



グロース市場の機能発揮に向けた 対応方針について

Exchange & beyond

株式会社東京証券取引所 上場部

2023年8月29日

(これまでの経緯)

- 本年2月、スタートアップの成長を支えるエコシステムの一端を担う**グロース市場の機能を更に高めていくための方策**について、フォローアップ会議における検討を開始
- 本年5月から7月まで、対応すべき課題を把握するため、グロース市場上場会社の**経営者を対象に、上場後における高い成長の実現にあたり課題と考えている事項等**について**意見募集を実施**
- 並行して、東証においては、スタートアップの成長を支える観点からTOKYO PRO Market (T P M) の活用可能性を把握するため、**T P M関係者に対してヒアリングを実施**



(本日の内容)

- 本日は、フォローアップ会議におけるこれまでの議論やグロース市場上場会社・T P M関係者からの意見を踏まえ、**スタートアップの成長を支えていく観点から、グロース市場の更なる機能発揮に向けた今後の検討方針**に関して、**ご議論いただきたい**

I. フォローアップ会議におけるこれまでの議論

II. グロース市場上場会社経営者向け意見募集の結果

III. TOKYO PRO Market関係者ヒアリングの結果

IV. ご議論いただきたい事項



<総論>

- **スタートアップ育成に関する最大の課題は、どうスケールアップしていくかということであり、規模が大きい会社が少ない又は小さい会社が成長していないということをどう解決していくかを考える必要**
- **特にグロース市場は、将来の日本の産業の柱となるような企業を育てる役割が期待されているが、実際には上場後に大きく成長する企業は少なく、この点を改善していく必要がある**

<資金調達・成長投資>

- **米国では時価総額1,000億円以上の企業でも積極的に投資をしてさらに大きく成長しようとしているが、日本では本格的に成長するための投資が足りていない**
- **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
- **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**
 - 海外の機関投資家は、増資の際にdilutiveなのかaccretiveなのかを判定しており、増資率よりも成長率が上回っていればaccretiveとしてポジティブに捉える
- **スケールアップという観点では、プライム市場のみならずグロース市場においても積極的な英文開示を行い、海外投資家から資金を調達することが非常に重要**
 - 要領を得た英文開示が効率的に行えるよう取引所としてサポートすべき

<機関投資家の参入>

- 大きく成長する企業を育てるには、円滑な資金供給に加え、「事業計画及び成長可能性に関する事項」などの**情報開示に基づく機関投資家との建設的な対話もポイント**となるが、機関投資家は、**現状では規模と流動性の観点から、IPO時にも上場後にも参加しにくい状況**
 - 小規模に長期目線でアクティブ運用を行う機関投資家であればグロース市場に参加できるが、アクティブ運用を行うにしても、ベンチマークとなるグロース市場全体の株価を伸ばしていくことが重要
 - 現時点でのグロース市場の市場環境では、新規にファンドを設立しようとしても300～400億円程度のサイズが限界であり、マーケット全体の規模を育てていくことが重要
 - 米国では、未上場時に十分な規模に成長することで、上場後に機関投資家が入れるようになっている
- 一定程度規模が大きくなった後においては、**中小型株の機関投資家から大型株に投資する機関投資家への橋渡しが必要**

<情報開示・IR等>

- 東証が情報開示・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することで、**グロース市場上場会社が市場から刺激を得て成長できるよう促していくべき**
- 情報開示やIRの強化を促したとしても、投資家の目に触れなければ意味がない。グロース市場の会社には自社の価値や成長性を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

<成長の動機付け>

- 成長のためには**役員・従業員にインセンティブを与えることが重要**であり、株式報酬の導入を促進すべき。日本でも新規上場会社では一般化してきているが、米国のGAFAは年1～3%も株式報酬だけで希薄化している。イノベーションを創り出す人が重要ということであり、発行体自体の啓発も必要
- 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）を引き上げる案が考えられるが、まずは経過措置終了の影響分析が重要**であり、拙速な上場維持基準の引上げは現実的ではないとの考えもありうる

<非上場領域・新規上場の在り方>

- 長期目線で大きなイノベーションを創出していく観点から、欧米のように未上場株式の市場を機能させることで、必ずしも上場というゴールへ急がせるのではなく、上場前に成長できる場を設けるべき
- この点、TOKYO PRO Market (T P M) も、選択肢の一つとして活用できるのではないかと
➤ グロース市場等の一般市場へのステップアップに向けた登竜門又は未上場株式のセカンダリー取引の場として活用できるのではないかと
➤ ただし、現状でほぼ売買が行われていない（流動性に乏しい）ことは問題
- 現時点でグロース市場の新規上場基準を引き上げるのは時期尚早だが、将来的な基準の在り方については、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だが、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
- 株式上場をライフイベントと位置付け過ぎることの功罪として、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する可能性がある

