

2025 年 6 月 10 日 全 9 頁

上場後の高い成長を見据えた IPO の推進に 求められるものとは

グロース市場改革の一環として、東証内の IPO 連携会議で経営者向け
情報発信を検討

金融調査部 制度調査課 谷 京

[要約]

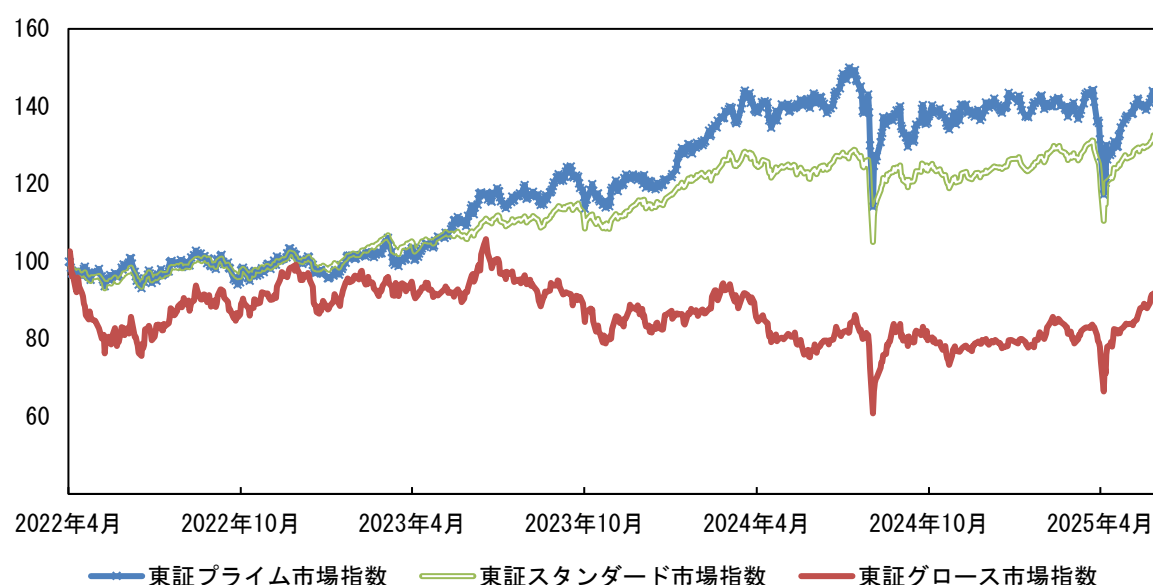
- 東京証券取引所（東証）のグロース市場では、「スモール IPO」が定着している。上場後に高い成長を実現する企業も少なく、グロース市場全体の株価が低迷する中で、東証は上場基準の引き上げや情報発信支援を検討している。2025 年 1 月には、IPO をめぐる課題について証券会社や監査法人等の関係者と定期的に意見交換を行う場として、IPO 実務連携会議（2025 年 4 月より IPO 連携会議に改称）が設置された。同会議の主な問題意識は、①企業成長の手段である IPO が目的化していること、②IPO 準備に関する不正確な情報が飛び交っていることの 2 点である。
- 前者の IPO の目的化に関して、東証はグロース市場上場企業に対し、2024 年 6 月より上場目的の開示を要請している。しかし、IPO 関係者からは形式的な開示にとどまっているとの指摘が IPO 連携会議内でなされている。同会議での議論を踏まえると、今後、上場準備会社の経営者は IPO のメリット・デメリットを十分に考慮したうえで、上場目的を開示していくことが求められよう。
- 後者の IPO 準備をめぐる不正確な情報の存在に関連して、東証は上場審査における考え方を正しく経営者に示すべく、2024 年 5 月に「上場審査に関する FAQ 集」を公表している。IPO 連携会議でも IPO 準備を進めるうえで基本となる考え方や留意点をまとめた類似の FAQ 集が作成される見込みである。取引所だけでなく、証券会社や監査法人の目線も取り入れたものとなることが期待される。上場準備会社にとっては、上場後の高い成長につながる IPO を理解するための重要な資料となろう。
- 上場準備会社のコーポレートガバナンス強化に向けては、監査法人の役割拡大が期待される。監査法人は継続的に会社に関与する主体として、取引所や証券会社と連携を図り、上場準備段階から上場後の高い成長を見据えた体制整備をサポートしていくことが求められよう。また、日本のスタートアップ経営者がスモール IPO を急かされる背景の一つには、ベンチャーキャピタルの資金回収需要がある。IPO に依らない資金回収を可能とするためには、M&A の活性化や非上場株式の流動化が必要となろう。

