

# 現在のIPO候補企業が直面する課題

PwC Japan有限責任監査法人 トラストサービス開発推進部  
ディレクター **清水 直樹**

PwC Japan有限責任監査法人 財務報告アドバイザリー部  
シニアマネージャー **米谷 昂祐**

PwC Japan有限責任監査法人 財務報告アドバイザリー部  
シニアマネージャー **有山 浩平**

マネージャー **菅野 沙智恵**  
マネージャー **増田 唱太**

## はじめに

現在、IPOを目指す企業（IPO候補企業）はさまざまな課題に直面しています。上場に向けてコンプライアンス体制の強化や管理部門の充実が求められる他、自社の成長戦略や中長期的な価値創造に最も適した市場の選択に加え、IPOの最適なタイミングの見極めも重要です。さらに、企業経営においてサステナビリティとESGが欠かせないキーワードになる中で、これらの経営戦略への組み込みやサステナビリティ情報開示への対応も重要になります。

本稿では、こうしたIPO候補企業が直面する課題と、それに対して求められる対応策を解説します。

なお、文中の意見は筆者の私見であり、PwC Japan有限責任監査法人および所属部門の正式見解ではないことをあらかじめお断りします。

## 1 コンプライアンス（法令遵守）

### (1) IPOにおけるコンプライアンスの位置づけと経営者に求められる姿勢

IPOは、企業にとって成長資金を得る機会であると同時に、社会からの信頼を前提とする存在へと転換する重要な節目です。上場企業は、株主や取引先、従業員をはじめとする多様なステークホルダーに対し、透明性の高い経営と説明責任を果たし続けることが求められます。その基盤となるのがコンプライアンスです。

近年の資本市場を取り巻く環境を見渡すと、先端技術や高い成長性を投資家たちに訴えて上場した企業において、実態を伴わない売上計上や取引の不透明さ、ガバナンスの不備が上場後に明らかになる事例が見られます。これらは結果として、企業価値の大幅な毀損や経営体制の見直しにつながり、投資家のみならず市場全体の信頼を損なう要因となってきました。

こうした事例に共通して指摘されるのは、形式的には内部規程や管理体制が整備されていたにもかかわらず、経営トップ自身のコンプライアンスに対する認識が不十分であり、リスク管理を自らの責務として主体的に捉えていなかった点です。経営者がコンプライアンスの重要性を軽視した結果、不適切な判断や行為を抑止できなかったことが問題の本質です。経営者は、内部統制を設計・運用する立場にある一方で、その統制を事実上左右できる特別な立場にもあります。トップ自らがルールの例外として振る舞えば、その姿勢は組織全体に伝わり、統制は容易に形骸化します。

コンプライアンスは、上場に向けた一時的な準備事項ではありません。事業の成長を追求する中でも、守るべき一線を守り、疑義が生じた際には立ち止まり、事実に基づ

づいて判断するという、経営者の誠実性そのものが問われます。IPOはゴールではなく通過点であり、上場後も信頼され続ける企業であるために、経営者の姿勢が決定的に重要です。

## (2) ビジネスに関連するコンプライアンス体制の再確認

上場準備において不可欠なのが、自社ビジネスに関連する法令・規則を網羅的に把握し、その対応状況を再確認することです。特に急成長を遂げる企業では、短期間で事業領域や取引形態が拡大し、当初は想定していなかった法令が新たに適用対象となるケースも少なくありません。その結果、見落とししていた法令リスクが経営上の大きなリスクとなることがあります。

業法・許認可、個人情報保護、労務、下請・独占禁止、景品表示、知的財産など、関連する法令は業種やビジネスモデルによって多岐にわたります。重要なのは、一般的なチェックリストに基づく対応にとどまらず、自社の収益構造や業務プロセスを起点として、どの場面でどの法令が関係し、違反した場合にどのような影響が生じ得るのかを具体的に整理することです。

企業規模が拡大するにつれ、これまで問題とならなかった運用や慣行が、社会的に許容されなくなる場面も増えていきます。取引量や顧客数の増加、外部委託や代理店の活用、広告・情報発信の拡大などにより、法令違反が顕在化するリスクは高まります。そのため、関連法令を体系的に洗い出し、対応状況や課題を早期に可視化しておくことが重要です。