I. フォローアップ会議におけるこれまでの議論

II. **グロース市場上場会社経営者向け意見募集の結果**

III. TOKYO PRO Market関係者ヒアリングの結果

IV. ご議論いただきたい事項



- **グロース市場の機能発揮に向けて対応すべき課題を把握するため、グロース市場全上場会社の経営トップを対象として、上場後における高い成長の実現にあたり課題と考えている事項等**について意見募集を実施
→ **34社**から意見提出（一部企業に対して、課題認識等の深掘りのため、ヒアリング等を実施）

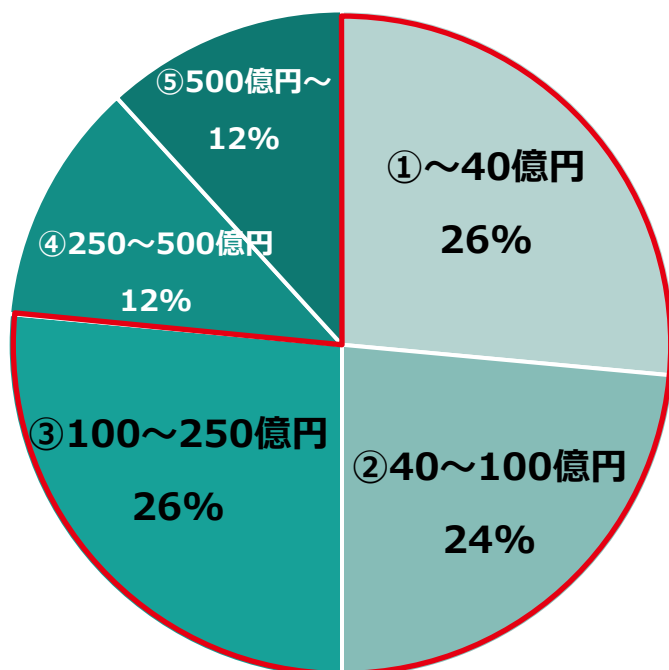
意見募集内容【自由記述形式】

1. 貴社の高い成長の実現に向けて、**グロース市場への上場を活用できていると考えますか**。上場前に考えていた上場の目的や、上場後に実際に感じている効果などとあわせて、ご回答ください。
2. 貴社の高い成長の実現に向けて、**上場時／上場後における課題（成長の実現に向けた課題）**と考えている事項や、**その課題に対して取引所に期待する対応がある場合には、その詳細**をご回答ください。
3. その他、高い成長の実現に向けて、課題と考えている事項があれば、ご回答ください。

	観点（例）
上場時	<ul style="list-style-type: none"> • 上場のタイミング（非上場時における資金調達環境との関係、海外新興市場との比較など） • 上場に向けたプロセス（市場関係者のサポート、スピード・煩雑さなど） • 上場時の資金調達（調達金額、配分（機関投資家への割当て）など）
上場後	<ul style="list-style-type: none"> • 高い成長の実現に向けた資金調達（成長投資に向けた資金需要、希薄化への懸念など） • ガバナンス・内部管理体制（体制構築にあたっての支障など） • 情報開示・IR（事業計画や成長可能性等の開示、IRの機会、機関投資家との対話など）

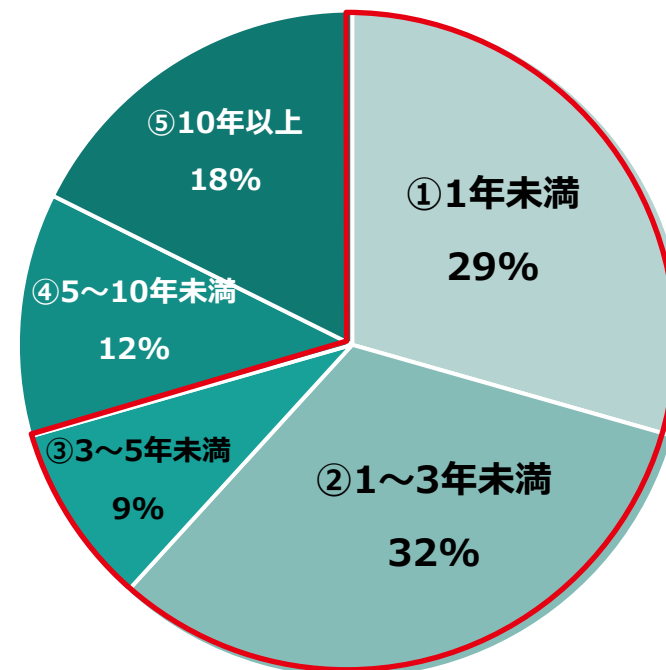
- 意見提出会社の多くは、比較的小規模で、上場後経過年数が短い会社
(時価総額 250 億円以下、上場後 5 年未満の会社が大半)

