

IPO連携会議資料

株式会社東京証券取引所 上場部・上場推進部
日本取引所自主規制法人 上場審査部

2025年4月8日



ご意見いただきたい事項

- ◆ 上場後の高い成長につながる I P O を実現していく観点から、たとえば以下の点をどう考えるかなど、幅広にご意見をお聞かせください。
 - 現状の I P O に対する認識や課題
 - 各 I P O 関係者（取引所、証券会社など）において考えられる姿勢や取組み

【例】

- I P O を目指す企業・経営者に意識いただきたい事項、その効果的な発信方法
- 取引所の上場審査、証券会社の公開指導・引受審査などの内容（上場維持基準の見直しを踏まえて対応すべき事項など）
- 機関投資家の積極的な参入を促すための取組み
- I P O 前における環境整備
- その他 I P O に関する制度や実務の在り方

など

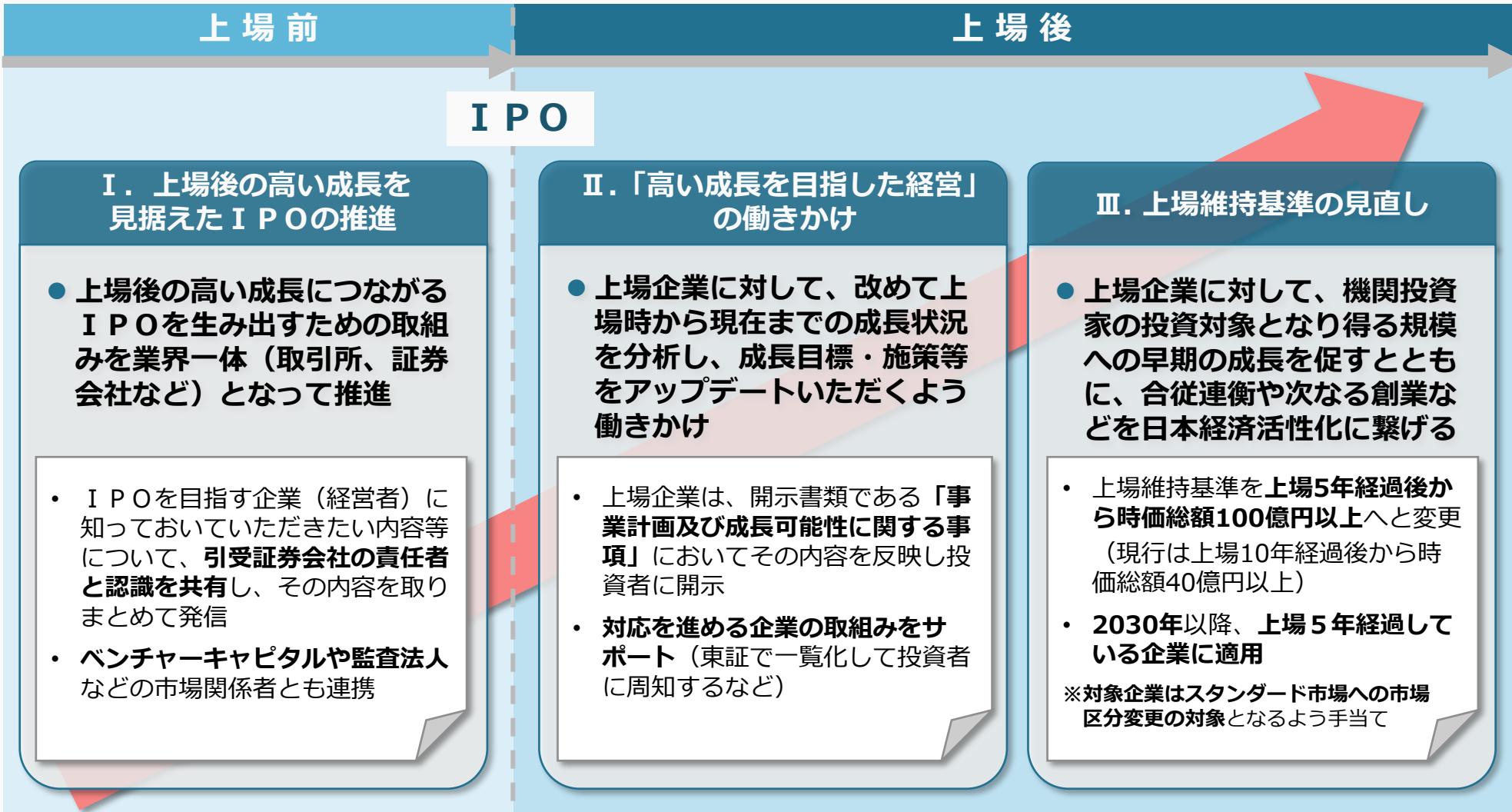
(参考1) 次回フォローアップ会議資料案（抜粋）

※4月22日開催予定



グロース市場における今後の対応（全体像）

◆ グロース市場から、未来の日本経済の成長を牽引するスタートアップを輩出していくため、上場前から上場後にかけて継続的に高い成長を目指していただくための施策をパッケージで推進



I. 上場後の高い成長を見据えた I P Oの推進（上場準備企業向け）

- ◆ I P Oを目指す企業（経営者）の方々に対して、
 - 上場後においては、より幅広い株主・投資者の成長期待に応えていく「責任」が生じる
 - その責任を果たすためには、「I P Oを上場後の成長にどう活用するのか」「I P Oの時期・規模が適切か」などを十分に検討する必要があることを意識していただくことが極めて重要。
- ◆ I P Oを早期からサポートする関係者（証券会社など）と連携しながら企業（経営者）にアプローチしていく想定。
 - ※ たとえば、I P Oを目指す企業（経営者）に知っておいていただきたい内容について、関係者（ハイレベル）と認識を共有し、それぞれの立場から発信していただくことなども考えられる（I P O実務連携会議の場も活用）
 - ※ 昨年6月からお願いしている上場目的の開示や上場後におけるその実現状況の開示についても、今般の働きかけ（次頁）とあわせて継続して推進



II. 「高い成長を目指した経営」の働きかけ（上場企業向け）

- ◆ グロース市場上場企業（経営者）の方々に対して、グロース市場にふさわしい「高い成長を目指した経営」の推進を、現在の制度を活用しながら、改めてお願ひしていく想定。具体的には、
 - 上場時から現在までの成長状況を分析・評価
 - それを踏まえて、今後の成長目標・施策を点検・検討
 - 上記の内容を「事業計画及び成長可能性に関する事項」において投資者に開示し、施策を着実に実行（その後も定期的に状況をアップデート）
- ※ 積極的に対応を進める企業に対して、東証からもサポートを実施（対象企業の一覧化など）

「事業計画及び成長可能性に関する事項」の開示項目例

項目	内容
ビジネスモデル	事業の内容
	収益構造
市場環境	市場規模
	競合環境
競争力の源泉	競争優位性
	成長戦略
	経営指標
	利益計画及び前提条件
事業計画	進歩状況
リスク情報	認識するリスク及び対応策

改めて働きかける内容（案）

上場時からの成長状況の分析・評価／成長目標・施策の点検・検討

- ・ 高い成長を目指していく観点から、現状のビジネスモデルがうまく機能してきたかについて、時価総額・株価、売上高・利益、P S R・P E Rなど、個社の状況や投資者ニーズを踏まえた指標を用いて分析・評価
- ・ その際、自社がターゲットとする市場規模や競争優位性などの前提にズレが生じていなかをあわせて点検
- ・ 上記を踏まえて、今後の成長目標やその達成に向けた施策を具体的に策定

投資者への開示・施策の実行

- ・ 「事業計画及び成長可能性に関する事項」の次回更新時に開示（それを待たずに速やかに開示することも、点検・検討が終わったタイミングで開示することも可）
- ・ フォーマット等は特に定めない（同書類はもともと様式等を定めておらず、開示項目例を提示）
- ・ 今般のお願い事項に沿った対応を行っている場合には、その旨をあわせて開示

III. 上場維持基準の見直し（案）

- ◆ 東証の市場区分（プライム・スタンダード・グロース）において、グロース市場は、高い成長を目指すスタートアップに果敢なチャレンジを行っていただく市場区分
- ◆ 未来の日本経済の成長を牽引するスタートアップが1社でも多く生まれるためには、グロース市場上場企業が、機関投資家の投資対象となり得る規模（100億円以上）へと早く成長する必要
- ◆ また、低迷する企業の合従連衡や起業家の次なる創業の促進などを日本経済の活性化に繋げるべきとの意見も強い



【見直し案】

- 上場維持基準を、上場5年経過後から、時価総額100億円以上へと変更
(現行：上場10年経過後から、時価総額40億円以上)
- 2030年以降、上場5年経過している上場企業に適用（十分な助走期間を確保）

