

# グロース市場の機能発揮に向けた 今後の対応について

株式会社東京証券取引所 上場部

2023年12月18日



# ご議論いただきたい事項

- **グロース市場へのIPOが「成長の契機」として機能するよう、特にスタートアップの経営者の成長に向けた取組みを支える観点から、今後、以下の対応を進めることについて、どう考えるか**

1. 上場理由等の開示の促進
2. 上場準備に関する正しい理解の促進
3. 投資者への積極的な情報発信の促進
4. 機関投資家への情報発信の支援
5. 上場基準の引き上げ
6. プロ向け市場（TOKYO PRO Market）の活用の促進

# 1. 上場理由等の開示の促進

- 昨今のIPOについては、たとえば、成長のための資金調達よりも売出しが中心となるケースが多く見られるなど、**必ずしも「成長を実現するためのIPO」とはなっていない**のではないかと指摘がある
- 特に**成長をリードする経営者**において、IPOはあくまでも成長の実現のための一過程であり、上場後にこそ更なる成長が期待されることを改めて意識いただく観点から、自社の想定する**成長戦略**の中で、**なぜこのタイミングでIPOを行うのかをより深く検討していただくための環境を整備していくことが必要ではないか**

## 考えられる 取組み

- IPO時において、**自社の成長戦略を踏まえた上場理由、IPOのタイミング・ファイナンス内容（公募・売出し）の設定等に係る考え方**について、**開示を促す**
- ※ IPOをサポートする主幹事証券会社・監査法人等の市場関係者とも連携しながら対応

## 2. 上場準備に関する正しい理解の促進

- **上場準備を行うスタートアップにおいて、IPOの支障になるとの理解から、赤字にならないよう先行投資を控えたり、社内の体制が大きく変わらないようM&Aを控えたりするなど、積極的なコーポレートアクションを見送るケースが多く、IPOのための準備により、かえって成長の実現が阻害されている場合があるとの指摘がある**
- この点、IPOにあたり、社内の管理体制が全く整っていない状態で無理な先行投資やM&Aを行うことなどは避けるべきと考えられるものの、**こうしたアクションを一律で認めていない訳ではないことから、スタートアップに対して、取引所における上場審査のポイントやその考え方について丁寧に発信していくことが必要ではないか**

### 考えられる 取組み

- **たとえば赤字上場、IPO前のM&A・体制変更、予実管理、株主の属性調査など、スタートアップにおいて誤解が生じている事項を中心に、FAQ（よくある質問と回答）などを取りまとめ、普及を進める**
- ※ **上記テーマ以外も含め、主幹事証券会社・監査法人・投資家・発行体等の関係者とIPO実務に係る認識の共有を行う機会を定期的に設定**

### 3. 投資者への積極的な情報発信の促進

- 市場区分の見直しの際、グロース市場においては、新たに「**事業計画及び成長可能性に関する事項**」の定期的な開示を義務付けており、上場会社には、投資者の評価を得ながら、積極的に成長に向けた取組みを推進していくことが期待されている
- この開示に関しては、機関投資家を中心に一定の評価が得られている一方、**依然として、投資家への情報発信に前向きではない上場会社も見られるとの指摘**もあり、今後はその実効性を向上していくことが必要ではないか
- 特に、上場会社の経営者による情報発信をさらに促していく観点からは、**開示以外のIRの枠組み（投資者向け説明会・個別面談等）も活用しながら、自社の成長に向けた取組みについて、より積極的に投資者に説明するよう促進**していくことが重要ではないか

#### 考えられる 取組み

- 「**事業計画及び成長可能性に関する事項**」に記載されている事項に関して、**投資家向け説明会・個別面談等の実施を促す**とともに、その**実施状況や内容**（対応者、投資家の属性、主なテーマ、質疑応答の状況、説明会動画の公開状況等）**についての開示**を促す

## 4. 機関投資家への情報発信の支援

- グロース市場への**機関投資家**の参入に向けては、上場会社の**経営者が自社の成長ストーリーを積極的に示すことが重要**と考えられるが、上場会社経営者からは、**IRを行おうにも機関投資家やアナリストとの接点が不足している、効果的なIR方法が分からないなどの悩み**が多く寄せられている
- 機関投資家を積極的に呼び込もうとする上場会社を支援する観点から、**経営者が自社の成長ストーリーを発信できる場を提供**するとともに、IRの好事例や機関投資家等の目線の紹介により**効果的なIRを実践できるようサポートしていくことが必要**ではないか

### 考えられる 取組み

- 上場会社経営者から機関投資家等に対して、**成長ストーリーの発信やコミュニケーションが行えるIRイベント**を定期的を開催
- 上場会社経営者に成長に向けた取組み状況等を伺う**インタビュー記事等を公表**（東証が実施している上場会社トップインタビュー「創」の拡充等）
  - ※ 「創」の掲載ページ：<https://www.jpx.co.jp/listing/ir-clips/interview/index.html>
- グロース市場において積極的なIRを行っている**好事例やIRに関する機関投資家等の目線を、インタビュー・セミナー等の形式で紹介**
- ※ あわせて、東証グロース市場250指数の利用やグロース市場銘柄を投資対象とするETF（アクティブ含む）の上場を促進

## 5. 上場基準の引き上げ

- グローブ市場では、**スタートアップの選択肢を拡充**する観点から、**企業規模の小さい段階でも公開市場から成長資金を調達できるよう、緩やかな上場基準を設定**
- 一方、IPOにあたって**広く機関投資家の投資対象となる規模を求める観点からは、新規上場基準の引き上げ**が一案であるほか、**上場後の成長を動機付ける観点からは、上場維持基準の引き上げ**が考えられるとの指摘がある
- 現状において**直ちに基準の引き上げを行うことに関しては、以下の指摘も**
  - **新規上場基準**：非上場領域の資金供給機能の改善が果たされない中では、**スタートアップの重要な選択肢を奪うことになりかねない**
  - **上場維持基準**：昨年市場区分見直し時に**引き上げを行ったばかりであり、経過措置の終了を待つべき**

### 考えられる 取組み

- 非上場分野における資金供給の状況や既存の上場会社の状況に**進展が見られた際に、上場基準の引き上げを行う場合を念頭に、継続的に具体的な内容の検討を進める**
- ※ この際、上場維持基準については、実際の適用までに、**より十分な周知期間が必要**となることも念頭に置く必要

## 6. プロ向け市場（TOKYO PRO Market）の活用の促進

- 非上場企業の資金調達環境の改善に向けては、政府・関係各所において**スタートアップ育成5か年計画等に掲げられた施策**が進められているが、東証が取り組める事項としては、**それと歩調を合わせながらプロ向け市場の活用を進めていくことが一案**
- 一方、**現在のT P M（TOKYO PRO Market）については**、流動性が乏しい等の課題も存在するため、**現行の制度にとらわれず、抜本的な見直しを行う必要性**が指摘されている

### 考えられる 取組み

- 現在のT P Mについて、コンセプト・位置づけから**刷新することを念頭に、必要な見直しの内容**（たとえば上場会社の成長や特定投資家の参入を促すための仕組みづくり等）の**検討を進める**



# 参考資料

# グロース市場のコンセプト・制度設計

## (コンセプト)

- 高い成長可能性を実現するための事業計画及びその進捗の適時・適切な開示が行われ一定の市場評価が得られる一方、事業実績の観点から相対的にリスクが高い企業向けの市場

