

2024 年 12 月 26 日 全 6 頁

グロース市場改革の議論が 2025 年 2 月に最終局面入りへ

上場維持基準では時価総額と流通株式比率の引上げについて議論

政策調査部 主任研究員 神尾 篤史

[要約]

- 東京証券取引所（東証）で 2024 年 12 月 10 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 19 回が開催された。今回は、（１）グロース市場における今後の対応、（２）今後のフォローアップ、について議論が行われた。
- （１）では、グロース市場上場後の成長に向けたチャレンジを促進するために様々な議論が行われた。その中心は新規上場基準と上場維持基準の２つで、新規上場基準は定量基準を変更すべきという意見はなかったが、審査の在り方の見直しを求める声があった。一方で、上場維持基準では時価総額と流通株式比率の引上げが主に注目された。
- 後者の上場維持基準では、例えば上場後 5 年で時価総額 50 億円以上、上場後 10 年で 100 億円以上、流通株式比率は新規上場時点では現状どおり 25%以上としつつ、3 年目で 35%以上、7 年目に 50%以上という具体的な意見が出された。フォローアップ会議のメンバーから東証に対して、次の議論で上場維持基準における定量基準や上場審査の在り方について具体的なたたき台の作成依頼があった。
- （２）では、今後の予定が示されたが、上述のグロース市場に関する具体的な方策については 2025 年 2 月頃に議論が行われることが示された。

第 19 回フォローアップ会議

東京証券取引所（東証）で 2024 年 12 月 10 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 19 回が開催された。今回は、（１）グロース市場における今後の対応、（２）今後のフォローアップ、について議論が行われた。本稿では、会議の[議事録](#)に基づいて内容を簡潔にまとめる。

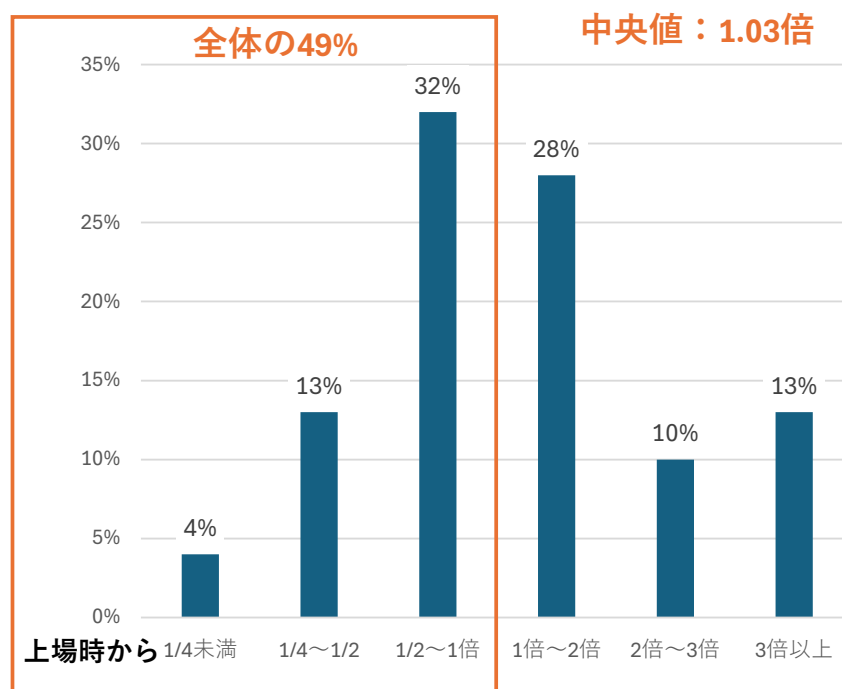
（１）グロース市場における今後の対応

（グロース市場の現状）

グロース市場のコンセプトは、高い成長可能性を有する会社が上場する市場とされている。し

かし、成長のために必要な投資の原資である資金調達額の中央値（新規上場時）は 5.4 億円¹と限定的で、資金調達額よりも売出額が大きい上場が約 6 割を占める状況にある²。若干古く 2023 年末時点のデータではあるが、全体の 49%は新規上場時未満の時価総額にとどまる（上場後における時価総額の成長率の中央値は 1.03 倍）（図表 1）。

図表 1 グロース市場上場会社の時価総額成長率



（注）時価総額成長率は、2023 年 10 月～12 月の終値平均ベースの時価総額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。

