

# 第3回 IPO連携会議

株式会社東京証券取引所  
日本取引所自主規制法人

上場部・上場推進部  
上場審査部

2025年8月28日



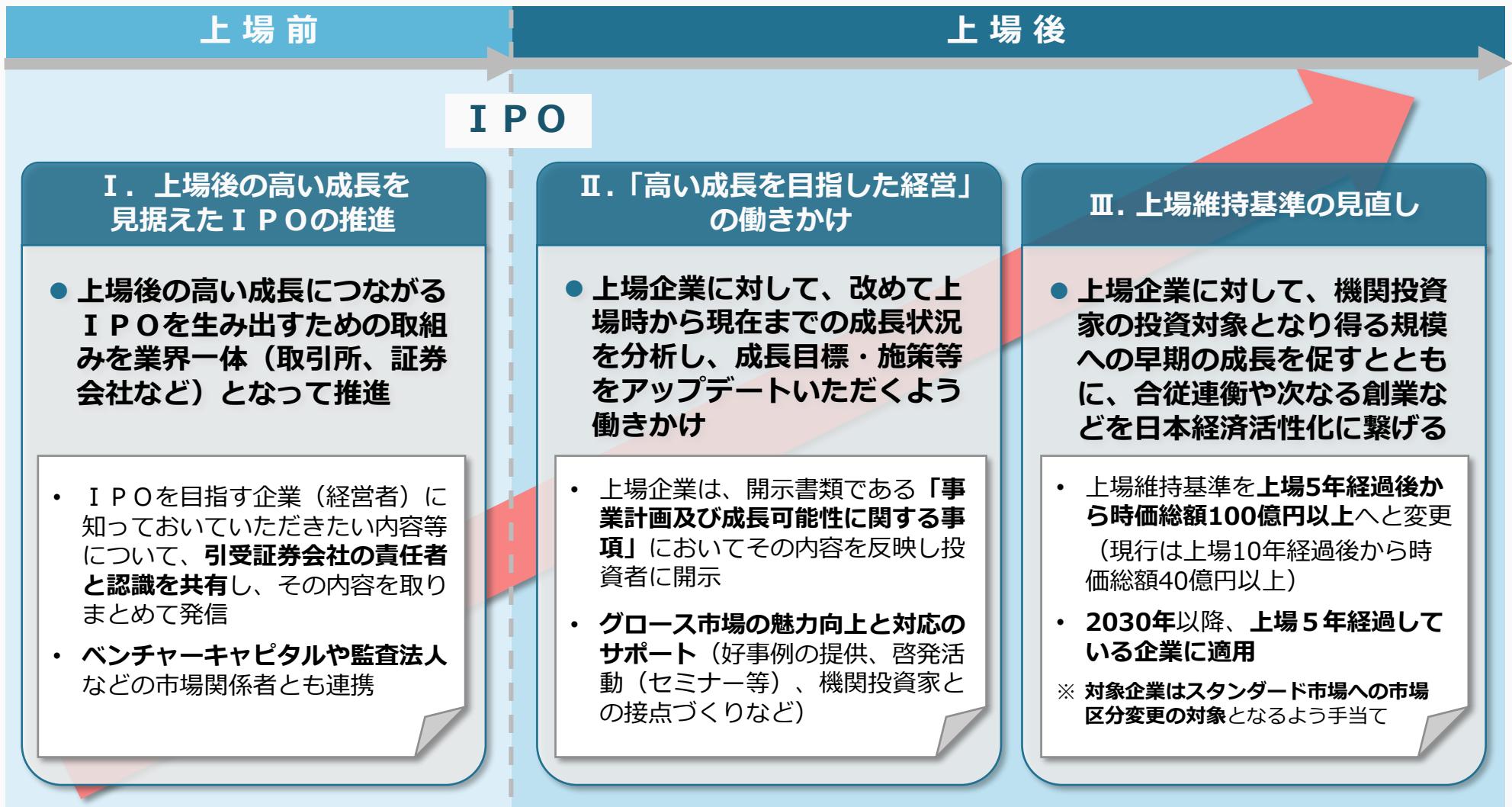
# 上場後の高い成長に繋がる I P O の推進について

- 東証では、グロース市場を「高い成長を目指す企業が集う市場」としていくため、上場企業への働きかけ・サポートや上場維持基準の見直しなど、各種施策（⇒2ページ）を検討しているところ
- 上場前のステージに関しては、証券会社をはじめ、スタートアップを支える関係者が一体となり、「上場後の高い成長に繋がる I P O 」を生み出していくための取組みを推進していきたい

