

グロース市場アンケートの結果について

東京証券取引所 上場部・上場推進部

2026年9月16日



グロース市場アンケートの結果（2026年4～5月）

◆ 今後の施策の検討に向けて、**グロース市場上場会社・上場を検討しているスタートアップ**を対象に、**現在抱える課題や期待するサポート**などについて、アンケートを実施

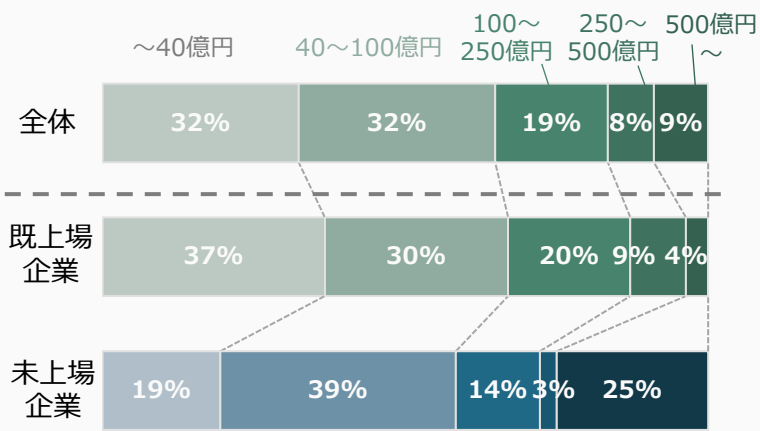
⇒ **145社**（既上場：109社、未上場：36社）が回答。一部企業に個別ヒアリングを実施

- 既上場・未上場ともに、**幅広い規模**（時価総額100億円未満～1,000億円超）・**成長フェーズ**（既上場：上場直後～上場10年以上、未上場：上場検討初期～上場直前）・**業種**（バイオ・宇宙などディープテック含む）の企業から意見を収集

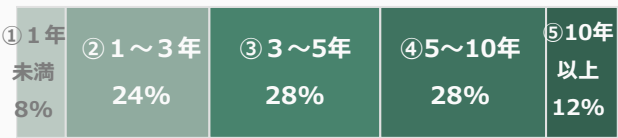
回答企業の属性

時価総額分布

※未上場企業は現在の想定時価総額



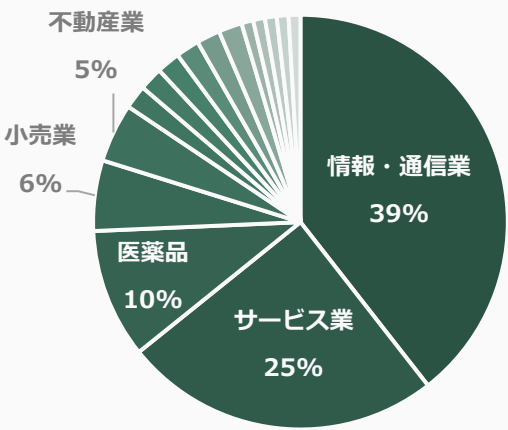
上場後経過年数 (既上場企業)



上場希望時期 (未上場企業)



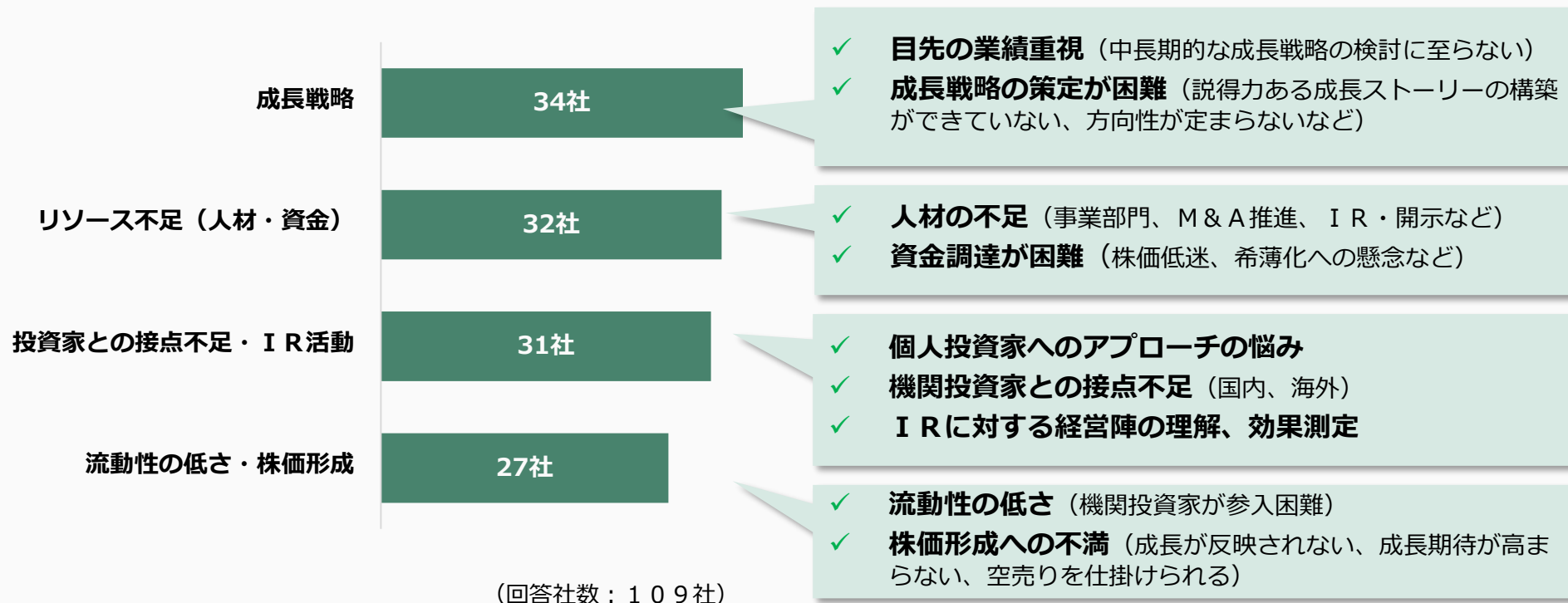
業種 ※既上場企業のみ



I. 既上場企業からの回答

- ◆ **成長戦略の策定・実行**や、**人材・資金などのリソース不足**といった事業面における課題に加え、**機関投資家・個人投資家との接点不足**などの I R の課題や、**流動性の低さ・株価形成**に課題を抱える企業が多く見られた。

