

# 上場後の成長の谷に関する共同研究レポート

日本からイノベーションを起こし、新産業を  
生み出す上でのボトルネックとは？

一橋大学 鈴木健嗣教授  
グロース・キャピタル株式会社

## 一橋大学大学院経営管理研究科教授としてコーポレートファイナンスを専門に、金融・経営学分野における国際的なtop-tier academic journalへ論文を多数掲載



一橋大学大学院経営管理研究科/ 教授

### 鈴木 健嗣 Katsushi Suzuki

1976年生まれ。一橋大学大学院経営管理研究科 教授  
2005年に一橋大学大学院商学研究科博士後期課程修了、博士（商学）取得

専門はコーポレートファイナンス。

受賞歴として、著書『日本のエクイティ・ファイナンス』（中央経済社）が2018年度・第61回「日経・経済図書文化賞」を受賞

Review of Financial Studies、Strategic Management Journal、Journal of Banking & Financeなど、金融・経営学分野における国際的なtop-tier academic journalへ論文を多数掲載している。

このほか共著として『日本のコーポレートファイナンス』、『出光興産の自己革新』（有斐閣）など

- ・ 日本証券業協会エクイティ分科会 外部委員
- ・ 内閣府成長戦略会議『スタートアップの育成の在り方に関するワーキンググループ』委員

上場ベンチャーの経営、投資銀行でのファイナンス支援、複数の事業立ち上げ経験を持つ。  
現在、上場ベンチャーの資金調達・成長戦略の実行を支援している



代表取締役社長 / CEO

**嶺井 政人** Masato Minei


早稲田大学在学中にマーケティングソリューションを提供する株式会社セールスサポートを創業し、軌道に乗せた後、株式会社ネオマーケティングへ売却。

2009年4月、**モルガン・スタンレー証券**に入社し、投資銀行業務、クレジットリスク管理業務に従事。テクノロジー業界の資金調達や格付業務を担当。

2013年3月、**マイネット**に転身し、取締役CFOとして資金調達、東証マザーズへの上場を実現。

2016年3月、取締役副社長に就任し、ファイナンスにとどまらず自社プロダクトのマーケティングおよび、マーケティング事業の立ち上げを牽引。2017年12月、東証一部上場を実現。

2019年4月、**グロース・キャピタル**株式会社を設立し、代表取締役に就任。

Morgan Stanley  MYNET

主な活動実績

- Growth CFO Summit 主催 / 700名のCFOを集めたカンファレンス。過去7回開催
- M&Aサクシードキャンプ 主催 / ビジショナル南社長と200名以上のM&A関係者を集め、過去3回開催
- Next Marketing Summit 主催 / 900名のアプリマーケティング関係者を集めたカンファレンス。過去3回開催
- 日本CFO協会、ICC、B Dash Camp等のイベントでの登壇

メディア掲載

日本経済新聞

INITIAL

東洋経済  
ONLINE

Biz/Zine

ZUU online

日経ヴェリタス

Social Game Info

GROWTH  
THE TOKYO TAXI VISION

logmiBiz

ビジネスHT

成長戦略の実行に必要な「資金の調達」と調達後の「成長戦略の実行」を支援することで、上場ベンチャーの非連続な成長の達成に貢献します

## 資金調達

- 新株予約権ファイナンス
- 転換社債
- etc.

## 成長戦略の実行

- M&A
- マーケティング
- ターンアラウンド
- 新規事業
- スタートアップ投資
- IR



上場ベンチャーの  
非連続な成長を実現

## グロース・キャピタルが支援

※ 詳細はコーポレートサイト (<https://www.gckk.co.jp/>)をご覧ください

### 事例紹介：株式会社Aiming 2020年2月14日発表



業務提携を通じた21.2億円の資金調達とマーケティング分野での成長支援をグロース・キャピタルが実施。  
2020年3月9日より資金調達を開始し、同年9月10日に資金調達を完了。現在、マーケティング分野での成長支援を実施



# 上場後の成長の谷に関する共同研究レポート

## 30年間で日本企業は世界の時価総額ランキングTOP20から姿を消した

### 1989年の時価総額ランキング

| 順位 | 企業名         | 時価総額<br>(十億ドル) | 国  |
|----|-------------|----------------|----|
| 1  | NTT         | 164            | 日本 |
| 2  | 日本興業銀行      | 72             | 日本 |
| 3  | 住友銀行        | 70             | 日本 |
| 4  | 富士銀行        | 67             | 日本 |
| 5  | 第一勧業銀行      | 66             | 日本 |
| 6  | IBM         | 65             | 米国 |
| 7  | 三菱銀行        | 59             | 日本 |
| 8  | エクソン        | 55             | 米国 |
| 9  | 東京電力        | 54             | 日本 |
| 10 | ロイヤルダッチ・シェル | 54             | 英国 |
| 11 | トヨタ自動車      | 54             | 日本 |
| 12 | GE          | 49             | 米国 |
| 13 | 三和銀行        | 49             | 日本 |
| 14 | 野村証券        | 44             | 日本 |
| 15 | 新日本製鐵       | 41             | 日本 |
| 16 | AT&T        | 38             | 米国 |
| 17 | 日立製作所       | 36             | 日本 |
| 18 | 松下電器        | 36             | 日本 |
| 19 | フィリップ・モリス   | 32             | 米国 |
| 20 | 東芝          | 31             | 日本 |

### 2021年の時価総額ランキング

| 順位 | 企業名                   | 時価総額<br>(十億ドル) | 国  |
|----|-----------------------|----------------|----|
| 1  | アップル                  | 2,051          | 米国 |
| 2  | サウジアラムコ               | 1,920          | 沙  |
| 3  | マイクロソフト               | 1,778          | 米国 |
| 4  | アマゾン・ドット・コム           | 1,558          | 米国 |
| 5  | アルファベット               | 1,393          | 米国 |
| 6  | フェイスブック               | 839            | 米国 |
| 7  | テンセント                 | 753            | 中国 |
| 8  | テスラ                   | 641            | 米国 |
| 9  | アリババグループ              | 615            | 中国 |
| 10 | バークシャー・ハサウェイ          | 588            | 米国 |
| 11 | TSMC                  | 534            | 台湾 |
| 12 | ビザ                    | 468            | 米国 |
| 13 | JPモルガン・チェース・アンド・カンパニー | 465            | 米国 |
| 14 | ジョンソン・エンド・ジョンソン       | 433            | 米国 |
| 15 | サムスン電子                | 431            | 韓国 |
| 16 | 貴州茅台酒                 | 385            | 中国 |
| 17 | ウォルマート                | 383            | 米国 |
| 18 | マスターカード               | 354            | 米国 |
| 19 | ユナイテッドヘルス・グループ        | 352            | 米国 |
| 20 | LVMH                  | 337            | 仏  |

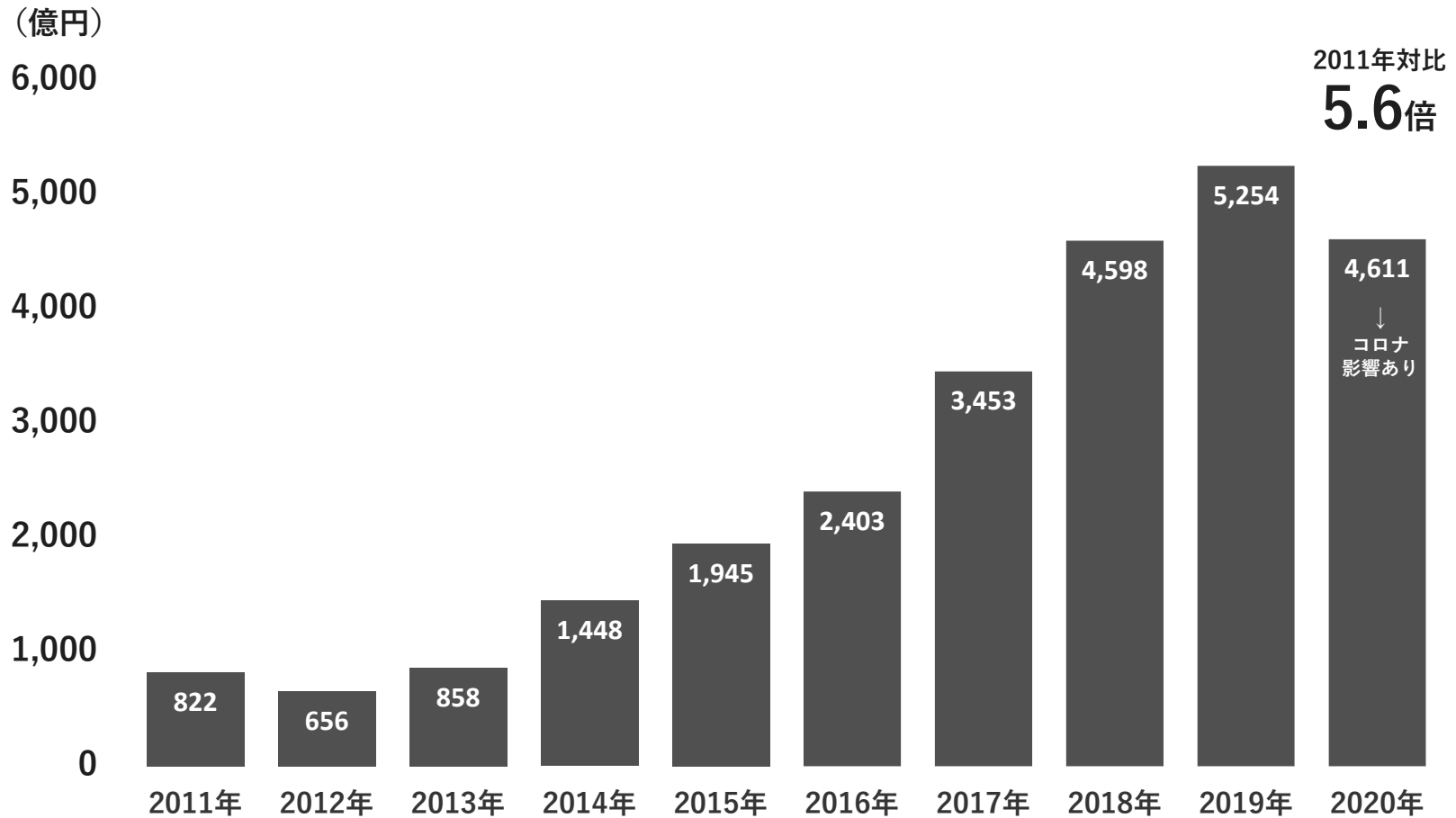
出所：1989年は米ビジネスウィーク誌。2021年はPwC「Global Top 100 companies by market capitalisation」及びBloomberg参照