1. IPO 連携会議の位置付けと目的

東京証券取引所（東証）が市場区分を見直してから、3年が経過した。この間、プライム市場とスタンダード市場の株価は大きく上昇した。ところが、高い成長可能性を有する新興企業向けの市場として位置付けられたグロース市場の株価は、低迷を続けている。新市場に移行した2022年4月4日の各市場指数の値を100とすると、東証プライム市場指数と東証スタンダード市場指数は概ね上昇傾向にある。他方で、東証グロース市場指数はごく一部の期間を除き、一貫して100を割り込んでいる（図表1）。

図表1 各市場指数の推移

(2022年4月4日=100)



(注) 直近値は、2025年5月30日。

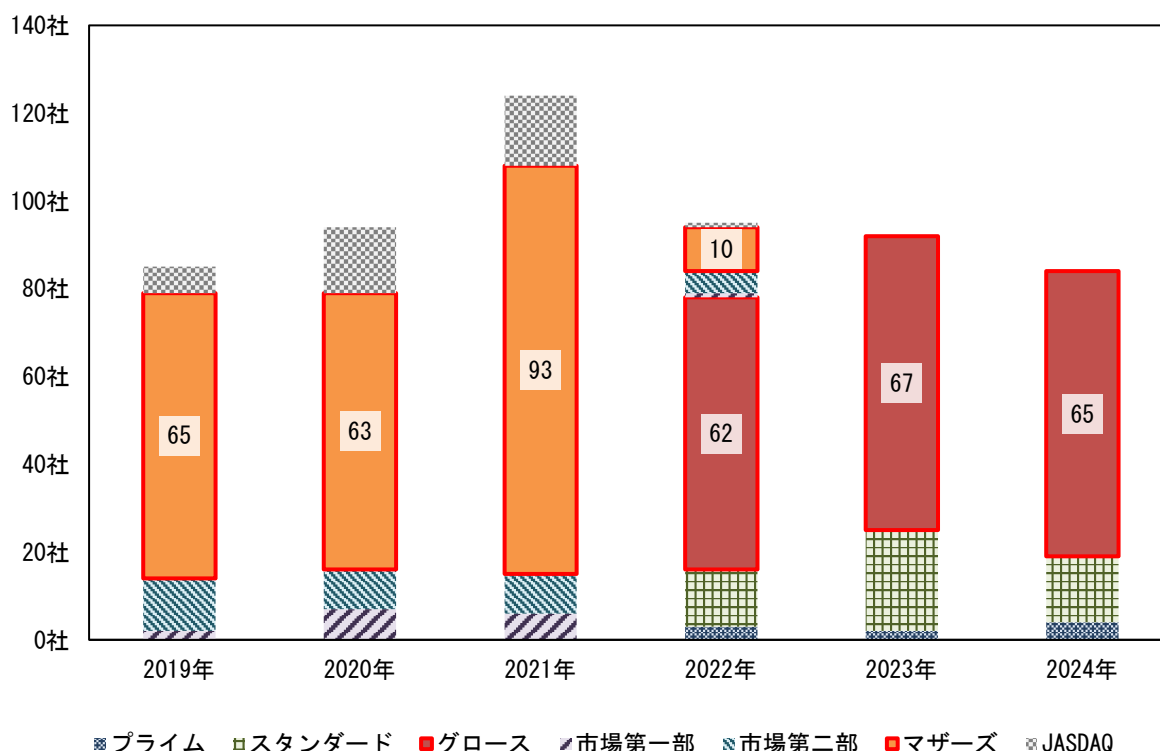
(出所) Bloomberg より大和総研作成

グロース市場が停滞を続ける要因としては、新規株式公開（IPO）の低迷と IPO 後の低成長などが挙げられる。2022 年以降、東証における IPO 社数は微減傾向にあり、そのうち 8 割程度がグロース市場への上場である（次ページ図表 2）。また、グロース市場への IPO 時の時価総額や資金調達額を見ると、中央値で時価総額が約 60 億円、資金調達額が約 5 億円となっており¹、いわゆる「スモール IPO」が定着している。