

2025年1月10日 全7頁

東証関連施策の2025年の注目点

株式市場で注目されそうな4つのポイント

政策調査部 主任研究員 神尾 篤史

[要約]

- 東京証券取引所に関連する施策で2025年に注目されるのは、(1)「資本コストや株価を意識した経営」と「親子上場に関する考え方」に係る方針、(2)グロース市場の上場基準の見直しの議論、(3)TOPIX見直し第2フェーズに伴う上場会社の動き、(4)上場維持基準に関する経過措置終了、である。
- (1)「資本コストや株価を意識した経営」に関しては、2024年8月に上場会社数という「量」ではなく、個社の企業価値の向上という「質」を追求するという方針が公表され、2025年もMBO(マネジメント・バイアウト)を含めた非公開化が増えそうである。「親子上場に関する考え方」では今後の方針が2025年初めに公表される予定である。親子上場の解消が増える中で、方針の内容が注目される。
- (2)グロース市場の上場基準の見直し議論では関係者へのヒアリングなどを行う局面は終了し、2025年2月頃から上場基準の具体的な改正内容を検討する最終局面入りする見込みである。(3)TOPIX見直し第2フェーズに伴う上場会社の動きは、TOPIXに入替制が導入されることから、現在TOPIX構成銘柄で入替基準のボーダーラインの銘柄において、TOPIX残留を賭けた様々なコーポレート・アクションが行われると予想される。(4)上場維持基準に関する経過措置終了は2025年3月以降であり、それに伴う対応が注目される。

株式市場で注目されそうな東証関連施策

本レポートでは、2025年の株式市場で注目されそうな東京証券取引所(東証)に関連する施策を以下の4つに絞って紹介する。(1)「資本コストや株価を意識した経営」と「親子上場に関する考え方」に係る方針、(2)グロース市場の上場基準の見直しの議論、(3)TOPIX見直し第2フェーズに伴う上場会社の動き、(4)上場維持基準に関する経過措置終了、である。これら以外の予定も含めて図表1にまとめた。

図表1 今後の主なスケジュール

年月	今後の予定
2025年1月以降	<ul style="list-style-type: none"> ●TOPIX見直しに伴う上場会社の動き(足元でも進行中) ・2026年10月の初回見直しの構成銘柄の入替に向けて、浮動株式数の増加を企図した行動 ●親子上場等に関する考え方や今後の方針の明示、投資者の目線・ポイントを公表 ・親子上場が一律に否定されるものではないが、潜在的な利益相反のリスクを踏まえた対応
2025年2月頃	<ul style="list-style-type: none"> ●グロース市場上場基準の見直しの議論 ・新規上場基準は現状維持? 「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見直しが焦点 ●企業行動規範の見直しを公表 ・MBO・支配株主による完全子会社化に関する規程の見直し案の公表(特別委員会による意見の公表、株式価値算定の開示充実) ●資本コストや株価を意識した経営 ・直近施策の評価・効果を確認、未開示会社のIR機能確保を促進、経営者などへの啓発活動
2025年3月以降	<ul style="list-style-type: none"> ●上場維持基準に関する経過措置終了(該当社数は2024年12月16日公表時点) ・該当社数:プライム市場66社、スタンダード市場150社、グロース市場46社 ●政策保有目的から純投資目的への変更に関する開示強化(金融庁) ・いわゆる「保有株ウオッシュ」の阻止に向けた開示強化
2025年4月以降	<ul style="list-style-type: none"> ●プライム市場での英文開示の義務化