提出会社の時価総額分布



時価総額 250 億円以下の会社が約 8 割

提出会社の上場後経過年数



上場後 5 年未満の会社が約 7 割

- 回答会社においては、資金調達力のみならず、社会的知名度・信用力、採用力の向上等の観点から、グロース市場への上場を活用しているとの意見

(主な意見)

- 上場前に考えていた上場の目的は、資金調達力、社会的知名度・信用力、採用力、従業員モチベーションの向上等である。上場後には、これらの向上が見られ、上場の効果を実感している ※同意見多数
- 上場に際して投資家から出資頂いた資金を元にいくつかの先進的な事業を生み出すことが出来た。当該事業の展開は上場による資金調達を抜きにしては達成出来ず、上場前に考えていた上場の目的そのものであった
- 新規上場時から時価総額が20倍以上に増加し、上場後の公募で多額の成長資金を獲得することができた。また取引先や金融機関との関係性においても上場企業であることによる信用力・知名度がプラスに働いている
- 上場した主な目的は、世界的な社会的信用力・知名度の向上、資金調達力の強化、優秀な人材の確保であった。当社は直販による海外取引が多いが、上場企業であることが特に海外顧客からの信用を得る上で寄与している。また、エクイティファイナンスだけでなく、金融機関とも良好な関係を構築できたことで、様々な方法で機動的に資金を調達できている
- 資金調達と人材採用という点からグロース市場への上場を活用できている。そのほか、上場により情報が開示されていることや内部管理体制が整備されていることが前提となり、他社との協業やM&Aなどの話が持ち込まれやすくなった
- 上場時に約100億円の資金調達を行い、その際に国内大手機関投資家の各社にご参加いただいた。多くの投資家との対話を通じて当社のあるべき成長方針や期待水準を学ぶことができた。
- 当社は、知名度のさらなる向上・社会的信用の増大・優秀な人材の確保を主な目的として上場し、知名度の向上および社会的信用の増大についてはすでに実感することができている
- 上場の目的としては、知名度、信用力や企業価値向上等があり、上場後には、知名度が向上したことにより多くの大手顧客及び行政等との商談が実現でき、企業価値が向上していると実感している

- 成長の実現のためには難易度の高い事業へのチャレンジ・リスクテイクが必要である一方、**希薄化や短期的な減益が問題視**されることから、**成長に資すると考えているものでも資金調達・成長投資は行いにくい**との声
- 資金調達・成長投資が一律で**ネガティブに捉えられないよう啓発を行う必要性を指摘する声**がある一方、上場会社側で対応可能な事項として**中長期的な成長ストーリーを十分に説明することの重要性を指摘する声**も

（主な意見）

<成長に向けたリスクテイクの必要性>

- 日本の産業活性化のためには、難易度の高い事業（グローバル展開やディープテックなど）にチャレンジする企業が必要。特に**利益に対する強いプレッシャーがあるため、成長性よりも堅実性を重視し、成長が鈍化する企業が多いが、市場として成長性に重点を置く方向に向かうことで、より活性化するのではないか**

<資金調達・成長投資にあたっての課題>

- 上場後に**成長実現のための資金調達を検討する場合、公募による希薄化、株価への影響を懸念**することがある
- **高い成長を実現するフェーズにおいては損益が赤字となりやすく、投資家の理解を得ることに課題**を感じている
- 投資家からは**近視眼的な視点からの増収・増益を強く求められるため、立ち上げに長時間を有する大規模な新規事業を展開することは難しい**
- **成長投資のための資金調達が一律的にネガティブと捉えられないような啓蒙活動は必要**。また、高い成長の実現に向けては、投資活動を先行して営業赤字になることもあり、その場合には**綿密なコミュニケーションを通じて発行体のエクイティストーリーを投資家に伝えることが重要**
- 当社は現在、将来の収益向上に向けての研究開発、設備投資等を行っており、軌道に乗るまでの間は**忍耐の時期と認識**している。そのような状況において、**投資家へどのように伝えたらよいのか、ヒントがあればありがたい**
- 当社は上場後、採用強化のために下方修正をしている。旺盛な需要に対応するための成長に向けた判断であったが、株主には**迷惑**をかけた。その後も、上場で得た**資金を積極的に投資活動に使っていきたい**と思うものの、**短期的な利益の減少による株価下落とのバランスを課題**に感じている。下方修正はどのような理由であれ良くないという風潮等について**柔軟な対応があれば、より積極的に高い成長に向けて挑戦ができるのではないか**。投資家の理解を得ながら**積極的な資金調達・成長投資を実施し成長を実現した好事例や、投資家の理解を得るために開示が望まれるポイントを示してもらえるとありがたい**

