

2025年5月12日 全7頁

成長と新陳代謝を促進するグロース市場改革

スタンダード市場への影響も注視

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2025年4月22日に「市場区分の見直しに関するフォローアップ会議」の第21回が開催された。今回は、（1）上場会社向けアンケート結果と課題解決を後押しする今後の施策、（2）グロース市場における今後の対応、（3）経過措置の終了に伴う対応、について議論が行われた。
- （1）では上場会社が多く課題を抱えていることが浮き彫りとなった。好事例集では会社の開示だけでなく、開示に至るまでの検討過程の経験も紹介するなどの対策が取られる予定である。
- （2）は「上場5年経過後時価総額100億円以上」という上場維持基準への見直しが目されるが、成長と新陳代謝を促進する3つの施策を1つのパッケージとしたものである。政府などその他のスタートアップ施策と連携して、今後正式に公表される見通しである。グロース市場の上場会社はそれぞれの立ち位置を踏まえたコーポレート・アクションを行うことになろう。

第21回フォローアップ会議

東京証券取引所（東証）で2025年4月22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21回が開催された。今回は、（1）上場会社向けアンケート結果と課題解決を後押しする今後の施策、（2）グロース市場における今後の対応、（3）経過措置の終了に伴う対応、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、（1）と（2）の内容を簡潔にまとめる。

（1）上場会社向けアンケート結果と課題解決を後押しする今後の施策

「資本コストや株価を意識した経営」が要請されてから2年が経過し、取組みを開示した上場会社は2025年3月末時点でプライム市場では91%、スタンダード市場では50%（いずれも検討中を含む）となった。プライム市場では多くの開示がなされているが投資家が期待する取組

みとは未だにギャップがあり、スタンダード市場ではまずは取組みの開示を行うことが期待される。プライム市場とスタンダード市場のいずれの企業においても対応に向けた課題を抱えていることが想定されており、今後の施策を考える上で、東証は上場会社に対するアンケートを実施した。

図表 1 アンケート項目

上場会社向けアンケートの質問項目	
<p>Q1. 開示状況</p> <ul style="list-style-type: none"> ・開示済 ・未開示 (開示予定あり) ・検討中 ・未開示 (開示予定なし) 	<p>その他</p> <ul style="list-style-type: none"> ・アップデートにどう取り組めばよいか分からない ・どう開示すれば投資家にうまく伝わるか分からない ・取組みを進めても株価に反映されず、報われない ・取組みを進める必要性について認識できていない ・自由記入欄 ・特に課題はない
<p>Q2. 取組み・検討を進めるうえでの課題 (複数選択可)</p> <p>組織・体制面</p> <ul style="list-style-type: none"> ・検討のリソース・体制不足 ・取締役会レベルでの検討が進まない ・社内での検討・調整に時間がかかる ・現行の中計期間中は取組みの見直しが難しい ・社外取締役からの理解を得ることが難しい <p>取組みの内容</p> <ul style="list-style-type: none"> ・自社の資本コストの把握が難しい ・資本コストを上回る成長機会が見つからない ・事業ポートフォリオの見直しが進まない ・バランスシートの改善が進まない ・中長期的な資本政策の策定が難しい ・政策保有株の縮減が進まない <p>投資家との対話</p> <ul style="list-style-type: none"> ・機関投資家の属性や重視するポイントを理解できていない ・機関投資家との接点が不足している ・自社・業界について機関投資家側の理解不足 ・機関投資家との対話が長期的な観点での議論にならない ・機関投資家との対話が建設的な議論にならない 	
<p>Q3. 取引所に期待する取組みやサポート (複数選択可)</p> <ul style="list-style-type: none"> ・他社の取組事例の紹介 (好事例/ギャップ事例) ・経営者向けの取引所からの説明機会 ・担当者向けの取引所からの説明機会 ・I Rスキル向上に向けたコンテンツ ・他社 I R担当者とのネットワーキング機会 ・機関投資家について理解を深める機会 ・機関投資家との対話機会の設定 ・社外取締役向けの啓発、コンテンツ ・自由記入欄 <p>上記のほか、全体を通しての自由記入欄</p>	

(出所) 東京証券取引所「上場会社向けアンケート結果と課題解決を後押しする今後の施策について」(2025年4月22日)

図表 2 アンケートの主な結果

組織・体制面	取組み内容
<ul style="list-style-type: none"> ✓ 検討のリソース・体制が不足している (49%) ✓ 社内での検討・調整に時間がかかる (35%) ✓ 担当者レベルでの検討に留まり、取締役会レベルでの検討が進まない (17%) 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 中長期的な資本政策の策定が難しい (49%) ✓ 自社の資本コストの把握が難しい (26%) ✓ 事業ポートフォリオの見直しが進まない (20%) ✓ 資本コストを上回る成長機会が見つからない (22%)
投資家との対話	その他
<ul style="list-style-type: none"> ✓ 機関投資家との接点が不足している (38%) ✓ 自社・業界のビジネスモデル・課題について、機関投資家側の理解が十分ではない (27%) ✓ 機関投資家からの質問が短期的な内容に終始し、長期的な観点での議論にならない (26%) 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ どのように開示すれば投資家にうまく伝わるか分からない (38%) ✓ 取組みを進めても報われない (29%) ✓ 取組み・開示のアップデートにどう取り組めばよいか分からない (21%)

※ () 内はアンケート回答企業全体の選択率

(出所) 東京証券取引所「上場会社向けアンケート結果と課題解決を後押しする今後の施策について」(2025年4月22日)