(出所) 東京証券取引所 web サイト、金融庁 web サイトより大和総研作成

(1) 東証の今後の方針

① 「資本コストや株価を意識した経営」に関する今後の方針

東証は2024年8月に公表した『「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」に関する今後の施策について』の中で、「改革は始まったばかり」と述べると同時に、「上場企業の数ではなく質(投資者の期待に応えた企業価値向上の実現)を重視」として、「量」という上場会社数の増加ではなく、「質」という企業価値の向上を追求することを明確に示した。これは、新規上場会社数を減らすことを意図したのではなく、上場会社による非公開化が増加したとしてもその判断を尊重するということである。2024年はMBO(マネジメント・バイアウト)を含めた非公開化数が過去10年で最高の94件¹であったが、非公開化数の増加は来年以降も続く予想される。東証も前述の資料で示しているが、資本コストや株価を意識した行動が当たり前になるような市場を目指す中で、上場会社と投資家の建設的な対応を通じて企業価値向上を図るための環境整備を進めるとしている。上場会社にとって上場維持コストの増加または高止まりが示唆された格好である。

こうした環境整備に向けた1つの取組みとして、2024年11月には「投資者の視点を踏まえたポイント」と「投資者の目線とギャップのある事例」(「ギャップ事例」)が公表された。前者は2024年2月に公表された資料の改訂版であり、後者は今回初めて公表されたものである。「ギャップ事例」はいわゆる「ダメな事例」であり、実際の開示例を元に東証が加工して匿名化したものが掲載され、それに対する投資家のコメントが記載されている。これらに基づいて、会社側の

¹ 東京証券取引所「上場廃止銘柄一覧」

取組みや開示が投資家の期待に応えるものになることが期待されている。

なお、東証では、「資本コストや株価を意識した経営」に関する取組みを開示済みの会社に対して、直近の施策の評価・効果の確認を、他方で特にスタンダード市場で目立つ未開示会社に対して、IR機能確保の促進に関する議論を、2025年2月頃に実施予定である。

②「親子上場に関する考え方」に係る今後の方針

東証が2007年に公表した「親会社を有する会社の上場に対する当取引所の考え方について」では、「一律的に禁止するのは適当ではない反面、投資者をはじめ多くの市場関係者にとっては必ずしも望ましい資本政策とは言い切れない」とされている。子会社上場は資金調達などを通じて持続的な成長を実現できるといった意義がある一方で、不利な条件による取引が強いられるおそれがあるなど、子会社には親会社との潜在的な利益相反関係があり、子会社の株主の権利や利益を損なうおそれがあるとされている。

上述した親子上場に関する東証の考え方は分かりにくく、自社のグループ経営に関する検討が進まないという声が親子関係にある上場会社からあり、東証は2025年初めに考え方や今後の方針を改めて整理して公表する予定である。親子上場を含めて議論が行われている「従属上場会社における少数株主保護の在り方等に関する研究会」では、「2007年の子会社上場への考え方は、親子上場自体に否定的な印象を受ける。魅力的な銘柄としての位置づけを確実にするため、必要な措置を講じていく、といった肯定的な言い方にしてはどうか」という意見が出ている一方で、「取引所としては、上場株式の売買機会を提供する以上、最低限全ての上場株式が備えているべき品質があり、親子関係や持分法適用関係がある場合、親会社等が存在しない会社を念頭に置いた様々なガバナンスの仕組みが上手く機能しないため、特別な対応が必要になってくる旨を示すのが良いのではないか」²という声もある。こうした発言を見る限り親子上場が一律に否定的な取り扱いをされることはないかと予想されるが、少数株主保護の観点から明確な対応が継続して求められることになりそうである。親子上場の解消が増える中で、方針の内容が注目される。

(2) グロース市場の上場基準の見直しの議論

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³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⁴。2023年末時点の若干古いデータではあるが、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