- そのほか、上場後に資金調達を実施しようとしても、**採算が合わないことなどから仲介の担い手が不在**となっていることを課題に挙げる声も

<金融仲介の担い手不足>

- 新規事業の確立にあたり、**公募による調達額が数億円レベルに留まる場合、証券会社として採算が合わず、引き受けてくれない**。また、**間接金融による調達についても、銀行等は不確実性の高い資金の貸付はできないというスタンスであるため難しい**。結果として、**内部留保から資金を捻出する必要があるが、企業単体の努力では限界がある**

<資金調達・成長投資に関するその他意見>

- グロース企業が海外機関投資家のみを対象としたA B B（アクセラレーテッド・ブックビルディング方式）での資金調達を行うことがあるが、国内でもプロ投資家を対象にした場合のA B Bなど、投資家のリスク許容度に見合ったより柔軟な対応ができるようになることを期待
- 調達資金の用途に対する東証からの確認が厳しくなっており、M & A等を機動的に行えるような財務的な柔軟性を確保するための資金調達が難しくなっている。高い成長を達成するためには、一定程度の事業上のリスクを取っていくことが必要であるものの、過度な資金用途説明の要請が保守的な成長戦略の策定や成長に向けたチャレンジに対する経営陣の姿勢の委縮につながりかねない

- 特に小規模な会社において、**中長期的な成長を支える機関投資家やアナリストの参入を望む声が多い**
- 機関投資家等の参入にあたり、本質的には時価総額・流動性の向上が重要との声が存在する一方、**接点が乏しいことを悩む声**や、**効果的なIR方法が分からず手探り状態になっていることを悩む声**も存在
- また、時価総額が大きい会社を中心に、**海外の機関投資家への情報発信・IRのサポートを望む声**も存在

（主な意見）

<機関投資家等の参入不足>

- 当社のように**時価総額・流動性が小さい会社には、機関投資家の参入は限定的**。証券会社等にも相談をしているが、**時価総額等が一定以上ないとそもそも機関投資家の投資対象にならない**とのことであり、当社は機関投資家に説明・アピールする手前の段階にある。**まずは事業を育てることに注力し、事業規模、利益の拡大などを通じて時価総額を大きく成長させていくことが重要**と考えており、その後に機関投資家へのコンタクトを行っていききたい
- 時価総額が100億円以下の企業においては、機関投資家及び海外投資家比率が非常に低く、そのことが株価にも大きく影響している。当然、企業成績やIR活動の影響もあるものの、**時価総額が100億円以下の企業であっても、機関投資家及び海外投資家の投資行動が活発になるような取組みを期待**
- **投機的・短期的利益を求めることもある個人投資家と、中長期的な成長のためであれば下方修正も容認する機関投資家の投資観点や意見の違いが、特に上場して間もない企業には混乱を生じさせている**。時価総額が低い企業は機関投資家の投資対象にはならないが、そうした企業にも機関投資家が参入できる仕組みがあれば、一つの課題の解決につながるのではないかと
- **グロース市場は、高い成長性とそのリスク評価が前提となるために、より多くのアナリストがカバーするような市場となるための条件整備が必要**。新興企業にとっては成長とともに投資家の多様化が必要であり、機関投資家への情報量を増やす努力が求められよう。また、インターネットなどでの書き込みによって株価が乱高下する事象が散見されるため、**健全な株価形成のための市場情報の環境整備が求められる**
- 欧米の同業他社等に比べ、当社が資金調達できる額は少なく、手法も限定されているため、計画段階ではかなり保守的な成長戦略を志向せざるを得ない。取引所には、**①年金資金、機関投資家、アナリスト、②クロスオーバー投資家（非上場から上場後までを投資対象とする投資家）の参入促進を期待**