（出所）東京証券取引所「グロース市場の上場基準に係る検討」（2024 年 3 月 22 日）より大和総研作成

こうした状況を踏まえ、フォローアップ会議ではグロース市場の在り方や上場基準について継続的に議論が行われてきた。例えば、グロース市場の上場会社がチャレンジを行える市場を目指すべきという意見や、成長企業の合従連衡を促進することの重要性が説かれていた。また、上場基準については、株式市場での資金調達の活用を制限することになりかねない新規上場基準の引上げには慎重な意見が多い一方で、市場の新陳代謝を高める観点から「上場後 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上げには積極的な意見があった。

今回は、スタートアップ経営者、ベンチャーキャピタル、機関投資家への新たなヒアリングを踏まえて議論が行われた。ヒアリング内容はグロース市場の上場会社の状況を浮き彫りにしたものであり、議論に大きな影響を与えたと思われる。内容は多岐にわたるが、図表 2 はその一部を紹介したものである。

¹ 2018 年から 2024 年 9 月までに上場した 463 社を対象として集計したものである（東京証券取引所「グロース市場における今後の対応」（2024 年 12 月 10 日））。

² 2018 年から 2022 年にマザーズ・グロース市場に上場した会社を集計したものである（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））。

図表2 スタートアップ関係者へのヒアリング

(上場企業経営者のマインド) 上場企業として行き詰っていても、経営者個人としてはそれなりの暮らしができる。その会社を経営し続けることが人生の目的となっているので、株価を伸ばそうと積極的な対応を行うことはないし、会社を売って他のことをしようともならない。どうにかしないといけないと思っている人もいるが、相談相手もないようだ。【経営者(非上場)】
(上場への理解) 本来、上場とは、上手く経営できなければ経営者が退任させられるという競争世界に身をさらすことだが、上場後の経営者にはこうした認識がない。その目には魂がこもっておらず、口頭では事業拡大について言及するが、実際の行動や熱意は上場前と比較して大きく劣る。【VC・機関投資家など】
(エコシステム関係者の影響) スタートアップが小規模な IPO を行うのは、VC の影響も大きい。リターンの最大化を目指す以上は、M&A より高く売れる IPO を求める構造となっているし、投資期間との関係で早く IPO を行うことを求めている。小規模に IPO を行い、回収した資金で次の投資を行うというサイクルを早く回すことに最適化されている。【経営者(非上場)】
(ガバナンス) 上場後から、機関投資家のターゲットとなる規模に成長するまでの期間は、VC が抜ける一方で、機関投資家も入っていないので、周りに刺激を与えてくれる人が誰もいなくなる。想像している以上にもてはやされるので「お山の大将」になってしまい、高いモチベーションを維持するのが本当に大変だった。【経営者(上場)】
(合従連衡の必要性) 日本市場はとにかくコンソリデーション（企業間の統合）が必要。プライム・スタンダード市場では「資本コストや株価を意識した経営」の推進によりそうした動きが見られるようになってきたが、グロース市場では同じような事業やビジネスモデルの会社が成長できずに放置されている。人材が無駄に散らばり、それぞれ経営体制を維持するコストを負担するなど、非効率だし、規模が小さく利益も十分に出ていない会社は、攻めの成長投資を行おうとも行えない。【VC・機関投資家など】
(新規上場基準) ・視座を高めるための別のアプローチとして、上場維持基準の引上げも考えられるが、経営者は上場後までを見据えていない。性悪説で考えるならば上場後に売り抜けようとなり、個人投資家などが割を食うだけなので、新規上場基準の引上げとセットで行うべき。【経営者(上場)】

・スモール IPO であろうとなかろうと、上場後にいかに大きくなれるかが重要であり、新規上場基準の引上げは不要ではないか。時価総額数十億円で上場して大きく成長した企業も存在する。【経営者(上場)】

(上場維持基準)

・成長できていない会社の経営者に、半強制的に肩の荷を下ろしてもらい、上場会社同士の合従連衡を促していくという観点では、時価総額基準の引上げが必要ではないか。【VC・機関投資家など】

・グロース市場には経営者が大きな株式持分を持っている企業も多く見られる。これが良い方向に機能すればいいが、成長を実現できなかった場合に企業間統合を防ぎ、保身を行うための武器になっているケースもある。外部株主が牽制できるよう、流通株式比率の基準を、時価総額基準のように上場から一定期間経過したところで引き上げてはどうか。【VC・機関投資家など】