多く寄せられた項目



成長戦略

※ コメント末尾の（ ）内は、回答企業の時価総額規模。以降のページでも同様。

（成長戦略の策定・実行）

- ✓ 目先の業績確保や予実管理にとらわれ過ぎており、中長期的な成長の方向性についてなかなか議論できていない。(40～250億円で複数)
- ✓ 経営陣は2～3年での投資回収を重視しているため、大胆な成長投資に踏み切れない。担当者としては成長投資の必要性は理解しているものの、経営者の意向や考え方が変わらない限り、抜本的な解決は困難。(100～250億円)
- ✓ 上場後は、資本コストや資本効率を意識する必要がある、内外から大胆な投資への理解が得にくいため、上場時の5年程度の経営計画だけでは、上場後に成長戦略の方向感を失い、グロス上場の意義を全うできない。上場前から超長期の経営計画を立てておく必要性を強く感じる。(100～250億円)
- ✓ 将来的な目標を掲げているものの、目標を達成するための成長シナリオの具体性や実現可能性が乏しく、成長戦略の基礎となるKPIの設計や進捗管理も不十分であるため、戦略の実行力に課題が残っている。(～250億円で複数)
- ✓ 既存事業のみで成長するか、M & Aを含めたインオーガニックな成長を追求するのか、戦略の方向性が定まっていない。(～40億円)
- ✓ 自社でどのような成長戦略を描くかにそもそもの課題があり、現状ではM & Aの検討にまで至っていない。(100～250億円)
- ✓ 2030年の上場維持基準の見直しに向けて、100億円以上に成長するための具体的な戦略を描けていない。(～40億円で複数)
- ✓ 経営陣を含め、売上高や営業利益といった損益指標の管理に偏っており、資本効率や資本政策への意識が十分に浸透していない。(100～250億円)
- ✓ グロス上場会社は、グロスが短期的にしか継続しない会社が大半。要因として、①ニッチマーケットをターゲットにしたビジネスが多く、そのマーケットの中で高シェアを誇り上場時点では高い成長率を誇ったとしても、マーケットをほぼカバーしてしまったら成長がストップすること、②模倣されやすいビジネスモデルの会社が多く、先行者メリットがまだ効いているタイミングで上場しても、そのビジネスが世間的に周知されると、それを模倣する競合他社がすぐに数多く生まれ、先行者メリットがなくなり、売上成長率の低下や利益率の低下につながってしまうことが挙げられる。(250～500億円)

（M & Aに関する課題）

- ✓ 仲介業者から多数のM & A案件を持ち込まれるものの、シナジーが見込める案件は限定的である。本来であれば能動的かつ戦略的に案件探索を行うべきだが、リソース不足により受け身になりがち。(40～100億円)
- ✓ M & Aを行う場合、費用の増加やのれん償却により、短期的にPLを圧迫するリスクも大きく、なかなか取り組めない。(～40億円)
- ✓ M & Aを積極化するには、のれん減損に備えて一定の純資産を確保することが必要であり、アクションが取りづらい。(40～100億円)

リソース不足（人材・資金）

（人材不足）

- ✓ 業容拡大に向けた優秀/専門的な人材の確保や、人材の定着・早期戦力化に課題を抱えており、成長戦略の実行、成長加速の制約となっている。（多数）
- ✓ IT業界では人材の獲得競争がより激しさを増しており、従業員の採用（新規・中途）で苦戦している。（100～250億円）
- ✓ 成長機会は多い一方で、地方に本社があるため高度人材の採用にハードルがあり、人員リソースがタイトである。（250～500億円で複数）
- ✓ 海外事業の展開に向けて必要な人材の確保が十分に進んでおらず、採用強化や育成体制の整備が急務となっている。（～40億円）
- ✓ 既存事業の収益基盤強化に加え、M & Aや新規事業領域への展開、海外市場への対応など、成長戦略の実行を進めているが、限られた経営資源の中で、成長投資、事業運営、開示・IR体制の強化を同時に進めていく点に課題を感じている。（40～250億円で複数）
- ✓ 成長戦略としてM & Aを推進したいが、案件の選定やPMIにはリソースやノウハウが必要で、検討が進んでいない。（～40億円）
- ✓ IRの人員体制・ノウハウが不足している。複数業務を担当する中で、いかに効率的・効果的にIR活動を行うかが課題。（多数）
- ✓ 投資家は市場区分によらずガバナンス体制やIR対応を評価しており、限られたリソースでこれらをどのように高度化させることができるかが課題。（40～100億円）
- ✓ 限られたリソースで開示対応を行う中で、一部重複するような内容が含まれる複数の開示資料の作成にタイムリーに対応する必要がある、負担に繋がっている。開示対応の業務負荷を減らし、本来取り組むべき戦略業務にリソースを振り向けたい。（250～500億円）
- ✓ 予算や人員不足により、英語対応／海外IR、サステナビリティ／非財務開示／統合報告書の作成などができていない。（100～250億円）

（資金不足）

- ✓ 上場後株価を上げられておらず、追加の資金調達ができている。資金不足により、M & Aも慎重に動く必要がある。（～40億円）
- ✓ 時価総額が数十億円程度のため市場での資金調達が難しく、機動的な資金調達方法の備えができていない。（～40億円）
- ✓ 希薄化懸念により、新株発行による資金調達が難しい。（～40億円）
- ✓ 医薬品開発を行っており、今後の会社の成長につながる開発プロジェクトが多数あるものの、資金力不足でそのいくつかを止めざるを得ない状況である。（40～100億円）

投資家との接点不足・I R活動

(個人投資家へのアプローチ)

- ✓ 個人投資家への知名度が低い**ため、個人投資家向けの情報発信や、認知拡大に向けたI R活動を行う必要がある。**(~40億円)
- ✓ 投資家からの知名度が不足しているため、**投資家に興味を持たれそうな開示・リリースを行っても反応が薄い。**(40~100億円)
- ✓ 個人投資家向け情報発信の強化を検討しているが、**証券会社やその他企業等が主催するイベントやサービスなどが乱立しており、それぞれのメリット・デメリットなどを比較検討することが難しい。**(100~250億円)
- ✓ 配当より成長投資を重視した方が良いのは理解しているが、**配当を行わないと投資家から関心を得ることが難しい。**(40~100億円)

(機関投資家との接点不足)

- ✓ **機関投資家との接点が限られており、株主構成の安定化・多様化が課題。**現在の個人投資家中心の株主構成を変え、機関投資家比率を高めていきたいものの、**自社のI R活動だけではリーチできる投資家層に限界がある。**(100~500億円で複数)
- ✓ プライム市場への移行を見据え、国内外の機関投資家・中長期投資家との接点を段階的に広げていきたいと考えているが、**グロース上場企業が単独でアクセスできる機会は限定的。**(250~500億円)
- ✓ **海外機関投資家の投資対象になる規模まで成長したいが、時価総額を伸ばすためカンファレンスに参加希望を出しても、時価総額が足りないことでカンファレンスへの参加機会が得られず、壁にぶつかっている。**(100億円~で複数)
- ✓ 時価総額500億円規模に達しているものの、証券会社による正式な**アナリストカバレッジが限定的で、国内外の機関投資家のスクリーニング対象に入りにくい。**(500億円~)

(I R活動)

- ✓ I Rを一人で担当しているが、**I Rの重要性に対する経営陣の理解が乏しい**ため、**人員を増やしてもらえない。**(40~100億円)
- ✓ **I R活動における適切なK P I 設定や効果測定に課題**を感じている。I R施策のP D C Aを回したいものの、機関投資家の売買・保有状況の把握が難しく、コストをかけて株主判明調査を行う余裕もない。その結果、**投資対効果(R O I)が不透明となり、I R施策の意思決定が難しい。**投資家ターゲティングの精度向上にも課題を感じている。(~100億円で複数)
- ✓ 投資家は、成長性や将来性に加え、収益性、資本効率、ガバナンス、情報開示の充実度も重視するため、**単なる業績説明にとどまらず、成長ストーリー、投資回収、事業ポートフォリオの方向性等をより分かりやすく発信することが課題。**(100~250億円)
- ✓ 自社の**成長フェーズに合わせた効果的なI R活動の進め方や、投資家への最適なアプローチ方法の検討が課題。**(40~100億円)