さらに、東証によれば、グロース市場に上場した会社のうち、新規上場時から時価総額が 10 倍以上に成長した会社はわずか 5%にとどまる一方、45%の会社が新規上場時の時価総額を下回る状況となっている（時価総額成長率は、2024 年 10 月から 12 月までの終値平均ベースの時価総額を新規上場時の公開価格ベースの時価総額で割ることで計算）²。

¹ 池田直隆「株価が低迷するグロース市場を改革へ導く『三つのアプローチ』」『金融財政事情』Vol. 76, No. 13, 2025 年 4 月 1 日、14 ページ。

² 東京証券取引所上場部「[グロース市場における今後の対応](#)」2025 年 2 月 18 日、2 ページ。

図表 2 東証における IPO 社数の推移 (2019 年～2024 年)



(注) 他取引所および TOKYO PRO Market からの上場を含み、テクニカル上場を除く。

(出所) 日本取引所グループ「[最近の IPO の状況](#)」(2025 年 4 月 1 日閲覧) より大和総研作成

その中で、東証は 2025 年 1 月、IPO をめぐる課題について証券会社や監査法人等の関係者と定期的に意見交換を行う場として、IPO 連携会議を設置した(当初の名称は IPO 実務連携会議)。同会議は、①企業成長の手段である IPO が目的化し、また②IPO 準備に関する不正確な情報が飛び交っているという二つの問題意識に基づき、IPO 準備を進めるうえで基本となる考え方や留意点について取りまとめ、IPO を目指す企業(経営者)に対して情報発信を行うとしている³。

