

# asecc:アメリカのNASDAQ上場の可能性を探る:日本とアメリカの上場慣行の比較分析

## 上場と金融戦略に関するグローバルな視点

近年では、日本のスタートアップ企業が東京証券取引所(TSE)ではなくNASDAQへの上場を選択するケースが増えています。今までの成功事例によって、アメリカでの上場が達成できない目標だという、今までの一般的な考えを覆しました。結果、ますます多くの企業がアメリカでの上場を現実的な選択肢として真剣に検討するようになっていきます。

プロジェクトの立ち上げから成功に至るまでのNASDAQ上場準備の実績に基づいて、アメリカでの上場への関心が高まっています。ここで、その要因を探る為にアメリカでの上場に関する一般的な認識や誤解の実態に迫り、上場後に考えないといけない事や潜在的な落とし穴や課題についても明らかにします。ここでの意見は、あくまで個人的な見解ですので、その点はご了承ください。

### 1. はじめに

2020年にNASDAQ上場プロジェクト(PJ)を始めた際、アメリカでの株式公開を目指す日系企業はごく僅かしかありませんでした。前例の少なさから、参考にできるリソースや事例が限られており、この時点ではほとんど未開拓の領域でした。道のりは、試行錯誤も多く、時には予期せぬ課題や回り道にも直面しました。しかし、これらの経験により、日本とアメリカの二重上場を行うにあたっての複雑さを理解する為の貴重な洞察をもたらしました。

このレポートの目的は、アメリカでの上場プロセスを明確にし、読者の上場や財務戦略を検討する上で役立つ実践的な指針を提供することです。

## グローバル資本市場の位置付け

はじめに、資本市場の主要な時価総額を世界的に比較します(図1)。この比較図は、それぞれの市場がリスクキャピタルを提供する能力を示しており、「各取引所に上場している企業がどの程度の時価総額成長を達成できるか」ということを効果的に表しています。

2023年9月時点の時価総額で首位を占めているのはニューヨーク証券取引所(NYSE)でした。それに続く第2位はNASDAQ取引所でした。注目すべき点として、これら2つの主要市場と3位の上海証券取引所との間には大きな差があります。4位と5位には、日本取引所グループを含んだ他の重要市場が、ほぼ同水準のパフォーマンスを示していました。

地域や国別の時価総額に関して(図2参照)、アメリカは世界市場の46.1%という圧倒的なシェアを占め、日本は僅か5.8%にとどまっています。アメリカは依然として世界最大の市場シェアを持ち、世界全体の時価総額の半分を占めています。最近では、中国経済を取り巻く不確実性からリスクキャピタルが他市場に流入し、日本株の成長にも寄与しています。しかし、それでもアメリカは依然として資

本の主要な供給源であり、世界の時価総額の約50%を維持することで、グローバルなリスクキャピタルを一つの主要市場に集中させています(図3)。

次に、主要市場での企業1社当たりの中央値時価総額を比較します。TSEプライム市場に上場している企業の時価総額中央値は約600億円であるのに対し、NYSEとNASDAQではそれぞれ約3,270億円と2,000億円となっています。一方、ロンドンの時価総額は約1,950億円です。このデータは、TSEプライム上場企業の時価総額が相対的に低いことを示しています(図4)。

### 3. グローバルなIPO資金調達の位置付け

ここでは、グローバルな資本市場におけるIPO資金調達について検討します(図5)。これは、企業がリスクキャピタルを調達する能力を示しており、特に資金調達を目的としたクロスボーダー上場を検討する際には重要なデータとなります。

IPO資金調達額では、上海証券取引所と深圳証券取引所が1位と2位を占め、それに続く3位と4位にはNASDAQとNYSEがランクインしています。アブダビ、インド、インドネシア、香港が5位以下に位置し、日本はランキングにも入っていません。

この傾向は、日本市場に上場している外国企業数の急激な減少にも反映されています。この数は30年前の110社から現在では僅か6社にまで減少しており、日本のIPO市場の国際的な魅力が大幅に低下していることを示しています。

日本とアメリカにおけるIPO資金調達額の中央値を比較すると、顕著な違いが浮かび上がります。調達額に大きな差があるだけでなく、日本のIPO市場が長年にわたり比較的安定している一方で、アメリカ市場は2020年に著しい急成長を遂げました(図6)。この差異は、両国の金融環境や市場動向の違いによるものと考えられます。

グローバルな過剰流動性が金融緩和政策によりアメリカのIPO市場に大きく流れ込んだのに対し、日本のIPO市場にはそれほど資本が投入されませんでした。これは、日本のIPO市場が比較的ニッチで安定しており、主に国内のリスクキャピタルによって支えられていることを示しています。経済産業省(METI)は、IPO資金調達の規模が限定的であることが、その後の成長鈍化に寄与していると指摘しています。

