

スタートアップ・ファイナンス研究会 (事務局説明資料)

2023年12月5日

経済産業政策局 産業資金課

目次

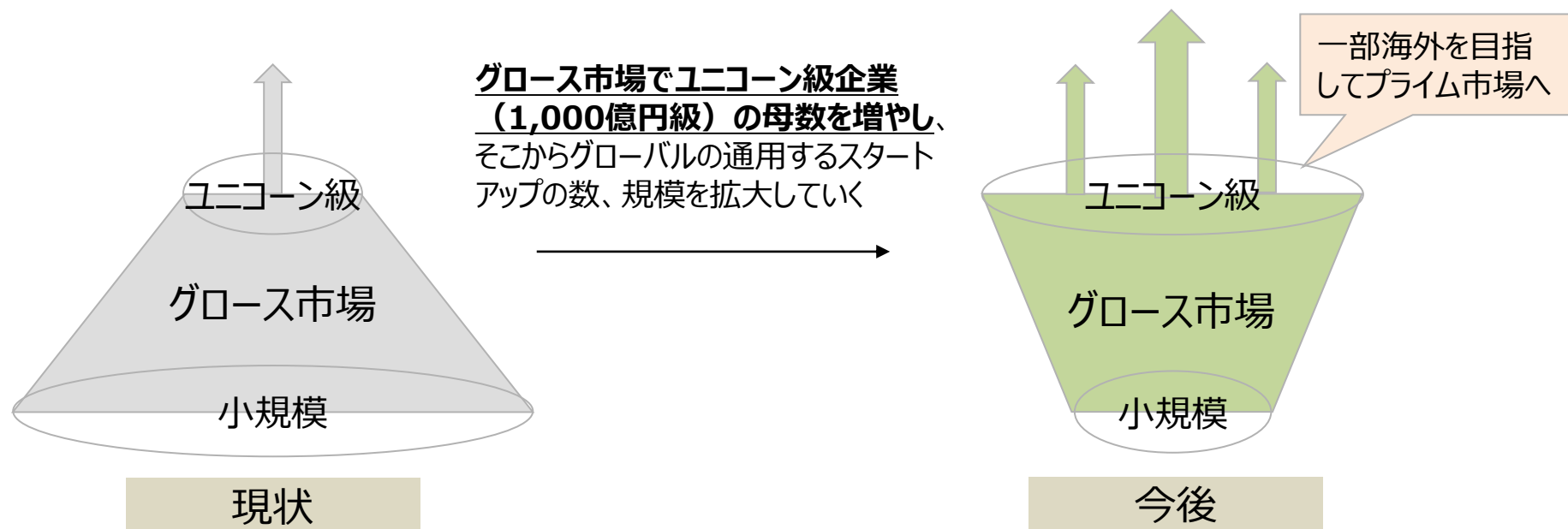
1. 問題意識・グロース市場を取り巻く現状

2. グロース市場の課題

3. 議論の方向性

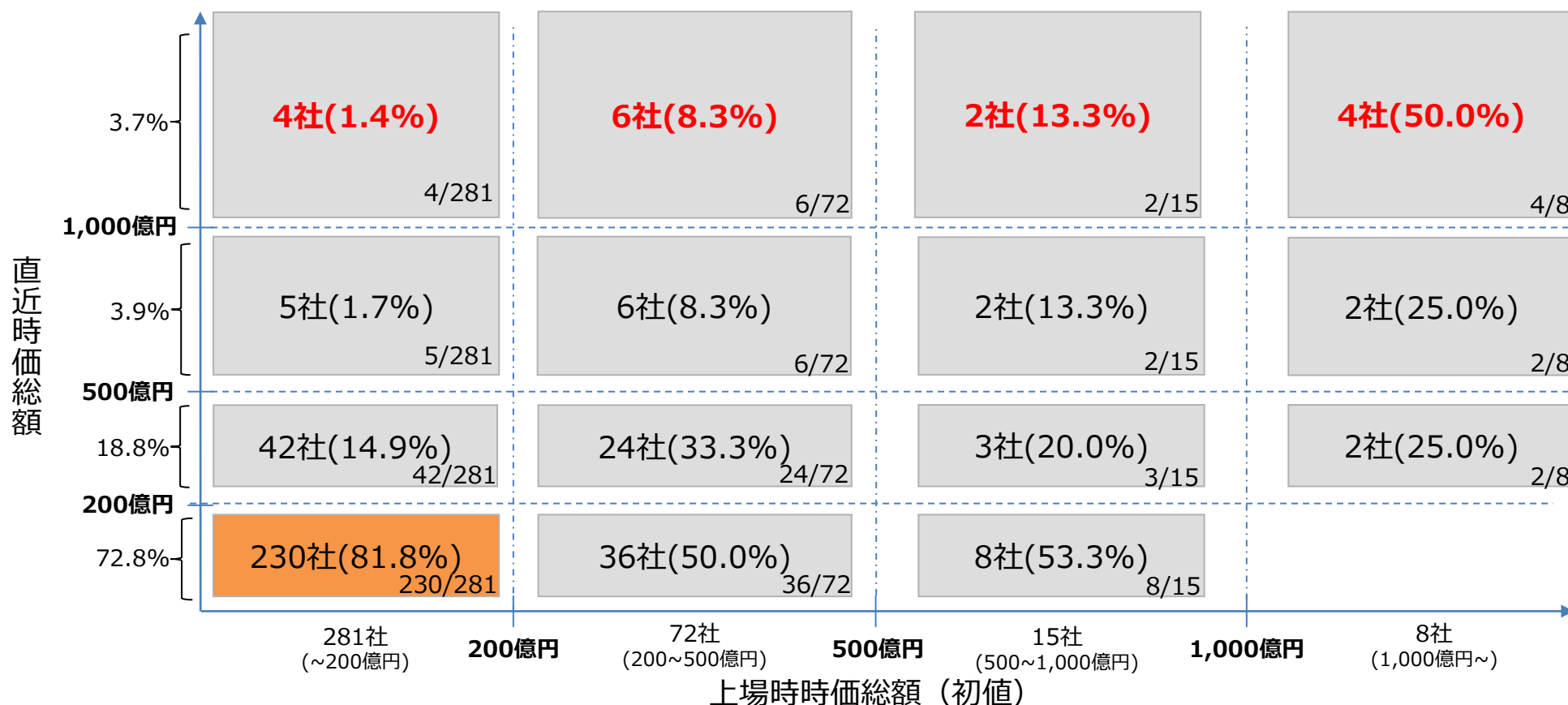
4. ご議論いただきたい事項

- スタートアップにとって上場市場は、市場区分に応じて多くの投資家からの資金調達を通じて更なる成長を図る場であり、比較的早期に上場するスタートアップが多い中で、スタートアップの上場後の成長が重要となる。
- この点、グロース市場は、海外におけるレイターステージを代替しており、上場企業をユニコーン級（時価総額1,000億円前後）まで引き上げることが期待されている。プライム市場は、グロース市場又は未上場市場で大きく成長したスタートアップが、グローバルで通用する企業へと成長する場を提供することが求められる。
- 一方、グロース市場では、上場後小規模でとどまる企業が多く、ユニコーン級企業への成長事例が限定的。
- よって今回は、グローバルに通用するスタートアップを生み出す土台として、グロース市場において多数のユニコーン級企業を創出できるようなマーケットの在り方を検討していく。



- 上場後に大きな成長を遂げている企業の割合は低い。中でも、上場時の規模が小さいほど1,000億円級に成長する企業の割合は低い（例えば、下記データで、上場時時価総額が200億円以下の企業281社の内、直近時価総額が1,000億円まで成長した企業は4社（1.4%））。
- 社数は限定的ではあるが、小規模上場後に大きく成長する企業も存在（その多くはプライム市場に移行）。

グロース市場上場企業の上場時/直近時価総額の状況



注：上記表では、2014年から2020年にかけてグロース市場に上場した企業のうち、現在も（市場を問わず）上場している企業を抽出。直近時価総額は概ね23/9末。

赤字下線企業は現在プライム市場に市場移行している企業。%は小数点第二位以下切り捨て。

一部の成長事例（株式会社SHIFT）

問題意識

- 小規模上場以降、安定したキャッシュフローを構築するとともに、徹底的なIRに取り組み株価を向上。
- 時価総額上昇後は株式発行とM&Aの積極的な活用によって企業価値を飛躍的に向上させた。