流動性の低さ・株価形成（市場評価）

- ✓ **売買代金（出来高）が低水準にとどまっており、流動性が乏しいため、機関投資家が参入しづらい。（多数）**
- ✓ グロース企業は、事業の新規性ゆえに外部環境の影響を強く受けやすく、その不確実性を投資家（特に個人投資家）に理解してもらうことが難しい。（40～100億円）
- ✓ グロース市場全体として、「短期志向の売買が多い」「機関投資家資金の流入が限定的で、流動性が低い」という傾向がある。その影響で、企業の本源的価値が株価に反映されにくいと感じる。（40～100億円）
- ✓ 上場後、**売上や利益は着実に成長し、配当も実施しているが、株価上昇に繋がっていない**。他社でも同様の状況が見られ、プライム・スタンダードと比較してグロースのバリュエーションが低迷している影響もあるのではと感じている。（40～250億円で複数）
- ✓ **事業が成長しているにもかかわらず、株価が割安に放置されている**と感じている。決算説明会やIRなどを継続的に実施しているものの、満足のいく株価形成はできていない。株価は色々な要素が積み重なって形成されるものではあるが、流通株式の増加や成長戦略の開示など様々な対策を検討しており、課題だと感じている。（100～250億円）
- ✓ 実際に上場してから課題に感じていることは、**上場前の事業戦略では投資家の評価が得られにくく、いかに成長戦略に具体性を持たせて投資価値を感じてもらえるか**という点である。事業の再現性を表すためのKPIの開示も重要だが、将来への投資や事業提携、M&A、新規事業の創出が投資判断のカギになると痛感している。特に**どの点がIR上での改善ポイントか明確になる**と手の打ちようもあるが、今は模索するしかないのが現状。（～40億円）
- ✓ 当社の事業成長性や中長期的な収益ポテンシャルに対して、株価が十分に反映されていない点が課題。特に、AIの急速な進化に伴う事業環境の変化を踏まえ、**将来の収益モデルや競争優位性に対する投資家の見通しが不透明になりやすい状況**にあることも、評価に影響していると考えている。（～40億円）
- ✓ **研究開発型企业**として中長期的な成長ポテンシャルを有しているが、**投資家に対し「成長の持続・加速を期待させるビジョン・戦略」の提示が十分とは言えず、企業価値が株価に適切に反映されていない**状況にある。また、パイプラインの進捗や事業価値の蓄積について、投資判断に資する形での定量的KPIおよび進捗開示が十分とは言えず、「理解はされるが、信頼・投資判断に至らない」という状況が生じている。（40～100億円）
- ✓ 上場時に掲げていた事業計画が想定したように進まず、成長戦略に遅れをきたしており、そのことが投資家や株主に疑念や不満を抱かせているように感じる。また、**事業資金を確保するために増資等を続けており、そのことも既存株主からの不満の一部となっている**。一方で、**バイオベンチャーにおいては長期的な研究開発が必要**であり、国内外の機関投資家からの投資が重要であるが、グロース市場における成長株に対する、機関投資家からの目線は厳しいものがある。（250～500億円）

流動性の低さ・株価形成（市場評価）[つづき]

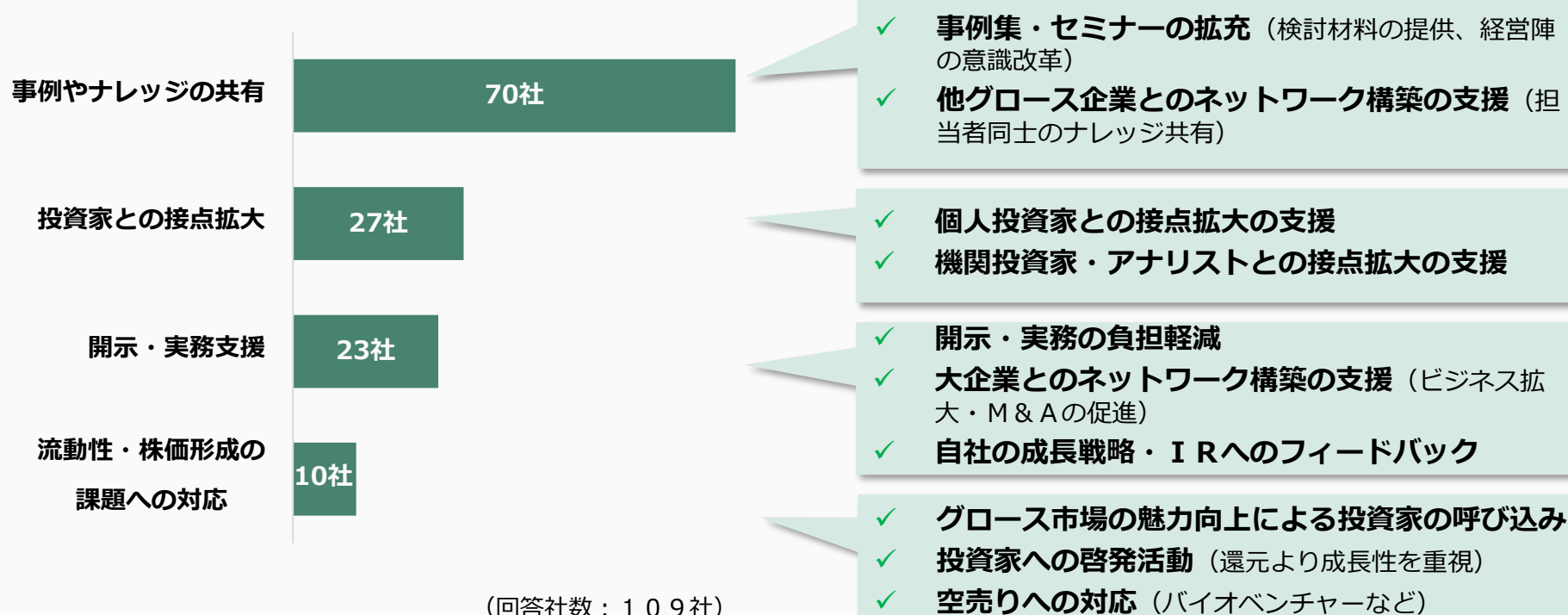
- ✓ バイオベンチャーでは、ポジティブなニュースを発信して株価が上昇しても、すぐに空売りを仕掛けられ、株価が元値に戻ってしまう。このような値動きが繰り返されると、個人投資家も恐れをなして取引しなくなってしまうし、長期的な企業価値向上がいつまでも実現されない。合法的な取引であるというのは承知しているが、健全な株価形成という観点ではおかしいと感じる。
(~40億円)
- ✓ グロース上場のバイオベンチャーとしては仕方ないことではあるが、ささいな開示情報でも、空売りにより株価が大きく変動してしまうことがあり、時価総額にも影響があるので看過できない場合もある。安定株主を得るには、明確な成長戦略とその着実な実現が必要であると重々理解しているものの、現実的に株価が評価の基準である以上、厳しい思いは抱いている。(250~500億円)

その他

- ✓ グロース企業として大きく成長したとしても、いつかは成長が鈍化する可能性がある。その際に市場変更を検討するにあたり、プライム市場は非常にハードルが高い一方で、スタンダード市場は立ち位置が明確ではない。成長が鈍化するタイミングでのグロース市場上場会社の選択肢が分かりにくい。(100~500億円で複数)
- ✓ グロース市場で成長を果たした会社は、基本的にはプライム市場に市場変更してしまうことも、グロース指数がTOPIXに劣後することの要因の一つであり、継続的なブランド周知活動やグロース市場にとどまることのメリットを作っていく必要がある。
(250~500億円)
- ✓ 将来的なIFRS適用を見据え、会計基準の変更に伴う影響や必要な準備について検討を進めている。(500億円~)
- ✓ 株主アクティビストの主張が強まった場合に備え、対応方針を検討している。(100~250億円)
- ✓ 「変更報告書」の提出にルーズで連絡の取れない大量保有者がおり、対応に苦慮している。(~40億円)
- ✓ グロース市場上場企業として、どの程度任意でサステナビリティ開示を進めればよいのか苦慮している。(500億円~)