東京証券取引所(TSE)マザーズグロース市場は、主に国内のリスクキャピタルによって支えられており、上場時の中央値時価総額は72億円、資金調達額の中央値は6億円です(図7参照)。日本のIPO市場は、小規模な上場が多いとして批判されることがよくありますが、これらの上場規模と企業価値、市場がリスクキャピタルを提供する能力の限界との関係については、慎重に検討する必要があります。

2021年8月、GAFAGグループに属するアメリカ企業の総時価総額が日本株全体の時価総額を上回るという報告がありました。これは非常に衝撃的な事実でした。株式市場の成長傾向は、図8に示されているように、GAFAMの圧倒的なパフォーマンスを更に際立たせています。しかし、「GAFAMを除けば、アメリカ市場は日本市場と大差ない」という主張は単純化しすぎた見解です。投資家の視点から見ると、GAFAM以外への投資を検討することは大胆な選択となり、市場全体の動向はより複雑な解決策を示唆しているのかもしれない。

企業の視点では、状況は全く異なります。NASDAQは、一貫してGAFAMとして知られるスタートアップの成長戦略を支える為に必要なリスクキャピタルを提供し、それを今日の巨大企業へと変貌させ

ました。言い換えれば、スタートアップがグローバルな大手企業へと進化するには、革新的な技術やサービスの開発(事業戦略)に注力するだけでなく、成長を支える十分なリスクキャピタルを柔軟に調達できる金融戦略が必要です。

日本とアメリカの上場慣行とその背景を比較し、関連する課題に焦点を当てて検討する必要があります。

#### (1) IPOリスクキャピタルの投資家構成

アメリカでは、IPOで提供されるリスクキャピタルの約80%が機関投資家から(IPO時に割り当てられる株式の割合に基づいて)供給されるのに対し、日本では約70%を個人投資家が占めています。この投資家構成の違いは、市場規則やシステム、構造を支える基本原則に影響を与えている可能性があります。具体的には、アメリカ市場は機関投資家の「自己責任」を前提に構築されており、企業は投資家との交渉を通じて柔軟な条件を設定できる環境にあります。一方、日本の市場環境は個人投資家の「投資家保護」に重点を置いており、企業はこれらの投資家が直面する様々なコストを軽減する為に厳格な規制やガイドラインに従うことが求められています。この違いは、上場慣行における以下の様な違いにも反映されています。

#### (2) 上場審査基準と実質的な制約

アメリカでは、上場審査は主に公開された基準に従って行われますが、日本ではこれらの正式なガイドラインに加えて「事実上の制約」も考慮されています。

#### (1) レッドリスティング

NASDAQキャピタル市場とTSEグロース市場は、スタートアップが通常株式を上場する主要な市場です。

NASDAQキャピタル市場は3つの上場基準を提供しており、企業はそこから1つを選択できます。特に、収益性基準以外を選択した場合、事業成績は審査プロセスに考慮されません。注目すべき点として、NASDAQでのIPOの約80%が「赤字」で上場しており、財務状況が評価プロセスに影響を与えることはありません。

一方、TSEグロース(マザーズ)市場の上場基準には業績要件は含まれていませんが、上場直前の事業年度において経常損失を計上するIPOは僅か約4%にとどまります。これは事実上、企業が黒字である必要があることを示唆しており、事業継続性や成長可能性の評価方法の違いによるもの可能性があります。アメリカではこれらの要素を投資家が自ら評価するのに対し、日本ではこれらが正式な審査プロセスの一部となっています。その結果、アメリカ企業は上場直前に大規模な投資を行うなど、積極的な成長戦略を実施する柔軟性を持っています。一方で、日系企業は成長イニシアチブを一時停止し、収益性の確保や正確な財務予測を達成する為に、投資を延期したり、既に計画されている投資に限定する傾向があります。この慎重な成長の抑制が、日本における上場後の成長の遅さの原因になっている可能性があります。

(2) 経営資源には通常、人、物、金、情報が含まれますが、企業の株式保有比率こそが経営において一番基本的かつ影響力のある資源であると考えます。スタートアップの初期段階では、企業は最小限の資源でスタートし、他の形態の資本と引き換えに株式を利用することが一般的です。この株式を活用した財務戦略は資本政策として知られ、種類株式はこの戦略的利点を強化しています。例えば、創業者が複数の議決権を持つ株式を保有している場合、大量の普通株式を売却することが可能です。これにより、株式の流動性が高まり、強力なリーダーシップや経営権を維持しながら、企業は多額の資本を調達することができます。

アメリカでは種類株式の上場は一般的でIPO全体の15%から20%を占めており、この割合は着実に増えています。更に、第三者割当や戦略的パートナーシップ、その他の金融手法を通じて、正式な上場前に資本を確保することも可能です。

この政策は柔軟性があり、企業の成長戦略を制約しません。一方、日本では上場直前の最終段階に入ると、事実上の制約により、この期間中に資本戦略を一時停止することを余儀なくされます。これにより、成長計画に一定の制限が生じます。また、種類株式の上場は認められているものの、この枠組みで上場した企業は1社のみであり、実際に制約が存在していることを示しています。

