

DUAL BRIDGE CAPITAL

グロース市場の発展に向けた検討会（第2回）説明資料

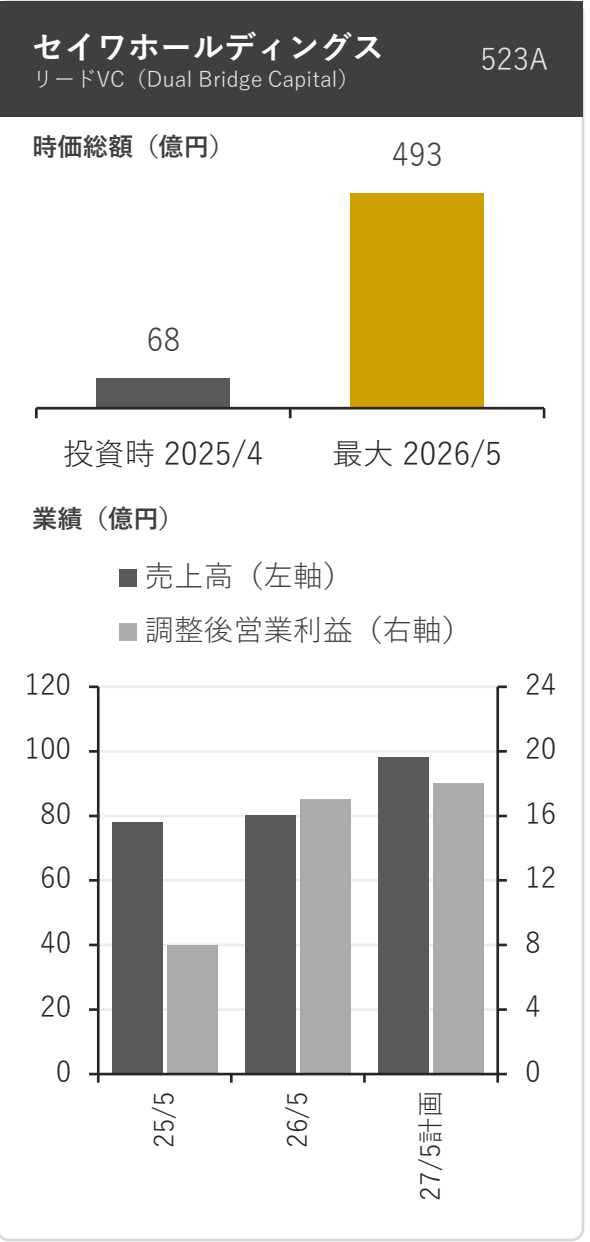
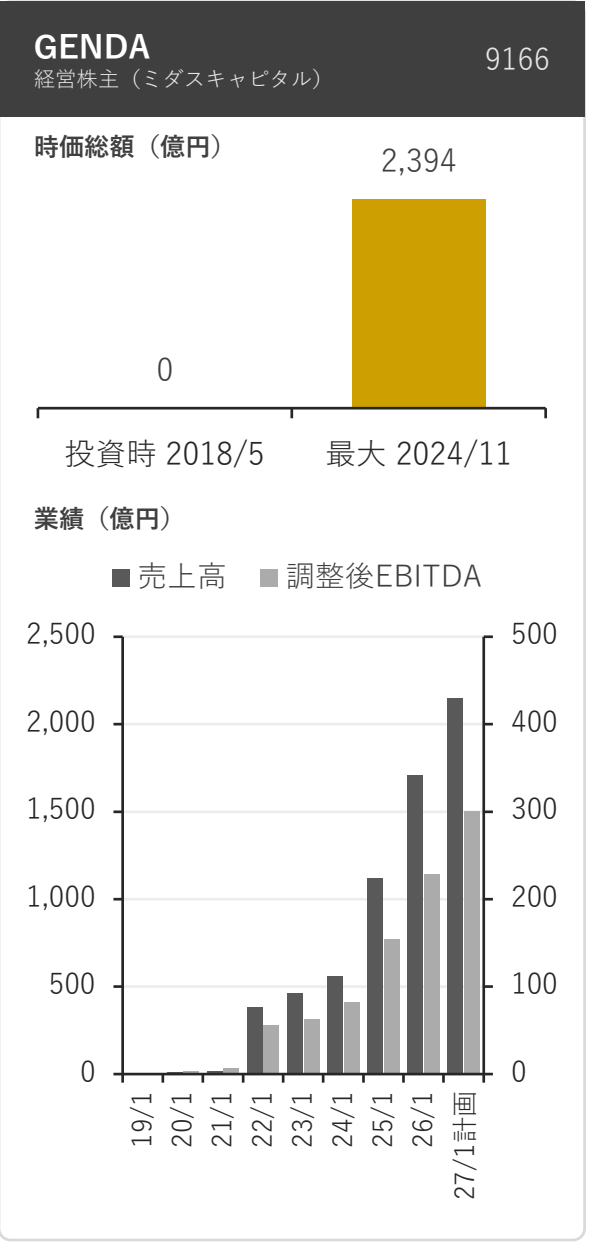
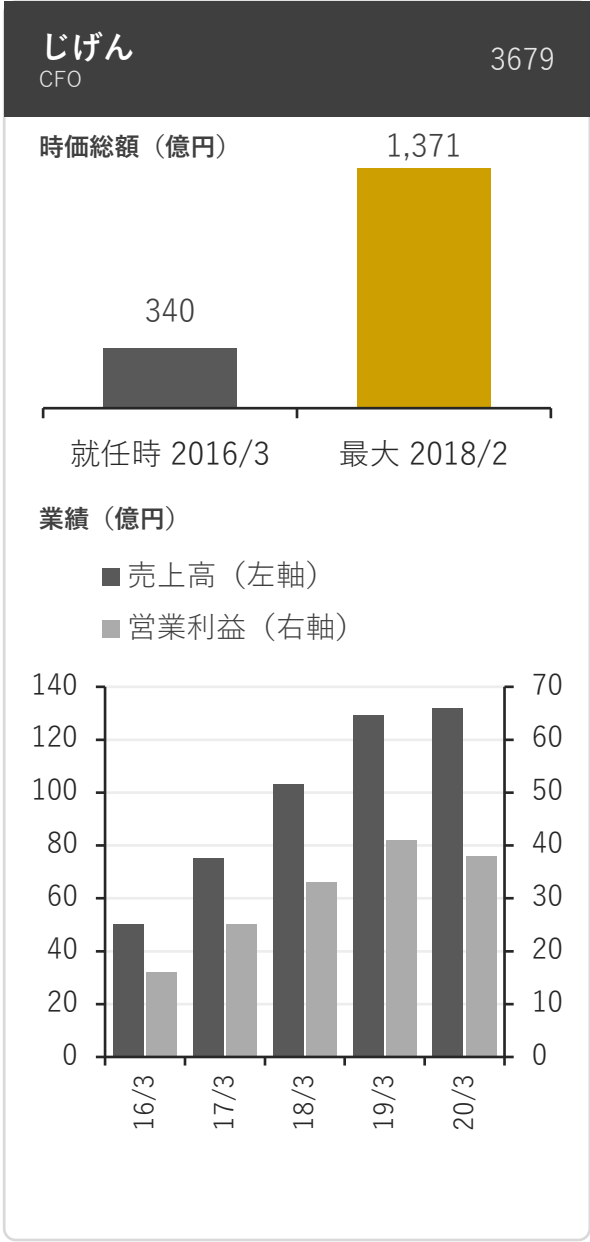
株式会社Dual Bridge Capital

