■論 文―――■

東証グロース市場の機能発揮に向けた対応の概要

東京証券取引所 上場部企画グループ 調査役

礒貝　周平

1．はじめに

スタートアップの育成が、日本経済のダイナミズムと成長を促し、社会的課題を解決する鍵となる中、政府や関係各所においては、「スタートアップ育成５か年計画」(注１)等に掲げられた施策が進められている。

株式会社東京証券取引所（以下「東証」という。）としても、新たな産業を担うスタートアップの育成は重要な課題であり、スタートアップエコシステムの一端を担う公開市場の開設者として、各社の上場後における成長の実現を支えていくことが責務となる。東証では、2022年４月に市場区分の見直しを行い、高い成長可能性を有する企業向けの市場としてグロース市場の運営を開始しているが、同年７月には、新しい市場区分において上場会社の企業価値向上を支えていくための追加的な方策を検討することを目的として、「市場区分の見直しに関するフォローアップ会議」（以下「フォローアップ会議」という。）を設置した。フォローアップ会議においては、プライム市場やスタンダード市場における「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」等と並行して、グロース市場の機能発揮に向けた対応について議論を行っており、東証は、その議論も踏まえ、本年５月31日に『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』(注２)及び『上場審査に関するFAQ集』(注３)を公表している。

〈目　次〉

１．はじめに
２．グロース市場の状況
３．市場関係者・上場会社からの意見
４．グロース市場の機能発揮に向けた対応
５．おわりに

（図表１）グロース市場の主な上場基準

項目	新規上場基準	上場維持基準	（参考）経過措置
時価総額	**－**	**40億円以上 （上場10年後から）**	５億円以上 （上場10年後から）
流通株式時価総額	**５億円以上**	**５億円以上**	2.5億円以上
流通株式比率	25%以上	25%以上	５%以上
株主数	150人以上	150人以上	150人以上
経営成績	**－**	－	－
財政状態	**－**	純資産が正 （上場３年後から）	純資産が正 （上場３年後から）
公募の実施	500単位以上	－	－

（注）新規上場基準においては、上記の形式要件のほか、実質審査基準が定められている。上場維持基準における経過措置は、原則として2025年３月まで適用。

本稿では、検討にあたっての材料となった、グロース市場に係るファクトや市場関係者・上場会社からの意見などを紹介したうえで、東証におけるグロース市場の機能発揮に向けた対応の概要について解説する。

２．グロース市場の状況（注４）

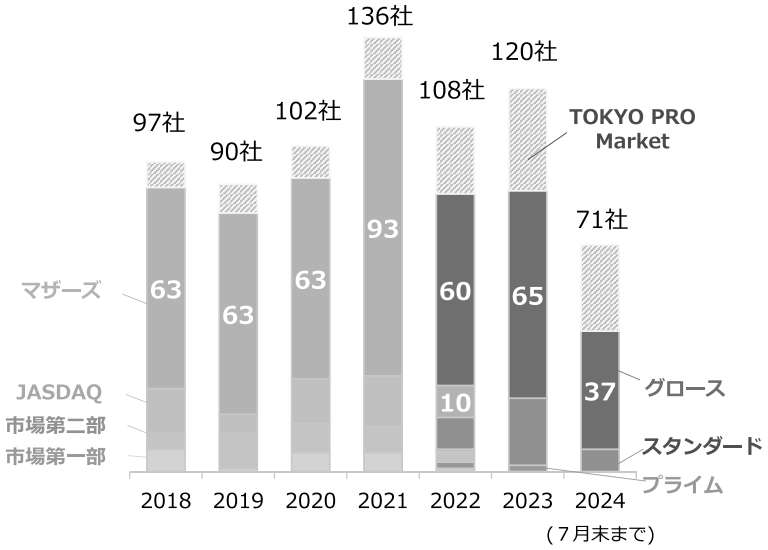
⑴　コンセプト・制度設計

グロース市場は、先述のとおり、高い成長可能性を有する企業を対象としている。その制度設計にあたっては、従来のマザーズが果たしてきたスタートアップへの成長資金供給の役割・機能を引き継ぎ、上場の間口を広く維持している。すなわち、我が国ではかねてより非上場企業への資金供給量が諸外国に比べて少なかったため、企業規模が小さい段階であっても公開市場から成長資金を調達できるよう、マザーズにおいては緩やかな上場基準を設定していたが、市場区分の見直しにあたってグロース市場を創設する際にも、スタートアップの選択肢拡充の観点から、その考え方を踏襲することとしている。