### (iii) 上場オプションの多様性と投資家との関係

アメリカでは、企業が上場する為の主な方法が4つあります。それは、従来型のIPO、直接上場(Direct Listing)、特別買収目的会社(SPAC: Special Purpose Acquisition Company)、リバースマージャーです。企業は、自身の上場目標に応じて投資収益率が一番高い方法を選択できます。但し、各上場オプションは、株式の流動性、価格の安定性、IPO価格設定プロセスに影響を与える為、企業の財務目標や全体的な戦略に最適な方法を選択する必要があります。

また、企業固有のニーズに対応し、投資家との意義あるコミュニケーションを育む為に、投資家向け広報(IR)戦略を開発することが重要です。しかし、日本では直接上場が利用可能なものの、過去16年間でこの方法を採用した企業は1社しかなく、事実上従来型の新規株式公開(IPO)が主要選択肢となっています。全ての企業が標準化されたルール、プロセス、スケジュールに従う為、投資家が情報に基づいた投資判断を下す際のコストが少なくてすみます。その結果、企業は上場前後に積極的な投資家向け広報活動を余り行わなくてよくなります。

## (3) IPO価格設定と資金調達のトレードオフ

アメリカでは、初期価格帯の上限近くで高い集中的な応募がある場合、IPO価格設定プロセスが調整されます。この場合、価格帯が再設定され、発行価格を決定するプロセスが再検討され、企業の期待と市場需要により近い最終的なIPO価格を調整されます。

これに対して、日本では伝統的に需要が高い場合でも暫定価格が上限に設定される傾向があります。しかし、最近の改革によって柔軟的に元の暫定条件の80%から120%の範囲内で価格が調整可能となりました。この変更は、以前のシステム下で企業が不当に不利な立場に置かれていたという懸念を反映しています。

企業にとって、公募価格をその真の価値に近づけることが理想的ですが、このアプローチでは、投資家が情報に基づいた判断を下す負担が大きくなります。本質的に、株価が公募価格を超えるかどうかは、企業の成長見通しに対する投資家の見解と、市場の需給動向によって決定されます。このプロセスは、より慎重な投資家基盤を生み出し、リスク資本がより需要の高い公募に集中する結果となります。

実際、アメリカでは、投資家の関心を惹きつけることができない株式は、上場審査に合格しても需要不足の為IPOが延期されることがあります。言い換えれば、証券取引委員会(SEC)からの承認だけでは、必ずしも成功した上場を保証することができません。

また、公的企業となる為の取引所からの承認を得ることと、実際に公開取引が可能となる上場適格性要件を満たすことの間には、もう一つの障壁があります。日本におけるIPO価格設定の更なる改革が見込まれる一方で、IPO株式が常に利益を生む(低リスクで高リターン投資)という認識が、小口投資家からIPO市場へのリスク資本の安定した投資を維持する上で重要な役割を果たしてきたことを理解することが重要です。

更に、企業が上場審査を無事通過すると、主幹事証券会社は自信を持って投資家に株式を販売することができる為、多くの人々が承認プロセスを上場と同じと考える傾向があります。しかし、この誤解が解消されれば、資金調達ハードルが上がり、IPOプロセスを管理する証券会社の数が増えると共に、上場前後における投資家向け広報(IR)の重要性が高まる可能性があります。

#### (4) 上場廃止基準と非上場市場の流動性

アメリカの株式市場は、厳しい上場廃止基準と企業の迅速な入れ替えが行われているというイメージがあります。実際には、企業が上場廃止基準に違反した場合、取引所は通常、自動的に上場廃止通知を発行します。しかし、問題が猶予期間内に解消されれば、市場適格性を回復することが可能です。また、このプロセスには、将来の見通しを含めた議論が含まれる為、上場廃止プロセスは一見するほど厳格ではありません。多くの場合、上場廃止は合併や買収、組織再編などの理由で行われます。

更に、アメリカには確立された店頭市場(OTC)があり、上場廃止された証券の取引プラットフォームを提供しています。これにより、上場廃止株式の流動性が維持され、投資家のリスクが軽減されます。その結果、アメリカの資本市場は、異なる市場が調和して機能する多層的で分散型の構造を特徴としています。

一方で、日本の市場はより中央集権的であり、東京証券取引所(TSE)を中心に展開しています。日本では「上場廃止は大きな問題ではない」という認識があるようです。これは、非上場市場が未発達な国においては、上場廃止が流動性の喪失に繋がる為です。また、上場廃止後は資金調達手段がほぼ皆無となり、成長戦略が大幅に制限されます。このような投資家にとって重大な負の影響を考えると、日本の市場環境では上場廃止を効果的に行うことが難しいように思われます。