(出所) 東京証券取引所「グロース市場における今後の対応」(2024 年 12 月 10 日) より大和総研作成

(フォローアップ会議での議論)

フォローアップ会議では、上場後の成長に向けたチャレンジを促進するために様々な議論が行われたが、その中心は新規上場基準と上場維持基準の 2 つであった (図表 3)。

新規上場基準の定量基準を変更すべきという意見はなかったが、審査の在り方の見直しを求める声があった。例えば、「市場から資金調達をしなければならない理由があるか」、「どれだけ経営者が利益成長にコミットしているのかが重要」、「開示・対話が行われていることが前提となりますので、上場の段階からこうした仕組みを持っていることが最低限スタート台になるのではないか」という定性的な条件が示された。

上場維持基準は主に時価総額と流通株式比率の引上げが議論の俎上に載った。時価総額については、現在の「上場後 10 年経過後時価総額 40 億円以上」という基準に対して、「上場基準を段階的に引上げていくという皆さんの意見に賛成ですが、基準は時価総額で設定すると最も分かりやすい」という意見があり、徐々に時価総額の基準を上げていくことが検討されている。この目的は機関投資家の目線を経営に取り入れることにある。プライム市場とスタンダード市場で要請されている「資本コストや株価を意識した経営」では、「企業内部の地力と外部株主からの刺激が改革を促進させた」と評価されており、「時価総額が大きくなると機関投資家は入ってきませんし、機関投資家が入ってこないと市場からのプレッシャーやフィードバックがなく、エコシステムがうまく回らない」ためである。具体的な定量基準としては、「時価総額基準を上場後 5 年で例えば 50 億円、上場後 10 年で 100 億円といった形で、基準を引き上げ、上場後 5 年の基準を新たに設ける」という意見が出た。なお、期間を 2 段階に区切る基準を流通株式時価総額とする見解もあった。

図表3 グロース市場の上場基準

項目	グロース市場	
	新規上場	上場維持
時価総額	—	上場10年経過後 40億円以上
流通株式数	1,000単位以上	1,000単位以上
流通株式時価総額	5億円以上	5億円以上
流通株式比率	25%以上	25%以上
業績	—	—
株主数	150人以上	150人以上
財政状態/純資産	—	純資産が正 (上場3年後から)
売買高	—	月平均10単位以上
株価	—	—
公募	500単位以上	—

(出所) 東京証券取引所「上場審査基準」、「上場維持基準の概要」より大和総研作成

流通株式比率については、「上場後に経営者の持株比率を下げることで、あるいは流通株式比率を上げていくということがありうるのではないか」という意見があった。「IPO 時点では現状どおり流通株式比率の基準を25%以上としつつ、3年目で35%以上、7年目に50%以上としていく」との声があり、上場初期は経営者の保有率を高めることで会社の経営の手綱をしっかりと握らせることが想定されている。他方で、上場後に一定年度の年数が経過した場合、流通株式比率を引上げることが求められ、比率を上げるために経営者等の保有株の放出や新株発行が想定される中で、株価を上げる動機付けになることが考えられている。