代表パートナー

寺田 修輔

2026年9月16日

主なPre/Post IPOステージ グロース企業の経営・投資実績



1. IPOはファイナンス手段であり、「より大きくなってからの上場」を目的化すべきではない

- IPOは成長に必要な資金を調達するためのファイナンスイベントの一つである。エクイティによる資金需要があり、株式市場からの調達が合理的である企業は、積極的にIPOを選択すべきと考える。
- 新規上場審査には相応の時間と経営資源を要するほか、新規上場時には、上場後には通常問題とならない事項についても審査・確認が必要となる。このため上場準備期間中には、成長企業が機動的に実行する必要があるコーポレートアクションが事実上制約される場面が少なくない。また、上場を先延ばしにする間に、事業領域、子会社、関連当事者、資本政策等が複雑化すれば、将来の新規上場時に確認・説明すべき論点も増加する。すなわち、上場を先延ばしにすることは、将来の新規上場審査を複雑化させ、結果としてIPOという選択肢そのものを狭める可能性がある。**一定の上場適格性を有する企業にとっては、早期に上場を完了させ、その後は上場会社として必要なコーポレートアクションを機動的に実行する方が合理的な場合が多い。**
- 「上場すると会社の成長が止まる」「上場すると投資ができなくなる」との声もあるが、上場後も、合理的な成長投資であれば適切なコミュニケーションを前提として資本市場からは許容される。「**未上場企業にはできるが上場企業にはできない**」経営施策は実際には限定的であり、むしろ流動性のある有価証券により、資金調達、M&A、人材採用等の選択肢は拡大する。
- 「十分に経営の質と規模を高めてから上場すべき」との考え方もある。しかし日本の未上場市場では、投資リターンのみを目的としない事業会社投資家の存在感が大きく、未上場段階のバリュエーションが必ずしも上場市場と同一の経済合理性によっては形成されていない。**未上場期間を長期化させることで企業の質が高まるとは限らず、一定の事業基盤を備えた企業については、早期に公開市場へ移行し、経済的リターンを重視する投資家から継続的な評価を受けることにも意義がある。**
- 発行体の資本政策の観点から上場しない方が合理的な場合はある。典型例は、フリーキャッシュフローが赤字であり、かつ時価総額が小さい企業である。株式の流動性や発行条件等の問題から、上場後の方がエクイティファイナンスを実施しにくくなる可能性がある。VC等から継続的な資金供給を受けられるのであれば、未上場を維持する方が合理的なことが多い。したがって、全ての企業に早期上場を求めるものではない。しかしいずれにしても、**一定の事業基盤と資本市場からの資金調達能力を有する企業について、「より大きくなってから上場すること」自体を政策目的とすることには慎重であるべきと考える。**

