

2024 年 1 月 5 日 全 7 頁

グロース市場の上場維持基準の引き上げを 議論

「上場 10 年経過後時価総額 40 億円以上」の引き上げ

政策調査部 主任研究員 神尾 篤史

[要約]

- 東京証券取引所で「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 13 回が行われた。グロース市場の上場維持基準の引き上げ、プライム市場での決算情報（決算短信・四半期決算短信、決算説明資料など）・適時開示書類の英文開示、今後の検討事項について議論された。
- グロース市場の上場維持基準では「上場 10 年経過後時価総額 40 億円以上」という基準の引き上げが検討された。期間は 10 年ではなく段階的なマイルストーンで区切って評価し、時価総額は 50 億円・100 億円という意見が見られた。議論は継続されると思われる。
- 英文開示の範囲は決算情報、適時開示書類とし、日本語と同時の開示に努め、対応が難しい場合には開始時期を開示する方向性が議論された。また、英文開示を取引所規則のエンフォースメント（罰則）の対象外とすることも議論された。決算情報の開示範囲を企業に委ねることや英文開示をエンフォースメントの対象外にすることへの留意点・反対意見などが出た。
- 今後の検討事項では、企業行動規範の総点検の中で、株主の権利の尊重、とりわけ支配株主がいる場合に関する検討について複数の意見が出ている。この先、少数株主利益の適切な保護が大きな議論になりそうである。

第 13 回フォローアップ会議

東京証券取引所（東証）で 12 月 18 日に「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 13 回が開催された。今回は、（１）グロース市場の機能発揮、（２）プライム市場における英文開示の拡充、（３）今後の検討事項、が議論された。本稿では、会議の[議事録](#)に基づいてメンバー間の議論を簡潔にまとめる。

（１）グロース市場の機能発揮

グロース市場は、将来の日本の産業の柱となるような会社を育てる役割を期待されているが、実際には上場後に大きく育つ会社が限定的であるなどの課題がある。東証による上場会社、機関投資家・アナリスト、国内外のベンチャーキャピタルに対するヒアリングが行われ、また、フォローアップ会議でも議論が行われてきた。これらの内容を踏まえて、東証から「１．上場理由等の開示の促進」「２．上場準備に関する正しい理解の促進」「３．投資者への積極的な情報発信の促進」「４．機関投資家への情報発信の支援」「５．上場基準の引き上げ」「６．プロ向け市場（TOKYO PRO Market）の活用の促進」について提案があり、議論が行われた。提案の詳細は次頁の図表 1 に記載した。

フォローアップ会議のメンバーはこれら 6 点について東証が示した提案の方向性に概ね賛同した。多くの意見が出たのは「５．上場基準の引き上げ」についてである。上場基準には、新たに市場に上場する際のエントリー基準である新規上場基準と、基準を下回ると上場廃止に向かう退出基準である上場維持基準がある。新規上場基準と上場維持基準の水準はほぼ同程度に設定されており、企業規模の小さい段階でも上場でき、資金調達できる環境を整備するために、世界でも最も上場しやすい市場の 1 つとして緩やかな上場基準が設定されている。しかし、IPO 時に広く機関投資家の投資対象となる規模を求める観点からは企業規模が小さく、また上場後に成長を促す仕組みがないため、成長が停滞してしまう企業があるなどの課題が指摘されている。これらの課題への対応のために、上場基準の引き上げが検討されている。