- ◆ 事例集やセミナー等を通じたナレッジの共有を求める声が多く、そのほか、投資家との接点づくりのサポートや、開示・実務のさらなる支援、グロース市場全体の魅力向上に対する期待が寄せられた。

多く寄せられた項目



事例やナレッジの共有

- ✓ 事例集やセミナー等で提供される情報を活用している。今後も**事例集の提供やセミナー開催を継続してほしい。**（多数）

（企業から要望が寄せられたテーマ）

- 2025年12月公表の「投資家が評価しているグロース上場企業の取組み事例集」を、**業種別・成長フェーズ別に細分化し拡充**したものを、単発ではなく**継続的に発信**してほしい。（250～500億円）
- **成功事例だけでなく、失敗事例**についても共有してほしい。（～40億円）
- **時価総額を、100億円から250億～300億（機関投資家の投資対象になり得る時価総額水準）に伸ばす道筋**について、事例提供・セミナー開催を期待している。**成長の期待値の作り方**などを知りたい。（100～250億円）
- グロースステージの製造業の、**海外ビジネス展開の事例**などのセミナーやナレッジ共有があるとありがたい。（250～500億円）
- **グロース市場の他企業のIRの好事例**を提供してほしい。（多数）
- IRに経営陣が積極的に関与した結果、**株価や時価総額にプラスの影響が出た事例**や、逆にマイナスの影響が出た事例を取り扱ってほしい。（～40億円）
- 成長戦略の開示、M&A戦略の説明、資本コストや資本効率を意識した経営、個人投資家向けIR、機関投資家との対話促進等について、**実際の開示事例や改善プロセス**を紹介いただけると、自社の取り組みにも活かしやすい。（100～250億円）
- 他社の活動について知る機会が少ないため、機関投資家から見た好事例だけでなく、株主総会やSNS活用など**個人投資家から見たIR活動に関する好事例**も紹介してほしい。（250～500億円）
- バイオ・ディープテック等の非連続成長型企业における「KPI設計」「ストーリー開示」「市場評価向上のプロセス」など、**エクイティストーリー構築に関する実践的な好事例**を提供してほしい。（40～100億円）
- **中期経営計画、株主還元方針に関する事例**も提供してほしい。（～40億円）

事例やナレッジの共有 [つづき]

(セミナーに関する要望)

- ✓ セミナーにおいて、**企業価値向上に向けた実践的な内容**が増えることを期待する。(100~250億円)
- ✓ **経営者向けセミナーの充実や、個別訪問による経営陣との対話**をお願いしたい。**社内から経営陣の意識を変えるのは難しいので、経営者自身が市場と向き合う重要性への理解や、I Rを経営課題として位置付ける意識醸成を、東証からも後押ししてほしい。**
(幅広い時価総額で複数)
- ✓ 先日の好事例集掲載企業のトークセッションのように、**現場担当者を招いたパネルディスカッション**をもっと開催してほしい。
(40~100億円)
- ✓ **上場企業の管理部門の従業員としての知識を習得するためのセミナー**を開催してほしい。(~40億円)
- ✓ 上場会社として**取引所関連業務を体系的に把握できるようなセミナーや、サステナビリティに関するセミナー**を開催してほしい。
(~40億円で複数)

(他企業とのネットワーキング)

- ✓ 他のグロース上場企業でも同様の課題に取り組んでいるはずであり、**担当者同士のナレッジ共有のため、他社のC F O・I R部門・コーポレート部門等との横のネットワークの構築をサポートしてほしい。**(多数)
- ✓ 社内ではリソース不足で苦労しているが、他のグロース上場企業が、**限られたリソースのなかでどのように工夫して成長戦略やI Rに取り組んでいるのか、他社の担当者となつながら、直接話を聞いてみたい。**(100~250億円)
- ✓ セクターの中で課題感が同じことが想定されるので、**セクターカットでの他企業とのネットワーク構築イベント**などがあると良い。(250~500億円)

投資家との接点拡大

（個人投資家との接点拡大）

- ✓ 自社だけでは集客が難しいので、**東証で複数社を集めた個人投資家向けの会社説明会や決算説明会を開催してほしい。**（～40億円で複数）
- ✓ 有償の個人投資家説明会への登壇で少しずつ認知を広げる活動をしているものの、**それなりにコストもかかるため、取引所として無償の投資家説明会の場を設営いただけるとありがたい。**（～100億円で複数）
- ✓ 個人投資家とのネットワークを構築する機会のほか、**個人投資家にアプローチするためのツール**を提供してほしい。（～40億円）
- ✓ 低廉な株価のグロース市場上場会社合同で、個人投資家向けセミナーを開催してほしい。（～40億円）
- ✓ 他の取引所と連携して、土日開催の個人投資家向け地方 I R セミナーを企画してほしい。（500億円～）

（機関投資家との接点拡大）

- ✓ **機関投資家（特に中小型株に積極的な機関投資家）との接点づくりをサポートしてほしい。（多数）**
- ✓ **東証主催の合同投資家説明会の開催や、機関投資家を発行体に紹介するような仕組み**をご検討いただきたい。（100～250億円）
- ✓ 「時価総額帯別・成長ステージ別のマッチング」「業種特化型の対話機会」など、より精緻な投資家接点の創出を期待する。（40～250億円で複数）
- ✓ **中立的な立場で企業と投資家をつなぐプラットフォーム機能**が強化されることを期待している。（100～250億円）
- ✓ 時価総額や流動性に拘らない**インパクト機関投資家とのマッチング機会**を提供するような場を提供してほしい。（～40億円）
- ✓ **上場後3年未満の企業向けに、機関投資家からアドバイスを直接いただける場**があるとありがたい。（～40億円）
- ✓ グロース企業と機関投資家のネットワーク構築について、証券会社へも働きかけてほしい。（100～250億円）

（アナリストとの接点拡大）

- ✓ 企業レポート作成支援など、**アナリストとの接点をサポートしていただけると大変嬉しい。**（40～100億円）
- ✓ グロース市場のミッドキャップ企業（時価総額300～1,000億円レンジ）を対象にした、**セルサイドアナリスト・バイサイド機関投資家（特に海外）とのマッチングイベント**を開催いただけると、カバレッジ拡大・投資家基盤拡充に資すると考える。（250～500億円）

開示・実務支援

（開示の指針、負担軽減）

- ✓ 機関投資家がグロース企業に求める開示情報を提供してほしい。開示内容の質を高めるため、「投資家が評価する開示の具体例」「K P I 設計や見せ方のガイドライン」などの実務的支援を期待する。(40~100億円)
- ✓ 実務的な観点からは、努力義務や好事例ではなく、より明確な基準やガイドラインが示されることで、限られたリソースの中で迷いなく開示や上場維持のための実務が行えるため、引き続きそのような環境整備を期待している。(40~100億円)
- ✓ 英文開示について、義務化するだけでなく、標準テンプレート、A I 翻訳ツールの推奨事例、他社ベストプラクティスの共有など、実務負担を軽減する支援が拡充されると嬉しい。(250~500億円)
- ✓ 投資家の視認性向上と発行体の事務負担軽減のため、決算短信の開示項目について、本質的な情報に絞り込み、よりシンプルかつコンパクトな形式にしてほしい。(40~100億円)
- ✓ 「事業計画及び成長可能性に関する事項」は、中期経営計画や決算説明資料等と内容が重複するため、合理化してほしい。(100~250億円)
- ✓ 会社法（計算書類や事業報告）、金商法（有報、半報、臨報）、東証規則（短信、適時開示）で、求められる記載内容が一部重複している。開示の統一化が進めば、記載内容の充実、精度の向上、開示の早期化、英文開示の更なる普及に繋がる。(~500億円で複数)
- ✓ 適時開示について、形式的な説明やF A Q等はまとまっているが、より実務に沿った具体的な内容を聞きやすい環境があると良い。(40~100億円)

