

「グロース市場の発展に向けた検討会」での 議論の状況

東京証券取引所 上場部・上場推進部

2026年10月14日



グロース市場の発展に向けた検討会（2026年8月～）

目的

- 東証ではグロース市場が、**企業規模や上場後経過年数にかかわらず「高い成長」を目指す企業が集う市場**となるよう、取組みを推進
 - その一環として、上場維持基準の見直しや「高い成長を目指した経営」の働きかけを実施
- 今後、さらに「グロース」を追求いただくため、**グロース上場企業・IPOを目指すスタートアップのあるべき姿や必要な環境整備**について議論し、対応を進めていく

概要

- **グロース上場企業、未上場スタートアップ、機関投資家、ベンチャーキャピタル、その他スタートアップ関係者**に参加いただき、継続的に開催
 - ※ 各回の参加者は固定ではなく、議論のテーマに応じて、機動的に決定
 - ※ 企業規模・事業内容等に応じて「高い成長」に向けた課題は様々であり、**それぞれの視点から幅広くご意見をいただく**
- 資料や議事録に関しては、開催後遅滞なくHPで公表し、**関係者に発信**

掲載先：<https://www.jpx.co.jp/equities/follow-up/05.html>

第1回（8/21）：主に上場企業の観点から議論

参加者（敬称略・五十音順）

企業	(株)キャンバス	加登住 眞	取締役CFO
	(株)トライアルホールディングス	桐島 一寿	上席執行役員グループ経営財務部長
	(株)エフ・コード	工藤 勉	代表取締役社長
	さくらインターネット(株)	田中 邦裕	代表取締役社長
	(株)MTG	松下 剛	代表取締役社長
	(株)アストロスケールホールディングス	松山 宜弘	取締役 副社長執行役員 グループCFO
投資家	Crossover Capital、アセットマネジメントOne(株)	岩谷 渉平	
	インベスコ・アセット・マネジメント(株)	服部 幸博	運用本部 日本株式運用部グロース運用ポートフォリオ・マネージャー
	ラザード・ジャパン・アセット・マネジメント(株)	福田 智美	運用部 ディレクター ポートフォリオ・マネージャー/アナリスト
	シニフィアン(株)	村上 誠典	共同代表

議論テーマ

◆ グロース上場企業のあるべき姿

【企業】 グロース市場の「高い成長」について、どのような方針でどのように取り組んできたか。また、それをどのように投資家に伝えてきたか

【投資家】 グロース上場企業（高い成長）に期待する姿勢や取組み

※ その他、グロース上場企業として心がけていること、グロース市場での上場継続（あるいはプライム市場への市場変更）についての考え方、見直し後の上場維持基準（5年100億）への適合を目指す企業・その後の更なる成長を目指す企業などに伝えるべきこと など