日本から世界で戦える企業を生み出す上で  
どこがボトルネックになっているのか？

# | 日本のスタートアップの現状



## スタートアップの資金調達額は2011年対比5.6倍と飛躍的に増加

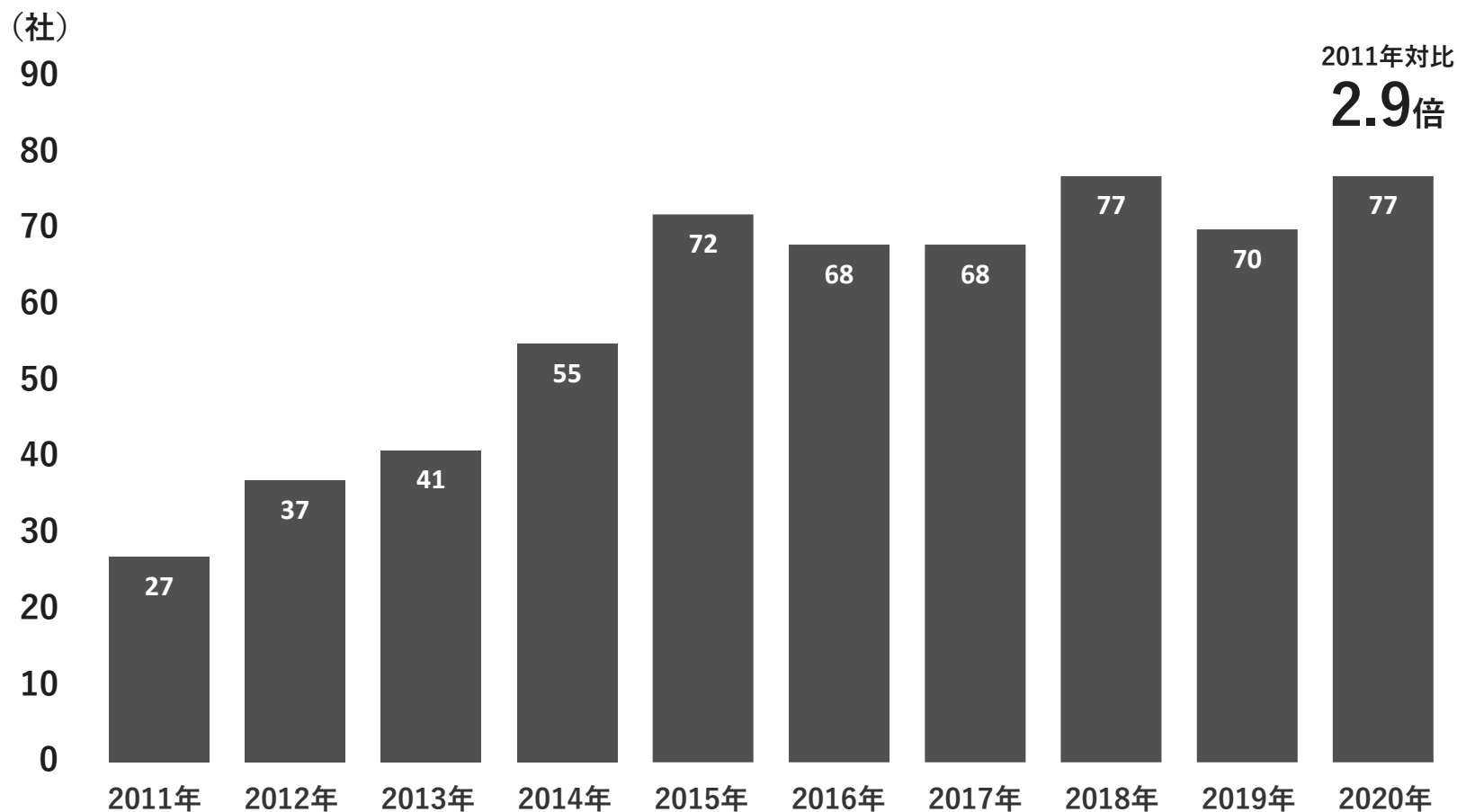


INITIAL 『Japan Startup Finance 2020』 データより引用

<https://initial.inc/enterprise/resources/startupfinance2020>

2020年の値は基準日（2021年1月25日）までに観測されたものが対象

## マザーズ、ジャスダック（以後、新興市場）の新規上場企業数は2011年対比で2.9倍に増加



データソース：EY公表資料「日本の新規上場動向」より引用  
<https://www.eyjapan.jp/services/assurance/ipo/domestic/topics/2015-01-31.html>  
<https://www.eyjapan.jp/services/assurance/ipo/domestic/topics/2019-01-30-domestic.html>  
<https://www.eyjapan.jp/services/assurance/ipo/domestic/topics/2021-01-25-domestic-01.html>

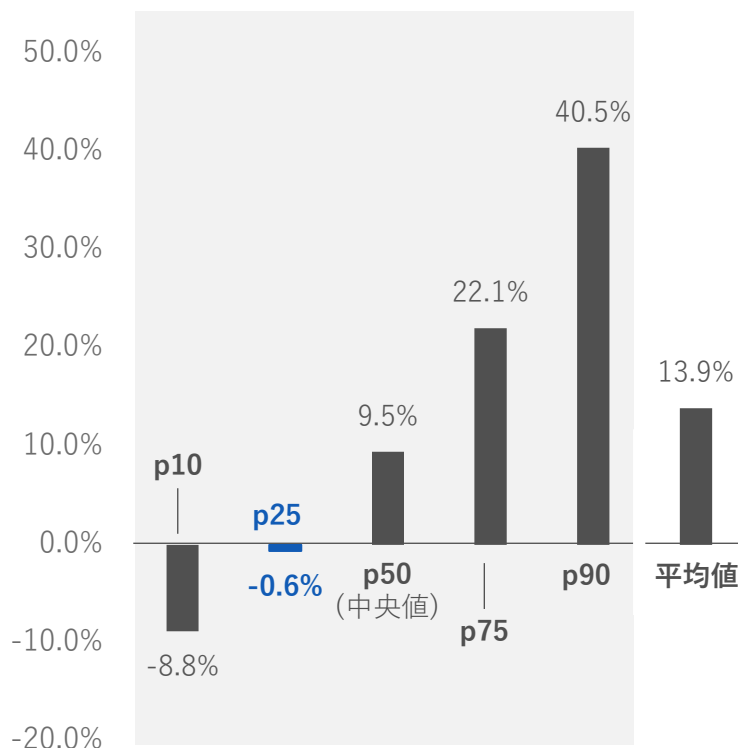
この10年で日本のスタートアップの  
資金調達額、IPO数は大きく伸びた

IPO後の成長はどうだろうか？

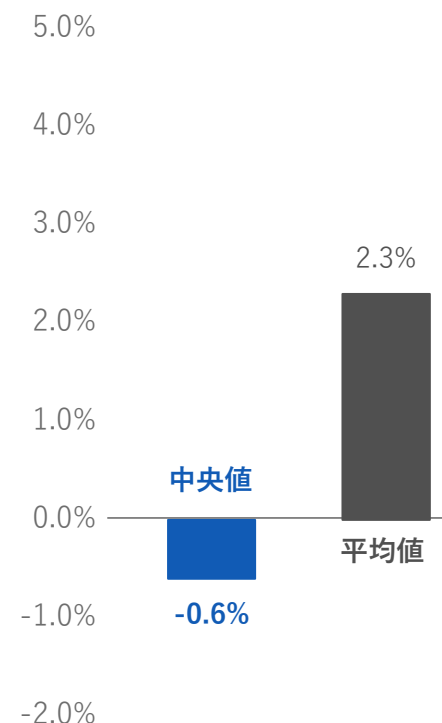
# | スタートアップの上場後の成長

- 全体の**1/4以上**の企業は上場後3年間のCAGRで売上成長が見られない
- 営業利益は上場期から3年間で中央値**-0.6%**、平均値**2.3%**の成長にとどまる

### 売上の年平均成長率（上場後3年間）



### 営業利益の成長率\*（上場後3年間）



1997年-2017年に上場した企業のデータを使用

1997年-2017年に上場した企業のデータを使用

※新興3市場はマザーズ、ジャスダック、ヘラクレスを指す

※ p〇〇はパーセンタイル〇〇%のことで下位から〇〇%に位置するデータを示す

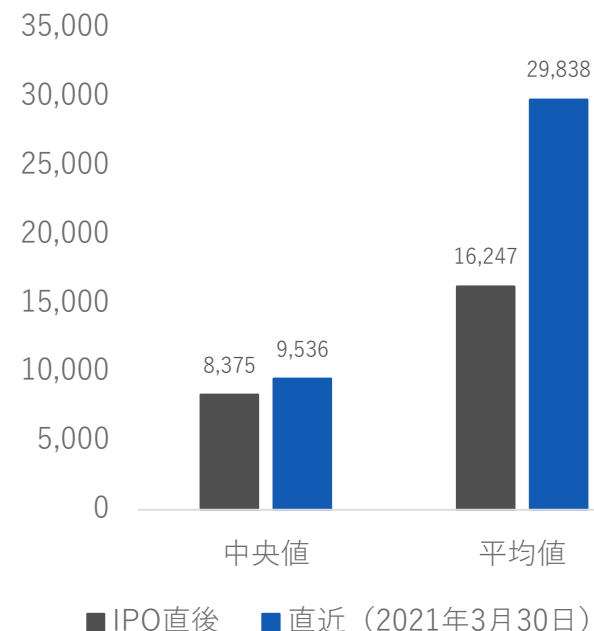
※ 営業利益の成長率はIPO直後の期末の総資産を分母に計算（企業規模、赤字企業の影響等を適切に反映させるため、常に同じ分母をとり、営業利益をデフレートしている）

- ・約半数の企業（中央値）の時価総額がほぼ成長していない
- ・ただし平均値では一部の高成長企業によりプラスになっている

## 2013年-2019年に日本の新興市場へ上場した企業の時価総額と成長率

| 新興市場       | 全サンプル         |                  |              |              |
|------------|---------------|------------------|--------------|--------------|
|            | 株式時価総額        |                  | 時価総額成長率      |              |
|            | IPO直後期        | 直近<br>2021/03/30 | 1 期間         | 3 期間         |
| 単位         | (百万円)         | (百万円)            | (%)          | (%)          |
| 最小値        | 974           | 933              | -86.5%       | -86.8%       |
| p10        | 2,816         | 2,755            | -57.0%       | -62.2%       |
| p25        | 4,807         | 4,570            | -36.3%       | -43.5%       |
| <b>中央値</b> | <b>8,375</b>  | <b>9,536</b>     | <b>-2.1%</b> | <b>3.0%</b>  |
| p75        | 17,584        | 26,415           | 54.8%        | 101.1%       |
| p90        | 33,289        | 73,072           | 128.4%       | 249.9%       |
| 最大値        | 613,726       | 789,741          | 710.0%       | 1528.8%      |
| <b>平均値</b> | <b>16,247</b> | <b>29,838</b>    | <b>23.7%</b> | <b>66.3%</b> |
| N          | 447           | 439              | 446          | 293          |

時価総額比較（百万円）



2013年~2019年の各市場へ上場した企業の時価総額データを使用

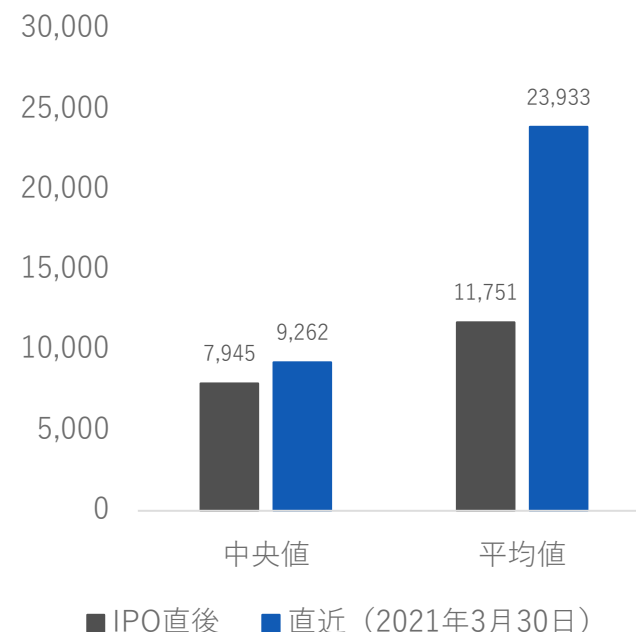
注) p〇〇はパーセンタイル〇〇%のことで下位から〇〇%に位置するデータを示す

全サンプルと同じ傾向。約半数の企業（中央値）がほぼ成長していないものの、  
平均値では一部の高成長企業によりプラスになっている

2013年-2019年に新興市場へ上場した企業の時価総額と成長率（IPO直後期末時価総額500億円未満）

| 新興市場       | IPO直後決算期末時価総額500億円未満 |                  |              |              |
|------------|----------------------|------------------|--------------|--------------|
|            | 株式時価総額               |                  | 時価総額成長率      |              |
|            | IPO直後期               | 直近<br>2021/03/30 | 1 期間         | 3 期間         |
| 単位         | (百万円)                | (百万円)            | (%)          | (%)          |
| 最小値        | 974                  | 933              | -85.3%       | -86.8%       |
| p10        | 2,719                | 2,702            | -56.9%       | -62.8%       |
| p25        | 4,713                | 4,442            | -36.3%       | -43.5%       |
| <b>中央値</b> | <b>7,945</b>         | <b>9,262</b>     | <b>-2.3%</b> | <b>3.0%</b>  |
| p75        | 15,745               | 22,440           | 54.8%        | 99.2%        |
| p90        | 27,386               | 55,631           | 126.2%       | 249.8%       |
| 最大値        | 48,500               | 392,410          | 710.0%       | 1528.8%      |
| <b>平均値</b> | <b>11,751</b>        | <b>23,933</b>    | <b>23.8%</b> | <b>66.2%</b> |
| N          | 431                  | 424              | 430          | 285          |

