

グロース市場の発展に向けた検討会（第２回） 議事録

日 時： ２０２６年９月１６日（水）１２時００分～１４時１５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２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、本日はラザード・ジャパン・アセット・マネージメントの福田様、シニフィアンの村上様がオンラインにてご出席されております。

続いて、会議の運営やねらい、本日の進め方について池田から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、会議の取扱いでございますが、本日の会議については、会議終了後速やかに、開催した旨、出席者のリスト、東証の資料を弊社ホームページにて公表いたします。

お手元の皆さま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ＨＰ掲載させていただければと考えております。また、寺田様の資料を除き、皆さまからいただいた資料は本日の会議の場限りということで、お手元の画面で投影のみとさせていただきます。

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、事前にもご説明しておりますの

で簡単にご説明いたします。お手元の資料「第2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ん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、皆さま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。前回の上場企業の観点からご議論いただきましたが、今回は、IPOを目指すスタートアップのあるべき姿について、スタートアップの皆様からは、成長戦略の中でIPOをどのように位置づけ、活用すべきか、投資家の皆様からは、グロース市場へのIPOを目指す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、IPOやその前段階におけ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。

また、ご参考として、第1回検討会でいただいた主な意見をまとめてお付けしておりますので、ご参考にいただければと存じます。

なお、別紙を2つお付けしております。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。時間は目安ですので、過度に気にしていただく必要はございません。

順番につきましては、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、荻野様から寺田様までお願いして、そのあとオンライン参加の福田様、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。

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、皆さまから順にご意見を頂戴できればと思います。

【荻野氏】

アンドパッドの荻野です。よろしくお願いいたします。

今回、議論テーマを2点いただいています。1つ目がIPOをどのように位置づけ、活用すべきか、2つ目が必要な環境整備です。

まず、1つ目についてですが、IPOの位置付けの前に、スタートアップがどういう位置付けにあるものか、お話ししたいと思います。

まず第一に、社会課題を解決する主体であるということが非常に大事なポイントだと思っています。社会課題とは何かというと、単なる個人の主観的な不満や、あったら便利、Nice to haveだよねというレベルではなく、社会全体で解決すべき構造的課題に向き合っているかということかと思っています。これがないと、上場以前にどうしても企業体として成長が限定的になってしまう、またはTAMが小さく成長が止まってしまうことになるかと思っています。

次に、スタートアップが取り組むべき構造的課題とは何かという点ですが、これには様々な角度があると思うのですが、まず構造的・普遍的であることが重要かと思っています。企業はゴーイング・コンサーンなので、一時的ではなく構造的・普遍的に課題が横たわっていて、それを放置することにより、多数の当事者や次世代に影響があるような課題に向き合っているのかということです。2点目として、短期的な収益や効率性だけを追求しては、なかなか初期のリスクが高過ぎて解決できない課題であること。3点目としては、放置した場合には社会で支払う対価や将来世代が支払う対価が極めて大きい課題であることが挙げられます。とはいえその3点だけを見てしまうと、NPOなどが行うべき領域も含まれ、売上・利益を創出すべき企業体が手掛けにくいということもあり得ます。そこで4点目として、ビジネスとして売上・利益が拡大すればするほど複利的にその課題も解決し、それがまた売上・利益に跳ね返ってくるという複利が効く課題かという観点も大事になってくるとしています。

そして、こうした社会課題を解決する主体であるかという点とともに、高い成長を維持し続けられているか、人材を輩出し続けられているかという点にも

ポイントがあります。

今回、グロース市場の検討会ということで、高い成長は大きなテーマになると思っています。どれだけスピード感を持ち、イノベーションを牽引できるのかが重要であり、そのための手段としてIPOというものがありますし、M&Aで加速していくこともあれば、大企業の中で埋もれてしまっているものをカーブアウトしてスピード感を持って再生していくということもあるかと思います。

続いて、人材の輩出という観点ですが、次世代リーダー、経営人材の輩出はわれわれアンドパッドでも非常に意識しているところです。「グロース市場アンケートの結果について」（別紙1）に記載のとおり、優秀な人材の採用は、成長に向けた課題として上場会社・未上場会社から共に出ていたかと思いますが、終身雇用や年功序列を前提とした従来の雇用システムから優秀な人材の流動化を促す、そのためのエンジンになるという点は、スタートアップの位置付けとして非常に大事だと思います。また、若くしてチャンスを与えられるのもスタートアップの特徴と思っていますので、そういうところで経験、実践を積んで、事業の立ち上げの失敗、再挑戦、そういったものを経験した次世代リーダー、経営人材が、日本経済を牽引し、またグロース市場を牽引していく。こうした人材を輩出していくことも大きなテーマになってくるように思います。加えて、上場後あるいはM&Aエグジット後に、創業者はシリアルアントレプレナーとして、そして従業員もノウハウを持った形で再度エコシステムに組み込まれていき、複利が効いて自己増殖していく、こうした効果もあるように思います。

続いて、このようなスタートアップの位置付けを踏まえた、IPOの位置付けです。これは、われわれアンドパッド自身も常に考えているのですが、あくまでも手段の一つです。われわれは今シリーズDまで資金調達を進めていますが、言うなればシリーズEという位置付けだと思っています。シリーズA、B、C、Dの延長線上に、シリーズEがあり、それをプライベートでオフアリングするのか、パブリックでオフアリングするのかということです。それがパブリックにおける第1回目であるので、イニシャルパブリックオフアリング、IPOという訳ですが、そのシリーズEの後にF、G、Hも当然あってしかるべきであり、その後のパブリックオフアリングも地続きでつながっている中でIPOということです。

では、なぜIPOをすべきかというと、これは正直、実は僕自身には答えがありません。今、プライベートで巨額の調達ができる環境になっています。私は20年ほどCFOをやっていますが、昔はなかなか巨額の調達ができません

でした。パブリックに行って初めて、大きなお金を持っているディープポケットのある投資家にアクセスできました。

一方、現在、アンドパッドはありがたいことに200億円超の資金調達ができている、この後さらにプライベートで調達することも可能というときに、まさに次のシリーズEをプライベートでやるのか、パブリックでIPOとしてやるのかという問いには、現状シャープには答えがありません。

こうではないかという仮説はありますが、その仮説というのは、先ほど申し上げた3点とつながるところです。IPOをすることにより、社会課題を解決する主体としての位置づけがより色濃くなっていくのではないかと、その高い成長がより加速するのではないかと、人材の流動化、次世代リーダー・経営人材の輩出、または先ほど申し上げたスタートアップの人材を還元するところも含めての人材のエコシステムがより成り立つようになるのではないかとということです。この3点がプライベートでは限定的にしか達成できないものの、プライベートからパブリック、社会の公器になるなかで、資金調達して企業価値を引き上げることで加速し、社会課題の解決がより容易になる、高い成長がより後押しされやすくなる、こういう視点でグロース市場が位置付けられていると、われわれとしても安心してさらなる先のステージを目指せるのかなと思っています。

自分たちの登る山の高さは見失わないようにしようと、社内では、マッターホルンの絵を投影しながら発破をかけているところです。標高数百メートルの山を登るのと、数千メートルの山を登るのと、必要な装備も違えば必要な仲間も違う。そこに対してどれだけコミットするか、これが社会課題の大きさということだと位置付けています。

そして、その山を登る速さについて、圧倒的なスピードがないと、雨後の筍のように似たサービスが出てきてしまい、結局マーケットシェアの奪い合いになり、大きなイノベーションではなくただの小さなパイの奪い合いになってしまいます。一気に登りきる、高い成長が必要だということです。

最後に、まさに山を登る仲間であったり装備ですが、人材の流動化、次世代リーダーの育成というところが、IPOでどう出していけるのかだと思っています。

われわれはまさに山を登っている過程で、2014年に最初に事業を開始してから、2016年にアンドパッドというサービスをリリースしました。そして、2019年から2022年頃にかけて、時価総額でいうと80億円、300億円、800億円と駆け上がっています。グロース市場に上場される会社

は、まさにこの１００億円から１，０００億円ぐらいのレンジを、上場後１年、２年で一気に駆け上がるのを望んで上場されているのではないのかと思います。２０１９年のシリーズＢまでは創業メンバー３人で会社を運営していましたが、２０２０年のシリーズＣ以降から一気に執行役員や経営幹部が整ってきて、次世代経営人材が輩出され始め、組織のマネジメントが整うとともに、企業価値が一気に向上していきます。

このタイミングの前の大変なところ、低い山のところで上場してしまうと、一気に止まってしまうというのが大きなポイントになってくるのではないかと考えています。

プロダクト面でも、PMFを確認し、営業サイクルを検証し、セールス・マーケティングの部隊を整え、Go To Marketしようという、まさにそのタイミングで上場する、これは一見王道に見えるのですが、われわれにしてみるとまだ途上で、ここではまだ高い成長に向けた組織や人材が整っていない状況です。

シリーズＡ、Ｂは国内のベンチャーキャピタルの方々から調達していた時点で、その後、シリーズＣ、シリーズＤとグローバルの投資家から一気に投資してもらった形でかじを切り、先ほど申し上げたように、シリーズＣで３６０億円の時価総額で調達は６０億円、シリーズＤでは８５０億円で１２０億円の調達と駆け上がっていき、最終的に大きな成長が継続している形になっています。

ここをどう作っていくのかということに関して、われわれは今まさにプライベートでも作れてしまっているのに、プライベートで作るのか、パブリックになってグロース市場で作るのが非常に曖昧な境目になってしまっています。いずれにせよ、グロース市場でこの成長をどうつくっていくのかは大事になってくるかと思っています。

このシリーズＣ、シリーズＤで入っていただいているような世界的に著名な投資家等に関しても、基本的にはわれわれの社会課題の解決や成長のスピード、またマネジメントのクオリティ、いわゆる人材がどれくらい高いレベルで揃っているのか、こういうところがデューデリジェンスの中で非常に色濃く見られていたと思っています。ですので、こうした視点でグロース市場へのＩＰＯの議論が進んでいくと、時価総額１，０００億円、さらにそれ以上というところに向かって、スムーズに歩を進められるかなと考えております。

そして、必要な環境整備についてですが、論点出しとして、上場前、上場時点、上場後に関してそれぞれ現時点で思い浮かんだものを申し上げます。

ＩＰＯの前段階における課題ですが、論点１としては、ＩＰＯ前の労働時間規制の緩和をしてほしいということです。高い成長というのは、イコール、極

端に言うと、高市総理ではないですが、働いて働いて働いてみたい状況だと思っています。というときに、グロース市場がそういうことをサポートしてくれる市場なのか、または残業規制があり、一日8時間、週40時間というなかで、それでも高い成長をできるのかは、一つ論点ではあるかと思います。