図表 1 グロース市場の機能の発揮に関する東証から6つの提案

1. 上場理由等の開示の促進
IPO時において、自社の成長戦略を踏まえた上場理由、IPOのタイミング・ファイナンス内容（公募・売出し）の設定等に係る考え方について、開示を促す ※IPOをサポートする主幹事証券会社・監査法人等の市場関係者とも連携しながら対応 →昨今のIPOでは成長のための資金調達よりも売出しが中心という指摘がある。上場後の更なる成長を改めて意識する観点から開示を促す
2. 上場準備に関する正しい理解の促進
例えば、赤字上場、IPO前のM&A・体制変更、予実管理、株主の属性調査など、スタートアップにおいて誤解が生じている事項を中心に、FAQ（よくある質問と回答）などを取りまとめ、普及を進める ※上記テーマ以外も含め、主幹事証券会社・監査法人・投資家・発行体等の関係者とIPO実務に係る認識の共有を行う機会を定期的に設定 →上場準備時に先行投資やM&Aを控えたりするなどのケースが見られるが、東証はこれらを一律で認めていないわけではないため、上場審査のポイントなどを説明
3. 投資者への積極的な情報発信の促進
「事業計画及び成長可能性に関する事項」に記載されている事項に関して、投資家向け説明会・個別面談等の実施を促すとともに、その実施状況や内容（対応者、投資家の属性、主なテーマ、質疑応答の状況、説明会動画の公開状況等）についての開示を促す →「事業計画及び成長可能性に関する事項」の定期的な開示が義務付けられているが、情報発信に前向きではない上場会社が見られるとの指摘がある。上場会社に情報発信をさらに促し、積極的に投資家に説明するように促進
4. 機関投資家への情報発信の支援
・上場会社経営者から機関投資家等に対して、成長ストーリーの発信やコミュニケーションが行えるIRイベントを定期的に開催 ・上場会社経営者に成長に向けた取り組み状況等を伺うインタビュー記事等を公表（東証が実施している上場会社トップインタビュー「創」の拡充等） ・グロース市場において積極的なIRを行っている好事例やIRに関する機関投資家等の目線を、インタビュー・セミナー等の形式で紹介 ※あわせて、東証グロース市場250指数の利用やグロース市場銘柄を投資対象とするETF（アクティブ含む）の上場を促進 →機関投資家などとの接点が不足しているという悩みを抱える上場会社経営者に対して、IRの場を提供し、効果的な方法についてもサポート
5. 上場基準の引き上げ
非上場分野における資金供給の状況や既存の上場会社の状況に進展が見られた際に、上場基準の引き上げを行う場合を念頭に、継続的に具体的な内容の検討を進める ※この際、上場維持基準については、実際の適用までに、より十分な周知期間が必要となることも念頭に置く必要 →IPO時に広く機関投資家の投資対象となる規模を求める観点から新規上場基準の引き上げ、上場後の成長を動機付ける観点からは上場維持基準の引き上げについての指摘を踏まえて議論
6. プロ向け市場（TOKYO PRO Market：TPM）の活用の促進
現在のTPMについて、コンセプト・位置づけから刷新することを念頭に、必要な見直しの内容（例えば、上場会社の成長や特定投資家の参入を促すための仕組みづくり等）の検討を進める →非上場企業の資金調達環境に改善について、スタートアップ育成5か年計画等に掲げられた施策が進められており、それに歩調を合わせたプロ向け市場の活用を進める

（出所）東京証券取引所「グロース市場の機能発揮に向けた今後の対応について」（2023年12月18日）より大和総研作成

メンバーからは新規上場基準は維持すべき（変更なし）であるとの声が多かった一方で、上場維持基準については全メンバーが引き上げを検討すべきとした。上場維持基準の引き上げの内容や方法についての案も出された。オブザーバーである経済産業省は「時価総額が数百億円に達してないと、上場後に上場企業が機関投資家から資金調達を行うことは難しい」として時価総額の規模感、「現状は 10 年後という期間がありますが、もう少し段階的なマイルストーンで区切って評価する仕組みとすることも重要なのではないか」として「上場 10 年経過後時価総額 40 億円以上」という上場維持基準の引き上げ方法を示した。さらに、「予見可能性を高める観点から、変更の内容を決めてから数年間周知の期間が必要となりますので、そういう意味では速やかに基準の引上げの方針については議論を進めて、スケジュール感含めて（原文ママ）対外的に示していく必要がある」との発言があった。

こうした経済産業省の意見には複数のメンバーが賛同した。さらに踏み込んで、「たとえば上場後 5 年で 50 億円、10 年で 100 億円にすることがありうる」という意見や、「上場 10 年後の時価総額が 100 億円ということではなく、たとえば 10 年間経っても自己資本が積みあがっていないとか、上場時の時価総額を上回っていないとか、いくつか考えがあるはずであり、それらを複合的に導入するものもありうる」という意見のメンバーもいた。上場維持基準の引き上げの議論は今後も続くと思われる。

（２）プライム市場における英文開示の拡充

グローバルな投資家と建設的な対話を行うというプライム市場のコンセプトに則して、プライム市場の上場会社は重要な情報の開示を日本語と英語で等しく、同時に行うことが理想的である。前回のフォローアップ会議での議論を踏まえ、2025 年 3 月期に係る情報開示から以下のような英文開示書類の範囲、タイミングなどが東証から提案された（図表 2）。