また、規程やマニュアルが整備されていても、現場で十分に理解・運用されていなければ実効性は確保できません。属人的な判断や暗黙の了解に依存してきた業務を見直し、教育、承認プロセス、モニタリングを含めた統制へと落とし込むことが、持続的な成長を支える基盤となります。

## (3) 内部通報・外部通報制度の整備と実効性の確保

コンプライアンス体制の実効性を支える重要な仕組みが、内部通報・外部通報制度です。内部窓口に加え、社外窓口の設置、匿名性の確保、通報者保護の明確化などは、上場企業として広く求められる基本的な要素です。

特に重要なのは、通報対象に経営層や役員が含まれる場合であっても、独立性を保って対応できる体制となっているかという点です。社内のみで完結する仕組みでは、通報がためらわれたり、対応の公正性に疑念が生じたり

するおそれがあります。そのため、外部専門家を活用した窓口の設置や、監査役等との連携が有効とされています。

もっとも、制度は設けるだけでは機能しません。通報が不利益につながらないという信頼、調査が適切かつ公正に行われるという安心感、そして通報を「組織を守る行為」として受け止める文化が不可欠です。経営層が制度の意義を継続的に発信し、実際の対応を通じて信頼を積み重ねていくことが、実効性確保の鍵となります。

## (4) コンプライアンス違反発生後に問われる初動対応と再発防止

万一、コンプライアンス違反が発生した場合、企業評価を大きく左右するのが初動対応です。事実関係の迅速な把握、証拠の保全、関係者の切り分け、適切な情報開示と説明責任の履行が不可欠であり、初動を誤れば、問題の内容以上に企業姿勢への不信が拡大するおそれがあります。

このような事態に備え、リスク・コンプライアンス委員会を設置し、平時から横断的にリスクを把握・議論する体制を整えておくことが重要です。同委員会は、問題発生時の対応方針を迅速に整理する司令塔として機能するとともに、再発防止策の妥当性や運用状況を継続的に確認する役割を担います。対応を個人の問題にとどめず、組織や仕組みの改善につなげる姿勢が、信頼回復と企業価値の維持につながります。

## (5) グローバル展開企業に求められるコンプライアンス対応

グローバルに事業を展開する企業（グローバル展開企業）では、国内対応とは異なる難しさがあります。国内では共通の法制度や商慣行を前提に統制を設計できますが、海外では国・地域ごとに法規制、行政運用、文化、倫理観が大きく異なります。贈収賄防止、制裁・輸出管理、個人情報の越境移転、代理店管理などは、特に慎重な対応が求められる分野です。

海外対応が難しい理由は、言語や距離の問題に加え、現地では一般的とされる慣行が、本社やグループ全体の基準では許容されないケースが少なくない点にあります。現地任せにすれば統制が効かず、逆に本社基準を一律に適用すれば、事業活動に支障を来す可能性もあります。

だからこそ、グループ共通の最低基準を明確にしたうえで、リスクの高い国や取引に重点を置いた統制、教育、モニタリングを行うことが重要です。海外コンプライアンス

スはコストではなく、グローバルでの信頼を確保し、事業を持続的に成長させるための重要な経営基盤と言えます。

## 2 IPOの最適タイミングをどう見極めるか

### (1) 上場時の時価総額とIPOのタイミング

日本のIPO市場では、本特集の最初の論考で述べたとおり、2020年代に入ってから小型IPOが多数を占める分布構造が強まりました。これは、成長段階にある企業が資本市場にアクセスしやすくなった結果とも言えます。会社にとってIPOの適否を判断するうえで本質的に重要なのは、事業の成長ストーリーと、その成長に資本市場を活用するタイミングとが合理的であるかという点です。

例えば、事業の普及や収益化が一定程度進んだ後にIPOを行えば、上場後に市場が期待する成長余地は限定されやすくなります。反対に、事業モデルが合理的に説明でき、かつ成長可能性についても説得力をもって示せる段階でIPOを行うことができれば、資本市場を活用した成長加速が現実的なものとして評価されやすくなります。