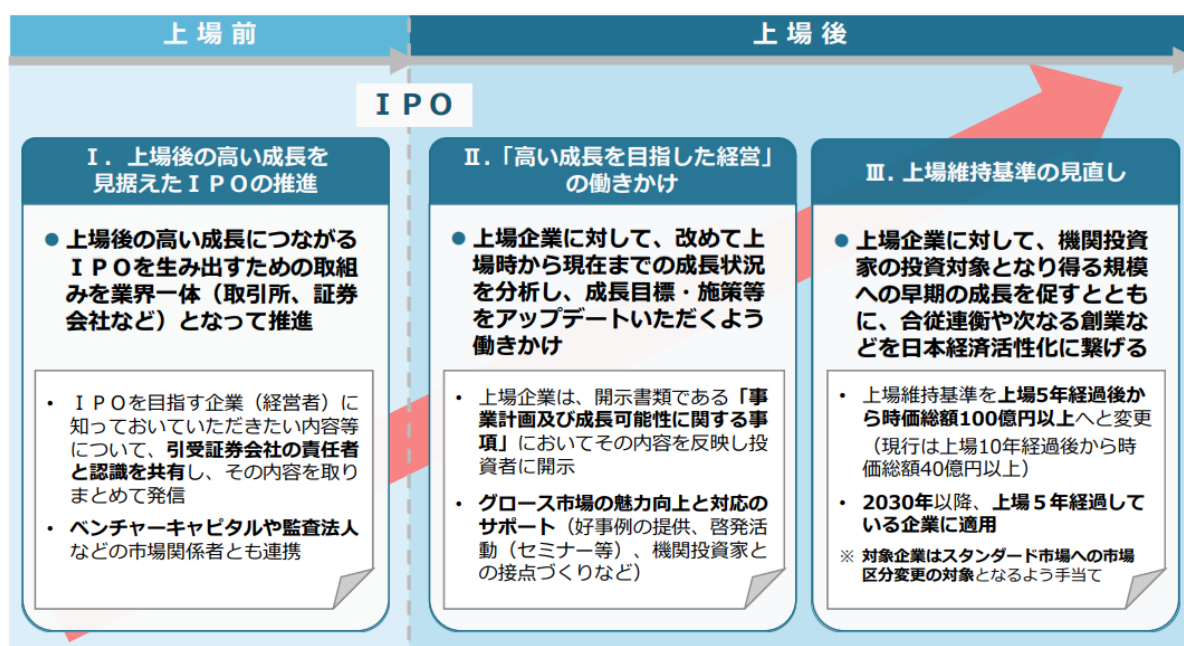
さらに、4 月 22 日に開かれた東証の「市場区分の見直しに関するフォローアップ会議」(フォローアップ会議)の第 21 回では、Ⅰ. 上場後の高い成長を見据えた IPO の推進、Ⅱ. 「高い成長を目指した経営」の働きかけ、Ⅲ. 上場維持基準の見直しという三つの施策が一つのパッケージとして示された(次ページ図表 3)。報道等では上場維持基準の見直しが多くの関心を集めているものの、東証はグロース市場の入口面での改革として、IPO を目指す会社への啓発も重視していることがうかがえる。そして、その啓発には IPO 連携会議が活用されると見込まれる⁴。

そこで、本稿は①IPO の目的化、②IPO 準備をめぐる不正確な情報の存在という東証の二つの問題意識に対応させるかたちで IPO 連携会議内の議論を整理し、上場準備会社の留意点を検討する。加えて、上場後の高い成長を見据えた IPO の推進に向けて、IPO 連携会議による情報発信以外に求められる施策も論じる。

³ 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「[第 1 回 IPO 実務連携会議](#)」2025 年 1 月 22 日、2 ページ。

⁴ 前掲脚注 2 資料、5 ページ。

図表3 グロース市場における今後の対応の全体像



（出所）東京証券取引所上場部「[グロース市場における今後の対応](#)」2025年4月22日、2ページより大和総研抜粋

2. IPOの目的化に関する議論

IPOの本来の目的は、成長資金の調達および企業の社会的信用力と知名度の向上にあるといえる。資本市場から得た資金を投じて事業拡大や設備投資を行い、企業価値を高めることが求められる。また、上場企業となることで社会的信用が増し、人材採用や取引拡大につながる。ところが、先述のとおり、グロース市場ではスモールIPOが定着し、上場後に高い成長を実現する企業も少数にとどまる。もちろん、上場時の時価総額や資金調達額が小さくとも、上場後に大きく成長を遂げた企業も存在する。そのため、東証はスモールIPOを一概に否定しているわけではなく、グロース市場の新規上場基準の引上げも見送っている。それでも、引受証券会社のIPO責任者からは、やはりスモールIPOでは投資家の関心を集められず、上場しても「資金調達はできないし市場で売買されないので、苦勞する」と指摘されている⁵。