SHIFTの時価総額変遷

※時価総額は、各年度末実績を記載

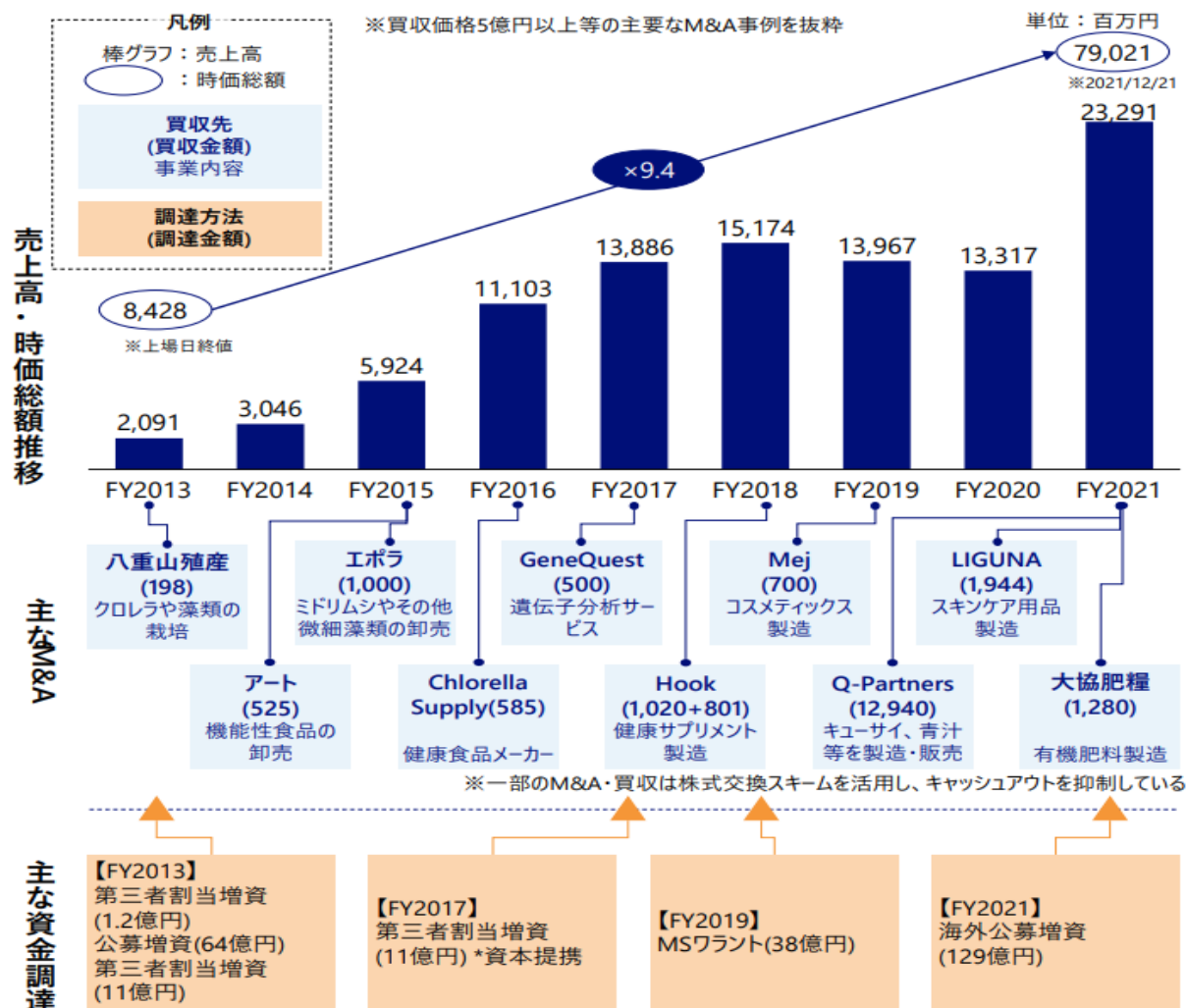
SHIFT



一部の成長事例（株式会社ユーグレナ）

問題意識

- 継続した成長投資のため、市場環境や事業環境に応じて適切なファイナンスを不断に実行。海外公募増資も織り交ぜながら積極的なM&Aによって成長。



目次

1. 問題意識・グロース市場を取り巻く現状

2. グロース市場の課題

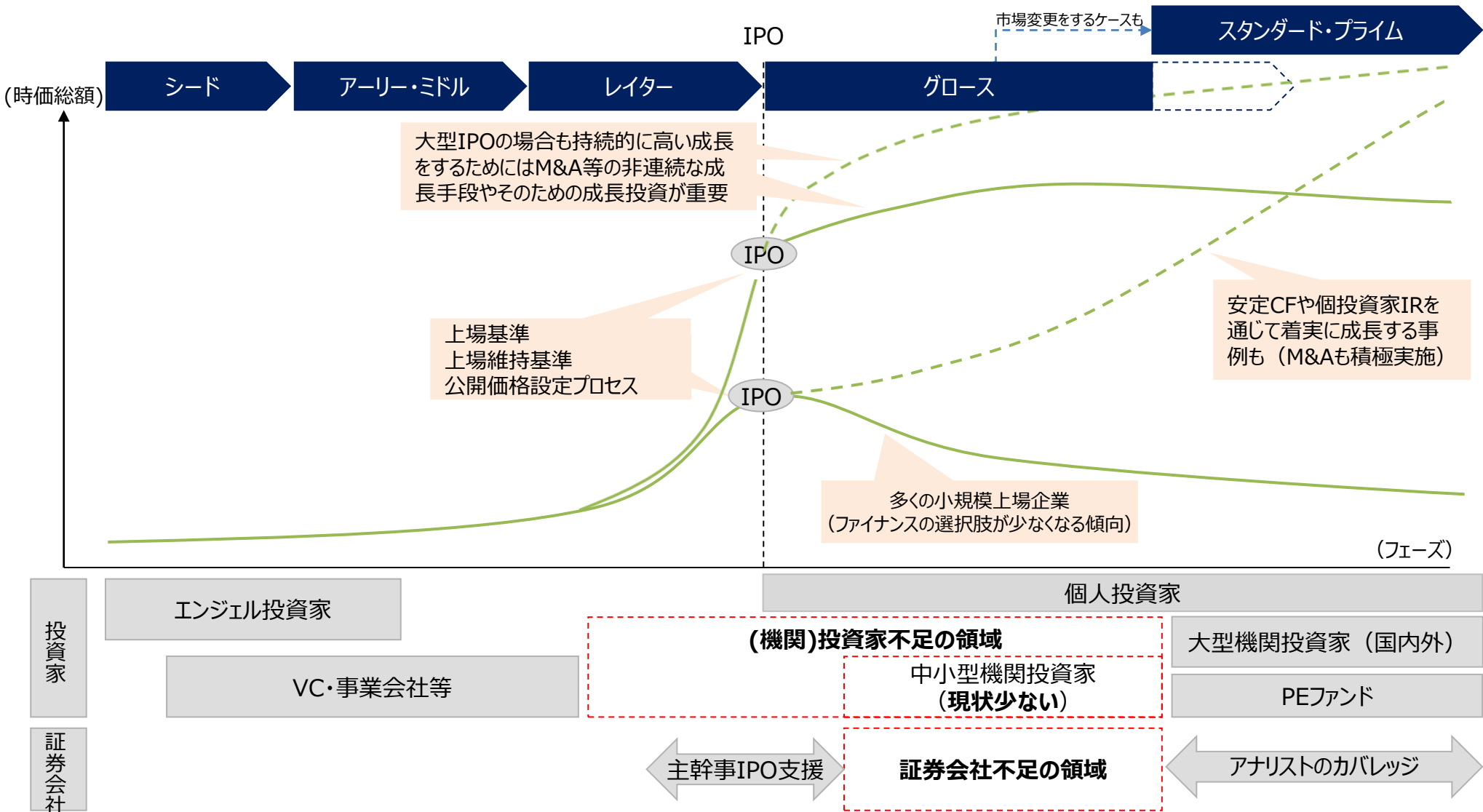
3. 議論の方向性

4. ご議論いただきたい事項

課題の全体像（マーケット俯瞰）

課題

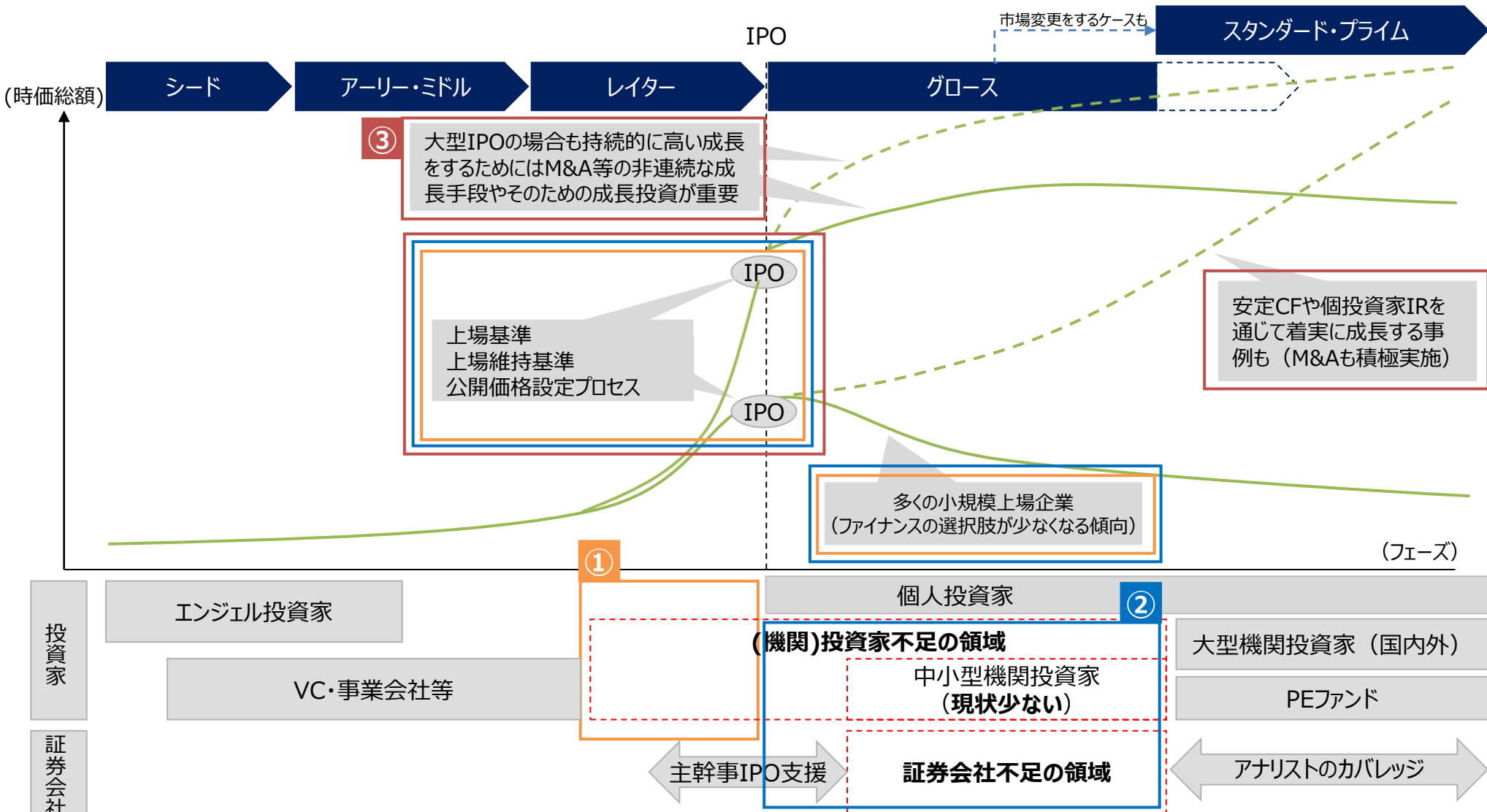
- マーケット全体を俯瞰すると、①未上場市場の投資家の薄さ、②上場市場の投資家の薄さ、③成長投資が行われていないことといった課題が存在（次ページ以降詳述）。