したがって、上場後の成長ストーリーが合理的に説明可能なタイミングであるか見極める必要があります。

### (2) 上場後成長と成長ストーリーの実現可能性

IPO時には一定の成長期待が織り込まれて上場した企業であっても、その期待が必ずしも持続的な企業価値の向上につながっていないケースが少なくありません。上場後の時価総額の推移を見ると、上場後に時価総額が大きく伸長する企業は一部にとどまり、半数前後の企業が上場時の時価総額水準を下回るとも言われています。

この要因の一つとしては、IPO時の成長ストーリーの実現可能性が十分に担保されていないことが考えられます。成長ストーリーを計画する際には、ターゲットとする市場規模や競争環境、自社の事業体制、組織や人材、オペレーションの拡張性などを踏まえ、その成長の実現可能性を合理的に説明できることが重要です。

成長ストーリーの蓋然性が十分に担保されないままIPOを行った場合、上場後に事業環境の変化や実行面での制約に直面し、計画どおりの成長を実現できないリスクが高まります。IPOは、成長ストーリーを計画するだけでなく、ストーリーがすでに軌道に乗り始めていること、そしてそのストーリーを支える体制が確保できることを示していく必要があります。

### (3) 成長戦略としてのIPOと成長手段の組み合わせ

IPOを成長戦略として捉え直す際には、上場後の成長のあり方についても整理しておく必要があります。基本となるのは、あくまで自社の事業モデルに基づくオーガニック成長です。既存事業の拡大や新市場への展開、プロダクト・サービスの高度化などを通じて、持続的に成長していくことが企業価値向上の軸となります。

そのうえで、オーガニック成長を補完・加速させる手段として位置付けられるのが、インオーガニック成長です。M&Aや業務提携などは、時間をかけて内製で構築するには難しい機能や市場アクセスを獲得する有効な手段となり得ます。ただし、インオーガニック成長はそれ自体が目的となるものではなく、あくまでオーガニック成長を前提とした戦略の延長線上で検討されるべきものです。

このように、上場後成長を見据え、IPOを成長戦略の中にどう組み込むかという視点が必要です。IPOは、事業特性や成長フェーズを踏まえたタイミング、また、その後の成長を実行していくための準備ができていないタイミングで行うことが重要となります。

## 3 IPOを目指す企業に求められる管理部門の充実

IPOを目指す企業にとって、管理部門はもはや決算・開示のためのコストセンターではありません。コーポレートガバナンス・コードの改訂や市場区分再編、有価証券報告書における人的資本・サステナビリティ情報の開示拡充を背景に、管理部門には、ガバナンスと成長戦略を支える中枢としての役割が求められています。

その一方で、現場からは制度対応に追われ、管理部門が疲弊している、採用難で必要な人材が確保できない、といった声が多く聞かれます。加えて、DX・AI活用への期待が高まる一方、それに伴う内部統制・ガバナンスのあり方への不安も無視できません。こうした業務負荷の急増、人材不足、DX・AI活用、内部統制・ガバナンスという4つの波を、個別の論点としてではなく、上場企業としての管理部門をどう再設計するかという一体の課題として捉えることが重要になっています。

### (1) 制度環境の変化がもたらす業務負荷の急増

管理部門の業務負荷増大は、企業固有の事情というより、制度環境の変化がもたらした必然です。金融庁と東京証券取引所が策定するコーポレートガバナンス・コードは、2021年の改訂で、取締役会の機能強化やスキルマト



リックス開示、サステナビリティや人的資本に関する情報の充実などを求めるようになりました。

市場区分再編に伴い、上場企業、特にプライム市場を志向する企業には、ガバナンス報告書の充実や英文開示の拡大など、従来以上に高度で多面的な情報開示が求められています。有価証券報告書でも、人的資本・多様性・サステナビリティといった非財務情報について、定量・定性の両面から記載することが求められ、従来の経理・財務の枠を超えた情報収集と整理が必要になっています。

加えて、J-SOXへの対応も継続的な負荷です。新たなシステム導入や組織再編、事業拡大のたびに、業務プロセスと統制の見直し、評価が発生します。今後もガバナンス・開示を巡る基準は高度化していくと見込まれ、管理部門の業務量と必要な専門性は、構造的に増加していくと考えられます。