## (制度設計)

- マザーズが果たしてきたスタートアップへの成長資金供給の役割・機能を引き継ぎ、**広い上場の間口**を維持（流通株式時価総額5億円以上など）
  - 従来のマザーズは、日本では非上場企業への資金供給量が限定的であることを踏まえ、高い成長可能性を有するスタートアップが企業規模の小さい段階でも公開市場から成長資金を調達できるよう、**緩やかな上場基準**を設定
- 市場コンセプトを踏まえ、「**事業計画及び成長可能性に関する事項**」の開示を制度化
  - 上場時に開示を行うとともに、その後少なくとも毎年1回以上、進捗を反映した最新の内容を開示
- 高い成長可能性の健全な発揮を求める観点から、**上場10年経過後から、時価総額に係る上場維持基準**（40億円以上）を適用

# (参考) グロース市場の上場基準

項目	考え方・狙い	概要															
事業計画	<ul style="list-style-type: none"> <li>高い成長可能性を実現するための事業計画を有し、投資者の適切な投資判断が可能な銘柄を選定</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>次の要件のいずれにも該当していること               <ul style="list-style-type: none"> <li>事業計画が合理的に策定されていること</li> <li>高い成長可能性を有しているとの判断根拠に関する主幹事証券会社の見解が提出されていること</li> <li>事業計画及び成長可能性に関する事項（ビジネスモデル、市場規模、競争力の源泉、事業上のリスク等）が適切に開示され、上場後も継続的に進捗状況が開示される見込みがあること</li> </ul> </li> <li>高い成長可能性の健全な発揮を求める観点から、以下の基準を設ける</li> </ul> <table border="1"> <thead> <tr> <th>項目</th> <th>新規上場基準</th> <th>上場維持基準</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>時価総額</td> <td>—</td> <td>上場10年経過後40億円以上</td> </tr> </tbody> </table>	項目	新規上場基準	上場維持基準	時価総額	—	上場10年経過後40億円以上									
項目	新規上場基準	上場維持基準															
時価総額	—	上場10年経過後40億円以上															
流動性	<ul style="list-style-type: none"> <li>一般投資者の投資対象となりうる最低限の流動性の基礎を備えた銘柄を選定</li> </ul>	<table border="1"> <thead> <tr> <th>項目</th> <th>新規上場基準</th> <th>上場維持基準</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>株主数</td> <td>150人以上</td> <td>150人以上</td> </tr> <tr> <td>流通株式数</td> <td>1,000単位以上</td> <td>1,000単位以上</td> </tr> <tr> <td>流通株式時価総額</td> <td>5億円以上</td> <td>5億円以上</td> </tr> <tr> <td>売買高</td> <td>—</td> <td>月平均10単位以上</td> </tr> </tbody> </table>	項目	新規上場基準	上場維持基準	株主数	150人以上	150人以上	流通株式数	1,000単位以上	1,000単位以上	流通株式時価総額	5億円以上	5億円以上	売買高	—	月平均10単位以上
項目	新規上場基準	上場維持基準															
株主数	150人以上	150人以上															
流通株式数	1,000単位以上	1,000単位以上															
流通株式時価総額	5億円以上	5億円以上															
売買高	—	月平均10単位以上															
ガバナンス	<ul style="list-style-type: none"> <li>事業規模、成長段階を踏まえた適切なガバナンス水準にある銘柄を選定</li> <li>※ ガバナンス・コード基本原則のみの適用</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>上場会社として最低限の公開性を求める（海外主要取引所と同程度の基準を採用）</li> </ul> <table border="1"> <thead> <tr> <th>項目</th> <th>新規上場基準</th> <th>上場維持基準</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>流通株式比率</td> <td>25%以上</td> <td>25%以上</td> </tr> </tbody> </table>	項目	新規上場基準	上場維持基準	流通株式比率	25%以上	25%以上									
項目	新規上場基準	上場維持基準															
流通株式比率	25%以上	25%以上															

# (参考) 事業計画及び成長可能性に関する事項の開示

開示項目		主な記載内容
ビジネスモデル	事業の内容	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ 製商品・サービスの内容・特徴、事業ごとの寄与度、今後必要となる許認可等の内容やプロセス</li> </ul>
	収益構造	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ 収益・費用構造、キャッシュフロー獲得の流れ、収益構造に重要な影響与える条件が定められている契約内容</li> </ul>
市場環境	市場規模	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ 具体的な市場（顧客の種別、地域等）の内容及び規模</li> </ul>
	競合環境	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ 競合の内容、自社のポジショニング、シェア等</li> </ul>
競争力の源泉	競争優位性	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ 成長ドライバーとなる技術・知的財産、ビジネスモデル、ノウハウ、ブランド、人材等</li> </ul>
事業計画	成長戦略	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ 経営方針・成長戦略、それを実現するための具体的な施策（研究開発、設備投資、マーケティング、人員、資金計画等） ※事業計画の対象期間は、上場会社各社の事業内容に応じて異なることを想定</li> </ul>
	経営指標	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ 経営上重視する指標（指標として採用する理由、実績値、具体的な目標値など）</li> </ul>
	利益計画及び前提条件	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ （中期利益計画を公表している場合）その内容及び前提条件</li> </ul>
	進捗状況	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ 前回記載事項の達成状況、前回記載した事項からの更新内容、次に開示を行うことを予定している時期</li> </ul>
リスク情報	認識するリスク及び対応策	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ 成長の実現や事業計画の遂行に重要な影響を与えうる主要なリスク及び対応策</li> </ul>

# I P Oに関する状況

## (I P O市場の動向)

- 近年は**毎年100社前後が上場**（約7割がマザーズ・グロース市場に上場）している一方で、I P O時の時価総額規模・資金調達額は海外と比べて相対的に小さい
  - **時価総額100億円未満かつ資金調達額10億円未満のI P Oが過半**を占めており、**機関投資家の参入は限定的**（配分先の8割以上が個人投資家）
  - また、**資金調達額よりも売出総額の方が大きいI P Oが約6割**を占める