図表 2 英文開示書類の範囲やタイミングなど

<書類・タイミングなど>			
英文開示が求められる情報	想定される書類	英文開示タイミング	対象会社
決算情報	<div>・ 決算短信・四半期決算短信</div> <div>・ 決算説明会資料 など</div> <div>※開示範囲は各企業で判断</div>	日本語と同時開示に努める	プライム市場 全上場会社 ※対応が難しい場合には、具体的な開始時期を開示
適時開示情報 (決算情報を除く)	<div>・ 決定事実</div> <div>・ 発生事実</div> <div>・ 業績予想の修正 など</div> <div>※概要のみなど一部抜粋も可</div>		
<その他>			
<div>・ 英文開示を参考訳として位置付け、例えば、取引所規則におけるエンフォースメント（罰則）の対象外とする</div> <div>・ 開示書類の拡大など英文開示の更なる拡充は継続的に検討を行う</div>			

（出所）東京証券取引所「プライム市場における英文開示の拡充について」（2023 年 12 月 18 日）より大和総研作成

英文開示が求められる書類の範囲として決算情報（決算短信・四半期決算短信、決算説明会資料など）、適時開示書類（決定事実、発生事実、業績予想の修正など）としつつ、決算情報では開示範囲を各企業で判断し、適時開示書類は概要のみなど一部抜粋も可能としてはどうかとの提案があった。開示のタイミングは日英の同時開示に努めることとされ、英文開示の対応が難しい場合に具体的な開始時期を示すよう提案された。また、英文開示は参考訳として、例えば取引所規則におけるエンフォースメント（罰則）の対象外であることや、開示書類の拡大など英文開示の更なる拡充については検討の継続が提案された。

これらの提案に対して、多くのメンバーが方向性には概ね賛同したものの、一部の項目で反対意見があったほか、細かい点で注文が出された。決算短信・四半期決算短信、決算説明会資料などの決算情報の開示範囲を各企業の判断に委ねることについては、「フェア・ディスクロージャー・ルール（投資家への公平・適時な情報開示の確保）という観点で判断してほしい」との発言や、「決算説明会資料、IR 説明会資料は英文で発信すべき」という声があった。一方で、「範囲を企業に委ねることには反対」という意見もあった。

適時開示書類については「タイミングについてのフェア・ディスクロージャーを考えると、同時が基本となると思います。ただ、全文が間に合わない場合には、重要なサマリー・趣旨を英訳するのでもよいというのはそのように活用すべき」という趣旨の発言が複数あった。

英文開示のエンフォースメントについては、「エンフォースは全くしないということではなく、開示があまりにも遅れたり、あるいは、内容が誰の目から見ても誤訳だと思われる場合には、何らかの措置が取れるようにしておいた方が良い」や「英語としてミスした場合であっても、もちろん訂正していただく必要はありますが、咎められるべきではありません。ただ、全体として内容がおかしいというのは問題なので、どこかで線引きがされるのだろう」という意見があった。「場合によっては、開示書類の中に東証が決めたディスクレーマーを入れさせることで、精神的な負担を少しでも軽減させるということも考えられる」という案も出された。一方で、「時間にセンシティブな投資家のニーズを考えると、適時開示だけエンフォースして同時に出させるのが良いのではないか」という声があった。

こうした様々な声を反映させるためには、メンバーから発言があった「推奨ガイドラインの作成」は理に適ったものであると思われる。

（３）今後の検討事項

図表３は東証が示した今後の検討事項である。これまで議論してきたものが多く、それらの内容をさらに深掘りしていくことが予定されている。新たな検討事項としては、企業行動規範の総点検が挙げられている。

「[企業行動規範](#)」は「上場会社には、証券市場を構成する一員としての自覚のもと、会社情報開示の一層の充実により透明性確保が求められることに加えて、投資者保護及び市場機能の適切な発揮の観点から、適切な企業行動が求められることから、有価証券上場規程において企業

行動規範が制定されています」と東証の web ページに記述がある。企業行動規範は、上場会社として最低限守るべき事項であり、違反した場合には実効性確保手段（公表等）の対象となる「遵守すべき事項」と、上場会社に対する要請事項を明示して努力義務を課す「望まれる事項」で構成されている。