課題の全体像（マーケット俯瞰）

課題

- ①未上場市場の投資家の薄さ、②上場市場の投資家の薄さ、③成長投資が行われていないことといった課題の位置付けは下記の通り。



- グロス市場がユニコーン級企業(時価総額1,000億円前後)の育成市場となる上での課題は、①未上場市場の投資家層が薄いこと、②上場市場の投資家層が薄いこと、③成長投資が行われていないことの三点。

課題	内容
① 未上場市場の投資家の薄さ	- 未上場段階のVC（特にグロス領域）が限定的 - 中小型株を扱う機関投資家、証券会社のカバレッジが限定的 - 未上場段階から上場段階にまたがって投資をおこなうプレイヤーが限定的 ⇒（上記も相まって）小規模上場企業のファイナンスが困難
② 上場市場の投資家の薄さ	- 小規模上場企業は、<u>上場基準が低いこと</u>、<u>ファンド満期を迎えるVCがIPOを求めること等</u>の要因により発生 - 小規模上場であっても成長出来るケースもあるが、<u>公開価格設定プロセス</u>で十分な準備が出来ない場合には、成長が難しくなるケースも
③ 成長投資が行われていない ※大型IPO後であっても成長出来ないケースも存在	- 成長投資のための資金調達がしにくい - 特に、<u>M&A等の非連続な成長投資手段のための資金調達</u>がしにくい （資金があつたとしても）<u>成長投資手段を活用しにくい市場環境</u>が存在 <u>上場維持基準の緩さ</u>により、成長投資が促されていない ⇒上場維持基準の変更等を通じて、 <u>企業の更なる成長</u> 或いは <u>新陳代謝（被M&A）</u> を促されていない

(参考) VCは上場後ロックアップ期間終了後にEXIT

課題

- ロックアップは、期間や価格に制限を設ける方法があるが、日本においてはロックアップ終了後に、VCが株式を売却しEXITするケースもある。他方、米国では、ロックアップ終了後も市場で現金に換金してLPに配るのではなく、株式のまま配る実務も存在する。

ケース①tripla (株)
～180日間のロックアップ～
複数VCがロックアップ解除日以降に売却



出所：Kabutannの情報（2023年3月～6月）を基に経産省加筆

ケース②ビープラッツ (株)
～公開価格（2200円）の1.5倍のロックアップ～
筆頭株主VCがロックアップ解除後に売却



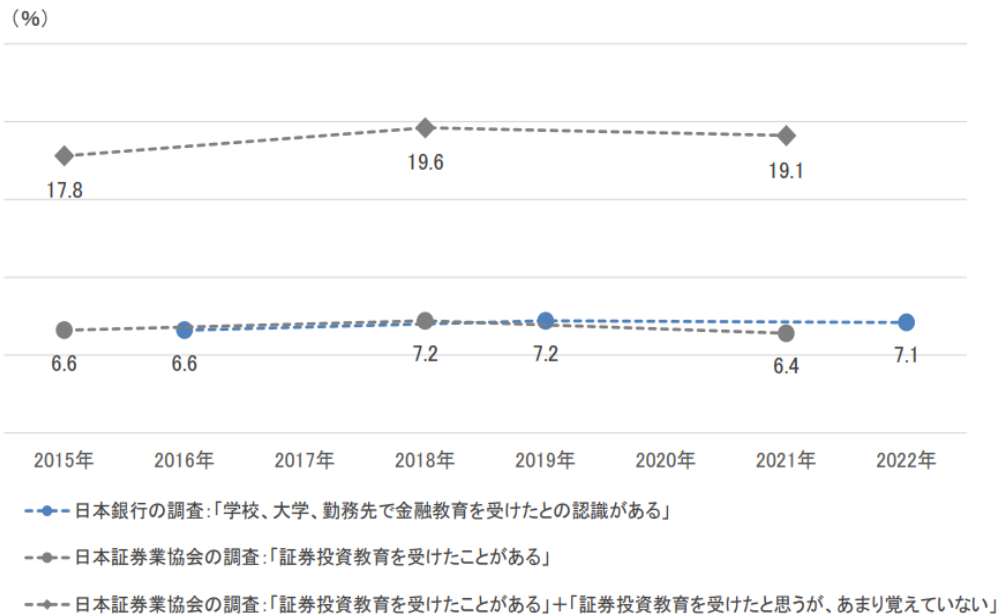
出所：Kabutannの情報（2018年4月～2019年4月）を基に経産省加筆

(参考) 個人投資家のリテラシー

課題

- 政府や金融関係団体等によって、金融経済教育に関する取組が実施されているが、その教育を受けたと認識している個人は7%程度。
- 株式などの金融商品購入時に、その商品性を理解せずに購入する人は一定の割合で存在しており、ファンダメンタルズに基づかない投資を行う個人投資家が一定程度いることが考えられる。

金融経済教育の受講状況

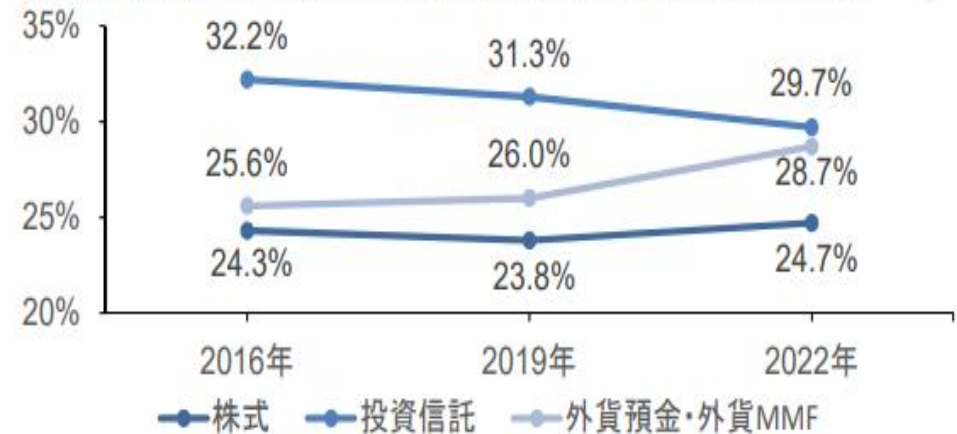


(出典)金融広報中央委員会「金融リテラシー調査(2022年)」、日本証券業協会「2021年度(令和3年)証券投資に関する全国調査」より作成

出所: 金融庁第1回金融審議会 顧客本位タスクフォース資料より抜粋

金融リテラシー調査 (金融広報中央委員会、2022年7月公表)

<金融商品購入者のうち、その商品性を理解せずに購入した人の割合(注)>



(注)各金融商品の購入に際して「商品性については、あまり理解していなかった」「商品性については、理解していなかった」と回答した人の割合を合計。

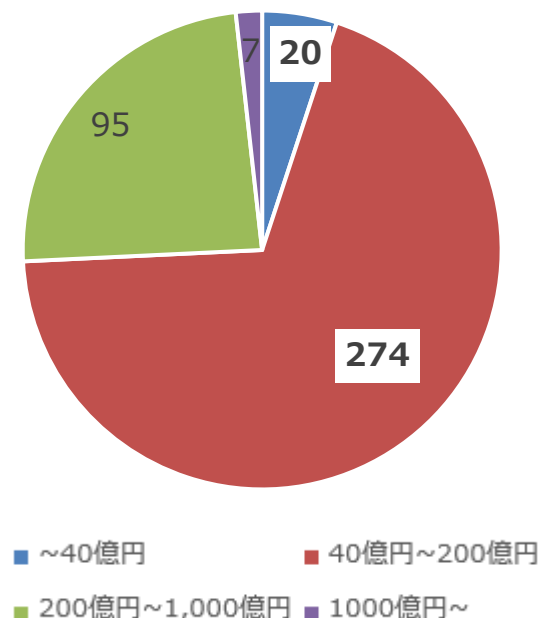
出所: 金融庁第1回金融審議会 顧客本位タスクフォース資料より抜粋

【課題①②】小規模上場企業の置かれる状況

課題

- グロース市場に上場した企業の多くは、**初値時価総額が200億円を下回る水準**となっている。
- 上場後の資金調達手段としては、公募増資、第三者割当、新株予約権等があるが、小規模上場の場合は採算性の観点で証券会社の取り扱いの対象外になる。引き受ける機関投資家がないことで、**公募増資や第三者割当は200億円以下での取り扱いが少ないため、資金調達手段が限定的となる**。よってスタートアップによっては、成長意欲はあるものの資金調達が出来ず、手詰まり状態になるケースも散見される。