<機関投資家との接点不足>

- 時価総額以外の観点では、**機関投資家との接点がない**という課題がある。**I R支援会社も存在するが、時価総額が小さい会社の支援は、費用面を含めてあまり得意としていない**と思われる。また、機関投資家にも様々な特色がある中、**自社にあった機関投資家との接点を持てるよう、相手の機関投資家の情報（時価総額の低い会社にも投資をしているか、どういった事業領域への投資に積極的なのかなど）を知る機会を設けてもらえるとありがたい**
- 現状では機関投資家との接点が乏しいが、投資を検討してもらいたいと考えており、**新規上場時以外においても、機関投資家向けの事業説明の場を設けてほしい**。まずは多数の機関投資家とのやり取りの場を設けていただき、その上で個別の期間投資家と踏み込んだやり取りができればよい
- **上場前後では機関投資家と接する機会が乏しい**ため、幅広くアプローチできるよう、取引所主催で新規上場会社（上場後2～3年程度）を集めた**機関投資家向け I Rフェアを定期的に開催していただきたい**

<効果的な I R 方法>

- 上場後の I R 活動について、証券会社などのバックアップはあるもの、投資家や株主に対し**当社の価値や成長可能性を伝える事がなかなか難しく、手探り状態**にある。グロース市場において**規模感（売上規模や従業員数）が近い会社の I R 活動への取組み状況やその内容について事例を紹介してもらったり、刺激をもらえる場を東証主体で開催してもらえると大変ありがたい**。また、それをきっかけにしてマッチングできれば事業の推進にも繋がると考える
- 金融系の専門家がない当社のような場合、**有効な I R 方法、上場のメリットを生かしたファイナンスの方法、M & A 戦略などについては、証券会社、コンサルを活用するしかないが、提案に対して判断することができないため、取引所には第三者の公平な立場でセミナー等を開催して頂くとありがたい**
- **機関投資家と接するにあたっての注意事項を知ることができれば、I Rの方針を考えるうえでありがたい**

<海外機関投資家への情報発信・I R>

- 継続的な成長を実現するため、**国内だけでなく、グローバルでの事業拡大は非常に重要だ**と考えている。東証上場企業の情報をよりグローバルに、**海外投資家にも発信できる媒体やプラットフォームを提供してほしい**
- 国内外を問わず、より多くの投資家からより多くの投資機会を創出するため、**海外機関投資家に向けた情報発信の場の提供など、海外 I R 支援をご検討いただきたい**

<情報開示・IRに関するその他意見>

- 制度開示以外の任意開示やプレスリリース等による発信、また自社Webサイトの充実等に取り組むことが必要と認識
- 組織的・効果的なIR戦略の立案と実行が最重要課題の一つである。当社グループは複数の事業領域からなるコングロマリットであるため、一つの企業体として投資家への説明が容易ではなく、当社グループのビジョンや戦略をより分かりやすく発信することが重要であると考えている
- 資本効率の観点で投資家の理解を得ることを今後の課題として認識している
- 国内外でのM&Aや海外子会社の上場などマルチナショナルな事業展開を行うには、日本と海外の上場要件を同時に満たす体制の構築・維持が必須であるが、各国の株式市場間、行政官庁間に存在するルールや規制の違いに対応するため、開示（タイミング、内容、手続きなど）の観点で様々な調整が必要。開示やその他の取引所のルール等がグローバル間である程度共通した基準になることが望ましい

- 事業面での提携の機会や、管理面での情報交換の機会を創出するため、**他の上場会社との接点を望む声も存在**

（主な意見）

- **上場企業同士のネットワーク構築の場を設けてほしい**。現状では業務提携先やM & A先が乏しいが、その候補先として**事業面の情報交換をしたい** ※同意見多数
- 当社は不動産業を営んでいるが、たとえばIT業界や輸送業界など**他業界の会社と接点を持てれば、事業拡大や課題解決につながりうる**。現在は個人的な人脈や金融機関経由くらいしか接点がなく、他社にいきなり連絡するのも憚られるので、東証が紹介をしてくれるのであればありがたい
- グロース市場において**規模感（売上規模や従業員数）が近い会社のIR活動への取組み状況やその内容について**事例を紹介してもらったり、**刺激をもらえる場を東証主体で開催してもらえると大変ありがたい**。また、それをきっかけにして**マッチングできれば事業の推進にも繋がる**と考える（再掲）
- **上場会社同士の接点を是非設けていただきたい**。特にプライム上場企業との接点は、**事業を伸ばしていくうえでも、将来のプライム上場に向けての体制強化の参考とするうえでも、とても有意義**であると考えている
- 人的資本をはじめとする非財務情報の開示に向け準備を進めているが、特に女性管理職比率の向上については喫緊の課題である。社内に女性社員がロールモデルとする人材が少ないこともあり、**東証の主催で、上場企業の女性中堅社員がカジュアルに集まる機会を設けていただけると、各社の期待人材にとって大きな刺激を得る場になるのではないか**