時価総額比較（百万円）



2013年~2019年の各市場へ上場した企業の時価総額データを使用

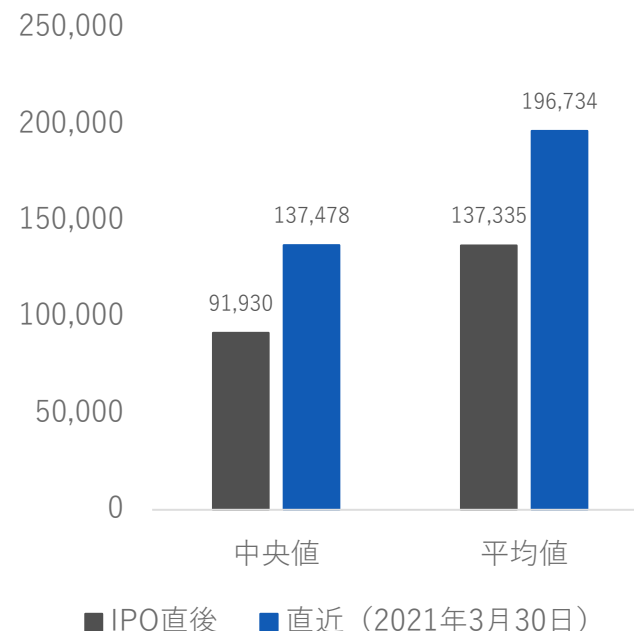
注) p〇〇はパーセンタイル〇〇%のことで下位から〇〇%に位置するデータを示す

500億円未満と比べ、3期間後の中央値の成長率がやや高い。平均値はほぼ変わらず

2013年-2019年に新興市場へ上場した企業の時価総額と成長率（IPO直後期末時価総額500億円以上）

| 新興市場       | IPO直後決算期末時価総額500億円以上 |                  |              |              |
|------------|----------------------|------------------|--------------|--------------|
|            | 株式時価総額               |                  | 時価総額成長率      |              |
|            | IPO直後期               | 直近<br>2021/03/30 | 1 期間         | 3 期間         |
| 単位         | (百万円)                | (百万円)            | (%)          | (%)          |
| 最小値        | 51,743               | 36,096           | -86.5%       | -58.6%       |
| p10        | 58,685               | 37,970           | -84.4%       | -58.6%       |
| p25        | 72,076               | 48,813           | -35.3%       | -41.3%       |
| <b>中央値</b> | <b>91,930</b>        | <b>137,478</b>   | <b>6.1%</b>  | <b>6.0%</b>  |
| p75        | 135,249              | 199,854          | 79.2%        | 200.0%       |
| p90        | 264,666              | 646,213          | 141.3%       | 260.1%       |
| 最大値        | 613,726              | 789,741          | 160.8%       | 260.1%       |
| <b>平均値</b> | <b>137,335</b>       | <b>196,734</b>   | <b>19.4%</b> | <b>66.4%</b> |
| N          | 16                   | 15               | 16           | 8            |

時価総額比較（百万円）

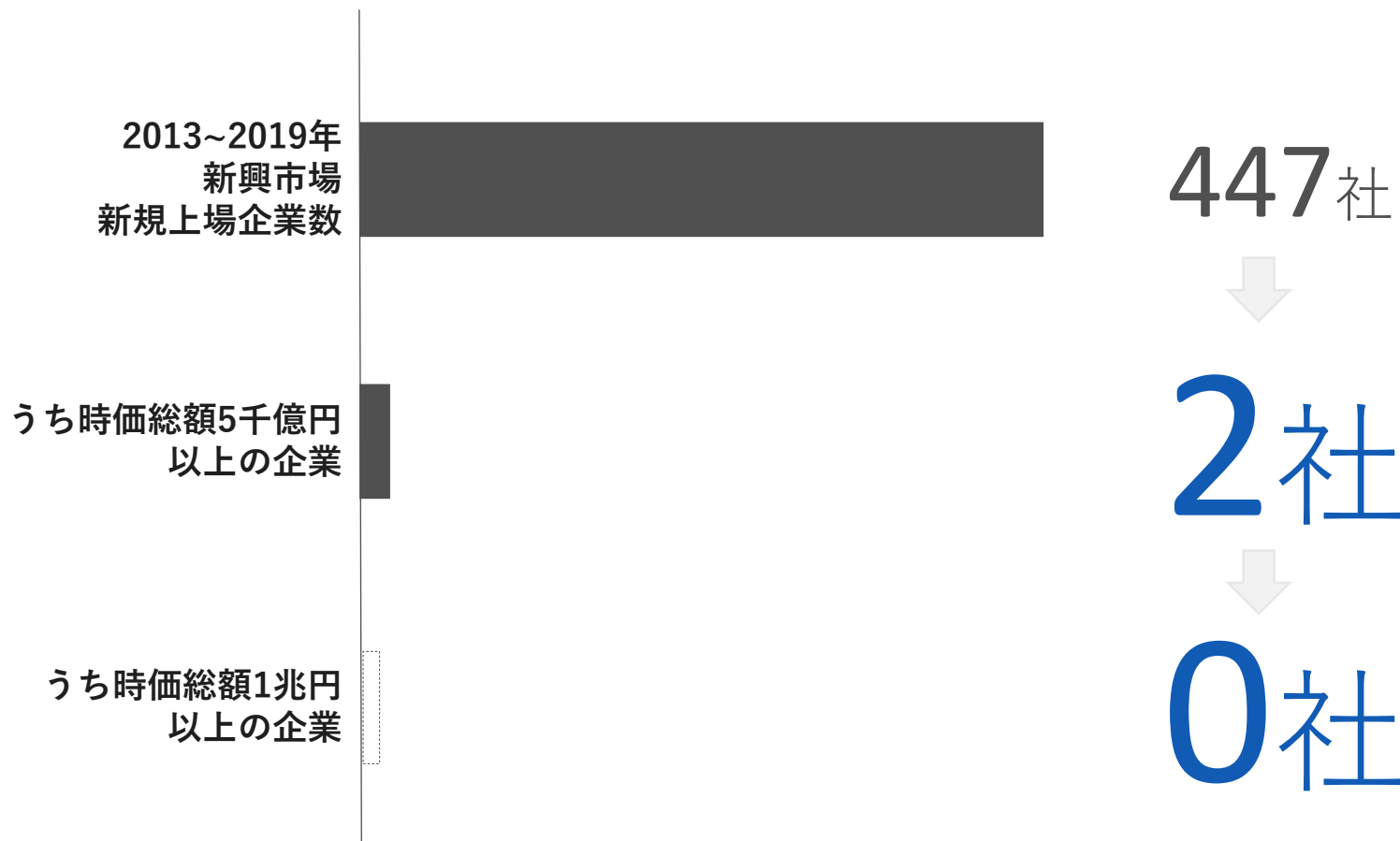


2013年~2019年の各市場へ上場した企業の時価総額データを使用

注) p〇〇はパーセンタイル〇〇%のことで下位から〇〇%に位置するデータを示す



- 2013年から2019年の間に新興市場へ上場した企業のうち時価総額1兆円を超えている企業は1社もなく、5千億円を超えた企業もメルカリとペプチドリームのみである
- 東証一部への直接上場を含めてもリクルートホールディングス等に限られる



2013年~2019年の各市場へ上場した企業の2021年3月30日時点の時価総額を使用

つまり日本のスタートアップは上場後、  
大きな成長が実現できないでいる

## | 上場後の成長の海外との比較

- ・ナスダックの方が中央値・平均値ともに成長率が高い
- ・ナスダックは急成長と急落の差が大きいという特徴も有す

ナスダック

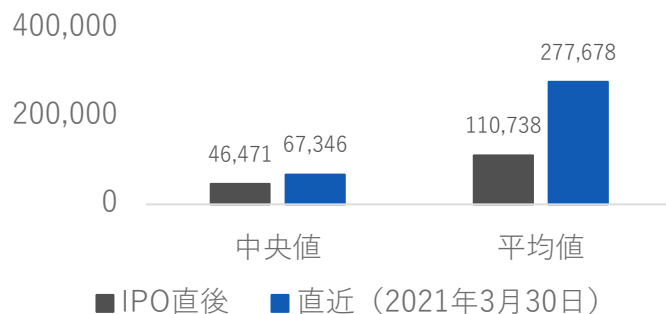
日本の新興市場

時価総額成長率  
(全サンプル)

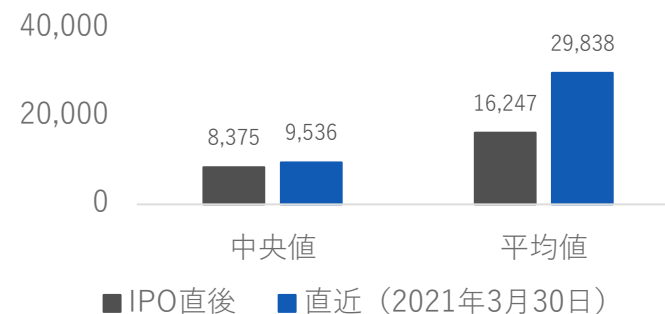
|            | 株式時価総額         |                  | 時価総額成長率      |               |
|------------|----------------|------------------|--------------|---------------|
|            | IPO直後期         | 直近<br>2021/03/30 | 1 期間         | 3 期間          |
|            | (百万円)          | (百万円)            | (%)          | (%)           |
| 最小値        | 1,282          | 721              | -92.2%       | -97.7%        |
| p10        | 7,156          | 8,642            | -57.4%       | -74.7%        |
| p25        | 17,528         | 21,116           | -29.7%       | -39.0%        |
| <b>中央値</b> | <b>46,471</b>  | <b>67,346</b>    | <b>7.1%</b>  | <b>13.2%</b>  |
| p75        | 97,937         | 249,768          | 62.5%        | 146.1%        |
| p90        | 244,497        | 585,421          | 145.4%       | 337.9%        |
| 最大値        | 2,300,016      | 8,069,786        | 1408.1%      | 3509.0%       |
| <b>平均値</b> | <b>110,738</b> | <b>277,678</b>   | <b>39.5%</b> | <b>116.4%</b> |
| N          | 450            | 450              | 438          | 271           |

|            | 株式時価総額        |                  | 時価総額成長率      |              |
|------------|---------------|------------------|--------------|--------------|
|            | IPO直後期        | 直近<br>2021/03/30 | 1 期間         | 3 期間         |
|            | (百万円)         | (百万円)            | (%)          | (%)          |
| 最小値        | 974           | 933              | -86.5%       | -86.8%       |
| p10        | 2,816         | 2,755            | -57.0%       | -62.2%       |
| p25        | 4,807         | 4,570            | -36.3%       | -43.5%       |
| <b>中央値</b> | <b>8,375</b>  | <b>9,536</b>     | <b>-2.1%</b> | <b>3.0%</b>  |
| p75        | 17,584        | 26,415           | 54.8%        | 101.1%       |
| p90        | 33,289        | 73,072           | 128.4%       | 249.9%       |
| 最大値        | 613,726       | 789,741          | 710.0%       | 1528.8%      |
| <b>平均値</b> | <b>16,247</b> | <b>29,838</b>    | <b>23.7%</b> | <b>66.3%</b> |
| N          | 447           | 439              | 446          | 293          |