グロース市場上場時の初値時価総額



出所：2014年～2020年にグロース市場に上場した企業を集計

小規模上場企業に提案される資金調達手段

	公募増資	CB（第三者割当）	新株予約権
概要	普通株式を発行して、証券会社が引受、投資家に販売 即時の資金調達、資本増強を実現	証券会社对新株予約権を割当 即時の資金調達、転換時に資本増強	証券会社对新株予約権を割当 行使時に資金調達、資本増強を実現
投資家	国内個人投資家 国内外機関投資家に販売されるケースも	比較的自由に設定可能	比較的自由に設定可能
資金使途	日本証券業協会規則で制限	自由度が高い	自由度が高い
株価インパクト	希薄化を嫌う既存株主の空売りが発生	希薄化は他と比較して限定的	希薄化を嫌う既存株主の空売りが発生
評価	一定規模（ヒアリングでは200億円）以下では採算性の観点から証券会社が取り扱わないことが多い。	公募増資と同様に証券会社が取り扱わないことが多く、小規模上場企業には取りにくい。	MSフロント形式になることが大半。小規模でも引き受け手は存在するものの、投資家理解が得にくい、株価の下落につながることから、活用は二の足を踏むスタートアップも多い。

出所：企業へのヒアリングを基に経産省作成

【課題①②】小規模上場企業の置かれる状況

課題

- グロース市場全体の特徴として個人投資家が多いが、小規模上場企業は流通時価総額の観点から多くの機関投資家の投資対象外となる。
- その結果、スタートアップの望む株主構成を構築することが難しくなり、その後の投資家対応も苦慮するケースも存在。

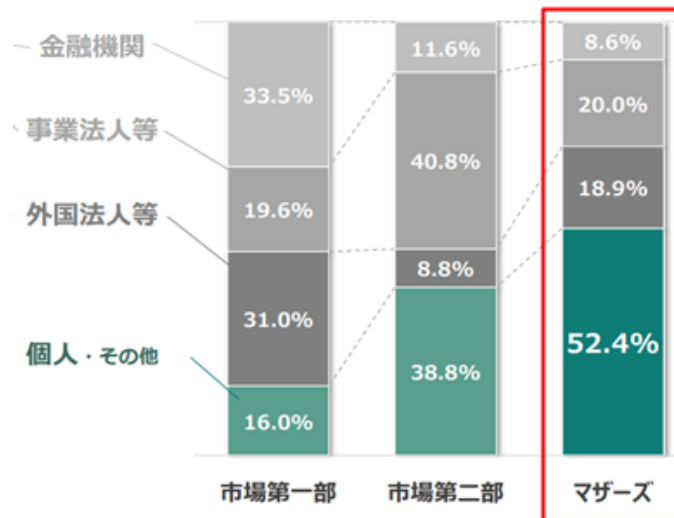
時価総額と投資家の関係性

時価総額フェーズによりターゲット投資家やIRのポイントは異なる

時価総額					
フェーズ		I	II	III	IV
次フェーズへつなぐ 目印となる	流動性	1-3億円/day	3-5億円/day	4-7億円/day	6-10億円/day
	アナリスト カバレッジ	1社	2-3社	3-4社	4-5社
主なターゲット 投資家		- 個人投資家 - 日本：中小型株ファンド	- 日本・欧米：中小型株ファンド - アジア：ヘッジファンド - ファミリーオフィス	- グローバルLong only Fund - グローバル長期保有のヘッジファンド	IIIに加えて グローバルのグロースファンド
次フェーズに 向けた IRのポイント		- 機関投資家に繋げるための適切な株価/流動性担保 - 個人投資家に向けた戦略的なIRコミュニケーション	- 個別面談等を通じた国内外機関投資家との関係構築 - 海外投資家向けの英語IR整備 - 英文レポートを発行するアナリストカバレッジの確保	- 株価を下支えするLong Onlyの呼び込み - IRチームの体制強化	- ヘッジファンド等を巻き込み流動性担保 - 株式分割等による流動性担保

出所：グロース・キャピタル株式会社 (<https://www.gckk.co.jp/>) 資料より抜粋

マザーズ市場の株主分布状況



出所：東証フォローアップ会議（第八回）の資料から抜粋
<https://www.jpx.co.jp/equities/improvements/follow-up/nlsgeu000006gevo-att/cg27su00000012af.pdf>



- 個人投資家はPLを重視しており、先行投資のために赤字を掘ることに理解度が低い。
- リスクへの許容度も限定的であり、対投資家の観点からもM&Aが困難になる。

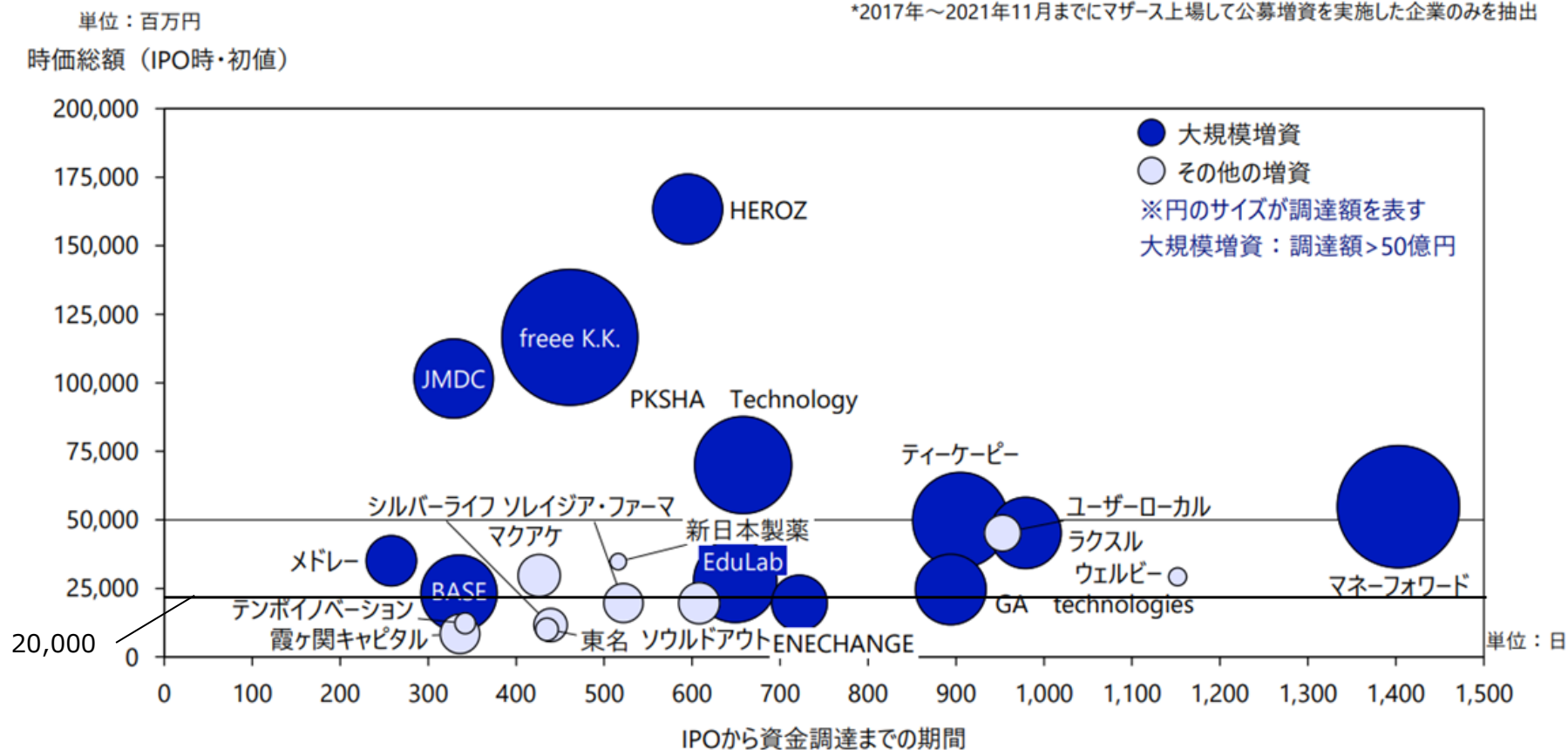
(参考) 上場スタートアップによる公募増資事例

課題

- 大型で上場した企業では、早期の公募増資による大規模調達も比較的容易と考えられる。
- 初値時価総額が200億円以下であった企業の多くは、株価上昇が上昇したタイミングで公募増資を実施。

近年の上場スタートアップによる公募増資

*2017年～2021年11月までにマザーズ上場して公募増資を実施した企業のみを抽出



【課題①②】小規模上場の背景

課題

- 小規模上場の背景としては、①グロース市場の上場基準・上場維持基準が世界と比較しても低水準となっていること、②VCがファンド満期を迎えた際に、売却先候補が少なく定型化もしにくいセカンダリーやM&Aではなく、事例も多く定型化しやすいIPOを選択することが考えられる。