2点目です。IPO前の税制適格ストック・オプションの売買・譲渡について、税制適格ストック・オプションの行使期間の終期が10年になってしまっているのが、これがIPOの実質的な期限になっている気がしています。そこから先のより大きくグロースするタイミングをどう迎えるのかは論点になってくると思います。

3点目が、レイトステージの資金供給とセカンダリー市場の拡大についてです。われわれはグローバルな投資家に運良くアクセスできたので、グローバルの資金を調達できましたが、レイトステージに対応したリスクマネーの供給体制が十分に整っているのかは論点です。また、VCの一般的なファンド償還期限が10年になっており、われわれももう10年以上事業をやっているなかで、様々なVCから色々と問い合わせを受けます。どんどん大きくなり、株価が上がっているのが分かっているのに正直売りたいもの、償還期限があるのでどうしようという悩みを相談される状況にもなっています。こういうところに、どのような環境整備や税制支援がありうるだろうかと考えています。

4点目が、IPO前の監査についてです。昨今、不正が発覚する企業も多く見られるなかで、アイデアまでですが、IPO準備会社の監査人に特化した登録制度というのもありうるかと思っています。IPOにおいては、特に今はAIの時代でもあるので、様々な新しい論点が生まれており、これらに対して最新のノウハウを取得している監査法人に、IPO監査を認めることも考えられようかと思っています。また大手の監査法人も大企業の監査ばかりしていて、本当にスタートアップの監査ができるのかという話ももしかしたらあるのかもしれないと思っています。また、本日いらっしゃる他の皆様もそうだと思いますが、私自身は上場企業側の経験もあり、そうした経験を活かしてスタートアップで体制を整えていくということも、不正防止には非常に大きなポイントになってくると考えています。

5点目に移り、これは上場時点の論点ですが、どうしても流動性が足りないことで、投資家が売りにくいということは出てきてしまいます。であるならば、例えば時価総額100億円というバーを設けたように、IPO時の基準としてオフリングサイズや、オフリングレシオに対しても一定のバーを設け、それ以上にできない、要するに魅力的に投資家に説明できないところは、いったん上場を待ったほうがいいというブレーキのようなものを設けてはどうかというアイデアです。先ほど申し上げたとおりプライベートで調達できる環

境もあるので、そこまで流動性がない間はプライベートに留まり、ある程度の流動性が確保できたタイミングでパブリックに行くという流れにしてもよいかもしれないと思っております。

最後に、規律ある新陳代謝という観点です。アメリカではM&Aが多く9割、IPO1割という世界感で、日本は8割がIPOとなっています。そうしたなかで、M&Aエグジットの標準化に向けて申し上げたいと思います。

1つは、よく言われるのれんの非償却ルールの整備やオープンイノベーション促進税制の買収要件のさらなる拡大などです。2つ目は、グロース上場企業の非公開化の円滑化という観点ですが、東証のグロースの上場会社をあらためて分析してみたのが、直近2018年以降、時価総額100億円以上で上場した会社は、基本的には株価のパフォーマンスは非常に良いと思っています。IPO価格決定時の時価総額と上場1年後の時価総額を比較すると平均しても160%以上成長していて、もちろん株価が上がる場所、下がる場所があり、6割ぐらいは株価が上がり、4割ぐらいが下がっていますが、そういう意味で言うと、100億円の上場維持基準のバーはバックテストとしても非常に機能しているのかなと思っています。一方で、それ以下で滞留している会社は、グロース市場という全体のイメージやブランドを毀損している可能性があるとしたら、グロース市場に一度上場はしたけれども頭打ちになった企業に対し、何らかの出口というか、新陳代謝も検討すべきなのではないかと思います。アメリカでは上場後、30営業日、これだけの株価を下回ったら是正通告をするというルールがあります。NASDAQのいわゆる1ドルルールや0.1ドルルールですが、低位株、成長停止株に対しては、マーケットに残っている意味があるのか問うたほうが良いのではないかとこのところでは思います。

その他、VCの投資契約のひな形が、日本ではM&Aの場合のみなし清算条項や、優先分配+1倍参加型であるなど、対価がほぼVCに分配されるものになっていると思うので、こういうところも地道に改善していかないとなかなか道が開けないと思います。

【堅山氏】

よろしくお願いします。Preferred Networksの堅山でございます。

まず、簡単に弊社の紹介をさせていただければと思います。弊社は、今13年目になるAIの会社で、半導体からソリューションまで幅広く手掛けております。2014年創業で、もともとは、事業会社さんから出資を受けながら成長してきました。2024年にSBIインベストメントさんをはじめとする金融投資家にご参画いただいて、そこで初めていわゆるスタートアップのよう

な、優先株ベースの調達をした形になります。

A I のバリューチェーンは非常に長く、半導体製造装置や半導体素材から、N V I D I A さんのような G P U があり、C h a t G P T のような L L M があり、それらのアプリケーションがあるという構造ですが、その中で幅広く、色々な日本のプレイヤーさんと協力しながら A I 半導体からアプリケーションまで、開発をしています。さらに、そういう中で生まれたものをグローバルに売っていこうとしている会社です。

例えば、M a t l a n t i s というサービスがあります。これは素材化学の研究開発に使う S a a S ですが、サービス自体からそれが動くハードウェア、A I 半導体まで、自分たちで垂直統合的に開発するところで、日本の A I 技術の国産化に貢献することをやっております。

そういう中で、弊社における I P O の位置付けをどう考えているかと言いますと、端的に2点です。1つは、継続的かつ機動的な資金調達手段の確保という点で、A I と、実は半導体技術も同様ですが、資金調達の重要性、スピードも明らかに増加しており、資金調達の手段としての上場というのは一つ重要なポイントかと思っています。また、米国の場合ですと、上場している会社が大きく資金調達して大胆な資本政策を打っているところもありますので、このような業界において未上場でいることを続けることが必ずしもメリットなのかは、色々な論点があると思っています。

もう1個は、公共性・ガバナンスの担保という点です。ありがたいことに、公共のプロジェクトやミッションクリティカルなプロジェクトに採択いただくケースが増加しており、例えば A I 半導体などの開発のところで国のプロジェクトとして採択いただいたり、最近発表されました N o e t r a 社における L L M の開発に対しても、弊社の岡野原が共同研究開発統括責任者として参画していたりします。こうしたなかで、われわれがやっていることを透明性をもって社会にご説明する、先ほど、荻野さんより、社会の公器となるプロセスというお話がありましたが、まさにその部分を非常に重要視しています。

一方で、L L M やハード、半導体、ディープテックの投資をしていると、大きな投資を決断しないといけないタイミングなどがありますし、また近年ですと半導体業界においては、需給が非常にタイトになっており、投資スケジュールに変更が生じる場合もあります。それらの予測可能性の問題もあるなかで、上場後において、四半期サイクルのなかで投資家の皆様のご期待に応えていくところに関して、確信を高めていくことは重要な論点だと考えています。

半導体と L L M を両方やっているスタートアップは世界で見てもなかなかなく、われわれは珍しいポートフォリオの会社となっており、そういうなかで弊社とマッチするかは別にして国内外の様々な方々と会う機会をいただいています。

す。これは非常にありがたいと思っています。その観点から少し感じたことをお話させていただきます。

まず、米国のエコシステムは大きく、その大きさに価値があるということです。グローバルのバックグラウンドと投資機会が、キャピタリスト・起業家の双方にあるがゆえに、多様な投資アイデアを持っている方々がいらっしゃいます。例えば、Frontier AIモデルを使うのが正しいでしょうという話をされる方もいれば、いやこれからはソブリンAIへの投資が進むでしょうという話をされる方もいます。もうソフトウェアにしか投資しない、ソフトウェアの成長に賭けると言う人もいれば、これからはハードウェアだよねと言う人もいて、非常に様々な考え方を持たれている人がいらっしゃると思っています。

そして、議論のあるアイデアに対するロングテールの投資がしっかり報われる成功体験が沢山あります。AI半導体の話を少しさせていただくと、Cerebrasという会社があります。約600億ドルでIPOしたのですが、半導体技術に詳しい人から見ると、これはさすがに技術選択が難しすぎるのではないか、と長年言われておりました。それがタイミングよく投資されて、やりきって成功しており、多様な会社に対して投資される世界観があることが分かります。

そして、そのような成功体験があるからこそ、多様なファンドが生まれて、投資対象の幅が生まれているように思います。グロースステージを支える投資家は、特にディープテックの場合だと分野ごとに変わってきてしまうところもありますが、やはりエコシステムの大きさから、どのような分野にも詳しい投資家があり、すごいことだと思っています。

一方で、こうしたエコシステムは、米国以外にはおそらくどこにも存在していないと思っています。中国や欧州などでも、色々悩みながらやっているように思います。日本がどういう風にエコシステムを作っていくのか、スタートアップエコシステム全体で考えていかないといけないと思っています。

この成功体験という意味では、日本でも、宇宙スタートアップの皆様がコホートとして上場されており、それが今後いい影響を与えると良いのではないかと思います。

AIに関して言えば、コーディングというのがAIのキラーユースケースで、その領域では、2024年時点で100億円以上の調達、2025年にはその10倍ぐらい資金調達をしないと生き残っていけないような世界があります。シリコンバレーには、ブリッツスケーリング的な、とりあえずもうかる可能性があるのだったら限界利益がゼロになるまで資金を投資して、ドミネートするという世界観があります。中国は中国でまた全然違うことを考えていて、

政府が色々と投資しているモデルです。

こうした状況で、日本のエコシステムとしてどういうことを考えていくべきなのかは非常に重要な論点だと思っています。その中で市場が果たす役割は非常に大きいと思います。

また、われわれは事業会社と色々な取組みを手掛けており、そうした立場からご提供できる視点について言及させていただきます。近年、事業会社がリスクマネーの出し手として国内で大きなスタートアップ投資をされるケースが増えてきていると思っています。

特にディープテックでは、技術や事業に対して太鼓判を押す人が必要で、詳しい事業会社が株主に存在しているのは大きいと思います。例えば最近では、MujiさんがNTTさんとQIA（カタル投資庁）を共同リード投資家として調達されていた事例もありましたが、事業会社さんの評価が金融投資家の判断に対してもポジティブに働くという事例は国内外数多くあり、ディープテックでは重要だと思っています。国内のリスクマネーの供給を短期的に大きくすることは簡単なことではないと思いますので、このような形でグローバルからの資金供給を高めていくことは重要なのではないかと思います。