（成長戦略・I Rのサポート）

- ✓ プライム企業などの大企業との接点や、グロース企業同士・プライム企業からのM & A マッチング機会を提供してほしい。(~40億円)
- ✓ 資本政策の策定や、一般論ではなくその企業に合った企業価値向上施策に関して助言してほしい。(~40億円)
- ✓ 自社の成長戦略と市場評価の相関やギャップに関するフィードバックがほしい。上場会社として自社の定量的な評価をいただけるとありがたい（株価推移や評価結果および改善点のご提案等）。(40~250億円で複数)
- ✓ 期末決算後、毎年、前年度のI R活動のフィードバックをいただけると、担当部門としては励みになる。(~40億円)
- ✓ 自社のI R活動やK P I の妥当性を検証するため、同業種や同規模（時価総額別）の企業におけるI R実施体制、機関投資家との面談頻度、およびそれらが株価や流動性に与えた影響に関する統計的なレポートを提供してほしい。(40~100億円)
- ✓ I R活動の効果測定を効率化するプラットフォームを整備してほしい。具体的には、出来高の変動分析や株主構成の変化をより容易に可視化できるツールの提供や、I R施策が市場へ与えたインパクトを簡易的に測定できるような取引所ならではのデータ連携を期待。また、日々の売買に関する投資家属性（個人・海外・機関など）の把握ができる仕組みもあると良い。(40~100億円)

流動性・株価形成の課題への対応

- ✓ 「グロース市場全体の投資ストーリーの発信」「新指数等の活用による資金流入促進」など、**個社努力だけでは解決できない市場全体の魅力向上施策**を期待している。**市場流動性を高めるための制度的なサポート**をしてほしい。(多数)
- ✓ グロース市場の魅力をより一層投資家の皆様にお伝えいただけると、**市場全体の活性化**につながるものと期待している。(100～250億円)
- ✓ **機関投資家が中小型株に投資しやすい環境整備**（インデックスの改善や税制優遇の働きかけ等）や、**東証主導によるグロース企業の成長性発信**など、**市場全体にポジティブな機運を醸成するような積極的なプロモーション・運営**を強く希望する。(40～100億円)
- ✓ 短期利益だけでなく、グロース市場の特性である「**トップラインの成長性**」を重視した評価視点が投資家へ浸透するよう、**啓発活動や事例提供を期待**している。(250～500億円)
- ✓ 市場全体の健全な発展のため、**個人投資家の投資リテラシー向上に向けた取組みを強化**してほしい。(100～250億円)
- ✓ **バイオペンチャーに対する空売りについて、何らかの対策**を検討してほしい。空売り自体は正当な取引なので一律の制限は難しいかもしれないが、取引数量に制限をかける方法などが考えられないか。(～40億円)

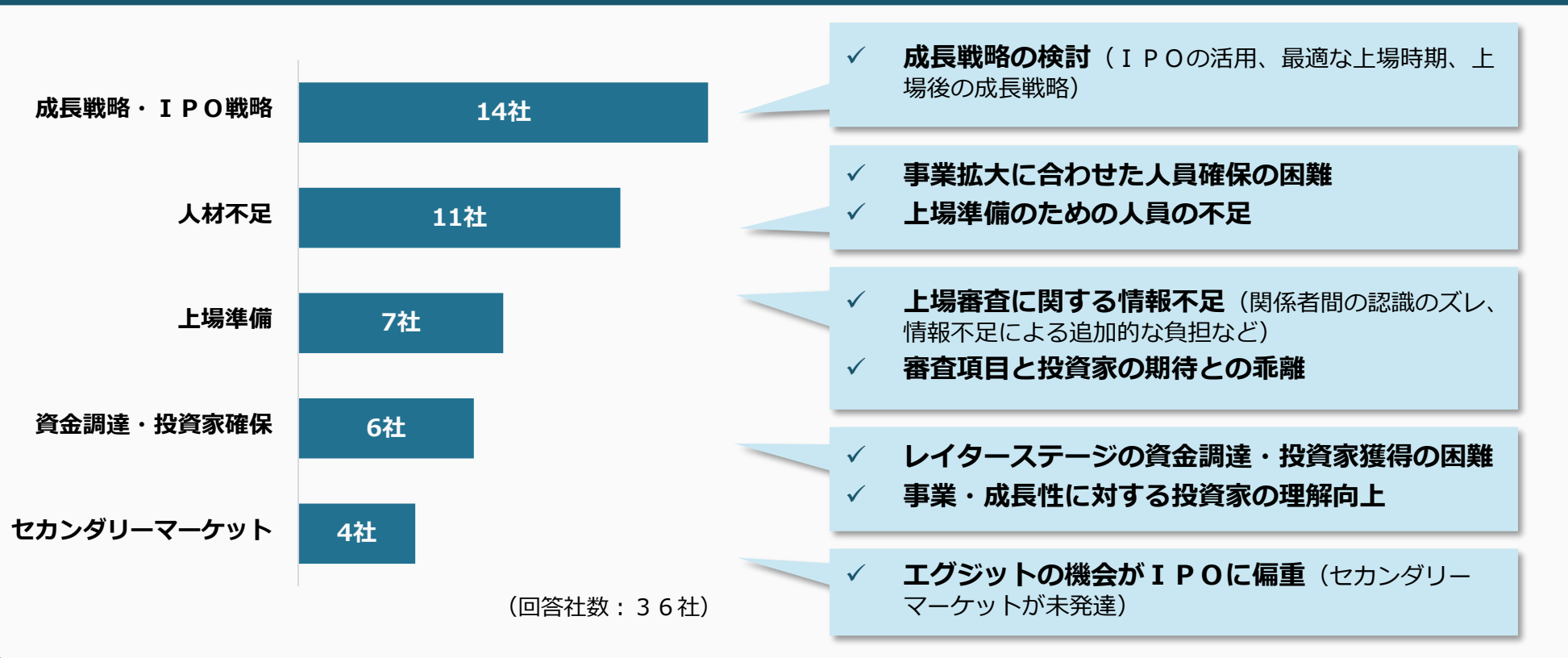
その他

- ✓ 「合従連衡」について、必ずしも1 + 1以上の時価総額は期待できない可能性が高い点などは、留意すべき事項として周知をしていただいた方がよい。時価総額数十億の会社同士が「合従連衡」することが、100億円の時価総額基準への対応策になるという安易な受け止めがされることが無いようにした方がよい。(100～250億円)
- ✓ バリュエーション向上に向けて、**資金調達の支援**を行ってほしい。(40～100億円)
- ✓ **機関投資家の保有状況**の開示を、金商法等で対応してほしい。国内・海外機関投資家の実質株主判明調査をサポートしてほしい。(40～100億円)
- ✓ **スタンダード市場の位置づけ**が理解しにくくなっている。スタンダード市場への市場区分変更基準の見直しにより、スタンダード市場を「その他」の市場として位置付け、企業を上場維持させていくことを目指すのか、改革の影響を緩和するための一時的な受け皿に過ぎないのか等についてより発信したほうが、対象となる企業にとってもアクションプランが検討しやすくなる。(100～250億円)
- ✓ T D n e t が W i n d o w s 前提で設計されており、M a c 環境中心の企業にとって開示のたびに実務負担が大きい。スタートアップ由来のグロース上場企業の増加を見据え、マルチOS対応の推進を期待している。(250～500億円)

