームページに掲載されています。このファイルをA1に読み込ませますと、適切な回答をアウトプットするように準備されたファイルです。説明会資料をそのまま読み込みますと結構間違えるようで、間違えないようにマークダウン形式を会社側がつくっています。先進的な事例だと思っていますので、これが今後のIRの新たな選択肢の一つとなる可能性があるかと期待しています。

また、パワーエックスのIRページには、今お伝えしたもの以外にも、Excelのデータシート、よくある質問集、新製品説明動画等、さまざまなものを開示していて、今できることを何でもやっているという会社なので、ぜひ参考にしていただけたらと思います。

最後に私から、グロース市場の課題と必要な環境整備というところで申し上げます。別紙1の9ページにおいて、期待するサポートに関して一番多く寄せられたのが、事例やナレッジの共有と載っております。

この点については、既に東証からさまざまな事例ですとか、ナレッジ集、回答が出ています。従って、資料は充実しているものの、充実しているが故に過去の資料が見られていないのではないかと感じております。日々担当者の方々も多忙かと思うので、目に触れる機会が少ない、しっかり伝わっていないのではないかと思います。今後の東証からの資料の発表の際に、あらためて、過去の資料の中でも、特に議論になったようなものを再掲していただくことが、一つ、また新たな成長企業を生むことにつながるのではないかと考えています。

【福田氏】

本日はこのような場にお招きいただき、ありがとうございます。また、東京証券取引所様のさまざまな取組みは、海外からも注目されており、市場関係者として大変感謝しております。本日は、有意義な議論ができればと考えております。

私はラザードでオールキャップの日本株のポートフォリオ・マネージャー／

アナリストをしております。ラザードについて簡単にご紹介をいたしますと、ラザードは1848年に創立し、現在、全世界で約45兆円²のAUMを運用しております。

ラザードは大型株投資のイメージが大きいかもしれませんが、我々の運用している投資戦略はオールキャップ対象ですので、プライム市場だけではなく、グロース市場やスタンダード市場にも投資をすることができます。投資戦略は、ロングオンリーのアクティブ運用で、長期的な視点から長年にわたり保有している銘柄も複数ございます。上場企業と継続的に対話を行い、長期的な企業価値向上を重視している投資家であると自負しています。

では、お題であります、グロース企業に期待する姿勢や取組み等について我々の観点をお話させていただきます。

我々はまず、企業成長・株価成長を非常に重視いたします。株価＝EPS×PERというのは、皆様ご存じですけれども、グロース市場の場合、モメンタムやセクタードリブンで上がる傾向が強いところがあり、その場合はPERが急激に上昇、ボラティリティが高く、株価がPER主導で形成されてしまう部分があります。しかし、PERではなく、やはりEPS成長を重視して投資を行います。EPSが中長期的に成長するのか、そのために成長戦略と経営戦略を経営者の方がご自身の言葉でお話しできるのかを重視しております。先ほど服部様から、社長がIR活動の前面に出ることが大事というお話もあり、その点は大変同意いたします。

二つ目は、以前、東証様のIR養成講座で講師をさせていただきました際、ご参加企業様から投資対象時価総額に関する質問を多くいただきました。

我々としては時価総額より流動性を重視しております。それは、我々のフィデューシャリー・デューティーの観点から、ポートフォリオに組み入れた後、売りたいときに売れないとなると困ります。そのため、一定の流動性があるかは気を付けて見ております。

あとは、対話させていただいております全ての企業様にお伝えしているのが、我々が重視をしている3つのクオリティでございます。それは、マネジメントのクオリティ、事業ポートフォリオのクオリティ、ガバナンスのクオリティです。利益成長・EPS成長とこれらのクオリティは、特に我々長期投資家に投資先銘柄選別のポイントとなる観点です。また、ラザードはグローバルな投資家であり、海外の運用チームもグロース市場も含め日本市場を調査しております。ただし、英文開示を含め、グローバル基準の開示がないと、企業調査

² \$285B 2026/6/30

https://www.lazardassetmanagement.com/jp/ja_jp/home

は難しいかなとは思っております。

次にグロース市場への期待についてです。先ほど、皆様より利益の成長率のお話もありましたが、我々の場合は株価を意識しております。その観点から中長期的に市場を上回るパフォーマンスを目指してポートフォリオを構築し、株価成長に関しては、現在から倍とはいいませんが、それなりの上昇余地を期待して組み込みます。