具体的には、たとえば、流通株式時価総額（注５）に係る上場基準は５億円以上と設定しており、諸外国の主要取引所と比較しても緩やかな基準としているほか、積極的に成長投資を行っている赤字企業等であっても上場が可能となるよう、新規上場基準において経営成績・財政状態に係る基準を設けていないことが特徴的である（図表１）。

一方、こうした企業について、投資者が適切な投資判断を行うためには、各社の成長可能性及びそれを実現するための事業計画が適

（図表２）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。

切に開示されていることが重要となる。そこで、グロース市場においては、「事業計画及び成長可能性に関する事項」の開示を制度化した（注６）。具体的には、新規上場時において、ビジネスモデル、市場環境、競争力の源泉といった各社の成長可能性に関する事項、そしてそれを実現するための事業計画等を開示したうえで、上場後においても、定期的なアップデート（少なくとも事業年度ごとに１回以上）として進捗状況を反映した最新の内容を開示するよう定めている（注７）。

また、上場から一定期間経過しても成長可能性を実現できなかった場合を念頭に、そうした企業における新陳代謝を促す観点から、上場維持基準として、上場10年経過後から時価総額が40億円以上であることを求めている（注８）。

⑵　IPOに関する状況

近年、我が国における年間IPO社数は100社前後で安定的に推移しており、そのうちの７割程度がグロース市場（マザーズ）へのIPOを行っている（図表２）。

IPOの規模については、非上場分野における資金調達環境の差異などから、海外と比較して小規模で上場するケースが多い傾向にある。たとえば、2023年の米国におけるIPO時の平均時価総額は約3,194億円、平均資金調達額は約331億円である一方、日本における平均時価総額は約154億円、平均資金調達額は約15億円と、大きく異なる（図表３）。なお、昨今では、資金調達額よりも既存株主による

（図表３）IPO時の時価総額・資金調達額

年	マザーズ・グロース市場		（参考）米国	
	平均 時価総額	平均 資金調達額	平均 時価総額	平均 資金調達額
2017年	83 億円	8 億円	2,293 億円	325 億円
2018年	163 億円	23 億円	2,418 億円	375 億円
2019年	151 億円	13 億円	4,433 億円	525 億円
2020年	101 億円	10 億円	6,245 億円	563 億円
2021年	159 億円	14 億円	5,729 億円	573 億円
2022年	101 億円	9 億円	2,881 億円	275 億円
2023年	154 億円	15 億円	3,194 億円	331 億円

（注）日本については、IPO時の公開価格ベースで計算。
米国（NASDAQ・NYSEが対象）については、J. Ritter教授（フロリダ大学）の“Initial Public Offerings: Underpricing”から東証作成、1ドル＝150円で換算。

売出し額が大きいIPOが増加傾向にあり、2018年以降においてはそのようなIPOが約６割を占めている。

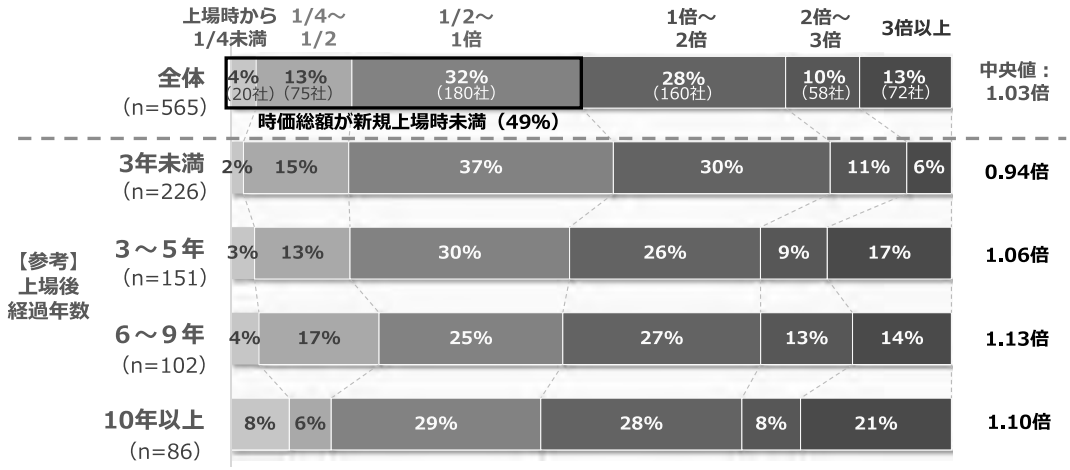
その他、近年では、IPO時に親引け（注９）の仕組みを活用して機関投資家に株式の割当てを行う動き（いわゆるコーナーストーン投資）も一部の企業において見られつつあるが、全体的な傾向としては、IPOにおける公募・売出し株式の84％は個人投資家に配分されており（注10）、機関投資家の参入は限定的となっている。