上場維持基準の比較

	市場	流動性	時価総額
東証現	東証一部・二部	数:2,000単位、時価総額:5億、比率:5%	10億
	東証マザーズ	数:1,000単位、時価総額:2.5億、比率:5%	5億
東証新	東証プライム	数:20,000単位、時価総額100億、比率35%	100~285億※
	東証スタンダード	数:2,000単位、時価総額:10億、比率:25%	10~40億※
	東証グロース	数:1,000単位、時価総額:5億、比率:25%	5~20億※ 10年経過後40億
米国市場	NYSE	①株主400人又は②1,200人かつ月間平均 売買高10万株又は③流通株式が60万株	16.5億（1,500万 USD）
	NASDAQ Capital Market	流通時価総額100万\$、流通株式数50万 株	38.5億（3,500万 USD）

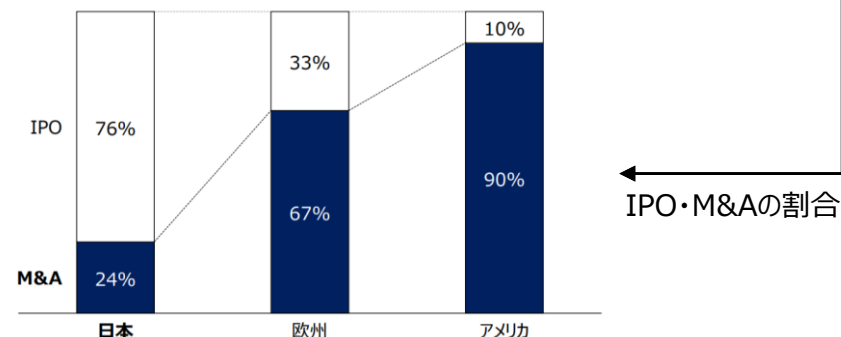
※正確な基準は未公開だが、流通時価総額及び流通株式比率より推定

出所：野村総合研究所「スタートアップによるレイト期・IPOファイナンス等の見直しに係る調査報告書」
より抜粋（https://www.meti.go.jp/meti_lib/report/2021FY/000045.pdf）

VCのEXIT



※ VC投資期間のほかに、税制適格ストックオプションの行使期間が10年であったことも、IPOを迫られる要因となっていたが、令和5年税制改正において、15年に延長。



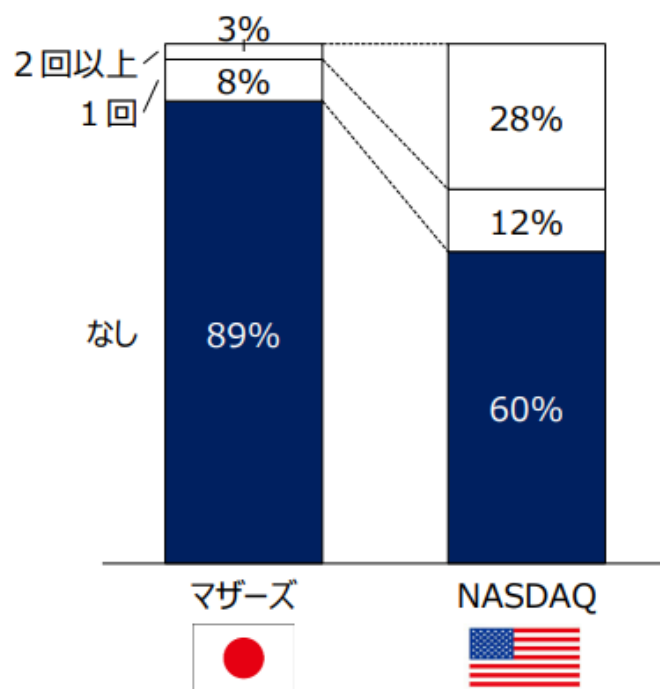
出所：経産省 第四回産業構造審議会 経済産業政策新機軸部会資料より抜粋
（https://www.meti.go.jp/shingikai/sankoshin/shin_kijiku/pdf/004_03_00.pdf）

【課題③】成長投資の環境

課題

- 第三者割当増資や新株予約権では調達金額が少額となることから、研究開発・設備投資・M&A等、大規模な成長投資には公募増資による調達が一般的。しかし、**公募増資を行う企業はグロース市場の中で限定的な状況**。
- その要因としては、**①資金調達の困難さ**、**②投資家の選好**、**③市場制度**があげられる。

上場企業の公募増資・
第三者割当増資の実施回数※1



成長投資が行われない要因

項目	要因となる事項	内容
資金調達の困難さ	公募増資の困難さ	日本においては、資金用途を具体的に開示する必要があり、海外のように一般事業目的とした増資が困難。 海外増資においても、開示コスト等が重く、全プレイヤーが使えるわけでない。
	資金供給の担い手の不足	特に小規模上場企業においては、採算性の観点から公募増資を取り扱う証券会社が見つからず、公募増資を行えないケースがある。
投資家の選好	個人投資家の短期選好性	グロース市場は個人投資家中心となるケースが多く、短期的な利益を求められる。そのため、PLにヒットしない投資しか行えなくなる。
	VCの選好	上場後はVCのようなハンズオン支援の投資家が抜け、成長投資を目的としたエクイティファイナンスの難易度が高い。
市場制度	上場維持基準の緩さ	上場維持基準が低位なため、成長投資を行っていない企業でも市場に残り続けることが出来る。

出所：経産省 第四回産業構造審議会 経済産業政策新機軸部会資料より抜粋
(https://www.meti.go.jp/shingikai/sankoshin/shin_kijiku/pdf/004_03_00.pdf)

*1:2011-2021年の実績。2021年12月17日時点で各市場に上場している企業のうち、2011年以降上場後に公募増資・第三者割当を実施した回数を集計して分類。

出所：企業へのヒアリングを基に経産省作成

【課題③】成長投資の環境

課題

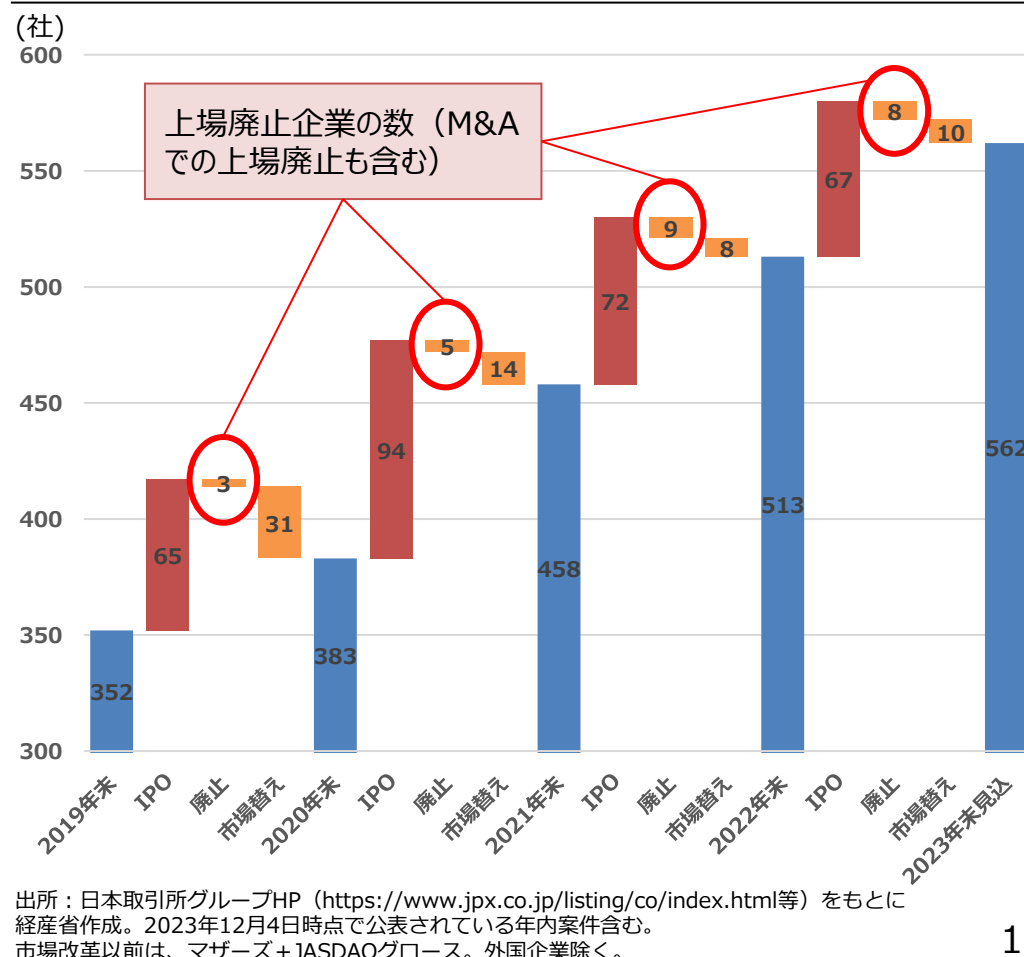
- グロース市場の中で大きく成長している企業の例（例えば、前述のSHIFT・ユグレナ）等のケースにおいては、**成長投資としてM&Aを活用して売り上げ成長、企業価値の向上を果たしている。**
- M&Aの推進にあたっては、前述の成長投資一般の課題に加えて、下記の課題（ルール面）もあげられる。

M&A推進の課題（主にルール面）

項目	課題
上場維持基準	上場維持基準が低位であるため、市場から退出する企業数が少ない。 後述するラクスルの事例のように、上場維持基準を引き上げることで、M&Aの売り弾となる事例もある。
のれん償却の会計規則	M&Aのシナジーが生まれる前からのれん償却費が発生することで利益が押し下げられるため、投資家理解が得にくい。特にスタートアップを買収した際にはのれん償却負担が重くなる傾向。
のれん減損の会計規則	のれんの減損によって純資産が棄損するリスクがあるため、投資家からの理解が得にくい。特にスタートアップを買収した際には高いバリュエーションによって減損可能性が高まる傾向。
M&A目的の公募増資規則	特にM&Aの増資に関しては開示負担等が重いとされる（代替用途等）。