もちろんグロース市場の銘柄ですと株価が急激に上昇し、2倍3倍になったという会社もありますが、我々は急激な株価上昇を狙って投資をするのではなく、少なくとも中長期的にEPS成長と株価のアップサイドがあるかという観点を重視いたします。ですので、株価成長、そしてEPS成長を大事にさせていただいております。結局は、IPO時が高値にならないように、上場がゴールではないということを意識させていただいて、企業の経営戦略・成長ストーリーに関して対話を通じて確認させていただいているということです。

あとは、皆様PLは意識されていますが、BSやCF戦略の議論が難しい方が、対話をしていてもいらっしゃいまして、資本効率を意識した経営をお願いしたいと思っております。これも対話させていただく企業の皆様にお話をさせていただいております。生まれてくるキャッシュの使い方ですが、グロース市場ですからグロースしないと意味がないので投資していただきたいと思えます。そして、株主からの資金を投資するのであればそのリターン水準をIRRでもよいですし、定量的に教えてくださいと申し上げております。加えて、皆様は投資、インベストメントの基準があるのにダイベストメントの基準がないということが多々ありますので、その点もお話をさせていただいております。

なお、株主還元に関しては、様々な投資家がいって40%以上を求めることが多いように思いますが、弊社は企業ごと、業種ごと、成長ステージ等によると思いますので、特に配当性向の水準を一律に定めることはしていません。よい投資があれば企業の成長のために積極的にしていただきたいと思っております。

次に、東証様への期待ですけれども、やはりレクチャー等のサポートの充実も重要だと思っております。今度また相談会に参加させていただきますけれども、企業様からは投資家へのアクセスの仕方が分からないであったり、IRRのやり方が分からないであったり、開示の仕方が分からないといった声が多いように思います。

また、TOPIX組入の新基準もありますので、この辺の周知徹底、活用、支援をされると、より一層グロース市場でも活況になるのではないかと考えております。

最後に、グローバルの投資家としてどのようなところを見ているのかを補足

させていただきます。現在、日本市場では売買の6－7割程度が海外投資家になってきており、PRI署名のグローバルの投資家の動向をお話したいと思います。

今までの議論でガバナンスのお話もありましたが、先ほど申し上げたように、弊社もガバナンスのクオリティを重視しておりまして、弊社のウェブサイトにもスチュワードシップ・アクティビティとESG対話に関しては開示をしております。

E・S・Gと分けたとき、弊社はG（ガバナンス）の対話が一番多くなっております。その際、単に社外取が何人いらっしゃるのか、報酬制度がどうか、こういうスキルマトリクスが設定されているかというよりは、社内・社外どのような取締役であれ、その会社の企業価値および資本コストや株価を意識した経営をしている人が取締役会にきちんと入っているかというところを見させていただきます。あわせて、資本効率の考え方などもガバナンスの分類で対話させていただきます。

次に、PRIに署名している機関投資家とそのエンゲージメントの仕方です。我々も署名をさせていただいていますが、この署名をしている機関の運用資産合計額が約120兆ドル（2023／3／31）でして、円だと約2京円というお金になりますけれども、このお金を投資してもらうためには何をしなければいけないのかということです。昔はESG投資の手法では、ネガティブスクリーニング手法というものが主流でしたので（2016年の調査では、36％がネガティブスクリーニング、20％がエンゲージメント）、これをやっていますとか、これを出していませんということでスクリーニングがありましたが、いま増えているのがエンゲージメント手法とインテグレーション手法です（2022年の調査ではネガティブスクリーニングは19％に減少し、エンゲージメントは39％、インテグレーションは27％に上昇）。

それは、開示をただけでは意味がなく、実効性を伴っているかをエンゲージメントで確認され、できていないと評価はされないということをご説明したく、最後にお話させていただきました。

【村上氏】

シニフィアンを創業して10年目になりましたが、未上場ミドルレイトステージから上場後にクロスオーバーするグロース期において、戦略、ファイナンス、組織に跨る経験や仕組みの不足を課題と捉え、リスクマネーの提供と『経営基盤』『経営ガバナンスの強化』が一貫して重要であると発信してまいりました。その実践に基づく見解をお話しさせていただきます。