一方で、政策保有株式の売却の流れなどと、事業会社がスタートアップに投資することは、必ずしも世界観として一致している訳ではないと思っております。事業会社がスタートアップに投資しやすい環境を整備し、オープンイノベーションを加速することは重要ではないかと考えています。

もう一つは、海外トップVCへのアクセスを持つのはなかなか大変という話です。国内の事業会社や、VCなどがファンド・オブ・ファンズ等でLPとして海外VCに投資されていて、われわれはそうした方々から一定程度ご紹介いただけていて、ありがたく思っていますが、一方でグローバルエコシステムと接続できる未上場会社は、まだまだ偏っているのだろうなと思っています。未上場会社と海外投資家等をマッチングするような機能は必要とされているように思います。

続いて上場準備上の課題というところで、われわれが感じていることを提供させていただきたいと思います。

IPOは、発行体側では一度限りのイベントであり、自身で対応をはっきり判断できない部分が多くあります。そのため、色々な人に聞きましょうということが実務上はあると思いますし、実務経験やその人脈がCFOの腕の見せ所のようなところはあるのだと思いますが、一方でそれで良いのかという論点もあると思っています。相談するアドバイザーによってコメントが異なったり、保守的な対応を求められたりすることがあり、情報の非対称性があるように思

っています。東証からも考え方をかなり積極的に発信していただいていると思うのですが、さらなる積極的な発信をいただけるとありがたいと思います。また、各種提出資料について、過去事例にアクセスできるとありがたいと思っていますところ です。

また、上場準備を進める中では多様な問題が生じ、それを直そうというのが通常のことだと思いますし、特にA I 関連は事業変化もとても早いので色々な行動を取りたいのですが、上場準備を行っていると取り組みづらいことがいくつかあると思っています。M & A がよく挙げられる課題だと思いますが、もう1 個は資本構成の整理です。先ほど、税制適格ストックオプションやセカンダリーの話がありましたが、上場準備中においても、上場前にすませておくべき資本構成の整理をやりづらくなるということが一定程度あるかと思っています。それらが迅速に行えるようになるとありがたいと思います。

また、弊社は事業の幅が広く、事業上のリスクが多様で、その内容はそれぞれかなり異なります。一方で、事業のサイズ等により重要性も異なっており、実質的なリスクに応じて、事業や項目ごとに対応の軽重を付けることがより大きな範囲で許容されるとありがたいなと思っています。

【竹本氏】

本日はグロース市場の発展に向けた検討会にお招きいただきましてありがとうございます。

弊社カケハシは、「日本の医療体験を、しなやかに。」をミッションに掲げ、日本の医療システムの再構築を目指すヘルステックスタートアップ企業です。2025 年、シリーズD として、ゴールドマン・サックスなどから大型の調達を行うとともに、M & A を2 件行うなど、大きく成長をしています。

私自身は、株式アナリストとしてキャリアをスタートしており、前職ではスタートアップCFO として、2021 年にIPO を経験しました。その後、市場環境、経営戦略の変化、それから時価総額100 億円という新たな基準が示される中で、2025 年にTOB による非上場化を経験しました。

現在、再び未上場スタートアップである現職で上場を目指す立場にいるということです。

まず、われわれにとってのIPO の意義についてですが、私たちにとっては、IPO は資金調達の機動性の確保として、成長戦略の多様性の確保が重要ですが、同時に医療サービス提供者としての社会からの信頼性の向上にもつながると考えています。そのため本来的にはサイズの問題ではなく、事業戦略の中での位置付けが非常に重要だと思っています。

上場した瞬間というタイミングは、市場の注目度も非常に高く、公開市場に

おけるハネムーン期間というものが存在します。ここで波に乗る必要がありますが、うまく波に乗れずに埋もれてしまうと、その後もう一度注目を集めなおさなくてはならず、それ自体が新たな壁となってしまうように思います。そういう意味では、IPOのタイミングでそのまま波に乗れるようなサイズであることも非常に重要だと感じています。

そのためIPOは、事業が伸びきったタイミングよりは、その後も成長が一定程度は見えるタイミングで行うからこそ、その後も注目が集まり続けるのであり、一番の花火の段階で上場すると、結局ハネムーン期間に盛り下がることになります。ある意味IPOも一つの資金調達ラウンドであって、その資金調達ラウンドを通じ、次の成長戦略を実現するのであるという考え方が大切だと考えています。

ただ、サイズの問題ではないと言いつつも、時価総額ベースで言えば、例外はあるとは思いますが、基本的に300億円以下の個人投資家中心の市場、それからヘッジファンドが少しずつ出てくる市場があり、1,500億円を超えてくればロングオンリーがしっかり重層的に存在する形で、市場の中にも時価総額別にそれぞれの市場、需給が存在します。個人投資家向けのIRアクションとロングオンリー向けのIRアクションは異なり、どこが公開市場への入口になるかによって、その後行うべきIRアクションは当然変わります。未上場フェーズも一つのIRと考えると、小粒上場の場合にはIRのスタイルを個人投資家中心から何度も変化させながら、その場その場で事業成長・時価総額成長に合わせて投資家とのコミュニケーションを変えていかななくてはならず、これはこれで難しさがあるのだろーと思っっています。

ですので、どこから公開市場に入るのかという入口、それから持続的な成長余力を残した成長戦略上のタイミングは非常に重要です。上場という環境を活かして継続的な成長を実現するためには、公開市場を理解し、そこでの投資家との会話の内容、対話が非常に重要になってくるので、この2つの観点は気にしています。

こういったIPOの意義を前提として、IPOのタイミングやサイズなども考えつつ準備するなかで感じる点が三つあります。体制構築への傾倒、対話と経験の不足、それからM&Aによる成長の逸失です。

一つ目ですが、先ほど堅山さんのお話に出てきたように、情報の非対称性による体制構築への傾倒があるように思っています。

上場プロセスに取り組むスタートアップにとって最大の問題は、審査基準や法解釈がブラックボックス化していることで、上場後を見据えた成長に向けて取り組むというよりは、受験勉強でまだ問題が見えない中で色々な範囲をとに

かく徹底的に勉強するかのように、この不透明な審査をいかにパスするかという部分にリソースを割き過ぎではないかと思っています。

例えば、未上場段階で機関投資家と対話しようとしても、50社以上と話したとき、それが勧誘、公募に当たらないか、投資家側がインサイダー取引規制に接触して株の売買ができなくなるリスクがないかなどを気にして、証券会社もそもそも対話は控えさせる方向にいつてしまうのではないかと思います。

この結果、スタートアップは上場に向けた要件を満たすことに重要性を感じてしまい、そちらを重視するからこそ監査法人出身の公認会計士がCFOとしてIPOのプロジェクトを率いるケースも多くあるように思います。これは体制構築に対するリソースと考えれば非常に心強いとは思いますが、逆に投資家との対話という意味では属性が違うのではないかと思います。これは公認会計士だから一律によくないとか金融業界出身でないといけないとかいう話ではなく、IPOを成し遂げようとする際に求める人材像として、時価総額の最大化ではなく体制構築のケイパビリティを発行体が求めてしまう力学があるということです。

内部統制についても同様で、審査を通るかどうかがよく分からないとなると、極端にセーフティ側に振っていくということが起こります。

そうした曖昧さに乗じて、PCログ監視機能付きの勤怠管理システムを入れないと上場できないなどと言う勤怠管理ツールの会社が出てくるとか、IPO支援会社もできるだけセーフティサイドに寄せることにより自分の仕事をどんどん増やすということが起こっているように思います。

実は上場を経験していれば、いやそれはなくても大丈夫だということは分かるのですが、あくまでそれは経験しているから知っていることであって、知らない状態でスタートアップが支援会社にこれではなくてはいけないと言われれば従うだろうと感じます。

内部統制のような体制については、もちろん強固であればあるほどいいというのは間違いはないと思うのですが、ただの鎖であるならば、それは成長の重しでしかないと思っています。

グロース市場であるので、プライム市場よりはボーダーラインが低く設定されているとは理解していますが、とはいえボーダーラインが不明瞭であれば、結果としてボーダーラインを間違えてくぐってしまう人もいるし、ボーダーラインを過剰に高く見積もってしまう人も出てきます。

一方で、企業価値、時価総額に関する議論、例えば公開価格の議論がいつ起こるのかということ、私が以前経験したケースでは、東証への上場申請日に強く迫るまで、価格に対する目線感の提示を求めても回答をもらえませんでした。

これがもし大きなスタートアップであれば、機関投資家との議論をしっかり

して、証券会社まかせにはしていなかったかもしれないですが、当時はいわゆる小粒上場のたぐいでしたので証券会社の支援なくしては Information Meeting の設計も難しく、体制構築ばかりが進んでしまいました。

証券会社に言われるがままであれば、東証に上場申請して、審査を受けている最中に裏側でようやく価格のお話をし、ロードショーをやったあとになって、こんな価格だと分かっていたら上場を先延ばしにしたのにここまで来たから致し方ないと押し切られて上場、ということが出かねない状況かと思っています。

このように、体制構築に神経を使い果たしてしまうと、企業価値や時価総額に対する意識がどうしても、頭の中の割合が下がってしまい、実際のプロセスでも優先順位が下がるということが起きるのかなと思っています。そこで、IPO のプロセスにおいて、統制に関する問いや業績予測に関する問いだけでなく、投資家との事前の対話をしたからこそ答えられる問いを東証側から投げかけていただくべきなのかなと思います。

それから二つ目に、投資家との向き合う場の不足、対話と経験の不足があると思っています。上場株の投資家と実質的に対話し、そこから学ぶ機会が、未上場スタートアップにはほとんど用意されていないのではないかと思います。

未上場の段階から多くの上場株投資家とコミュニケーションを取ることがあれば、経営陣にとっては間違いなく学びがあると思います。上場直後の株価の乱高下があるときにも、既に上場株投資家がファンになってくれているとすれば、しっかりと支えてくれることも起こり得ます。ただ、そのためには上場前から十分な対話が不可欠です。

スタートアップだからこそ理解しづらいビジネスモデルであるということも多々あると思うのですが、初めての面談が上場時のロードショーになってしまうと、投資家も事業を十分に理解しないまま、いったんプライシングを出すという話になりますし、上場して株価が下がっても、もう数四半期見てから投資するかどうか考えようという形になり、その間に、先ほどの出来高もあるハネムーン期間を浪費してしまうことが実際に起こっていると思います。