出所：企業へのヒアリングを基に経産省作成

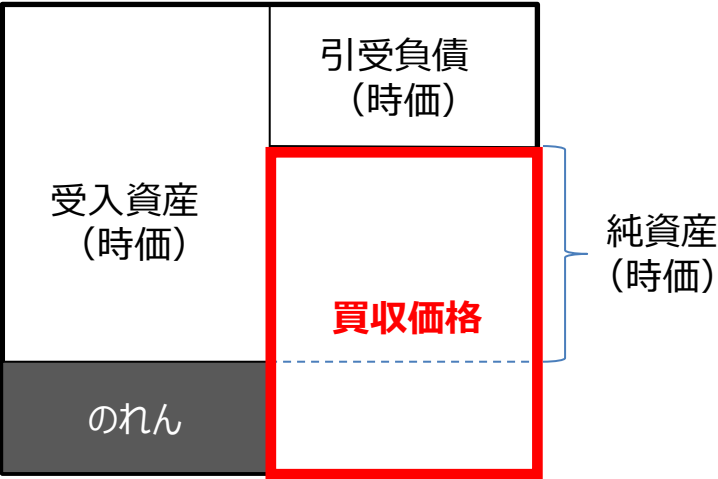
グロース（旧マザーズ）市場からの退出状況



- 「のれん」は、企業の合併・買収時の買収価格と被取得企業の純資産額との差額を指すもの。
- 国内の多くの関係者は、M&A後の適切な業績把握、企業経営の安定及び企業経営への規律付け等の観点から定期的な償却の導入を支持しているが、スタートアップ関係者の間では、のれんの償却費が買収企業の収益を継続的に圧迫することになるため、M&Aを慎重にさせる要因になる、との声が聞かれている。
- また、基本的に高いのれん費用の付くスタートアップを買収する場合には、投資回収できない可能性がある場合に減損対応が必要となるリスクがあるため、ハードルが高いとされている。

のれんとは

買収価格 > 純額



国内外の会計基準におけるのれんの扱い

- 日本の上場企業は、日本基準、IFRS基準、米国基準のいずれかを選択可能だが、IFRS基準等への移行は、負担・準備期間の観点から、中堅企業等にはハードルが高い。

項 目	日本基準 のれん償却	IFRS のれん非償却	米国基準 のれん非償却
会計処理	規則的償却(20年以内) + 減損アプローチ	減損のみアプローチ	減損のみアプローチ
減損テスト	兆候*がある場合実施 *投資回収できない可能性を示唆する 事象や状況変化(継続的な営業 赤字、経営環境の著しい悪化など)	毎年実施	毎年実施



大企業
関係者

- 「償却+減損」の方が、投資額の回収を念頭に、収益・費用・将来の減損リスクを総合的に考慮したマネジメントが行われると考えられ、経営に一定の規律を与える。



スタートアップ
関係者

- 企業イメージや、シナジーなどは、M&Aの後も、価値が維持される場合があるのではないかな。
- のれん償却費が利益を下押しすることは、M&A判断のディスインセンティブとなる。

(参考) M&A目的の資金調達

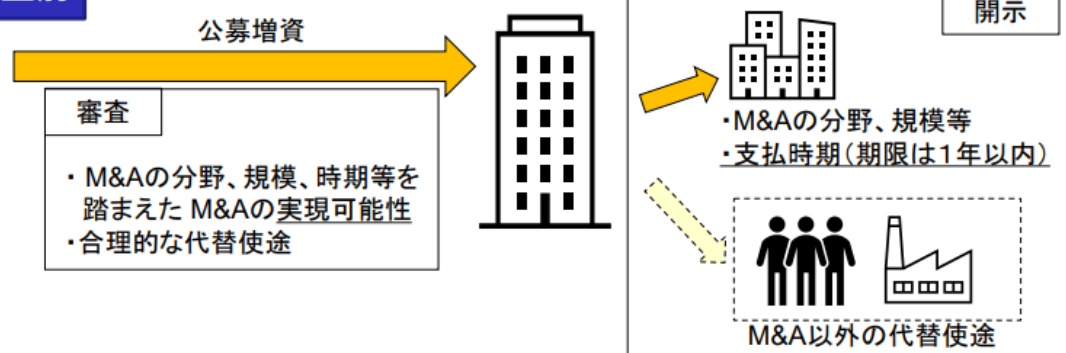
課題

- M&A目的の公募増資規則（日証協規則）は今年度の一部改正され、1年間の充当期限の削除や代替措置として他のM&Aを指定することが可能となる等の変更が加えられた。
- こうした制度改正を踏まえて、今後どの程度M&A目的の資金調達事例が出てくるかを引き続き注視。

M&A目的の公募増資規則（日証協規則）の改正

事業者の声

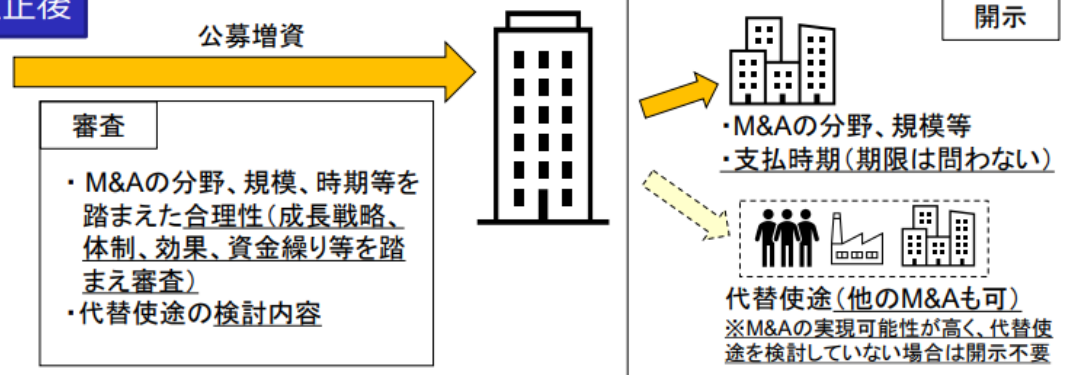
改正前



- ・ 「1年以内」の資金充当期限が削除されることや、代替用途としてM&Aが認められるようになることで、格段に国内での資金調達がやりやすくなるとの認識。

スタートアップ関係者

改正後



スタートアップ関係者

- ・ 代替用途の記載内容については、スタートアップをはじめとする成長企業は、環境変化に合わせて事業方針等を柔軟に変えることで事業成長を図るため、細かい費目や使用年度の明記が求められるのは厳しい。

目次

1. 問題意識・グロース市場を取り巻く現状

2. グロース市場の課題

3. 議論の方向性

4. ご議論いただきたい事項

- 「市場における投資家層の薄さ」と「成長投資が行われにくい環境」という課題解決に向けては、**「投資の担い手拡大・既存投資家の役割拡大」**や**「投資家・発行会社のインセンティブ整備などの市場環境整備」**が重要になるのではないか。（赤枠内の論点について以降で説明）

投資の担い手拡大・既存投資家の役割拡大

未上場プライマリー取引・セカンダリー取引の担い手の拡大

上場後の投資家層の拡大(中小型株を扱う機関投資家層)

証券会社/VCの上場後の役割の変化

等

市場環境整備（ルール関係）

上場基準の見直し

上場維持基準の見直し

M&A（EXIT含む）の普及

M&Aの資金調達の円滑化

公開価格設定プロセスの見直し

等

文化の醸成

上場後の成長に関するスタートアップ向け啓蒙(成功/失敗パターン・M&A等)