10年前と比較しますと、グロース市場の時価総額1,000億円を超える企業層は一定の厚みを持ってきたと感じます。一方で、時価総額上位企業と下位企業とでは置かれている環境や直面する課題が全く異なり、一括りではなくフェーズを分けて議論すべき段階に来ています。多くの企業の取締役会において、『上場したままどうやって成長させていくか』『未上場のまま成長すべきか』『いつ上場すべきか』『そもそも上場を維持していいのか』といった、上場の意義そのものに関わる深い悩みに直面した議論が増加しています。

また、成長に対する市場の期待値も大きく変化しています。市場環境の変化に伴い、成長性を評価するハードルはかなり上がってきており、「Rule of X」といった水準をはじめ、投資家は単なるトップラインの伸びだけでなく、質の高い成長を求めています。この変化が上場しているグロース企業を苦しめています。従来の高い成長性による収益性の証明ではなく、収益性を満たした上でより高い成長性が求められており、「山の登り方が右回りと左回りで大きく変わってきている」印象です。ここで改めて、「本来のグロース市場への投資ニーズがどこにあるのか」、未上場投資の市場が拡大し選択肢が増えれば増えるほど、私たちが想定するようなグロース株への投資ポリシーを持った投資家が現在のグロース市場に十分存在しているのかを直視することが、グロース市場の存在意義を考える上で益々重要になってきていると感じます。

さらに、上場企業であっても未上場企業であっても、限られたTAMの中で単一領域で高成長を維持し続ける難しさに直面しています。市場が収益性を伴った高い成長性を期待する中、結果として成長戦略としてのM&Aの議論が活発化していますが、上場を維持したままM&Aを実行・成功させることは容易ではありません。減損リスクを抑えつつ、のれん償却がEPSに与えるネガティブな影響を常に気にしながらファイナンス戦略を設計し、投資家への説明責任を果たしながら実行しなければならず、「これであれば未上場の方が有利ではないか」という見方すら存在します。M&A推進は上場後のメリットの一つとして語られることもありますが、経営基盤が脆弱な上場企業にとって、エグゼキューションとステークホルダーマネジメントを両立させることは決して簡単ではありません。

人材や財務面でのハードルも依然として高い状況です。C×OやCFOクラスの優秀な人材の採用は極めて難易度が高いですが、持続的な成長を実現するには経営基盤の強化は不可欠です。だからこそ、上場後に適した設計で株式報酬を大胆に活用できるような企業がもっと増えてくるべきではないかと考えてい

ます。ただ、複雑な制度設計を理解し、投資家への説明責任とファイナンス・事業戦略の時間軸に合わせていくのは、取締役会やCFO機能が一定機能することなしには困難です。財務面でも銀行による選別がかつてなくシビアになっており、大型の借入ができる規模と信用力が問われ、上場が資金調達面のメリットまで昇華できる企業ばかりではありません。同じグロース市場の中でも、ある一定の閾値で調達の選択肢・条件がかなり変わってきているので、この観点でも同じグロース市場の中で一様に扱うことが難しくなっています。

これらに加え、上場時あるいは成長後の「創業者の株式持分」については日米の違いも従来から指摘されています。この持分の問題は、未上場ファイナンスのあり方のみならず、経営陣のインセンティブ、セカンダリー市場、投資家の投資判断に重大な影響を与える上場後の流動性、そしてガバナンスの在り方にも直結する極めて重要な論点です。足元で自社株買いやMBOを検討するグロース上場企業が出てきています。本来、成長投資による高い成長性を期待されるグロース市場において、評価が十分に得られないから株主還元やMBOを選択するという姿が果たして健全なのか、「グロース市場とはどのような市場であるべきか」を問わなければなりません。

経営ガバナンスに関しても、上場審査のその時点での体制審査のみで終わらせるのではなく、上場後もどのように経営ガバナンスを強化していくのかというロードマップを上場審査を通じて説明し、その重要性を理解してもらうプロセスが必要ではないでしょうか。一度失った信頼を取り戻すのは簡単ではなく、時価総額の小さい企業にとってはより致命傷になりえます。短期的かつ形式的な審査に留まらず、持続的に自ら経営ガバナンスを見直し強化していく自覚とそのためのロードマップを中長期の視点で評価していくバランスは、スモールIPOを許容していく方針であればあるほど益々重要になってくるのではないのでしょうか。未上場時代はVCガバナンスでプレッシャーと対話が実現できていたとしても、グロース市場においては機関投資家の投資対象になっていないと、株主からのプレッシャーも対話の機会も限定されている中で、自発的に上場ガバナンスを維持・高度化していくのは極めて難しいのが実態です。ナレッジやノウハウも不足していると感じます。