◆ グロース市場の課題と必要な環境整備

【企業・投資家】 グロース市場・上場企業が抱える課題、東証やその他関係者に対して期待するサポート施策や環境整備（参考：[アンケート結果](#)）

第1回検討会における主な意見①（グロース企業のあるべき姿）

グロース上場企業に期待される成長

- 当社は**グロース企業**として、売上高10兆円の目標を掲げ、**今後20年間にわたり年率20%以上の成長**の実現を目指している。足元では年率30%以上の成長を実現しているが、**高い成長を継続できるよう、常に新事業への挑戦を続けていきたい。**（上場企業）
- 上記の話のように、経営者、特に**社長が前面に出て自らの言葉で成長戦略・ビジョンを語ることで、投資家の成長に対する確信度が高まり、信頼醸成につながっていく。**その過程で、中身自体も洗練され、企業組織内への浸透も促進される。（投資家）
- **グロース企業に投資を行う投資家としては、現時点から株価が大きく成長していくのが重要であり、倍とは言わないまでも相当な上昇余地を期待**する。その要素として、特にEPSが中長期的に成長するのかを重視している。（投資家）
- **グロース企業である以上、株価を上げていくためには高い売上高成長率を継続していくことが重要**であり、将来の大きな成長機会がある限り、**目先の利益や株主還元を優先するのではなく、成長投資に資金を振り向けるべき。**（上場企業）
- 成長投資のためには多額の資金調達も必要。**調達した資金を成長投資に充てることで事業拡大を実現し、その成果を投資家に示しながら再び資金調達を行うという循環を回し続けることが重要だ**と考えている。（上場企業）
- 30%の利益成長を10年連続した日本企業はほとんどないが、20%の利益成長を継続している企業や30%の売上成長を継続している企業であれば一定数存在する。**現実的な成長水準を企業と投資家が共有することで、成長戦略を議論しやすくなる。**（投資家）
- 企業の成長段階に応じて、**投資家への訴求ポイント**は、成長ストーリーから収益力、その維持可能性、株主還元へと変わり、それにあわせて、**投資家の評価指標**も、EV/SalesからEBITDA、PER、PBR、キャッシュフロー、配当利回りへと変化する。そうした変化を踏まえ、**企業と投資家が議論するうえでの物差し・言語を共通化していくことが重要**ではないか。（投資家）

第1回検討会における主な意見②（グロース企業のあるべき姿）

グロース上場企業に期待されるガバナンス

- 企業が一直線に高成長を続けることは難しく、**事業の停滞や環境変化など様々な壁に直面**する。こうした場面で**経営者だけで判断するのは限界**があるため、**助言や牽制機能を備えた経営体制を構築していくことが重要**。ガバナンスは単なる管理コストではなく「成長のための基盤」そのものであり、**将来の事業・組織の拡大を見据えて先回りして整備していく必要**。（投資家）
- 投資家として重視しているのは社外取締役の人数や形式的な体制ではなく、**経営陣や取締役会が株価・企業価値向上を意識して実効的に機能しているかどうか**。特に創業社長の存在感が大きいグロース上場企業においては、**投資家からのフィードバック等を取締役会において経営課題として議論する仕組みによって、実効的にガバナンスを効かせることを期待**。（投資家）
- 以前は、市場第一部への市場変更がガバナンス強化の契機として機能していたが、成長企業が**グロース市場において成長を追求し続けるという前提**においては、**プライム市場への市場区分変更というイベントに頼らずに、さらなる成長に向けたガバナンス強化（ガバナンスシフト）を進める必要がある**。（上場企業・投資家）

第1回検討会における主な意見③（今後の環境整備）

グロース市場運営への期待

- グロース市場は「成長が評価される市場」というブランドを確立し、成長を追求する企業が適切な評価や投資家からのアクセスを得られる市場となることが重要ではないか。そのことは、上場する意義を明確化し、未上場企業の目線を高めることにもつながり、スタートアップ・エコシステム全体の発展にも寄与するのではないか。（投資家）
- グロース市場は、プライム市場への登竜門ではなく、高い成長を目指す企業が将来の成長を重視して挑戦を続けられる市場であってほしい。そのためには、企業の現在の規模ではなく将来の成長可能性が評価され、資金調達や成長投資を行いやすくなることで企業価値向上につながられる市場となることが重要ではないか。（上場企業）