2. グロース市場は「玉石混合」を前提とし、個社の企業価値向上の責任は役職員と株主が担うべきである

- グロース市場全体を一つの投資対象として継続的に投資する市場参加者は限定的である。実際の投資家は、個別企業の事業内容、経営陣、成長率、資本効率、バリュエーション等を評価して投資判断を行う。このため、「**グロース市場全体の魅力を高める**」という目標を設定すると、**個々の企業の企業価値向上との因果関係が不明確な総花的な施策に議論が向かいやすい**。
- グロース市場は、本来的に玉石混合の市場である。上場後に時価総額を飛躍的に向上させる企業が存在する一方、成長が停滞する企業も相当数存在する。これは、将来の成長可能性が高い一方で不確実性も高い企業を広く受け入れる以上、必然的に生じる結果である。**投資家、発行体、証券会社、取引所及び行政が、この前提を共有することが重要である**。
- 成長しない企業については、それを市場の一部として許容するか、そもそも資本市場への参入を認めないかのいずれかとなる。しかし、**どの企業が将来大きく成長するかを上場時点で正確に判別することはできない**。入口を狭くすれば、成長しない企業を減らせる一方、将来の大型成長企業まで排除することになる。この観点では、昨今、証券会社においてIPOの主幹事引受けに際して求める時価総額の水準が大幅に引き上げられていることには留意が必要である。取引所が新規上場の間口を広く維持しても、実務上の引受基準によって上場可能な企業が大幅に限定されれば、結果として入口を狭めることになる。
- いずれにしても、**グロース市場については入口を相応に広く維持し、その後の企業間の大きなパフォーマンス格差を許容する方が合理的である**。投資対象として魅力の乏しい企業について、投資家は投資しなければよい。逆に、グロース市場においても継続的にEPSを成長させている企業には相応のバリュエーションが付与されており、個別企業単位では価格発見機能が働いている。
- 個別企業の業績や企業価値を成長させることができるのは、資金やキャリアを投じ、企業価値と利害を直接共有する役職員と株主であり、その成否は究極的にはこれら当事者の能力と意思決定の質に依存する。取引所や行政による制度や環境の整備は重要である一方、個別企業と直接的に利害を共有しない外部主体による支援が、競争優位性や経営能力そのものを高める効果には自ずと限界がある。したがって、**個社の成長については、外部からの働きかけに過度に期待するのではなく、役職員と株主が自ら経営能力、事業競争力及び資本配分能力を高め、その結果について市場から評価を受けることを基本とすべきである**。

3. 市場の新陳代謝を促し、経営人材・資本を次の成長企業へ循環させるべきである

- グロース市場における重要な課題は、上場企業全体を均一に成長させることではなく、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である。そのためには、グロース市場においては、新規上場の間口を広く維持する一方、上場後に十分な成長を実現できない企業には新陳代謝を促すことが重要である。どれほど優秀な経営陣であっても、事業構造や市場環境の制約から成長余地が限定されることはある。こうした企業がM&A、非公開化等を選択し、そこで生まれた**経営人材、経験及び資本が次の成長企業や新たな起業へ向かうことは、スタートアップ・エコシステム全体の発展にも資する。**
- この観点からは、グロース市場の上場維持基準を実効性のあるものとする必要がある。現行制度においては、グロース市場の維持基準に抵触する企業であっても、市場区分変更や他取引所への上場等によって上場を継続する余地があり、企業の新陳代謝を促すという制度趣旨が十分に実現されない可能性がある。新規上場基準を過度に引き上げるのではなく、入口は広く維持した上で、上場後の退出基準をより実効的に運用する方が、成長企業を対象とする市場として合理的である。
- 市場からの退出を失敗として捉える必要はない。起業、組織構築、資金調達、M&A、IPO等を経験した経営者が、M&A等を契機として再び起業することで、一周目の経験を次の企業経営に活用できる。実際、若くして事業売却を経験した起業家が、二度目、三度目の起業では創業時からM&Aを中心とする高度なコーポレートアクションを経営戦略に組み込む例も増えている。**市場の新陳代謝を高め、こうした連続起業家を増やすことは、少数の卓越したグロース企業を生み出す上でも重要である。**
- 政策資金についても同様に、資本の新陳代謝と再配分を重視すべきである。経済産業省資料によれば、2022年の国内VCファンドへの資金供給のうち政府系機関は12.5%を占める。こうした資金については、ファンド数やスタートアップへの資金供給総額を増やすことに加えて、資本配分の質も重要である。具体的には、供給総額やファンド数の拡大のみならず、自ら上場企業を経営して企業価値を大きく向上させた経験を持つ人材、複数の投資先をIPO後も含めて成長させた実績を持つGP、M&Aや資本政策を通じた非連続成長を実現した経験を持つGP等への配分を厚くすることも考えられる。