また、開示のベストプラクティスと同時に「情報を届けるチャネル」も大切であると考えています。VCガバナンス時代は気心の知れた株主との対話の機会に恵まれ、外部視点・株主視点が取締役会や社長に直接届けられることが当たり前です。一方で、上場すると一気に株主や外部からの距離が遠くなります。

だからこそ、社長自らが最前線でIRを行い、その生々しい反応や市場からの評価をしっかりと取締役会にフィードバックすることの重要性が高まります。CFOや社外取締役が経営ガバナンスにおいて重要であるのも、この機能を通じて外部視点をもたらし、経営に対して牽制機能を果たし、投資家の期待値を理解した上で経営戦略を実行することができるからに他なりません。このループが機能して初めて、創業社長の多いグロース企業において企業変革の確かなきっかけとなると考えています。

社外取締役の選定や取締役会の実効性について課題を感じている上場企業も多いと思います。IRを通じた投資家からの生々しいフィードバックを取締役会へ還元し、気づきや課題を抽出することで、社外取締役も具体的な議論を持ちかけやすくなり、経営ガバナンスを通じた変革の可能性が大きく高まります。逆にフィードバックが入らない会社だと、形式上のガバナンスを整え、社外取締役を一定選任しても、なかなか有意義なアジェンダ自体が議論に上らず、議論に上ったとしても創業社長という圧倒的なカリスマがいる中で十分にガバナンスを効かせづらいケースもあるかと思っています。IRと経営ガバナンスは両輪ですが、創業社長が多いグロース市場においてはよりクリティカルである一方で、自発的にその機能を強化するのが難しい実態もあると思います。

上場によって個人投資家へのアクセスが広がるのはプラスですが、中長期の成長を支える機関投資家や、未上場段階ではアクセスが難しいディープポケット・海外投資家にいかにグロース市場へ投資してもらうかが重要です。どうすれば海外から引き合いがあるのか、明確なベンチマークを持ち制度設計に活かす必要があります。小規模な企業でネガティブサプライズが起きると市場からの信頼回復は困難です。Small IPOを許容し入り口を広く構えるのであればこそ、反面として上場審査を含めた機能強化が必要であり、一つの方角性として最低ラインとしての長期的な評価（成長と収益性）の規律を強化すべきだと考えます。IPO時に一時的に基準をクリアしたら終わりではなく、その後どのようなロードマップで成長を実現していくのか、上場時にしっかりと議論する仕組みも一案です。上場維持基準とのバランスも踏まえながら、予測が難しいグロース企業であるからこそ、長期的な視点を持った審査やロードマップの重要性があると思います。

グロース市場のバリュエーション低下は、今後入ってくる潜在候補である未上場市場の目線もダイレクトに下げ、エコシステム全体にネガティブスパイラルを引き起こしています。未上場と上場市場を一体としてエコシステムの強化を

図り、未上場企業の成長を引き上げていくためにも、グロース市場の質を継続的に高めていくことが極めて重要であり、それなしには持続的なスタートアップエコシステムの発展はないかと思います。上場基準や維持基準も適宜見直していく必要があります。

最終的に問われるのは、単なる時価総額の規模要件ではありません。グロース市場が『成長が評価される市場というブランド』をいかに確立し、維持できるか。それこそが『上場する意義』を明確にし、投資家へのアクセスを高め、今後上場してくる未上場企業の日線や経営基盤の質を上げていくサイクルにおいて、最も重要な課題であると考えています。グロース市場が自ら『成長が評価される市場というブランド』を目指し、それに準ずる企業をどのように選別し、育てていくのか。そのために、上場維持基準に加えて、上場後の中長期の評価・ロードマップをより意識した上場基準やガイドラインの整備が重要になると思います。

【田中氏】

あらためて、田中と申します。どうぞよろしくお願いいたします。

当社は2005年に東証マザーズ、現グロース市場に上場しまして、2015年に東証一部に市場変更し、現在、東証プライム市場に上場しております。

実は私はエンジェル投資家もやっています、80社ほど出資しているんですけども、村上さんが先ほどおっしゃったように、いわゆる上場市場の規模感が小さくなると、未上場の企業の時価総額も下がるというのはすごく体感していて、やはり未上場から上場、そして上場後という、これは連結して考えなければいけないなと感じております。