上場株投資家が未上場スタートアップ、しかも上場するか分からないスタートアップとの対話を積極的にしてくれるかはさておき、スタートアップ側がそうしたプロフェッショナル、市場参加者との対話に未上場の段階から親しんでおくという環境整備は非常に重要かと思っています。

V C などの機関投資家とは話しながらいるスタートアップ経営者はいるでしょうが、未上場株投資家と上場株投資家は違う生き物だと思います。上場株投資家との対話経験が足りないまま上場を迎えてしまうケースもよくあると思う

のですが、実際に上場を果たした創業者、CEOたちと話をすると、上場後に投資家とのコミュニケーションが十分でないといってCFOを替えたいと思っているという話を聞きます。

逆に、上場株投資家からは、株価を上げるためには、例えばまず出来高を上げなくてはならないという、公開市場におけるベースとなる知識が企業に不足しているという指摘も聞きます。ほとんどの投資家は、実際にその企業の株価に魅力がなければ静かに去っていくだけで、あえて教育はしてくれません。ですので、投資家との対話不足に上場して随分経ってから気づいても、もうハネムーン期間は終わって出来高不足に陥っていて、せっかく上場していても資金調達手段が限られてしまっているということになりかねません。

はじめての本格的な上場株投資家との対話であるロードショー自体も、完全な闇の中にあると思っています。機関投資家と対話しても、誰がどのような意見を表明し、どのようなバリュエーションをして、いくらで株価で証券会社に回答したのかが発行体に明らかにされません。本来は全てオープンにすべきだと思っています、それを義務付けてもいいのではないかと思います。発行体側も自分たちがどう機関投資家から見られているのかを最初に知ることができるロードショーの機会、ブックビルディングの機会においても、理解が十分にできないという状態だと、本当に裸のまま公開市場に放り込まれることが起こります。

発行体として対抗するならば、現状、有力な投資家からLOIを獲得する、コーナーストーン投資を得るなどの方法で自ら価格形成に動いていくしかないと思うのですが、上場を目指す幅広いスタートアップがそれを全てできるかと言われれば、一握りに限られます。

ですので、入口の価格、それから上場株投資家がどのように見るのかを十分に把握してから上場すべきというのが、一番大切なポイントであるように思っています。

その点、未上場企業にとって良い対話の相手になるのはクロスオーバー投資家かと思っています。未上場の株も投資でき、実際に上場株にも投資できるということであれば、非常に対話の相手としては優れた存在だと思います。

ですが、基本的にはスタートアップ側もIPOに近いと皆さんに明らかにしながら進める訳ではないと思いますので、クロスオーバー投資家の方から見つけていただくのも難しいでしょうし、逆に自ら発掘しに行くのもまた難しいのかなと思います。ですので、そういった対話の場を作っていただくのも一つかと思っています。

スタートアップへのアンケートでも、IR人材の不足が数多く挙げられています。上場企業の数が増えるので、IR担当者の不足が起こる、経験者不足が

起こるというのは当然で、足りるはずはないと思っていますが、これに対する対処法は、転職や人材の流動性以上に、新たに育成して生み出していく環境づくりだと思っています。

東証からもそうした対話の場、鍛錬の場を提供していただければ、IPO以後も成長を続けるための準備が、発行体側にもできるのかなと思います。

また、人材不足の観点で1点、課題提起させていただきたいことがあります。走っているあいだにできた100億円のバーが生まれた、今まさにグロースフェーズ、レイターステージから未上場期間を長くしながら100億円のバーを越えて上場をしようとするスタートアップは、これまでに仲間に発行していた税制適格ストック・オプションの行使期限に10年という制約がついたままになっています。制度改正によって創業5年未満であれば行使期を15年とできるようになったかと思いますが、創業10年を迎えつつあるスタートアップの、長く貢献してきた仲間たちへのこれまでの発行済み分の延長も求められることをお伝えできればと思います。

それから三つ目、成長の逸失というところで少しお話ししたいと思います。スタートアップにとって今M&Aというのは、非連続成長の実現のために極めて重要な戦略かと思っています。東証として上場準備期間のM&Aは駄目とは言っていないというFAQを出されたのは、比較的注目を集めたかなと思っています。

ただ、FAQの事例を見ると、ほぼ買収から上場日までの期間が1年以上空いているケースです。例えばこの事例を見て、東証がM&Aは禁止していないと言っていますよと証券会社に言ったら、証券会社からは、いやよっぽど小規模でないかぎりIPOの直近1年間はM&Aできないのです、ほとんど事例もないではないですかと言われるのではないかと思います。

昨今、M&Aは一つの成長手段として多くのスタートアップで活用されているかと思いますが、M&Aのタイミングを無理に調整し、買収後1年間は上場プロセスのために空けようとするのと、成長を続けるために市場に出よう、公開市場に出ようとするのととは相反するお話になってしまうように思っています。

ですので、皆様に求めたいのは、「禁止していない」というお知らせではなく、こういった規模、こういった影響度合いであればOKなのか、もしくはこれであれば影響するのか、影響しないのかという明確な線引きだと思っています。

既存事業に対する売上高、利益、純資産に対する割合も、明確に線引きがあれば分かりやすいですが、例えば上場準備中でも適切な統制整備計画を出せば

1年以内でもできる、大きなものでもできるなど、そういった成長戦略とIPOとが相反しない仕組みがあれば、成長を止めることなく、そして上場プロセスを止めることなく進めていけるように思います。1点めと少々かぶってしまう点はあるのですが、線引きの不透明さや、上場要件が分からないから、体制構築へと傾倒するという、逆にそちらに掛かり切りになるが故に上場投資家との討議や対話とが不足するという、成長戦略とIPOの準備が相反してしまうことが起こっているのかなと思っています。

東証から、例えば線引きなどを積極的に情報発信していただければ、そちらをベースに企業としても対応できますし、あわせて、投資家との対話の場づくりというところで、言葉としては陳腐な話になるかもしれないのですが、ネットワーキングも非常に重要になるかなと思っています。

IPOはイニシャルパブリックオファリングであり、イニシエーション・儀式だと思うのですが、ルールに怯えるような形式的なバーというよりは、オープンな基準のもとで野心ある企業が市場に出ていく通過点であり、IPO準備期間を成長のブレーキとするのではなく、正しく評価されるために投資家としっかり対話する助走、練習の舞台にしていくことが非常に重要かなと思っています。

【田丸氏】

はじめまして、Sakana AI株式会社でコーポレート本部長を務めている田丸と申します。よろしくお願いいたします。

私は、もともと弁護士をやっていて、2016年から株式会社メドレーでIPOまでの過程に携わった後、現職を務めていますので、IPOを経験した会社や、時価総額がある程度評価される会社にいた立場からの発言になることはご承知おきいただければと思います。

まず、グロース市場のアンケートには、非常に参考になるご意見がたくさん書いてあるように思います。発行体として課題に感じているポイントは、ここにかかなり網羅されているかと思っていますので、そことは違った観点から話をできればと思っています。

一つ目のテーマとして、IPOの位置付けというところです。IPOの位置付けは、成長のための資金調達機会の獲得であると思います。プライベートマーケットとの差もなかなかなくなっていますが、プライベートマーケットではできない成長資金の獲得機会を得ること、この点に関してはあまり異議はないのではないかなと思っています。

これを前提に、発行体および制度設計の観点から、グロース市場の発展をどう考えていくかについて5点ほどお話できればと思っています。

まず一つ目は、通過点なはずなのにゴールのようにになっているIPOについてです。二つ目が、IPO人材のシェア化、皆さまもおっしゃっていたように、経験者をいかに流動的にサポートできる状態に回すかです。三つ目は、NASDAQやNYSEなどと比べてもグロース市場はある程度卒業する前提の市場になってきているのかと思いますので、卒業する市場であることを前提にした施策を考えていくことが必要だと考えます。グロースが小さいということは、卒業されてしまうことによるバイアスがかなりかかっているように思っています。四つ目が、アンビション、野心の大きいスタートアップはどう支援していくのかです。最後に五つ目が、皆さんもおっしゃっていたように、新陳代謝が必要であろうというお話を簡単にさせていただきたいと思っています。

まず一つ目は、先ほど皆さんがおっしゃったとおり、IPOの目的は資金調達機会の獲得であり、それ以上でも以下でもなく、それ自体が非常にコアな目的であるべきです。

もっとも、資本政策上、VCが入るとどうしてもIPOへの圧力が生じる場合があります。また、ストック・オプションの付与方法など、シード期に十分な知識がないままやり直しのきかない資本政策を決定してしまうことにより、後から修正が難しくなり、IPOがノルマというか、カルマになってしまっている事例も多いと認識しています。

ですので、これは本当にシード期に資金調達を間違わないようにするという事に尽き、いろいろサポートができると思います。出発点でIPOを目指すタイプの会社なのか、M&Aなどを狙う会社なのか、それとも外部資金をあまり入れずにキャッシュ・フローをきちんと回してやっていく企業なのかをきちんと整理すべきです。しかし、これをVCに話そうとすると、資金調達前提になるので、起業のときの資本政策に関するサポートや情報発信が非常に重要だというのがまず一つ目です。

二つ目は、IPO人材のシェア化についてです。IPO人材は限られており、先ほども皆さんおっしゃっていたように、IPO経験者であれば、東証や証券会社が、なぜこうした内部統制を求めているのか、なぜ内部管理体制が重要なのかという趣旨を理解しており、その趣旨からすればどういう体制を敷かなくてはならないか、各種説明資料に何を書かなくてはならないか、という話はおのずと想像のつく範囲の話のはずです。一方、これが分からなくて迷っている会社はアンケートを見ても非常に多いです。

昔だと、良いCFOをフルタイムで欲しいという会社はすごく多かったと思うのですが、社外取締役的な頻度では少し難しい、顧問だと距離が開き過ぎているような方々を、業務委託などの形で、週に1、2回、2週に1回ぐらいの形で、IPOの準備ミーティングに早期から参加してもらい、各論点の考え方について助言をもらうことも考えられます。

それこそ、外国のロングオンリー投資家や個人投資家の特性などを理解していないスタートアップは非常に多いと思います。それをセミナーで情報発信しても結局のところ会社がアンテナを張っていることが必要になってしまうので、中にいて能動的に様々なアクションや行動をしてアドバイスをしてくれる人材もシェアする仕組みができていくと、もう少し皆さん楽になるのかなと思います。