Ⅱ. 未上場企業からの回答

- ◆ **I P Oを含む成長戦略の具体化**に加え、戦略実行や上場準備に必要な**人材・資金の不足**に課題を抱える声が多いほか、**上場準備を進める中での課題**や、上場前段階での**資金調達・投資家確保**、**セカンダリマーケットに関する課題**の声も寄せられた。

多く寄せられた項目



成長戦略・IPO戦略

- ✓ **上場を活用した成長戦略**について、「大型資金調達を行い、M & Aを中心とした投資を実行する」という抽象度の高い方向性となっており、「**上場をより深く理解し、上場したからこそできること**」についてより具体的に落とし込む必要がある。(40~100億円)
- ✓ 現在の成長スピードに照らすと、**時価総額100億円という基準は極めて高く、上場を目指すこと自体の妥当性に苦慮している**。出資ファンドの償還期限が5年以内に迫る中、現行の市場制度下で現実的なイグジットを描けるか、強い危機感を持っている。(~40億円)
- ✓ イグジット戦略として、**IPOを目指すべきかM & Aを目指すべきか、迷っている**。(~40億円)
- ✓ 成長戦略について、**ディープテック企業が故に、将来の成長の絵姿を説明しづらいことが悩み**。自社の強みはあるものの、それが業界の発展とともにどう変化していけるかなどを語るのが非常に難しい。(40~100億円)
- ✓ 日本の投資家は、バリュエーションにあたり最終利益を重視しており、**成長投資を抑えて利益を出さないといけないという力学が働きやすい**。先行投資と利益のバランスをどう取って上場に向かっていくのかが悩ましい。(500億円~)
- ✓ 当社の事業モデル上、しばらくの間は赤字となるが、**赤字のまま上場を目指すか、あるいは黒字化した段階で上場を図るか、バリュエーションとの関係でベストなタイミングがいつかを検討**している。(500億円~)
- ✓ 最近スタートアップへの支援策が盛んに議論されているが、上場後のベンチャー企業は脆弱であり、ベンチャー企業を増やすことや上場を促すことばかりに注力しても、死屍累々となるだけである。ベンチャー企業の成長を各フェーズでどのようにサポートしていくかという検討を含め、**スタートアップエコシステム全体をどうにかしないといけない**。(~40億円)

人材不足

- ✓ **事業拡大のため、エンジニア等の専門人材の確保**が継続的な課題。また自社事業の拡大に加えて、**M & Aの実施に向けた人的リソースの確保**にも課題を感じている。それぞれの成長戦略を同時並行で進めるにあたり、**採用や体制強化が追いつかない**。(40~250億円で複数)
- ✓ スタートアップ育成5か年計画等により、多くのスタートアップが生まれ、**資金・人材が多く**の企業に分散されている。今後、M & Aを通じた統廃合が想定されるが、足元で**急成長が求められるスタートアップ**においては、**集中投資や人材の集約が必要**。(100~250億円)
- ✓ 成長スピードを高めるためには、自社単独での事業拡大に加え、M & Aや資本業務提携の活用も重要。事業シナジーのある企業との連携を通じて、顧客基盤の拡大、サービス領域の拡充、人材・ノウハウの獲得を図ることが今後の課題。そのため、**採用体制の強化と、M & Aを適切に検討・実行できる体制整備を進めることが、現在の重要な経営課題**と考えている。(100~250億円)
- ✓ **上場準備について、幅広い対応が必要**であり、**内部管理体制の整備に加え、投資家対応もしなければならない**。正直なところ、**管理部門の中でなかなか手が回っていない**。IPO経験者がいればスムーズに進むかもしれないが、そうした人材がいないと相当に苦しい。(500億円~)
- ✓ 各スタートアップ（特にコーポレート部門）において、**上場準備経験者や上場企業経験者が不足**しており、取り合いになっている。そういった経験者が未上場スタートアップに転職しやすくなるよう、上場後に成長が止まっている企業について、M & Aや上場廃止も含めて新陳代謝を活発化していただくことで、人材の流動性を高められたいかと思っている。(~250億円で複数)
- ✓ 上場準備に必要な人員確保だけでなく、**上場後に上場を維持するための人員の確保・維持**にも課題を感じている。(100~250億円)
- ✓ 上場後のIRや投資家対応を見据えた際に、**開示実務や機関投資家へのマーケティング**について、メンバー全員が精通しているわけではないため、**いかに効率よく、網羅的に学びの機会が提供出来るか**が課題だと考えている。(500億円~)

上場準備

(上場審査・引受審査における改善点)

- ✓ 上場準備は、多くの発行体担当者にとっては初めての経験で情報量が少ないこと、関係者が多く伝言ゲームが発生しやすいことなどから、真偽不明の情報に振り回されやすく、結果として何が本当に必要なのかが分からず、ブラックボックスに見えてしまう。取引所の「上場審査に関するFAQ集」の公表などで改善が進みつつあるものの、依然として、東証がNGと言っている訳ではないのに、「東証が問題視する可能性がある」ということで、証券会社から保守的な対応を迫られてしまうようなケースもあると思う。(500億円〜で複数)
- ✓ 東証は親子上場を一律否定はしていないとの理解だが、未上場株の投資家においては「東証は親子上場に厳しい」というイメージが相当強いようで、資本政策の再検討を求められた。上場株の投資家と未上場株の投資家では、IPO・上場市場に関する情報量が異なっており、東証のスタンスをよりクリアに伝えていかないと、イメージに踊らされてしまうこととなる。(500億円〜)
- ✓ 上場承認後、主幹事証券から「オフリングの一定割合を機関投資家が引き受けていないといけない」という社内ルールに抵触しているとの説明を受け、結果としてIPOを中止することになった。上場準備のもっと早い段階でそのような説明を受けていれば、余裕をもって対応できたはず。上場後は個人中心の株主構成になるはずであるにもかかわらず、その前段階で、機関投資家が集まらなければ上場自体ができないという仕組みはなんとかならないか。(40〜100億円)
- ✓ 各種説明資料(グロース市場への上場審査時の提出書類)について、どういう風に書けばいいのイメージも湧かず、結局証券会社やコンサルに作成をお願いすることになった。(500億円〜)
- ✓ 前職で上場準備を担当した際、「事業計画及び成長可能性に関する事項」について、上場直前の忙しいタイミングで東証から沢山の指摘を受け、対応が大変であった。事前に各社がつまづきやすいポイントを把握しておきたかった。(500億円〜)
- ✓ 昨今、シリアルアントレプレナー(連続起業家)が増加するなかで、上場後の世界も理解している未上場スタートアップ経営者も出てきているが、そうした経営者が上場後の投資家の期待に沿った対応を行っていたとしても、上場審査や引受審査においては形式的な対応を求められることがある。たとえば、審査で見られる内部統制の整備に関して、日本では取締役会の書面決議を避けることや月次で業績を細かくチェックすることが求められるなど、日本特有のものとなっていて、海外の慣行や投資家の期待とずれている場面がある。形式を整えることで、未熟なスタートアップが成長していく一面もあると思うが、ある程度自由度を認めても良いのではと思う。(500億円〜)
- ✓ 上場準備中にM&Aを行った場合、予実が一致するか、内部統制が上場基準に足る状態にあるか等の確認のため、審査期間が延びてしまうと聞いており、M&Aによる成長戦略を実行したいのに、自粛しなければならないのがもどかしい。(500億円〜)
- ✓ 特にAI業界は変化が激しく、AIスタートアップが予実を正確に一致させることは難しい。予実を当てるのが投資家の期待ではない場合においては、特に証券会社の審査において、それを許容するような柔軟性があると良いと思う。(500億円〜)