本日ですけれども、21年間上場していて非常に苦しかったときと上がったときを、どのように当事者として見ていたかを少し説明させていただきます。

当社ですけれども、成長時期と停滞時期がはっきり分かれています。キーワードとしては、トレンドというのがあります。やはりいかにトレンドを掴んで迎え撃つかというのは非常に重要であります。われわれが創業したのが1996年ですけれども、皆さんご存じのように、Webが非常に伸びてきましたので、その中でホームページサービスというのを始めました。

2005年頃、いわゆるWeb 2.0が出てきて、ソーシャルネットワーク、SNSが出てきましたので、その頃にミクシィ、グリー、サイバーエージェントといったネット系企業を中心に売上を伸ばしていきまして、上場がありました。

それでかなりM&Aを頑張りましてさらに売上が伸びてきたんですけど

も、２００７年に債務超過になりまして、双日さんに資本参加していただき、２００８年にはリーマン・ショックが来て、株価がずっと低迷するという時期がございました。ずっと横ばいだったんですけども、２０１１年、１２年ぐらいからクラウドビジネスを始めまして、それから大きく伸び始めているという状況です。

２０１５年にはＡＩ向けのＧＰＵサーバー、クラウドに投資をし始めました。足元では、いわゆるガバメントクラウドといわれるもので、大きく売上を伸ばしております。

東証さんの資料では、（小さく上場して大きく成長した例として）ＳＨＩＦＴなどの事例がよく出てきますけれども、弊社もスモール上場しております。この中にご迷惑をおかけした方がおられて申し訳ないんですけども、足元われわれは情報漏洩がございまして、時価総額を昨日大きく下げております。その前までは１，８００億ぐらいでしたけれども、今１，５００億ぐらいに下がっておるということは大変申し訳なく思っております。

低い時価総額で上場した会社が、そのあと大きくなるということがあるわけですが、ここで申し上げたいのは、大変これも申し訳ない話で、当社はずっと低迷しておりました。上場時の公開価格は５５億、初値で１４０億までいきまして、そのあとウロウロしていたんですけども、下方修正を１回出してしまいまして、２００７年に債務超過になり、大きく下げることとなりました。

そのあと、双日さんに筆頭株主になっていただいて株価が戻ったのですが、リーマン・ショックによって落ちてしまうこととなります。この頃は１０億台の時価総額をずっと続けておったんですけども、２０１１年にクラウドへの投資とデータセンターへの投資を発表し、これで株価が４倍ぐらいになっています。それまではずっと時価総額を上げるためにいかに利益を出すか、そしてそれをいかに配当するのかにこだわって経営してたんですけども、結果、並みいる企業よりも配当性向は低いですし、配当性向でグロース株を買ってくれるわけではありませんで、ずっと１０億円台となっていました。このときに一念発起しまして、かなり利益が減ってしまう、固定費が増えてしまうのですけども、大型投資を発表しましたら、結果として利益は非常に下がったものの、株価は４倍ぐらいになりました。ここで初めて、利益を目先で目指すことよりも、積極的に投資をする方が、株価が上がっていくということを感じました。

そのあとずっと低迷するんですけども、２０１５年から大きく売上を増やすことになり、ようやく時価総額１００億を取り戻すことができました。ですので、実は１０年間ずっと１００億を切っている状況でしたので、今回の上場

維持基準の見直しが当時あったとすると、上場5年目くらいには、当社は上場廃止になっていたということになります。ただ、10年かけてようやく100億にいったものをもっと早くできないのかということは、これから皆さん、企業さんに伝えていきたいことです。

あともう一つ申し上げたいのは、増資の履歴でございます。元々1,000万で株式会社にしたんですけれども、シリーズAとBで2億と1億の調達をいたしました。上場時2億の調達をして、双日さんに助けていただいたときに10億の投資。そのあと、2017年に株価が上がって21億の増資。そして2024年に大きく株価が上がったということで、約190億の増資を行いました。

今回最後に申し上げたいのが、やはり株価にとって重要だと思うのは、成長率です。やはり成長企業ですので、いかに成長するのか。あと、収益性という話がありましたけれども、EBITDAはしっかりと伸ばしているのかということは非常に重要だと思っています。弊社としては投資が多いものですから、減価償却費が多いんですけれども、やはり売上成長率が非常に高くなっているということも特徴です。