第1回検討会における主な意見④（今後の環境整備）

具体的なサポート施策

- グロース市場には、時価総額100億円前後の企業、数百億円規模の企業、1千億円以上の企業など、様々な企業が混在しているが、投資家アクセスの状況や採り得る資金調達手法、上場維持基準見直しの影響など、それぞれ置かれている環境や直面する課題が大きく異なることから、企業規模や成長フェーズに応じた議論や支援が必要ではないか。（上場企業・投資家）
- CFOや社外取締役など成長企業を支える人材の確保を支援するとともに、たとえば効果的なIRの手法（投資家のターゲティング・アプローチ、IR動画の活用、AI向けマークダウン形式ファイルの提供等）などについて、上場企業向けのナレッジ共有や研修機会をさらに充実させるべきではないか。（上場企業・投資家）
- 企業からは、機関投資家へのアクセス方法が分からないとの声も聞かれており、NASDAQの取組みも参考に、企業と投資家の効率的なマッチングをサポートするプラットフォーム等の提供を検討してはどうか。（投資家）
- 資金調達をより行いやすくするため、たとえば第三者割当時の25%ルール緩和など、東証の制度の見直しを検討するとともに、企業の上場後も証券会社等が資金調達・IR等を支援するインセンティブを持てる仕組みが必要ではないか。（上場企業）
- 機関投資家は、ポートフォリオに組み入れた後の売却機会を確保する観点から、時価総額だけでなく流動性も重視しており、企業では、株主数、流通株式比率、売買代金を意識した資本政策に取り組み、機関投資家が参加しやすい環境を整えていくことが重要。こうした投資家の視点や考え方などを発信することが重要であるし、グロース市場も対象とし、流動性を重視するTOPIX組入の新基準を周知徹底することもそれに資するのではないか。（上場企業・投資家）

第2回（9/16）：主に未上場企業の観点から議論

参加者（敬称略・五十音順）

企業	(株)アンドパッド	荻野 泰弘	取締役CFO
	(株)Preferred Networks	堅山 耀太郎	最高財務責任者（CFO）
	(株)カケハシ	竹本 祐也	執行役員CFO
	Sakana AI(株)	田丸 雄太	コーポレート本部長
	(株)TBM	中島 正剛	上席執行役員CFO コーポレート・ファイナンス本部 本部長
投資家	Crossover Capital、アセットマネジメントOne(株)	岩谷 渉平	
	(株)Dual Bridge Capital	寺田 修輔	代表パートナー
	ラザード・ジャパン・アセット・マネージメント(株)	福田 智美	運用部 ディレクター ポートフォリオ・マネージャー/アナリスト
	シニフィアン(株)	村上 誠典	共同代表

議論テーマ

◆ I P Oを目指すスタートアップのあるべき姿

【企業】 成長戦略の中で I P O をどのように位置づけ、活用すべきか

【投資家】 グロース市場への I P O を目指す企業に期待する姿勢や取組み

※ その他、「高い成長」に向けて心がけていること、I P O 先としてのグロース市場の評価（国内外の他の市場（区分）との比較）、I P O を目指す企業に伝えるべきこと

◆ グロース市場への I P O やその前段階における課題と必要な環境整備

【企業・投資家】 グロース市場への I P O やその前段階における課題、「グロース市場」という市場に期待すること、東証やその他関係者に対して期待するサポート施策や環境整備（参考：[アンケート結果](#)）

第2回検討会における主な意見①（IPOのあり方）

IPOの意義

- IPOはゴールではなく、企業がより大きく飛躍していくための手段。その意義は、プライベートマーケットでは得にくい継続的かつ機動的な資金調達機会を獲得し、次の成長戦略を実現しやすくすることにある。（未上場企業・投資家）
- IPOは、企業がプライベートからパブリックへ移行し、**社会の公器となるプロセス**でもある。パブリック・カンパニーとして、事業や取組みを透明性をもって説明しながら、高い成長を実現していくことが重要。（未上場企業）

IPOの選択と時期

- IPO、M&A、未上場継続などの選択肢について、投資契約上の努力義務や創業者の意向だけで**IPOありきとするのではなく**、企業価値の向上という観点から「なぜ他の選択肢ではなくIPOなのか」を経営として比較・検討することが重要。（投資家）
- IPOは、事業が伸びきった後ではなく、**その後の成長期待を喚起できるタイミングで行い、その資金調達を通じて次の成長戦略を実現**することが重要。上場直後に成長性を示せなければ、その後改めて投資家の関心を得ることは容易ではない。（未上場企業）
- 商品・サービスが市場に受け入れられ、事業を本格的に拡大しようという段階でIPOを行うのは一見すると王道だが、組織や経営人材が十分に整っていない段階で上場すると、その後の成長が止まりかねない。**高い成長に向けて、組織のマネジメントや次世代の経営人材が整っているかという観点も重要**。（未上場企業）
- **IPOが早過ぎたことが原因で成長が止まった会社は見当たらない**。上場適格性を有する企業であれば基本的に、**早期にIPOし、上場後にM&Aや人材採用などを機動的に実行した方が、企業価値向上につながるのではないか**。（未上場企業・投資家）