⑶　上場会社に関する状況

グロース市場（マザーズ）への上場後において、高い成長可能性を実現し、時価総額を大きく増加させた企業も存在する一方、グロース市場上場会社の約半数は、直近の時価総額が新規上場時の時価総額を下回っている（図表４）。結果として、グロース市場上場会社の時価総額中央値は約60億円となっており、全体の約３割が上場維持基準の水準である40億円に未達となっている（図表５）。一般的に、市場における流動性（時価総額）が小さいと、機関投資家が投資を行いにくいとされるが、個人投資家がグロース市場上場会社株式の売買における54％、保有における56％を占めるなど（注11）、上場後においても機関投資家の参入は進んでいない。

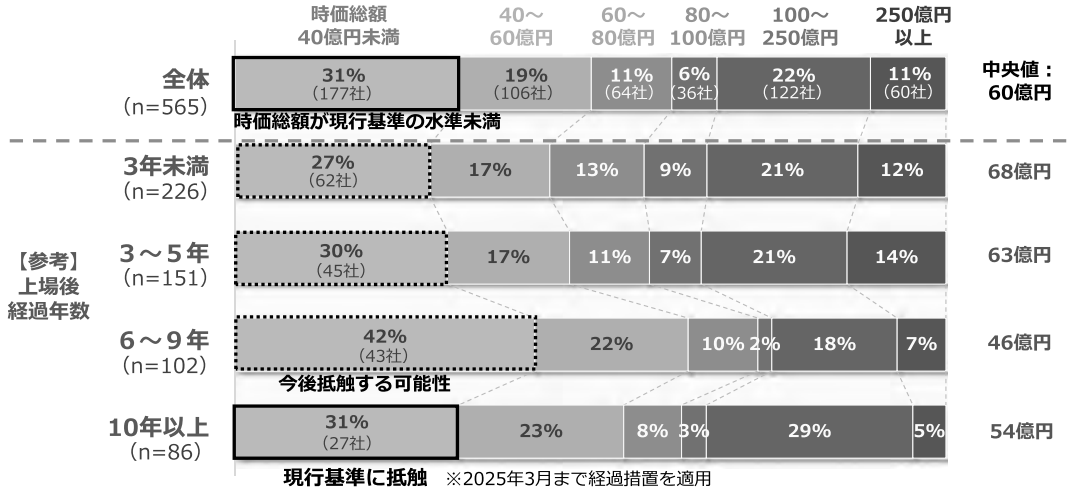
また、グロース市場（マザーズ）に上場した会社のうち、上場後に公募を実施した会社は約14％に留まっている（注12）。上場から10年を経過した企業に限っても（上場から短期

（図表４）グロース市場上場会社の時価総額成長率



（注）2023年末時点におけるグロース市場上場会社が対象。
時価総額成長率は、現在の時価総額（2023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。

（図表５）グロース市場上場会社の時価総額



（注）2023年末時点におけるグロース市場上場会社が対象。時価総額は、2023年10月～12月の終値平均ベース。

間しか経過していない企業を除いても）約27％に留まるなど、成長投資等のための資金調達が積極的に行われていないことがわかる。

3．市場関係者・上場会社からの意見

(1) VC・機関投資家等へのヒアリング

こうしたファクトを踏まえつつ、東証では、グロース市場の課題等について、VC・機関投資家等の市場関係者に対してヒアリングを実施した。様々な観点から多様な意見をいただいており、その詳細はフォローアップ会議の資料として公表しているが(注13)、本稿ではその中から主な意見を紹介したい。