上場廃止基準を厳格化する傾向が強まる一方で、非上場市場の活性化と市場間の協力的な枠組みがなければ、市場が投資家にとって単にリスクの高いものになる懸念も存在します。

#### (5) 会計基準と投資家関係

アメリカ市場に上場している企業は、アメリカ一般会計基準(US GAAP)に従う必要がありますが、これは日本の会計基準(JGAAP)とは大きく異なります。特に、のれんの取り扱いや上場準備費用における違いが顕著です。これらの違いは、両国の財務実務において文化的で戦略的な違いを反映しています。

##### (i) のれん

US GAAPの下では、のれん代は償却されず、代わりに減損テストが行われます。M&Aが期待通りの結果をもたらさない場合にのみ減損損失が認識されます。このアプローチにより、企業は大規模

な買収や完全合併など、積極的な成長戦略を進めることができ、財務上の即時的なペナルティを避けられます。投資家はこれらの取引の影響を財務諸表や公表情報を通じて評価し、企業と投資家の間で会社の見通しを確認することができます。

一方、日本の会計基準(JGAAP)では、のれん代はM&Aの成否に関わらず\*\*最初の年から定額償却されます。この保守的なアプローチは、投資家が予期しない減損損失に直面しないように保護することを目的としており、企業の短期的な利益に圧力をかけることがあります。この保守的な立場は、大規模で高リスクな買収を抑制し、日本上場企業への売却が売り手にとって魅力的でなくなる要因ともなります。

## (ii) 上場準備費用

**US GAAP**では、上場準備にかかる費用は資本化され、上場後の収益から差し引かれます。これにより、上場の成功や失敗が企業収益に与える影響をより明確に理解できます。

これに対して、**JGAAP**では上場準備費用は発生した期の費用として処理され、上場が成功するかどうかに関わらず、収益に直接影響します。これにより、上場準備段階での企業に対する財務的な圧力が大きくなり、特に利益を上げることが求められる企業にとっては負担が増します。日本での上場審査プロセスが長期で複雑な為、上場結果を予測することが難しく、これがコストを管理する専門家に対して報酬削減を強いることとなります。

## IFRSの採用

一部の日系企業は\*\*国際財務報告基準(IFRS)\*\*を自主的に採用していますが、ほとんどの資本市場規模の大きい国々は、自国の会計基準を持っています。IFRSを採用している国々の市場資本化は比較的小さく、国家通貨と共通のグローバル通貨の問題に似ています。

日本がIFRSを採用することを検討する中で、その採用は企業の国際競争力を高める可能性があります。会計業界だけでなく、グローバル市場における日本の役割にも広範な政策的影響を与える可能性があります。このような決定は、通貨の選択が国家の主権や経済の安定性に影響を与えるのと同様に、重要な影響を及ぼします。

## (6) 収益予測と投資家責任

アメリカの伝統的なIPOにおいて、企業は通常、収益予測を公開せず、「予測の正確性」に関する管理の監視も上場審査の重点項目とはなりません。この柔軟性により、企業は\*\*合併・買収(M&A)\*\*や、事業のパフォーマンスに大きな影響を与える資本政策の実施が可能ですが、これらの行動は適切に開示されている必要があります。その結果、投資家はその影響を評価し、開示された情報を基に意思決定を行う責任を負います。

これに対して、日本ではより厳格なアプローチが採用されており、企業に対して収益予測や約束事項の開示が義務付けられています。この慣行は、投資家に対する利回りの保証の一形態として機能します。上場後の最初の年に収益予測が下方修正されると、経営者の報酬が減額される、または取締役会からの辞任を余儀なくされるなど、深刻な影響を及ぼす可能性があります。その為、企業は開示した予測を達成する為のプレッシャーにさらされます。加えて、審査機関も予測に不一致があれば責任を問われることがあり、上場審査において予測の正確性が厳密に審査されます。

このような厳格な監視は、日本におけるIPOのタイミングや戦略にも影響を与えます。例えば、IPOの数は通常、企業が予算目標を達成したことを確認できる第4四半期以降にピークを迎える傾向があります。正確な予測は事業管理において重要な要素ですが、これを達成するプレッシャーが、企業の戦略的意思決定にも影響を与えることとなります。企業は、事業パフォーマンスの変動や組織変更を引き起こす可能性のある成長施策を遅らせ、安全でリスクの少ない成長戦略を優先する場合があります。

このアプローチは、アメリカと日本のIPOプロセスにおける投資家責任と企業の説明責任に関する哲学の違いを反映しています。アメリカでは柔軟性と投資家のデューデリジェンス(十分な調査)が強調される一方で、日本では投資家に対する予測可能性と保証が優先されており、企業戦略革新やリスクテイク機会が犠牲になっているとも言えます。

## (7) 監査法人の機能と会計専門家の役割

アメリカでは、監査法人は主にその重要な役割に集中しており、市場の監視機関として機能しています。その為、監査法人が行うレビューは主にアドバイザー業務の影響を受けた簡易的なものであり、法的な専門家が行うことが多いです。日本とは異なり、アメリカの監査法人には「上場申請や決算発表の予定日に合わせて監査を完了させる」という暗黙の義務はありません。