IPO企業に期待される体制

- 上場後の成長に向けて実効的に機能する組織・経営体制を構築することが重要。**IPOのためだけの形式的な対応として役員選任を行うのではなく、企業価値向上に貢献できる取締役を選任し、取締役会を実効的に機能させる必要**。（未上場企業・投資家）
- IPO企業は、上場直後であることを言い訳とすることなく、**事業モデル、TAM、長期のエクイティストーリー、マネジメント、ガバナンス等について、IPO時点から投資家と十分に対話できる体制を整えておくことが求められる**。（投資家）

第2回検討会における主な意見②（今後の環境整備）

環境整備の方向性

- グロース市場はそもそも**玉石混交を前提とするマーケット**。市場全体やグロース指数そのものを投資対象とする投資家はほとんど見られず、**投資家は個別企業を選別して投資**している。そのため、グロース市場全体の魅力を高めるという目標設定は、総花的な議論に向かいやすく、環境整備にあたっては、**市場全体の底上げではなく、いかに飛躍的な成長を遂げる企業を増やしていくかに重点を置くべき**ではないか。（投資家）
- マザーズ創設時には、**I P O社数を増やすこと自体に価値**があった。一方、現在は、**上場後の1株当たり価値をいかに高められるかが重要**になってきている。企業にも、そうした変化が生まれていることを伝えていく必要がある。（投資家）

人材・ナレッジの共有

- スタートアップの成長を支える、**経営、資本政策、上場準備、投資家との対話等について経験を有する人材は限られている**。創業者がシリアルアントレプレナーとして、従業員も経験やノウハウを持った形で再びエコシステムに組み込まれ、**人材・ナレッジが循環する環境を整えることが重要**ではないか。（未上場企業）
- たとえば外部の専門人材に対するストックオプション制度の使い勝手をより良くすることなどを通じて、**知見を有する人材の知見を複数の企業で共有できる仕組みを整えることも考えられるか**。（未上場企業）
- 上場企業の数が増えていく前提においては、経験者が不足するのは当然であるため、**C F OやI R人材等を新たに育成していくことも重要**ではないか。東証には、**開示・ガバナンス設計の事例の共有など、I P Oを目指す企業向けのレクチャーを行うことも期待**している。（未上場企業・投資家）

第2回検討会における主な意見③（今後の環境整備）

投資家へのアクセス拡充

- 海外トップVCへのアクセスは容易ではなく、グローバルなエコシステムに接続できる未上場企業は一部に限られる。海外VCとのネットワークを持つ国内VCや事業会社との連携等を通じて、未上場会社と海外投資家等をマッチングするなど、**より多くのスタートアップが海外投資家へアクセスできる環境を整えることが重要**ではないか。（未上場企業）
- 海外投資家は、企業に10倍、20倍の成長を求めるなど目線が高い。海外投資家との面談機会を早期に設け、そのフィードバックを受けることは、**スタートアップ経営者の目線を引き上げることにもつながる**のではないか。（未上場企業）
- 事業会社が未上場企業へのリスクマネーの出し手となる機会が増える一方、**政策保有株式の縮減**の流れなどもある。オープンイノベーションの促進に向けて、**事業会社がスタートアップに投資しやすい環境を整備することも重要**ではないか。特にディープテックでは、事業会社が株主として関与し、技術・事業を評価することが、**海外投資家の資金を呼び込むうえでも重要**。（未上場企業）
- **上場株投資家**と対話し、そこから学ぶ機会が、未上場スタートアップにはほとんど用意されていない。未上場株投資家と上場株投資家では企業を見る視点や求める情報も異なるため、**未上場段階から上場株投資家やクロスオーバー投資家との対話に親しみ、上場株投資家による企業の見方や、上場後のIR・流動性等について学べる場を設けることが重要**。（未上場企業）
- **上場株投資家**と企業の初めての面談が上場時のロードショーとなる場合、事業を十分に理解しないままプライシングを行い、上場後も数四半期にわたり投資せずに様子を見ることになりかねない。**上場時から投資対象として十分に検討してもらうためにも、上場前から対話を重ね、投資家の事業理解を深めておくことが重要**。（未上場企業）