まず、IPOを巡る課題としては、日本のスタートアップにおいてはそもそもなぜ上場するのか、上場のコストに見合ったメリットが得られるのかといった点が十分に検討されておらず、上場後の成長につながっていないのではないかという意見や、赤字上場が実質的に認められておらず、IPOに向けた準備過程において黒字化が求められる実務慣行になっているのではないかといった意見が見られた。

また、上場後については、中長期的な成長ストーリーを投資家に示しながら成長に向けた取組みを進めていくことの重要性を指摘する意見が多く見られた。新たに制度化された「事業計画及び成長可能性に関する事項」の開示を通じて情報開示の充実が進んでいることを評価する声があった一方、上場後に重要なKPIの開示を止めてしまう企業や、投資家からの取材の申し込みを受けない企業も一部存在するとの意見も寄せられた。こうした中、制度上求められている開示に加えて、投資者向け説明会なども活用することで、特に経営者自身が積極的に情報発信を行うことを期待する意見も見られた。

(2) グロース市場上場会社への意見募集

東証では、これと並行して、グロース市場上場会社に対して、成長を実現するにあたっての課題等について意見募集も行った。市場関係者へのヒアリングと同様に、上場会社からも様々な意見を頂戴している(注14)。

IPOに関しては、上場の間口が広いグロース市場があることでスタートアップが資金調達を行いやすくなっていることを評価する意見があった一方、実際にIPOを経験した立場から、上場前においては成長投資やM＆Aなどに制約がかかり、成長に向けた取組みを積極的に実施できなかったことを課題に挙げる意見などが見られた。

上場後に関しては、IR活動の方法・機会等に悩む声が多く寄せられた。投資者への積極的な情報発信の重要性については認識しつつも、自社の成長性をどのように伝えていくべきか、手探り状態で模索している会社も見られ、投資者の理解を得るために開示が望ま

（図表６）グロース市場の機能発揮に向けた対応

#	項目	対応状況・予定
1	上場理由等の開示の促進	◆ 新規上場時の「事業計画及び成長可能性に関する事項」の開示において、**上場後の成長戦略に照らしたＩＰＯ目的**等の記載を促進【5月３１日実施】
2	上場準備に関する正しい理解の促進	◆ 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**の普及を推進【5月３１日実施】
		◆ 赤字上場やＩＰＯ前のＭ＆Ａなど、上場準備会社において**誤解が生じているテーマ**について、事例を踏まえ**上場審査の考え方を示すＦＡＱ集**を公表【5月３１日実施】
		◆ その他のテーマを含むＩＰＯを巡る課題について、実務関係者（主幹事証券会社・監査法人・ＶＣ・発行体等）と**定期的に意見交換を行う場**を設置【準備でき次第】
3	投資者への積極的な情報発信の促進	◆ 投資家向け説明会・個別面談等を通じた**成長ストーリーの積極的な発信**を推奨し、コーポレート・ガバナンス報告書等において実施状況の開示を促進【5月３１日実施】
4	機関投資家への情報発信の支援	◆ ＩＲの基礎知識や**機関投資家の目線を紹介**するセミナーを開催・配信【順次】
		◆ 経営者が**積極的に成長ストーリーの発信を行う好事例**を紹介【準備でき次第】
		◆ **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）【準備でき次第】
5	上場基準の引き上げ	◆ 「フォローアップ会議」において、ファクトを踏まえて継続的に検討
6	プロ向け市場の活用	

れるポイントや、投資者の理解を得ながら成長を実現した好事例を示してほしいとの意見が見られた。また、特に時価総額が小さい企業を中心に、機関投資家との接点が乏しいことを課題に挙げる意見も多く存在し、取引所が機関投資家に対する情報発信の機会を提供していくことに期待する意見もあった。

