



参考資料
グロース市場の状況と
フォローアップ会議における議論

Exchange & beyond

株式会社東京証券取引所 上場部

2023年5月8日

市場コンセプト・制度設計

- 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
- 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）⇒ 6ページ
 - 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
- スタートアップの経営者等が支配権を維持しながら成長資金を調達する手段として、**議決権種類株式の上場**も想定

IPO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、IPO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** ⇒ 7ページ
 - **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）⇒ 8ページ
 - また、**資金調達額よりも売出総額の方が大きいIPOが約6割**を占める ⇒ 9ページ
- **議決権種類株式の上場事例は限定的**（1社のみ、2014年に上場） ⇒ 10ページ

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）⇒ 11ページ
 - 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** ⇒ 12ページ

上場の間口の在り方

- 現時点で新規上場基準を引き上げるのは時期尚早だが、将来的な在り方については、今後のTOKYO PRO Marketの活性化や非上場株式流通市場の整備の進展等を踏まえて検討していくべき
 - 上場後の成長を後押しする機関投資家の参加を促す観点からは、基準はもう少し高くあるべき
 - 産業の新陳代謝を促す観点からは、基準を引き上げることは望ましくない

上場のプロセス

- 株式上場をライフタイムイベントと位置付け過ぎることの功罪がある。上場に向けて形を整えることに注力した結果、本来やるべきことへの着手が後回しになり、上場後の成長を阻害してしまう可能性

IPO時の資金調達

- IPO時の資金調達額は時価総額の約10%程度に過ぎず、成長のための上場ではなく、既存株主のエグジットのための上場になってしまっているおそれがある
 - 売出し額や売出比率に制限をかけることも考えられる一方で、ベンチャーキャピタルの出口が無くなるといった問題も生じるため、非上場株式流通市場の整備とあわせて検討することが必要

議決権種類株式

- 株主平等原則などの観点から多くの議論があり、企業の活用意向や投資家の投資意向などを踏まえたうえで議論していく必要
- 投資家としては全面的に否定するわけではないが、少数株主の権利保護に係る問題があるため、ガバナンスや開示の充実によりバランスをとるべき
- 無理に活用を促す必要はなく、現状維持の対応でいいのではないか

※ フォローアップ会議における議論の詳細については、当取引所ホームページをご確認ください。
(<https://www.jpx.co.jp/equities/improvements/follow-up/index.html>)

上場後の成長

- グロース市場では、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** ⇒ 6ページ
- **個人投資家を中心に売買・株式保有が行われ、赤字であってもPBRが高い企業が多くみられる**など、投資家から、**将来の成長性が期待されている企業が多い**と考えられる ⇒ 14ページ、15ページ
- 一方、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** ⇒ 16ページ
 - 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）** ⇒ 17ページ、18ページ
 - **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** ⇒ 19ページ

情報開示・IR

- 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** ⇒ 20ページ
 - 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
- 「事業計画及び成長可能性に関する事項」の開示等を通じて、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** ⇒ 21ページ
 - **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**

上場維持基準

- 成長を促す観点から、**上場維持基準（上場10年経過後 時価総額40億円以上）**を引き上げてはどうか
- まずは経過措置終了の影響分析が重要であり、**現時点での拙速な上場維持基準の引上げは現実的ではない**

上場後の資金調達・成長投資

- 上場後に公募を実施する会社も約14%と限定的であり、**成長投資のための資金調達を含め、増資はネガティブという思い込みが投資家側及び企業側の双方にあり、啓発が必要**
 - 成長投資のための資金調達計画を開示してもらうことが考えられる
- グロース市場の会社は限られたリソースで事業運営をしているケースがある。**貴重なリソースが割かれてしまう証券市場の制度や慣行があれば、各所と協議しながら必要性を検討し、廃止していくことも考えられる**

ガバナンス

- 成長の実現に向けて、グロース市場こそ**ガバナンスが重要**。取締役会で正しいアジェンダ設定ができているか、また、**CEOを攻めと守りの両面でモニタリングする観点で、取締役会の構成が適切かがポイント**

情報開示・IR、IRの機会、機関投資家との対話など

- 東証が**開示・IRのベストプラクティスの共有**や、スクールのような**経営者に気付きを与えるような場**を作ること
で、グロース市場上場会社が刺激を得て成長できるよう促していくべき
- グロース市場上場会社には自社の価値や成長性を投資家にアピールする機会が乏しいと思われるため、東証が**PRの場を提供してはどうか**

※ フォローアップ会議における議論の詳細については、当取引所ホームページをご確認ください。
(<https://www.jpx.co.jp/equities/improvements/follow-up/index.html>)