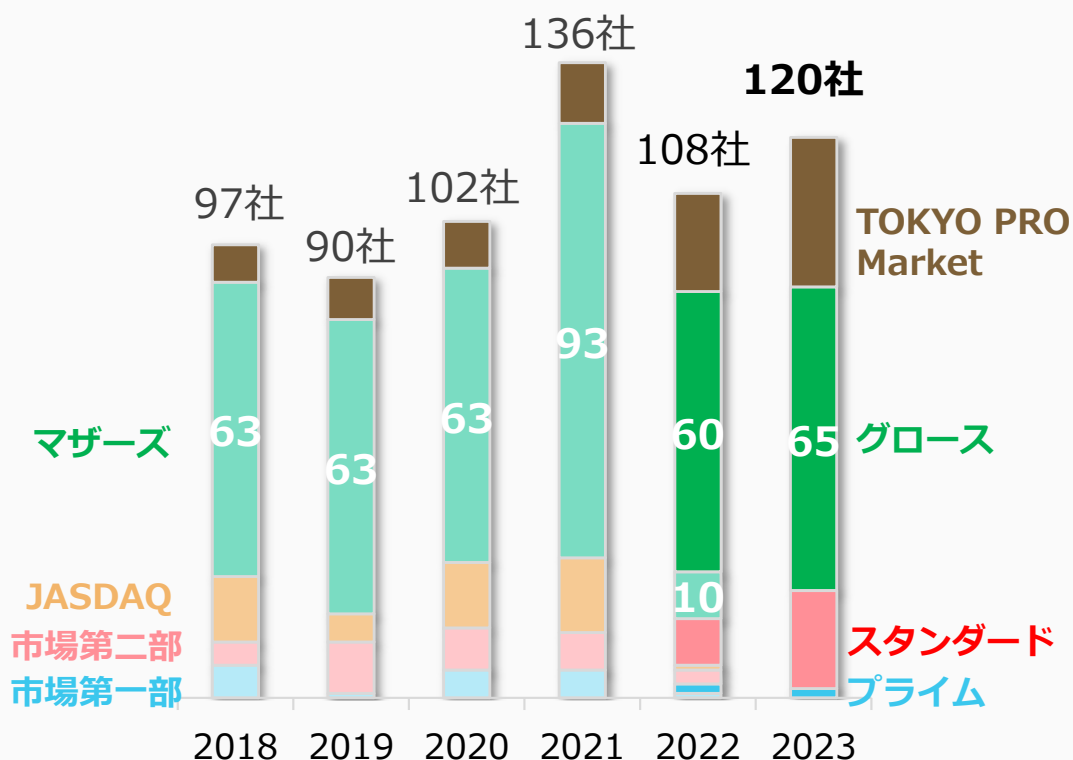
## (非上場会社の資金調達環境)

- 従来、日本における**非上場会社への資金供給は限定的**だったものの、**近年は増加**（10年間で10倍超に増加）
  - 政府の「スタートアップ育成5か年計画」において、**スタートアップへの投資額を5年後に10倍（10兆円規模）**とする目標が掲げられ、その実現に向けて官民の取組が進展

# (参考) IPO社数、時価総額・資金調達額

- 近年は、毎年100社前後が上場（約7割がグロース市場（旧マザーズ）に上場）
- 諸外国と比較して、小規模で上場するケースが多い傾向

## 新規上場社数の推移



注：テクニカル上場やTOKYO PRO Marketを経由した上場を除く  
 注：2023年の数値は12月1日時点の見込み

## IPO時の時価総額・資金調達額

年	マザーズ・グロース市場		(参考) 米国	
	平均時価総額	平均資金調達額	平均時価総額	平均資金調達額
2017年	83 億円	8 億円	1,834 億円	260 億円
2018年	163 億円	23 億円	1,934 億円	300 億円
2019年	151 億円	13 億円	3,546 億円	420 億円
2020年	101 億円	10 億円	4,996 億円	450 億円
2021年	159 億円	14 億円	4,583 億円	458 億円
2022年	101 億円	9 億円	2,305 億円	220 億円
2023年	170 億円	16 億円	—	—

米国と比較して規模が小さい

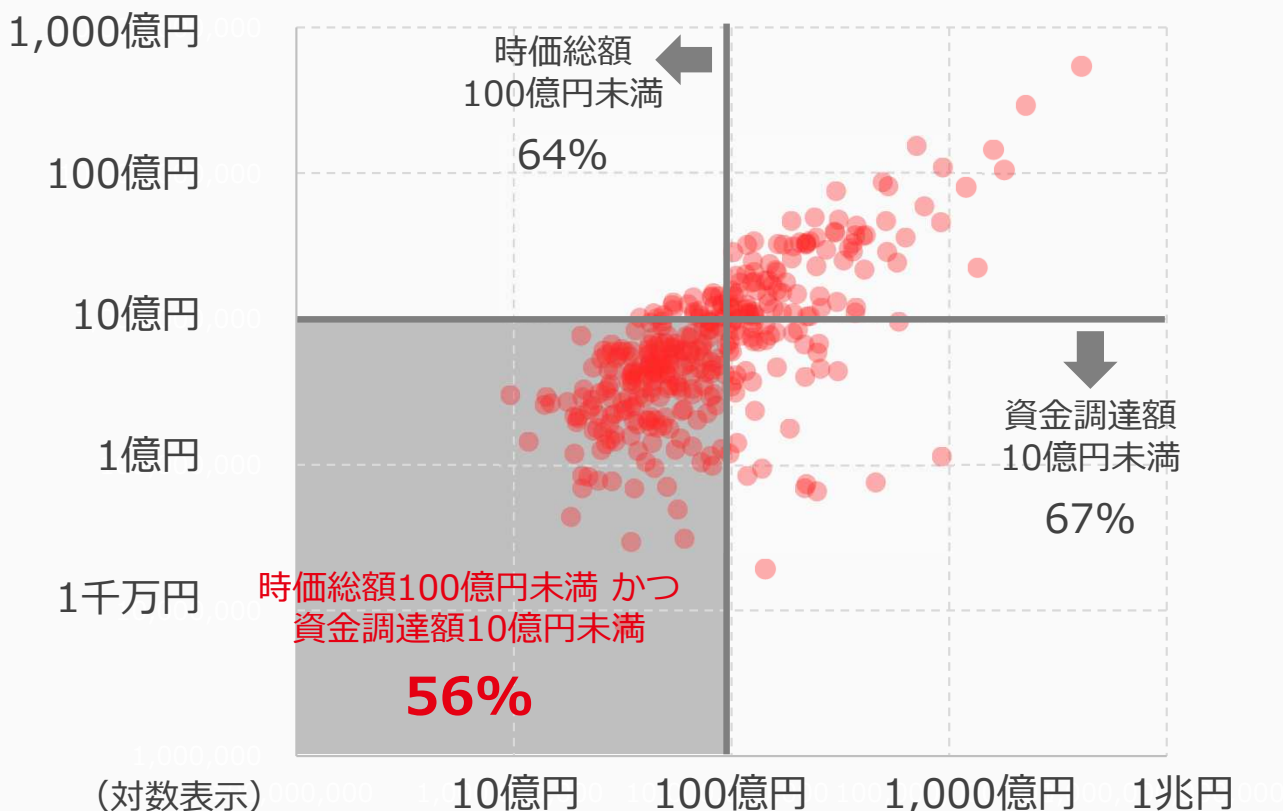
注：IPO時の時価総額は公開価格ベースで計算  
 注：米国（NASDAQ・NYSEが対象）の各年平均は、J. Ritter教授(フロリダ大学)の“Initial Public Offerings:Underpricing”から作成、1ドル=120円で換算  
 注：日本の2023年の数値は11月までにIPOを行った会社が対象