その結果、監査が完了していない場合、上場申請や決算発表の提出に遅れが生じることがあります。このような遅延は、上場スケジュールの遅れが発生する原因となったり、場合によっては上場廃止基準違反に繋がる可能性もあります。このアプローチには、かなりのリスクが伴います。

更に、アメリカでは二重責任の原則が厳格に適用されており、企業は高水準の財務開示書類を準備し、監査法人に提出する必要があります。監査法人はこれを受け取った後、徹底的かつ批判的なレビューを行います。このような要求に対応する為に、企業はしっかりと財務開示システムを維持する必要があり、しばしば会計士や会計コンサルタントを雇い、専門的な問題に対処し、組織内でのガイダンスを提供します。

一方、日本の監査法人は、企業が決算報告を完了し、発表予定期日を守る為の助言的な役割を果たします。このガイダンスにより、企業はコストを効果的に管理しながら、財務報告を完了できます。しかし、日本の監査法人のアプローチは保守的で、投資家にとって予期しないネガティブな結果を防ぐ為、可能な限り早期に費用計上することに重点を置いています。この方法は慎重を期す一方で、実際の業績よりも財務諸表が不利に見える場合があります。

内部に会計専門家を持たない企業にとっては、自社の真の財務状況を反映する会計処理について監査法人と有意義な議論を行うことが難しい場合があります。更に、財務結果発表直前に監査法人から厳しいフィードバックや警告を受ける可能性も常に存在します。このような状況は、発表の遅延や、財務予測の下方修正に繋がる恐れがあります。

## (8) 上場後の新規株式公開(PO)と成長戦略

アメリカ市場では、企業は上場後の新規株式公開(PO)をほぼいつでも、必要に応じて何度でも行う柔軟性を持っています。この柔軟性は、主に投資家との効果的なコミュニケーションの維持に依存しています。投資家が資金調達のための目的、企業の成長可能性、投資に関連するリスクを十分に理解する

ことが重要です。これらの要素が一致すれば、投資家は必要な資本を提供する可能性が高くなります。

このような積極的な財務戦略は、アメリカ上場企業において成功を収めており、これらの企業は機会を効果的に活用することで、市場の時価総額を高め、評価を向上させることができました。

その中で、企業は資本市場からの資金調達において驚異的な迅速さを示し、積極的な合併・買収(M&A)戦略を通じて顕著な成長を実現しています。このアプローチは、企業の時価総額の大幅な増加に寄与しました。

一方、日本市場では異なる現実が見られます。経済産業省(METI)の報告によると、新興市場に上場している企業の約90%が上場後に一度も新規株式公開や第三者割当増資を実施していないとされています。METIは、上場後の成長志向の投資や資金調達に関する構造的な課題を指摘しています。

日本では、市場からの資金調達の機会は主に初回の新規株式公開(IPO)や市場の再割り当てに限られているようです。この制限は、公開募集に対する厳しい規制や、M&A活動の為の資金調達の特に高い障壁に起因しています。更に、多くの日系企業は高い時価総額を持っていない為、既存の株主の利益に大きな影響を与えずに十分な資金を調達することが困難です。

その結果、多くの日系企業は有機的成長戦略に依存しており、主に営業キャッシュフローを頼りにしています。このアプローチは標準的な手法となっていますが、企業の財務戦略の効率性については懸念があり、変革的な成長を達成する能力に限界をもたらす可能性があります。

## アメリカ上場の噂と市場における重要な考慮事項

アメリカ上場に関するよくある噂を探り、その背後にある事実を明らかにし、上場市場の重要な側面を考えてみましょう。

### (1) 上場準備のコスト

「アメリカでの上場には非常に高額な準備コストがかかる」という噂が広まっています。確かに、上場準備にかかる直接的な費用は約250万ドルから始まり、特定の企業ではこれを超えることもあります。このコストは一般的に合理的な投資と見なされています。

これらのコストには以下の要素が関与しています：

- 越境コンプライアンス：企業は、日本とアメリカの両方の法的、規制、会計基準を遵守しなければなりません。
- 多言語サポート：成功する為には、言語を越えた効果的なコミュニケーションが不可欠です。
- 法律専門家の関与：アメリカのIPOは、プロセスの複雑さから、法的専門家からの重要な助言を必要とすることが多いです。
- 専門家の報酬体系：アメリカでは、アドバイザーや専門家の報酬体系が日本と大きく異なり、これが高コストの一因となります。



しかし、アメリカ市場はこれらの費用を軽減する為の柔軟なアプローチを提供しています。例えば、上場準備の費用をサポートする為の特別な資金調達手段が用意されており、金銭的報酬ではなく非金銭的報酬が一般的に使われることもあります。これらの場合には、アメリカ上場を検討している企業にとって、財務的な負担を軽減する手助けとなります。