これがどういう政策提言につながるかというと、今は、昔にはなかった社外の高度人材に対するSOの付与制度があり、これは一歩前進だと思います。ですが、認定の手間がかかり、硬直的な制度なので、パフォーマンスが出たらSOを付与する、パフォーマンスが出なかったら契約を終了するといった柔軟な業務委託の仕組みのもとで、社外高度人材にSOを付与するのはまだ少し難しいように思います。一方で、ストック・オプションを受けながら十分な助言、貢献を行わない人もいます。そういう人に対する規律を効かせる意味でも、制度設計がより柔軟化し、実効性を伴う形で充実することが望ましいと考えています。

三つ目は、卒業することを前提とした市場であることについてです。グロース市場という名前のとおり、成長した上で安定成長に入ったときにはプライムに行くなど、いろいろな選択肢があると思います。

個人的には、早くIPOし過ぎたことが原因で駄目になった会社はあまり見たことがなく、きちんと成長している、事業も伸びている場合には、IPOのタイミングがもう少し後だったらよかったという事例はあまりないと思います。もちろん、市場のバリュエーションに調整が入ったことにより、時価総額が大きく下がり、時価総額的には苦しい、流動性も苦しいという状況は、マーケットなので起こります。

そうしたなかで、内部統制や内部管理体制については、ガバナンスコードでもあるように、コンプライ・オア・エクスプレインの考え方に基づいて、ある程度のものに関してはコンプライではなくエクスプレインする、つまりNASDAQの開示資料のようにリスク開示を充実させるという手法により、「ある企業がグロースを優先させるために敢えて意識して取っているリスクはこういうものだ」ということを開示してそれを投資家が自己責任で判断する、とい

うような制度的な柔軟性を認めることにより、パブリック・カンパニーへの入口は開示の充実を前提に緩和しつつ、きちんと中で淘汰されないように成長や体制の充実に努めてもらうという考え方でよいと思います。

また、IPOした後に非常によくあるのは、キャッシュによる報酬を出しづらいスタートアップにとって有効なインセンティブである税制適格ストック・オプションが、リストラクテッド・ストック・ユニットや譲渡制限付株式になり、通常のいわゆる総合課税の給与所得になることです。

グロース市場に上場した後も、企業は引き続きグロースし続けなくてはならない、つまり目が血走った人材がまだたくさん入ってこなくてはならないフェーズであり、その報酬がP/Lに影響する点は、企業にとって一定の負担となります。ですので、P/Lの部分は置いておいたとしても、もう少し税制の部分で、グロース市場に上場して一定の要件を満たしている企業に関するリストラクテッド・ストック等の個人の所得税側の税制優遇も検討の余地が非常に大きいのではないかと考えています。

四つ目が、アンビションサイズです。IPOから10倍、100倍になっていく会社が出てくるからこそグロース市場が盛り上がっていくのであり、そうならない会社が結果的にあったとしても、それはマーケットや市場環境の話なので、入口を緩めてやっていく以上は構わないと思っています。

15年前から20年前ぐらいのスタートアップはいわばアウトライヤーといえますか、一般企業でのキャリアとは異なる志向をもつ、すごく大きな野心、野望をもつ人たちのビジネスでした。ですが、今はスタートアップが有名大学を卒業したような方々の一つの有効な選択肢となる時代にもなっているように、一つの職業選択としてスタートアップを選ばれる方々も非常に増えています。

そうした中で、アウトライヤー的な起業家を支援していこうと思うと、外部の投資家による目線の引き上げも非常に重要です。アンビションサイズの大きい人間が、サポートを受けながら成長していける体制を目指すのであれば、グローバル人材を確保することにより、海外機関投資家との面談の機会を早めに得ることも考えられます。

私も、前職や現職でも国内外の機関投資家の方々と話す機会が多いのですが、海外の機関投資家の方々の目線は非常に高く、10倍、20倍になれば意味がないという、非常に正しく資本主義をしていらっしゃる投資家のコメントを早めに受け取っていくことが、アンビションサイズを引き上げていく意味では大事だと思っています。

ここでもう一つ政策提言で言いますと、税制適格ストック・オプションなど

には、日本国内の居住者要件があると思いますが、海外に居住しているけれども日本のスタートアップをサポートしてくれる外国籍の方、内国籍の方もいると思います。

その辺りに関しても、社外高度人材の要件の中でまき取り、アドバイザーが日本の居住者ではなくても、そういったインセンティブを得られる制度設計にし、海外的な目線を日本のスタートアップに与えられると刺激になると思っています。

最後に、新陳代謝ということで、生物や進化も全部そうですが、新陳代謝がないと活性化しません。NASDAQでは新規IPO後5年以内ぐらいにM&Aエグジットや倒産、清算している会社が圧倒的に多いです。

上場廃止はすごく響きが悪いのですが、社会認知として、IPOしたらずっと上場していなくてはならないというマインドセットを変えていくこと、IPOした後にM&Aされる選択肢も十分にあるという前提で、M&Aマーケットなどの整備を進めることも非常に重要です。

また、上場維持基準に抵触して退出するときの、制度設計の柔軟さや、M&A機会の盛り上がりなどがあるとよいと思います。これは発行体や市場関係者の方々だけではなく日本の経済マーケット全体の話になりますが、IPOした後にずっと上場していることが偉いわけではないという認識を持ち、グロース市場が成長する企業のゴールではなく通過点であり、かつ盛り上がり続けることが大事だという社会認知をつくっていけるといいのではないかなと思っています。

【中島氏】

株式会社TBMの中島でございます。私は以前、証券会社で上場担当のセクションにいました。そうした経験も踏まえ、あくまで東証にお伝えすべき内容を今日はお話できればと思っています。よろしくお願いします。

私どもは2011年に創業し、もともと石灰石でプラスチックや紙の代替物をつくるところで認知頂いておりました。元々、一部の製品においては価格競争力を伴っていたところに、今はナフサが高くなっていて、相対的にプラスチック価格が高くなった結果として価格競争力が更に付き、祖業である石灰石由来の製品についてもオーガニックに成長しているところです。

足元では、石灰石由来だけではなく、石灰石の主成分である炭酸カルシウムを人工的につくる過程で二酸化炭素を活用し、カーボンリサイクル、二酸化炭素を再資源化させる技術で建材等を提供する事業を開始しています。この建材が既存の木由来のものや塩ビ由来のものよりもコスト的に下回ることができる、

そのような技術を確立させていますので、ここに来てカーボンリサイクル事業を事業の中核の一つに据え、改めて成長を遂げようとしています。

これとは別に、今マテリアルリサイクルという再生材の利用が国内的にもグローバルにも義務付けられ、クオリティの高い再生材が非常に求められている中で、われわれはこの分野においてもイノベーションを果たしております。先述のカーボンリサイクル事業、高機能再生材事業で、今後あらためて事業を伸ばしにかかっている状況とあらためてご認識いただければと思います。

そのような中で、IPOの位置付けです。われわれとして、より大きな社会課題にトライしていこうと思いこの事業をやっているわけです。少しご想像いただければと思うのですが、われわれの事業は素材メーカーで、大きな工場をつくる必要がありました。プラントをつくるにあたり1年、2年かかります。

そのような過程を経てプラントが出来上がったとしても、工場ができたらからと言ってプロダクトがすぐに売れるというわけでもないことから。それでも石にかじりついてでもこの事業を世に送り届ける、そのためにプライベートで資金調達の都度350億円ぐらいを集め、大きな期待に応えるべく頑張っている状況です。

そのような状況であるからこそ、IPOというのはゴールではなく、より大きく羽ばたくステップやツールとして考えているというのがTBMにとってのIPOの位置付けです。

私も証券会社にいたときからずっと、上場を目指している会社には「IPOはあくまでツールなので、ゴールにしないでください」と、繰り返しお伝えしていて、それをこの会社でも実践しているつもりです。

現状、IPOを果たした上でファイナンスを実施されていない会社さんのほうが圧倒的に多い現状からすると、東証が定めた時価総額100億円という上場維持基準の設定は、IPO後のファイナンス可能性を確保する意味で一定の効果があるだろうと正直なところ思っています。

一方で、一部の投資家が、100億円のバーをクリアさせるために、これまでと違った資本構成および事業内容に転換させ、株価を高めて売り抜けるような行為も散見されています。そこに海外ファンドが入ってこうとしている現状に鑑みると、何のために作った基準なのかということにもなりかねませんので、悪用されないような、より実効性のある基準とする方向で制度設計をお願いできればと思います。

そのうえで、われわれとして課題と感じていることは2点です。一つは、ナレッジの共有やプロセスの改善、投資家との接点等に関してはある程度頑張ればできるところはあるかと思っていますが、一方でセカンダリーマーケットに関

してはいかんともしがたい現状があるかと思っています。

われわれも16年やってきましたが、セカンダリーニーズが発生し、一部実行されたケースなどもあります。世の中においても、セカンダリーファンドや市場の構築についての話が出てきており、アメリカとの比較が色々と言われているところですが、結局のところアメリカのセカンダリーマーケットもごく一部の大きい企業がシェアをほとんど占めていて、普通の企業のセカンダリー売買の実例はほとんどないところからすると、単に市場をつくれればいいというものでもなく、実効性のあるものにしていかなければならないと思います。この点、プロマーケットを活用する案もお聞きしたことがありますが、開示の必要性などもあるので、どの程度現実的なのかと個人的には疑問に思う部分もあります。

スマートラウンド証券のようにセカンダリーマーケットの構築に向けて頑張っているところがあるとも聞いています。こうした動きとはぜひ東証も連携してほしいと思います。というのも、セカンダリーマーケットを使った結果、上場しにくくなったら本末転倒だと思いますので、この辺りについて使い勝手のいいものにするための枠組みなどをしっかりと議論していただくと、より現実的なセカンダリーマーケットの創出につながるのと思っています。

もう一つ、スタートアップサイドの観点で言うと、NASDAQとの比較です。すべてのNASDAQ上場案件に共通する話という訳では無いのですが、中には騙されたような感じでNASDAQ上場を進めているスタートアップもあります。個人的にはそのようなことはないと思っているのですが、東証で上場するのは難しい、時間がかかるなどと言って、NASDAQ上場を斡旋するような方々もいると聞いております。最終的にはそのスタートアップの経営判断になると思いますが、NASDAQ上場を選択し、その結果として多額のお金を関係者に支払い、発行体・投資家の誰も得しない事例を目にする機会もあります。