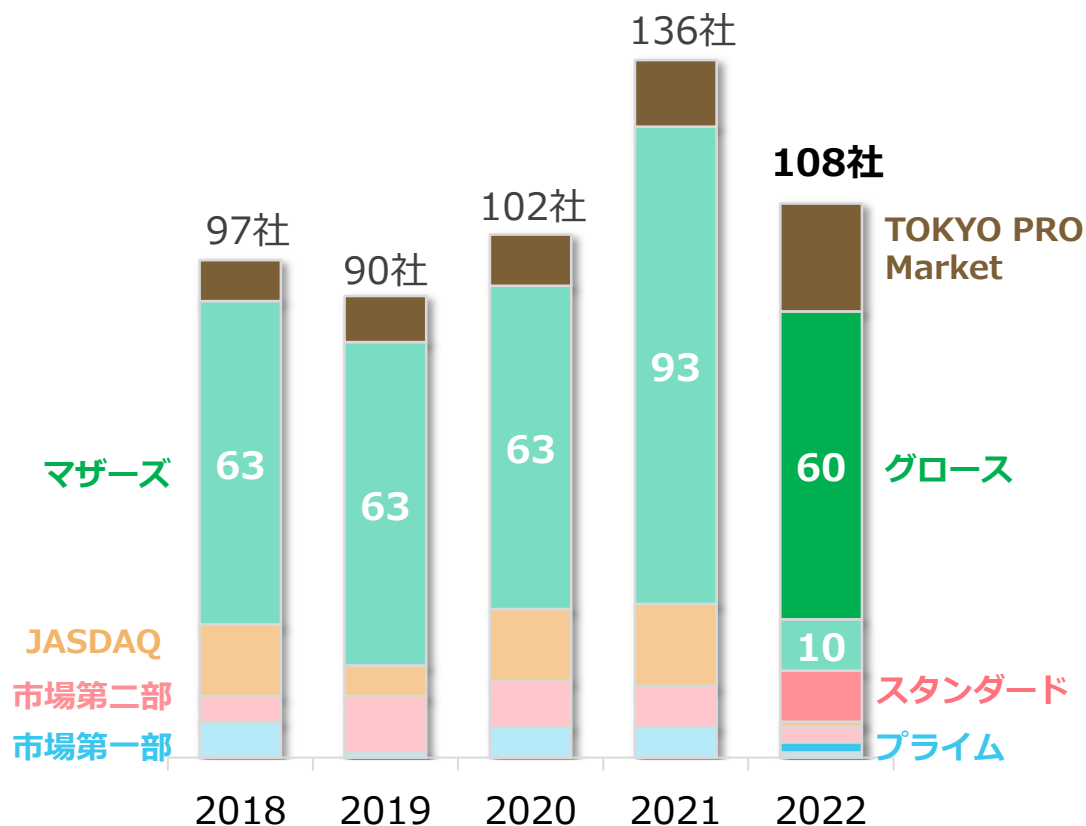
【参考資料】「上場時（IPO）」の状況



項目	考え方・狙い	概要																	
事業計画	<ul style="list-style-type: none"> ▶ 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 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ 次の要件のいずれにも該当していること <ul style="list-style-type: none"> ・ 事業計画が合理的に策定されていること ・ 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 ・ 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 ▶ 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 <table border="1" data-bbox="772 614 2190 742"> <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"> ▶ 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 	<table border="1" data-bbox="772 782 2190 1109"> <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"> ▶ 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 ※ ガバナンス・コード基本原則のみの適用 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ 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） <table border="1" data-bbox="772 1212 2190 1340"> <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> <ul style="list-style-type: none"> ▶ 議決権種類株式の上場に関しては、議決権種類株式の利用が、株主共同の利益の観点から必要と認められるか（必要性）、また、具体的なスキームが必要性に照らして相当なものだと認められるか（相当性）の観点で審査 			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																	

- 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、IPO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

IPO社数の推移



IPO時の時価総額・資金調達額

年	マザーズ		(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

米国と比較して規模が小さい

注：テクニカル上場を除く

注：TOKYO PRO Market への新規上場を含み、TOKYO PRO Marketを経由した上場を除く

注：IPO時の時価総額は公開価格ベースで計算

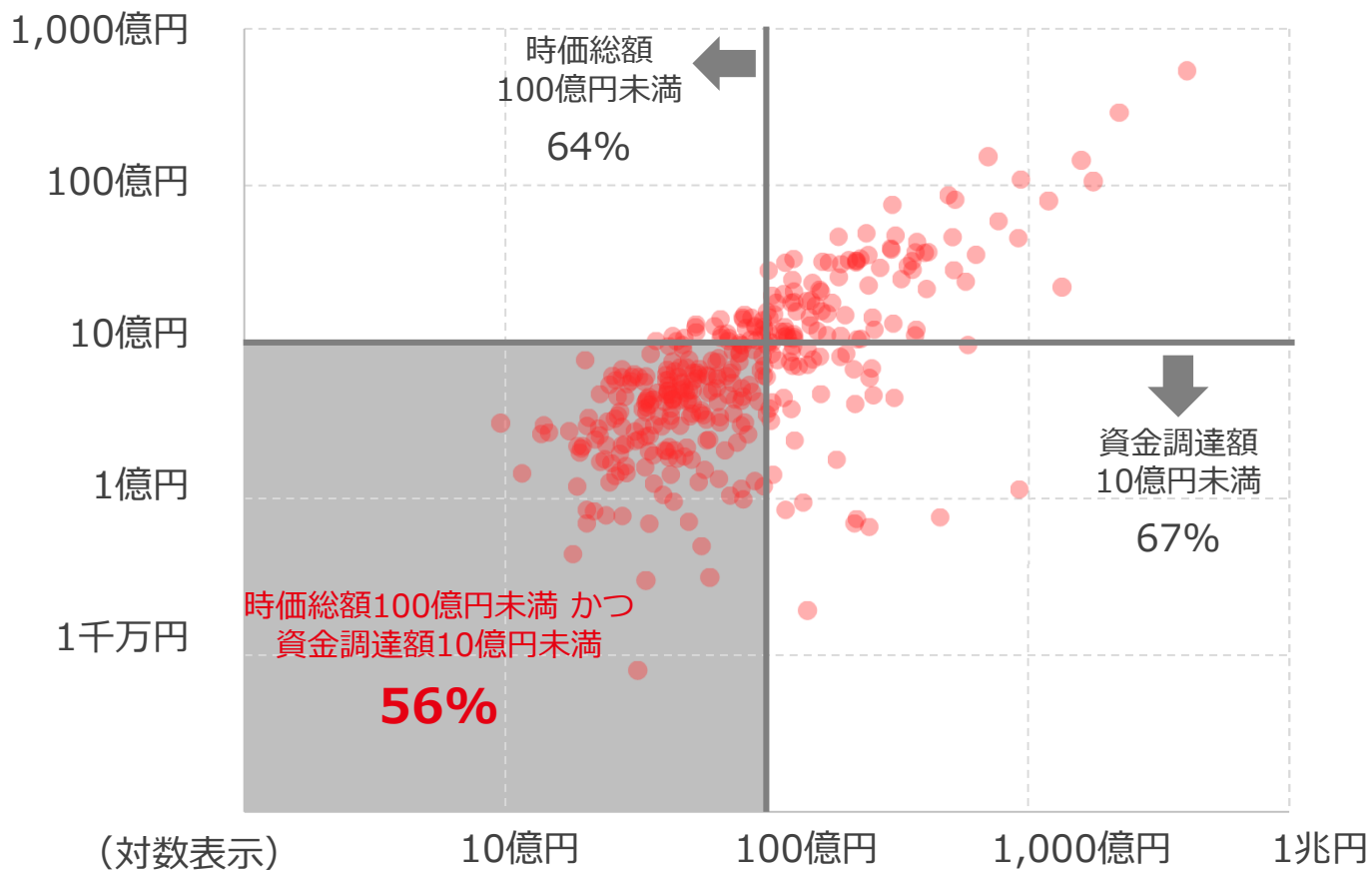
注：米国の各年平均はJ. Ritter教授(フロリダ大学)の"Initial Public Offerings:Underpricing"から作成、1ドル=120円で換算

I P O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 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）