時価総額比較 (百万円)



時価総額比較 (百万円)



2013年~2019年の各市場へ上場した企業の時価総額データを使用  
注) p〇〇はパーセンタイル〇〇%のことで下位から〇〇%に位置するデータを示す

- ・ナスダックの方が中央値・平均値ともに成長率が高く、急成長と急落の差も大きい
- ・ナスダックにおいて、時価総額500億円未満は全サンプル（前ページ）と比較すると、中央値の時価総額成長が小さい

## ナスダック

## 日本の新興市場

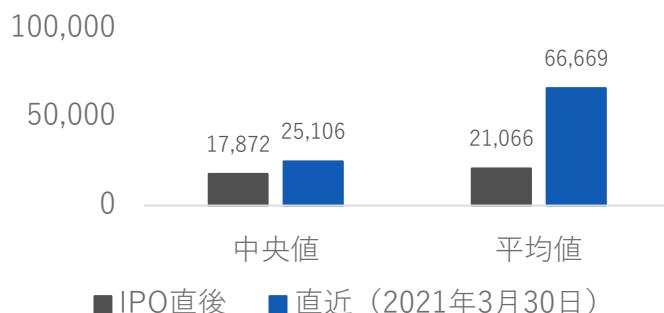
時価総額成長率

IPO直後期末  
時価総額  
500億円未満

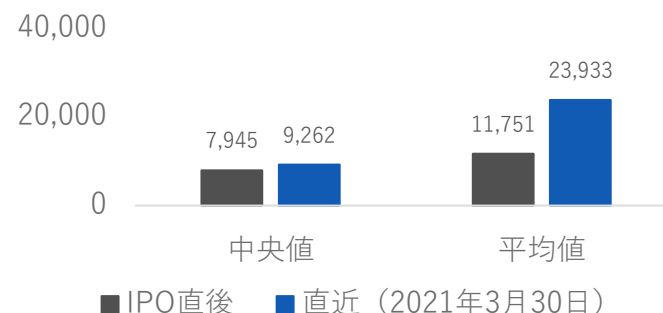
|            | 株式時価総額        |                  | 時価総額成長率      |               |
|------------|---------------|------------------|--------------|---------------|
|            | IPO直後期        | 直近<br>2021/03/30 | 1 期間         | 3 期間          |
| 単位         | (百万円)         | (百万円)            | (%)          | (%)           |
| 最小値        | 1,282         | 721              | -92.2%       | -97.7%        |
| p10        | 3,799         | 5,594            | -63.3%       | -74.3%        |
| p25        | 9,438         | 13,265           | -37.2%       | -40.8%        |
| <b>中央値</b> | <b>17,872</b> | <b>25,106</b>    | <b>0.8%</b>  | <b>6.7%</b>   |
| p75        | 34,309        | 67,393           | 70.1%        | 139.2%        |
| p90        | 42,073        | 155,278          | 152.1%       | 332.9%        |
| 最大値        | 48,871        | 1,116,385        | 1408.1%      | 3509.0%       |
| <b>平均値</b> | <b>21,066</b> | <b>66,669</b>    | <b>46.3%</b> | <b>119.7%</b> |
| N          | 232           | 232              | 226          | 140           |

|            | 株式時価総額        |                  | 時価総額成長率      |              |
|------------|---------------|------------------|--------------|--------------|
|            | IPO直後期        | 直近<br>2021/03/30 | 1 期間         | 3 期間         |
| 単位         | (百万円)         | (百万円)            | (%)          | (%)          |
| 最小値        | 974           | 933              | -85.3%       | -86.8%       |
| p10        | 2,719         | 2,702            | -56.9%       | -62.8%       |
| p25        | 4,713         | 4,442            | -36.3%       | -43.5%       |
| <b>中央値</b> | <b>7,945</b>  | <b>9,262</b>     | <b>-2.3%</b> | <b>3.0%</b>  |
| p75        | 15,745        | 22,440           | 54.8%        | 99.2%        |
| p90        | 27,386        | 55,631           | 126.2%       | 249.8%       |
| 最大値        | 48,500        | 392,410          | 710.0%       | 1528.8%      |
| <b>平均値</b> | <b>11,751</b> | <b>23,933</b>    | <b>23.8%</b> | <b>66.2%</b> |
| N          | 431           | 424              | 430          | 285          |

時価総額比較（百万円）



時価総額比較（百万円）



2013年~2019年の各市場へ上場した企業の時価総額データを使用  
注) p〇〇はパーセントail〇〇%のことで下位から〇〇%に位置するデータを示す

- ・ナスダックの方が中央値・平均値ともに成長率が高く、急成長と急落の差も大きい
- ・ナスダックにおいて、時価総額500億円以上は全サンプル（前々ページ）と比較すると、中央値の時価総額成長が大きい

## ナスダック

## 日本の新興市場

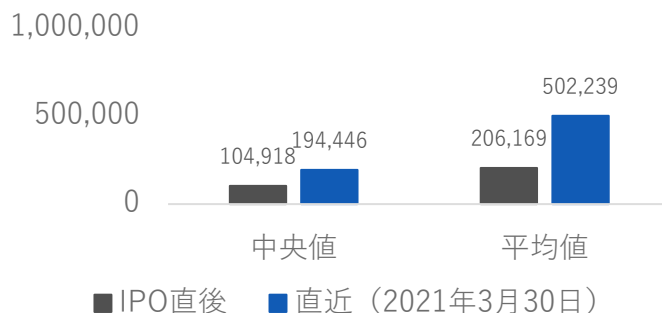
時価総額成長率

IPO直後期末  
時価総額  
500億円以上

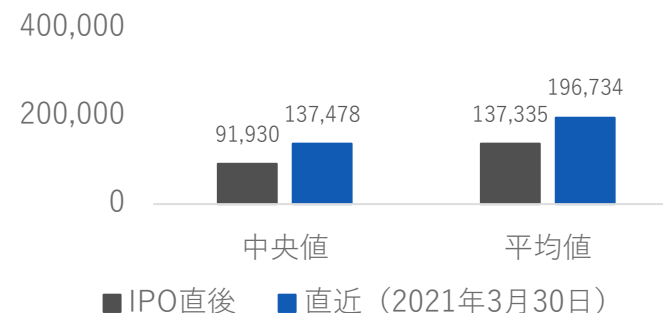
|            | 株式時価総額         |                  | 時価総額成長率      |               |
|------------|----------------|------------------|--------------|---------------|
|            | IPO直後期         | 直近<br>2021/03/30 | 1 期間         | 3 期間          |
| 単位         | (百万円)          | (百万円)            | (%)          | (%)           |
| 最小値        | 50,056         | 1,881            | -90.2%       | -97.0%        |
| p10        | 59,125         | 34,537           | -50.0%       | -76.5%        |
| p25        | 71,345         | 71,698           | -24.9%       | -30.9%        |
| <b>中央値</b> | <b>104,918</b> | <b>194,446</b>   | <b>11.3%</b> | <b>31.3%</b>  |
| p75        | 198,245        | 482,207          | 59.2%        | 148.5%        |
| p90        | 468,830        | 968,692          | 124.7%       | 409.9%        |
| 最大値        | 2,300,016      | 8,069,786        | 506.1%       | 1460.1%       |
| <b>平均値</b> | <b>206,169</b> | <b>502,239</b>   | <b>32.2%</b> | <b>112.8%</b> |
| N          | 218            | 218              | 212          | 131           |

|            | 株式時価総額         |                  | 時価総額成長率      |              |
|------------|----------------|------------------|--------------|--------------|
|            | IPO直後期         | 直近<br>2021/03/30 | 1 期間         | 3 期間         |
| 単位         | (百万円)          | (百万円)            | (%)          | (%)          |
| 最小値        | 51,743         | 36,096           | -86.5%       | -58.6%       |
| p10        | 58,685         | 37,970           | -84.4%       | -58.6%       |
| p25        | 72,076         | 48,813           | -35.3%       | -41.3%       |
| <b>中央値</b> | <b>91,930</b>  | <b>137,478</b>   | <b>6.1%</b>  | <b>6.0%</b>  |
| p75        | 135,249        | 199,854          | 79.2%        | 200.0%       |
| p90        | 264,666        | 646,213          | 141.3%       | 260.1%       |
| 最大値        | 613,726        | 789,741          | 160.8%       | 260.1%       |
| <b>平均値</b> | <b>137,335</b> | <b>196,734</b>   | <b>19.4%</b> | <b>66.4%</b> |
| N          | 16             | 15               | 16           | 8            |

時価総額比較（百万円）

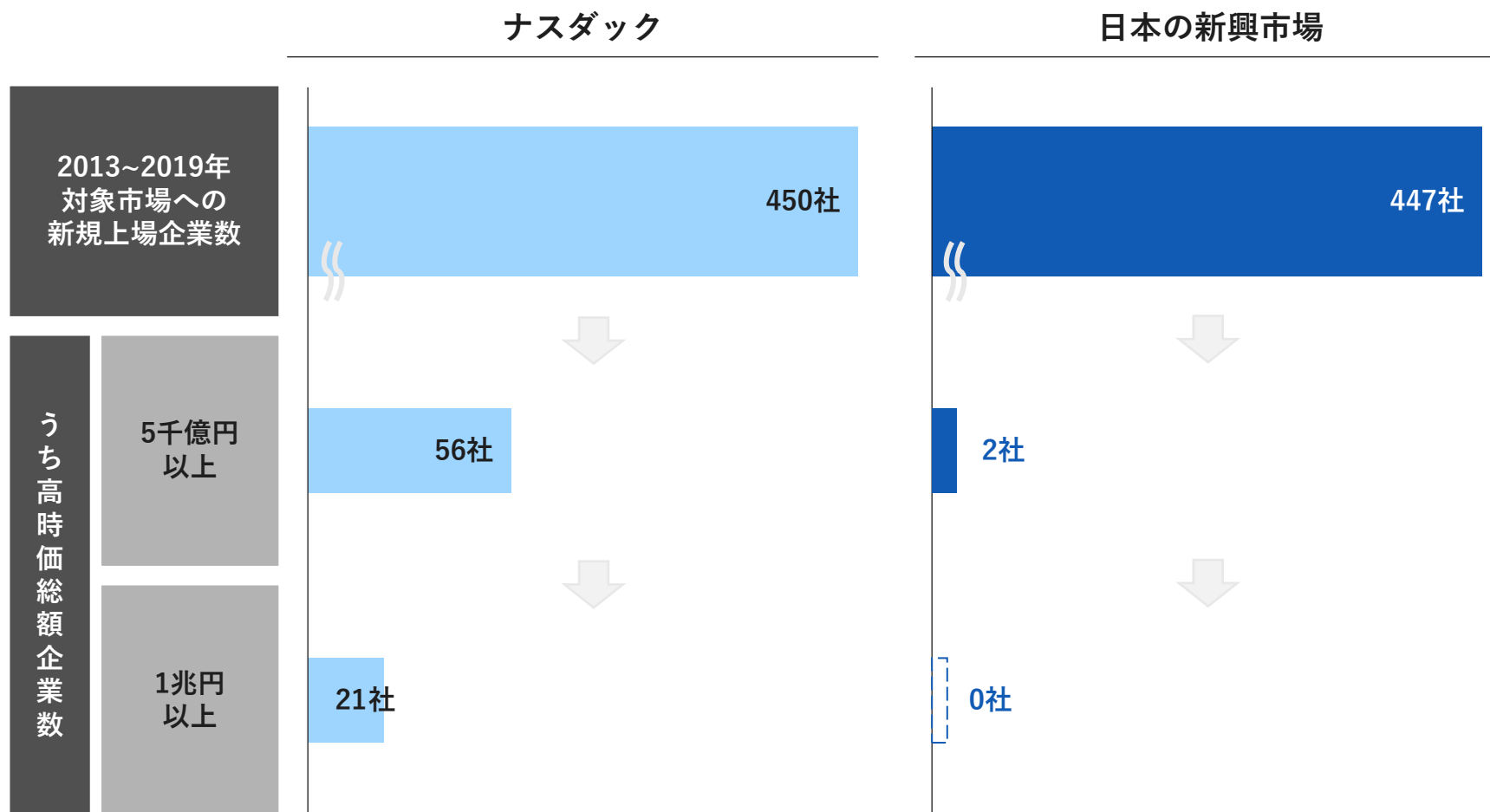


時価総額比較（百万円）



2013年~2019年の各市場へ上場した企業の時価総額データを使用  
注) p〇〇はパーセントail〇〇%のことで下位から〇〇%に位置するデータを示す

IPO数はほぼ同じであるにも関わらず高時価総額到達企業数は大差がある



2013年~2019年の各市場へ上場した企業の2021年3月30日時点の時価総額を使用

ナスダックでは上場時の時価総額が日本の新興市場よりも大きいという違いはあるものの、IPO直後期末で時価総額1,000億円未満だった会社で直近5,000億円を超える会社が9社、1兆円を超える会社も2社生まれており、上場後の成長も日本と比べ大きい