上場準備にかかるコストは高いものの、これは主に資本市場から資金調達する為の資本コストとして考えるべきです。その為、コスト規模だけに焦点を当てるのではなく、中長期的な財務戦略を通じて投資収益率(ROI)を評価することが重要です。この戦略には、IPO時に調達された資金だけでなく、その後のフォローオンオファリング(PO)の可能性も含まれます。

例えば、IPO段階で約6億円を調達し、その後POを行わず、今後資本市場を利用する予定がない場合、アメリカ上場はROIに対して好ましくないかもしれません。このような場合、間接的な資金調達など、他の方法が適している可能性があります。一方で、IPO段階で数十億円を調達し、その後の柔軟なフォローオンオファリングを通じて成長を加速させる様な財務戦略に基づいている場合、アメリカ上場は強力なROIが達成できる可能性があります。

更に、日本の上場準備の専門家費用が非常に低いという課題も認識する必要があります。この費用構造は、上場前に投資が行われ、上場後に収益が回収されるビジネスモデルから来ています。その為、専門家はコスト効果を重視して企業を選定し、上場時の時価総額を予測することが一般的です。また、日本で上場準備を監督できるリードマネージングアンダーライターや監査法人の数が限られている為、ボトルネックが発生します。この為、多くのスタートアップ企業が「リードマネージングアンダーライター難民」や「監査難民」と呼ばれる現象に直面し、上場プロセスの開始すら困難になることがあります。

日本で上場準備の専門家チームが組まれると、このチームの変更は非常に稀であり、通常はスケジュール遅れを生じさせないよう避けられます。その為、企業と専門家の間で会計処理、IPO価格設定、上場日などに関して対立が生じた場合、企業は交渉力が限られており、専門家の提案を受け入れざるを得ない場合が多いです。このダイナミクスは、日本における上場準備プロセスにおける構造的な課題と力の不均衡を浮き彫りにしています。

## アメリカ上場準備における専門家との協力と期間

### (1) 上場準備チームの柔軟性

アメリカでは、企業が協力する専門家の選択肢が広く、報酬体系が企業の予想市場時価総額に基づかない為、企業は上場準備を進める為の専門家チームを柔軟に編成することができます。更に、アメリカではチームメンバーの交代が一般的であり、上場直前であっても、通常は上場スケジュールに遅れを生じさせることはありません。このダイナミクスにより、企業は専門家とより平等な立場で交渉することができます。

### (2) より短期間の上場準備

アメリカの上場では、遡及的監査が一般的な慣行であり、内部統制監査の免除がしばしば認められます。これにより、いくつかの企業は、僅か6ヶ月で上場準備を完了できる場合があります。日本で十

分に準備が整っていて過去に日本市場に上場した経験があり、強固な組織構造と包括的な財務開示資料を持っている企業にとっては実現可能な日程です。

一方、初めて上場する企業の場合、準備期間はかなり長くなる可能性があります。企業がその構造や業務が複雑でなければ、準備期間として1年半から2年程度かかる可能性があります。日本とは違って、アメリカでは上場の標準的なスケジュールは存在せず、準備期間は企業の目標に応じて異なります。例えば、上場時にどのような経営管理システムを確立するかという目標に基づいて期間が決まる為、上場プロセスを担当する者は慎重に戦略を立て、スケジュールを作成する必要があります。

一方、日本では遡及的監査は一般的に認められていない為、準備期間は通常約3年が必要です。ほとんどの企業では、このプロセスは3年から5年にわたって行われることが多いです。更に、「難民問題」などの複雑なケースでは、日程が更に延長される可能性があります。

### (3) 厳格(または緩和された)上場審査プロセス

#### アメリカの上場審査

アメリカでは、上場審査プロセスは必ずしも簡単ではありませんが、その目的と構造は日本のものとは大きく異なり、全体としてシンプルだと言えます。アメリカでは、証券取引委員会(SEC)や証券取引所(例:NASDAQ)などの審査機関がプロセスを監督しますが、主幹事証券会社は審査機関として機能しません。責任は分担されており、SECは開示文書を審査し、証券取引所は市場適合性を評価します。

アメリカの審査の主な焦点は開示文書と定量的な形式基準の遵守にあり、企業の将来性といった定性的な評価にはほとんど重点が置かれません。これは、日本の実質的基準とは異なり、アメリカのシステムの目的が企業の証券が市場に適しているかどうかを判断することにある為です。このプロセスは、投資家が開示文書(例えば、S-1やF-1フォーム)を基に情報を得て、投資判断を行えるようにする為のものです。

更に、アメリカの審査手続きは全て書面で行われ、企業の取締役会メンバーと審査機関との直接の会議はありません。この効率的なプロセスにより、企業は高い予測可能性を持ち、審査結果は主観的な判断や状況の変化によって影響されにくくなります。その結果、上場遅延は審査プロセス自体の問題よりも、企業内部の問題に起因することが多くなります。

