

「高い成長を目指した経営」の 実現に向けた対応のお願い

東京証券取引所 上場部

2025年9月26日



成長状況・市場評価の分析、成長戦略・開示のアップデートのお願い

- ◆ 東証は、グロース市場を「高い成長を目指す企業が集う市場」とし、まさに「グロース」というキャラクターを追求するため、様々な取組みを検討・推進しております。
- ◆ グロース上場企業の皆様におかれましては、投資家の期待（3ページ～）を踏まえ、①成長状況や市場評価の分析、②成長戦略・目標のブラッシュアップ、③投資者への積極的な開示・I Rをお願いします。

① 成長状況や 市場評価の 分析

これまでの成長状況や市場評価について、定量的に分析を実施

- ✓ グロース上場企業として期待されている成長が実現できているか、将来の成長性が市場から評価されているか、などの観点から分析を実施【参考：投資家の期待 #1】
- ✓ 分析・評価に用いる指標は、たとえば売上高・利益、時価総額・株価、P S R・P E Rのほか、より詳細な指標（顧客数、客単価 etc.）など、個社の状況や投資家ニーズを踏まえて設定

② 成長戦略・ 目標のブラッ シュアップ

成長状況や市場評価が期待される水準でない場合には、成長戦略・目標をブラッシュアップ

- ✓ 上記の分析で、想定した成長が実現していない場合や、将来の成長性が市場から評価されていない場合には、現在のビジネスモデルが機能しているか（競争優位性が確保できているか、高い成長が可能な市場規模か、などの観点）や、投資家に成長の持続・加速を期待させるビジョン・戦略を示しているか等を点検し、成長戦略・目標を再構築【参考：投資家の期待 #1, #2, #3, #5】

③ 投資者への 積極的な 開示・I R

現状分析の内容やアップデートした成長戦略・目標について、投資家にわかりやすく開示

- ✓ 「事業計画及び成長可能性に関する事項」の開示において、現状分析やアップデートした成長戦略・目標等について、進捗を測る定量的なK P Iとともに具体的に開示【参考：投資家の期待 #7】
- ※ 定期的な更新時期に関わらず、積極的な点検・アップデートのご検討をお願いいたします。

経営者が主体となり、積極的・効果的なI R活動を実施【参考：投資家の期待 #1, #2, #4, #6】

※ ①～③の対応について、継続的に実施

グロース上場企業に対する投資家の期待

グロース上場企業に対する投資家の期待：概要

- ◆ 東証では、グロース市場での取組みを進めるにあたり、多くの**上場会社（200社超、主にCEO・CFOなど経営者）**、**機関投資家（約100社）**など市場関係者との意見交換を実施しています。
- ◆ そこで得られたフィードバックに基づき、今般、**グロース上場企業に対する投資家の期待（※）**について、それと**ギャップがある経営者のマインド**とともに、下表のとおり取りまとめました。

※ 主にグロース株・中小型株に投資する中長期目線の機関投資家のフィードバックに基づき作成

	投資家の期待とギャップがある 経営者のマインド		グロース上場企業に対する投資家の期待
# 1	売上・利益は着実に成長しているのに、 株価に反映されず報われない	▶	成長の持続・加速を期待させる ビジョン・戦略を示してほしい … 4ページ
# 2	投資家は「増資＝希薄化」と捉えるので、 資金調達を行うと株価が下がる	▶	具体的かつ説得力のある エクイティ・ストーリーを示してほしい … 5ページ
# 3	投資家は株主還元を求めているので、 配当を増やさないと投資してもらえない	▶	成長ステージの企業に期待しているのは、 配当よりも成長投資 … 6ページ
# 4	赤字では投資家に評価されないので、 成長投資に二の足を踏んでしまう	▶	目先の赤字を過度に懸念せず、 成長投資を推進してほしい … 7ページ
# 5	成長が停滞しているので、 従来の延長線での拡大路線を目指す	▶	M&Aなどのインオーガニックな成長戦略も 含めて、成長戦略を再構築してほしい … 8ページ
# 6	グロース市場には機関投資家が少ないので、 頑張って開示しても仕方ない	▶	自社の成長ステージに合った投資家層を狙い、 効果的な情報発信・IR活動をしてほしい … 9ページ
# 7	投資家は下方修正を嫌うので、 業績予想はできるだけ出さない方がよい	▶	成長目標やKPI、その進捗の継続開示が、 投資家の信頼感を生む … 10ページ