- 人材不足など経営リソースが限られる中、**上場維持コストの低減等を進めるべきとの声も存在**

（主な意見）

<上場維持コストの低減を要望する意見>

- 上場後には、**適時開示、監査法人とのすり合わせ、株主総会の準備、内部統制の強化**といった管理系の負担が重くなり、会議も管理系の対応策が中心となっている。**決算短信と四半期報告書の一本化等、情報が重なるような書類の簡素化**をお願いしたい ※同意見多数
- **四半期に1度の監査がコスト面、人員面でも負荷**になっている点は課題に感じている。四半期報告書を半期報告書へ変え、四半期は短信のみとなれば、社内の人員面での負荷や監査コストなどが減少し、より利益を出すこと、またそれを再投資に回すこともできると考えている
- **四半期開示の見直しは、監査報酬・工数面で非常に助かる**が、一方で見直し後も実質的には従前と同様（例えば四半期決算短信に監査法人のレビューを求める等）とならないことを願っている
- 適時開示ルールにおいて、**売上高が少なく赤字の場合、企業価値への影響が考えにくく内部者取引規制では問題にならないような非常に軽微な費用等の発生・決定であっても、適時開示基準に抵触することとなり、開示業務に負担が生じている**。例えば、総費用や赤字額に対する一定率を軽微基準に加えるなど、先行投資型企业に適した基準に改訂して欲しい

<課題として人材不足を挙げる意見>

- 上場により人材採用に効果があらわれたものの、**当社が計画している成長のスピードに対してまだまだ人材は足りていない**
- **優秀な若手の人材を確保し続けていくことが当面の課題**となっている。上場企業のリクルート活動に対して取引所から支援いただけるようであればありがたい
- 成長を実現するためには、優秀な人材の採用および人材育成が重要であると考えている。取引所の立場から、**上場企業で働きたい方々へアピールできるような、継続的なPRの機会を設けていただきたい**

- 高い成長を目指す動機が不足していることなどから、**上場維持基準を厳しくすべきとの声**が存在
- 一方、上場維持基準に係る経過措置や市場区分変更の取扱いに関して**基準・手続等の緩和を求める声**も存在

（主な意見）

<基準を厳しくすべきとの意見等>

- **オーナーの株式所有割合が高ければ、株主からのプレッシャーが少なく、無理をしてまで成長スピードをあげようと思わなくなる。上場維持基準を厳しく管理することで解消できる可能性はあると思う**
- **グロース市場と言われるためには規模ではなく、成長に対するルールが必要と感じる。新規上場をゴールにしている印象の企業が多く存在しており、そのためグロースという名に相応しくない企業が多いことに不満を感じる。プライム市場も同様だが、グロース市場も成長実績が低い企業は、異なる市場に移管すべき**
- **日本の株式市場には、時価総額100億円以下の企業が多数存在し、平均時価総額を引き下げている。現在の上場企業の精査や上場基準の引上げが必要ではないか**

<基準を緩和すべきとの意見等>

- **上場後10年経過後からの時価総額に係る上場維持基準（40億円以上）について、基準に満たない会社が少なくないことから、水準感やタイミングにはまだ再考の余地があるのではないかと。40億円を超えて推移していた時期も相応に存在する会社については、一定の緩和措置について議論があっても良いのではないかと**
- **今般の市場再編において、マザーズから市場第一部への市場変更に係る特例がなくなったが、当該特例は、この成長を加速させるブースターとして非常に大きな役割があったと考えている。改善計画を示してプライム市場に残る経過措置があるのであれば、同様に成長計画を示してプライム市場への市場区分変更を認める制度もあってしかるべき**
- **市場区分の見直しに伴い、マザーズへの上場10年経過後にマザーズへの上場を継続するか市場第二部に移行するかを選択する制度がなくなったため、主幹事証券会社にスタンダード市場への市場区分変更の手伝いをしてもらえないかと打診したところ、多額の費用がかかることとであった。当社のように上場から相応の年数が経過した企業に上場直後と同じ要求をし続ける事には問題があるため、従来の選択制度の代替になる制度を創設いただきたい**

- グロース市場上場前に成長を実現できる場として、**TOKYO PRO marketの活用を挙げる声**がある一方、資金調達が行いにくい現状を考えると活用が難しいとの声も
- グロース市場の**新規上場の間口の広さがスタートアップの選択肢の多様化に寄与している**との声がある一方、将来的な基準引き上げが一案との声も
- 新規上場プロセスに関して、**上場直前にはコーポレートアクションに制限がかかり成長マインドが薄れる**との声も