そして、スモールIPOと表裏一体の関係にあるのがIPOの目的化（上場ゴール）である。すなわち、スモールIPOが常態化している背景には、上場後の成長戦略や企業価値の向上を十分に考慮せず、利益獲得のための上場を急ぐ経営者の存在が挙げられる。実際、2024年12月10日の第19回フォローアップ会議の前に、スタートアップ経営者やベンチャーキャピタル（VC）、グロース市場に積極的な投資を行う機関投資家などを対象に実施されたヒアリングでは、IPOを目指す経営者の多くが「小さく儲けようというマインドとなっている」ことや、「とりあえずIPOを行うことが目的で、上場後のことは考えていない」ことが指摘された⁶。

⁵ 東京証券取引所上場部「[グロース市場における今後の対応](#)」2025年4月22日、5ページ。

⁶ 東京証券取引所上場部「[グロース市場における今後の対応](#)」2024年12月10日、5ページ。

IP0 連携会議の出席者の多数は、IP0 が目的化しているのではないかという問題意識に同意した。具体的には、上場会社というステータスのために IP0 を目指し、コストやデメリットを検証しないまま進んでしまう会社が多いと指摘された。他方で、出席者からは「スタートアップ側も IP0 を急がず、きちんと事業を育てて体制を整えていくという意識が高まっているように感じるが、どうしても既存株主のファンド期限などもあり、IP0 を急かされる現状」があり、また「リスクマネーを供給する立場からすれば、IP0 で Exit できるので資金を供給できていることも否定できない」との意見も出た⁷。

IP0 の目的化に関連する東証の対応として、すでにグロース市場では新規上場時に「事業計画及び成長可能性に関する事項」の開示を行ったうえで、上場後には年に 1 回以上、進捗状況を踏まえてアップデートすることが義務付けられている。そして、2024 年 6 月以降、新規上場時の開示では同事項において「上場後の成長戦略に照らして、IP0 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」することが求められるようになった⁸。

IP0 連携会議の出席者は、グロース市場における上場目的の開示の取り組みを肯定しながらも、実態としては形式的なものにとどまっているとの問題提起を行った。具体的には、「IP0 準備の過程で上場目的が変わることもあるため、IP0 直前に改めて上場目的を確認した際に、ギャップが生じることも実務上あるのでは」ないか、また「上場目的を特に気にしているのはロードショー中の機関投資家であり、上場日まで開示されない現状の仕組みには改善の余地があるのではないか」といった指摘が出た⁹。

東証は IP0 連携会議内で、今後のグロース市場への上場審査では「事業計画及び成長可能性に関する事項」の開示、つまり高い成長に向けた事業計画を持ったうえでの IP0 であるかどうかをより重視していくことを示唆している¹⁰。これから上場しようとする経営者は IP0 のメリット・デメリットを十分に考慮したうえで、上場目的を開示していくことが求められよう。具体的には、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）を掲げるだけでなく、「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」を成長戦略や事業ステージに紐付けて説明することが期待される¹¹。

3. IP0 準備をめぐる不正確な情報の存在に関する議論

IP0 準備段階における不正確な情報の存在について、東証は IP0 準備中の経営者から「IP0 準備の過程では多くの情報が飛び交い混乱することが多い」との声が寄せられているとしたうえで、次のような要因で IP0 準備に関する「都市伝説」が広まっているとしている¹²。