# (参考) IPO時の時価総額と資金調達額の分布状況

- 時価総額100億円未満かつ資金調達額10億円未満のIPOが過半を占めており、機関投資家の参入は限定的（配分先の8割以上が個人投資家）

## 上場時の時価総額と資金調達額の分布

### 上場時の資金調達額（中央値：6億円）

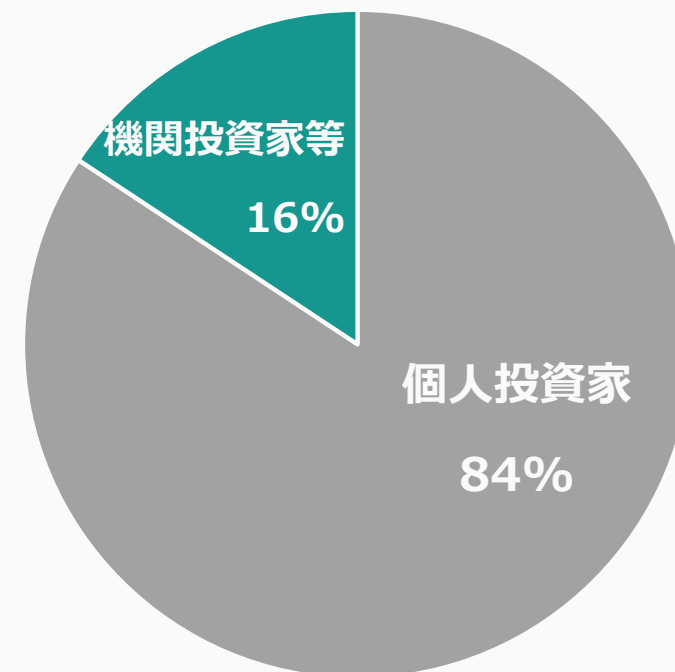


### 上場時の時価総額（中央値：72億円）

注：2018～22年にマザーズ・グロース市場へ上場した357社をプロット

## IPOでの配分状況

(2020年～2022年における平均)

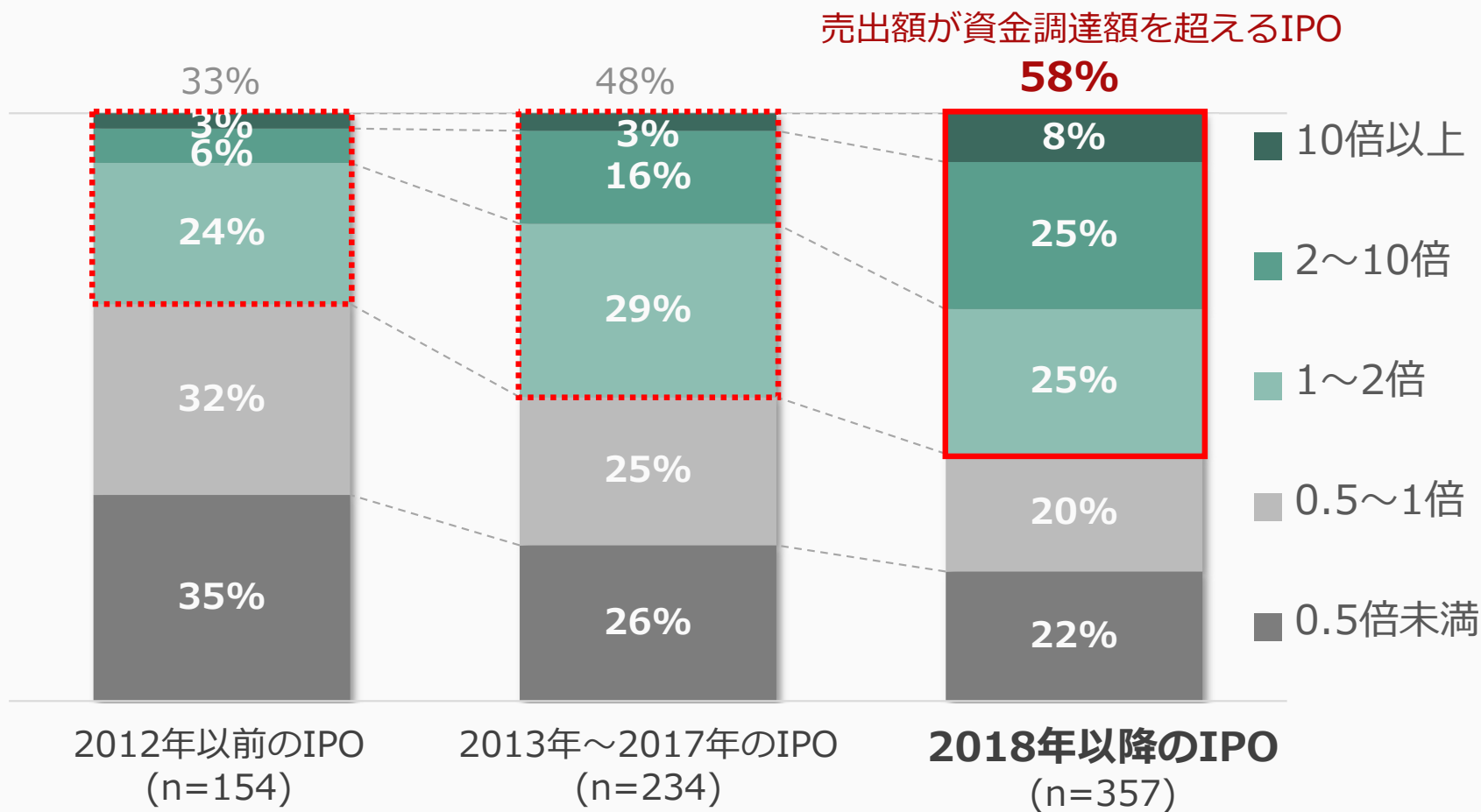


注：日本証券業協会「投資部門別売買状況における個人の状況」より東証作成

# (参考) IPO時の資金調達額と売出額の比較

- 資金調達額よりも売出額が大きいIPOが約6割（2018年以降）を占める（近年、増加傾向）

資金調達額に対する売出額の倍率  
(売出額÷資金調達額)