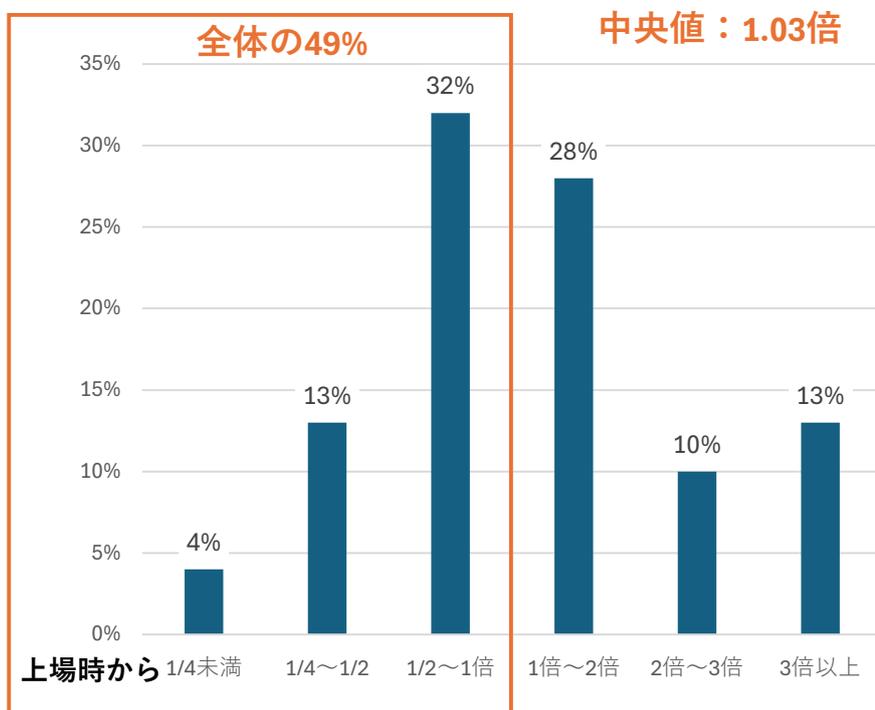
² 東京証券取引所「参考：従属研第2期第6回での議論の状況（親子上場等に関する考え方や今後の方針）」（2024年10月31日）

³ 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））。

⁴ 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））。

における時価総額の成長率の中央値は 1.03 倍）（図表 2）。

図表 2 グロ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月月末終値ベース）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

こうした状況を打破するべく、東証の「市場区分の見直しに関する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の議論が行われている。直近の2024年12月の会議では、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。例えば、株式市場から資金調達を行う理由や投資家に対する情報開示・対話を行う体制の整備状況などを問うものである。上場維持基準では「上場後10年経過後時価総額40億円以上」や「流通株式比率25%以上」を引き上げていくことが議論された。例えば、時価総額基準では上場後5年で50億円以上、上場後10年で100億円以上、流通株式比率基準では3年目で35%以上、7年目で50%以上という意見があった。また、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」と同じような成長を意識した経営の実践を求める声もあった⁵。2025年2月頃に東証が作成する施策のたたき台に基づいて、具体的な検討が行われる予定である。

（3）TOPIX見直し第2フェーズに伴う上場会社の動き

JPX総研は2026年10月にTOPIX見直し第2フェーズに関する初回の定期入替を行う予定で

⁵ 詳細は神尾篤史「[グロス市場改革の議論が2025年2月に最終局面入りへ](#)」（大和総研レポート、2024年12月26日）を参照。

ある。これに伴う上場会社の動きが足元で進行中であり、今後も活発になる可能性がある。

TOPIX はもともと市場第一部の全上場会社が構成銘柄だった。市場再編後は各社の選択によりプライム市場とスタンダード市場に分かれたが、構成銘柄に変更はなかった。しかし、TOPIX の投資対象としての機能性を高めるために、2022 年 10 月から第 1 フェーズの見直しとして流通株式時価総額 100 億円未満の銘柄を対象に段階的ウエイト低減が実施されており、2025 年 1 月末には約 1,700 銘柄（現在：約 2,100 銘柄）へ減少する見込みである。

第 2 フェーズではプライム市場、スタンダード市場、グロース市場の銘柄が対象となり、①年間売買代金回転率、②浮動株時価総額の累積比率の 2 つを基準とした年 1 回の入替制が導入され、約 1,200 銘柄に減る見込みである（図表 3）。TOPIX のパフォーマンスに追従する ETF や公募投信などの連動資産は約 110 兆円（2024 年 3 月時点）⁶あるとされ、TOPIX から除外される銘柄は ETF や公募投信などから売却され、株価にネガティブな影響が懸念される。反対に、TOPIX の構成銘柄に新たに選定される場合はポジティブな影響が期待される。そのため、上場会社による TOPIX の構成銘柄選定基準を充足するためのコーポレート・アクションが予想される。