中には訴訟沙汰になっているケースもあると聞いておりますので、NASDAQと東証との比較については、東証からも正確なところを情報発信いただくことで、同じような事象が頻発しないようにお願いできたらと思います。

【岩谷氏】

今日はお時間をいただきましてありがとうございます。ここで既に議論されてきた論点はいずれも重要だと思っています。追加的にいくつか投資家としてこういう観点があるということを補足でコメントできればと思います。

投資家として、IPOを目指す企業へ期待するのは、独自性があるのか、そ

れから便益は明確なのかということです。その程度は偉大なのかということを加えた三点を、これからIPOを目指す企業と議論しています。

このことは、我が国のいわゆるグロース市場の発展段階にも関係があるように思います。グロース市場自体が80年代は存在せず、(マザーズが)90年代に創設されましたが、最初の頃は社数を増やすことが課題であり、こうした局面では、まず存在することに価値があったように思います。上場しようという社数を増やそうということ自体に便益があり、独自性もあり、偉大さがあったということです。一方、2020年代においては、このコンテキストが変わってきている。累積約900社が上場したそのあとに、これからIPOを目指す未上場企業には、ユニークさは問われやすくなるはずです。この市場のために、どういうメリットを追加することができるだろうか。こんな視点をもつことも有益だと思います。

その意味では、別紙2の20ページにもあるとおり、グロース市場の指数パフォーマンスは、先人が残した一つの課題であるともいえます。これからIPOを目指す未上場企業が例えばこれをフラットから上向きのグラフに持っていくことができれば、これは市場の発展に貢献したといえるでしょう。上場した後に1株当たりの価値を高めること、それによってグロース市場のパフォーマンス改善に貢献することが、IPOを目指す未上場企業に待望されはじめているということです。

グロース市場の歴史や、市場の成長段階については、IPOを目指す未上場企業が理解しづらいケースが散見されます。いつの間にか話が変わっていたと体感されている方も多いようなので、今、求められている貢献については、追加的に議論するといいいのではないかと考えています。

たとえば、宇沢弘文先生の社会的共通資本の議論にも通じますが、金融市場は自然環境、インフラなどに準ずる一つの社会的インフラであり、これがうまくワークするように、エントリーしていくこと。そのためには、自分たちの会社のライフサイクルと、市場が置かれているコンテキストを合わせることで、それにより、思いのほかストレスなく入ることができる。もしもそうではなかったらその差分を自覚した上で、少し痛みを伴うのだけれどもすり合わせながら入っていく。このあたりのすり合わせについて、IPOを目指す企業とはよく議論しています。

次にグロース市場への期待という切り口からコメントしますと、IPOを目指す企業が心配されることのひとつに、上場後の株価が(フェアバリューを大いに下回って)下がることへの心配があります。ここに対しては構造的な点検をすることができないかと考えています。

たとえば、21年から22年にかけて、日本証券業協会では「公開価格の設定

プロセスのあり方等に関するワーキング・グループ」が開催されました。この中でいくつか構造的な課題が提起され、実際にいくつかの改訂が施されてきたかと思います。「プレ・ヒアリングの留意点の周知及び実施の推奨」、「上場日程の期間短縮・柔軟化」、需給を踏まえた「売出株式数の柔軟な変更」や「仮条件の範囲外での公開価格設定」など、いくつかの施策につながっています。

この一連の見直しについて、有効性のフォローアップをしてもいいのかなと考えています。上場後のパフォーマンス改善という観点から、先ほどのコンテクストに照らして点検できるポイントはないか。当時の議論で残している宿題はなかったか。例えばロックアップの設計や未上場株のセカンダリー取引、クロスオーバー投資の在り方など、いまいちど、当時の議論の有効性を検証する余地はあるのではないかと。このあたりをその後の課題として見てみるとよいのではないのでしょうか。

議決権種類株式の活用について、質問を受けることがあります。今回事務局資料（別紙2の18ページ）に入っています。事例が極めて少ないことと、功罪が分かりづらいということで、議論がすすまないことが多いですが、論点としては上がってきます。グロース市場の可動域を広げる可能性があること、IPOを目指す企業のために上場制度の魅力を高める可能性があることから、議論を深めてもよいのではと考えています。

その他、IPOを目指す企業からの質問として、スタンダード市場の選択をするか、グロース市場の選択をするかを迷っているというものがあります。要するに、両市場の境界ぐらいにいる会社は、市場の選択に悩むということです。この点は前回の議論で扱いましたが、成長率では、どのくらいの数値が期待されているのか、どういう外部環境前提での数値なのかなど、スタンダードとグロースの本当の差分を明確にするうえでも、具体的に可視化、表現してもいいかもしれないと思っています。

最後に、前回触れましたNASDAQのIRのマッチングの件について、追加情報をご報告しますと、ある程度ポジションを参考に、この機関投資家所属のこのアナリストのこのIDと上場企業のこのIDとをつなぐとよいミーティングになる可能性がある、といった情報を研究されているそうです。グローバルにスタッフがいて、データの更新頻度は高く、国境を跨いで接続しているとのことでした。こういった仕組みを提供することは、対話促進につながり、市場の発展のために有効かもしれません。

【寺田氏】

貴重なお時間をありがとうございます。Dual Bridge Capitalというベンチャーキャピタルを経営している寺田と申します。資料に沿

ってお話しできればと思います。

まず2ページで、どの立場から意見を申し上げるかということで、自己紹介を兼ねてスライドにまとめています。私自身は、過去18年間にわたり一貫してPre-IPO、Post-IPOのグロース企業の投資と経営に携わってまいりました。

一番左側が、じげんという、当時マザーズに上場していて、CFO在任時に東証一部に市場変更した会社です。ここで事業会社を経営し、その後ミダスキャピタルという自己資本でグロースファンドを運営している企業群において、BuySell TechnologiesやGENDAといった会社に携わってまいりました。この2社は現在グロース市場にあります。また、3年ほど前からDual Bridge CapitalというVCをグループの中で立ち上げ、今年3月にはセイワホールディングスという会社が同じくグロース市場にIPOを果たしています。BuySell Technologiesはミダスキャピタルが9年前に投資をしてから営業利益や時価総額が50倍ほどに成長しており、またGENDAは、日本のスタートアップとしては史上最速で売上高1,000億円を超えた会社になっています。いずれもグロース市場の中ではそれなりに存在感のある会社ですので、こういった会社の投資と経営に携わってきた立場から、3ページ以降で言いたいことをまとめています。

まず一つ目、今回のアジェンダにもある、IPOはどうあるべきかという議論に関してです。個人的には、この問いの立て方自体に若干の違和感を覚えております。つまり、IPOというのは、その名のとおりファイナンスイベントです。それ以上でも以下でもないと思っています。

一定のルールの中で、資金が欲しい、つまり株式を発行したい、売却したい発行体と、その株を買っても良いと思っている投資家がいるのであれば、それで成立をしているわけです。そこに本来的な機能を超えた政策的、規範的な意義を求めることには、やや疑問を感じています。

一方で、IPOというイベントに関しては、固有の話として上場審査があります。これまで堅山さんと竹本さんからコメントがありましたが、上場審査には相応の時間と経営陣の貴重なリソースを要します。特にガバナンスや内部統制については、実務的には上場後よりも新規上場時の方がかなり厳しく見られています。

こういったこともあり、現実的には上場準備期間中というのは、成長を加速させるためのコーポレートアクションに一定の制限がかからざるを得ないということに鑑みると、イベントとして早めに実施しておくのも一つの考え方かなと思います。

規模が大きくなってから上場したほうが良いとおっしゃる方もいらっしゃるのですが、実際に上場実務に携わっている立場からすると、上場を先延ばしにすると、デメリットが相応に大きいように思っています。つまり上場を先延ばしにしている間、業績の規模も大きくなり、事業領域も広がり、子会社も増えていき、色々な取引も資本政策も複雑化していきます。そうすると、上場審査のときに確認したり説明すべき論点も増えていくので、結果的には上場を先延ばしにすればするほど、将来の上場確率を低めるということが現実的には起こっています。

ですので、上場適格性を有する会社に関しては、ファイナンスイベントとして必要であれば、早期に上場して、上場した後に機動的にコーポレートアクションを実行するというのが、将来的に企業価値を高める上ではベストなのではないかと思っています。

この話をすると、いや上場すると成長できないのです、投資ができなくなってしまうと、小さい時価総額でIPOした経営者や、IPOを経験したことがないアドバイザーやエコシステムの方々から意見が出ることがあります。実際には先ほど田丸さんからもありましたように、上場したせいで成長が止まった会社は基本的にはないと思っています。上場したせいで成長が止まったと言っている会社は、恐らく未上場でも成長が止まっていたということが多いのではないかと思います。むしろその逆はたくさんあります。われわれの投資先も含めて、上場したことで流動性のある有価証券という武器を手に入れ、これを積極的にM&Aに活用したり、また上場企業としての立場を活用した優秀な人材の採用等、早く上場するメリットは明確に大きいと思っています。

また、経営のクオリティを高めてから上場すべきという話もこれまでも出てきています。もちろんアンドパッドさんのように素晴らしい市場にアドレスし、卓越した経営陣が率いられていて、競争優位も明確な会社であれば、心配は不要かと思えます。一方で実際には、市場的にもしくは競争優位の観点で、継続的に成長していくことが難しいかもしれないような会社についても、未上場のファイナンスができてしまうこともあります。日本の未上場企業への投資の参加者は、必ずしも経済的なリターンを追求する人たちばかりではなく、事業の収益性や独自優位性が未確立だったりバリュエーションが高かったりしても良いから、政策的、戦略的な意味合いを求めて投資をする主体も多くいます。そうしたなかで、未上場の期間が長期化するのには、必ずしも企業の質が高まることにはつながらず、むしろ上場企業として非常に厳しい目を金融投資家からいただくことにより、継続的に企業価値を高めるきっかけにもなり得るのかと思っています。

このスライドの最後になります。ファイナンス上必要であればIPOすべき

だとは思いますが、まさにファイナンス的な観点から上場を選ばないほうが良い場合も、少なくはありますが存在すると考えています。

典型的なものとしては、フリー・キャッシュ・フローが上場後も赤字であり、つまり増資に頼らないとなかなか企業活動の継続が難しいにもかかわらず、時価総額が小さいという場合で、こうした企業においては、上場した後に増資を行うのは基本的に難しいです。ですので、むしろ上場したことにより、ファイナンスや企業活動の選択肢を狭めてしまうことになります。