#### 日本の上場審査

日本では、上場審査は2段階構造で行われ、主幹事証券会社と取引所が似た様な審査を実施します。このプロセスの目的は、企業が投資家にとって安全で信頼できるかどうかを評価することです。そのため、審査は通常時間がかかります。審査項目には、企業の運営状況(労務管理、内部監査、予測など)、事業の継続性、重大な告発や訴訟の有無、未解決の問題の解決、将来の収益性などが含まれます。このアプローチにより、上場プロセスが遅れ、しばしば「永遠のN-1やN-2期間」と呼ばれる状況が生まれます。この期間には審査が予定通り行われないことが多いです。

更に、前述の難民問題が影響を与え、非公式な業績基準が発展した可能性もあります。これらの非公式基準は、主幹事証券会社や監査法人と契約を結ぶ為に、公式な上場審査基準を超える高い業績レベルを要求することがよくあります。

#### (4) 高い法的リスク？

アメリカでは、その法的枠組みとアングロ・アメリカン法体系の影響により、法的リスクが大きい場合があります。特に、東芝や日産などの日系企業がアメリカの株式市場に上場した際に、訴訟に直面した事例が存在します。アメリカでの上場を検討する際には、こうした法的な課題やそれに伴う財務的な影響を考慮することが重要です。但し、これらの事例はアメリカの裁判所だけに限られたものではありません。また、市場の時価総額が大きいアメリカ上場企業も同様のリスクに直面していることが多い為、法的リスクと企業の成長可能性や市場評価との間に直接的な関連はないことを理解することが重要です。

グローバルに拡大を目指す企業にとって、上場しているかどうかに関わらず、法的リスクは全ての管轄区域に存在します。したがって、効果的なグローバルリスク管理が必要です。法的リスクは、特定の地域の文化や社会システムに影響を受ける為、単純に訴訟件数を比較するだけでは十分ではありません。例えば、アメリカの経済モデルは企業に自由に活動することを先に認め、その後問題が発生した際に規制や罰則を課すことが特徴であり、その為訴訟が多く発生する可能性があります。これに対して、日本の経済モデルは、問題が起こる前に企業行動を規制することに重点を置いている為、訴訟が少ない傾向があります。しかし、法的な問題がない場合でも、日本で事業を展開する企業は規制の枠組みによって行動が制限されることがあります。

この比較から、国際的な拡大を考える際には、それぞれの国の独自の法的や規制環境を理解することが重要であり、法的リスクも含めて考慮する必要があることがわかります。

最終的には、どちらの選択肢が本質的に優れているかという問題ではなく、グローバルな拡大を目指しながらアメリカスタイルの経済枠組みの中で法的リスクを管理するか、あるいは日本の経済システム内で法的リスクを最小化し、国内ビジネスに集中するかという戦略的な経営の選択に関わる問題です。

---

### アメリカ上場に伴う7つの課題

以下に、アメリカで上場する際に直面する7つの課題を紹介します。これらは、日本での上場準備とは大きく異なり、その為適切な対策を講じることが不可欠です。

#### (1) アメリカ上場準備における専門家の役割と責任範囲

アメリカでの上場準備を行う際には、最初に専門家チームを組織することが重要です。多様な専門家が集められますが、それぞれの専門家は、アメリカ市場での上場戦略にどれだけ合致するかに基づいて選ばれるべきです。アメリカ市場では上場、資本構造、その他の要素に柔軟な選択肢が存在し、この分野の専門家は様々な専門性、報酬モデル、チームダイナミクスを持っています。その為、専門家チームが企業の戦略に適合することが一番重要です。更に、各専門家から提供されるアドバ

イスやガイダンスは通常、自分の専門分野に特化しており、企業の視点から見た包括的な解決策や全体戦略に必ずしも寄与する訳ではありません。

この段階で、日本側やアメリカ側の専門家は様々な課題に直面します。アメリカの専門家はアメリカ上場に関する強い専門知識を持っていますが、日系企業に関する経験や実績が不足している為、アドバイスが日本の法律、規制、ビジネス慣行のニュアンスを十分に考慮できていない場合があります。一方で、日本側にはアメリカ上場に関する経験が不足し、アメリカでの上場に向けた戦略策定や、上場構造や外為法等のクロスボーダー問題に対応できる保証がありません。

もう一つの課題は、日本では多くの専門家が上場準備に関する日常的でセグメント化されたタスクに特化しているのに対し、「上場ファシリテーター」として機能できる経験を持つ専門家が少ないことです。このギャップにより、既存のチームでは解決できない問題が発生することがあります。したがって、企業は最初からチームを組織するだけでなく、適時適切に専門家チームを更新することが重要です。これらの課題は通常、専任の上場準備マネージャーによって管理されます。