図表 3 TOPIX 第 2 フェーズの内容

	TOPIX第1フェーズ	TOPIX第2フェーズ
対象銘柄	プライム市場 ※市場再編時の構成銘柄で、スタンダード市場やグロース市場を選択した銘柄はTOPIXに含まれる	プライム市場、スタンダード市場、グロース市場
定期入替	なし	年1回、10月最終営業日（基準日：8月最終営業日） ※見直し後の初回入替は2026年10月最終営業日、第2回入替は2028年10月最終営業日、第2回以降は毎年実施
選定基準	なし ※市場再編時などにおいて流通株式時価総額が100億円未満などに充足しない銘柄は除外	・TOPIXの構成銘柄ではない銘柄には 追加基準 を適用、既にTOPIX構成銘柄である銘柄には 指数の安定性や投資効率の観点から継続基準 を適用。 ・以下の①の該当銘柄のうち②を適用し 銘柄選定 ① 年間売買代金回転率 追加基準：0.2以上 継続基準：0.14以上 ※直近12か月の月次売買代金回転率「(日次の東証の売買立会での売買代金の中央値×営業日数)÷月末最終営業日の浮動株時価総額」の合計値 ② 浮動株時価総額の累積比率(定期入替基準日が属する月(8月)の平均浮動株時価総額で計算) 追加基準：上位96%以内の銘柄 継続基準：上位97%以内の銘柄 ※①で選定された銘柄群で浮動株時価総額が大きい銘柄から累積した浮動株時価総額÷当該銘柄群の浮動株時価総額の合計 ・定期入替基準日における整理銘柄又は特別注意銘柄は除外
銘柄数 (注)	約1,700銘柄	約1,200銘柄

(注) 市場区分の再編時の構成銘柄（旧東証市場一部上場銘柄）で、スタンダード市場やグロース市場を選択した銘柄は TOPIX 第 1 フェーズに含まれる（2025 年 1 月末時点）。TOPIX 第 2 フェーズの銘柄数（2028 年 7 月末時点）には、2023 年 8 月基準初回定期入替を実施し、2024 年 8 月基準再評価で継続基準を満たした銘柄を含む。

(出所) JPX 総研「TOPIX 等の見直しの概要」（2024 年 10 月）などより大和総研作成

特に注目されるのは現在 TOPIX 構成銘柄であるが選定基準のボーダーライン上にある銘柄であり、これらの会社の多くが気にするのは最低限求められる②浮動株時価総額の累積比率であ

⁶ JPX 総研「TOPIX 等の見直しの概要」（2024 年 10 月）

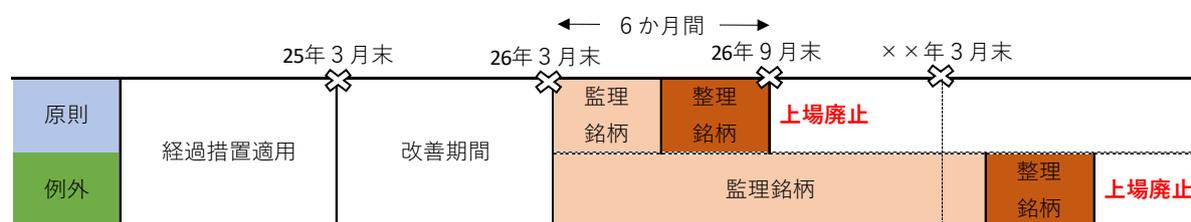
る。②これは、対象となる3市場の全銘柄を浮動株時価総額の大きい順に並べて浮動時価総額合計の97%以内に位置していることが選定の条件である。JPX 総研の試算では浮動株時価総額の累積比率上位97%以内の最小値は約230億円(2024年8月最終営業日を基準日とした試算)⁷とされている。浮動株時価総額は、市場に流通している可能性の高い株式を意味する浮動株式数に株価を乗算して求められる。なお、浮動株式は上場株式から固定株である有価証券報告書記載の大株主上位10位の保有株(東京証券取引所が浮動株とみなす株式を除く)、自己株式等、役員等の保有株、政策保有株式(特定投資株式)、その他JPX総研が適当とみなす事例を除いたものである。