| #  | 社名                        | 業種                 | 直近時価総額<br>2021/3/30<br>(百万円) | IPO直後<br>(百万円) | 上場日      |
|----|---------------------------|--------------------|------------------------------|----------------|----------|
| 1  | Zoom Video Communications | ソフトウェア（業務支援）       | 8,069,786                    | 11,346,872     | 20190418 |
| 2  | Moderna                   | バイオテクノロジー          | 5,215,903                    | 714,153        | 20181207 |
| 3  | Roku                      | 動画配信サービス           | 4,361,882                    | 371,273        | 20170928 |
| 4  | DocuSign                  | ソフトウェア開発           | 4,041,454                    | 1,536,549      | 20180427 |
| 5  | IAC/InterActiveCorp       | ポータルサイト            | 3,846,862                    | 1,696,790      | 20151119 |
| 6  | CrowdStrike Holdings      | 情報セキュリティ           | 3,764,522                    | 4,988,786      | 20190612 |
| 7  | Peloton Interactive       | スポーツ用品             | 3,107,940                    | 1,762,877      | 20190926 |
| 8  | The Trade Desk            | ネット広告（アドテクノロジー）    | 2,932,785                    | 212,252        | 20160921 |
| 9  | Okta                      | 情報セキュリティ           | 2,890,578                    | 991,913        | 20170407 |
| 10 | Etsy                      | 専門Eコマース（B to C）    | 2,757,416                    | 158,590        | 20150416 |
| 11 | CDW Corp                  | Eコマース（B to B）      | 2,556,198                    | 730,134        | 20130626 |
| 12 | Zscaler                   | 情報セキュリティ           | 2,479,129                    | 1,150,447      | 20180316 |
| 13 | Lyft                      | タクシー               | 2,220,249                    | 1,614,590      | 20190329 |
| 14 | Coupa Software            | ソフトウェア（業務支援）       | 1,912,485                    | 228,941        | 20140306 |
| 15 | Datadog                   | ソフトウェア（インフラ系）      | 1,885,831                    | 3,102,740      | 20190919 |
| 16 | MongoDB                   | ソフトウェア（インフラ系）      | 1,747,845                    | 539,442        | 20171019 |
| 17 | Guardant Health           | 遺伝子検出・解析機器         | 1,621,583                    | 803,930        | 20181004 |
| 18 | Tradeweb Markets          | -                  | 1,471,577                    | 1,471,577      | 20190404 |
| 19 | Sunrun                    | 太陽電池               | 1,290,700                    | 64,217         | 20150805 |
| 20 | Five9                     | ソフトウェア（営業・マーケティング） | 1,116,385                    | 52,994         | 20140404 |
| 21 | PRA Health Sciences       | 臨床試験受託             | 1,091,671                    | 328,876        | 20141113 |
| 22 | Axon Enterprise           | 防災・防犯機器            | 977,219                      | 167,642        | 20150611 |
| 23 | BridgeBio Pharma          | 医療用医薬品             | 968,692                      | 903,077        | 20190627 |
| 24 | Dropbox                   | ソフトウェア（一般消費者向け）    | 956,570                      | 814,955        | 20180323 |
| 25 | CyrusOne                  | サーバーサービス           | 903,563                      | 128,419        | 20130117 |
| 26 | Accelaron Pharma          | バイオテクノロジー          | 885,911                      | 151,481        | 20130918 |
| 27 | Natera                    | バイオテクノロジー          | 879,337                      | 71,455         | 20150702 |
| 28 | Beyond Meat               | 畜産加工品              | 873,183                      | 810,608        | 20190502 |

| #  | 社名                              | 業種            | 直近時価総額<br>2021/3/30<br>(百万円) | IPO直後<br>(百万円) | 上場日      |
|----|---------------------------------|---------------|------------------------------|----------------|----------|
| 29 | Paylocity Holding Corp          | アウトソーシングサービス  | 843,849                      | 222,233        | 20140319 |
| 30 | New Fortress Energy             | 電力（再生可能エネルギー） | 838,671                      | 966,332        | 20190131 |
| 31 | Ultragenyx Pharmaceutical       | バイオテクノロジー     | 825,257                      | 525,435        | 20140131 |
| 32 | Fate Therapeutics               | バイオテクノロジー     | 764,325                      | 12,473         | 20131001 |
| 33 | Freshpet                        | ペット用品         | 757,544                      | 34,316         | 20141107 |
| 34 | Redfin Corp                     | 不動産仲介         | 730,205                      | 143,098        | 20170728 |
| 35 | Denali Therapeutics             | バイオテクノロジー     | 721,439                      | 217,761        | 20171208 |
| 36 | HealthEquity                    | 医療情報サービス      | 672,075                      | 150,103        | 20140731 |
| 37 | Vir Biotechnology               | バイオテクノロジー     | 671,744                      | 353,087        | 20191011 |
| 38 | BlackLine                       | ソフトウェア（会計）    | 667,659                      | 196,205        | 20161028 |
| 39 | Allakos                         | バイオテクノロジー     | 641,143                      | 508,442        | 20180719 |
| 40 | Medpace Holdings                | 臨床試験受託        | 638,633                      | 145,169        | 20160811 |
| 41 | Ollie's Bargain Outlet Holdings | 総合・食品小売       | 634,248                      | 210,736        | 20150716 |
| 42 | Kodiak Sciences                 | バイオテクノロジー     | 621,598                      | 346,515        | 20181004 |
| 43 | Blueprint Medicines Corp        | バイオテクノロジー     | 594,628                      | 108,081        | 20150430 |
| 44 | Twist Bioscience Corp           | バイオテクノロジー     | 587,071                      | 358,984        | 20181031 |
| 45 | Fox Factory Holding Corp        | サスペンション       | 586,560                      | 72,505         | 20130807 |
| 46 | Tandem Diabetes Care            | 医療用電子機器       | 584,282                      | 35,838         | 20131114 |
| 47 | Upwork                          | Eコマース（B to B） | 582,962                      | 130,953        | 20181003 |
| 48 | Adaptive Biotechnologies Corp   | 遺伝子検出・解析機器    | 575,506                      | 837,041        | 20140625 |
| 49 | Varonis Systems                 | 情報セキュリティ      | 558,335                      | 58,406         | 20140228 |
| 50 | Nutanix                         | ソフトウェア（インフラ系） | 550,473                      | 926,325        | 20160930 |
| 51 | Appian Corp                     | ソフトウェア（インフラ系） | 546,172                      | 188,772        | 20170525 |
| 52 | Intellia Therapeutics           | バイオテクノロジー     | 538,181                      | 78,373         | 20160506 |
| 53 | Sabre Corp                      | 旅行サイト         | 526,046                      | 936,299        | 20140417 |
| 54 | Allogene Therapeutics           | バイオテクノロジー     | 517,204                      | 346,978        | 20181011 |
| 55 | FireEye                         | 情報セキュリティ      | 506,248                      | 572,644        | 20130919 |
| 56 | Virtu Financial                 | 証券会社          | 504,028                      | 257,848        | 20150416 |

-> 直近時価総額1兆円以上の企業  
 -> IPO直後期末時価総額1,000億円未満の企業



海外と比較しても日本のスタートアップは  
上場後、大きな成長が実現できないでいる

# | 上場後の成長を阻害する要因

## カテゴリ

## 内容

## 成長投資

**上場前後の急成長期に将来への成長投資を絞り、成長のポテンシャルを減らしてしまう**上場前

- M&Aが上場審査の審査期間延長に繋がりがねず、手控える
- 上場時のValuationがまだPERで値付けされることが多いため、短期的には減益要因になりかねないマーケティング投資や将来に向けた新規事業投資は上場時の資金調達額を確保するため避けてしまう

上場時

- 公開価格が過小に値付けされることで、資金調達額が過小となり、上場後の成長投資が行いづらくなる

上場後

- 四半期毎の増収増益を投資家から期待され、増益を維持できる範囲内でのマーケティング投資や新規事業投資にとどめてしまう

## 人材採用

**上場後、経営人材やベンチャーマインドのある人材の採用が難しくなる**

- 事業を牽引するベンチャーマインドのある優秀な人材にとって、成長途上である未上場のスタートアップは権限や責任の移譲がされやすく成長機会の宝庫である一方、上場後はある程度業務の枠組みが出来上がっているため成長機会という点でメリットを感じにくい

経営  
ノウハウ**多くの経営者が上場企業の経営経験がなく、手探りで上場後の経営を行っている**

- 上場後、資本市場とのコミュニケーションやガバナンスなど、上場前とは異なる経営が求められるが、実践以外でそのノウハウを学ぶ機会が少なく、手探り状態となっている

資本市場との  
コミュニケーション**目線の違う個人投資家、初めて対面する機関投資家とのコミュニケーションの難しさ**

- 個人投資家中心の新興市場において、短期的なニュースや四半期業績で判断する個人投資家からのプレッシャーが、長期的に企業価値向上に取り組むべき経営陣の長期目線でのアクションを取りづらくさせている
- 未上場時に対面していたVCとは異なる、企業価値評価や投資手法をとる機関投資家とのコミュニケーションへの不慣れ

各発行体によるアプローチだけでなく、産官学で議論を行い、連携して課題にアプローチしていくことが肝要

## 課題解決に向けて発行体・産官学で進めるべきこと（一例）

### 上場前後においても成長投資を継続するため

- ・ 投資家に自社の戦略を伝え、短期的なPLに左右されずに、成長投資を行う【発行体】
- ・ 長期目線での成長投資へ理解のある機関投資家の投資対象になる規模で上場を行う【発行体】
- ・ 日本版SPACの実現（上場準備期間の短縮化、上場時のValuationの選択肢を増やす）【産官学】