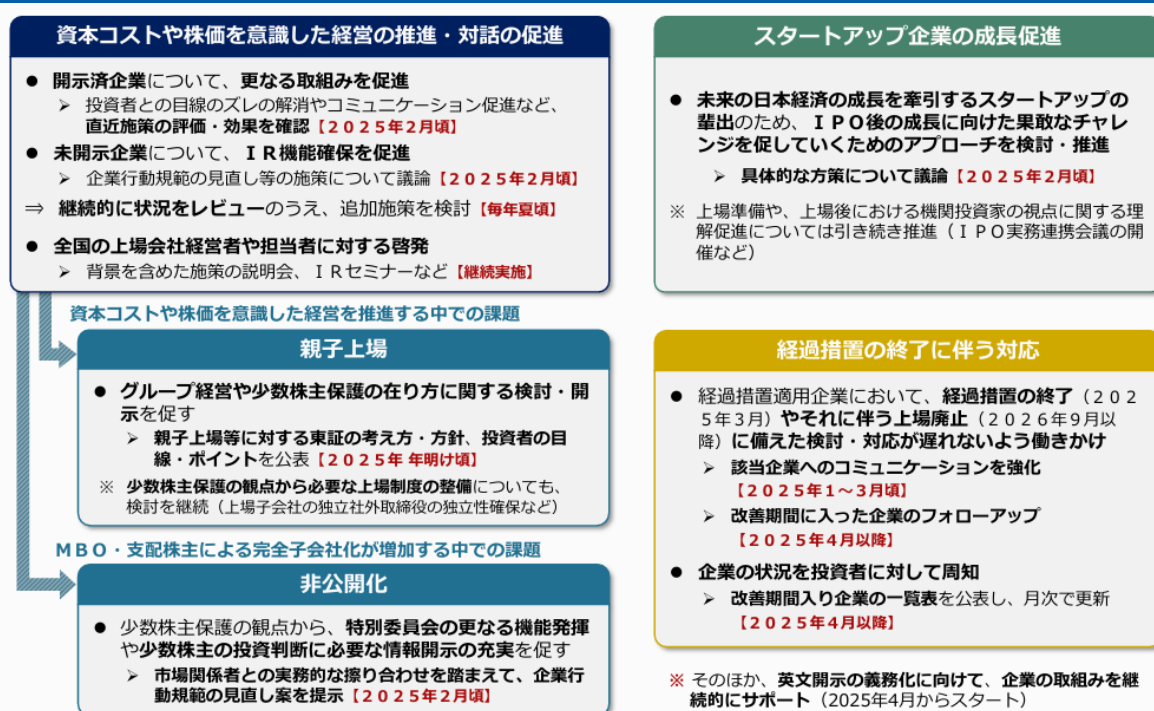
その他、期近では実現可能性はないかもしれないがという前置きをしつつ、「グロース市場への上場期間を有期とするということ、すなわち、最初はスモールでスタートして走りながら考えると、成長を実現した暁にはプライム市場やスタンダード市場に移ること、あるいはそうでない場合には統合などを含めて退出することとなるような、インセンティブ付けをしていくことも考えていいのではないか」や、「資本コストや株価を意識した経営」と同じように「成長を意識した経営をしてください」とお願いするのが良いと思います。…(中略) 新しいファイナンス計画を含めて、ビジネスモデルが中心にはなりますけれども、成長ストーリーをつくって実践してくださいをお願いをするのは、あり得る施策かと思いました」という意見があった。

最後に、メンバーから東証に対して、次の議論で上場維持基準における定量基準や上場審査の在り方について具体的なたたき台の作成の依頼があった。後述する図表4で示しているが、2025年2月頃にグロース市場に関する具体的な方策について議論が行われる予定である。

(2) 今後のフォローアップ

東証より今後のスケジュールが公表された(図表4)。メンバーからは、「資本コストや株価を意識した経営の推進・対話の促進」について、上場会社による前向きな対応が見られる中で、上場会社の投資家に対する意見・不満をまとめて、「企業と投資家が間接的にキャッチボールできるような形で循環ができるとよい」とされた。「親子上場」については、「支配株主の保有比率の制限や流通株式の定義等について、望ましい形を議論して示していくべき」という意見があった。

図表4 今後のフォローアップ



(出所) 東京証券取引所「今後のフォローアップ」(2024年12月10日)

終わりに

グロース市場の上場を目指す会社と既存の上場会社にとって極めて重要な上場基準に関する議論が、2025年2月頃に最終局面入りしそうである。今回のフォローアップ会議では、新規上場基準の審査の在り方の見直しが議論された一方で、上場維持基準では時価総額と流通株式比率の引上げが主に注目された。後者の上場維持基準の定量基準は既存の上場会社の経営戦略を変えかねないものである。例えば、時価総額100億円という基準が意見として出たが、現時点で東証グロース市場指数の構成銘柄のうち100億円を超える会社は28%（LSEGデータより大和総研集計）にとどまる。上場後の経過年数の設定の仕方や制度変更に対する経過措置の有無によって影響は大きく変わるものの、上場会社は最大限留意しておくべきものである。

他方で、企業行動の変化が起きるとすれば、投資家にとって投資機会となる可能性がある。東証グロース市場指数は他の市場指数と比べて低迷しており、機関投資家の中にはグロース市場の活性化を期待する多くの声がある。グロース市場が変われるかどうかの分岐点が訪れている。