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）

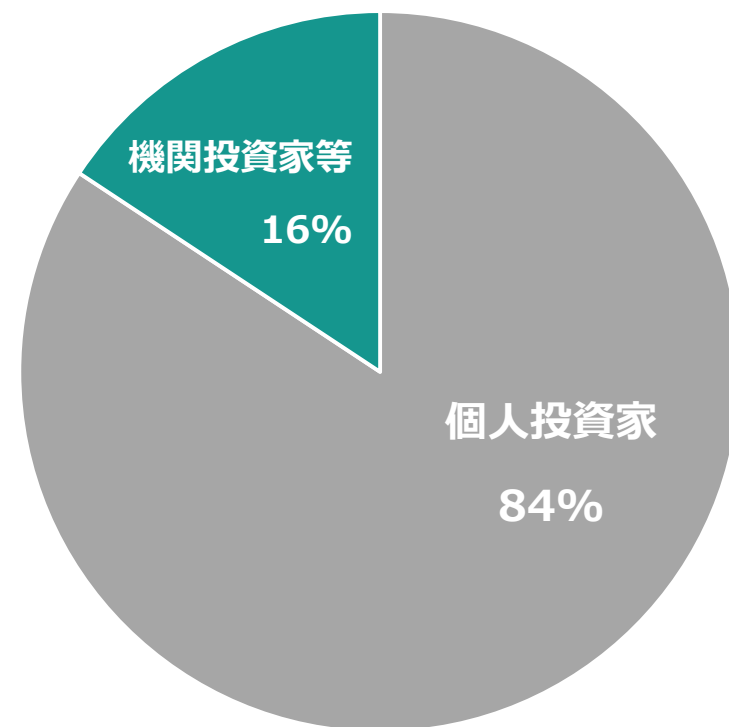


上場時の時価総額（中央値：72億円）

注：2018年以降にマザーズ・グロース市場へ上場した357社をプロット

I P Oでの配分状況

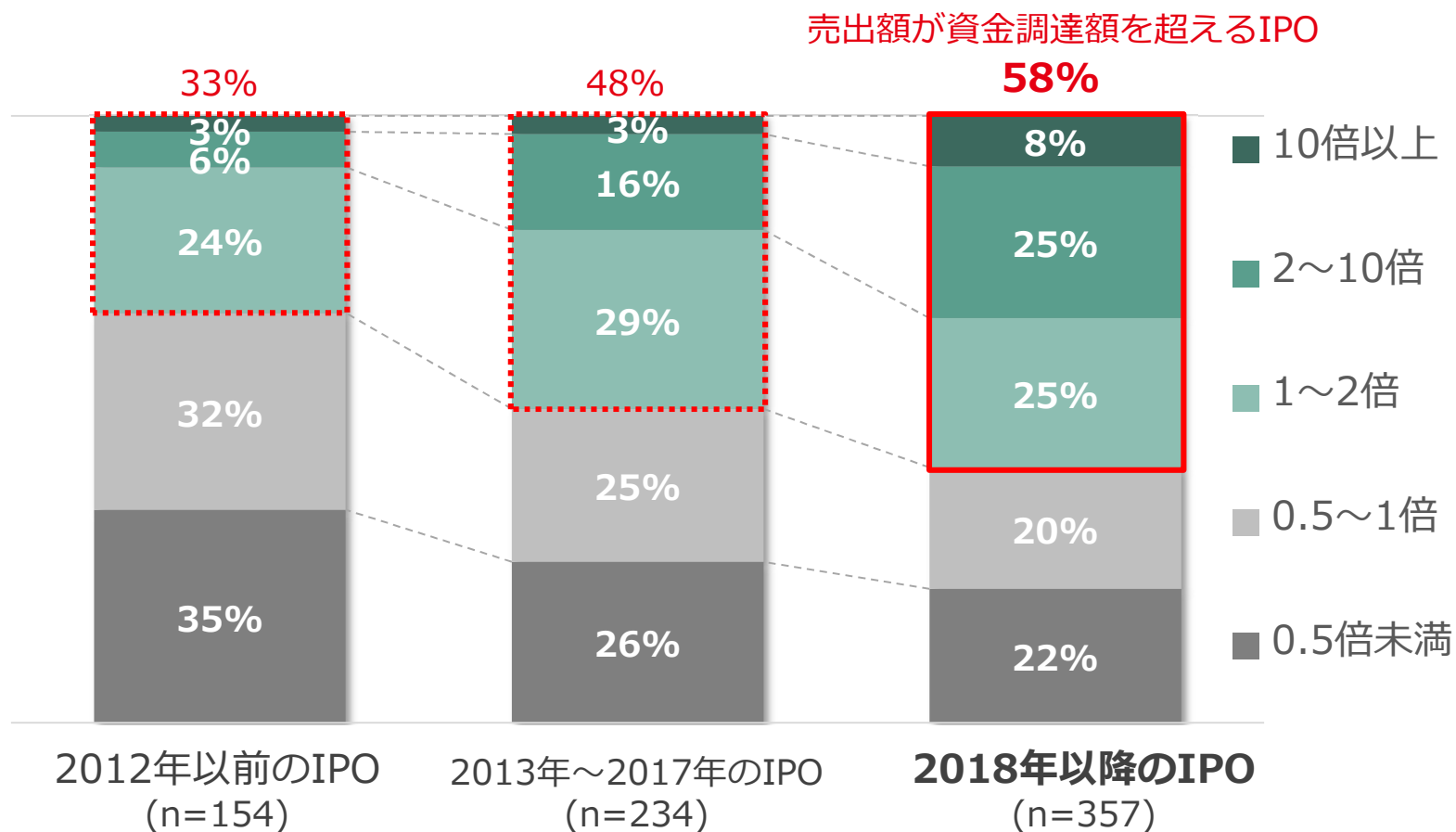
(2019年~2021年における平均)