未上場セカンダリー取引の活性化

- 企業がIPOを急ぐことなく、**成長戦略に応じて上場時期を柔軟に選択**できるよう、レイターステージの資金供給の拡充、税制適格ストックオプションの行使期限の延長などとあわせて、**未上場セカンダリー取引の拡大についても進める必要**。（未上場企業）
- 未上場セカンダリーについては、単に市場を設けるだけではなく、**実際の取引ニーズや開示負担等を踏まえた、実効性のある枠組みとすることが重要**。また、**利用した結果として上場しにくくなることのないよう、民間の動きと連携すべき**。（未上場企業）

第2回検討会における主な意見④（今後の環境整備）

上場審査に関する情報提供、審査内容の見直し

- IPOは、発行体にとって一度限りのイベントであり、知見を蓄積しにくいいため、個々の対応の必要性や求められる水準を自ら判断することが難しく、情報の非対称性が生まれている。そのため、アドバイザーの助言に頼らざるを得ないが、**アドバイザーによって見解が異なり、必要以上に保守的な対応を求められる場合もある。**（未上場企業）
- その結果、上場準備中には、M & Aや資本構成の整理など、**事業上必要な行動についても、必要以上に慎重にならざるを得ない。**既に色々な発信が行われているが、東証から、**上場審査の基本的な考え方、判断ポイント、各種提出資料の過去事例等について、さらに積極的に発信**してほしい。（未上場企業）
- **審査内容自体を、各社の実質的なリスクを踏まえたものとしていくことも必要。形式的・画一的な確認ではなく、リスクの内容や重要性に応じて軽重を付けるべきではないか。**（未上場企業）
- 米国では、開示を充実させたうえで、投資家の自己責任による判断に委ねる考え方が取られている。日本でも、一定の事項については、コンプライ・オア・エクスプレインの考え方にに基づき、**一律に形式的な体制整備を求めるのではなく、求められる趣旨を踏まえてあえて異なる方法を取っている部分を開示・説明し、投資家の判断に委ねる**といった対応が考えられないか。（未上場企業）
- 上場準備で**体制構築のみに注力することで、企業価値や時価総額に対する意識が弱まり、優先順位が下がっている。上場準備を成長のブレーキとするのではなく、成長に向けた助走期間にしていけることが重要**であり、東証からは、内部統制等に関する問いだけでなく、投資家との事前の対話をしたからこそ答えられる**企業価値向上を意識した問いを投げかけるべきではないか。**（未上場企業）
- 審査においては、申請時点の形式的な体制や足元の業績だけでなく、**将来の成長を支える組織力や経営体制と、それらを継続的に強化する仕組みが備わっているかを確認する視点も重要。**東証と証券会社の審査目線を合わせつつ、**将来の成長を見据えた審査のあり方を検討すべきではないか。**（投資家）