(※) 本件見直しにより影響を受ける上場会社（時価総額40億円以上100億円未満）は、スタンダード市場への市場区分変更の対象となるよう手当て

(参考2－1) グロース市場の状況について

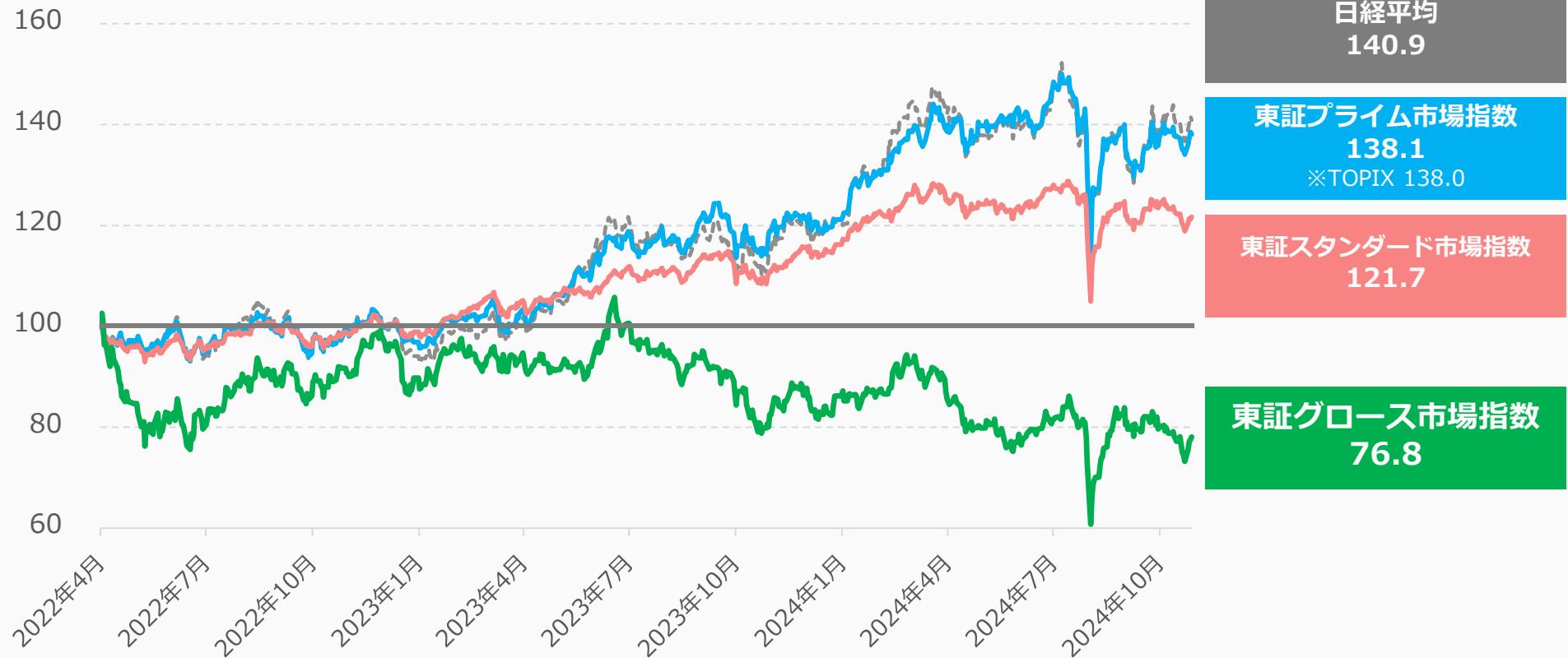


株価指数の推移

- 2022年4月の市場区分の見直し後、プライム／スタンダード市場の株価は上昇傾向にある一方で、グロース市場の株価は低迷

株価指数の推移

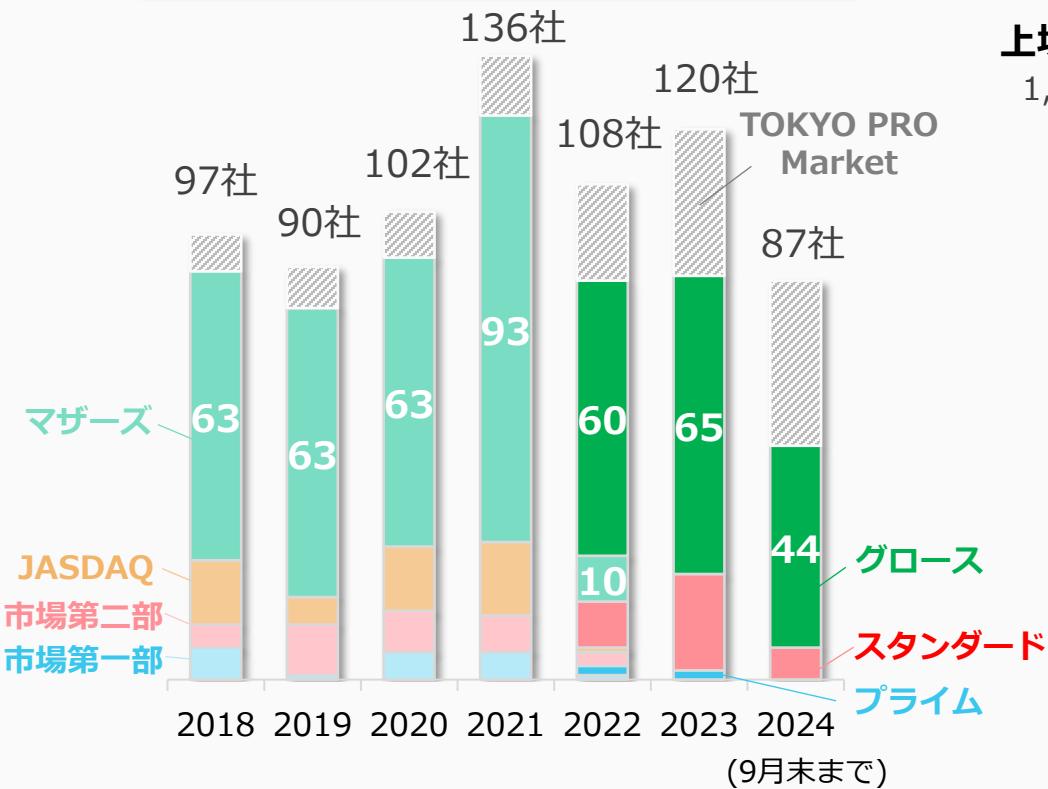
※ 新市場区分への移行日(2022年4月4日)の値を100として換算



IPO社数、新規上場時の時価総額・資金調達額

- IPO社数は年100社前後で推移し、8割程度はグロース市場に上場
- 新規上場時の時価総額や資金調達額は、小規模な状況（グロース市場の新規上場会社のうち、57%は時価総額100億円未満かつ資金調達額10億円未満）

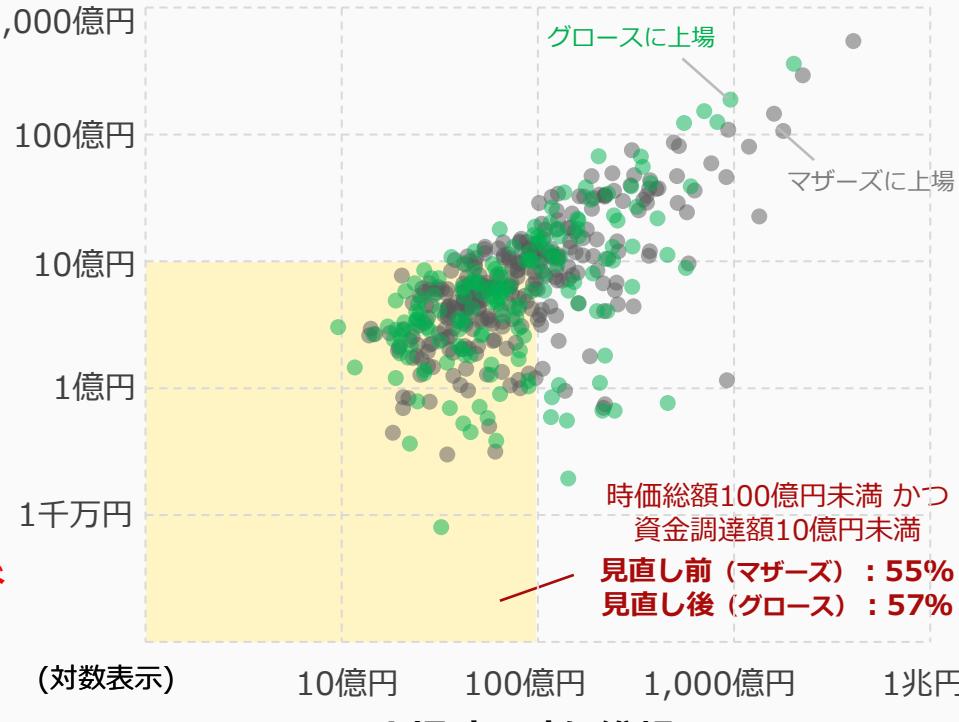
新規上場会社数の推移



注：テクニカル上場やTOKYO PRO Marketを経由した上場を除く

新規上場時の時価総額・資金調達額

上場時の資金調達額（グロース 中央値 5.4億円）



上場時の時価総額

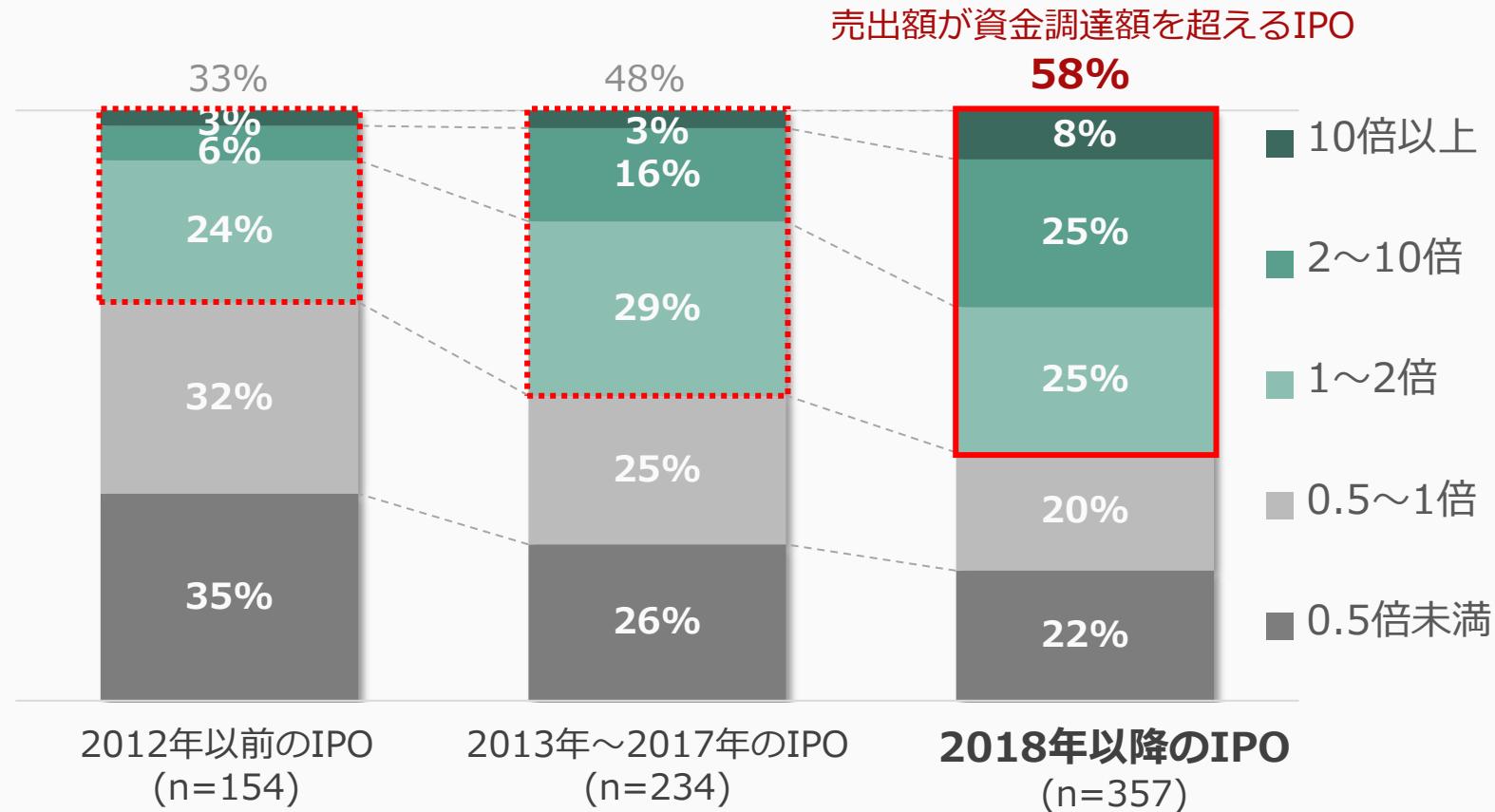
（グロース 中央値 65億円）

注：2018年以降2024年9月までに上場した463社が対象

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)