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

- 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

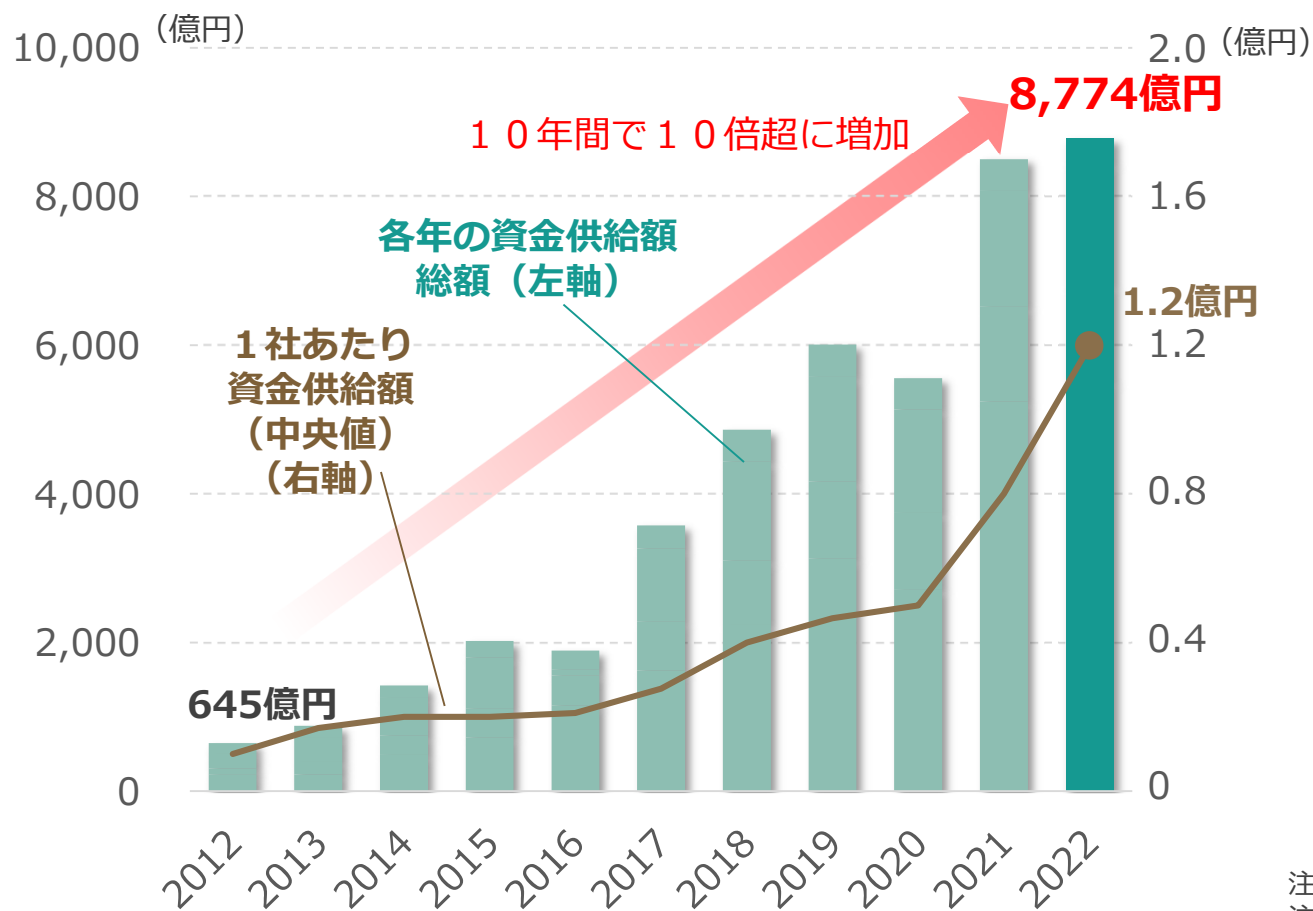
- 東証では、2008年に議決権種類株式に係る上場制度の整備を行い、**議決権の少ない株式の上場が可能となっているが、現在の市場銘柄は1件のみ**

(種類株式に係る動向)

時期	内容
2001年	■ 商法改正（種類株の発行可能な範囲が拡大）
2008年7月	■ 議決権種類株式に係る上場制度の整備 （議決権の少ない株式の上場が可能に）
2014年3月	■ サイバーダインが議決権種類株式を上場
2014年7月	■ サイバーダインの審査事例も踏まえ、審査基準を明確化（必要性、相当性）

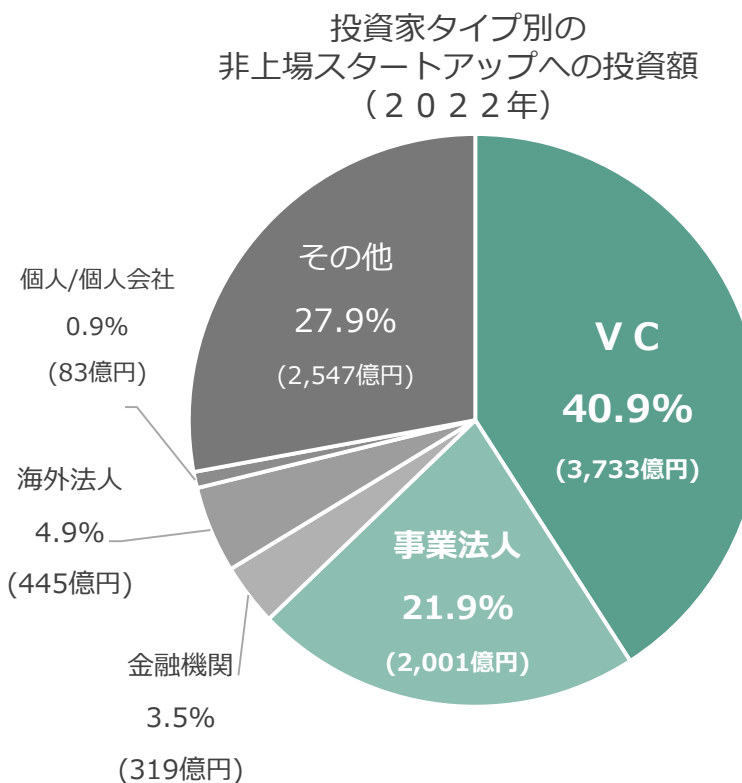
- 近年、非上場会社への資金供給が増加（10年間で10倍超に増加、1社あたりの資金供給額も増加）
 - 政府の「スタートアップ育成5か年計画」（2022年11月策定）において、スタートアップへの投資額を5年後に10倍（10兆円規模）とする目標が掲げられた

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

(参考) 投資家タイプ別の投資額



注：INITIAL「2022年 Japan Startup Finance」より東証作成
 注：投資額は、左記の資金供給額と対象範囲が一部異なり、INITIALによる推測値を含む
 注：「その他」には、未分類・不明を含む

- 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資金供給の強化に向けて、官民による取組を進めていく旨が取りまとめられた

(スタートアップ育成5か年計画の抜粋)

5. 第二の柱：スタートアップのための資金供給の強化と出口戦略の多様化

(14) IPOプロセスの整備

- 本年4月の「IPOプロセスの見直し」に即し、これに基づく証券業界や競争当局による制度見直し、運用の改善を着実に進める。また、先端的な領域で新技術を活用するディープテックのスタートアップといった企業価値評価が難しい企業に対応した上場審査の実現や新株を発行せずに既存株のみ上場するダイレクトリスティングの活用を図る。