また、当社は実は株主さんが非常に多くて、4万8,000人おられるんですけれども、グロースしていくにあたり一つ手応えを感じたのは、株主さんを増やしたということです。当時、一部上場に当たって株主数基準のハードルがありましたので、分割をしたり買いやすくしたり、さまざまな対策をした結果、株主様が増えました。

もう一つ申し上げたいのが、弊社は流動比率が高いんですね。これは資本政策の失敗でもあるわけですが、私はあまりたくさん持っておりません。結果としてほとんど株を売っていないのに12%ぐらいになっているんですけれども、正直、多くのグロース企業の創業者は自分の株が多すぎるんじゃないかと思っていまして、そのせいで流動額が本当にないというところが挙げられます。

株主を増やして流動比率を高めて、流動している売買金額が増えたと、結果として時価総額が増えていくんですけれども、どうしても自分の株を売りたいくない、特に上場時をピークとして低迷していると安く売りたいくないという思いがどうしても出てしまい、オーナーシップにこだわるばかりに、ずっと低迷をすることとなってしまいます。

また、大きな投資をして利益を減らすことに対する恐怖から、目先で配当したり、自己株買いをしたりするので、成長資金が不足するということもあります。こういった事例もある中で、われわれとしては大きく成長するためにかじを切れたというストーリーを説明させていただきました。

以上でございます。

【渡邊部長】

ありがとうございました。

以上ですべてのメンバーからご意見を頂戴しましたので、ここからは、他の方へのご質問・コメントや、追加的なご意見があれば頂戴したいと思います。いかがでしょうか。

【松下氏】

1点、福田さんに質問ですけど、先ほど株価の成長という話がありましたけど、期間はどれぐらいの期間を考えていますか。

【福田氏】

我々の投資期間は中長期的な視点（3～5年程度）としており、アナリストはその期間設定で目標株価を作成いたします。

【松下氏】

あと、東証様に1点聞きたいのですが、NASDAQとNYSEでは、社数も時価総額の額もNASDAQのほうで逆転して大きくなっていると思うのですが、東証様では、時価総額ベースでプライム市場が97%ぐらいを占めています。今後、プライムとスタンダードとグロースの時価総額全体の比率はどのようなところを目標にされているのか。ぜひ東証様のお考えをお聞きしたいと思っています。

【池田統括課長】

発想としては、相対的にどの程度の比率にしたいという考えはなく、グロース市場の絶対的な時価総額を大きくしていきたいという考えです。グロースし続けたいという企業には、グロース市場でグロースし続けていただいて、大きくなっていただく。そんなマーケットにしたいという考えでございます。

【渡邊部長】

グロースに上場された会社で、上場後に10倍以上に成長された会社は6%で、半分は上場時よりも下がっているというデータがあります。グロースの会社なので、半分うまくいかないというのはしょうがないことで、むしろ大きく成長する会社をより多く出していける、その結果としてグロースの時価総額全体が大きくなっていくというマーケットにできるといういいかなという考えです。

大きく伸びる会社をより多く生み出せたら、アメリカのNASDAQのようにNYSEと拮抗するような市場になっていくように思いますので、そういったところを目指していければと考えています。

【工藤氏】

福田様に質問です。マネジメントだったり、成長率だったりというのは分かりやすいと思うんですが、いわゆるガバナンス面のクオリティを見るために、そこに出てくるのがCEOなのかCFOなのかはともかくとして、どういったことをお聞きになっているのか、どこを具体的に聞いていらっしゃるか、また気にされているかみたいなのところについてご教示いただけますでしょうか。

【福田氏】

企業様のステージによりけりですよ。まだグロース段階の方々とお話しさせていただくときには、開示についてグローバル基準を求めても難しいですし、モニタリングモデルのお話をしても難しいと思います。先方様もあまりナレッジがないというのもすごく多いんですよ。

ただ、私どもは、会社様にお願いをされると、レクチャーに行かせていただきます。このような観点からこういうことを求めているので、今の御社のステージはここですけれども、この期間までにこのぐらいまでは目指していただきたいということをお話しさせていただきます。ですので、それぞれのステージに沿った我々の投資基準と求めているガバナンスというものをお話ししております。

ただ、最終的には同じです。投資対象はオールキャップですので、求めるガバナンスは同じですので、そこを目指していただきたい。それをステージごとに提示させていただいているという形です。