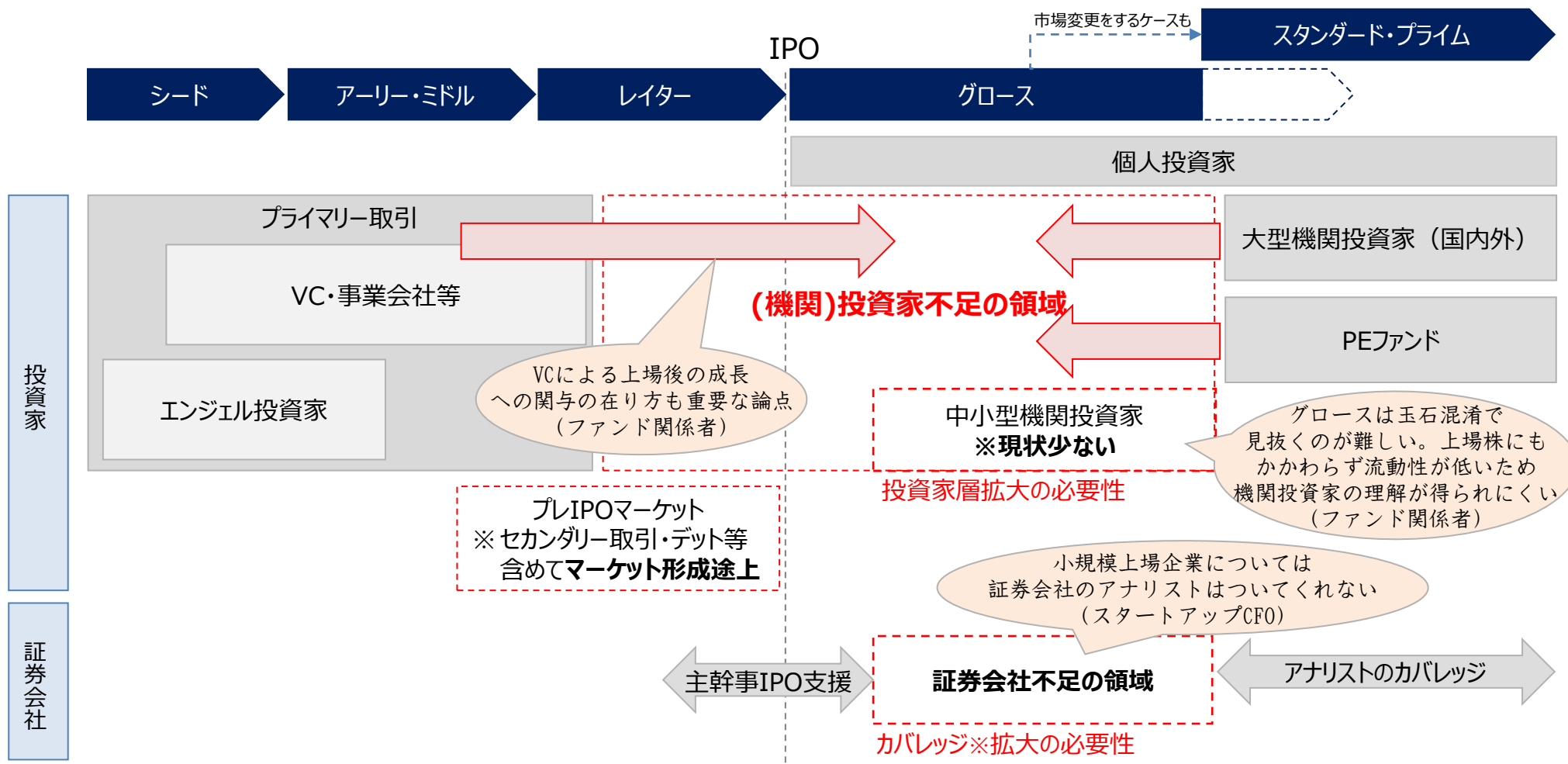
グロース市場の銘柄の個人投資家向け啓蒙

等

①担い手/役割の拡大

議論の方向性

- グロース市場における投資家の担い手・既存投資家の役割は、**現状では一部を除いて限定的**であるとされるが、現状をどのように評価すべきか。また、こうした投資家の担い手や役割を拡大させていくことが必要であるとした場合に、どのような方向性での施策が考えられるか。



②市場環境整備（上場基準はどうあるべきか）

議論の方向性

- 上場基準については、スタートアップが小規模上場する一つの背景であるとされるが、我が国の資本市場においてレイター期以降のファイナンスを支える役割も担っているともされている。小規模上場は、一部の状況（例えば、安定したキャッシュフローがある場合や個人投資家等へのIR体制が強固である等）を除いて、ファイナンスの手段が限られ、成長停滞の一要因になるとされるが、上場基準の在り方についてどのように考えるか。

グロース市場の上場基準

	項目	上場基準
事業計画	時価総額	—
流動性	株主数	150人以上
	流通株式数	1,000単位以上
	流通株式時価総額	5億円以上
	売買高	
ガバナンス	流通株式比率	25%以上

上場基準の考え方

	内容	留意点
メリット	小規模上場企業の減少	小規模上場企業は多くがファイナンス手段が限定的になる等が理由で、成長停滞するケースが多数。
デメリット	スタートアップ（及びその投資家）にとっての出口の減少	前提として未上場市場の層が薄い（プライマリ/セカンダリー）、M&AでのEXITが少ないといった現状では、マーケットへの影響が大。


スタートアップ
関係者

- 上場基準が海外との比較において低すぎていると思っている。上場ゴールになってしまっているのは懸念している。


スタートアップ
関係者

- 上場基準引き上げは現実的な解ではない。ゼロから設計するのであれば可能だが、過去の経緯もあるので、混乱を招いてしまう。

②市場環境整備（上場維持基準はどうあるべきか）

議論の方向性

- 上場維持基準については、関係者からは成長性（時価総額について、**上場後10年経過後40億円以上**）や流動性に関する指標の目線が低いのではないかという声が聞かれている。
- 上場維持基準引き上げによって、例えば、**①上場維持基準前後の企業への成長刺激、②被M&A（大企業/スタートアップ/PEファンド等から）の促進による事業再編等**の効果は想定されるか。

現行の上場維持基準

	項目	上場維持基準
成長性	時価総額	上場10年経過後40億円以上※
流動性	株主数	150人以上
	流通株式数	1,000単位以上
	流通株式時価総額	5億円以上
	売買高	月平均10単位以上
ガバナンス	流通株式比率	25%以上

※1 企業へのヒアリング（経産省実施）によれば、機関投資家（数十億の中小型株を扱う投資家は除く）は、200億円程度の規模がなければ投資を検討するスコープに入りにくいとされる。

上場維持基準変更の効果

効果①：上場維持基準前後の企業への成長刺激

⇒ 維持基準の設定により、対策を検討する企業も増えているという声がある中、**基準の変更によって更に成長に向けた対策を検討する機会**とならないか。



グロース市場の「時価総額10年40億円」の基準でも対策を考える企業は出てきている。例えば、「100億円の時価総額が無いと不安」として、対策を考えようとする企業も多い。

効果②：被M&Aの促進効果

⇒ 上場廃止になるリスクを踏まえて、大企業やメガスタートアップからのM&Aを選ぶ企業が増え、市場全体での事業再編・統合が進むのではないか。



上場しても伸びない場合には、退出や買収されるというのが良しとされても良いのではないか。大企業の受け皿の中だと伸びていける企業もあるはず。



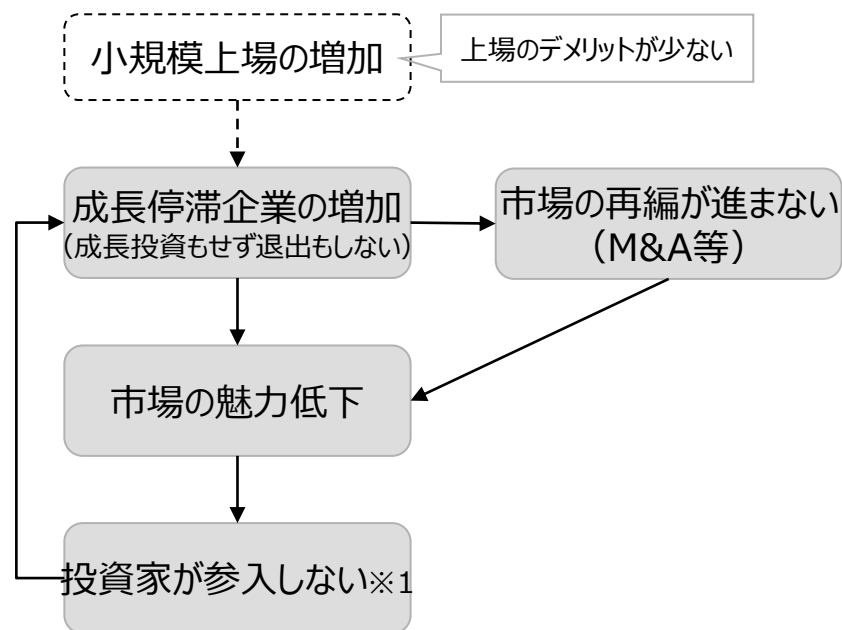
株価が低迷しているときに、上場廃止になる可能性を踏まえると、まともな経営者であれば、少しでもプレミアムを付けて買ってもらった方が良いというインセンティブも働くのではないか。

②市場環境整備（上場維持基準はどうあるべきか）

議論の方向性

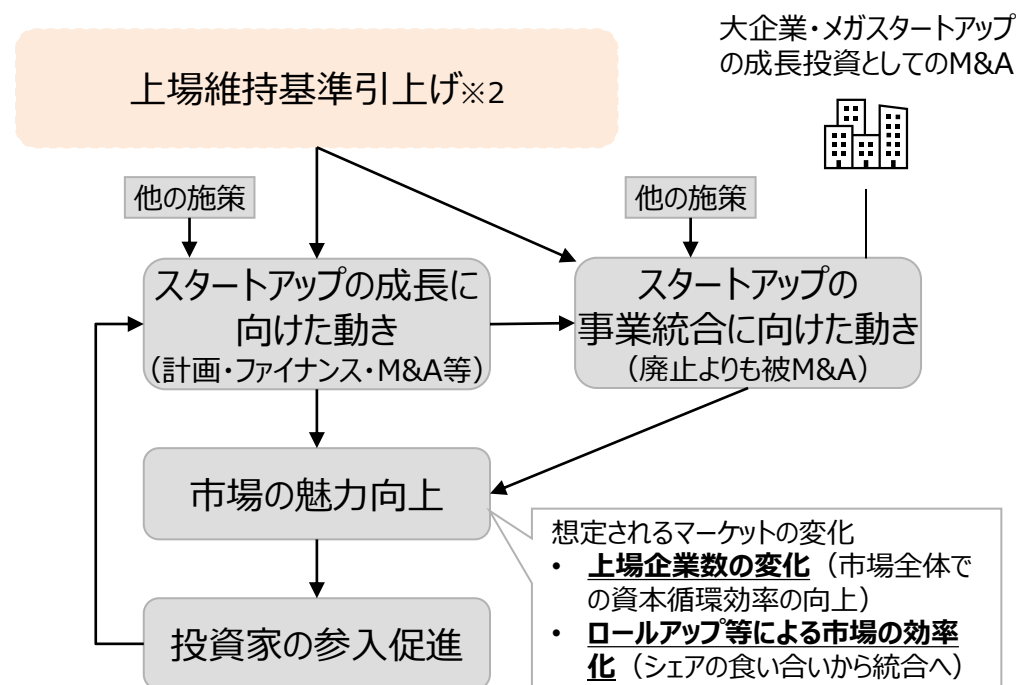
- 上場市場の現状を踏まえると、上場維持基準が現行の基準であることで、成長停滞企業の増加や市場再編が進まない等が発生し、市場の魅力低下を招いているのではないかと。（他の施策も併せて取り組むことが必要だが）維持基準の引上げ等により、好循環を生み出せないか。