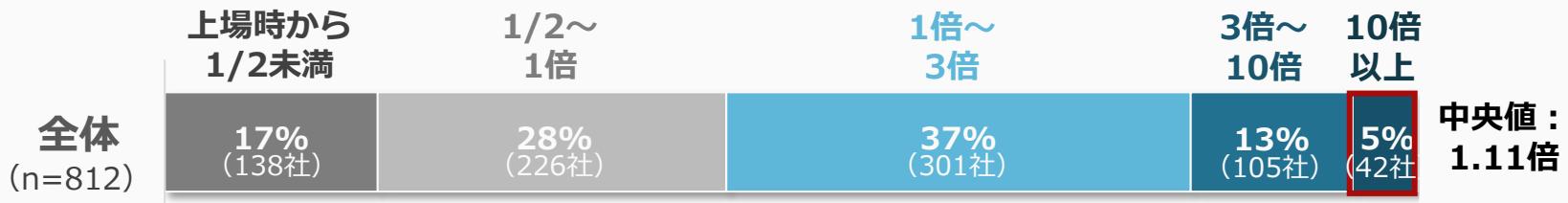


注：2005～22年にマザーズ・グロース市場へ上場した会社を対象として集計

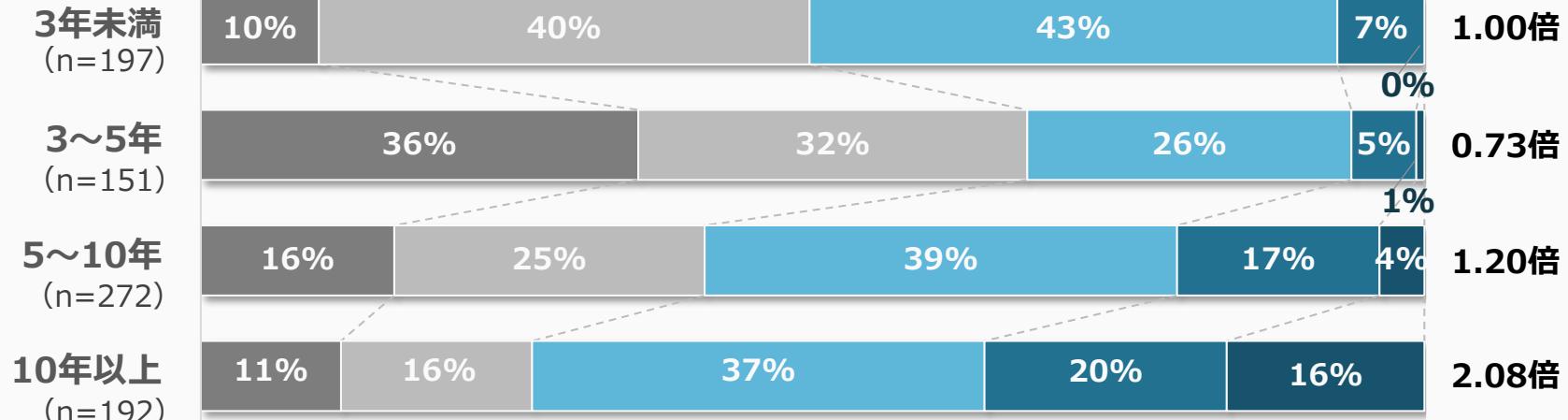
グロース市場に上場した会社の成長状況①

- グロース市場への上場後に高い成長を実現する企業は少数に留まる

グロース市場に上場した会社の時価総額成長率



新規上場時から時価総額が10倍以上に成長した会社：5%

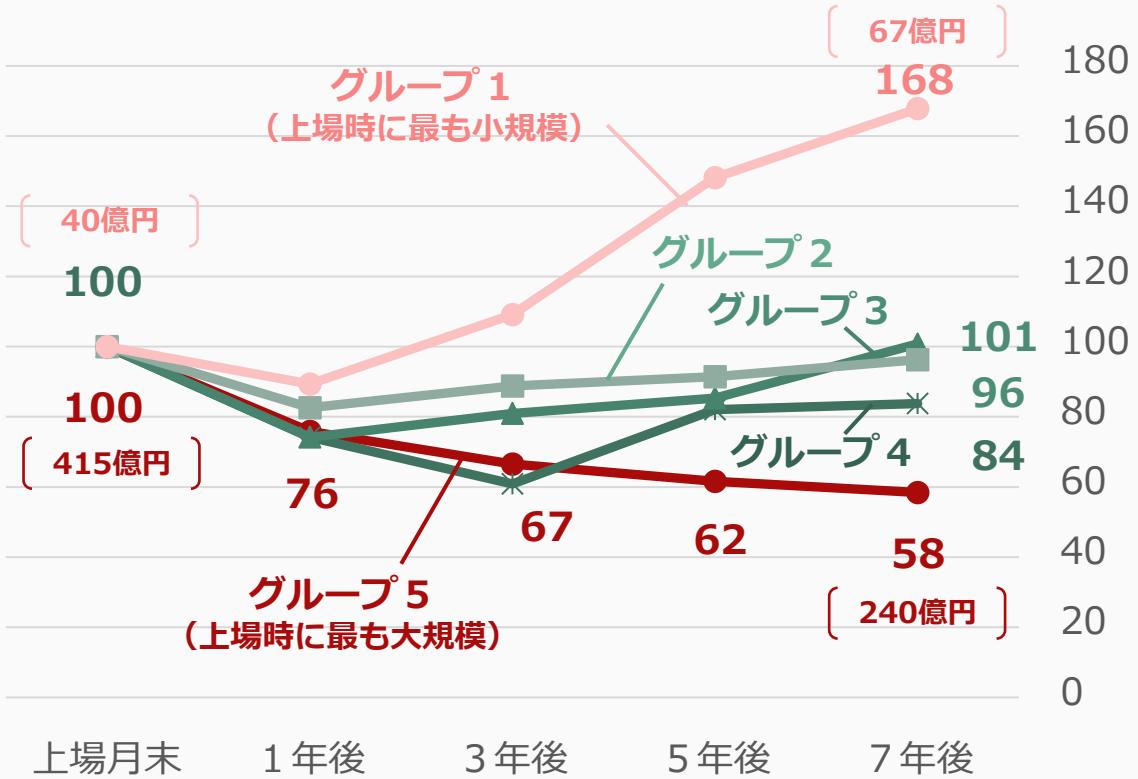


注：2004年7月～2024年末までにマザーズ／グロース市場に上場した会社（上場廃止会社を除く）が対象
注：時価総額成長率は、現在の時価総額（2024年10月～12月の終値平均ベース）を新規上場時の時価総額（公開価格ベース、ただし公開価格がない場合は上場月末終値ベース）で割ることで計算

グロース市場に上場した会社の成長状況②

- 上場時に一定規模を有していた企業は、上場後における成長率が低い傾向にあるものの、成長を実現していないなくても時価総額の絶対値（中央値）としては一定の水準を有する
 - 時価総額に係る上場維持基準（現行：上場10年経過後から40億円）を少し引き上げても抵触しない状況
- 反対に、上場時に小規模であった企業は、成長率が高い傾向にある一方、時価総額の絶対値（中央値）は小さい

分類	上場月末時価総額の中央値 (下限～上限)
小規模 ↓	
グループ1 (130社)	40億円 (10～57億円)
グループ2 (131社)	72億円 (57～88億円)
グループ3 (131社)	110億円 (88～137億円)
グループ4 (131社)	178億円 (138～249億円)
グループ5 (131社)	415億円 (251～6,137億円)
大規模 ↓	



注：

- 2010年～2023年6月末までにマザーズ／グロース市場に上場した会社を対象として、上場月末時点の時価総額順に5グループに分類
- 上場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し、グループごとの中央値をグラフ化（現在までに上場廃止となっている35社については、上場廃止時点以後の集計対象から除く）

グロース市場に上場した会社の成長状況③

- 上場後に大きく成長した会社の中には、上場時に小規模であった企業も存在

グロース市場（マザーズ）上場後、時価総額10倍以上＆1,000億円以上に成長した会社

#	社名	業種	上場年	現市場区分	時価総額			成長率
					上場時	直近		
1	SHIFT	情報・通信業	2014年	プライム	36億円	2,957億円	82.5倍	
2	MonotaRO	小売業	2006年	プライム	161億円	8,894億円	55.2倍	
3	ZOZO	小売業	2007年	プライム	200億円	1兆895億円	54.6倍	
4	エス・エム・エス	サービス業	2008年	プライム	37億円	1,855億円	49.9倍	
5	ジャパンエレベーターサービスHD	サービス業	2017年	プライム	上場時の時価総額が53億円	2,287億円	43.4倍	
6	トリドールHD	小売業	2006年	プライム	100億円未満	77億円	43.2倍	
7	ネクステージ	小売業	2013年	プライム	の会社も存在	53億円	40.1倍	
8	GMOペイメントゲートウェイ	情報・通信業	2005年	プライム	152億円	6,021億円	39.7倍	
9	霞ヶ関キャピタル	不動産業	2018年	プライム	44億円	1,573億円	36.1倍	
10	さくらインターネット	情報・通信業	2005年	プライム	55億円	1,985億円	35.8倍	
11	エムスリー	サービス業	2004年	プライム	364億円	1兆1,594億円	31.9倍	
12	コスモス薬品	小売業	2004年	プライム	175億円	5,433億円	31.0倍	
13	ラクス	情報・通信業	2015年	プライム	122億円	3,264億円	26.8倍	
14	ジーエヌアイグループ	サービス業	2007年	グロース	64億円	1,209億円	18.9倍	
15	KeePer技研	サービス業	2015年	プライム	67億円	1,169億円	17.5倍	
16	U-NEXT HOLDINGS	情報・通信業	2014年	プライム	158億円	2,759億円	17.4倍	
17	日本M&AセンターHD	サービス業	2006年	プライム	162億円	2,740億円	16.9倍	
18	ベイカレント	サービス業	2016年	プライム	325億円	5,017億円	15.4倍	
19	M&A総研HD	サービス業	2022年	プライム	246億円	2,693億円	10.9倍	
20	マネーフォワード	情報・通信業	2017年	プライム	283億円	3,041億円	10.7倍	