⁷ 「IP0 実務連携会議 第 1 回 議事要旨」2025 年 1 月 22 日、1-2、4 ページ。

⁸ 東京証券取引所上場部「[グロース市場における投資者への情報発信の充実にに向けた対応について](#)」2024 年 5 月 31 日、2 ページ。

⁹ 前掲脚注 7 資料、2 ページ。

¹⁰ 「IP0 連携会議（4 月 8 日開催）議事録」2025 年 4 月 8 日、4 ページ。

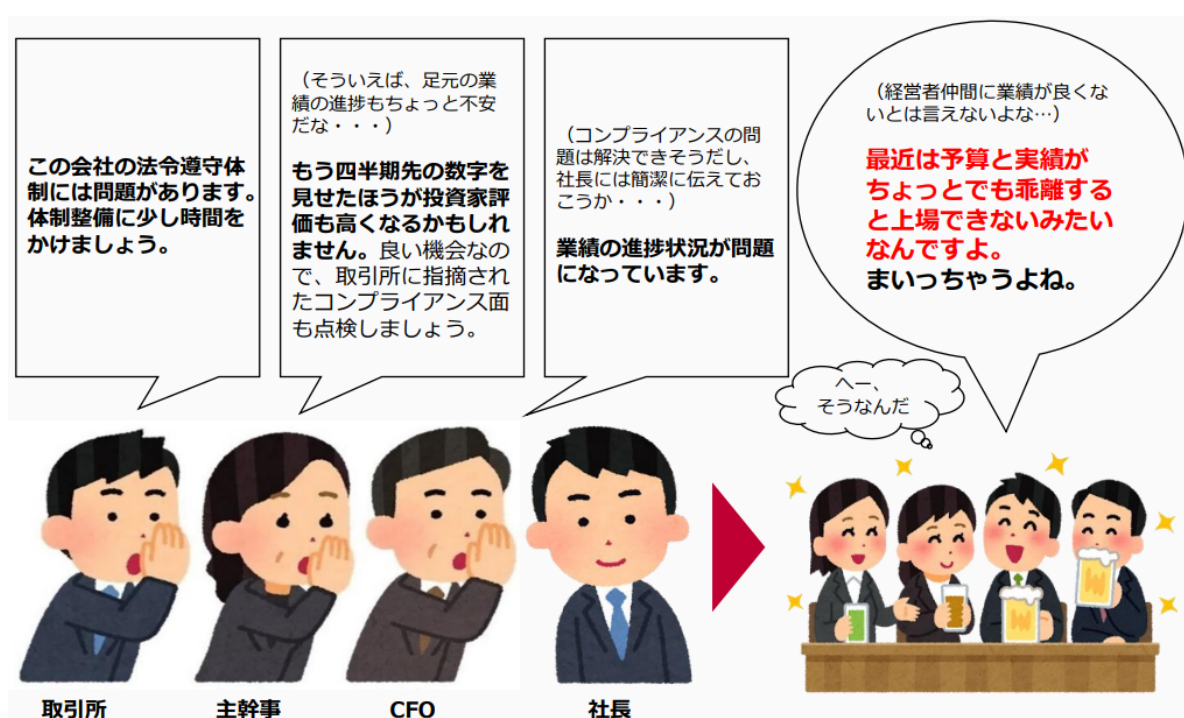
¹¹ 前掲脚注 3 資料、10 ページ。

¹² 前掲脚注 3 資料、2、6 ページ。

- A) IPO 準備の過程で整備が求められるガバナンスや内部管理体制は、ビジネスモデルや事業のステージ、経営陣や従業員の状況など個社の置かれた環境によって異なるため、標準化が難しい。
- B) IPO 準備には関与する関係者が多く、伝言ゲームの中で情報が正しく伝わらない場合があるほか、仮に正しい情報であっても、前提条件を正しく理解していない限り、誤った情報になり得る。
- C) IPO 関係者が不正確な情報に触れた場合でも、守秘義務があるため個社事情に踏み込んで情報を訂正することが難しい。
- D) 上場プロセスは証券取引所（上場審査）、主幹事証券会社（引受審査）、監査法人（会計監査）がゲートキーパーとしてそれぞれの目線と責任で関与することで成立しているため、どの関係者の目線で問題視されているのか理解しにくい。

東証は IPO 準備に関する「都市伝説」が生まれる例として、上記の B と D が原因となっているようなシチュエーションを挙げている（図表 4）。

図表 4 IPO 準備に関する「都市伝説」が生まれる例



（出所）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「[第1回 IPO 実務連携会議](#)」2025年1月22日、7ページより大和総研抜粋