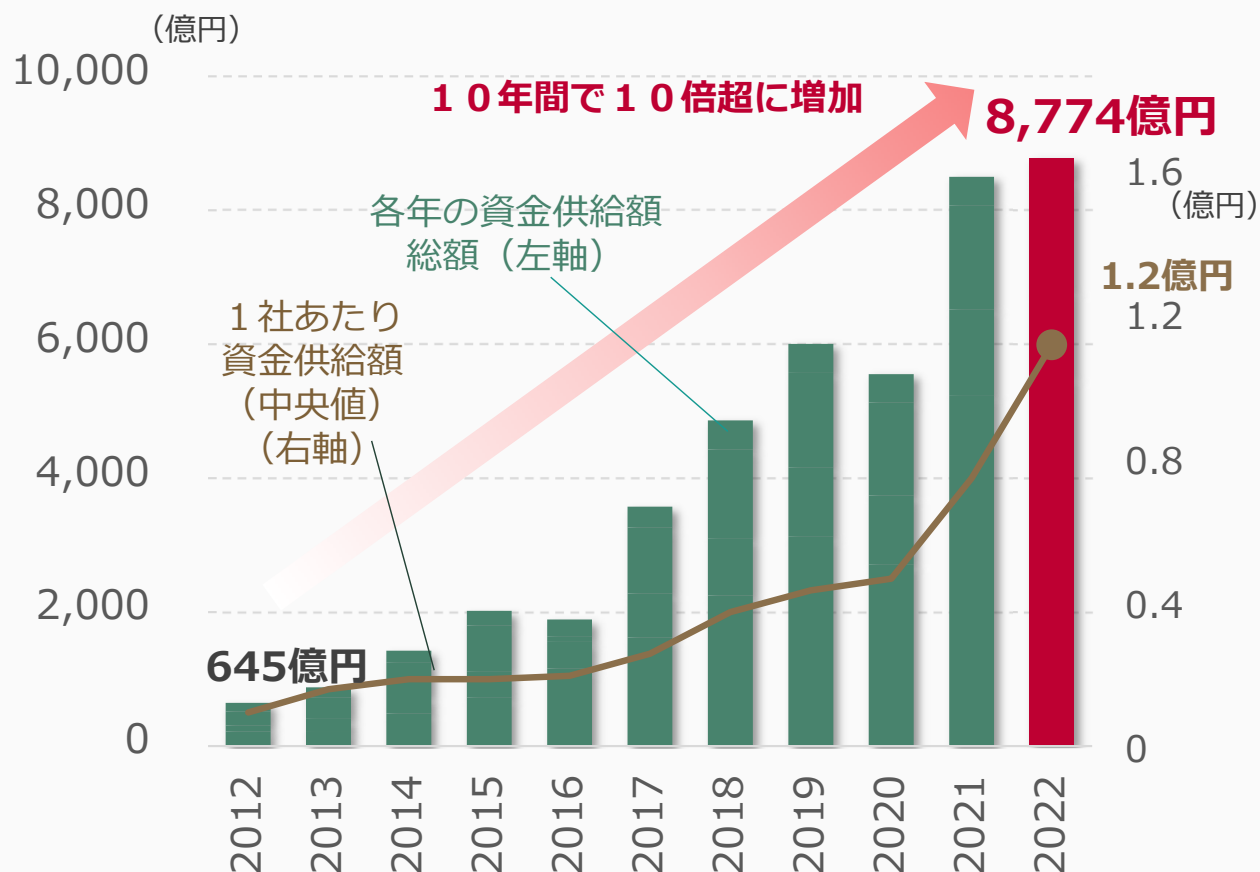
注：2005~22年にマザーズ・グロース市場へ上場した会社を対象として集計



# (参考) 非上場会社への資金供給状況

- 近年、**非上場会社への資金供給額が増加傾向**（10年間で10倍超に増加）
  - 一方、海外との比較では依然不足しており、政府の「スタートアップ育成5か年計画」においては、**スタートアップへの投資額を5年後に10倍（10兆円規模）**とする目標が掲げられた
- 日本では、資金供給主体は事業会社や銀行が中心（政府系・年金基金による資金供給は少ない）

### 非上場会社への資金供給額の推移

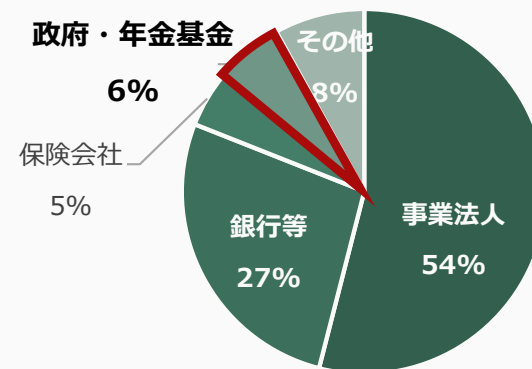


注：INITIAL「2022年 Japan Startup Finance」等より東証作成

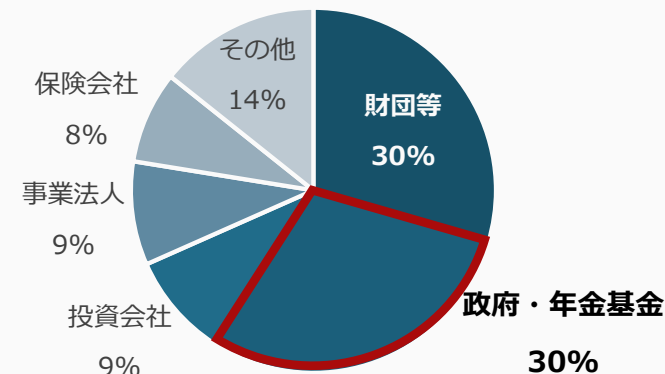
© 2023 Japan Exchange Group, Inc., and/or its affiliates

### VCファンドへの資金供給主体

<日本>



<米国>



注：金融審議会市場制度ワーキング・グループ  
第15回事務局説明資料より東証作成

# (参考) TOKYO PRO Marketの現状

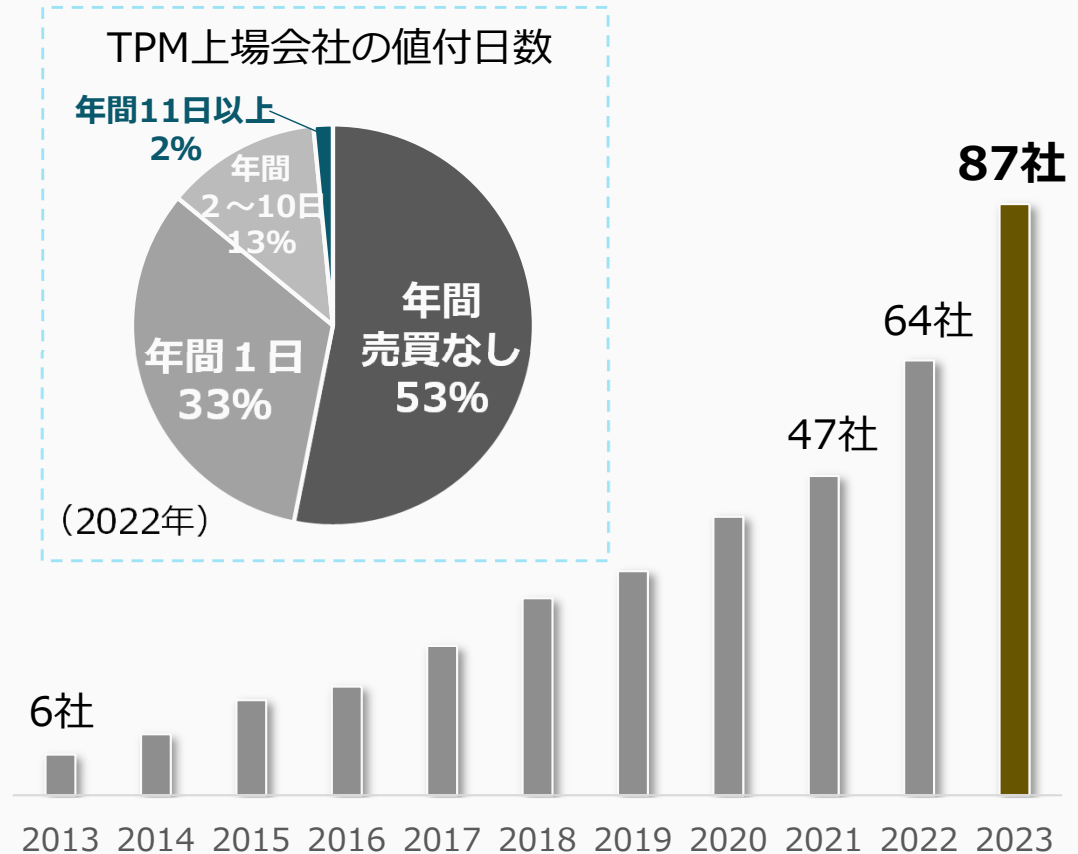
- 特定投資家（いわゆるプロ投資家）向けの市場であるTOKYO PRO Marketの上場会社数は増加傾向
- ただし、年間を通じて売買実績が僅少な会社が大半

## TOKYO PRO Marketの制度設計

項目	TOKYO PRO Market	グロース市場
投資家層	プロ投資家のみ(※)	一般投資家も対象
上場基準	形式要件なし	形式要件あり
監査証明	最近1年分	最近2年分