(16) 未上場株のセカンダリーマーケットの整備

- 現在、証券会社が運営する私設取引システム（PTS）において、プロ投資家向けにも非上場株式の取扱いが認められていない。スタートアップが未上場のまま成長できるよう、プロ投資家向けの非上場株式の取扱いを可能とするため、2023年度中に金融商品取引法の関係政令を改正する。

(17) 特定投資家私募制度の見直し

- スタートアップの資金調達手段として、プロ投資家のみを相手方として、新たに発行する有価証券の取得の申込みの勧誘を行う特定投資家私募制度について、本年7月に日本証券業協会の規則を整備し、非上場有価証券に関しても特定投資家私募制度の利用を可能とした。他方で、スタートアップにとっては、新規則で新たに提供又は公表が義務付けられた特定証券情報（企業情報、業績等）に係る事務負担が重いとの声がある。これを踏まえ、新制度の活用状況をフォローアップしつつ、実際のニーズや投資家保護の観点も踏まえながら、必要に応じて見直しを図る。

6. 第三の柱：オープンイノベーションの推進

(2) 公募増資ルールの見直し

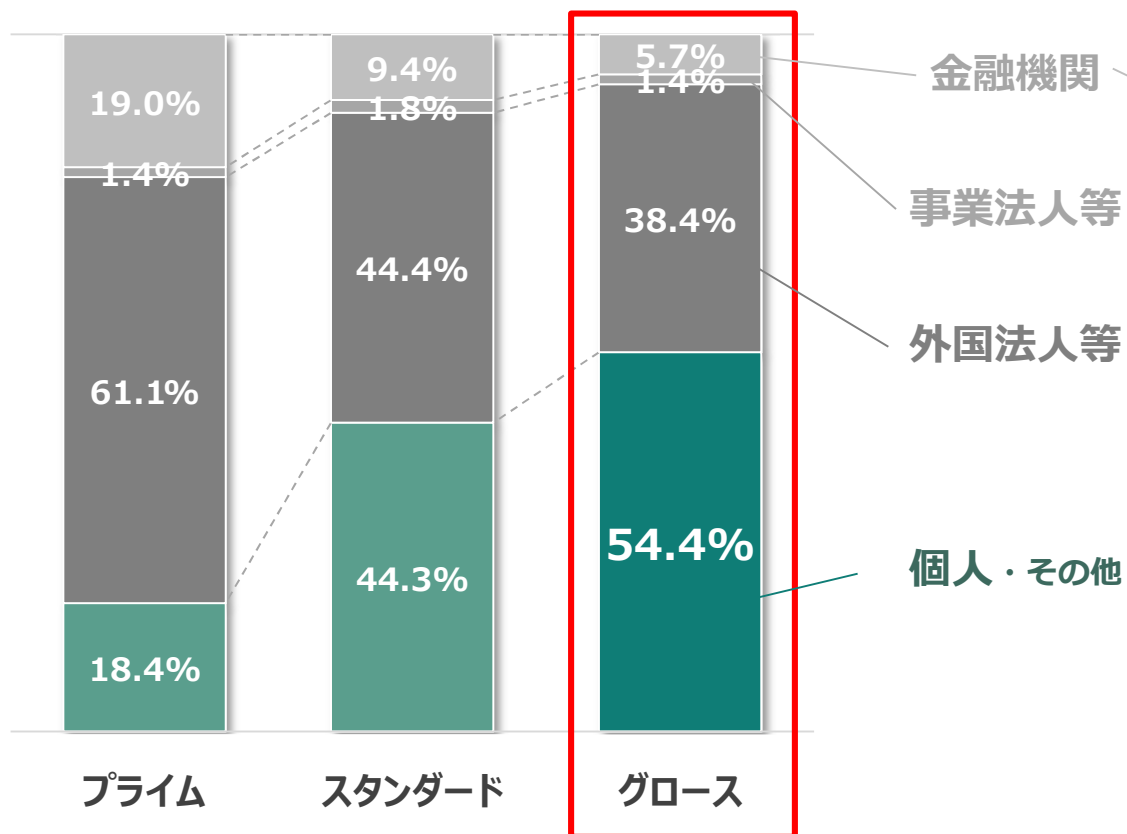
- 現在、公募増資を行う場合、日本証券業協会の自主規制において、資金の充当期限が原則1年以内等と定められていることが、大企業によるスタートアップへのM&Aの妨げとなっている。今後、一律の資金の充当期限を撤廃するなど、自主規制を改正して、2023年度中に施行する。

【参考資料】「上場後」の状況

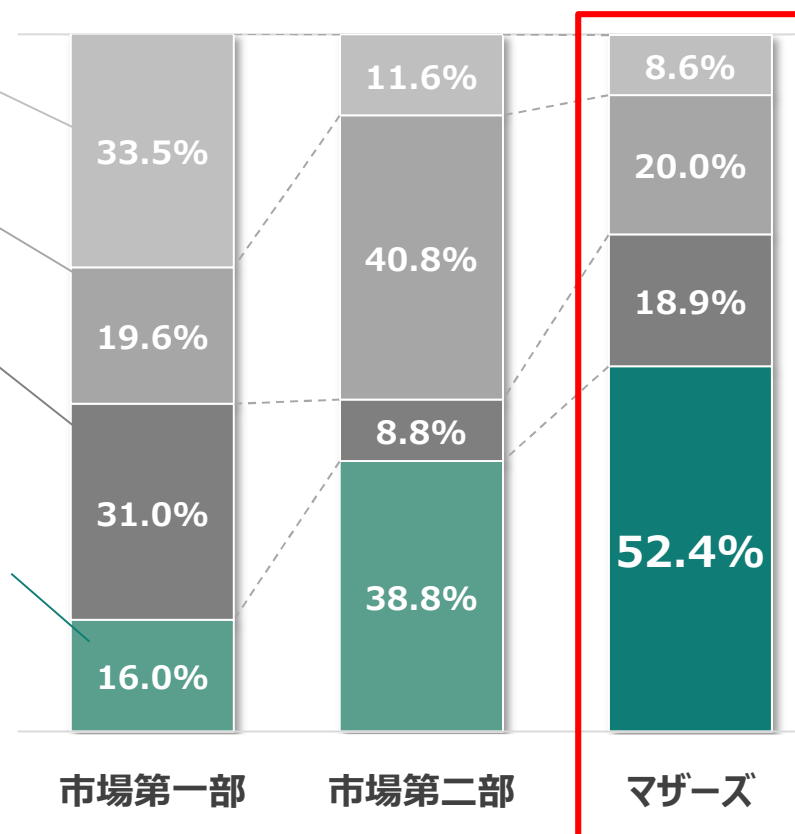


- グローブ市場（従来はマザーズ）においては、個人が売買の過半を占めており、上場会社の株主構成も個人が過半

株式売買状況



株式分布状況



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：2021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