## (2) 人材不足時代の管理部門づくり

こうした要請の一方で、日本全体の労働人口減少を背景に、管理部門人材の採用環境は厳しさを増しています。上場準備企業・上場企業間で、開示実務や内部統制・内部監査を担える人材の獲得競争が起きており、経験者を採れば解決するという発想は現実的ではありません。

同時に、政府が公表した「人的資本可視化指針」や有価証券報告書における人的資本開示の義務化を通じて、投資家は企業の人材戦略、その中で管理部門をどう位置付けているかを注視するようになっていきます。どのようなスキルポートフォリオで管理部門を構成し、どのように育成していくのかを、経営戦略と整合的に説明することが求められます。

そのためには、「人数を増やす」という発想からの転換が不可欠です。何を内製し、何を外部リソース（BPO、専門ファーム、シェアードサービスなど）に委ねるかを設計し、ルーチンワークに人を張り付けるのではなく、判断・モニタリング・経営への示唆出しといった付加価値の高い領域に人材を集中させることが重要になります。会計・法務・IT・データといった複数の専門領域を跨ぐハイブリッド人材を、採用と育成の両面でどう確保していくかも、上場後を見据えた管理部門づくりの核心と言えるでしょう。

## (3) DX・AIと内部統制を一体で設計する

人材制約を踏まえると、管理部門のDX・AI活用は、「あと便利なもの」ではなく「前提」となりつつあります。経済産業省の「DX推進指標」や「DX認定制度」が示す

ように、バックオフィスを含めた全社的なデジタル変革は、中長期的な競争力の源泉であり、投資家からの評価対象にもなっています。

管理部門におけるDX・AI活用の具体例としては、経理・決算領域でのクラウド会計や仕訳・照合作業の自動化に加え、基幹・周辺システムのデータ連携強化（API／自動照合）により、手作業削減と決算早期化が図られています。さらに開示・IR領域では過去開示や同業他社の開示を検索し、その結果に企業固有の事情を反映して生成AIがドラフト作成を支援することなどが挙げられます。コンプライアンス・法務領域でも、契約審査ワークフローや規程管理、内部通報システムの電子化・一元管理が進んでいます。

こうした取り組みを進める際に欠かせないのが、内部統制・ガバナンスの視点です。金融庁の「財務報告に係る内部統制の評価及び監査に関する実施基準」は、IT全般統制やアプリケーション統制の考え方を示しており、クラウドサービスやRPAを決算・開示プロセスに組み込む際の基本的な参照枠組みとなります。経済産業省などによるAIガバナンスの議論や、個人情報保護委員会が公表する個人情報保護法に基づく各種ガイドライン（いわゆるAI・ビッグデータ活用に関するガイドライン）も、生成AIや分析AIを業務に活用する際の前提として押さえておく必要があります。

管理部門でのDX・AI活用においては、クラウドサービス利用時のアクセス管理・ログ管理・ベンダー管理、RPAやワークフロー導入時の開発・変更管理、例外処理の設計などが具体的な統制論点となります。生成AIを活用する場合には、入力データに含まれる機微情報・個人情報の扱い、出力結果の検証プロセス、意思決定への利用範囲の明確化は必須です。さらに、生成AIの出力は必ず人がレビューし、重要開示文書では責任者による最終承認プロセスを設ける必要があります。重要なのは、DX・AI導入後に統制対応を後付けで行うのではなく、企画段階から内部統制・ガバナンスを織り込むことです。

業務負荷の増大、人材不足、DX・AI活用、内部統制・ガバナンスという4つのテーマは、いずれもIPOを目指す企業にとって喫緊の課題です。しかしそれらは、本来、上場企業としてふさわしい管理部門をどう設計し、育てていくか、という1つの問いに収められます。

まずは、自社の業務・人材・システム・統制の現状を客観的に棚卸しして、上場後数年を見据えた管理部門のあるべき姿を明確に描くことが出発点になります。そのうえ

で、人材ポートフォリオ、DX・AI活用、外部リソースの活用を含む移行計画を策定し、段階的に実行していくことが重要です。管理部門の充実はコストではなく、上場企業としての信頼性と持続的成長を支える基盤への投資である、という認識を、経営として明確に打ち出していくことが求められます。