（主な意見）

<非上場領域、TOKYO PRO marketの活用>

- 米国のOTCマーケットには1万社を超える企業が参加し、一般市場へのステップアップにも活用されているが、日本にはこのような柔軟な市場はない。**TOKYO PRO marketを、一般市場への上場のステップアップや上場廃止銘柄の再上場のための市場として機能させることができれば、時価総額等を拡大させてから一般市場に上場できるようになるのではない**か
- グロース市場とTOKYO PRO marketとの差はあまりにも大きいと感じる。現状のように**市場からの資金調達もできないような状況では、TOKYO PRO marketの意義はない**

<上場の間口>

- VCはエグジットが必要であるため、**比較的ハードルの低いグロース市場があることで、スタートアップはエクイティファイナンスがしやすい状況**になっており、グロース市場はそうした観点から成長に貢献している
- **規模が小さい会社は、相対的に上場維持コストが重く、機関投資家の投資対象にもなりにくい**ため、円滑な成長を実現しにくいことからすれば、**将来的に新規上場基準を引き上げることも考えられるのではない**か

<新規上場プロセス>

- **上場時の時価総額（公開価格）については上場申請期のPERなどによって定められることから、直前期頃から黒字化が求められるようになり、成長マインドが薄れていく**という実態がある。実際の価格は当社にとって満足のいくものとはならず、オフリングサイズのコントロールや希薄化とのバランスから、上場時での大きな調達はできなかった
- **上場直前には、証券会社の審査の関係で、大規模なM&Aの実施や新規事業の立ち上げが行いにくい**

<その他の主な意見>

<バイオベンチャー関係>

- 東証公表「先行投資型バイオベンチャーの上場についての考え方と審査のポイント」において、再生医療等製品を開発するバイオベンチャーを除いた創薬バイオベンチャーには、上場時点で2社以上との製薬会社との提携が求められており、臨床後期ステージまで自社開発を行う会社が婉曲的に許容されていない。その結果、将来収益を放棄して早期にパイプラインを導出することが最良の選択と認識する投資家も多く、企業側の選択肢を狭めている
- 医薬品開発には長期間にわたって多額の資金を投入する必要があり、不確実性及びリスクを伴うことから、長期保有の機関投資家を中心とした株主構成が必要。経済産業省「バイオベンチャーと投資家の対話促進研究会」で議論されていたバイオインデックスの実現を通じ、時価総額が低い創薬ベンチャーにも機関投資家による投資が行われる機会を創出いただきたい

<その他>

- 米国のような1株単位での売買、取引時間の拡大、時間外取引の拡充により、幅広く株式市場への参加者を集め、投資機会を創出いただきたい

- I. フォローアップ会議におけるこれまでの議論
- II. グロース市場上場会社経営者向け意見募集の結果
- III. TOKYO PRO Market関係者ヒアリングの結果
- IV. ご議論いただきたい事項



- スタートアップの成長を支える観点からT P Mの活用可能性を把握するため、①J-Adviser、②T P Mから一般市場への移行企業（それぞれ複数社）を対象として、T P Mの活用ニーズ等についてヒアリングを実施

(①J-Adviserからの主な意見)

<企業における上場ニーズ>

- 一般市場へのI P Oに関して証券会社がより大型の会社をサポートするようになり、I P Oを後ろ倒しにするケースも増えてきている中、T P Mは将来的に一般市場への移行を目指す会社の上場先となりうるし、実際に最近ではそうした流れが出来てきている
- 既存株主にとっても、エグジットの選択肢になることから、T P Mへの上場にニーズはあると見ている
- 主な上場目的は、知名度・信用力の向上であり、現状の資金調達環境・流動性では、いわゆるディープテック企業など大きな資金需要がある会社には向かない

<特定投資家における投資ニーズ>

- 現状ではT P Mの魅力が投資家にはまだ伝わっていないが、今後、T P Mから一般市場に移行する会社が増えれば、一般市場上場予備軍への投資ができるとして投資妙味が生まれ、T P Mに投資したい投資家も増えると思う
- ※ 特定投資家を増やしていくためには、特定投資家の範囲が拡大されたといっても依然として基準が高いということや、特定投資家への移行手続きが煩雑ということについても改善していく必要