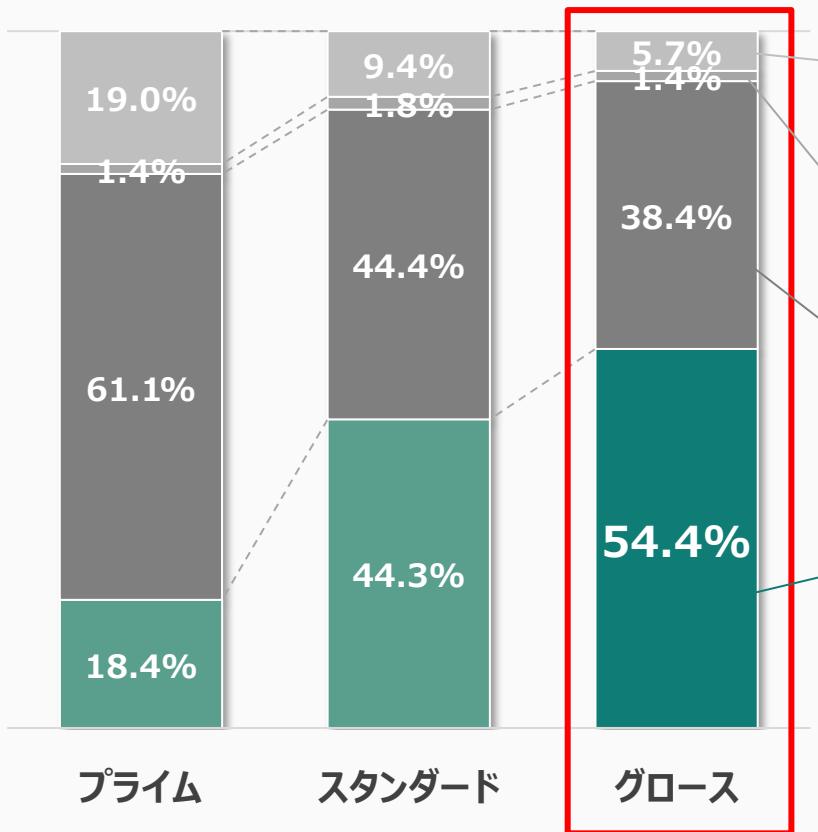
注： 2004年7月～2024年6月末までにマザーズ／グロース市場に上場した会社（上場廃止会社を除く）が対象

注： 上場時からの成長率は、直近の時価総額（2024年4月～6月の終値平均ベース）を上場時の時価総額（原則として公開価格ベース）で割ることで計算

上場後の株式売買状況・分布状況

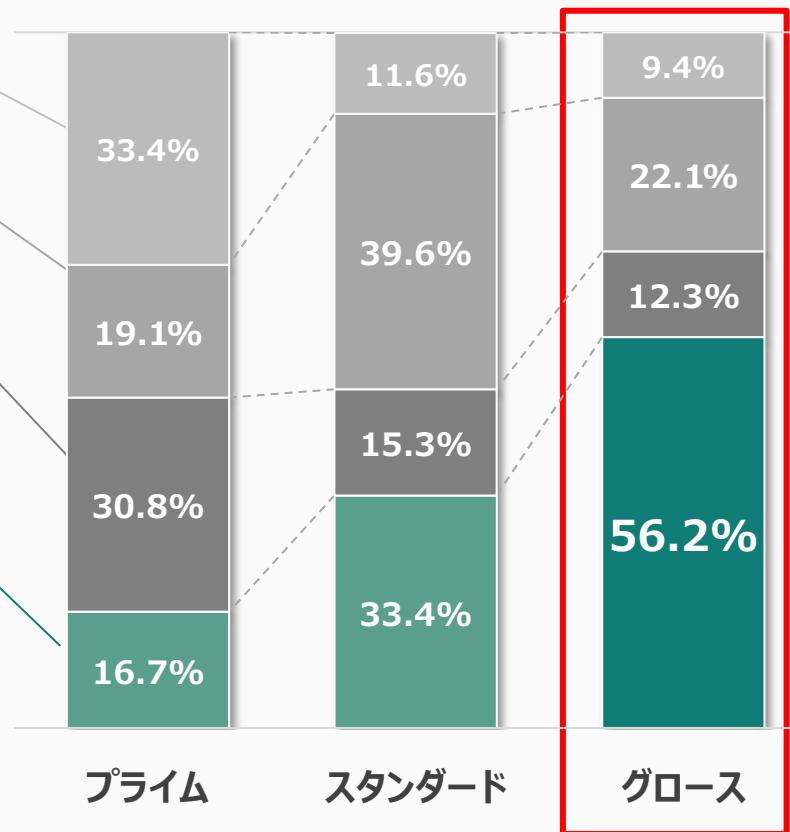
- グロース市場においては、個人が売買の過半を占めており、上場会社の株主構成も個人が過半