## 4 サステナビリティ

### (1) サステナビリティおよびESGの定義

近年の企業経営において、サステナビリティとESG（環境：Environment、社会：Social、ガバナンス：Governance）は欠かせないキーワードです。サステナビリティとは、企業が社会・環境・経済の持続可能性を前提に、長期的に価値を創出するため企業活動を継続していくことを指します。ESGは、これら3つの観点から企業活動を測定可能な形で可視化する枠組みです。

IPOに際しては、これらの価値観を経営戦略に組み込み、財務情報と同様にサステナビリティ情報を開示することで、投資家からの信頼を獲得し、市場での評価向上に繋げることが求められています。特に新規上場企業においては、持続可能な成長を示す透明性の高い情報開示が資金調達や取引先・顧客の獲得に極めて重要です。

### (2) 事業特性に応じた重要課題の識別と開示水準の確保

サステナビリティ対応を推進するうえで不可欠なのは、自社の事業特性を踏まえた重要課題（マテリアリティ）の識別です。製造業であれば環境負荷低減や安全衛生管理が中心課題となり、サービス業であれば人材育成や顧客満足度向上、情報セキュリティなどが焦点となります。このように、業種や事業モデルにより優先すべきESG課題は異なるため、画一的な対応ではなく、具体的かつ実務に即した課題設定が必須となります。

重要課題の特定にあたっては、社内外のステークホルダー（株主、顧客、従業員、取引先、地域社会など）の期待や要望を丁寧に把握し、国際的なガイドラインや法規制動向も考慮のうえ議論を重ねることが必要です。

開示水準については、IPO後の投資家や社会からの信頼を確保するため、定量的かつ定性的なデータを網羅的に提供することが求められます。例えば、CO<sub>2</sub>排出量や水使用量の数値、女性管理職比率、安全事故発生件数といったKPIを明示し、単なる理念の表明にとどまらない具

体的な成果を示すことで、外部評価の客観性と透明性を高めることができます。

### (3) 中長期的に不可避の課題と外部環境の変化

地球温暖化の進展、社会の高齢化・多様化、テクノロジー革新による産業構造の変化など、事業環境は今後も大きな変動が見込まれます。こうした外部環境の変化に伴い、企業が対応を迫られるESG課題も高度化・多様化していきます。中長期的には、気候変動リスクへの対応や脱炭素経営の実現、人権尊重の徹底、デジタル時代ならではの情報倫理・プライバシー保護などが避けて通れない課題となると考えられます。

特に気候変動問題は世界的な政策・規制強化の流れと市民意識の高まりから、企業の生産活動やサプライチェーン全体に影響を及ぼします。気候関連財務情報開示タスクフォース（TCFD）が示すシナリオ分析やリスク評価を活用して、どの程度の影響が見込まれるか、どのような対策を講じるかを早期に検討することが必要です。

### (4) 事業成長と競争力強化に向けたサステナビリティ戦略の位置づけ

サステナビリティ対応は単なるコンプライアンスやイメージ向上施策ではなく、中長期の事業成長や競争力強化を実現する経営戦略の中核に位置づけるべきです。環境負荷低減や資源循環技術の導入、新たな事業機会の創出、人材の多様性・働きやすさの実現といった取り組みは、企業のイノベーション力やブランド価値の向上につながります。

また、ESGを重視する投資家やファンドが増加する中、サステナビリティ戦略を経営の柱とすることは資金調達の面でもプラスに働きます。IPO時の開示資料においても、「ESG戦略がどのように事業価値創造に寄与しているか」を具体的に示すことで、株主価値の最大化に向けた責任ある経営姿勢を伝えられます。

さらに、サステナビリティを重視する企業文化の醸成により、優秀な人材の確保・育成や従業員エンゲージメントの向上も期待できます。これにより内部の組織力が強化され、外部環境の変化にも柔軟に対応できる強靱な企業体質が形成されます。

IPO準備の段階からESGおよびサステナビリティを経営ビジョンの中心に据え、KPIの設定・進捗管理を実施し、透明性の高い情報開示を行うことが、持続的な企業価値向上に不可欠です。