<活用に向けた課題等>

- **ステップアップを目指す会社とT P Mに残る想定会社が混在**しており、投資家にとってわかりにくい。（前者の中でも）T P Mにいる間に流動性を付けたい会社と一般市場に移行してから流動性を付けたい会社が混在している
- 一般市場への上場審査について、T P M上場会社は非上場会社に比べれば**適時開示や情報管理の実績がある**ので、それを勘案した円滑な審査を行うことで、**ステップアップを目指す会社を後押しできないか**

(②一般市場への移行企業からの主な意見)

<企業における上場二ーズ>

- 当社は、**規模・成長性の観点でグロース市場に上場するにはまだ早かったため、まずT P Mに上場することとした。**その後、**実際にT P Mで業績を伸ばし、グロース市場に上場することができた。**体制面についても、**T P M上場時に整えたので、その後は特に苦労することなく円滑にグロース市場に上場することができ、ある意味ではグロース市場上場時よりもT P M上場時の方が苦労した**
- グロース市場いきなり上場するにはハードルが高いが、**T P Mなら上場できるかもしれないという会社も存在する。**将来的に我が国を牽引するスタートアップを増やしていくうえで、T P Mは裾野拡大のキーとなりうる

<活用に向けた課題等>

- **T P Mがスタートアップ向けの成長性を引き出す市場にもなりうるということをもっとアピールしていく必要がある。**現状では、T P Mの中で、**ステップアップを目指す会社なのか事業承継・M & Aのために上場した会社なのか**が混同しているので、市場としてのアピールの仕方が中途半端になっている
 - 流動性を高めることに肯定的でないT P M上場会社も存在する。当社は、他のT P M上場会社の株を買うことを検討したことがあるが、その会社は株を売り出すのが怖いと思ったようで、断られてしまった
- ステップアップを目指す会社に、**任意ベースでグロース市場の「事業計画及び成長可能性に関する事項」の開示を促すことが考えられる。**弊社はグロース上場時に当該開示資料を作成したが、**会社の見られ方やアピールポイントを考え直す良い機会**となった。マストで求めるのは難しいが、ステップアップを目指す会社はぜひ作成すべき
 - そのうえで、**情報開示やI Rなど、成長に向けて意欲的な取組をしている会社を、東証として投資家に示してもらえれば、特定投資家になりたい投資家も増えるのではないか**

- I. フォローアップ会議におけるこれまでの議論
- II. グロース市場上場会社経営者向け意見募集の結果
- III. TOKYO PRO Market関係者ヒアリングの結果
- IV. ご議論いただきたい事項**



- **グロース市場上場後における成長の実現に向けては、上場会社が積極的な成長投資を円滑に実施できる環境が必要**
 - 現在のエコシステムでは、小規模で上場するケースが多く、結果的に上場後においても機関投資家の投資対象にもなりにくい（＝グロース市場上場後の高い成長の実現に向けた伴走者が不在となる）
- **以下のとおりグロース市場の機能発揮に向けた検討を進めていくことについて、どう考えるか**

- ① **まずは、グロース市場上場会社が、自社の成長ストーリーを投資家に対して積極的に示していくことが重要**（情報開示や説明会の開催等の上場会社の取組みが機関投資家の参入には必要不可欠）
 - 取引所においては、**情報開示や説明会の開催等の促進**と合わせて、**機関投資家との接点構築やIRを支援**していくことなどが考えられるか（海外の機関投資家を念頭に置いた英文開示の充実やIR支援などを含む）
- ② **グロース市場上場会社が機関投資家の投資対象となるためには、そもそも、上場前に、機関投資家が参入しやすい規模まで大きく成長できる環境を整備することが重要**
 - **政府や関係各所において、5年後にスタートアップへの投資額を10倍（10兆円）とするべく、「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中、取引所として取り組める事項に関して、市場関係者へのヒアリングや意見交換などを実施**
 - **ひとつのモデルとして、取引所としてはプロ向け市場を活用した成長モデルを構築・普及していくことも考えられるか**
 - 成長ストーリーを示し、一般市場へのステップアップを目指す上場会社の取組みを支援・可視化
 - そうした上場会社の増加を契機に、特定投資家の呼び込みも狙う
- ③ **グロース市場の新規上場基準・上場維持基準の引き上げ**という方法も指摘されているところ
 - この点に関しては、スタートアップ育成5か年計画その他の施策を通じた**エコシステム全体の機能改善状況及び経過措置対象会社の取組みの進捗状況を踏まえて、将来的な検討課題とすることが適当と考えられるかどうか**
 - そのほか、新規上場プロセスや上場後の制度に関する課題について、市場関係者との間で課題の洗い出しを継続