⇒ 本日は、公開指導や引受審査、上場審査において、「高い成長可能性」を評価する際の観点などについて、関係者で議論・認識の共有をしたい

※ 基準見直し後（5年100億円）も、「高い成長可能性」に関する上場審査の枠組み（主幹事証券が「高い成長可能性」を有しているかを判断し、それを前提として取引所が上場審査）は変更しない想定

- ◆ グロース市場が、まさに「グロース」、つまり「高い成長を目指す企業」が集う市場となることを目指し、各施策を推進



# 本日、議論したいポイント

## 1. 「高い成長可能性」の評価にあたっての観点、留意すべき事項

- ① 上場後の高い成長に繋がるIPOをより生み出していくという観点から、上場準備企業への啓発や「高い成長可能性」の評価などについて、改善すべき事項はあるか
- ② 「高い成長可能性」の評価にあたり留意すべき事例として、現在のガイドブックでは以下のケースを挙げている（⇒5ページ）。今後、この内容をアップデートしていくことが考えられるが、他に考えられるケースはあるか

- ✓ 成長事業の属する市場が非常に小さく数年で成長が限界点に達することが想定される場合
- ✓ 利益の増加要因が専らリストラによる経営効率の向上や投資の抑制等によるものである場合
- ✓ 高い成長可能性を有する事業の成長が申請会社全体の成長をけん引することとならないような規模なものである場合

- ③ 「事業計画及び成長可能性に関する事項」の開示に関して、9月頃にアップデートしていくことを検討している（⇒6ページ、7ページ）が、ご意見があればいただきたい

## 2. 上場時に時価総額100億円に満たない場合における評価のポイント、開示のあり方

- ① 東証は、100億円未満で上場し上場後に高い成長を目指すということについて、「歓迎」のスタンス（⇒8ページ）。この場合の審査プロセスや開示に関しては、100億円に到達する定量的な説明を求めることまでは想定していない（=困難である）が、将来的な上場維持基準への適合や更なる成長を意識した成長戦略の存在や、その計画の合理性、投資家への開示を求めていく想定。これらについて、どう考えられるか
- ② 上場時に100億円に満たない可能性がある場合には、必要に応じ、リスク情報等において将来の上場維持基準への抵触の可能性について開示を求めていく方針であるが、ご意見があればいただきたい

# 本日、議論したいポイント

## 3. スタンダード市場へのIPOについて

- ① グロース市場の上場維持基準の見直しに伴い、スタンダード市場へのIPOを目指す企業は増えているか、IPOの動向について教えていただきたい  
(あわせて、プロマーケットへの上場についても動きがあれば教えていただきたい)
- ② 上場準備会社においてスタンダード市場へのIPOも選択肢として検討していただくために考えられる事項やその際の留意点はあるか

## グロース市場 新規上場ガイドブックからの抜粋

### Ⅱ.2 高い成長可能性の判断に係るQ & A

Q 4：成長事業の選定に際しての留意事項としては、どのようなポイントがありますか。

A 4：

高い成長可能性の判断に際しては、（成長事業だけでなく）申請会社全体が成長する計画となることが求められます。

よって、**成長事業の属する市場が非常に小さく数年で成長が限界点に達することが想定される場合、また利益の増加要因が専らリストラによる経営効率の向上や投資の抑制等によるものである場合**（成長事業の売上高がほとんど増加していない場合）等については、慎重な判断が求められます。

また、**高い成長可能性を有する事業の成長が申請会社全体の成長を牽引することとなるないような軽微なものである場合**も留意が必要ですが、この場合は個社毎に状況（成長事業の今後の拡大余地等）が異なりますので、事前にご相談ください。