【工藤氏】

質問の背景としては、ガバナンス論は、グロースに上がったからプライムに行こう、プライムに行くためにはガバナンスやろうといったコンテキストになりやすいように思います。ガバナンスはプライムに行くためにやるわけではないということだと思いますが、プライムに行くのには大事だといったような考えになっているように感じています。

【福田氏】

どの市場でもガバナンスは重要です。そしてESGに対応するにしても、Gがきちんとしていない会社はEもSもちゃんとできないですよ。我々は強固

なガバナンスのもとで、EとSが成り立つように思います。そのガバナンスについては、皆様、様々なことをチェック項目でおっしゃいますけれども、チェック項目ではなく経営者・取締役会がガバナンスを意識して経営をしているかどうかということが何よりも重要です。ですので、社長がIRで話してくれると、まさに経営者がどういうガバナンスの観点を持ってやっていこうとしているのかというところが分かります。

あとは、皆様、社外取締役をお招きされていらっしゃると思うんですけれども、我々はスキルマトリックスをきちんと見ております。例えば財務に知見があるという社外取締役がいて、その方に私がお話ししたいとお願いをしても、中々お受けいただけない会社様もいらっしゃるんですよ。東証様が出されている「株主との対話」にIR以外との対話も言及していただいておりますが、受け入れていただけないこともあります。しかし、投資家は様々な企業と対話を行い知見を持っているのでぜひ投資家との対話も、経営へ活かしていただければいいかなと思っています。

そしてそういう形骸化したスキルマトリックスは、意味がないのでお出しただけでなくて結構ですと考えてしまいます。私たちは、スキルマトリックスにより経営のホワイトスペースは何か、同社の伸びる事業に〇がついている取締役が何を考えているのかを読み取り、対話の有効性を考えるのです。それがガバナンスの実効性につながっていくのだと思います。開示は出して終わり、あるいは取りあえず出すということではなく、いかに実効性を持って経営をしていますか、マーケットと向き合って話せますか、そして株価の上昇を考えていますかというところが上場しているのであれば経営とガバナンスにとっては重要だと思っています。

【岩谷氏】

さくらインターネットの田中社長にお伺いしたいんですけれども、株主数をどうやって増やしたのか、アイデアをいただけるでしょうか。どの時期にどんな推移で株主数が増えたのか、教えていただけると嬉しいです。よろしくお願いします。

【田中氏】

一つは、元々流動株を増やしていたということで、大株主にどんどん株を売っていただいていたというのがあります。要は、株主数を増やそうと思って、市場に流れている数が多くないと買えないということがあります。

もう一つは、分割をいたしました。10分割させていただいて、買いやすくなりました。また、単元株に対して500円のQUOカードを付けさせていただ

きました。株主優待自体に対しては賛否両論があり、個人的には、株価を上げる目的でやるのは望ましいとは思えないですけども、長期で1単元でも持っていていただきたいという会社の意思表示という意味で行っており、それをやることによって株主数は1, 500人ぐらいから一気に7, 000人ぐらいに増えたということがございます。これは半年から1年ぐらいでそのような形になりました。

【岩谷氏】

それは、株価が安いときも高いときも一貫してやられているのでしょうか。

【田中氏】

はい。そうです。一貫してやらせていただいていますので、今も実は500円配ってまして、この500円のためにずっと単元株だけ持っていていただく株主さんが多いというのが、株主総会での質疑応答で分かっています。

【加登住氏】

これまでの話を聞いてて、200億を切っている私どものような会社にとってのグロース市場と、1, 000億企業さんにとってのグロース市場では、言葉の定義というか、中身というか、内容、求められるものも違うんだなというのを実感した2時間だったと思っております。両方経験された田中社長には、シンパシーしかありません。

そうだとすると、もしかすると二つに分けて話をしなきゃいけないのかなというのを感じました。特に小さいほうの話をすると、まだ時価総額の小さい私どものような上場企業や、今後スモールIPOで上場してくる会社にとっては、やはりグロース市場は、資金を調達して、それを投資して成長するというサイクルの起爆剤となる場であってほしいと思っております。

なので、先ほど岩谷さんからグロース市場は希薄化するというご発言がありましたし、まさに外形的にはそのとおりなのですが、希薄化で水を入れているんじゃないくて、カルピスの原液のほうを入れているんだ、濃くなるんだとなっていてほしいと思っております。