2026年10月の初回見直しに向けて、浮動株式数の判定は、例えば3月末決算会社は2025年3月期の有価証券報告書を基に計算される。そのため、ボーダーライン上にある会社は大株主による売出し、持たれている政策保有株式の縮減など浮動株式数を増やす取組みを行うと想定される。他方で、浮動株時価総額の累積比率の計算は定期入替基準日がある2026年8月の平均浮動株時価総額が用いられる。TOPIXへの残留を考えるボーダーライン上の銘柄では、浮動株式数の増加により株式需給が乱れる可能性があるものの、その後は株主還元の強化など株価を上昇させるコーポレート・アクションが行われると予想される。

(4) 上場維持基準に関する経過措置終了

上場維持基準の経過措置が2025年3月以降に順次終了する。経過措置は2022年4月の市場再編に伴って上場維持基準(市場再編前の上場廃止基準に相当)がこれまでよりも厳しくなったため激変緩和措置として設定されたものである。上場維持基準に適合していない会社はその適合に向けた取組みや適合に必要と想定される計画期間などを示した「上場維持基準への適合に向けた計画」(計画書)を開示することで、本来の基準よりも緩和された基準で上場を継続できるものである。決算時期で終了時期が異なり、3月末決算会社は2025年3月末、2月末決算会社は2026年2月末に終了する。

図表4 経過措置終了後の取扱い(3月末決算会社の日程例)



(出所) 東京証券取引所「上場維持基準に関する経過措置の取扱い等の概要」(2023年1月30日)より大和総研作成

なお、経過措置終了後の取り扱いは会社ごとに異なり、3月末決算会社のケースである図表4で示したように「原則」と「例外」の2つのパターンがある。「原則」は、計画期間が2026年3

⁷ JPX 総研「TOPIX等の見直しの概要」(2024年10月)

月末、あるいはそれよりも手前を期限とする会社などが該当する。これらの会社は、2025年3月の経過措置終了時点で上場維持基準に抵触している場合、原則として1年の改善期間に入る。改善期間の終了時に監理銘柄に指定され、最終的に上場廃止が決定されると整理銘柄への指定を経て上場廃止になる。監理銘柄・整理銘柄の指定期間は合計6か月である。

「例外」は「原則」以外の会社であり、図表4の「例外」の場合、20××年3月末を計画期間の終了期限としている。こうした扱いが認められるのは事前に計画書において長い計画期間を設定した会社のみである。経過措置終了後の改善期間1年間の設定と、その後に監理銘柄に指定されるのは「原則」のケースと変わらない。「原則」のケースとの違いは、計画期間の終了期限における上場維持基準の適合状況を確認するまで監理銘柄の指定が継続される点である。最終的に上場維持基準に抵触したままであれば整理銘柄に指定され、上場廃止になる。

2024年12月16日公表時点で集計すると、プライム市場で66社、スタンダード市場で150社、グロース市場で46社が経過措置適用会社である⁸。以前に東証が行った調査では、上場維持基準に適合できなかった場合の対応について、「現時点で検討予定なし」が約4割⁹に上る状況にある。東証は、2025年1～3月頃に経過措置適用会社へのコミュニケーションを強化し、2025年4月以降は改善期間入りした会社へのフォローアップを実施予定である。投資家に対しては、改善期間入りした会社の一覧表を公表し、2025年4月以降毎月更新する予定である。

⁸ 東京証券取引所「計画期限一覧（2024年12月16日公表）」

⁹ 東京証券取引所「経過措置適用会社の状況について」（2024年8月19日）