(外部パートナーの確保)

- ✓ 引受証券会社および監査法人の選定に課題を感じている。(〜40億円)
- ✓ 上場後に上場維持基準が未達となるリスクがある企業に対し、監査法人や証券会社がリソースを割かない傾向があり、上場準備に着手したくても外部パートナーが見つからない実務上のボトルネックが発生している。(〜40億円)

資金調達・投資家確保

- ✓ 国内VCはファンドサイズが限られるため、レイターステージの1,000億円程度の規模の企業になると、投資をしてくれない。現状、そうした企業の資金の出し手は事業会社か海外VCとなるが、有力な海外VCは紹介ベースでしか会ってくれず、そこにアクセスできている人は相当限られている。(500億円～)
- ✓ 宇宙ビジネスは、事業化までに多額の資金調達や投資が必要となるが、上場後の投資家は早期の黒字化を望む傾向にあるため、事業化途上においては、なるべく未上場のまま資金調達を行っていきたいと考えている。しかし、日本のプライベートマーケットは米国と比較してまだまだ発展途上であり、特に数百億円規模のエクイティによる資金調達は難しい状況にあるため、それにより上場時期や上場時の規模も左右され、望ましいタイミングで上場出来ない可能性もある。(250～500億円)
- ✓ リード投資家の確保や株主構成の最適化が課題。特定の株主への依存は経営の柔軟性を損なう恐れがあり、成長段階に応じた投資家を選定することや、バランスの取れた資本構成を検討することが必要。(500億円～)
- ✓ 投資家に事業の将来性や収益モデルをより深く理解してもらうため、効果的な情報発信（IR活動）のあり方を模索している。(40～100億円)
- ✓ 当社は宇宙関連企業であり、継続的かつ多額の成長投資が必要であることから、収益化までに時間を要する中で、短期的な業績指標だけでは企業価値が十分に評価されにくいことが課題。(40～100億円)

セカンダリマーケット

- ✓ 日本ではセカンダリマーケットが十分に発達していないため、IPO以外の出口戦略が乏しく、結果的にVCに急いで上場するよう促されて、十分に成長していない段階で小規模IPOしてしまう。未上場と上場の間に流動性を提供するミドルマーケット（中間市場）を整備できれば、VCは喜ぶと思うし、発行体としてもそこで新株発行を行えるようになると良いと思う。(500億円～)
- ✓ 従業員のストックオプションや経営陣の株式を、セカンダリで取引できればと思う。当社は外国籍の役職員が多く、海外にはセカンダリマーケットがある一方で、日本ではなぜないのかとなる。(500億円～)
- ✓ 十分な規模まで成長してから上場するのが合理的である一方で、未上場期間が長期化するほど、既存株主・役職員株主の流動性ニーズ、株主ごとの投資時間軸や期待リターンの違い、経営陣と株主間のリスク選好の差異、上場を契機として進みやすいガバナンス高度化の遅れが顕在化する。特に、従業員・元従業員に対する株式報酬やストックオプションの流動性確保は、単なる換金機会ではなく、人材獲得・リテンション、株式報酬の実効性にも関わる重要な課題。(500億円～)

その他

- ✓ グロース市場の上場維持基準の見直しは、市場の質を高める重要な第一歩であるが、**機関投資家が実際に投資対象として検討し、一定のポジションを構築・保有・売却する観点では、求められる時価総額、流通株式時価総額、日次売買代金、株主構成、開示、ガバナンスの水準は、時価総額 100 億円を相当程度上回るケースも多い。**スタートアップ経営者においては、**早期上場が必ずしも最適な選択肢にならない可能性があることを、十分理解する必要。**上場後に十分な流動性や機関投資家による保有可能性を確保できない場合、公開市場で適切な価格形成がなされず、グロース市場全体の信頼性や魅力度にも影響し得る。(500億円～)
- ✓ **創業者型スタートアップでは、指名・報酬機能は経営の自由度や意思決定スピードを制約するものとして捉えられ、導入に構造的なハードルがある。**その結果、公開企業として本来重要なCEO評価、後継者計画、経営陣報酬の規律、独立社外取締役による監督、資本政策やM & A等における利益相反管理が、**上場時、そして上場後も十分に議論されない、または形式的な整理にとどまりやすい可能性**がある。(500億円～)

- ◆ 事例集・セミナーによる知見提供や投資家との接点づくりのニーズに加え、上場準備・審査プロセスの改善やセカンダリーマーケット整備など、制度面の要望も寄せられた。

多く寄せられた項目

事例やナレッジの共有

9社

- ✓ 上場を契機に飛躍的な成長を実現した事例の提供
- ✓ 上場審査上の論点となった事例（解決し上場したもの、解決せず上場を断念したもの）の提供
- ✓ 他企業とのネットワーク構築の支援（情報共有）

上場準備・審査プロセスの改善

8社

- ✓ 上場後の成長に繋がる上場準備・上場審査の実現

投資家との接点創出

8社

- ✓ 成長資金の調達に向けた海外VC・事業会社との接点拡大の支援
- ✓ 上場後を見据えた機関投資家・個人投資家との接点拡大の支援

セカンダリーマーケットの整備

4社

- ✓ 未上場段階での株主交代の円滑化、役員・従業員の流動性確保

（回答社数：36社）

事例やナレッジの共有

(事例の提供)

- ✓ **上場という仕組みを活用し、飛躍的な成長を遂げた事例**を提供してほしい。様々なセミナーや勉強会で情報収集を行っているが、「上場の仕組みや上場したからこそできた」という内容まで絞り込まれていないため、再現性が無いケースが多い。(40~100億円)
- ✓ 上場を検討する創業者型スタートアップが、指名・報酬機能、CEO評価、後継者計画、独立社外取締役による監督、資本政策やM&Aにおける利益相反管理をどのように段階導入するかについては、実務上の参照事例が限られているため、**創業者型企业でも納得感を持って取り組める「プレIPOガバナンス・プラクティス集」**があるとありがたい。(500億円~)
- ✓ **上場審査上の論点**があったものの、**事前相談や論点整理を通して解決し上場したような案件**や、逆に**審査の中で論点が見つかり上場できなかった案件**について、**事例を提供してほしい**。(250~500億円)
- ✓ **各種説明資料**について、どのように書けばいいのかわかるよう、**可能な範囲で他社事例を見せてくれるとありがたい**。(500億円~)
- ✓ 「事業計画及び成長可能性に関する事項」について、**各社がつまづきやすいポイントを事例集やセミナー等で発信してほしい**。(500億円~)

(セミナーに関する要望)

- ✓ 他社の**上場準備事例や、上場後の成長戦略に関する具体的なセミナー**があれば、大変有益だと考えている。(40~100億円)
- ✓ 上場に向けての社内整備や企業運営のサポートとして、**IPO勉強会やセミナー**を開催してほしい。(40~100億円)
- ✓ **フェーズごとの上場準備に関するセミナー**を開催してほしい。(100~250億円)
- ✓ **上場初年度の会社に対するセミナー**が拡充されるとありがたい。(500億円~)
- ✓ **東証、スタートアップ、その他関係者との定期的な意見交換会**を開催してほしい。(250~500億円)
- ✓ 今回のように**非上場企業の意見を聞いていただく機会**を定期的に設けていただけると大変ありがたい。(500億円~)