- ※ 売却はプロ投資家以外も可能
- ※ 2022年7月、金商法改正により、プロ投資家に移行可能な個人の対象範囲が拡大

## 上場会社数の推移



注：2023年は11月末時点の数値

# 上場会社に関する状況

## (上場後の成長)

- 上場後において、平均値としては一定の成長が実現しているものの、**著しく高い成長を実現している企業は少なく、半数前後の会社が上場時の時価総額を下回る**
  - **個人が売買・株式保有の過半を占めており、機関投資家の参入は進んでいない**
  - **上場後において、公募による大規模な資金調達を実施する会社は限定的**（上場後に公募を実施した会社は約14%にとどまる）
  - **上場後一定期間経過後も、高い成長を実現できなかった事例も見られる**

## (情報開示)

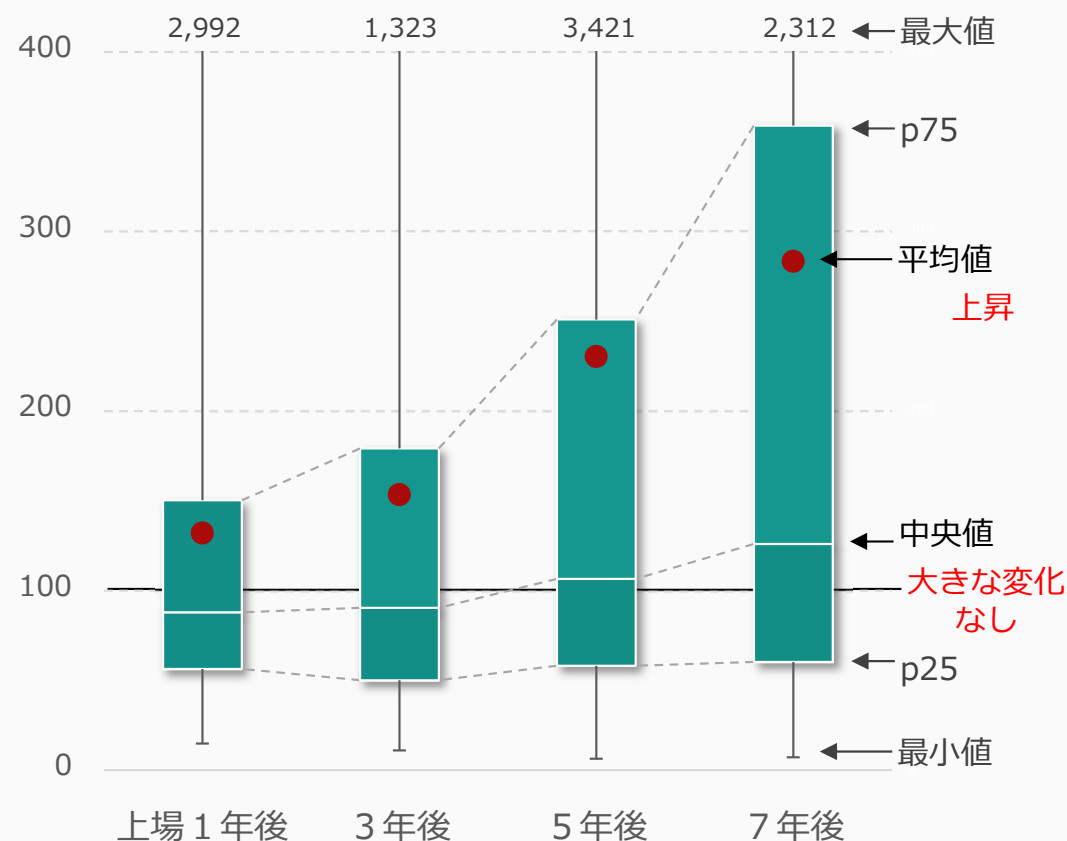
- 新たに始まった「事業計画及び成長可能性に関する事項」の開示の制度化等を通じて、投資者・アナリストからは、**ビジネスモデル、競争優位性、成長可能性などに係る情報開示が前進しているとの声**
  - 事業計画等の進捗状況を継続的に開示することの重要性を指摘する声や、投資判断上重要なポイントについて開示の更なる充実を求める声なども存在

# (参考) 上場後における成長

- 上場後、**平均値**としては**一定の成長が実現**している一方、**中央値**としては**高い成長は見られず**、**半数前後の会社が上場時の時価総額を下回る状況**

上場月の月末時価総額を100とした上場 x 年後の時価総額

	上場 1 年後	3 年後	5 年後	7 年後
<b>平均値</b>	<b>132</b>	<b>153</b>	<b>230</b>	<b>283</b>
最大値	2,992	1,323	3,421	2,312
p75	150	179	251	359
<b>中央値</b>	<b>88</b>	<b>90</b>	<b>107</b>	<b>126</b>
p25	56	50	58	60
最小値	15	11	6	7
サンプル数	488 社	362社	243 社	142 社