### 経営人材やベンチャーマインドのある人材を採用するため

- ・ インセンティブ（報酬面・成長機会）設計を整える【発行体】 【産官学】

### 経営ノウハウを持って上場企業経営が行えるよう

- ・ 経営人材の流動化促進【産官学】
- ・ 上場ベンチャーへの経営支援の充実【産官学】

### 資本市場での投資家とのコミュニケーションギャップをなくしていくため

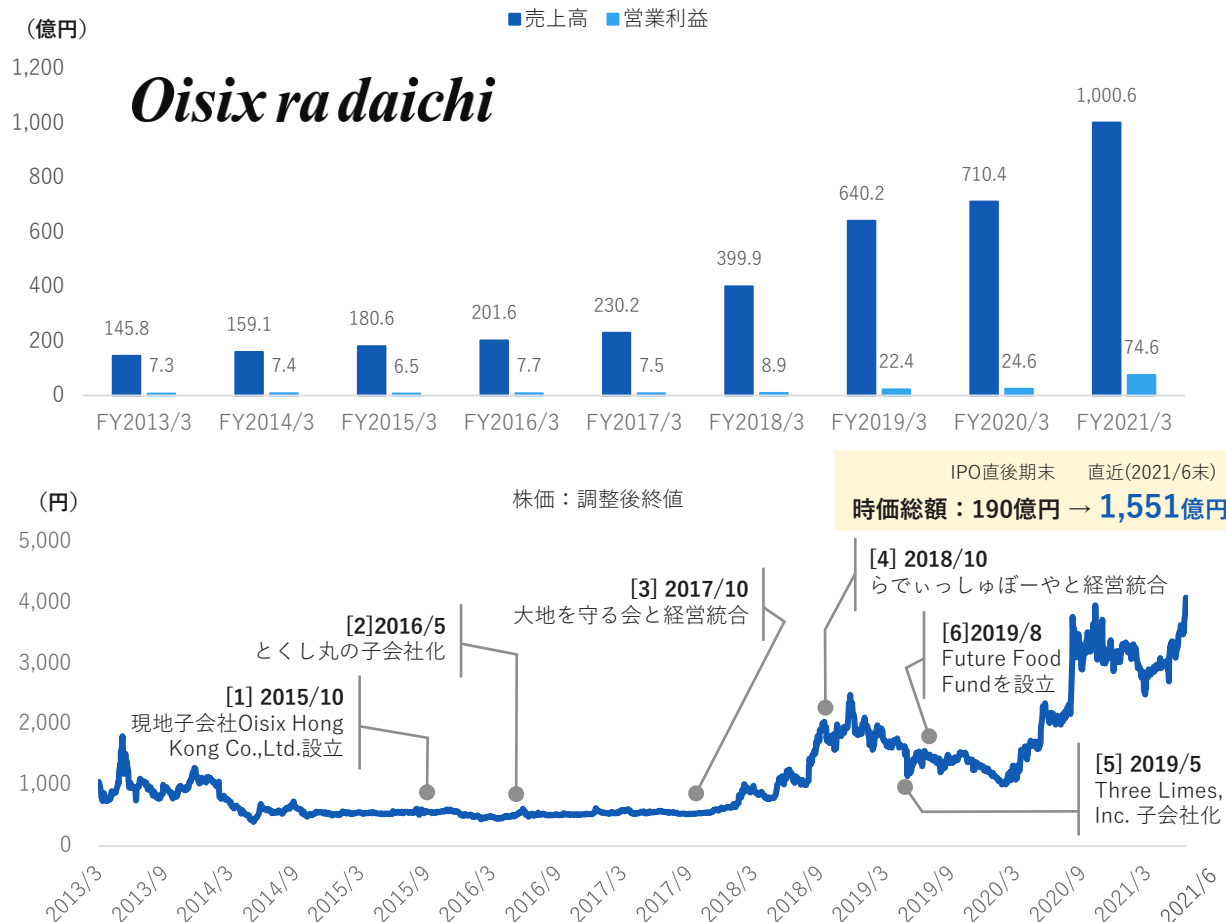
- ・ 長期目線での投資の普及に向けた個人投資家の啓蒙【産官学】
- ・ 上場前から機関投資家とのコミュニケーションを行う【発行体】 【産官学】
- ・ 長期目線での成長投資へ理解のある機関投資家の投資対象になる規模で上場する【発行体】



## | 上場後、大きく成長を実現した事例

## 事業成長および業界を再編する戦略的M&Aにより、業績並びに時価総額を伸ばし続けている

### 業績と株価推移



### 会社概要

|      |            |
|------|------------|
| 設立日  | 2000年3月31日 |
| 代表名  | 高島 宏平      |
| 上場日  | 2013年3月13日 |
| 事業内容 | 食品宅配事業等    |

### 打ち手詳細

- 1 香港への越境EC事業の一部機能を果たす目的で現地子会社 Oisix Hong Kong Co.,Ltd.を設立
- 2 シニア向け移動スーパーの仕組みをフランチャイズ方式で提供する株式会社とくし丸を子会社化
- 3 食品宅配事業の草分け的存在である株式会社大地を守る会と経営統合
- 4 約30年の歴史と豊富な契約生産者のネットワークを有し、安心・安全にこだわった食品等を提供するらでいっしゅぼーや株式会社と経営統合
- 5 米国でビーガン食のミールキット宅配事業を展開するThree Limes, Inc. (通称：The Purple Carrot)を子会社化
- 6 食のスタートアップ投資活性化のため、Future Food Fundを設立



オイシックス・ラ・大地株式会社  
代表取締役社長 高島宏平氏

## 非連続な成長へのチャレンジ

僕たちの業界では、「大地を守る会」や「らでいっしゅぼーや」といった先人たちも、経営統合前は売上200億円前後が最大で成長が止まっていました。僕たち自身も150億円を超えた辺りから成長が鈍化していると感じていた。この業態で当時の延長線上で成長曲線を描くだけでは成長の限界が来るという危機感があったので、それを越えることをしなければというのは当初から考えていたことでした。

## 業界を再編する経営統合の絵を描いた時期。アプローチの方法

オイシックスが、まだ大地を守る会の売上の10分の1ぐらいの規模の時から（一緒になる方が社会にとって良いだろうと）思っていました。今は当社の会長ですが、当時の大地を守る会の社長である藤田（和芳氏）とは毎年食事をする機会があったので、その度に「そろそろ経営統合しますか」と言っていました。らでいっしゅぼーやの場合は大株主も社長も変わっていったので、大地を守る会と同じタイミングくらいから、その変わっていくステークホルダーの方々と継続的にコミュニケーションしていました。

## 会社を成長させる上で立ち返る原点

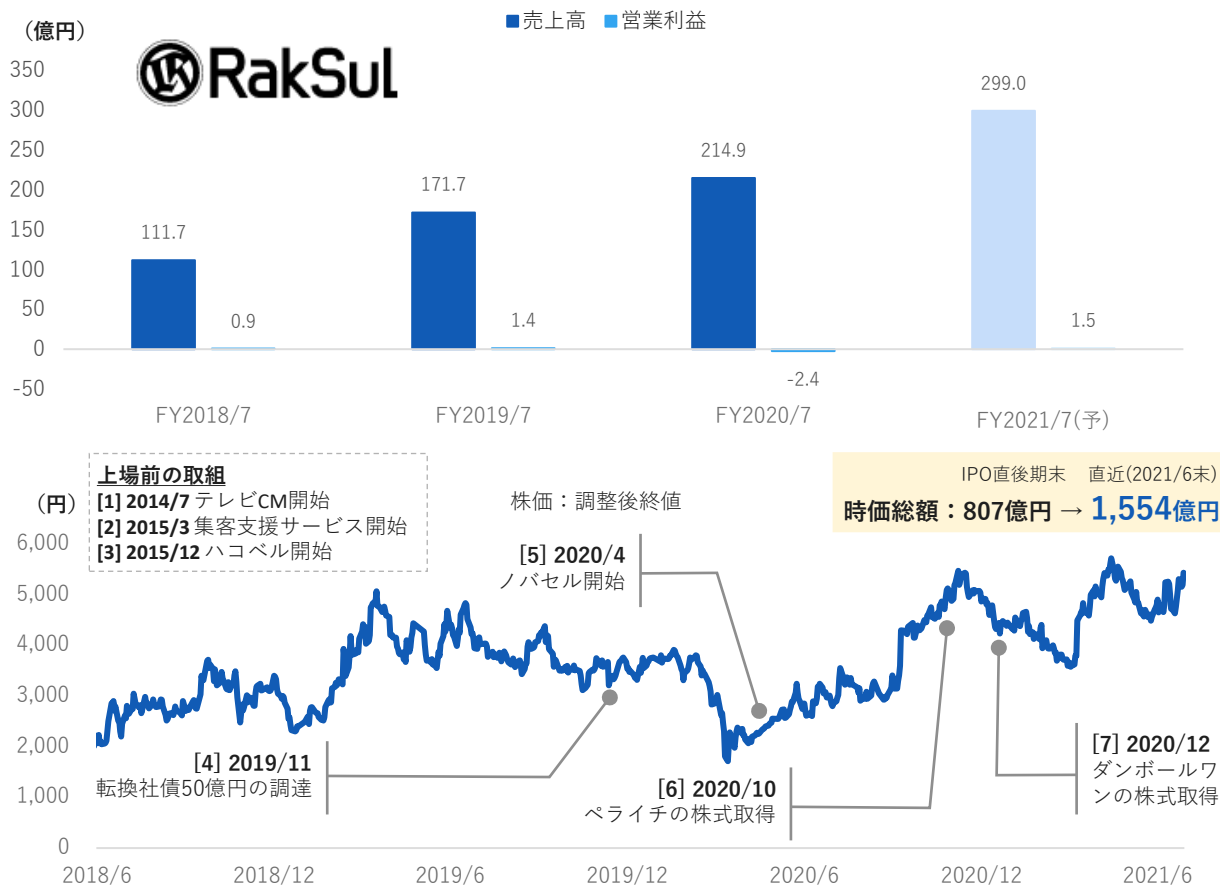
僕は企業理念として「ビジネスの手法で社会課題を解決する」と宣言しているように、もともと社会課題解決型の思想が根本にあります。その僕らが成長していない場合、社会課題を解決し終わったということになりますよね。でも、まだまだ課題だらけだと気づく。なので「本質的にみんなが困っていることは何か？」と考えることは多いです。

ビジネスでは、どうしても今月の業績を達成させたいとか、目先のところに向かいやすい。僕自身「今月の数字を達成する」というのも嫌いではないのですが、それ以上に「そもそもなんのために存在しているのか」とか「今の大きな社会課題はなんだろうか」と考えることを意識しています。

※上記コメントはBiz/Zineでの対談(<https://bizzine.jp/article/detail/5486>)から抜粋

## 上場前から新規事業およびマーケティング投資を積極的に行い、上場後も継続的な成長を実現

### 業績※と株価推移



### 会社概要

|      |                        |
|------|------------------------|
| 設立日  | 2009年9月1日              |
| 代表名  | 松本 恭攝                  |
| 上場日  | 2018年5月31日             |
| 事業内容 | 印刷EC／集客支援・TVCM<br>・運送等 |

### 打ち手詳細

- 1 テレビCMの放送を開始
- 2 広告のプラットフォームとして集客支援（広告）サービスの提供を開始
- 3 物流のプラットフォーム「ハコベル」を開始
- 4 転換社債による50億円の資金調達を実施
- 5 広告のプラットフォーム「ノバセル」を開始
- 6 ホームページ作成SaaSを運営する株式会社ペライチの株式取得（関連会社化）
- 7 段ボール・梱包材の受発注プラットフォームを運営する株式会社ダンボールワンの株式取得（関連会社化）

※業績予想は2021年7月末時点における最新の業績予想のレンジ中央値を記載





ラクスル株式会社  
代表取締役社長CEO 松本恭攝氏

## 上場によるメリット・デメリット

メリットとしては、明確に「資金調達」です。未上場での8年間の累計調達額が約100億円に対して、2018年に上場して以降の2年で約150億円近く調達できています。資金に対するアクセスがすごくしやすくなったというのがメリットのひとつです。また、株式報酬を出せるようになったことも大きい。これを使うことにより、報酬水準を大幅に上げることができます。そのことが採用にもつながっていきます。さらに、上場したことでプレッシャーが増したことも、メリットのひとつです。自分だけでなく、全チームが四半期での開示への意識が高まり、組織として数字にコミットする力はすごく上がりました。