以上のように、IPO準備におけるサステナビリティ対応は、企業の社会的責任を果たすと同時に、投資家やステークホルダーからの評価を高め、市場での競争優位性を獲得する基盤となります。経営トップの強いコミットメントのもと、全社的に取り組みを推進することが求められます。

5

海外を含む最適な市場の選択

(1) IPOの目的

IPOは資金調達だけでなく、信用力の獲得、採用力の向上、事業提携・M&Aの加速、ガバナンスの高度化など、経営のレバーを一段引き上げる施策です。上場により株式は広く売買され、企業価値が市場で可視化される一方、投資家保護の観点から、開示・内部統制・ガバナンスは一定の水準を保つことが継続的に求められます。

IPOの目的は、単に上場することではなく、企業の持続的な成長を実現するための手段です。上場のしやすさだけで市場を選択するのではなく、自社の成長戦略や中長期的な価値創造に最も適した市場を選ぶことが推奨されます。

(2) IPO市場選択の重要性・判断軸

市場の選択は、投資家層・評価（バリュエーション）・流動性・調達手段・開示負担・上場維持コストなどを決めることになり、IPOの成否のみならず、IPO後の企業成長の行方をも左右する重要な要素です。また上場市場は、

国内市場だけではなく、米国やアジア、欧州などの海外市場も存在します。

そこで、選択の際の判断軸を以下の6つに整理します（図表1）。

図表1：IPO市場選択の際の判断軸

| 項目         | 概要                                                     |
|------------|--------------------------------------------------------|
| 資金需要       | 調達規模・調達頻度をどのように考えるか（IPO時のみか、上場後の増資や転換社債も視野にあるか）        |
| 投資家への適合    | どのような投資家との対話を重視するか（国内投資家か、グローバル機関投資家か）                 |
| 規制対応       | どのような規制対応が想定されるか（内部統制・監査・開示（四半期対応等）、言語、IR、登録書類など）      |
| 事業の主戦場・成熟度 | 売上・顧客・競合がどこにあるか、事業の成熟度と目標とする市場の評価軸（成長性、安定性など）との適合性はあるか |
| 人材確保・M&A戦略 | どのような人材の獲得を想定しているか、企業成長に向けて、どのような企業買収を想定しているか          |
| 上場後の柔軟性    | どのような上場後の規制対応や上場維持に伴う負担が存在するか                          |

出所：PwC作成

(3) 東証と米国市場の特徴

昨今、日本企業においては、日本市場のみならず、米国市場を上場先の選択肢として検討する企業も増加してきています。そこで、図表1に挙げた判断軸ごとに、東証と米国市場の特徴を図表2に整理します。

東証と米国市場は、いずれも資本市場として企業成長を支える一方で、上場後に企業が向き合う投資家層、評価（バリュエーション）の形成、流動性、資金調達の広がり、そして市場から求められる規律の質が大きく異なりま

図表2：東証と米国市場の特徴

| 項目         | 東証                                                                                   | 米国市場                                                                                                        |
|------------|--------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 資金需要       | ● 調達環境は安定的だが、グローバル大型調達では米国に比べ市場規模は限定的である                                             | ● 世界最大の株式市場で、資金供給力が極めて大きい                                                                                   |
| 投資家への適合    | ● 国内機関投資家が多く、比較的長期志向の投資家が多い<br>● 投資家への開示は、事業の成長性、ガバナンス、リスク情報など多面的である一方、ボイラプレートになりやすい | ● グローバル機関投資家、成長志向の投資家为中心である<br>● IPO前から投資家との対話が重要視され、成長率や市場規模、スケーラビリティ、ガバナンス等が重視され、会社の訴求ポイントやリスク情報を積極的に開示する |
| 規制対応       | ● 金商法、東証規則、J-SOX対応が必要となる<br>● 上場前のIPO準備、継続的な運用、人材におけるコストは一定程度発生する                    | ● SEC規制、US-SOXへの対応が必要となる<br>● 上場前のIPO準備コスト、継続的な運用、人材におけるコスト負担が構造的に重い                                        |
| 事業の主戦場・成熟度 | ● 国内市場が主戦場の企業、事業モデルが一定程度成熟している企業と親和性が高い                                              | ● グローバル市場を主戦場とする企業、高成長フェーズの企業と親和性が高い                                                                        |
| 人材確保・M&A戦略 | ● 国内人材の採用力向上、国内M&Aの信用力向上に寄与する                                                        | ● グローバル人材の採用競争力、株式対価を用いたクロスボーダーM&Aの実行力が向上する<br>● 開示や内部統制の専門人材確保の難易度が高い                                      |
| 上場後の柔軟性    | ● 事業の継続性・安定性を重視した対話为中心<br>● 株価の市場反応は比較的緩やか                                           | ● 常に市場との対話が前提<br>● 株価への市場反応が速く、投資判断の説明責任が重い                                                                 |