現行の上場維持基準は何故問題か



※1 企業へのヒアリング（経産省実施）によれば、機関投資家（数十億の中小型株を扱う投資家は除く）は、200億円程度の規模がなければ投資を検討するスコープに入りにくいとされる。

各プレイヤーにどのような行動変容を期待するか（想定）



※2 上場維持基準は市場区分変更に伴い経過措置とともに改変が行われたところであり、どうあるべきかは様々な選択肢の可能性を踏まえて検討がなされることが必要と認識。

②市場環境整備（上場維持基準はどうあるべきか）

議論の方向性

- 上場維持基準について、機関投資家からの資金調達を促進する観点で、時価総額（額・期間）・流動性・ガバナンスの基準をどのように考えるべきか。また、基準の検討に際して、以下の観点から東証による市場のモニタリングが行われることが必要なのではないか。

上場維持基準の考え方

■ 時価総額基準の金額に関する考え方

論点

⇒ 現状、「40億円」という基準がある中で、機関投資家からの資金調達を促進する観点からは、どの水準の時価総額で設定することが必要か。

留意点

⇒ スタートアップにとって実現可能性のある基準である必要性
⇒ 時価総額は市況による影響を受けるが、市況の変動をどのように基準に反映するか（例：基準の変動可能性）

■ 時価総額基準の達成期間に関する考え方

論点

⇒ 現状、「10年間」という基準がある中で、上場後のスタートアップにどの程度の成長速度を求めることが必要か。

■ 流動性・ガバナンスの考え方

論点

⇒ 現状、流通株式数（1000単位以上）・流通時価総額（5億円以上）・売買高（月平均10単位以上）・流通株式比率（25%以上）という基準がある中で、機関投資家からの資金調達を促進する観点で、どの程度の流動性を出すことが求められるか。

モニタリングの観点

観点

内容

■ 市場区分変更の効果（各ステークホルダーの行動変容）

上場基準前後企業（成長停滞企業）	・ 成長投資（資金調達）等の行動変容の状況 ・ 被M&A（大企業/メガスタートアップ等の成長企業/PE）の状況
成長企業（メガスタートアップ等）	・ M&Aの実施状況・成長投資（資金調達）の状況
投資家	・ 機関投資家（大型）による投資状況 ・ 個人投資家による投資状況（成長停滞企業の投資家に動きがあるか等）

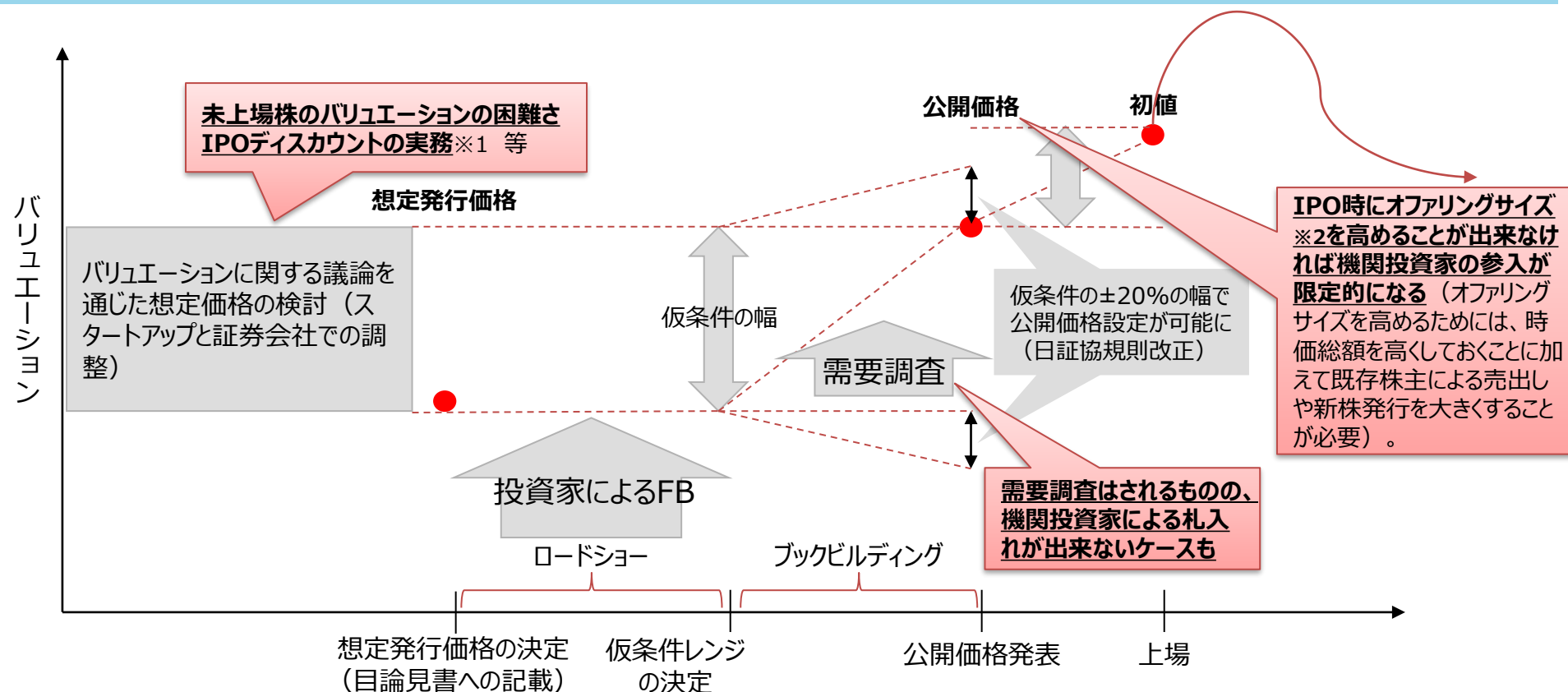
■ 維持基準変更に向けた検討・検証事項

予見性	スタートアップへの影響を加味してどの程度の経過措置を設けるべきか（現在の経過措置終了後に更に経過措置を導入する等の方向性か）
可変性	市場環境の変化を定期的に取り所側でリサーチ/フォローアップし、定期的に基準変更が必要か。
実効性	取引所側から市場からのアナウンス/アラートを通じた基準遵守の実効性を高める仕組みが必要か。

②市場環境整備（公開価格設定プロセスの在り方）

議論の方向性

- IPO時には、証券会社と事業会社間での価格交渉を通じて想定価格、仮条件、公開価格が決定され、流通開始後の初値がつく。その際、公開価格と初値の間に差が発生するケースが多い。
- 日証協規則の変更（2023年10月）により、公開価格を柔軟に設定することが可能となったが、上場時のスタートアップの調達の手軽化（より大きな金額の調達も含め）の観点から、更にどのような課題があるか。



※1 公正取引委員会「新規株式公開（IPO）における公開価格設定プロセス等に関する実態把握について」（2022年）によれば、「調査対象の証券会社の90.9%が、「IPO ディスカウントを行っている」と回答している。また、その水準については、ばらつきがあったものの、「20%以上30%未満」との回答が最多であった（63.6%）」とされている。

※2 オファリングサイズ：想定価格、仮条件又は公開価格に募集及び売出し（オーバーアロットメントによる売出しを含む）を乗じて得た額を指す。

目次

1. 問題意識・グロース市場を取り巻く現状
2. グロース市場の課題
3. 議論の方向性
- 4. ご議論いただきたい事項**

■ スタートアップエコシステムにおける上場市場/グロース市場の位置付け

- 未上場～上場市場を地続きのマーケットとして捉えた際、「上場市場」、その中での「グロース市場」に期待される役割は何か。また、それらの役割を「上場市場」或いは「グロース市場」はどのように果たしていると評価しているか。
- 「グロース市場」の役割や上場スタートアップ企業の成長状況を踏まえて、**上場基準・上場維持基準はどうあるべきか**。
 - 特に、上場維持基準の引き上げ検討に際して、「**企業の成長促進**」や「**M&A等を通じた新陳代謝**」などの**効果**が考えられるが、**時価総額（額・期間）・流動性・ガバナンス**について求められる水準はどのような観点で検討を行う必要があるか。
 - 仮に、中長期での検討とした場合に、**短期的にはこういった要素をモニタリング・評価していくことが必要か**。

■ 担い手・役割の拡大に向けた議論の方向性

- **VC・機関投資家（特に中小型株を扱う機関投資家層）**について、上場後のスタートアップに対する資金供給の担い手・役割の拡大という観点から、どのような課題が存在するか。また、担い手・役割の拡大を促すためにどのような施策があり得るか。

■ スタートアップの上場後の成長に向けた議論の方向性

- 上場後に高い成長をする企業の一つの特徴として、**積極的なM&Aの実施とそのための資金調達**があげられるが、**M&A（買い手側/売り手側）を促進していく上での課題・施策の方向性**についてどのようにお考えか。