一方、デメリットとしては、株価によって、メンバーの士気が左右されること。例えばコロナ禍において、ラクスルの主要顧客である飲食店などが打撃を受けたことにより、我々も売上に大きな影響を受けました。先ほど触れたように、ラクスルの場合は株式を報酬として出していく方針をとっている分、それがメンバーに伝播してしまうところがある。こうしたデメリットの側面もあります。

## 「スタートアップは選択と集中をすべき」という議論。未上場の段階から新規事業の種蒔きをしておくべきか

成長の型ができれば、ではないでしょうか。既存の事業が立ち上がっていないタイミングで、もしくはモデルが作れないタイミングでは広げるべきではない、というのがセオリーです。既存の事業に一定の型ができて、モデル化できたタイミングで。そのモデルの精度を非常に高い水準まで持っていて、かつ拡張のドライバが何か、セールスなのかマーケティングなのか特定できたタイミングにおいては、次を小さく始めるべきではないかと思います。

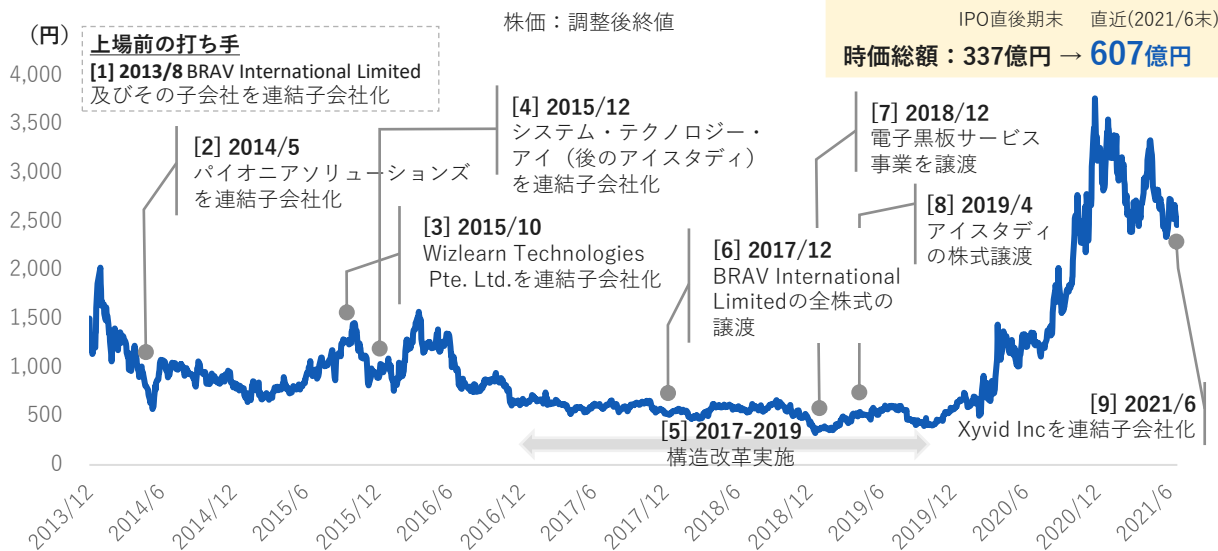
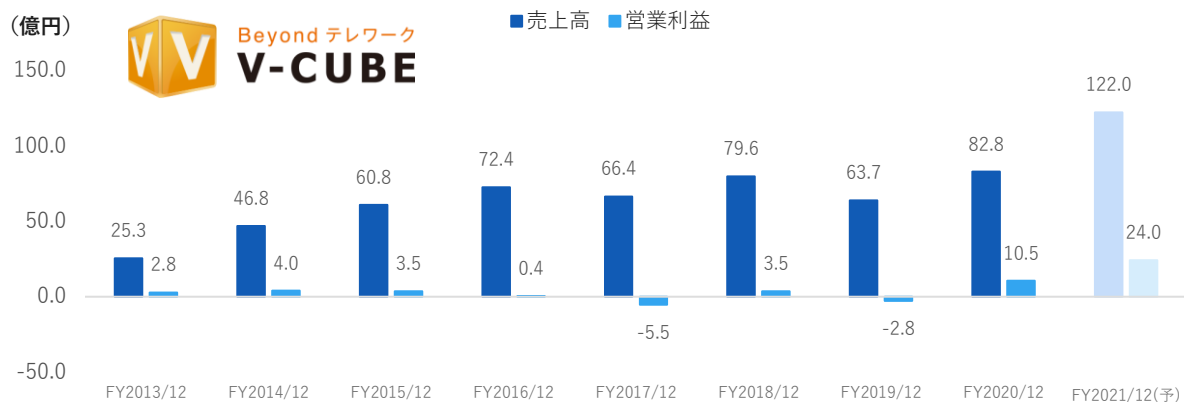
## ラクスルが目指す姿

「既存の産業の在り方を変えるデジタルインフラ」を作っていきます。20～30年の時間軸で考え、日本のEC化率が50%ぐらいになった時に、それぞれの事業が一兆円規模のGMV（流通取引総額）を持ち、その規模で10個ぐらいの事業ポートフォリオを持つ企業でありたいと思っています。

※上記コメントはBiz/Zineでの対談(<https://bizzine.jp/article/detail/5835>)から抜粋

## 2017-2019の構造改革によりV字回復を実現。その後、コロナ禍の追い風を受け過去最高益を達成

### 業績と株価推移



### 会社概要

|      |                                |
|------|--------------------------------|
| 創業日  | 1998年10月                       |
| 代表名  | 間下 直晃                          |
| 上場日  | 2013年12月10日                    |
| 事業内容 | ビジュアルコミュニケーションツールの提供やセミナー開催支援等 |

### 打ち手詳細

- 中国市場へ本格的に展開するため、BRAV International Limited及びその子会社を連結子会社化
- パイオニアソリューションズ株式会社を連結子会社化
- シンガポール最大の教育プラットフォーム提供会社Wizlearn Technologies Pte. Ltd.を連結子会社化
- 教育・研修分野の強化を目的として株式会社システム・テクノロジー・アイを連結子会社化
- 構造改革を実施
- BRAV International Limitedの全株式の譲渡により同社及びその子会社を連結範囲から除外
- 電子黒板サービス事業を株式会社エルモへ譲渡
- アイスタディ株式会社 (旧、システム・テクノロジー・アイ) を株式譲渡により連結範囲から除外
- 米国のイベントDX企業Xyvid Incを連結子会社化



株式会社ブイキューブ  
代表取締役社長 間下直晃氏

## 上場によるメリット

我々は2013年12月にマザーズに上場、その後、2015年7月に一部へ市場変更していますが、当時の状況で考えると、資金調達のオプションが圧倒的に増えました。現在では、上場前でも資金調達のオプションが多いケースもあるので一概には言えませんが、当時は未上場での資金調達の手段が少なく、規模も小さかったのです。また、弊社のようにエンタープライズ向けビジネスかつ領域がグローバルだと、上場していること自体の持つ意味が（信用力の獲得という点で）やはり大きいと思います。

## 上場しているが故の壁

弊社の場合は上場した2013年頃、メインビジネスで投資家から求められる成長の期待値、対象としているマーケットの成長率など複数の要因から、その期待に応えきれていない点がありました。マーケット成長率は年10%いくかいかないかでした。上場するとどうしても成長を求められるので、そのギャップには結構苦労しました。もうひとつは、大胆な新規事業が実施しづらくなること。例外的に、上場前から継続して赤字を出し続けてもその先の絵を描き、投資家とのコミュニケーションを行うことで許容される会社もありますが。上場直後で足下数億円の利益しかでていない中で、いきなり10億、20億円を投資して、PL上大きなマイナスが出る可能性があるとなれば、多くの場合「まあ待て」という話になる。新しいマーケットにチャレンジするのにブレーキがかかるという課題がやはりあると思います。

## 構造改革で行った「選択と集中」

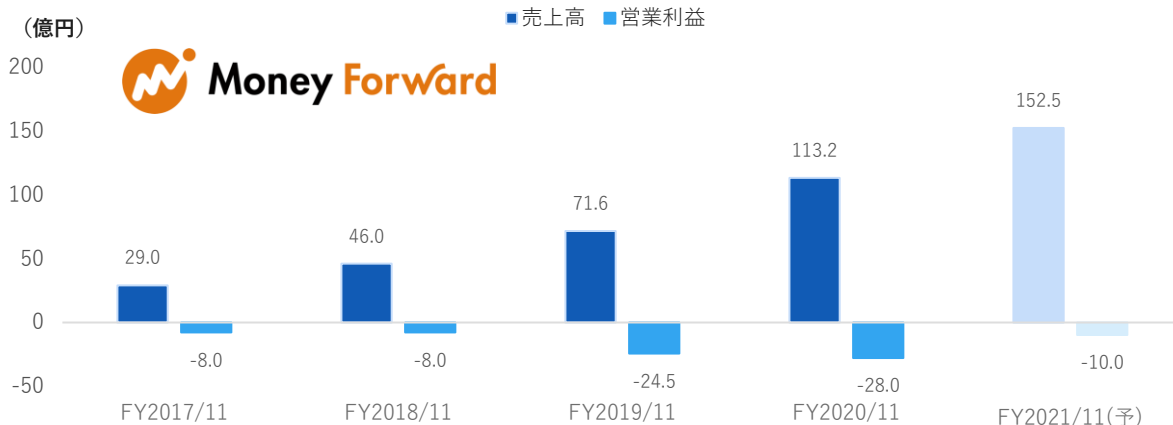
2017年は前年まで利益を出していた中国での事業がダメになり、そこでの利益がむしろマイナスになったことが影響して、全般的に厳しくなっていました。であれば、まとめて構造改革しよう。製品、事業、会社のポートフォリオを洗いざらい見直して、「いずれよくなるかもしれないが、1、2年では難しい」というものも含めて、伸びているプロダクト、伸びていないプロダクトなど全部整理した上で、伸びていないプロダクトはすべて畳みました。

※上記コメントはBiz/Zineでの対談(<https://bizzine.jp/article/detail/5851>)から抜粋

## 周辺領域のM&Aと大規模なマーケティング投資を積極的に実施し、継続的な成長を実現

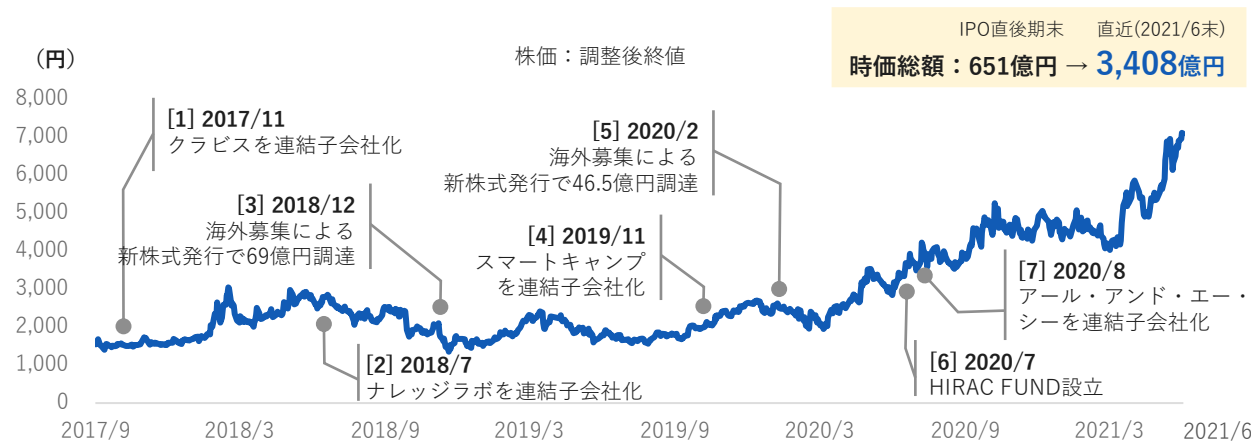
### 業績※と株価推移

### 会社概要



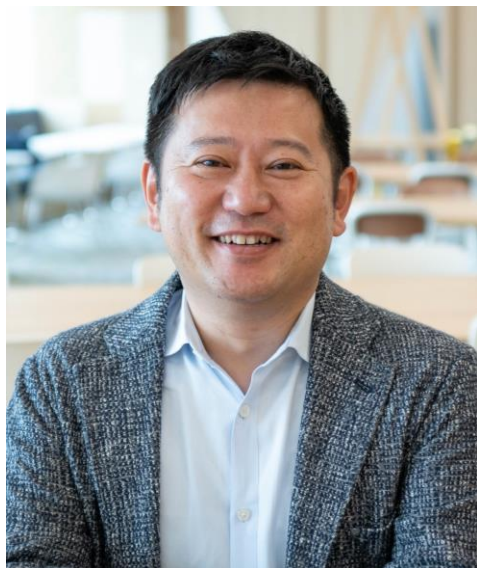
|      |                         |
|------|-------------------------|
| 設立日  | 2012年5月18日              |
| 代表名  | 辻 庸介                    |
| 上場日  | 2017年9月29日              |
| 事業内容 | 家計簿アプリ、法人向け会計・人事クラウド事業等 |