投資の面で言うと、勝ち馬に乗る投資ではなくて、勝ち馬をつくる、馬主のような投資を何とか集める市場になってほしいなと思っています。

発言の機会をいただきありがとうございます。

【村上氏】

ガバナンスの議論が非常に盛り上がっておりますので、私からも一言追加で

発言させていただきます。

特にグロース市場においては、全ての企業が成功するわけではなく、その中から高い成長を実現する成功企業が生まれてくればよいという、リスク・リターンの構造や思想前提で市場が成り立っている側面もあろうかと思います。そうした市場であればあるほど、実は『経営ガバナンス』が決定的に重要になってくると考えています。

上場前のスタートアップの創業社長は、非常に孤独な立場に置かれています。上場が近づいても相談できる相手がおらず、VCは上場を促す立場でもあり、利害関係のある中では必ずしも経営の深い相談相手にはなり得ず、VCガバナンスを超えて取締役会が十分に機能していないケースが多く見られます。そうした中で何とか判断を下してIPOを迎えるわけですが、上場後も引き続き適切な相談相手や牽制機能がない脆弱な状態が続いてしまいます。

しかし、企業の成長において、トラブルや停滞なく一直線に高成長し続けることはあり得ません。事業成長の踊り場、資金不足、業績悪化といった様々な壁に直面した際、自社内に適切な経営ガバナンスの仕組みや議論のパートナーが存在しないと、いきなりガバナンス不在のデメリットに直面することになります。経営者が孤軍奮闘した挙句、八方塞がりとなり、気づけば成長の選択肢も失ってしまうという悪いサイクルに陥ってしまいます。だからこそ、事業規模とのバランスを考慮しつつも、上場前から上場後、さらにはその後の事業・組織の拡大を見据えて、ガバナンス体制を先回りして検討・準備しておくことが極めて重要になります。

ガバナンスは単なる「管理コスト」と捉えられがちですが、変化の激しい新興企業が常に事業をブラッシュアップし、ハンドル・ブレーキ・アクセルを適切に踏み替えて変革し続けるための「成長のための基盤」そのものです。単一のカリスマ経営者の審美眼や判断に依存し続ける経営には自ずと限界があります。特に未上場期に強い牽制力・支援力を果たしていたVCがIPOによって退出した後は、上場後の機関投資家から十分な関心や対話を得られるまでの間、ボード内でしっかり厳しい意見や多様な視点を提示できる存在が不可欠となります。

その実効的な解決策の一案として、「社外取締役と投資家の対話」を強く推奨したいと考えます。大企業でも推奨されるプラクティスですが、創業社長のい

るグロース企業においてこそ、より深い意義を持ちます。

まず、社外取締役自身が資本市場と直接対話できる十分なスキルや見識を持っていることの証明になります。さらに、株主からの生々しい意見や市場の評価を社外取締役が直接受け止め、それを取締役会のアジェンダとして持ち込みやすくなり、創業社長という意思決定において圧倒的な影響力を有する存在に対しても、客観的かつ建設的な議論を適切なプレッシャーと共に議論することが可能になります。

リソースの限られたグロース企業に対してこれ以上形式的なガバナンス基準やチェックリストを増やすことは、経営の負担を増やすだけで実質的な意味をなさないように思います。そうではなく、小さなスタートアップや新興企業だからこそ、形式にとらわれず「実効性を高める形でのガバナンスのガイドラインやプラクティス」を広めていくことが、グロース市場の質を高める上で非常に価値のある取り組みになると感じております。形式ではなく実効性こそが経営ガバナンスのキーワードかと思います。

【渡邊部長】

ありがとうございました。

それでは、これもちまして、本日の会合は終了させていただきます。

最後に、今後の開催予定についてご説明させていただきます。

【池田統括課長】

本日は活発なご議論をいただきまして、誠にありがとうございました。

次回は非上場のスタートアップの皆様を中心にお呼びして、9月16日（水）12時00分から開催する予定です。

現状はそこまで2回分をセットしておりますので、本日のご意見や次回のご意見を踏まえまして、また第3回以降どのように議論したり、あるいは対応していくのか考えていきたいと思います。また皆様にご連絡をさせていただければと思いますので、どうぞよろしくお願いいたします。

【渡邊部長】

それでは、以上もちまして本日は散会とさせていただきます。

本日は誠にありがとうございました。