- 赤字であってもPBRが高い上場会社が多いなど、投資家から、将来への成長性が期待されている企業が多いと考えられる

➤ ROEが20%以上など、収益性が高い上場会社も一定数存在

PBRとROEの分布状況

PBR

ROE

	1倍未満	1～2倍	2～3倍	3～4倍	4～5倍	5倍以上	合計
						赤字でもPBR 1倍以上	
0%未満	4社 (1%)	24社 (5%)	18社 (4%)	18社 (4%)	11社 (2%)	52社 (11%)	127社 (27%)
0～10%	15社 (3%)	30社 (6%)	20社 (4%)	8社 (2%)	4社 (1%)	15社 (3%)	92社 (20%)
10～20%	8社 (2%)	30社 (6%)	23社 (5%)	15社 (3%)	14社 (3%)	16社 (3%)	106社 (23%)
20%～	3社 (1%)	19社 (4%)	21社 (4%)	11社 (2%)	17社 (4%)	73社 (16%)	144社 (31%)
合計	30社 (6%)	103社 (22%)	82社 (17%)	52社 (11%)	46社 (10%)	156社 (33%)	469社 (100%)

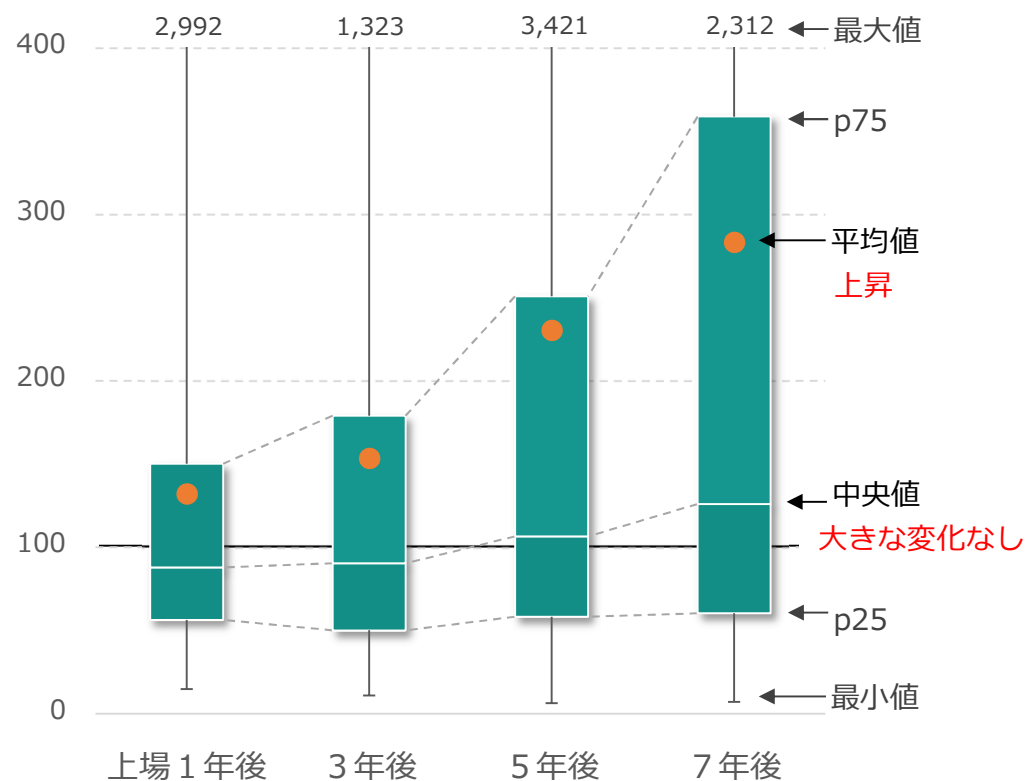
注：QUICKから取得したデータを東証で加工

注：データを取得できたグロース市場上場会社469社が対象、2023年1月31日時点

- マザーズ上場後、**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

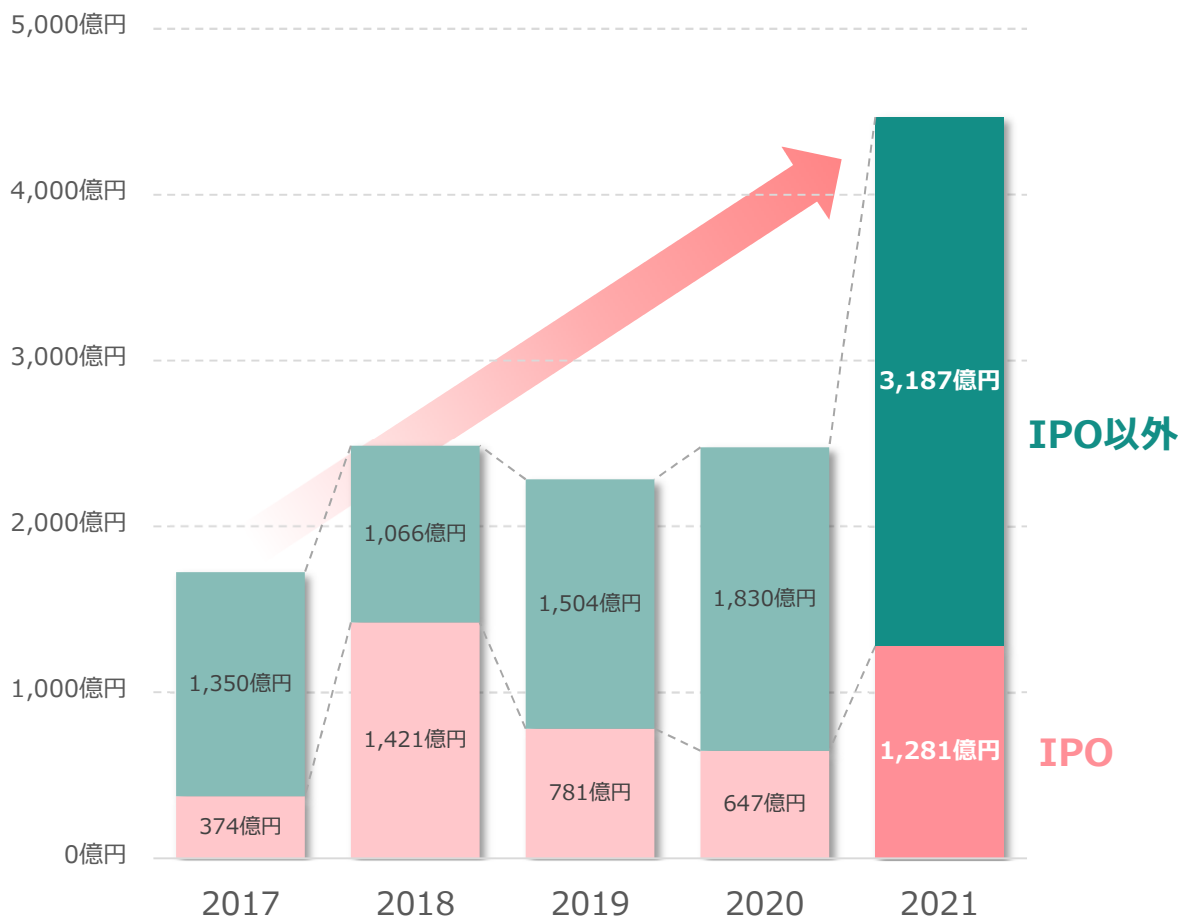
	上場1年後	3年後	5年後	7年後
平均値	132	153	230	283
最大値	2,992	1,323	3,421	2,312
p75	150	179	251	359
中央値	88	90	107	126
p25	56	50	58	60
最小値	15	11	6	7
サンプル数	488社	362社	243社	142社