IPO 連携会議の出席者の多数は、IPO 準備段階において不確かな情報が存在しているという問題意識にも同意した。出席者からは、経営者間の横のつながりにおいて IPO 準備に関する情報や経験を共有する中で、会社ごとの前提条件やビジネスモデルの違いが無視され、不確かな情報が広がっているとの指摘がなされた。加えて、IPO 準備中の経営者にとって「東証への相談は敷居が高く、こういったことを聞けば良いか分からないという声もある」ため、今後の方策とし

では「どのようなことをどう聞けば良いのかを情報発信できると、『都市伝説』の解消に繋がるのではないか」という提案もあった¹³。

IPO 準備をめぐる不正確な情報の存在に関連する対応として、すでに東証は上場審査における考え方を正しく経営者に示すべく、2024 年 5 月に「上場審査に関する FAQ 集」を公表した（同年 11 月に更新）。同資料は、赤字上場や上場準備期間における M&A、予算と実績の乖離などをめぐって、上場準備中の経営者が過度に保守的な対応をとらないようにすることを目的としている。たとえば、赤字上場に関しては、赤字上場自体は可能であるとする一方で、成長の実現に向けた取り組みの効果やコストを事業計画に反映させるとともに、自社の成長可能性やそれを実現するための事業計画を丁寧に開示するよう求めている¹⁴。

東証は、IPO 連携会議において取りまとめた内容（IPO 準備を進めるうえで基本となる考え方や留意点）についても、同様の FAQ 形式で発信していきたいとしている¹⁵。ただし、IPO 連携会議では「上場審査に関する FAQ 集」に対して、FAQ 集のメッセージが取引所の立場に偏重しており、その他の IPO 関係者それぞれの考え・目線が示されていない点や、FAQ という形式ゆえに読み手にとって都合の良い解釈をされてしまう可能性を懸念する声も上がった¹⁶。それだけに、IPO 連携会議の情報発信は取引所だけでなく、証券会社や監査法人の目線も取り入れたものとなることが期待される。上場準備会社にとって「上場審査に関する FAQ 集」は、東証の上場審査における考え方や手続きを市場別に解説した「新規上場ガイドブック」と並び、上場後の高い成長につながる IPO を理解するための重要な資料となろう。

4. 監査法人の役割拡大や M&A の活性化、非上場株式の流動化も求められる

前掲図表 2 で示したとおり、近年の東証における IPO 社数は微減している。東証によれば、IPO は「想定どおり進めるのが難しいプロジェクト」であり、1 年以内に上場を目指している企業のうち、実際にスケジュールどおりに上場できるケースは 5 割を切るほか、上場を申請する企業の 2~3 割が上場審査期間（上場申請から 1 年以内）には上場に至らない。上場に至らないケースの多くは、上場審査期間中の業績進捗やファイナンス環境（株価）を要因とする上場延期であるという¹⁷。

IPO 連携会議では、IPO が実現しない要因として、組織規模の拡大にともなうコンプライアンスの緩みも指摘された。たとえば、海外の機関投資家等から出資を受ける際に、コーポレートガバナンスの弱さを指摘されるケースがあるという。それゆえ、IPO 連携会議の出席者からは、スタートアップが社会的信用を得るためには、ガバナンスや内部管理体制といったより基礎的な

¹³ 前掲脚注 7 資料、2-3 ページ。

¹⁴ 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「[上場審査に関する FAQ 集](#)」2024 年 11 月 11 日、4-6 ページ。