４．グロース市場の機能発揮に向けた対応

東証は、これらの意見も踏まえて、フォローアップ会議において、スタートアップの上場後における成長の実現を支えるための環境整備に向けて必要な対応について検討を行い、その議論に基づき、図表６のとおり、当面の（暫定的な）対応事項を取りまとめた。そして、本年５月には、「上場理由等の開示の促進」及び「投資者への積極的な情報発信の促進」のテーマに関して、上場会社に具体的な対応をお願いするものとして『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』を公表するとともに、「上場準備に関する正しい理解の促進」のテーマに関して、上場準備会社の経営者向けに『上場審査に関するFAQ集』を公表している。以下では、テーマごとに趣旨・対応内容等について説明するが、これらの公表資料もあわせてご参照いただきたい。（なお、以下では、説明の都合上、図表６から記載の順番を入れ

替えている。)。

(1) 上場理由等の開示の促進、投資者への積極的な情報発信の促進

① 新規上場時の対応

IPOはあくまでも成長の実現のための手段であって、それ自体が目的ではないということは改めて言うまでもないが、先述の市場関係者からの意見にもあるとおり、投資者からは、自社の成長の実現に向けてIPOを行うべきかどうかを十分に検討したうえで、その考え方を積極的に示すことが期待されている。

そこで、今般、東証は、グロース市場への新規上場会社に対して、上場後の成長戦略に照らしたIPOの目的、すなわち、上場後に成長を実現していくうえでIPOをどのように活用しようと考えているのかについて、新規上場時に開示いただくこととした。具体的には、新規上場日における「事業計画及び成長可能性に関する事項」の開示に記載いただくこととしており、たとえば、従前から記載が求められている自社の成長戦略や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）に関連付けながら記載いただくことを想定している。

一般的に、IPOを行うメリットとしては、たとえば資金調達力の向上、社会的信用力・知名度の向上、上場を契機とした社内管理体制の充実などが挙げられ、実際にそうしたメリットを享受できていると考える上場会社も多く見られる（注15）。一方、今般の対応の趣旨は、単に享受したいメリットを挙げていただくことではなく、上場後の成長を実現するうえでそうしたメリットをなぜ享受すべきと考えたのか、それをどのように活用していくのかを示していただくことにある。成長戦略は各社各様であることから、それに照らしたIPOの目的についても、それぞれの個別の状況に応じて記載することが考えられる。

なお、フォローアップ会議においては、上場時期の設定に関する考え方や、上場時ファイナンスの内容に関する考え方についても、積極的な説明を期待する意見が見られた。開示にあたっては、上場後の成長戦略に照らして、なぜこのタイミングでIPOを行うべきと考えたのか、上場時の公募・売出しの内容についてどのような考え方に基づき設定したのかという点についても積極的に言及すると、投資者の理解がより一層進むものと考えられる。

② 上場後の対応

上場後においては、従来から「事業計画及び成長可能性に関する事項」の開示を定期的にアップデートいただくこととしているが、今般、新規上場時に開示した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、事業計画の進捗状況を記載いただくことをお願いしている。なお、今般の対応以前から上場している会社については、IPO時にその目的を開示していないことも考えられるが、IPO時やその後に策定した事業計画・成長戦略が十分に進捗しているかという点を意識し

ながら、定期的なアップデートを行っていただくことをお願いしている。

加えて、市場関係者からの意見にも見られたとおり、上場後には、「事業計画及び成長可能性に関する事項」の開示に加えて、その記載内容について、説明会・個別面談等も活用しながら、投資者に対して積極的な情報発信を行っていただくことも期待されている。そこで、今般の対応においては、グロース市場上場会社に対して、そのようなIR活動についても積極的に実施いただくようお願いしている。なお、そうしたIR活動の実施状況については、従来からコーポレート・ガバナンスに関する報告書の「IRに関する活動状況」の欄に記載いただくこととしているが、当該欄において記載が期待される事項(注16)も示している。

(2) 機関投資家への情報発信の支援

このように、東証においてはグロース市場上場会社に対して投資者への情報発信の充実をお願いしている一方、各社からは、投資者、特に機関投資家に対して積極的な情報発信を行おうとしても、効果的な方法が分からない、接点が少ないといった悩みも寄せられている。そこで、東証においては、各社の機関投資家向けIRを支援するための取組みも順次進めていくこととしている。

たとえば、本年3月からは、オンラインセミナーの配信を開始し、IRに関する基礎知識・留意事項等や、機関投資家の目線から期待されるIRの方法などについて、有識者による解説を行っており、今後も、各社のニーズを踏まえながらコンテンツの拡充を予定している。