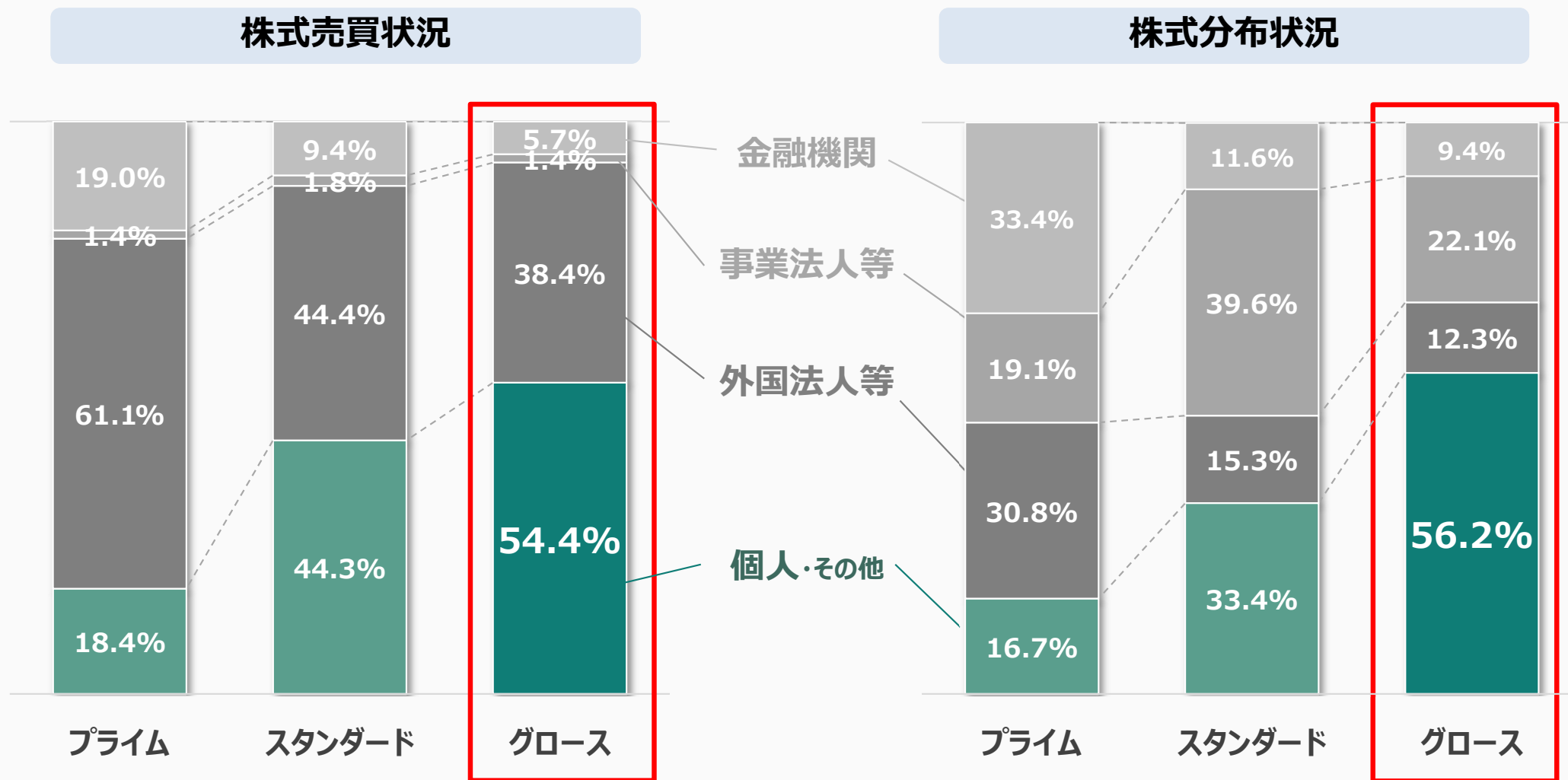


注:

- 2010年以降にマザーズに上場した会社を対象とし、上場した月の月末時点の時価総額を100として、上場 x 年後の月末時点の時価総額をスコア化
- 上場 x 年後時点で上場廃止している場合、当該時点の集計対象から除く
- P75は下位から75%に位置する企業、P25は下位から25%に位置する企業の数値を示す

# (参考) 上場後の株式売買状況・分布状況

- グローブ市場においては、個人が売買の過半を占めており、上場会社の株主構成も個人が過半

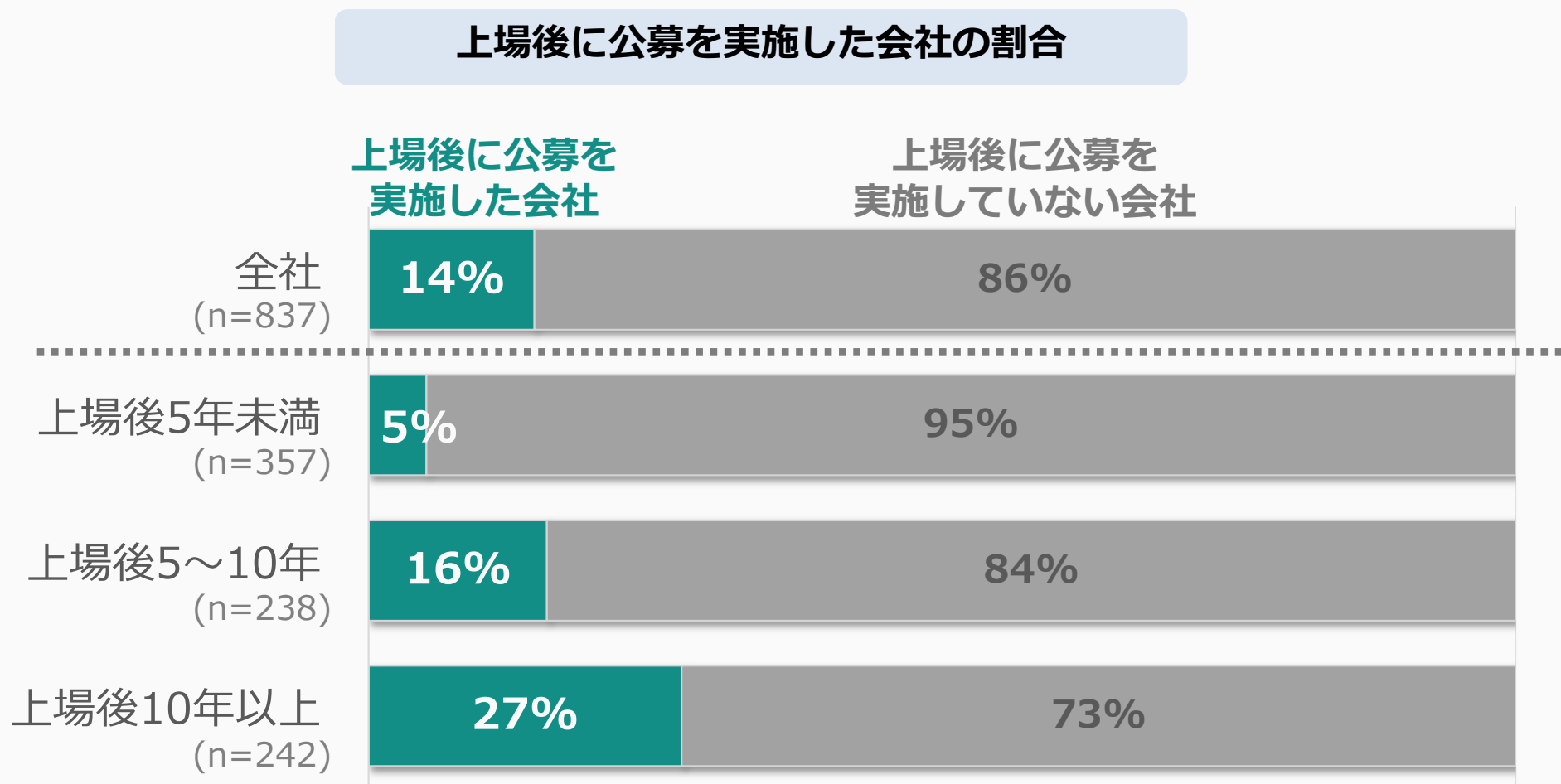


注：2022年における調査結果（新市場区分移行後のデータを集計）  
注：金融機関には、普通銀行、信託銀行、生損保、証券会社等を含む

注：2022年度における調査結果  
注：金融機関には、普通銀行、信託銀行、生損保、証券会社等を含む

## (参考) 上場後に公募を実施した会社の割合

- マザーズ・グロース市場に上場した会社のうち、**上場後に公募を実施した会社は約14%**にとどまる
- ※ 上場から10年以上経過している会社（2012年以前に上場）に限っても、約27%