唯一このパターンは、IPOを少し延ばした方が良いと思いますが、それ以外に関しては、条件さえ満たせばIPOをするということで、発行体側から見ると良いのではと思っています。

次のスライドです。投資家から見たときにそれで良いのかという話ですが、良いのだと思います。私の知る限り、そもそもグロース市場全体を一つの投資対象と考えている投資家はあまりいないというか、私は少なくともお会いしたことはないです。グロース指数そのものに対して投資している投資家をほとんどお見かけしたことはありません。

そうではなく、一定のスクリーニングを定量的、定性的にかけていき、興味があれば個別企業に取材して分析して、投資するか否かを決めるということかと思っています。

これは非常に重要な点ですが、グロース市場全体の魅力を高めるという目標設定は、総花的な議論に向かいやすいと思っています。つまり、グロース市場には約600社上場企業があり、平均時価総額は150億円です。これを200億円で底上げしたいのか、もしくは約600社中わずか11社しかない1ビリオンドルを超える時価総額の会社を、50社、100社にしたいのか。問いの立て方によって大きく解決策が異なると思っています。

個人的には、基本的には後者一択、いかに1ビリオンドルを超える時価総額の会社を作っていくのかに焦点が当たるべきだと考えています。そもそもグロース市場は玉石混交のマーケットだったはずで、それを投資家、発行体や関係者の皆さんで、前提として共有することが重要かと思っています。

玉石混交のマーケットを前提としたときに、石の会社、成長しない企業はどうするのかという話については、石があることを許容する、もしくは石を入れずに玉の比率を高めていくという2択があります。ただし、IPOのタイミング、もしくはIPOをしてからも、その会社が石か玉かはなかなか分かりません。ですので、これは広く間口を設けていくことに尽きるのではないかなと思います。

実際に先ほどミダスキャピタルの実績としてお見せしたBuy Sell T

technologiesやGENDAに関しても、率直に申し上げると、2社について最も1次情報を持っている経営株主ですら、現在の規模感にこの時間軸でなることを確信していたかという、必ずしもそうではございません。中の人間がそうなので、外から見たときにこれを判断することは基本的にできませんので、とにかく間口は広く維持されることが重要なと思います。

いずれにしても、IPO後の企業間の大きなパフォーマンス格差を許容するのが基本的な設計かなと思いますし、実際にグロース市場全体のパフォーマンスが悪いとしても、EPSが継続的に伸びている、優位性がありガバナンスもしっかりしている会社は、特に問題なく適切なプライシングがなされていますので、グロース市場全体のクオリティとグロース市場の個別銘柄に対する投資家、資本市場の価格発見機能というのは、分離されているものと考えています。

では、石をどう磨いていくのか、または玉を見つけていくのかという観点ですが、このスライドの最後のプレットになります。石を磨くということは、企業を育てるということですが、それをできるのは基本的に、キャリアや資金をリスクとして投じている経営陣と株主だけだと思っています。

当然、東証などから色々な働きかけをしていただくこと自体ありがたいですが、実際にそれで会社が伸びるかという多分それだけでは伸びない、経営陣と株主が頑張るしかないというところかなと思っています。

経営陣と株主が頑張るというのはつまりどういうことかという、5ページです。こちらが最後のスライドです。

とにかく少数でも企業価値を飛躍的に向上させる企業を継続的に生み出すことが大切であり、このために、先ほど荻野さんからもありましたように、新陳代謝を促すことは重要なポイントだと思っています。

よくアメリカと日本のスタートアップエコシステムの成熟度の違いみたいな話が出ますが、最も大きな違いは経営者だと思っています。特に、いわゆる連続起業家と呼ばれるような、自ら会社を興しグロースさせた経営者が、絶対数としてまだまだ足りていないと思います。

この観点から、東証グロース市場の上場維持基準がポイントになると考えています。上場維持基準を引き上げていただきましたが、現実的にはあまり実効性が伴っている訳ではないというのが率直なところかなと思います。

日経新聞で、東証グロース市場で100億円未満は上場廃止という第一報が出て、その後東証としてもそういうことを考えているという発表が出てから、私の周りのグロース市場の経営者たちは明確に目の色が変わりました。つまり時価総額100億円前後以下の会社については、本当に上場廃止になるかもし

れないということで、M&Aや資本政策についてすごく踏み込んだ議論をファンドとしてもさせていただきました。

これまで正直なところ落ちてしまっていた、経営者としても会社が上場して利益も出ていて切迫感がなかったところから、上場廃止となったらこれはいよいよ大変だとなり、他の会社と統合することや、大胆にエクイティファイナンスを行うことを真剣に考えるなど、素晴らしい経営者たちが動き出す気配が明らかにありました。

ところが、その後スタンダード市場への市場変更や、場合によっては東証以外の取引所に対しての移行も可能だということが明らかとなるなかで、上場企業の立場はどうやら問題なく守れそうだという雰囲気になり、その方々はまた落ち着かれています。新陳代謝が起きそうであまり起きない、つまり実際に市場から退出することは恐らくないだろうということです。

ですが、新陳代謝はやはり起こしたほうがいいのではと個人的には思っています。なぜかと言いますと、時価総額100億円に届かない会社は、経営陣に能力がないのではなく、前提とする事業領域がそもそも厳しく、誰がやってもあまり成長できないという場合も多いのです。それでも、グロース市場にIPOできるくらいの規模感にはたどり着いたということであり、これは経営陣として素晴らしい実績だと思うのですが、その後の成長を考えると事業環境が良くなかったということです。

ですので、そういう場合には非公開化や他の会社とのM&Aにより市場から退出し、上場企業の経営から経営陣が解放され、その方々が事業推進実績や経験を活かし、次の成長領域、成長産業で新たなチャレンジをしていただくことが、日本のスタートアップエコシステムだけではなく、経済全体にとっても非常にポジティブな循環になり得ると考えています。

最後に、好循環に回していくところに関しては、人材だけではなく資金もと考えています。今の日本のスタートアップエコシステムは、国に支えていただいている部分が非常に大きいです。Dual Bridge Capitalもファンドサイズの30%弱を、政府系ファンドからご出資いただいております。

こうした資金の拠出は、やはり企業をしっかりと成長させた実績がある経営者や投資家に、より選別的に集中させていくことが、結果的には先ほどお伝えしたような玉石の中でいうと、玉をより大きくしていく、より多く生み出していくことにつながるのではないかと考えています。

【福田氏】

皆様、こんにちは。ラザードでオールキャップの日本株ポートフォリオ・マ

ネージャー/アナリストをしております福田と申します。本日、出張中のためオンライン参加で失礼いたします。

今回も貴重な機会をいただき、ありがとうございます。また東京証券取引所様の近年のお取り組みは、日本経済、日本株をサポートしてくださり大変感謝しています。現在、私はロンドンに出張中ですが、ロンドンでも日本のコーポレートガバナンス・コード等のご質問を多くいただいています。

既に多くの議論が出ましたので、私からはロングオンリーのアクティブグローバル投資家、ポートフォリオ・マネージャーの視点でお話しできればと思っています。

最初に、簡単にラザードについてご紹介をいたします。私どもラザードは、1848年に創立し、現在、全世界で約45兆円¹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。

企業様との対話を重視して、中長期的に企業価値向上に資する企業に投資していくという戦略でございます。

投資対象は、先ほどどなたかの議論で、機関投資家はグロース市場に投資するのかという話もありましたが、我々はオールキャップで、もちろんグロース市場、スタンダード市場、プライム市場、全ての市場を投資対象としています。IPOに対しても積極的に検討をしております。

まず我々ラザードは、日本株に関しては日本に加え、世界の複数拠点で投資・分析を行っております。アカウントはそれぞれ別になりますので、意思決定もそれぞれ別になりますが、リサーチプラットフォームは同じになります。

日本のIPOに関しては、グローバル、リージョンも含めて積極的に参加、検討、分析をしております。もちろん、様々な規定もありIPOに参加できないアカウントもありますが、今まで複数のIPOに参加させていただいております。

まず、投資家の視点として、IPOをどう考えるのかご説明させていただきます。先ほど我々は長期的観点で投資を行う投資家というお話をさせていただきました。そのためIPO時から同じように長期の投資対象として検討、分析をしております。IPO時に高値になり、その場で売って終わりという戦略の

¹ \$285B 2026/6/30

<https://www.lazardassetmanagement.com/jp/ja.jp/home>

保有はほとんど行いませんので、長期的視点で企業の成長をIPO後も考慮し、分析して参加いたします。

また、発行体/企業のマネジメントとは必ずお会いしています。重視しているものは、それぞれのアカウントやポートフォリオ・マネージャーで違うことでもあります。事業モデル、TAM、長期的エクイティストーリー、成長ストーリー、ガバナンスを重視しております。

また時価総額についてよくご質問を受けることがあります。時価総額よりも、やはり流動性が重要であります。私たちのフィデューシャリー・デューティ（受託者責任）があるため、買っても売れないことがあると困ります。その辺りについて、創業者の方やVCの持ち分の状況や、ロックアップ後も見据え、考えています。

また、バリュエーション（Valuation）評価です。これが最も難しいため、セカンダリーで買うことを好むポートフォリオ・マネージャーも多くいます。そのため、類似企業も含め、バリュエーションの観点は重視して調査しています。類似企業は日本にない場合はグローバル企業も含め調査いたします。我々はグローバルに調査アナリストを保有しております。

次にお題としていただきました、「IPO企業へのメッセージ」としては、上場時が高値にならないように、しっかりとした長期エクイティストーリーが重要であるということと、セカンダリーで買えばバリュエーションが分かるので、あえてIPOに参加する意味を投資家は考えているということです。

長期的投資家は「長期で持つ」からこそ、上場後のエクイティストーリーの適正についてお話しさせていただき、あとは流動性の問題と、先ほどのご議論・ご指摘でもありましたように、証券会社の問題、その辺りも考えています。

簡単にラザードの過去のIPO参加についてですが、銘柄名は控えさせていただきますが、時価総額は中小型株のサイズでも参加しています。過去、IPO後の株価は複数倍以上になっている企業も多くあります。また複数の地域・アカウントで同じIPOに参加することもあります。

次の議題であります、市場の環境整備とIPO企業への期待、東証様に求めることについてお話をいたします。

まずIRの質やマネジメントの質について重視をしています。これはIPO企業だから、上場してすぐだからということはいりません。上場を選択されるからには上場企業と同様のレベルを求めさせていただき、きちんと機関投資家と話せるようになっていただきたいと思いますと考えております。説明責任と対話の重要性という点があります。