(他企業とのネットワーキング)

- ✓ **上場前後の他社CFOとのネットワーキングの機会**や、一定規模の**既上場会社の声を聴ける機会**があると嬉しい。(500億円~)
- ✓ 他社の**上場準備事例や上場後の成長戦略**がわかるよう、**発行体同士のネットワーク構築の機会**があると良い。(100~250億円)
- ✓ 同規模で同じような課題を持つ他社が、**どのように資本政策や事業計画に取り組んでいるか、事例を共有してほしい**。(~40億円)

上場準備・審査プロセスの改善

- ✓ 上場前は形式的な体制整備ばかりが求められがちで、実際に上場すると、ノウハウが無い中で資本市場と向き合うことになり、上場前後のギャップが大きい。「上場のための準備」を、単に上場審査を通過するための準備ではなく、「上場後の成長に繋がるような準備」へと転換することが重要ではないか。(500億円～)
- ✓ 形式に偏るのではなく、上場後の投資家の目線を踏まえて、実質的に問題がないのであれば、C Gコードのコンプライ・オア・エクスプレインのように、「我々はこう考え、こうやっている」と説明することで柔軟な対応が容認されると良い。(500億円～)
- ✓ 一律の審査基準を当てはめるのではなく、成長フェーズや業種特性に応じた柔軟な運用を検討してほしい。(～40億円)
- ✓ リソース不足を理由に新規受託が困難となっている監査法人・主幹事証券会社に対し、取引所から積極的な働きかけや、受託を促進するための環境整備を行ってほしい。(～40億円)
- ✓ 上場維持基準の見直しには大賛成であるが、IPO時に時価総額100億円に達しないベンチャーの場合、IPO時のブックビルディングに参加してくれる機関投資家が少なく、東証の審査に通ってもブックビルディングに進めず、上場を延期もしくは断念することになる。そこで、IPOのオフリングサイズが小さい(10～20億円以内)の場合、ブックビルディングを省略し、主幹事証券のアナリストが作成した株価算定書に基づく公募価格で進める特例の創設等、制度変更の検討をお願いしたい。(40～100億円)
- ✓ 近時の会計不正等を踏まえ、発行体の費用負担により金融商品取引法や会社法の監査をする現行ルールに加えて、東証の負担で外部機関による監査等を実施してもらうことも選択肢の1つかと思う。(500億円～)

投資家との接点創出

- ✓ 東証や証券会社などが主体となり、海外VCなどグローバルな資金調達ネットワークへアクセスする機会を提供できれば、大きな意義がある。(500億円～)
- ✓ 大型調達を行う場合は、国内の投資家では限界があるので、海外の投資家とも話をする必要があるが、日本の投資家にももっと頑張ってもらえるとありがたい。(250～500億円)
- ✓ 政策保有株式売却の流れで、事業会社本体では株を持ちにくくなっているが、その改善など、事業会社がスタートアップに投資を行いやすくするサポートを期待。(500億円～)
- ✓ 上場直前ではなく、より早い段階から、未上場企業が機関投資家と対話できる機会があるとありがたい。具体的には、エクイティ・ストーリー、KPI、成長投資方針、資本政策、開示水準、ガバナンス体制、上場後に求められる時価総額・流動性水準などについて、プレIPO段階から投資家の期待値を把握できる仕組みが有用だと考える。(500億円～)
- ✓ エクイティストーリーを作る中で、折角なら評価される打ち出し方をしていきたい。N-2期くらいから、ディスカッション等の形式で、エクイティストーリーの内容や打ち出し方について、投資家の声を聞ける機会があればありがたい。(500億円～)
- ✓ 機関投資家だけでなく、中長期的な視点を持つ個人投資家も含めた広範な投資家層に対し、スタートアップ企業の認知度を高めるためのIRイベントやセミナーの定期的な開催を期待している。(40～100億円)
- ✓ 特に中長期的な視点での企業価値評価の浸透が重要と考えており、投資家向けの情報発信や対話機会の充実を期待している。(40～100億円)

セカンダリーマーケットの整備

- ✓ 一定規模以上の未上場成長企業について、適格機関投資家、特定投資家、既存株主、役職員株主等に参加者を限定し、発行会社の承認と一定の情報開示を前提とした、**年1回または特定タイミングに限定した流動性の仕組みがあると有用**。海外では、発行会社主導または発行会社関与型のテnderオファー、従業員・元従業員向け流動性プログラム、機関投資家によるセカンダリー、断続的な非上場株式取引市場などが発展しているが、これらは**単なる換金機会ではなく、企業が過度に早いIPOを選択せず、より成熟した状態で公開市場に移行するための資本政策ツールとして機能している**。(500億円～)
- ✓ 日本においても**既存株主・投資家間の譲渡によるセカンダリ取引は増加しているが**、既存株主・役職員株主の流動性確保、過度に早いIPO圧力の緩和、上場時の株主構成の最適化、上場後の需給悪化の抑制、機関投資家保有可能性の向上に資する**プレIPO市場を整備することが有用だと考える**。また、**実務ガイドラインがあると有益**。(500億円～)
- ✓ セカンダリーマーケットが活性化されると、出口が見えるので**新規の投資家を集めやすくなり、資金調達を行いやすくなる効果もあると思う**。**TOKYO PRO Marketもあるが、J-Adviser契約・継続開示などスポットで調達・売買したい企業にとっては負担が重く、もう少し軽い負担で調達・売買できる場があると良い**。(250～500億円)
- ✓ IPOが困難と判断された際に、ファンドの出口戦略を考慮した、**M&A等のセカンダリーへの移行支援**をしてほしい。他企業や投資家とのマッチングのほか、必要な知見を提供してほしい。(～40億円)
- ✓ 現状でも、**成長性のあるスタートアップの株式であれば、互いに見知ったプロ投資家間の相対取引で株移動が行えている**ため、**非上場セカンダリ市場へのニーズは特にない**。有望な企業・目利きのできる投資家の双方が増えて、相対では情報を掴みにくくなれば、そのマッチングに意味があるのかもしれないが、現時点で**無理に整備しても劣化版グロス市場になるだけ**。(500億円～)

その他

- ✓ グロス市場の盛り上げや投資家層の形成・呼び込みのため、JPXスタートアップ急成長100指数には採用されていないものの、**成長見込みがある企業群をテーマ別に集めた指数等を作ってほしい**。(100～250億円)
- ✓ グロス市場全体の活性化のため、**投資家が参加しやすい環境整備や、セクター別の情報発信**なども期待。(40～100億円)
- ✓ グロス銘柄を一括りにするのではなく、「AI Shooting Star」など**超高期待銘柄に限り、特別基準を創設**してはどうか。(500億円～)
- ✓ **TOKYO PRO Marketへの上場目的の開示**の趣旨は、各企業が自社の上場目的を積極的に開示することで、その実現に向けて投資家・関係者などのサポートが得られるようにすることにあると理解している。各社が十分なサポートを得られず、単なる開示に留まってしまっては意味がないため、**東証においても、各社の考えを投資家・関係者などに積極的に発信してほしい**と思うし、さらに**一歩踏み込んで関係者などを巻き込んで支援を行う仕組みの構築も期待している**。(～40億円)