出所：PwC作成



す。東証は市場区分の設計思想が明確で、企業の成長段階やガバナンス成熟度に応じて、対話の相手と求められる規律を段階的に整えやすいという特徴があります。国内投資家との中長期的な対話を軸に、安定性と継続性を重視しながら企業価値の形成を図りやすい点は、大きな強みと言えます。

これに対し米国市場は、グローバル資本へのアクセスと高い流動性を背景に、成長企業がスケールするための選択肢となり得ます。会社の成長段階に応じた市場が存在し、成長率や市場規模、スケーラビリティを重視する投資家層との対話を通じて、調達機会のみならず、株式を用いたインセンティブ設計やクロスボーダーでの機動的なM&Aなど、成長の選択肢そのものを押し広げる可能性があります。一方でその魅力は上場後の要求水準の高さと表裏一体であり、開示・内部統制・投資家対応において、より高い即応性と精度が必要です。

したがって、海外上場でもとりわけ米国上場は、日本

上場の単なる延長として扱うのではなく、上場後の運用まで含めた前提条件を明確にしたうえで検討する必要があります。

#### (4) 最適な市場選択に向けて

最適な市場とは上場しやすい市場ではなく、目的（資金・信用・投資家層・成長戦略）に対して、最小の資本コストと適度な規制の下で企業価値を最大化できる市場です。

実務上は、自社の事業領域や事業展開する地域、資本政策（調達規模・希薄化許容・ストックオプション活用）、投資家ターゲット（国内／海外機関比率）、開示・内部統制の到達目標（いつ、どこまで）を先に定義し、東証各市場と米国市場を同一の判断軸でスコアリングし、上場後の運用計画（IR・監査・内部統制・人材）を考慮して意思決定することが望まれます。

#### 清水 直樹（しみず なおき）

PwC Japan有限責任監査法人 トラストサービス開発推進部 ディレクター  
2006年公認会計士登録。会計監査業務経験後、東京証券取引所への出向を経て、上場準備に関する支援を中心に、内部管理体制整備や会計アドバイザリー業務に従事。現在は、オーナー経営者とファミリー、および事業にまたがる課題に対し、所有とファミリー、事業の各側面を統合的に支援している。  
メールアドレス：naoki.shimizu@pwc.com



#### 米谷 昂祐（よねや こうすけ）

PwC Japan有限責任監査法人 財務報告アドバイザリー部 シニアマネージャー  
大手メーカー監査を経て、2019年入所。入所後に大手証券会社の公開引受部へ2年間出向し、現在はIPOに関するアドバイザリー業務を担当。  
メールアドレス：kosuke.yoneya@pwc.com



#### 有山 浩平（ありやま こうへい）

PwC Japan有限責任監査法人 財務報告アドバイザリー部 シニアマネージャー  
2016年入所。入所後に大手証券会社の公開引受部へ2年間出向し、現在はIPOに関するアドバイザリー業務を担当。  
メールアドレス：kohei.ariyama@pwc.com



#### 菅野 沙智恵（かんの さちえ）

PwC Japan有限責任監査法人 財務報告アドバイザリー部 マネージャー  
大手IT企業2社のIPO経験を経て、2015年に入所。入所後は、IPOに関するアドバイザリー業務を担当。  
メールアドレス：sachie.kanno@pwc.com



#### 増田 唱太（ますだ しょうた）

PwC Japan有限責任監査法人 財務報告アドバイザリー部 マネージャー  
大手メーカー監査経験を経て、2024年に入所。入所後は、IPOに関するアドバイザリー業務を担当。  
メールアドレス：shota.masuda@pwc.com