### 打ち手詳細



- 1 自動記帳ソフト『STREAMED』を提供する株式会社クラビスを連結子会社化
- 2 経営分析クラウド『Manageboard』を提供する株式会社ナレッジラボを連結子会社化
- 3 海外募集による新株式発行により69億円を調達
- 4 国内最大級のSaaSマーケティングプラットフォーム「BOXIL」を提供するスマートキャンプ株式会社を連結子会社化
- 5 海外募集による新株式発行により46.5億円を調達
- 6 アントレプレナーファンド「HIRAC FUND」の運用を開始
- 7 国内No.1の入金消込・債権管理サービスを提供する株式会社アール・アンド・イー・シーを連結子会社化

※業績予想は2021年7月末時点における最新の業績予想のレンジ中央値を記載



株式会社マネーフォワード  
代表取締役社長CEO 辻庸介氏

## 上場によるメリット

上場の一番の目的は資金調達です。実際、僕らは上場後も毎年資金調達させていただいています。周りを見渡すと、意外にも上場後に資金調達をしていない会社は多い。上場によって、資金調達のさまざまな手段ができるので、成長のために最大限活用したいと思っています。僕らの場合は上場したことでバリュエーション（企業価値評価）が上がり、資金調達の手段が多様化しました。ビジネスのグロースは結局、ヒト・モノ・カネ。その調達手段が多様化したことはものすごく良かったと思います。

## 上場後も成長を継続するために

どんなサービスでも必ずプロダクトライフサイクルが終わりに近づくタイミングが来ます。永遠に伸び続けるサービスなど存在しない。ということは、今やっているサービスが伸びている間に次のタネを蒔かなければ、会社の成長は止まってしまう。逆に、成長している時ほど次のチャレンジはしやすいともいえます。お金も人も集まりやすいですから。ですから、とにかく伸びている間にどう次のタネを準備するか。しかも一つ蒔いただけだとそれが外れたら停滞してしまうので、複数のタネを蒔いておかなければならない。もちろんキャパシティの問題はありますが、伸びている間に次、次とミルフィーユ状に重ねていけば、全体として会社は伸びていくものだと思います。

## M&A成功の秘訣

秘訣は「いい会社」にグループジョインしてもらっていることに尽きます。うまくいっていない会社を立て直すといったことは僕らの力量では難しい点がまだまだ多い。伸びていて、いい経営者がいて、いいチーム、いいプロダクトがある会社がジョインしてくれているのだと思います。ただし、グループ入りしてくれた会社に対してこちら側が何を手伝えるのか、どうお役に立てるのかということは本当に真剣に考えています。ジョインしてもらったからには事業を伸ばすために、僕たちがなにかしらをしっかりと返さないといけない。たとえば資金面。ジョインしてくれた会社に対してはすぐにコミットメントラインを提供します。銀行と交渉するより、僕らから資金を提供するほうが圧倒的に早いので。あるいはクラブスの場合は、プロダクトはものすごくいいのだけれど、営業チームが小さかった。その点、僕らは全国にメンバーがいるので、その部分で大きく後押しすることができています。

※上記コメントはBiz/Zineでの対談(<https://bizzine.jp/article/detail/6352>) から抜粋

## 関係者インタビュー（1）

| 東京証券取引所 上場推進部 課長 宇壽山 凶南氏

東京証券取引所で企業の上場推進を担っている宇壽山課長にインタビューを行いました。

宇壽山さん、インタビューよろしくお願ひします。

東証として上場ベンチャーの成長を促す施策や制度があれば教えてください。

今般の市場再編後の新市場区分においては、多くの上場維持基準が新規上場基準と共通化されています。この制度の枠組みによって、上場会社は、上場後も継続的に企業価値の維持・向上が求められることになっています。

上場後も成長を実現するため、ベンチャーが取り組むべきことを教えてください。

上場したベンチャー企業が成長し、より企業価値を高めていくためには、資本市場との対話が重要になります。上場したベンチャー企業が本業の業績を伸ばすだけでなく、中長期的な将来の事業の成長性などについて投資者から評価されることも重要なポイントであると感じています。

2022年4月に予定されている東証の市場再編においては、上場会社が上場後も継続的に企業価値向上に努めて頂くために、これまで以上に投資者との対話を積極的に行って頂くことを念頭においています。

ベンチャー企業の上場が想定されるグロース市場においては、上場会社は、新たに「事業計画及び成長可能性に関する書面」を上場後も1事業年度につき1回以上の開示が求められます。こうした開示等を通じて、上場会社は、これまで以上に投資者との対話の機会を求められることになります。



株式会社東京証券取引所  
上場推進部 課長 宇壽山 図南氏

**「事業計画及び成長可能性に関する書面」開示について、その意図を教えてください。**

今回の市場再編において、グロース市場の上場会社に対して、「事業計画及び成長可能性に関する書面」について、従来の新規上場時の開示だけではなく、上場後も、1事業年度において1回以上の開示を求めることとなりました。

プライム市場やスタンダード市場では形式基準において利益の額などの過去の実績が基準として設定されていることに対して、グロース市場においては、その形式基準において利益の額などの過去の実績を求めているわけではありません。むしろ事業のリスク等をしっかり開示したうえで、将来の成長可能性を説明して評価される市場です。そのため投資者に対してその上場時に開示した将来における事業計画等について、その進捗状況等を上場後に最低でも1事業年度に1回以上開示して、投資者からの評価を受け、それが会社への期待となり株価につながっていくと考えられます。

**この他にベンチャーが成長を実現するため意識すべきことがあれば教えてください。**

今後の資本市場の潮流として、すべての上場企業のコーポレートガバナンスコードへの取組みがこれまで以上に注視されています。現時点では、グロース市場の上場会社においては、適用されるコーポレートガバナンスコードは基本原則（5原則）のみですが、具体的な取組み状況（例：独立役員を選任の状況など）については、投資者が注視する大切なポイントの一つとなっています。

コーポレートガバナンスは、いわば事業のアクセルに対するブレーキの役割と言われることもありますが、取締役会や監査役会等をはじめとする企業のガバナンスの機能が健全に発揮されてこそ、企業価値が高まると考えられており、経営者がその点を意識して会社の経営にあたるのが会社の今後の成長にとっても重要だと考えます。

なるほど。「投資者との対話」や「コーポレートガバナンス」が一層重要になるということですね。インタビューありがとうございました。





## 関係者インタビュー（2）

経済産業省 経済産業政策局 産業創造課

課長補佐 安藤裕介氏

経済産業省でベンチャー育成に取り組んでおられる安藤課長補佐にインタビューを行いました。

**安藤さん、インタビューよろしくお願いします。本研究で見えてきたベンチャーの上場後の成長の谷、そしてその要因についてどのように捉えていますか？**

上場前後の株主構成の急激な変化により、対株主との関係で長期的目線での成長投資が難しくなることが考えられます。

一般的に上場後、特に個人株主が多くなることにより、短期的に配当原資となる単年度の利益を期待されることが多くなり、長期的目線での企業価値の向上のための、M & A等も含む積極的な成長投資が難しくなることが考えられます。

未上場時だけでなく、上場後も非連続な成長を続けることが経済社会全体にとって重要であると考えます。

**経済産業省として上場ベンチャーの成長を促す施策を行っていただければ教えてください。**

いわゆる「上場ベンチャー」を特別にフォーカスした施策は現状ありませんが、官民で集中支援を行うJ-startupプログラムは、非上場ベンチャーだけでなく、上場ベンチャーも選定されています。

税制面では成長支援という観点で、オープンイノベーション促進税制や、DX投資促進税制他、各種税制があります。また、種々要件がありますが、いわゆる中小企業向けの施策の持続化補助金、ものづくり補助金等もあります。その他、利用できる施策種々がありますので、詳細は経済産業省や中小企業庁のホームページをご確認ください。

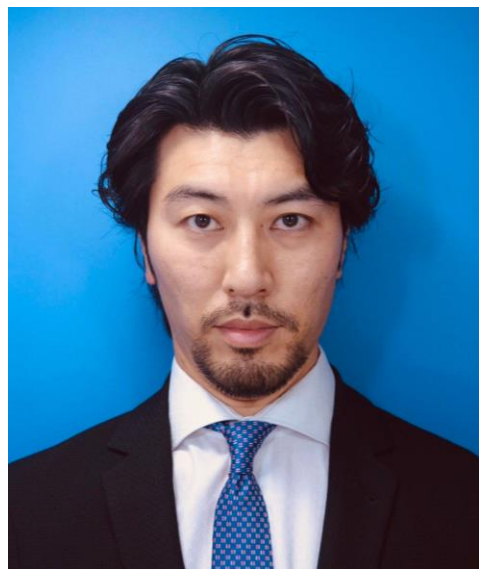
- ・ 経済産業省HP (政策一覧) <https://www.meti.go.jp/policy/index.html>
- ・ 中小企業庁HP <https://www.chusho.meti.go.jp/>

**上場後も成長を実現していくため、ベンチャーが取り組むべきことがあれば教えてください。**

特に株主を中心としたステイクホルダーとの対話が重要であると考えます。

自社の成長戦略を積極的にIRすることで、成長投資の必要性を理解してもらい、当該成長投資により仮に短期的に利益が出なかったとしても、長期的には事業として、そして会社としてスケールするために必要であることを継続的に伝えていくことが重要であると考えます。

**成長戦略をステイクホルダーにしっかりと伝え、理解を得ながら、長期視点で成長投資を行っていくべきということですね。インタビューありがとうございました。**



経済産業省  
経済産業政策局 産業創造課  
課長補佐 安藤裕介氏

# | まとめ

- スタートアップの資金調達額、IPO数はこの10年で大きく増加
- しかし上場後、大きく成長する企業は少なく成長が停滞



上場後の停滞は、日本からイノベーションを起こし、新産業を生み出す上で、大きな課題である。しかし見方を変えると、上場後の成長実現は今までフォーカスしていなかった、日本の大きな伸び代とも言える。

この10年で上場ベンチャーが数多く生まれ、そこには上場まで辿り着いた優秀な経営陣や、事業が何百とあり、大きな成長ポテンシャルを秘めている。

産官学で連携して本課題にアプローチし、日本から新産業が生まれ、世界で戦える企業を生み出していきたい。

本レポートP17に記載の、2021年3月30日時点で時価総額5,000億円を超える企業について、下記訂正を致しました。

<訂正前> 5千億円を超えた企業もメルカリとフリーのみである

<訂正後> 5千億円を超えた企業もメルカリとペプチドリームのみである

※下線部分を訂正