

# 東証によるグロース市場改革

わが国のスタートアップは、ほかの先進国に比べ、総じて規模が小さく、IPO（新規株式公開）についても、「小粒上場」と指摘されてきた。こうしたなか、東証グロース市場の上場維持基準の引き上げをはじめとする制度見直し提言された。本改革を起点に、わが国のスタートアップ・エコシステムが活性化していくことが期待される。

吉田 剛士 調査部金融リサーチセンター  
研究員

## グロース市場の課題

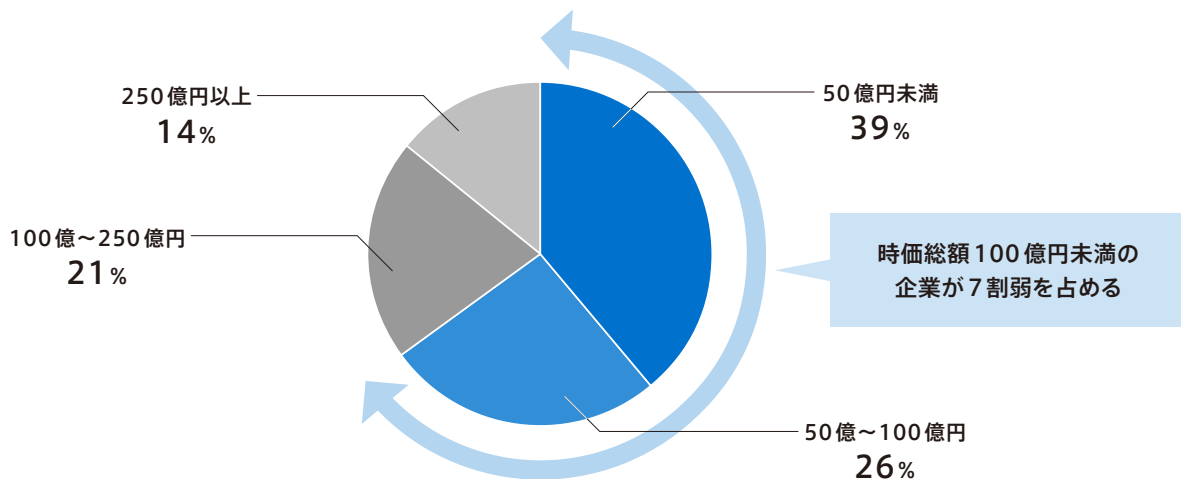
わが国におけるIPO社数は、2015年以降、おおむね90社前後で安定的に推移してきた。なかでも東証グロース市場は、わが国のIPO社数の7割弱を占めており、最大のIPO市場として存在感を示している。もっとも、グロース市場では、①企業規模の小ささ、②上場後の株価の伸び悩み、が課題として指摘されてきた。

企業規模については、22年以降のIPO時のオフリングサイズ\*<sup>1</sup>が、中央値で20億円前後にとどまるほか、26年3月末時点で時価総額100億円未満の企業

がグロース市場全体の7割弱を占めており（図表）、「小粒上場」や「上場ゴール」と揶揄されてきた。その要因として、ベンチャーキャピタル（VC）や創業者の多くが、投資回収を優先し、早期に株式を売却できるIPOを出口（エグジット）として優先してきたことがあるとされている。

また、上場後の株価の伸び悩みについては、22年の市場再編以降、プライム市場やスタンダード市場の株価は上昇傾向である一方、グロース市場の株価は低迷していることがわかる。加えて、26年3月末時点のグロース市場の上場企業の株価を見ても、公募価格を下回っている企業が全体の半数近くを占めた。時価総額

図表 グロース市場における時価総額分布（2026年3月末時点）



出所: Bloomberg L.P. を基に日本総研作成

の小さい企業は、機関投資家の投資対象とならないため買い手が付きにくく、そのことによってさらに上場後の株価が伸び悩むといった悪循環を生み出す要因となっている。

## グロース市場改革の概要

こうした状況を打破すべく、25年4月、東証はグロース市場改革案を公表した。本改革では、グロース市場を「高い成長を目指す企業が集う市場」と再定義し、IPO社数にこだわらず、上場後に成長する企業を増やすという方針が示された。

同改革案のなかで、最も重要なポイントとなるのが、上場維持基準の大幅な引き上げである。具体的には、従来の「上場後10年経過後に時価総額40億円以上」という基準を、「上場後5年経過後に時価総額100億円以上」へと引き上げる方針が示された。上場企業に対しては、スピード感を持った事業規模拡大とともに、高い企業価値の創出が求められることになる。

この改革の狙いは、市場全体の時価総額水準を引き上げ、これまで参入を見送っていた国内外の機関投資家からの投資（資金流入）を促すことにある。機関投資家がグロース市場の企業を投資対象とする環境が整えば、成長企業の資金調達が容易となり、さらなる成長を後押しする好循環が期待される。

## 今後求められる対応

今回のグロース市場改革は、IPO企業の質的向上を目指す重要な一歩として評価できる一方、IPOのハードルが高まることで、スタートアップの出口戦略が難航するリスクも存在する。

実際、25年のIPO社数を見ると66社にとどまり、24年から20社減少した。こうしたなか、今後わが国のスタートアップ・エコシステムの活性化につなげていくためには、次の2つの取り組みが重要になると考えられる。

1つ目は、IPOに代わる出口戦略としてのM&Aの促進・支援である。IPOのハードルが高まるなか、今後は、非上場のスタートアップにとっての成長戦略や出口戦略として、M&Aが従来以上に重要な選択肢となる。金融機関としては、アドバイザー機能の発揮に加えて、統合作業（PMI）に係るノウハウの提供などにより、スタートアップに関するM&Aを支援することが肝要となる。

2つ目は、非上場企業の資金調達環境の整備である。スタートアップの企業価値向上に向けては、非上場企業が資金調達を行いやすい環境の整備が急務となる。国内機関投資家による資金提供の促進や、個人投資家に対する投資機会の提供などを通じて、発行市場、流通市場の双方で非上場株式取引を振興していくことが重要となるだろう。

## おわりに

グロース市場改革は、スタートアップ振興の重要な施策である一方、その実行だけでは十分とはいえない。本改革と並行して、IPO以外の出口戦略の整備や、資金調達手段の多様化、アントレプレナーシップの醸成など、求められる対応は多岐にわたる。政府、金融機関、証券取引所、VC、企業、大学など、多様なステークホルダーが一体となり、わが国のスタートアップ・エコシステムの活性化を実現していくことが期待される。X

\*1 オファリングサイズ＝公募価格×（公募株式数＋売出株式数＋オーバーアロットメントの株式数）で算出。オーバーアロットメントとは、投資家からの需要が当初の予定数量を超えた場合、主幹事証券会社が主株主（創業者など）から一時的に株を借り、追加で株式を販売する制度。

### Profile

**吉田 剛士**  
（よしだ・つよし）

2022年三井住友銀行入行。24年7月から、日本総研調査部マクロ経済研究センター。25年4月より、調査部金融リサーチセンター。専門は金融資本市場。