そのほか、経営者が積極的に情報発信を行い、成長の実現に向けて取組んでいる好事例の紹介や、機関投資家に対する情報発信の機会の創出（接点づくり）も進めていく方針である。

(3) 上場準備に関する正しい理解の促進

グロース市場への上場準備を行う会社においては、IPOの支障になるとの誤解から、先行投資やM＆Aなどのアクションを控えるケースが見られる。スタートアップの成長に資するべきIPOのための準備により、かえって成長が阻害されるのは本末転倒であることから、上場準備会社の経営者が過度に保守的な対応を採る必要がなくなるよう、上場審査に関する考え方を周知していく必要がある。そこで今般、各社からよく相談をいただくテーマや上場審査の取扱いがよく誤解されているテーマに関して、東証の上場審査における考え方を正しく示す観点から、『上場審査に関するFAQ集』を作成した。

具体的には、赤字上場、IPO前のM＆A、予実管理等のテーマについて、実際の事例も紹介のうえ、上場審査における考え方を示しているが、本FAQ集は、今後も、上場準備会社からの相談内容等を踏まえて定期的に更

新を行っていく予定である。また、東証では、FAQ集に掲載していないテーマを含め、上場を検討する会社がIPOに係る疑問を取引所に直接相談できる窓口として、「IPOセンター」(注17)を開設している。その活用も通じて、正しい理解の促進を図り、上場後の成長に資する円滑なIPOを実現してまいりたいと考えている。

そのほか、IPOを巡っては、取引所のほか、主幹事証券会社、監査法人、ベンチャーキャピタルといった関係者も存在する。円滑なIPOを実現する観点からは、上場審査の内容をはじめとする様々な論点について、これらの関係者間において定期的に意見交換を行い、認識の共有を図ることが重要であり、今後、そうした意見交換を行う場を設置する。

⑷　その他の事項

その他のテーマとして、上場基準の在り方やプロ向け市場の活用について、フォローアップ会議において継続的に検討していくこととしている。

①　上場基準の在り方

上場基準の在り方について、これまでのフォローアップ会議での議論を紹介する。

まず、新規上場基準については、IPOにあたって一定の規模を求めることで、機関投資家の参入促進につながる可能性があることから、引き上げが一案との意見があった。一方、現在は「スタートアップ育成5か年計画」等に基づき非上場で大きく成長できる環境の整備が進められている途上にあり、そうした中、直ちに引き上げるとスタートアップの重要な選択肢を奪うことになりかねないとの意見も見られた。

そして、上場維持基準については、上場後の成長が実現できていない会社に対して、他社との合従連衡なども含めて、改めて成長に向けた取組みを検討するよう促す効果が想定されることから、そうした産業の新陳代謝の動きを促進するため、引き上げが考えられるとの意見があった。一方、現状では、現行の上場維持基準の水準である時価総額40億円を下回っている会社が全体の約3割存在し、引き上げを行うとさらに多くの会社が抵触する可能性があることや、一昨年の市場区分の見直しの際に引き上げたばかりであり(注18)、それに基づき取組みを進めている企業もあることからすれば、引き上げを行うにしても時間軸を意識すべきとの意見も見られた。また、上記目的（産業の新陳代謝の促進）を実現するためには、基準の引き上げ以外の手段も組み合わせながら、上場会社の取組みを促していくことも考えられるとの意見もあった。

②　プロ向け市場の活用

プロ向け市場の活用については、政府や関係各所において非上場で大きく成長できる環境の整備が進められている中、取引所としては、（グロース市場などの一般投資者向け市場のほか）プロ投資家のみが参加するプロ向け市場で成長していくという選択肢も提供できるのではないかという問題意識から示して

いるものである。一方、東証がプロ向け市場として開設しているTOKYO PRO Marketについては、上場会社数は年々増加傾向にある一方(注19)、年間通して一日も売買が行われていないという会社が約半数存在するなど(注20)、市場における流動性が乏しいことが課題となっている。こうした中、フォローアップ会議においては、コンセプト・位置づけから刷新することも念頭に置きつつ、TOKYO PRO Marketにおいて上場会社の成長やプロ投資家の参入を促すための仕組みづくりなどについて検討を進めるべきとの議論があった。