株式売買状況



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

株式分布状況

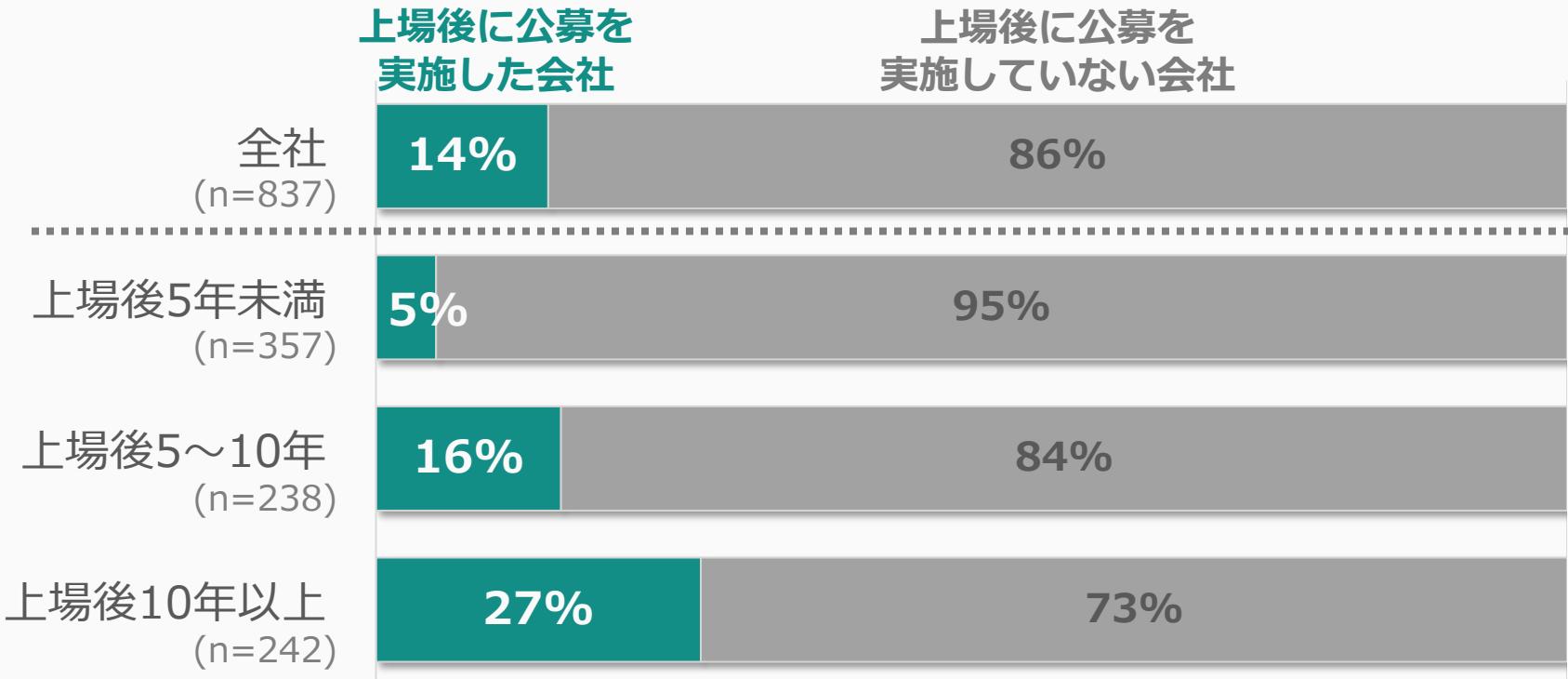


注：2022年度における調査結果
注：金融機関には、普通銀行、信託銀行、生損保、証券会社等を含む

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

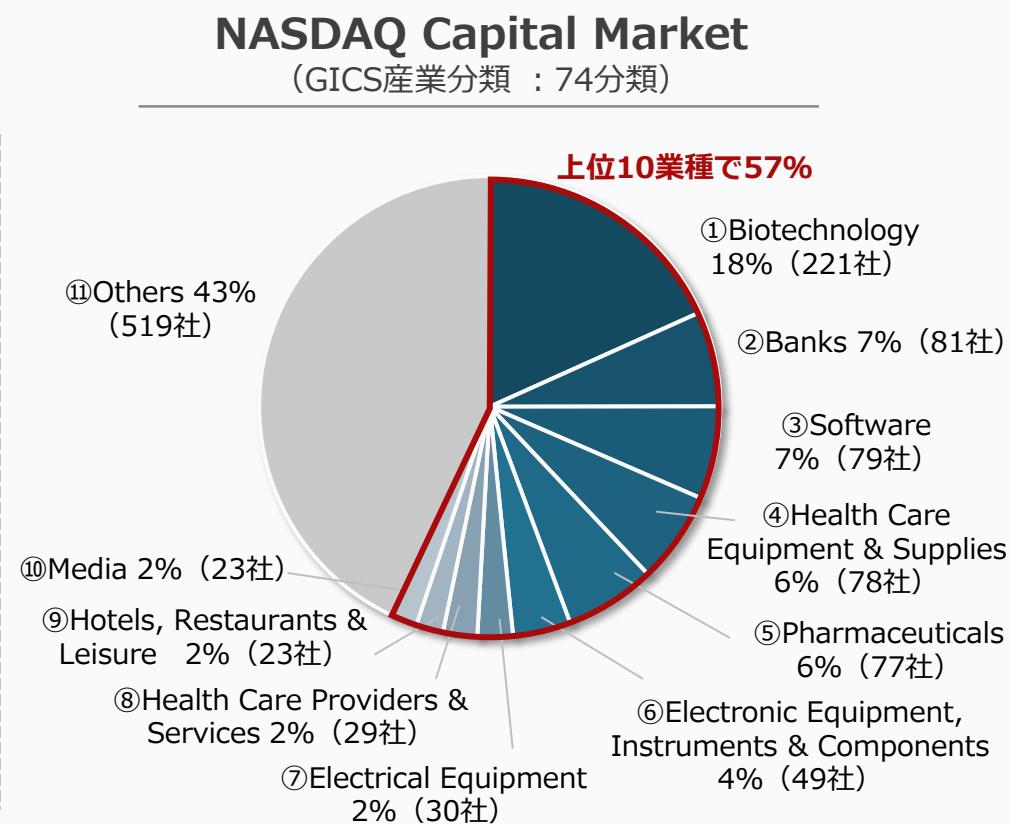
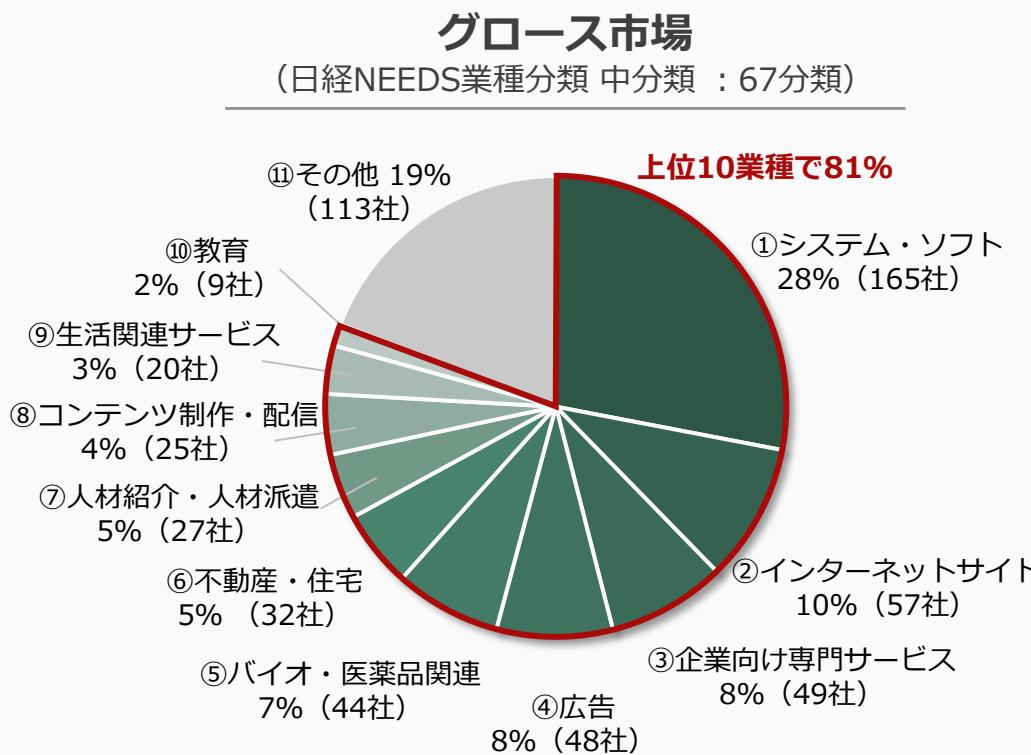


注：2003年以降にマザーズ・グロース市場に上場した837社を対象として集計

グロース市場上場会社の事業領域

- グロース市場においては、**上場会社の事業領域が集中**（類似した事業を営む企業が多数併存）
 - 上位10業種が占める割合（社数ベース）は、グロース市場では81%、NASDAQ CMでは57%

上場会社の業種分類（国際比較）

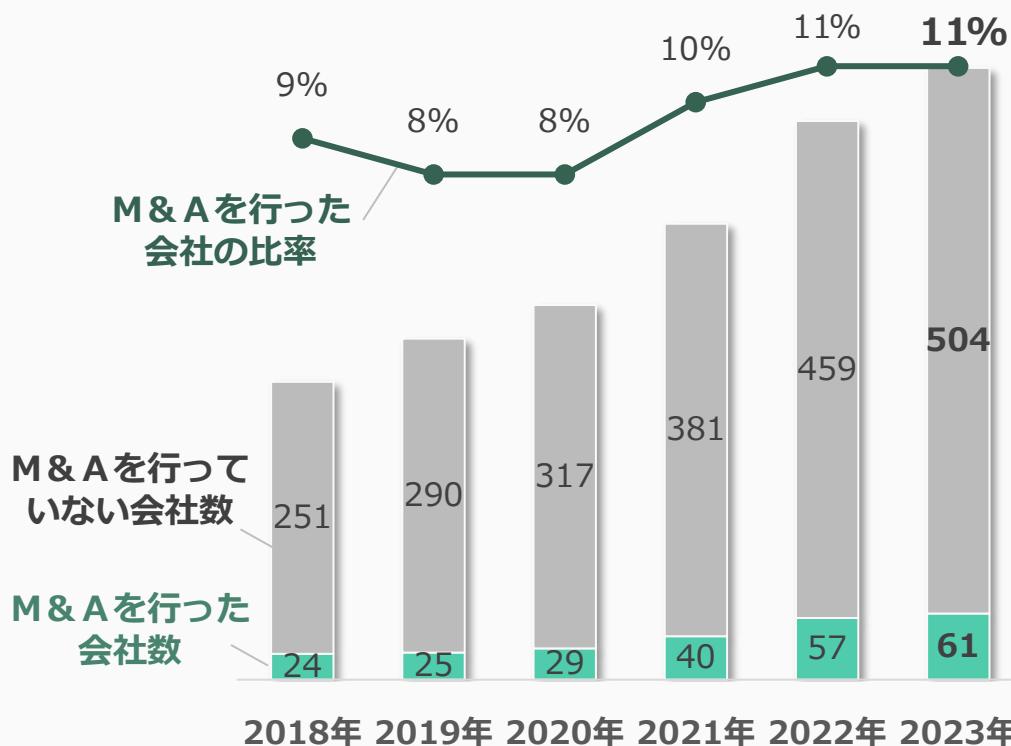


注：それぞれ2024年6月時点における上場会社が対象（NASDAQについてはデータを取得できた企業に限る）

グロース市場におけるM & Aの動向

- 各年においてM & Aを行ったグロース市場上場会社の比率は、10%程度で推移
- グロース市場上場会社が他社によるM & Aの対象となる例は、毎年10件程度

上場会社によるM & Aの実施状況



M & Aの対象となった上場会社 (2023年公表分)

#	M & A対象会社 (グロース市場上場会社)	M & A実施会社
1	メルディアDC	プレサンスコーポレーション (スタンダード市場)
2	SERIOホールディングス	センコーグループホールディングス (プライム市場)
3	SKIYAKI	スペースシャワーネットワーク (スタンダード市場)
4	アマナ	Infinity brand capital (非上場)
5	AmidAホールディングス	ラクスル (プライム市場)
6	UUUM	フリークアウト・ホールディングス (グロース市場)
7	旅工房	アドベンチャー (グロース市場)
8	Success Holders	The capital (非上場)

注：「M & Aを行った会社」とは、各年において他社の合併又は子会社化（1億円未満のものやグループ内で行ったものは除く）を行っているマザーズ／グロース市場上場会社を指す（公表日ベースでカウント）
注：日経テレコン「レコフM&A情報」より東証作成

注：グループ内で行われたものは除く
注：日経テレコン「レコフM&A情報」より東証作成

参考：東京大学応用資本市場研究センターによる提言

政策提言レポート第2号「東証グロース市場のIPO企業の低成長問題」（2024年10月11日公表）

2. 提言の目的

- …従来のわが国のスタートアップ支援の議論では、**オーガニックグロース（自助努力での成長）を前提**とすることが多く、企業買収や合併などM&Aを通じた他社資源をもとに自社の成長や企業価値の向上を促す手法としてのノン・オーガニックグロースの成長戦略や、そのための環境整備が十分議論されていない。…

3. 提言内容

- …**非連続型成長をIPO後も持続的に実現する**ためには、M&Aの積極的な活用によるビジネスモデルの再構築や海外への事業展開が不可欠である。グロース市場へのIPO企業の多くは「ニッチNo.1」で上場を実現しているが、それらニッチ市場の規模自体が小さいためにIPO後に成長が止まることが多いのである。
- …オーガニックグロースを前提としてIPOを目指してきたスタートアップの起業家にはM&Aに対する知識や意識が不足していることが多い。…M&Aの戦略的活用を通じた企業成長という視点をスタートアップの起業家に広めるためのセミナーなどを積極的に企画していくことが不可欠である。
- …また、**創業者の持分比率が高すぎることが、外部からの株主によるガバナンスを効きにくい状況を生み出し、必要な経営努力や株主還元も含めた株価対策の議論が起きにくい側面**もある。…創業者の持分比率を減らそうという行動が一般的になれば、株式が希薄化するために上場後の資金調達を行い、調達した資金を活用した成長戦略や株式交換によるM&Aが生まれやすくなり、希薄化しても自身の資産が増えるように分母である時価総額を大きくするインセンティブの向上にもつながることが期待できる。

※一部抜粋（太字は東証によるもの）

新規上場基準一覧 (国際比較)

- 新規上場基準・上場維持基準とともに、**NASDAQと比較して、その水準に大きな差は存在しない**
 - 成長のインセンティブではなく、上場にあたり最低限の水準を確保する観点から設計

項目	グロース市場	NASDAQ Capital Market		
		基準①	基準②	基準③
時価総額	—	—	5,000万\$ (約75億円)以上	—
流通株式時価総額	5億円以上	1,500万\$ (約23億円)以上	1,500万\$ (約23億円)以上	500万\$ (約7億円)以上
流通株式数	1,000単位以上		100万株以上	
流通株式比率	25%以上		—	
株主数	150人以上		300人以上	
業績	—	—	—	当期純利益75万\$ (約1億円)以上
財政状態	—	株主資本500万\$ (約7億円)以上	株主資本400万\$ (約6億円)以上	株主資本400万\$ (約6億円)以上
事業継続年数	1年以上	2年以上	—	—
公募	500単位以上		—	
株価	—		4ドル以上	

※ 1ドル=150円で換算

※ NASDAQ Capital Market (NASDAQにおいて最も基準が緩やかな新興企業向け市場) は、基準①～③のいずれかを満たせば上場可能

上場維持基準一覧 (国際比較)

項目	グロース市場	NASDAQ Capital Market		
		基準①	基準②	基準③
時価総額	40億円以上 (上場10年後から)	—	3,500万\$ (約53億円)以上	—
流通株式時価総額	5億円以上	100万\$ (約1.5億円)以上		
流通株式数	1,000単位以上	50万株以上		
流通株式比率	25%以上	—		
株主数	150人以上	300人以上		
業績	—	—	—	当期純利益50万\$ (約0.8億円)以上
財政状態	純資産が正 (上場3年後から)	株主資本250万\$ (約4億円)以上	—	—
株価	—	1ドル以上		
売買	月平均10単位以上	—		