日本での上場の場合、上場準備を担当する人物は、リード・マネージング・アンダーライターから割り当てられたタスクに対応し続けることで、上場段階まで進むことができます。一方、アメリカでの上場プロセスでは、企業はより積極的に意思決定を行い、上場公開の各段階を進める為に適切な行動が取られるようにしなければなりません。具体的には、上場準備を担当する人物は広範な責任を負います。これには、上場アプローチの戦略を立案し、チームを整理・維持し、様々な専門家から洞察とアドバイスを収集し、企業視点から最良の全体解決策を策定し、関係者との交渉・調整を通じてプロジェクト進行を管理することが含まれます。

## 2) 経営システムとコンプライアンス意識

アメリカでは、上場審査には経営システムの開発状況、運営効果、コンプライアンス意識の評価は含まれないことがほとんどであり、通常、専門家チームからの指導も行われません。日本と同様に、審査機関は合格・不合格の判定を下すことはなく、企業が自らの目標を設定し、改善の為に必要な措置を講じる責任があります。しかし、多くのスタートアップは、形式的な組織設計に関係なく、独裁的な経営体制を有していることが多いです。これらのシステムの質と運営は、創業者やCEOの価値観に大きく影響されます。創業者が強い意志を持ち、コンプライアンスに対して無頓着な場合、上場審査とは直接関係のない分野が疎かにされることがあります。このタイプのリーダーシップは通常、上級管理職やアドバイザーの助言を無視し、会社の文化が「イエスマン」中心で構築されている場合、有意義なフィードバックが得られる機会はほとんどありません。また、経営システムの開発に予算を割くことを避け、評価基準が低い為、管理部門は未成熟でモチベーションが低いことが多くあります。私共が過去に上場サポートを断った企業の中には、このパターンが根深く、変化に抵抗していることが見受けられました。

一方、日本では、上場プロセスの際に、審査機関は創業社長に対して経営実務の改善に向けた指導を行い、上場時に機能するシステムを実装することを期待します。これにより、経営に関する問題が対処されることが確保されます。しかし、アメリカでは上場プロセス中に企業に対して外部から様々な圧力が課されることはありません。その為、未発達な経営システムや限られたコンプライアンス意識で上場を果たすことが可能です。こうした状況で上場を達成する企業もありますが、これらの欠点が影響を及ぼし始めるのは時間の問題であり、ステークホルダーにとって重大なリスクとなる可能性があります。これにより、企業は短期的な上場目標の達成に焦点を当てるだけでなく、持続可能で

長期的な成長を支える確固たる組織基盤の確立も確保する戦略を慎重に練り上げる必要があることが強調されます。

## 8. 上場とグローバル視点からの財務戦略

日本では、スタートアップ支援を目的とした政府の新しい施策が、ベンチャーキャピタルの供給拡大、優秀な人材の確保、より有利なエグジット戦略の確立に重点を置いています。これらの取り組みは、日本の資本市場の発展に貢献し、グローバルなリスク資本を引き付け、国際的に競争力のある企業の育成に繋がることが期待されています。

しかし、広範囲な経済環境の変化が、企業のビジネス計画の具体的なスケジュールや状況に必ずしも一致するわけではありません。例えば、主要な競合企業がアメリカ市場での資金調達を予定している場合、企業はこれを競争上の脅威として捉え、同様の、あるいはそれ以上の資源と環境を確保する為の積極的な対策を講じる必要があります。しかし、全ての企業がアメリカ上場を盲目的に追求すべきだというわけではありません。むしろ、最適なりターンを得られる資本市場を選択することが重要です。例えば、日本市場での高い評価額や、より有利な融資条件を選ぶことが考えられます。他にも、間接的な資金調達を通じて成長したり、大規模な資本投資家との提携を形成したり、プライベート化を選択したりする戦略もあります。

いずれにしても、企業の最終的な目標は、企業価値を最適化する資本構造を構築することです。その為には、市場の評価額が一番高い、あるいは一番コスト効率の良い資金調達の選択肢を求め続ける必要があります。日本をはじめとする各国が資本市場の活性化に向けた施策を進める中で、最新の情報に常に注意を払い、上場や資金調達戦略をグローバルな視点で調整していくことが不可欠です。この点において、アメリカは依然として世界最大かつ一番活発な資本市場の一つであり、その選択肢は軽視すべきではありません。

アメリカ上場の可能性は、今後、日本のスタートアップがアメリカ市場にアクセスする新たな手段として注目されています。この道が依然としてニッチな選択肢に見えるかもしれませんが、これはもはや日本のアスリートがメジャーリーグベースボールを目指すことが珍しくなくなったのと同様に、今後ますます多くの企業がアメリカ上場を選ぶようになると予測されます。この記事は、日系企業に自社の財務戦略の重要性を再評価し、グローバルな資本市場を有効活用し、日本経済の成長に貢献する国際的なリーダーとしての道を歩む為のインスピレーションを提供することを目指しています。