第2回検討会における主な意見⑤（今後の環境整備）

その他IPOに関する事項

- IPOを目指す企業には、**スタンダード市場とグロース市場の選択に迷う企業**も見られる。グロース市場で期待される成長の水準など、**両市場の違いをより具体的に可視化・発信**してはどうか。（投資家）
- 東証への上場は難しく時間がかかるなどとして**NASDAQ上場**を勧められ、多額の費用を支払い、結果として発行体・投資家の誰も得をしない事例も見られる。**発行体が適切に上場市場を選択できるよう、東証と海外市場の正確な比較を東証から発信することが必要**ではないか。（未上場企業）
- **議決権種類株式**については、国内での活用事例が極めて少なく、メリット・デメリットも分かりにくい。一方で、IPOを目指す企業にとって、**選択肢を広げる可能性**があることから、**活用のあり方について議論を深めてはどうか**。（投資家）
- 2022年には、**日本証券業協会のワーキンググループ**での議論を踏まえ、上場前に投資家の需要を調査しやすくするほか、上場日程、売出株式数、公開価格を柔軟に設定できるよう、**IPOプロセスが見直された**。その有効性をフォローアップし、ロックアップの設計、未上場株のセカンダリー取引、クロスオーバー投資のあり方などについて、**追加対応を検討してはどうか**。（投資家）
- 公開価格の議論が上場承認直前まで行われず、ロードショーで投資家が示した意見も発行体に十分フィードバックされていない。**想定される公開価格や投資家評価を早期に把握したうえで、上場の是非や時期を判断できるようにすることが重要**。（未上場企業）
- 上場後の成長には、株主構造が**機関投資家へとバトンタッチ**していくことも重要であり、**オフリングの規模・比率や上場後の流動性、機関投資家からの需要見込みを、IPO時点で十分に検討するプロセス**を設けることも考えられる。（投資家）
- AIなど新たな事業・技術に伴う監査上の論点が生じるなか、不正防止の観点から、**最新の知見を有する監査法人・監査人がIPO監査を担える仕組み**を検討することも考えられるか。（未上場企業）
- IPO準備段階において、コンプライアンスへの対応により中核人材による事業推進を過度に制約することのないよう、**労働時間規制等のあり方**を検討することも考えられるか。（未上場企業）

第2回検討会における主な意見⑥（今後の環境整備）

新陳代謝の促進

- 上場後に成長が難しい事業環境に置かれている企業であっても、上場まで企業を導いた経営陣には、事業を推進し、上場企業を経営した経験が蓄積されている。こうした企業が非公開化や他社とのM&A等により市場から退出することは、経営人材がその経験を活かして次の成長領域・成長産業で新たな挑戦を行うことにつながる。資金についても、企業を成長させた実績のある経営者や投資家に振り向けていくことが、エコシステム全体の好循環につながるのではないかと。（投資家）
- グロース市場の上場維持基準の見直しは、当初、基準への適合が難しい企業が、M&Aや他社との統合、大胆な資本政策などを真剣に検討する契機となった。一方、市場区分変更・他取引所への移行により上場を継続できるとの認識が広がり、こうした動きが弱まってきている。見直しを形式的なものに終わらせず、実効的に機能させることが重要ではないかと。（投資家）
- 新陳代謝を促すためには、IPO後の非公開化やM&Aを一律に否定的に捉えるのではなく、企業の成長段階や事業環境に応じた選択肢として位置付け、「IPOしただけで上場していかなくてはならない」「上場し続けることが偉い」という社会認知を改めるとともに、M&Aや非公開化を円滑に選択できるようM&A市場などの整備を行うべきではないかと。（未上場企業・投資家）

今後の進め方

- 第3回検討会を、第1回・第2回の参加者を交えて開催予定（12月7日予定）
 - 第3回以降で、課題や施策を洗い出し、取引所でできること、関係者でできることを整理

想定されるテーマ（例）

- ✓ グロース市場に期待される企業像の明確化（「高い成長」の考え方、ガバナンス面の取組み等）
 - ✓ 知見を有する人材・ナレッジの共有
 - ✓ 投資家へのアクセス拡充、未上場セカンダリー取引の活性化
 - ✓ 上場後の成長につながる上場準備の実現
 - ✓ 上場後における新陳代謝の促進
- など