※ 1ドル=150円で換算

※ NASDAQ Capital Marketは、基準①～③のいずれかを満たせば上場維持可能

「新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画 2024年改訂版」（2024年6月21日）

IV. 企業の参入・退出の円滑化を通じた産業の革新

1. スタートアップ育成 5か年計画の実行

（1）資金供給の強化と出口戦略の多様化

⑤ 東京証券取引所における上場市場の見直し等

東京証券取引所の「**グロース市場**」（高い成長可能性を有する新興企業向けの株式市場）に関して、小粒上場後に成長が停滞する企業が多い状況を踏まえ、**上場企業の成長と新陳代謝を促す観点から、2022年の市場区分見直しの影響や上場廃止後の受け皿確保等にも留意しつつ、上場維持基準等の中長期的な在り方を検討する。**

※一部抜粋（太字は東証によるもの）

参考：機関投資家の意見（投資対象となる最低限の規模）

◆ 中小型の成長株に投資を行う機関投資家にヒアリングを実施

投資対象の 最低限の規模

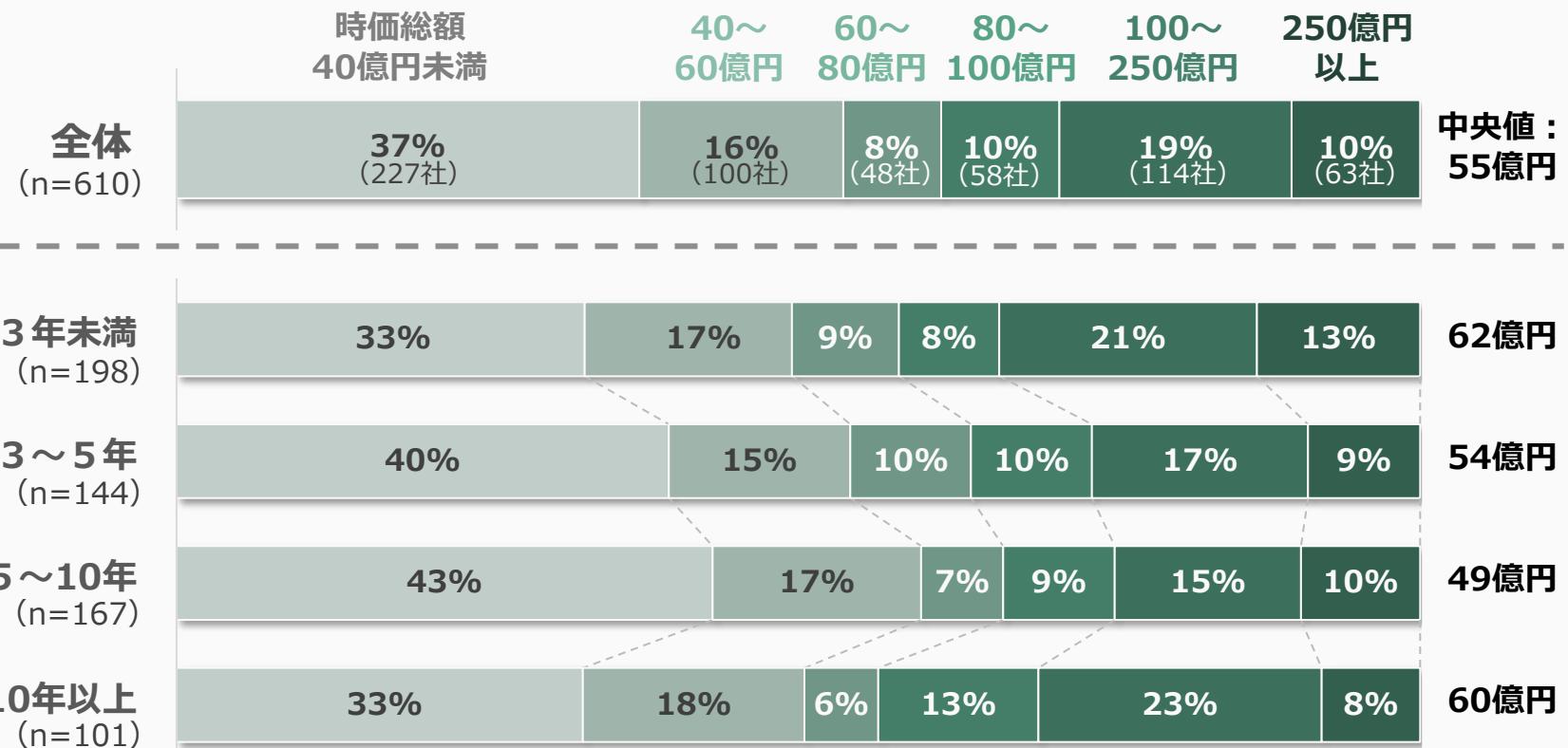
- 弊社の投資基準上、全株式の10%以上を買うことはできないこととしているため、規模が小さい会社は組み込みにくい。**時価総額50億円～100億円ぐらいがハードル**との印象。30億円でも、成長期待が強い場合などには投資することもなくはないが、売買によるマーケットインパクトが大きくなってしまい、なかなか難しい。
- 弊社の中小型株ファンドの投資方針として、**時価総額100億円以上の上場会社を一般的な投資対象とする**旨を対外的に説明している。時価総額20億円程度の会社に投資したこともあるが、これは将来的な成長が合理的に見込めた例外的なケースである。
- ヘッジファンドであれば時価総額50億円未満などでも投資できるかもしれないが、将来的な成長性を評価して中長期的に投資を行う方針を持つ機関投資家としては、**時価総額100億円以上であることが望ましく、50億円未満になってしまふと投資できない**。
- 弊社では、**投資対象の下限を100億円と定めている**。それ以下になってしまふと、どんなに頑張って熱意を持って会社のことを伝えてもらったとしても、投資することが難しい。
- 弊社の中小型上場株ファンドでは、**300～500億円が基本で、譲歩しても200億円がミニマム**。**よほど成長するなら100億円でも投資可能かもしれない**が、ほとんど見たことがない。そもそも成長性が高い銘柄は100億円では上場してこない。
- 中小型株をずっと見てきているが、**投資可能な時価総額の最低水準は80～100億円が目安**。現行基準の水準である40億円は低すぎるので、機関投資家の目線を意識してもらうのであれば、100億円くらいは必要。
- 現行の「上場10年経過後から40億円以上」という基準について、グロース市場の特性上、変化の早い事業を営む会社が多い中で、**10年というスパンはさすがに長すぎるし、40億円という水準を達成されても小さくて投資しようとは思わない**。現状からすれば厳しい意見というのは理解するが、**期間は5年くらいが望ましく、水準は一般的に中小型株機関投資家の投資対象として俎上に乗ってくる100億円以上とすることが考えられないか**。

注： 過去資料に掲載している意見を含む

参考：現状（時価総額の分布）

◆ 現在のグロース市場上場会社の時価総額中央値は55億円

グロース市場上場会社の時価総額分布



注：2024年末時点におけるグロース市場上場会社が対象
注：時価総額は、2024年10月～12月の終値平均ベース

(参考2－2) グロース市場に関する意見



現状の課題：IPOを目指す経営者の意識

非上場企業 経営者の マインド

- 経営者の視座の問題として、日本のために何かしようという発想ではなく、M&Aで売るより高値が付くし、小さく儲けようというマインドとなっている。そもそも市場の広がりがない事業領域で起業しているプレーヤーが多くなっている。【経営者(上場)】
- 先輩たちが全員IPOを行っているので、何となく上場した方がいいのではないかと考える経営者も多い。とりあえずIPOを行うことが目的で、上場後のこととは考えていない。【経営者(非上場)】

IPO/ M&Aへの 理解

- 本来、最低でも上場後10年間にかけて20%ずつ成長し続けられるような成長戦略を描けていないのであれば、IPOを行う意味はなく、苦しいだけ。事業も組織も育っていないのにIPOを行うのは不思議な話。【経営者(非上場)】
- エグジットとしてはまずM&Aを考えるべきで、よほど大きく成長させられる自信があるときにIPOを行うべき。米国では、成長見込みがなければM&Aでエグジットし、次はここまで成長させようと新たな会社を起業しているが、日本ではそうした慣行が普及していない。【経営者(非上場)】
- M&Aは買い手を含む関係者間の調整が難しいこと、世間の理解が乏しいこと（身売りに見える）、バリュエーションがIPOより低いことなどが背景にあるが、米国とは異なり日本ではそもそもM&Aの活用という選択肢を教えてくれる人がいないという問題もある。【経営者(非上場)】
- 経営者の偉大な先輩から、無理に上場しても伸びないため、利益100億円が出るまではIPOするなどと言われている。そのようなことを言ってくれる人が周囲にいるかも大きい。【経営者(非上場)】

現状の課題：上場後の経営者の意識

上場企業 経営者の マインド

- I P Oに憧れていざ上場してみると、**投資のための増資は行いにくいし、会社から人は去っていくし、市場の伸びしろもない**ので、がんじがらめになっている先輩経営者が多い。【経営者(非上場)】
- 上場企業として行き詰っていても、経営者個人としてはそれなりの暮らしができる。**その会社を経営し続けることが人生の目的**となっているので、**株価を伸ばそうと積極的な対応を行うことはないし、会社を売って他のことをしようともならない**。どうにかしないといけないと思っている人もいるが、**相談相手もいない**ようだ。【経営者(非上場)】
- 上場企業経営者は、**一生その会社を経営しなければならない**という呪縛にかかっている。成長ビジョンを深く考えずに始めた事業が少し成功し、時価総額数十～数百億円で上場したものの、その後は行き詰ったまま、経営し続けている経営者も多い。【V C・機関投資家など】
- 弊社は、**同業他社の経営者にM & Aをしないかとよく声を掛けている**。相手先も資本提携くらいであれば乗り気であるが、なぜか上場維持したいという経営者がほとんどであり、**100%子会社化には至らない**。「上場企業の経営者」というステータスが、「一国一城の主」でありたい経営者の心を掴んで離さないようだ。【経営者(上場)】
- 本来、**経営者として尊敬されるべきは、上場後にしっかりと株価を伸ばしている企業の経営者**のはずだが、現在の業界の風潮としてはそうなっていない。**成長できていなくても「上場企業の経営者」ということでちやほやされている**。【経営者(非上場)】