投資家の期待 # 1

投資家の期待とギャップがある経営者のマインド

売上・利益は着実に成長しているのに、株価に反映されず報われない

グロース上場企業に対する投資家の期待 # 1

成長の持続・加速を期待させるビジョン・戦略を示してほしい

- グロース企業、特に中小型株の場合には、**大型株と比べて、より高い成長率（売上高や利益など）**を求めており、大型株と同程度の成長率では魅力を感じない。たとえば、**年成長率20～30%を継続すれば、3～5年で倍増**となるが、**そうした成長実績がある企業には機関投資家も必ず注目する**
- ただし、過去の成長実績があっても、投資家は、それが**一過性でなく、今後も成長が持続/加速していくか**（その根拠として、**商品・サービスや戦略の独自性、ニッチ市場での強み、新しい市場の開拓能力などの特徴を有しているか**）を見極めている。こうしたポイントについて、**経営者が主体となり投資家への情報発信・コミュニケーションに取り組み、高い成長の実現について投資家の確信度を高めていくことが重要**
- **時価総額100億円はあくまで通過点**であり、その先の更なる成長を視野に入れて、**高い成長が可能なビジネスモデル・市場規模で勝負していくことを期待**

投資家の期待 # 2

投資家の期待とギャップがある経営者のマインド

投資家は「増資＝希薄化」と捉えるので、資金調達を行うと株価が下がる

グロス上場企業に対する投資家の期待 # 2

具体的かつ説得力のあるエクイティ・ストーリーを示してほしい

- 新株発行等による資金調達において投資家が重視するのは、調達した資金を活用して成長を実現し、株主価値を向上できるかどうか、すなわち、「アクリーティブ（accretive）」な増資なのか、もしくはそうではない「ダイリュートティブ（dilutive）」な増資なのかということ。投資家が「アクリーティブ」な増資だと考えれば、株価は下がらない
- 確かに一部の投資家で「増資＝希薄化」と単純に捉えがちという課題はあるかもしれないが、**本質的な問題は、企業が成長への道筋をクリアに描けていない、投資家に示せていない、ということ。**資金調達を行う場合には、調達した資金を何に投資して、どういう時間軸でどのような果実が得られるのか、**具体的かつ説得力のあるエクイティ・ストーリーを提示することを期待**
- **企業が上場する意義は、本来、知名度向上や人材確保ではなく、非上場では実現が難しいリスクマネーの調達によって、成長を加速させることにあるはず。**もちろん、企業の成長ステージや成長戦略に応じて適した資本政策を検討していくべきだが、特に、**成長期にあるグロス上場企業には、投資家の理解・支持を得ながら積極的にリスクマネーを調達し、高い成長の実現に向けて大胆な成長投資を進めてほしい**

投資家の期待とギャップがある経営者のマインド

投資家は株主還元を求めているので、配当を増やさないと投資してもらえない

グロース上場企業に対する投資家の期待 # 3

成長ステージの企業に期待しているのは、配当よりも成長投資

- 投資家が上場企業に求めることは、企業の成長ステージや事業環境によって異なる。安定した事業を確立している企業に対しては、配当など株主還元を期待するが、**ビジネスモデルが十分に確立していない成長ステージの企業**に対しては、**目先の配当ではなく、調達したリスクマネーを最大限に活用し、大胆な成長戦略・成長投資を推し進めていくことを期待**
- 成長投資に対する投資家からの理解・支持を得ていくためには、今後の目指す成長の姿とあわせて、**中長期的な資本政策の考え方や具体的な方針をクリアに示していくべき**。
- 投資家サイドにおいても、**中長期の視点を持ち、グロース企業の成長に向けた取組みを後押ししていくマインドが必要**

投資家の期待 # 4

投資家の期待とギャップがある経営者のマインド

赤字では投資家に評価されないので、成長投資に二の足を踏んでしまう

グロース上場企業に対する投資家の期待 # 4

目先の赤字を過度に懸念せず、成長投資を推進してほしい

- たとえ赤字や僅少な利益でも、その要因が将来の成長に向けた種まきであり、「**将来的な売上拡大により、いずれ大きな利益を生み出す**」と思えば、**投資家は買う**。上場後に赤字が続いても株価は上がり続けた Amazonなどはその典型例
- 「上場すると赤字が許容されなくなり成長投資が行えなくなる」という意見があるが、それは**経営者が投資家と上手くコミュニケーションできておらず、投資家からの信頼・支持を獲得できていない**ということ
- グロース企業には、**赤字や僅少な利益の要因について、将来の成長に関するクリアなビジョン・道筋とともに経営者が率先して発信**することで、**投資家の信頼・支持を得ながら、目先の赤字や利益の減少を過度に懸念することなく、成長投資を進めて欲しい**