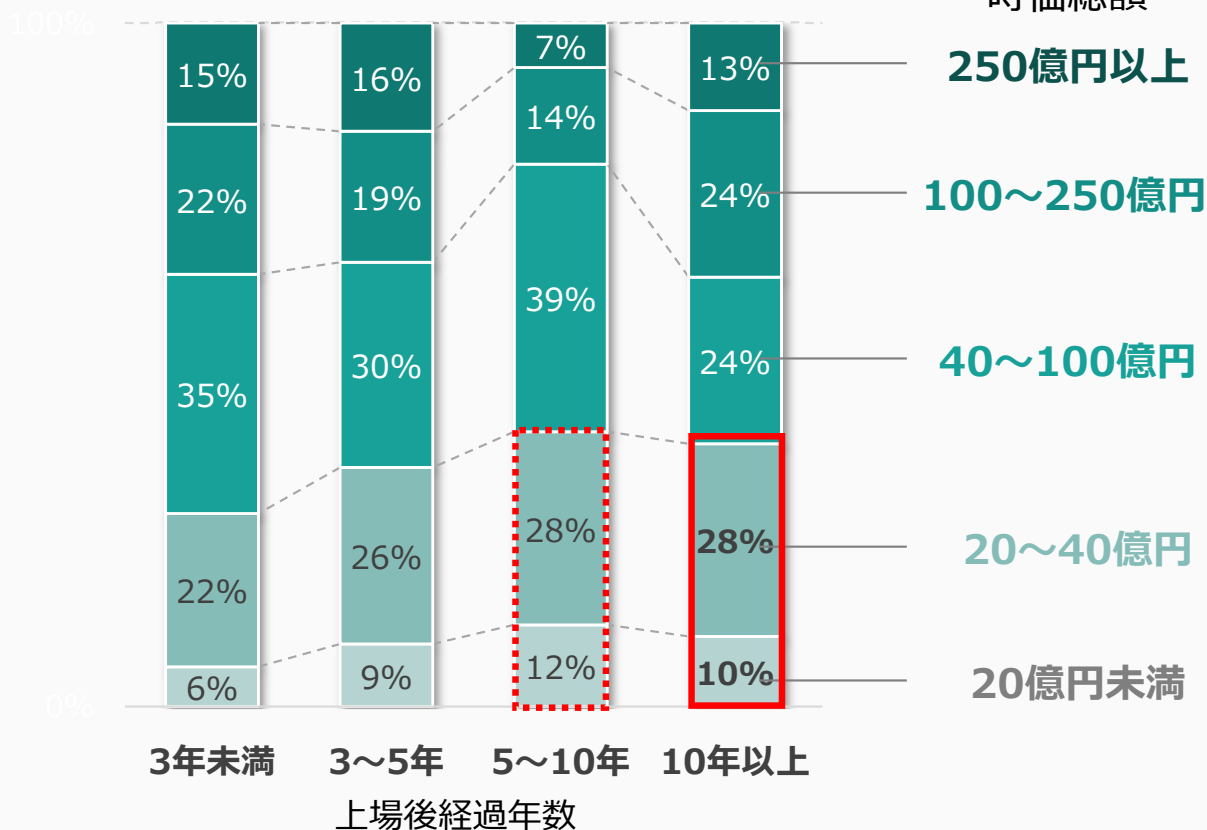
注：2003年以降にマザーズ・グロース市場に上場した837社を対象として集計

# (参考) 上場後経過年数別の時価総額分布

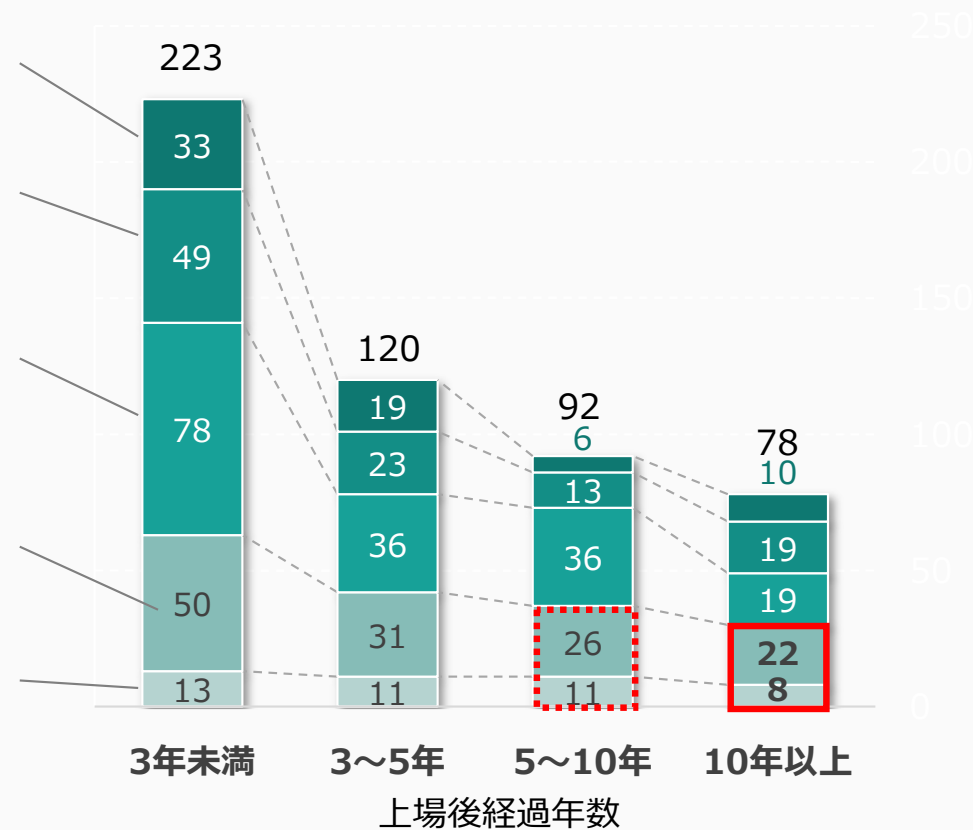
- 上場後一定期間経過後も、高い成長を実現できなかった事例も見られる（上場後経過年数10年以上で時価総額40億円未満の会社は30社）

## 上場後経過年数別の時価総額分布

(割合ベース)



(社数ベース)



注：2022年末時点におけるグロース市場上場会社513社を対象  
注：時価総額は、2022年10月~12月の終値平均ベース

# (参考) グロース市場上場会社の情報開示に対する投資家評価

- 投資者・アナリストからは、「事業計画及び成長可能性に関する事項」の開示の制度化等を通じて、**ビジネスモデル、競争優位性、成長可能性などに係る情報開示が前進しているとの声**
  - **事業計画等の進捗状況を継続的に開示することの重要性を指摘する声や、投資判断上重要なポイントについて開示の更なる充実を求める声も存在**

(投資者・アナリストの意見)

## <総論>

- 上場時の説明資料や決算説明資料を含め、**開示は改善傾向**にある
- **ビジネスモデル、競争力の源泉などがわかりやすく記載**されるようになってきているし、**根拠として第三者のデータを使うようになってきている**。また、**競争力の源泉と事業計画とのつながりや、なぜ成長するのかといった説明がうまく整理**されるようになってきている
- 市場から評価されている会社の開示を各社が真似て、**開示が同質化**している。好事例を真似ることはいいことだが、課題認識は異なるだろうから、**差別化**をしてほしい

## <事業計画及び成長可能性に関する事項の開示>

- 上場してから日が浅い会社においては、投資家の理解も浅い中で、本開示が**投資家の調査効率を高めるツール**になっている
- 本開示を通じて、**開示が不十分であった企業において開示の充実がみられる**ケースもあった
- 市場環境や競争優位性、更には成長戦略、投資計画等の**定点観測が可能**となる。特に、新興企業の場合、短期間で事業環境が大きく変化する可能性があることから、**定期的なアップデートが重要**
- **記載が表面的な場合がある**ため、より詳細な説明があるとよい

注：2022年に実施した機関投資家・アナリストに対するヒアリングの回答から抜粋（直近のヒアリング状況については資料2を参照）