図表 3 今後の検討事項

日程	検討事項
12月18日 (本日) 【第13回】	<ul style="list-style-type: none"> ● グロース市場の機能発揮に向けた検討 ● プライム市場における英文開示の拡充に向けた検討
2024年1月以降 【第14回以降】	<ul style="list-style-type: none"> ● 資本コストや株価を意識した経営の推進 <ul style="list-style-type: none"> ➢ 投資者の視点を踏まえた対応のポイント・取組み事例の内容の検討 ➢ 企業の開示状況や投資者等からのフィードバックも把握し、追加的な施策の検討（概ね半年に1回程度） ● 投資者との対話の実効性向上 <ul style="list-style-type: none"> ➢ 対話の実効性向上に向けて、企業と投資家の共通理解を推進していくための取組みの検討（企業の取組みの好事例の紹介、投資家の目線の紹介、投資家へのメッセージの発信、企業と投資家の接点づくりなど） ● グロース市場の機能発揮 <ul style="list-style-type: none"> ➢ 本日の議論を踏まえた、より具体的な施策の検討 ● 英文開示の更なる拡充 <ul style="list-style-type: none"> ➢ 本日の議論を踏まえた、より具体的な拡充の内容の検討 ● 企業行動規範の総点検 <ul style="list-style-type: none"> ➢ 規範の目的に関する検討 ➢ 建付けの整理（ガバナンスコード、その他要請事項との関係など） ➢ 具体的な項目ごとの検討（資本コストへの意識や株主の権利の尊重、とりわけ支配株主がいる場合に関する検討など） ● その他

（出所）東京証券取引所「今後の検討事項について」（2023年12月18日）

企業行動規範について、「株主の権利の尊重、とりわけ支配株主がいる場合に関する検討」を進めるべきという意見がメンバーから出された。「東証の企業行動規範の遵守すべき事項において、MBOや親会社による子会社の買収を行う場合には、少数株主の利益を確認するプロセスを走らせることを義務化すべき」という声があった。これは、自社の経営陣による企業買収であるMBO(マネジメント・バイアウト)や親会社による子会社の買収などが多く見られる中で、少数株主利益を適切に保護するための対応がなされていないという問題意識から出た指摘である。

その他にも、「今年、経済産業省から『企業買収における行動指針』が公表されたところであり、企業の方々にその内容を十分に理解し、遂行していただくため、企業行動規範にどのように盛り込めるかは考えるべき」との意見も出ている。

「[企業買収における行動指針](#)」は、「上場会社の経営支配権を取得する買収を巡る当事者の行動の在り方を中心に、M&Aに関する公正なルール形成に向けて経済社会において共有されるべき原則論及びベストプラクティス」（3頁）が提示されているものである。重要な視点は指針の副題にある「企業価値の向上と株主利益の確保に向けて」であり、そのために①企業価値・株主共同の利益の原則、②株主意思の原則、③透明性の原則という3つの原則が示されている。上記①の原則が個々のM&Aが「望ましい買収」と言えるか否かを判断する評価軸を示す指針であり、それが「企業価値ひいては株主共同の利益を確保し、又は向上させるかを基準に判断されるべき」（7頁）とされている。こうした内容も企業行動規範への盛り込みが検討される模様である。

最後に

グロース市場の機能発揮で議論された「上場 10 年経過後時価総額 40 億円以上」という上場維持基準の引き上げは上述したように色々な方法が考えられ得る。実際に、2023 年 11 月末時点でのこの基準に抵触している会社は 25 社ある（グロース市場上場会社（2024 年 1 月 4 日時点）：565 社）。2025 年 3 月以降、経過措置が終了することを踏まえると、上場維持基準の引き上げのタイミングも議論になる。上場会社の成長を動機付ける観点から、どのような施策が適当なのか、そして適切なタイミングはどこに置くのか、市場環境のモニタリングを十分に行い、議論を深めることが肝要である。

今後の検討事項では、少数株主利益を適切に保護していくことについて企業行動規範の見直しが検討される見通しである。2023 年 12 月 26 日には東証に設置されている「従属上場会社における少数保護の在り方等に関する研究会」での議論を踏まえて、少数株主保護及びグループ経営に関する情報開示の充実、支配株主・支配的な株主を有する上場会社において独立社外取締役に期待される役割に関する資料が公表されている。これらの内容も企業行動規範の中で参照されることが予想される。フォローアップ会議の期間は 3 年とされており、残り 1 年半強となったが、活発な議論が継続されていくものと思われる。