¹⁵ 前掲脚注 3 資料、11 ページ。

¹⁶ 前掲脚注 7 資料、3 ページ。

¹⁷ 前掲脚注 3 資料、5 ページ。

整備も重要であるとの意見が出た¹⁸。

その中で、上場準備会社のコーポレートガバナンス強化に向けて、監査法人の役割拡大が期待される。IPO 準備においては、監査法人のショートレビューが最初のステップ、つまり主幹事証券会社が入る前の IPO に向けた最初の助言となる。また、監査法人は上場後も継続的に会社に関与する立場にある（図表 5）。そのため、IPO 連携会議では「定期的な意見交換・情報交換を通じて、監査法人の実務担当者が、取引所や証券会社の意見を聞きながら感度を高める機会」や「取引所、証券会社、監査法人の 3 者間で適切に情報を連携する仕組み」を求める声が上がっている¹⁹。今後、上場前から上場後まで一貫して関与していく監査法人には、単に取引所審査を通過させるためのアドバイスだけではなく、上場後の成長を意識した体制整備のサポート（非監査証明業務の充実）が求められよう。

図表 5 IPO 準備期間における主な関係者の役割



（出所）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「[第1回 IPO 実務連携会議](#)」2025年1月22日、4ページより大和総研抜粋

また、上場後の成長を描けないまま「スモール IPO」を急かされる根本的な要因の一つとして、VC の資金回収需要がある。実際には、VC が投資資金を回収する方法としては、IPO だけでなく M&A による株式売却もある。これまで、日本では M&A で IPO よりも高値が付くケースは乏しく、M&A が VC にとってエグジットの選択肢にはなりづらかった²⁰。その中で、フォローアップ会議や IPO 連携会議では M&A の活性化を要望する意見が上がっており、今回の上場維持基準の見直しも、企業間の M&A を促進することが政策意図の一つであった²¹。足元でも「出口戦略」として自社の売却を選ぶスタートアップ企業が増えつつあり²²、より一層の M&A の活性化が望まれる。

IPO に依らない資金回収を可能とするには、非上場株式の流動化も欠かせない。この点、すでに米国では複数の非上場株式取引プラットフォームが整備されており、英国でも非上場株式のセカンダリー取引を促進する「PISCES」という制度が試験運用される見込みである²³。日本で

¹⁸ 前掲脚注 7 資料、1、4 ページ。

¹⁹ 前掲脚注 7 資料、5 ページ；「[IPO 実務連携会議 第2回 議事要旨](#)」2025年3月10日、1 ページ。

²⁰ 「負のスパイラル脱却へ、改革機運高まるグロース市場」『金融財政事情』Vol. 76, No. 13、2025年4月1日、11 ページ。

²¹ 前掲脚注 10 資料、12-13 ページ；「[市場区分の見直しに関するフォローアップ会議（第21回）議事録](#)」2025年4月22日、13 ページ。

²² 日本経済新聞「[買われるスタートアップ、5年で最多「出口戦略」多様に](#)」2025年3月13日。

²³ 英国 PISCES については、谷京「[英国が非上場株式の流通市場を創設へ](#)」（大和総研レポート、2025年4月3日）を参照されたい。

は、まだ非上場株式を自由に売買できる市場は事実上存在しないが、2024 年の金融商品取引法改正で、非上場有価証券の仲介業務への参入要件が緩和された²⁴。今後、いよいよ非上場株式の流通市場が本格的に立ち上がるか否かが注目される。

M&A の活性化と非上場株式の流動化により、IPO 以外の出口戦略を用意することで、結果的に「上場後の高い成長を見据えた IPO」が残ると期待される。なお、本稿で取り上げた上場後の高い成長につながる IPO を生み出すための施策（前掲図表 3 の I）については IPO 連携会議で、IPO 後の持続的成長を促進するための施策（前掲図表 3 の II・III）についてはフォローアップ会議で、今後も議論が進むと見込まれる²⁵。グロース市場改革には、上場を目指す企業に対する上場前から上場後までの一貫した働きかけが不可欠であり、両会議の展開を注視したい。

²⁴ 2024 年の金融商品取引法改正については、横山淳・森駿介・矢田歌菜絵「[令和 6 年金商法等改正法、成立](#)」（大和総研レポート、2024 年 5 月 23 日）を参照されたい。

²⁵ 前掲脚注 3 資料、2 ページ。