投資家の期待とギャップがある経営者のマインド

成長が停滞しているので、従来の延長線での拡大路線を目指す

グロース上場企業に対する投資家の期待 # 5

M&Aなどのインオーガニックな成長戦略も含めて、成長戦略を再構築してほしい

- IPO時など、過去に思い描いた成長が実現できていないものの、その原因分析や対策の検討が十分に行われていないケースが多い。成長できていない場合、**現状のビジネスモデルが有効でない可能性も含めて現状分析を行い、成長戦略の再構築を進めるべき**
- 大きくない市場の中で多くのスタートアップがパイを奪い合っているケースがあるが、それでは単独での成長に限界がある。自社単独で成長を目指すだけでなく、**他社との提携やM&Aなど、インオーガニックな成長戦略も含めて検討すべき**
- ただし、**闇雲なM&Aを推奨している訳ではない**ということは、**きちんと伝えていくことが必要**。米国では、成長見込みがなければ経営者はM&Aでエグジットし、新たな会社を起業しているが、日本ではそうした慣行が普及していない。「**他社に買われる**」ことは悪ではなく、**経営者にとってポジティブな選択肢の一つとして認識されるべき**

投資家の期待とギャップがある経営者のマインド

グロース市場には機関投資家が少ないので、頑張っても開示しても仕方ない

グロース上場企業に対する投資家の期待 # 6

自社の成長ステージに合った投資家層を狙い、効果的な情報発信・IR活動をしてほしい

- 時価総額が100億円未満など比較的小規模な段階では、まずは個人投資家をメインターゲットとして取り組み、機関投資家が入ってきやすい土壌（流動性）作りを進めるべき
- 個人投資家は短期だと主張する経営者が多いが、全くそんなことはない。企業を熱心に分析・研究している個人投資家も多く、個人投資家に分かりやすい形での情報発信やコミュニケーションを進めていくべき
- 個人投資家の獲得には、まず認知度向上が重要であり、個人投資家向けの説明会・IRイベントなどの取り組みを通じて露出を増やしていくほか、個人投資家の理解度を高めるため、わかりやすいIR資料（図解、動画、Q&A形式など）の提供が望まれる
- あわせて、段階的に機関投資家を取り込んでいくことを意識した開示やIRも重要。中小型株ではアナリストのカバレッジが少なく、プロの機関投資家でも理解に手間が掛かるため、中長期の成長ビジョンやその道筋、独自の強み等をできる限りクリアに伝えていくべき。資料の見栄えではなく、中身や質が重要
- また、機関投資家は対面の説明会に参加するキャパシティが限られるので、説明会の動画やFAQをウェブサイトアップしておくなど、機関投資家が興味を持った時に調べてもらえるような工夫も必要

投資家の期待とギャップがある経営者のマインド

投資家は下方修正を嫌うので、業績予想はできるだけ出さない方がよい

グロース上場企業に対する投資家の期待 # 7

成長目標やK P I、その進捗の継続開示が、投資家の信頼感を生む

- 問題は下方修正自体でなく、想定どおりに進まなかった要因の分析や改善に向けた施策が提示されないこと。**上手くいかない時ほど真摯かつ丁寧な説明が必要**であるし、それができる経営者・企業は、**投資家からの信頼が高まり、中長期の投資に繋がっていく**
- 外すことを恐れて業績予想や中長期目標を出したくないという話も聞くが、グロース企業に投資するうえで将来の中長期的な業績を評価する必要があるため、業績予想という形でなくても、**中長期の成長ビジョン・目標やその過程のK P Iをできるだけ具体的に示して欲しい**
- 外部環境など不確実性があるのは当然なので、計画時と状況が変わったら計画を見直せばよい。**目標を掲げたうえで継続的にP D C Aサイクルを回し、その状況をタイムリーに投資家に示していくことが重要**
- 過去に掲げたK P Iが出しっぱなしとなり、進捗を示さないのは不誠実であり、投資者から信頼を得ることはできない。**一度示したK P Iの進捗は継続して開示すべきであり、また、K P Iを変更する場合にはその理由をクリアに示すべき**