また先ほど竹本様のご議論で、会計士の方がCFOになるケースが多いとの

ご指摘がありましたが、審査対応だけの取締役ではなく、企業価値を考える取締役会の構造を求めています。取締役会には「資本コストや株価を意識した経営」という責任がございますので、きちんと企業価値、株式価値を考え向上できる方が取締役会には必要であると考えております。

我々は長期的観点で投資を行いますので、そのために企業には三つのクオリティを求めています。それは企業の事業ポートフォリオのクオリティ、マネジメントのクオリティ、そしてガバナンスのクオリティを重視しています。

今までの議論にもありましたが、東証様に求めるものとしては、IPO準備企業向けのレクチャーの機会です。それは、開示・ガバナンス設計の事例の共有等も含めお願いしたいと思います。あとは選択肢の周知があると思います。それはグロース市場に残るという選択肢・MBOやダイベストメントなどの出口の選択肢も同様だと思います。

また、投資家との対話の場の提供です。色々と制約もあるので簡単に投資家にアクセスできない部分もあるかもしれませんが、それぞれの企業の規定、ラザードを含む投資家の各拠点・地域に係るコンプライアンスの規定もありますが、ぜひ機会を作って投資家と対話をしていただきたいと思います。投資家との対話費用はゼロ円で、経営へのアドバイスも多く得られると思います。我々投資家は多くの企業と対話をしていますので、様々な観点を共有できると思います。ぜひ投資家と話してほしいと思っております。投資家にはよく「セイム・ボート」という表現が使われます。本当に投資をしたい企業に対して、様々な観点から、深く分析をしています。そのような知見をシェアできる機会だと思いますし、色々な形で、様々な角度からレクチャーもさせていただいております。

今回、PRI署名機関投資家の観点から投資行動の考えもご共有しようと思いましたが、本日はお時間も迫っていますので、私の話はこちらで終わりにしたいと思います。ありがとうございました。

【村上氏】

シニフィアンの上村です。よろしくお願いします。

私自身、ゴールドマン・サックスに15年在籍した後、シニフィアンを立ち上げて10年目となります。本日改めて感じたのは、ゴールドマン・サックスをはじめとするプロフェッショナルな市場参加者の存在感の高さと、この10年で市場の認識が大きく進化したことです。私が10年前から一貫して主張してきた「未上場からPost-IPOにおける経営基盤・ガバナンスの重要性」や「ファイナンスと事業の歪み」といった課題が、現在では企業側の皆様から自発的に、かつリアルな実体験として語られるようになったことに深い感

銘を受けております。

第1回の検討会でお話しした視点との重複は避け、また企業側の個別の現場課題については既に多くの方々からご指摘いただいているため、私からは優先度を下げさせていただきます。本日はむしろ、その背景を踏まえた提言や制度・仕組み側の改革を中心にコメントしたいと思います。

IPOはレイトステージにおける「選択肢の一つ」に過ぎない一方で、重要な選択肢の一つでもあります。今回の提言はグロース市場の存在意義を否定するものではなく、レイトステージの選択肢を維持し、市場として「グロース」というブランドをいかに高めていくかという方向性に資する提案です。そして、そのすべての中心にあるのは、持続的な企業価値向上に向けて、取締役会を中心とした会社側の『意思決定』の質をいかに高めるかという点にあります。

グロース市場の最大の課題は、IPOが「機関投資家の視点でパブリック市場の投資対象の1社に加えたい水準か」というチェックが十分に働いていない点にあると考えます。特にスモールIPOは、個人投資家への一定規模の販売ができれば実施できてしまう、という側面があります。結果、機関投資家の投資対象という基準が、流動性や成長性、経営ガバナンスの観点で十分に満たせていないケースが存在してしまうのだと思います。

未上場期にプロ投資家（VC等）が取ったリスクを、スモールIPOを通じて単に個人投資家へ付け替えているに過ぎないという批判を直視すべきです。ポストIPOスタートアップとして、上場後に大きな成長を実現する企業は存在しますし、それは一つの成長のパスであり続けると思います。規模の差こそあれ、一部の米国の巨大テック企業は上場後に極めて大きな成長を実現しています。

認識しておくべきは、持続的な成長の過程においては、間違いなく機関投資家からの大きな資金流入が伴うということです。この株主構造を入れ替える「資本のバトンタッチ」が不可欠であり、IPO時点でその蓋然性が一定認められるのか、プロセス的に担保する必要があると考えています。

あくまで一案ではありますが、主幹事証券会社のチェックのもと機関投資家からの需要が短中期でどの程度想定されるのか、議論し検証するプロセスが何らか担保できないか。関連して「機関投資家のオフアリングサイズ基準の創設」や機関投資家需要の事前確認を実質的に確認するプロセスが設計できないか。このような検討は一考に値するように思います。

実際には会社側が依頼しても証券会社は需要見通しなどを提示したり議論することを嫌う背景もあります。結果として、上場後のリアルを経営の意思決定

に十分にフィードバックできていない点も課題に感じています。

加えて、後段でも提言するような成長に必要な「アセット」を確認するという観点も重要に感じています。

上場企業の取締役会が十分に機能しておらず、IPOかM&Aかという重要戦略の比較検討がなされないまま、契約上の努力義務や創業社長の意志として「IPOありき」で進む実態も散見されます。証券会社、東証、機関投資家、監査法人等から出されたIPO検討に関連する、会社の実力、バリュエーションや体制面に関するシビアな課題が取締役会に十分にフィードバックされていないケースが多いと感じています。

また、ファンド満期を迎えLPヘリターンを返す義務を負うVCと創業社長のIPOへの強い意志が、会社の企業価値最大化を目指す取締役会の間で構造的な利益相反が生じ、形式的な「IPO努力義務」が無理な早期スモールIPOを誘発している背景もあります。

機関投資家が参入できない小規模・低流動性のまま、消去法的にIPOする意思決定を構造的に防ぎ、M&Aや未上場での成長継続を促す他の選択肢と比較検討できる素地を整える必要があると思います。

米国等のプラクティスも参考に、Exitの意思決定においては利害関係のない独立取締役や特別委員会の対応実務を、どのように日本にも取り入れていくか検討余地があるように思います。主要ステークホルダーからのシビアなフィードバックを取締役会に共有した上で、「なぜ他の選択肢ではなくIPOなのか」を客観的に比較検討した経緯を取締役会議事録として明確に記録・審査対象とするプラクティスをコード化し、上場時の審査対象に加えることも一案かと思います。本来は取締役の善管注意義務の範囲ですが、実効性を担保する必要があるのではないのでしょうか。

IPOを起業家の私物化の延長とさせない、もしくは非連続に経営体制等をアップデートしていくためにも、米国で実装されている「リバースベスティング」等も検討に値すると思います。また、税制面の整備も合わせて重要になると思います。資本政策や経営ガバナンスの再構築のボトルネック解消をスムーズに行える制度面の整備が重要かと思います。

LPガバナンスの観点からGPに「IPOに依存しないExit」、すなわちIRR等、投資回収の規律、それに資する意思決定規律を正当評価する実務が確立されていくことが必要かと思います。ファンドガバナンスの観点でも、ファンド満期の長期化の方向性だけに依存するのは危険であり、健全な新陳代謝を促す意味でも重要性が高いのではないのでしょうか。同時に選択肢を確保する制度整備も重要で、セカンダリー、M&A、リキャップ、コンティニューエー

ション・ファンドの法務・税制整備、M&Aを阻害しない実効的ドラッグアロ
ングのひな型整備や、特定株主の拒否権に関する実務を業界全体で整えていく
必要があろうかと思います。

現在の上場審査は、申請時点の形式基準をギリギリクリアすることや「守り
の内部統制チェック」に終始しているという批判も存在します。しかし、企業
の成長は一直線ではなく、必ず壁にぶつかります。真に問われるべきは、将来
の成長、すなわち将来のリターンにつながる「蓄積されたアセット」が存在す
るか。また、上場後にトラブルや環境変化に直面した際にも自ら経営体制をア
ップデートしていける「未来に向けた仕組み」があるか否かが重要だと思いま
す。ただ、現状その観点で外部チェックする仕組みが審査プロセスだけでは十
分ではないと考えています。

審査において単年度のPLスナップショットを見るのではなく、財務ベース
（受注残高や契約資産等）および非財務ベース（先回り投資された「組織力」
「経営体制」、リスクテイクを支える「取締役会体制」）の、将来の成長を裏付
ける「アセット」がどれだけ蓄積されているかも評価していくべきです。難し
いように感じるかもしれませんが、機関投資家の投資対象たり得るのかを、そ
のゲートキーパーとして証券会社等がより責任を持って担っていくことかと思
います。

過去実績を見る審査から、創業社長を中心とした経営体制の評価、またその
体制を持続的にアップデートし、サクセッションプランしていける素地と仕組
み、そして最も大事なものはその意志とロードマップを有しているか。その重要
性を啓蒙する意味でも、経営の目線を上げ具体的な取り組みを後押ししていく
意味でも、審査対象に加えることの意義は大きいと考えます。

米国SECの開示主義と比較すると、日本の証券引受審査は形式的、また短
期予実の必達に過度に偏重しているという批判も存在します。金融庁および日
本証券業協会を巻き込み、証券会社と東証の審査目線を一致させつつ、脱形式
基準の質的担保をどのように図っていくのか、審査体系のパラダイムシフトを
検討すべきではないでしょうか。

最終的に問われるのは、単なるIPO時の時価総額や件数といった表面的な
指標ではありません。

グロース市場が質の高い成長が正当に評価される市場という『ブランド』を
確立・維持できて初めて、上場する意義が明確になり、国内外の質の高い機関
投資家が呼び込まれ、今後上場を目指す未上場企業の目線や経営基盤が底上げ
される健全なサイクルが回り始めます。

未上場企業がパブリック市場の荒波を乗り越え、上場後も適切にリスクを取って持続的に企業価値を高めていけるよう、市場の入り口において、成長に必要なアセットの評価、IPO以外の選択肢を含めてフラットに比較検討できる取締役会機能の高度化、上場審査のパラダイムシフトの3つの観点を整備し、レベルアップすることが本質かと思います。それこそが、企業成長に直接影響する経営の『意思決定』の質を高めていく方向性であると考え、提案いたします。

【渡邊部長】

ありがとうございました。

それでは、お時間も超過しておりますので、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。

次回以降の開催日程は未定でございますが、本日のご意見や前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えます。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、以上を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。