- 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

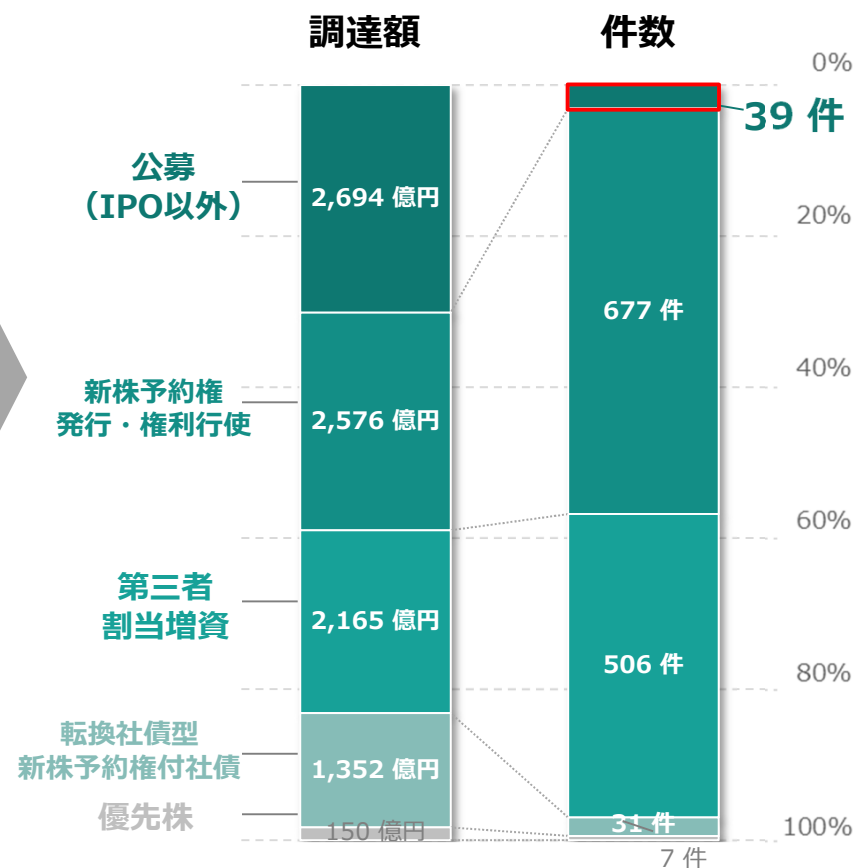
- 上場後における資金調達は増加しているが、公募による成長資金の調達を行う会社は限定的