## 成長状況の分析・評価、成長戦略のアップデート

- IPO時など、過去に思い描いた成長が実現できていないものの、その原因分析や対策の検討が十分に行われていない  
⇒ 成長できていない場合、**現状のビジネスモデルが有効でない可能性も含めて現状分析を行い、成長戦略の再構築を進めるべき**
- 大きくない市場の中で多くのスタートアップがパイを奪い合っているケースがあるが、それでは単独での成長に限界がある  
⇒ 自社単独で成長を目指すだけではなく、**他社との提携やM&Aなど、インオーガニックな成長戦略も含めて検討すべき**
- 実態からあまりにも乖離した市場を事業ターゲットにしている例もあるが、それでは期待を煽っているだけに感じる  
⇒ 自社の競争優位性を踏まえ、**合理的な根拠に基づくターゲットの設定、収益化タイミングの想定となっているかを点検すべき**

## 投資者への開示

- 定性的・抽象的な説明や体裁だけが整っていても、結局どれくらいの成長が見込めるか具体性が乏しければ、評価には繋がらない  
⇒ **成長目標やその実現に向けた取組みについて、KPIなどを用いながら、できるだけ定量的・具体的に策定・開示すべき**
- 先行投資型など成長過程は様々あり、**KPIに用いる指標は、各社が自社の状況や投資者ニーズを踏まえて設定することでよい**  
⇒ 特に独自の指標を用いる場合には、投資者の納得感を高めるため、**なぜその指標を重視しているのかについて説明すべき**
- 過去に掲げたKPIが出しっぱなしとなり、進捗を示さないのは不誠実であり、投資者から信頼を得ることはできない  
⇒ **一度示したKPIの進捗は継続して開示すべき。また、KPIを変更する場合には、その理由を示すべき**

## 投資者とのコミュニケーション

- スタートアップに投資する投資者は、経営トップのアニマルスピリットやリーダーシップを評価しており、形式的なガバナンス体制や表面的な開示情報を整えても、必ずしも評価の向上には繋がらない  
⇒ **高い成長の実現について投資者の確信度を高めるため、経営トップ自ら、投資者・市場とのコミュニケーションに取り組むべき**

◆ 「事業計画及び成長可能性に関する事項」の検討・開示にあたって、以下の対応をお願いいたします。

成長状況の分析・評価

- 上場後の成長状況について、定量的な指標を用いて分析・評価
  - ✓ 分析・評価に用いる指標は、たとえば時価総額・株価、売上高・利益、P S R・P E R のほか、より詳細な指標（顧客数、客単価 etc.）など、個社の状況や投資者ニーズを踏まえ設定
- 成長できている／できていない要因を具体的に分析・評価
  - ✓ たとえば自社が獲得可能な市場規模や競争優位性などを点検し、ビジネスモデルが想定どおり機能しているかを分析・評価

成長戦略のアップデート

- 上記分析・評価の内容を踏まえ、成長目標・施策等を点検・更新
  - ✓ 中長期的に目指す成長の姿、その進捗を測るための定量的なK P I・目標数値、その実現に向けた施策などについて、点検・更新を実施

投資者への開示

- 現状分析・評価の内容やアップデートした成長目標・施策等について、具体的に開示
  - ✓ 「事業計画及び成長可能性に関する事項」の開示において、上記の分析・評価の内容や、アップデートした成長目標・施策等の内容について、定量的なK P Iとともに具体的に開示

※ 繙続的に（年1回以上）、成長状況の分析・評価や成長戦略のアップデートを行い、投資者に開示

- ◆ 今後、グロース市場へのIPOに関する東証のスタンスについて、IPOを目指すスタートアップや関係者に積極的に周知（スタンダード市場へのIPOも選択肢としてあることもあわせて伝えていく）

### グロース市場へのIPOに関する東証のスタンス

- 今回、新規上場基準の見直しは行わないため、引き続き、100億円未満の規模で上場し、上場後に高い成長を目指すことは可能。そのような高い成長を目指すスタートアップがチャレンジする環境を引き続き維持するとともに、東証としても歓迎したい
- また、結果として「5年100億円」の基準をクリアできなかつた場合でも、スタンダード市場に移行可能（移行後に成長戦略を再構築し、グロース市場へ再上場することも可能）としており、積極的に挑戦できる制度設計としている
- 引受証券会社に対しては、引受方針は各社各様であることは理解しつつも、高い成長可能性を有する企業を連携してサポートできるよう、コミュニケーションを図っていく方針
- 東証としても、グロースにとどまるメリットの提供や、高い成長を目指す企業に対する様々なサポートを進めていく