5．おわりに

以上が、東証におけるグロース市場の機能発揮に向けた足元の対応状況である。

魅力あるスタートアップの育成は、我が国における長年の課題であり、事業面、人材面、資金面など様々な問題が重層的に重なり合っていることから、その解決は容易ではない。一方、政府や関係各所においては様々な取組みが進みつつあり、市場開設者である取引所としても、そうした動きと連携しながら、一つずつ課題解決を図ってまいりたいと考えている。今後は、以上で示したテーマに関して引き続き対応を進めていくとともに、さらなる取組みを検討・実行してまいりたい。

(注1) https://www.cas.go.jp/jp/seisaku/atarashii_sihonsyugi/pdf/sdfyplan2022.pdf

(注2) https://www.jpx.co.jp/equities/follow-up/mklp770000007pzz-att/Dissemination_of_Information.pdf

(注3) https://www.jpx.co.jp/equities/follow-up/mklp770000007pzz-att/Listing_Examination_FAQ.pdf

(注4) 本章に係る詳細は、第8回フォローアップ会議資料2及び第16回フォローアップ会議資料1（37ページ以降）を参照。
https://www.jpx.co.jp/equities/follow-up/nlsgeu000006gevo-att/cg27su00000012af.pdf
https://www.jpx.co.jp/equities/follow-up/nlsgeu000006gevo-att/mklp770000007bcn.pdf

(注5) 流通株式とは、上場株式から流通性が乏しいと考えられる株式を除外したものを言う。具体的には、上場株式の10%以上を保有する株主、役員等、上場会社自身、国内の普通銀行・保険会社・事業法人等の保有株式などを除外して算出している。

(注6) 従来のマザーズにおいては、新規上場時に任意で成長可能性等について開示を行う実務慣行があったが、制度上の義務として行われるものではなく、かつ上場後にアップデートを行う例は限定的であった。

(注7) 開示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」を参照。
https://faq.jpx.co.jp/disclo/tse/web/knowledge7908.html

(注8) ただし、図表1にもあるとおり、2025年3月までは経過措置として基準が緩和されている。

(注9) 株式の引受けを行う証券会社が、その発行会社が指定する販売先に株式を割り当てることを言う。日本証券業協会の規則においては、親引けを原則禁止としたうえで例外的に認められる類型が例示されているが、2022年の規則改正により、その類型として、コーポレートガバナンス向上や企業価値向上に資すると考えられる機関投資家に割り当てる場合が追加された。

(注10) 日本証券業協会「投資部門別売買状況における個人の状況」をもとに、2020年～2022年における平均値を東証が算出。

(注11) 売買状況については2022年４月～12月、保有状況については2022年度のデータ。

(注12) 2003年以降にグロース市場（マザーズ）に上場した会社が対象。

(注13) 第13回フォローアップ会議資料２を参照。
https://www.jpx.co.jp/equities/follow-up/nlsgeu000006gevo-att/bkk2ed0000004dda.pdf

(注14) 第11回フォローアップ会議資料５（６ページ～19ページ）を参照。
https://www.jpx.co.jp/equities/follow-up/nlsgeu000006gevo-att/jr4eth0000000zr6.pdf

(注15) 第11回フォローアップ会議資料５（９ページ）も参照。
https://www.jpx.co.jp/equities/follow-up/nlsgeu000006gevo-att/jr4eth0000000zr6.pdf

(注16) たとえば、直近における実施状況として、直前事業年度の開催分について、参加した投資者の属性（個人／機関投資家、国内／海外の別等）、主な対応者、重点的に情報発信を行った事項、質疑応答の状況のほか、投資者向け説明会を行った場合にはその動画や書き起こしの公開状況（ウェブサイトのURL等）などを記載することが期待される。あわせて、今後の実施方針や具体的な実施予定について記載することも期待される。

(注17) https://www.jpx.co.jp/equities/listing-on-tse/ipo-benefits/01.html

(注18) マザーズでは、上場10年経過後から時価総額10億円以上（上場10年後までは５億円以上）としていた。

(注19) 2024年７月末現在、114社が上場している。

(注20) 2022年におけるデータ。