上場への 理解

- 本来、**上場とは、上手く経営できなければ経営者が退任させられる**という競争世界に身をさらすことだが、**上場後の経営者にはこうした認識がない**。その目には魂がこもっておらず、口頭では事業拡大について言及するが、実際の行動や熱意は上場前と比較して大きく劣る。【V C・機関投資家など】
- **成長できていない小規模な会社から機関投資家に投資してもらいたい**という話があるが、そもそも機関投資家側に投資ニーズがないことを理解すべき。まずは**自社の時価総額が継続的に低い理由をしっかりと分析し、改善に向けた取組みを進めるべき**。【V C・機関投資家など】

現状の課題：経営者を取り巻く環境①

エコシステム関係者の影響

- スタートアップが小規模なIPOを行うのは、VCの影響も大きい。リターンの最大化を目指す以上は、M&Aより高く売れるIPOを求める構造となっているし、投資期間との関係で早くIPOを行うことを求めている。小規模にIPOを行い、回収した資金で次の投資を行うというサイクルを早く回すことに最適化されている。【経営者(非上場)】
- 本来はVCが、スタートアップに対して成長性を意識するよう非上場の頃から意識付けていくべき。ただ、VCへの資金の出し手の問題もある。たとえば事業会社は事業提携が目的なので、元本割れにならなければよいというスタンスであり、必ずしもIRRを求めていない。【経営者(非上場)】
- 最近では、元上場会社経営者がVCとなる例も出てきている。上場後の企業経営が分かっている投資家が入れば、投資先の企業も自ずと良くなっていくと思うし、そういうVCが選ばれるようになることでVC業界にも変化が起こるのではないか。【経営者(非上場)】
- 周りの市場関係者もIPOを行うこと自体が目的になっており、相談先に、会社の成長のためにはまだ上場しないべきだと伝えたところ、非常に残念だと言われてしまった。【経営者(非上場)】

資金調達環境

- 最近は非上場でも資金調達できるようになってきている。ただし、非上場セカンダリマーケットが機能していないため、既存株主の資金回収のためにはIPOせざるを得ない。【経営者(非上場)】
- 現場の肌感覚として、しっかりしたスタートアップには十分に資金が集まっている。それよりも、上場後のことが分かっている経営者が少ないことが一番の課題だと思う。【VC・機関投資家など】
- スタートアップ育成5か年計画もあり、非上場のスタートアップに資金が流れるようになってきているが、そうした支援に加えて、その資金をどう使うかを真剣に考えてもらうことが重要ではないか。成長しようとしていない会社に資金を流しても、甘やかすだけとなる。【VC・機関投資家など】
- 特にここ最近、グロース市場に機関投資家の資金が流れなくなっている。世界的にグロース株への目線が上がっているうえに、プライム市場の大企業が企業価値向上に取り組む中で埋没しており、ユニコーンで上場した企業が見られるかどうか。数年前とは潮目が変わり、IPO後にVCが抜けて機関投資家も入らない状態から抜け出すのは相当大変になっている。【VC・機関投資家など】

現状の課題：経営者を取り巻く環境②

ガバナンス

- 日本では、IPOの直前に独立社外取締役が入ってくるが、本来は、IPOの検討を始めた段階で上場後のこと理解している独立社外取締役を入れ、ボードでIPOすべきかという点から検討されるべき。現在の構造はガバナンスが効いておらず経営者とVCの利害が優先されるので、誰も会社にとって何が正しいのかを検討しておらず、無理にでもIPOをしようという結論になりやすい。【VC・機関投資家など】
- 上場後においても、本当にガバナンスが機能していれば、株価が低迷している状態で放置はできず、独立社外取締役を含めて対応を考えるはずだし、M&Aのオファーがあれば会社として受けるべきか真剣に考えるはず。VCガバナンスがなくなり機関投資家ガバナンスも機能しない中で、独立社外取締役の実効性も伴っていないので、そうしたことが行われない。【VC・機関投資家など】
- 上場後から、機関投資家のターゲットとなる規模に成長するまでの期間は、VCが抜ける一方で、機関投資家も入っていないので、周りに刺激を与えてくれる人が誰もいなくなる。想像している以上にもてはやされるので「お山の大将」になってしまい、高いモチベーションを維持するのが本当に大変だった。【経営者(上場)】

今後の打ち手：総論

合従連衡の必要性

- 日本市場はとにかくコンソリデーション（企業間の統合）が必要。プライム・スタンダード市場では「資本コストや株価を意識した経営」の推進によりそうした動きが見られるようになってきたが、グロース市場では同じような事業やビジネスモデルの会社が成長できずに放置されている。人材が無駄に散らばり、それぞれ経営体制を維持するコストを負担するなど、非効率だし、規模が小さく利益も十分に出ていない会社は、攻めの成長投資を行おうとも行えない。【VC・機関投資家など】
- グロース市場には、小規模なシステム会社やコンサル会社などが多く、それぞれが営業部門・管理部門などを持っていて不経済。もちろん社会において必要な事業をそれぞれ営んでおり、ロールアップを行って大きな会社を作っていくことが必要。【経営者(上場)】

経営者の視座

- 上場することよりも上場後に株価を上げていくことの方が断然格好いいということ、世界に戦える成長企業を作るためにM&Aを活用していくことは決して悪いことではなく良いことだということ、そのことが買う側はもちろん買われる側にとっても当たり前となっていくこと、こうした考え方を文化として定着させていくことが重要ではないか。そのために、経営者の視座を高めるべく、関係者とも連携しながら取組んでいくことが必要ではないか。【経営者(上場)】

今後の打ち手：新規上場基準の引上げ

新規上場基準

- 新規上場基準を大きく引き上げれば、経営者の視座・マインドも、市場のあるところで勝負しよう、サービスの質を高めようと高まるのではないか。【経営者(上場)】
- グロース市場に資金が集まりにくくなる中で、小さく上場して大きく育つということが以前よりも実現しにくくなっている。スモール IPO のメリットよりも会社をダメにしてしまうリスクが大きくなってきたため、新規上場基準の引上げも検討すべきではないか。【VC・機関投資家など】
- 新規上場基準の引上げはスタートアップの選択肢を狭めるという指摘もあるが、小さく上場できなくなつたとしても、しっかり成長できる企業は大きくなつてから上場してくるだけなので特に困らないと思う。数億円の調達なら銀行に借りれば済む話。【経営者(上場)】
- 視座を高めるための別のアプローチとして、上場維持基準の引上げも考えられるが、経営者は上場後までを見据えていない。性悪説で考えるならば上場後に売り抜けようとなり、個人投資家などが割を食うだけなので、新規上場基準の引上げとセットで行うべき。【経営者(上場)】
- スモール IPO であろうとなかろうと、上場後にいかに大きくなれるかが重要であり、新規上場基準の引上げは不要ではないか。時価総額数十億円で上場して大きく成長した企業も存在する。【経営者(上場)】
- スモール IPO へのよくある批判として、上場すると赤字が許容されなくなり成長投資が行えなくなるため非上場で大きくなるべき（なので新規上場基準を引き上げるべき）という意見があるが、赤字が許されないのは経営者が投資家とコミュニケーションできていないだけ。しっかり説明すれば投資ももちろん可能で、スモール IPO から成長していくことができる。【VC・機関投資家など】
- 新規上場基準の引上げは、上場できる会社が減り、遠い IPO を目指し続けるリビングデッド状態の未上場企業経営者を増やすこととなり、エコシステム全体に悪影響が生じうる。上場後を経験したことがない経営者は、どうやって大きくすればいいのか How が分かっておらず、勝ち方を知らない人をたくさん量産しても意味がない。【VC・機関投資家など】

今後の打ち手：上場維持基準の引上げなど①

上場維持基準

- 成長できていない会社の経営者に、半強制的に肩の荷を下ろしてもらい、上場会社同士の合從連衡を促していくという観点では、時価総額基準の引上げが必要ではないか。【V C・機関投資家など】
- M & Aを進めるにあたり、先方経営者を当社役員に据えることなどは当然に考えているが、「上場企業の経営者」というステータスを維持したい人を説得する手立てはない。時価総額基準の引上げにより株を手放してもらい、企業間の合從連衡を促していくべきではないか。【経営者(上場)】
- 上場維持基準の引上げは、上場企業経営者に、連續起業家として次なる起業を行ってもらうようにするという意味で、(上場市場のみならず) エコシステム全体への良い波及効果もあるのではないか。ゼロから上場まで持つていける優れた手腕を持つ経営者を、成長できていない会社にずっと留めておくのは無駄遣いであり、今度は経験を活かして最初から時価総額1000億円を目指す前提で改めて起業してもらうべき。【V C・機関投資家など】
- プライム市場の大企業が企業価値向上に取り組み、上場会社全体のレベルが上がっている中で、それがあわせて上場維持基準を引き上げることも考えられるのではないか。ただ、本来、上場基準とは必要最低限のラインを示すものに過ぎず、I P Oすべきかどうか、非公開化すべきかどうかといった話は、上場基準にかかわらず、各社が自主性をもつて経営判断すべき話。こうした経営判断が適切に行われるよう促していくアプローチも考えられないか。【V C・機関投資家など】
- グロース市場には経営者が大きな株式持分を持っている企業が多く見られる。これが良い方向に機能すればいいが、成長を実現できなかつた場合に企業間統合を防ぎ、保身を行うための武器になっているケースもある。外部株主が牽制できるよう、流通株式比率の基準を、時価総額基準のように上場から一定期間経過したところで引き上げてはどうか。【V C・機関投資家など】

今後の打ち手：上場維持基準の引上げなど②

経過措置終了に向けた動き

- 最近では、**経過措置の終了に向けて、グロース市場の上場維持基準に未達の企業が他社と再編する例も見られる**。成すすべなく上場廃止になるのではなく、こうした動きが起こればいいと思う。
【V C・機関投資家など】
- 当社（経過措置適用会社）は、経過措置の終了に向けて、このまま上場廃止になるか、スタンダード市場への市場区分変更を行うか、他社との統合を行うかという三つの選択肢を検討した。**他社と統合すれば、共に成長していく夢も描ける**ということで、統合を行うこととした。【経営者(上場)】

機関投資家との接点

- 弊社は、正直なところ、上場維持基準は気にしていない。ただ、**機関投資家との接点を持つておらず、肃々と業績を伸ばしていくべきのか、IRを積極的に行えばいいのか、日々悩んでいる**。プライム・スタンダード市場のように、**機関投資家からのコンタクトを希望する企業の一覧化など、接点を提供してもらえるとありがたい**。【経営者(上場)】