マザーズ資金調達額の推移



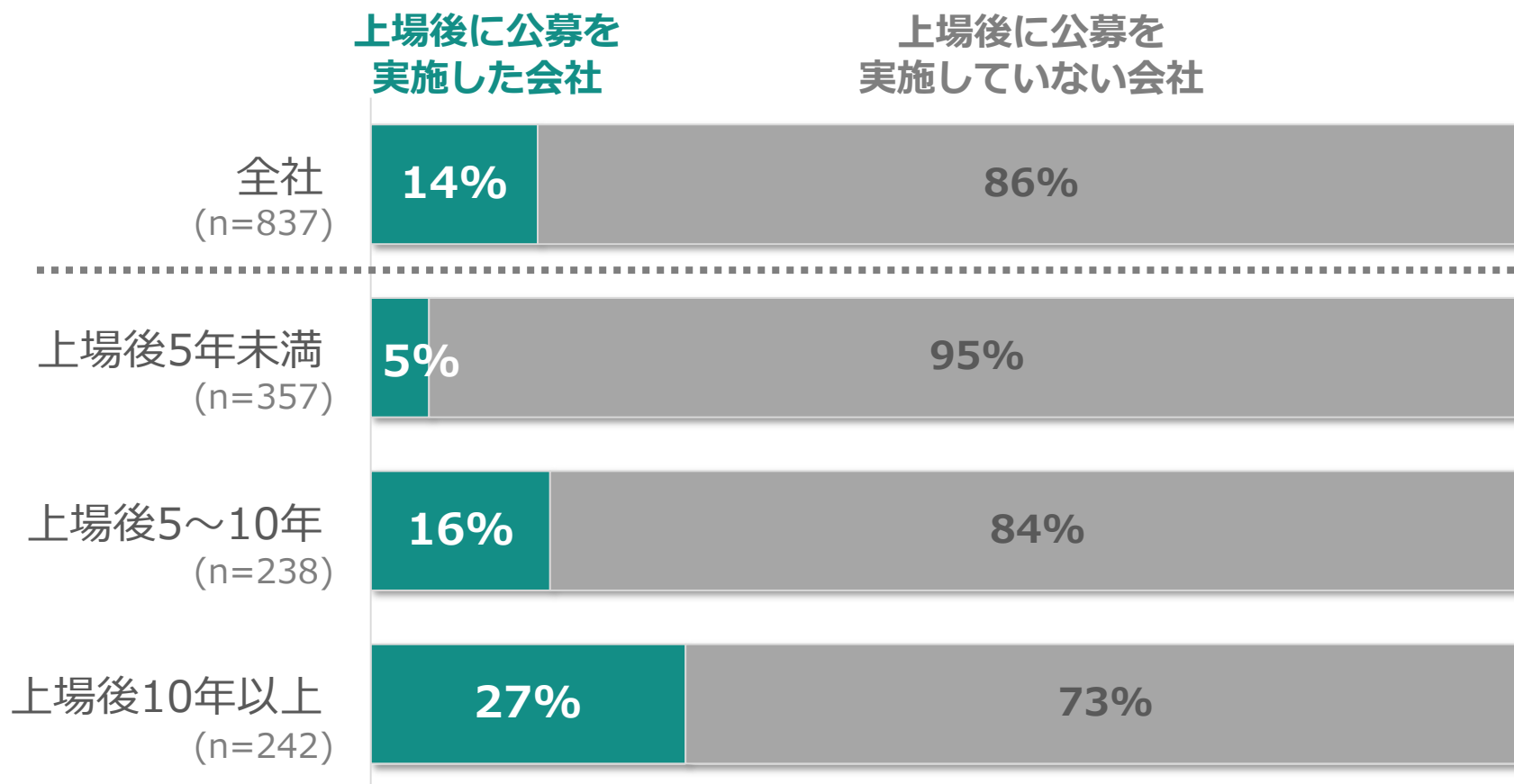
マザーズ資金調達の内訳

(IPO以外、2017~2021合計)



- 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%

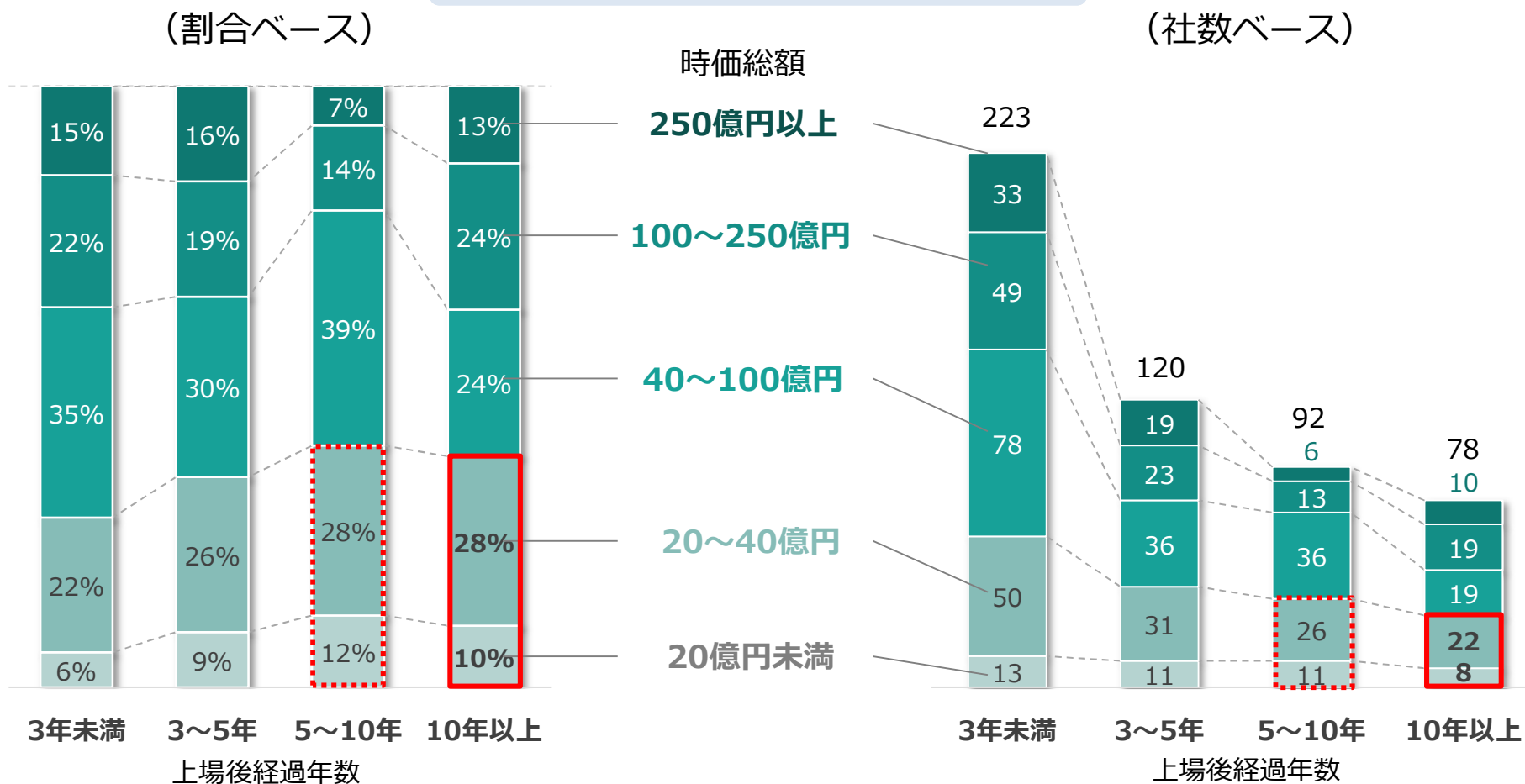
上場後に公募を実施した会社の割合



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

- 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



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

事業計画及び成長可能性に関する事項の開示

- グロース市場の上場会社は、全社が2021年末までに「事業計画及び成長可能性に関する事項」を開示
- 新市場区分への移行後は、1年に1回以上、進捗を反映した最新の内容を開示

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"> 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
	収益構造	<ul style="list-style-type: none"> 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を与える条件が定められている契約内容
市場環境	市場規模	<ul style="list-style-type: none"> 具体的な市場（顧客の種別、地域等）の内容及び規模
	競合環境	<ul style="list-style-type: none"> 競合の内容、自社のポジショニング、シェア等
競争力の源泉	競争優位性	<ul style="list-style-type: none"> 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
事業計画	成長戦略	<ul style="list-style-type: none"> 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については、上場会社各社の事業内容に応じて異なることを想定
	経営指標	<ul style="list-style-type: none"> 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）
	利益計画及び前提条件	<ul style="list-style-type: none"> （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
	進捗状況	<ul style="list-style-type: none"> 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
リスク情報	認識するリスク及び対応策	<ul style="list-style-type: none"> 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

- 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：機関投資家・アナリストに対する東証ヒアリング時の回答から抜粋