(参考2－3) 東証におけるこれまでの取組み



東証におけるこれまでの取組み

項目		対応状況
1	上場理由等の開示の促進	<ul style="list-style-type: none">新規上場時の開示項目に、IPOの目的（上場後の成長戦略に照らしてIPOをどのように活用しようとしているのか）を追加 ➤ 掲載先 https://www.jpx.co.jp/equities/follow-up/mklp770000007pzz-att/Dissemination_of_Information.pdf
2	上場準備に関する正しい理解の促進	<ul style="list-style-type: none">ケーススタディ（IPOにあたり問題となる例／ならない例、たとえば赤字上場やM&Aの実施など）を踏まえたFAQ集を公表 ➤ 掲載先 https://www.jpx.co.jp/equities/follow-up/mklp770000007pzz-att/Listing_Examination_FAQ.pdf上場準備会社がIPOに係る疑問を東証に直接相談できる窓口をより活用IPOを巡る課題について、主幹事証券会社・監査法人などの関係者と幅広く意見交換を行う場として「IPO連携会議」を開催
3	投資者への積極的な情報発信の促進	<ul style="list-style-type: none">上場後において、投資家向け説明会・個別面談等を通じた積極的な発信を推奨し、その実施状況の開示を促進 ➤ 掲載先 https://www.jpx.co.jp/equities/follow-up/mklp770000007pzz-att/Dissemination_of_Information.pdf
4	機関投資家への情報発信の支援	<ul style="list-style-type: none">機関投資家の目線を紹介する経営者向けIRセミナーを開催積極的にIRを行う好事例を発信経営者から機関投資家への情報発信の機会を創出（接点づくり）

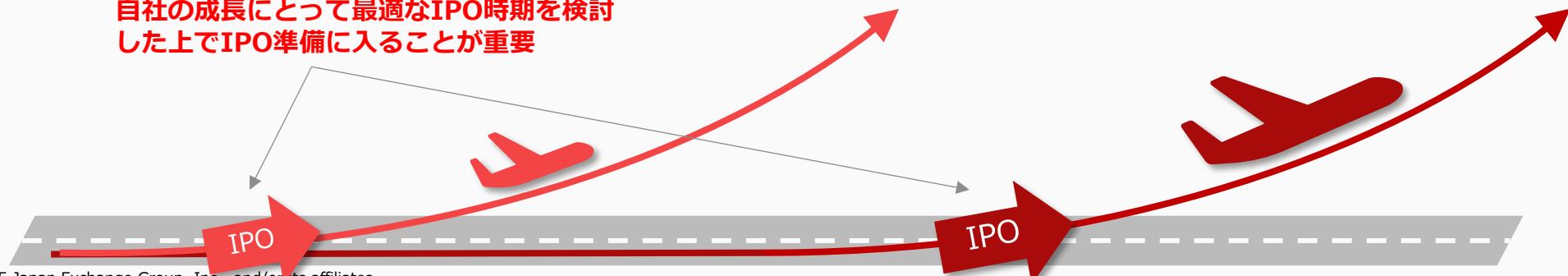
上場目的の開示について

- 投資家の方々から「日本のスタートアップ経営者はIPOの目的を意識していない」という声が多く寄せられたことを踏まえ、2024年6月以降、グロース市場に上場する企業の皆様には**IPOの目的を開示**することをお願いしています（「事業計画及び高い成長可能性に関する事項」に記載）。
- この場合の「IPOの目的」は、一般的な上場メリット（資金調達、知名度・信用度の向上、人材の確保）を掲げるだけでは不十分であり、「なぜこの時期に上場することが企業の成長のために必要と考えたのか」を各社の成長戦略や事業ステージに紐づけて具体的に説明することが期待されています。
- また、本開示制度を通じて、スタートアップの経営者の皆様には、**自社の成長にとって最適なIPO時期を検討いただいたうえでIPO準備に入っていただくことを期待**しています。

事業計画及び成長可能性に関する事項の開示 作成上の留意事項（抜粋）

■事業計画 (1) 成長戦略	<ul style="list-style-type: none">【新規上場日の開示の場合】上場後の成長戦略に照らして、IPOをどのように活用しようとしているのか、その目的について記載してください。 ※例えば、成長戦略やその実現のための具体的な施策の内容（研究開発計画、設備投資計画、マーケティング計画、人員計画、資金計画など）に関連付けて、IPOの目的を記載することが考えられます。
(4) 進捗状況	<ul style="list-style-type: none">前回記載した事項の達成状況（成長戦略を実現するための具体的な施策の実施状況や、経営指標や利益計画の達成状況など）や前回記載した事項からの更新内容を記載してください。 ※新規上場日に開示したIPOの目的が実現できているかという点にも留意しながら記載することが考えられます。

自社の成長にとって最適なIPO時期を検討した上でIPO準備に入ることが重要



(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	➤ 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
	収益構造	➤ 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
市場環境	市場規模	➤ 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	➤ 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	➤ 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
	成長戦略	➤ 経営方針・成長戦略、その実現のための具体的な施策（研究開発、設備投資、営業、人員、資金計画等） ※新規上場時には、 その内容に照らしたIPOの目的を記載
事業計画	経営指標	➤ 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	➤ （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
リスク情報	進捗状況	➤ 前回記載事項の達成状況（ IPOの目的が実現できているかにも留意 ）、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
	認識するリスク及び対応策	➤ 成長の実現や事業計画の遂行に重要な影響を与える主要なリスク及び対応策

※ 各項目の詳細については、「事業計画及び成長可能性に関する事項の開示 作成上の留意事項」をご参照ください。

上場審査に関するFAQ集について

- 取引所では2024年5月に「上場審査に関するFAQ集」を公表しています（2024年11月更新）。
- 当該FAQは、IPO準備の現場で見聞きする「都市伝説」のうち、IPO準備中の先行投資やM&Aなど**企業成長に重要な事項についての上場審査における考え方を発信**したものです。

FAQ ① 赤字上場



グロース市場でも黒字化しないと上場できないと聞きましたが、本当でしょうか？

赤字上場は可能です。

グロース市場において上場までの黒字化を求める制度はありません。主幹事証券会社が高い成長可能性を有すると評価し、赤字であっても投資家に広く受け入れられると判断した結果、赤字上場を行った実績がこれまでにも多く存在します。



(参考) 赤字上場を行う際に気を付けてほしいこと



赤字でも上場はできますが、自社のビジネスモデルや事業環境、リスク要因等を踏まえ、**成長の実現に向けた取組みの効果やコストを、事業計画に合理的に反映させる**ことが必要です。

また、「上場できる」ということと、「投資家に評価される」ということは、また別の話です。

赤字で上場する場合には、**投資家が適切に評価を行えるよう、自社の成長可能性やそれを実現するための事業計画について、特に丁寧に開示**することを心掛けたいと思います。

© 2024 Japan Exchange Group, Inc., and/or its affiliates

6

<https://www.jpx.co.jp/equities/listing-on-tse/ipo-benefits/nlsgeu0000006b1l-att/faq20241111.pdf>

機関投資者向け I R 活動の支援のための取組み

- ◆ 東証では、企業価値向上に向けた皆様の活動をサポートするため、 I R スキルの向上や投資家との接点創出等に向けた取組みを進めています

I R の基礎知識・ 機関投資家の目線の紹介

- **上場会社向け I R オンラインセミナーを配信**
(I R に関する基本的な知識や留意事項、機関投資家の目線から期待される I R 活動のポイント、海外 I R の心構え等を紹介)
※ 申込先の U R L は、上場会社通知資料（2024年11月28日付）に掲載しております。
- I R セミナーの講師に**少人数・対面で相談できる勉強会**を開催
- **新規上場会社を対象としたワークショップ**を開催

I R の好事例の紹介

- マザーズ／グロース市場への上場後、積極的に I R 活動を行い、機関投資家から評価を受けている企業へのインタビュー記事を配信
➢ 日本証券アナリスト協会において2023年度ディスクロージャー優良企業（新興市場銘柄）に選定された、スパイダープラス、GMOフィナンシャルゲート、Macbee Planetの取組みを紹介
※ 掲載先：<https://www.jpx.co.jp/equities/listed-co/ir-interview/>



機関投資家との接点創出

- グロース市場上場会社（希望があった100社超）の**事業説明動画を配信**、機関投資家に対して紹介
※ 掲載先：<https://www.jpx.co.jp/listing/ir-clips/ir-movie/03.html>
- **中小型株にフォーカスした機関投資家との対話会**を開催



【上記施策に関するお問い合わせ先】 上場部 上場会社サポートG jojosupport@jpx.co.jp

機関投資家からのコンタクトを希望するグロース市場上場会社の一覧化

- グロース市場上場会社のIR活動を支援していくため、より活発に機関投資家からのコンタクトを希望する企業の一覧化を実施（初回公表日は2025年1月15日、以後、毎月15日を目途に更新）

市場区分の見直しに関するフォローアップ

市場区分の見直しに関するフォローアップ会議 論点整理及び東証の対応 資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応（プライム・スタンダード市場） グロース市場の機能発揮に向けた対応

東京証券取引所（以下「東証」といいます）では、「市場区分の見直しに関するフォローアップ会議」における議論を踏まえ、グロース市場の更なる機能発揮に向けた対応を進めています。

グロース市場の機能発揮に向けた対応（2024年5月現在）

投資者への情報発信の充実に向けた対応

2024年5月、グロース市場への新規上場時において、上場後の成長戦略に照らしたIPOの目的を開示いただくこと、また、上場後においては、その目的が実現できているかという点にも留意しながら事業計画の進捗状況等を開示いただくとともに、説明会・個別面談等を通じた積極的な情報発信を行っていただくことをお願いする観点から、「グロース市場における投資者への情報発信の充実に向けた対応について」を公表しました。

グロース市場における投資者への情報発信の充実に向けた対応について

機関投資家からのコンタクトを希望するグロース市場上場会社の一覧表

2025年1月から、積極的なIR活動に取り組む企業を支援していく観点から、機関投資家からのコンタクトを希望するグロース市場上場会社の一覧化を行っています。一覧表は、各月末時点における各社からの申請状況に基づき、翌月15日を目途に毎月更新いたします。

機関投資家からのコンタクトを希望するグロース市場上場会社の一覧について

一覧表（●年●月末時点）（●年●月●日公表）

※ 本件の詳細は、2024年11月28日公表資料「機関投資家からのコンタクトを希望するグロース市場上場会社の一覧化について」をご参照ください。

（掲載場所：左図）

- JPXウェブサイト上の「[グロース市場の機能発揮に向けた対応](#)」のページに掲載（[英語ページ](#)にも英語版を掲載）

（レイアウト：下図）

- 各社から申請されたコンタクト先やIRサイトのURLなどを、エクセル形式で掲載

A	B	C	D	E	F	G
1						
2						
3						
4						
5						
6						
7						
8	業種コード	業種	証券コード	銘柄名	機関投資家からのコンタクト先	IRサイト
9	*****	*****	*****	*****	XX部	https:...
10	*****	*****	****	*****	XX部	https:...
11	*****	*****	****	****	XX部	https:...
12						
13						
14						
15						