アンケートの実施項目は図表 1 である。組織・体制面、取組みの内容、投資家との対話、東証に期待する取組みやサポートなど幅広い質問が行われた。プライム市場 823 社、スタンダード市場 605 社の合計 1,428 社と、全体の 40%超の会社から回答があった。このうち、Q2 で多く回

答があったものが図表2である。組織・体制面の「検討のリソース・体制が不足している」、取組み内容の「中長期的な資本政策の策定が難しい」という回答が49%と非常に高い。投資家との対話では「機関投資家との接点が不足している」という回答が38%にも及ぶ。なお、図表2では回答全体の割合を示しているが、他にも市場別、取組みの開示状況別、時価総額別、PBR別の集計が行われている。

アンケート結果を踏まえて、東証は上場会社が開示した好事例だけではなく、会社側へのインタビューを通じて検討プロセスの紹介を施策案として提示した（図表3）。また、好事例・ギャップのある事例集をアップデートしていくことも示した。機関投資家とのコミュニケーション策として、機関投資家からのコンタクト希望一覧の更なる活用に向けた見直しを検討していくとされている。

図表3 今後の施策（案）

今後の施策（案）

I. 企業の課題解決を後押しするための材料提供

- ✓ **好事例集に開示内容だけでなく検討プロセスの要素を追加【2025年夏～秋】**
 - 多くの企業が直面する課題（※）を乗り越えた経験を持つ企業にインタビュー等を実施し、検討過程における経験を紹介しながら、企業の検討を後押しするためのエッセンスを提供
 - ※ 上場会社向けアンケートで課題として挙げられた、中長期的な資本政策の策定、社内調整、事業ポートフォリオの見直し、取組み・開示のアップデートなど
- ✓ **好事例・ギャップ事例の継続的なアップデート【上記とあわせて】**
 - 4～7月の新たな取組みや開示のアップデートを踏まえた最新の事例に更新
 - 企業からのニーズを踏まえて、**中小型企业の事例も更に拡充**

II. 機関投資家とのコミュニケーション促進

- ✓ **コンタクト希望一覧の活用状況の把握、更なる活用に向けた見直し検討【2025年夏】**
- ✓ **対話機会・理解を深める機会の設定【継続実施】**

※ その他、全国の上場会社経営者向けの啓発活動（セミナー等）、担当者向けのIRスキル向上のためのコンテンツ提供（有識者を招いてのセミナー配信、ネットワーキング機会の提供）などは継続的に実施（出所）東京証券取引所「上場会社向けアンケート結果と課題解決を後押しする今後の施策について」（2025年4月22日）

フォローアップ会議のメンバーからは東証の施策案に対して肯定的な意見が見られた一方で、追加的な方策への期待も示された。回答で多かった「中長期的な資本政策の策定が難しい」については、「この課題の本質はリソースの問題ではなくて、経営者がすべきこと、またそれを取締役会が監督すべきことをできていないということ…（中略）経営者のスキルがないということを意味します」とされ、非常に大きな問題との指摘があった。これと併せて、同じメンバーから「社内での検討・調整に時間がかかる」について、「経営者として社内全体の課題を解決するスキルを持っていないということがこの課題の原因」との厳しい指摘があった。検討のリソースなどが不足していることについては、IR担当者の「株価のバリュエーションやコーポレートファイナンスとなると知識が不足している」という意見もあった。IR・開示担当者へのアンケートで

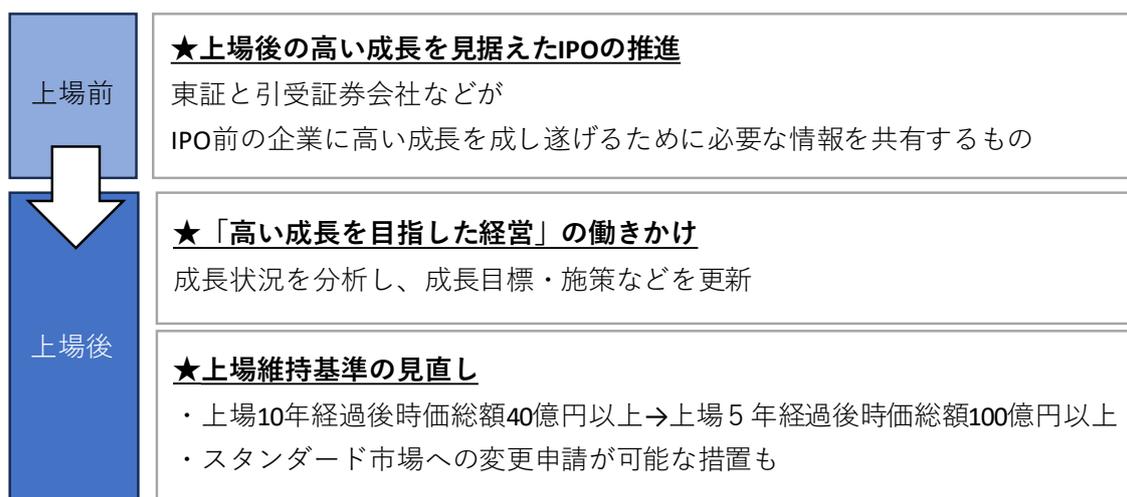
あったことからリソースなどの不足という回答が多かった理由ではないかとの推測もなされており、「回答率が減っても良いので、CEO や CFO を必須回答者とした方が、インサイトのある回答が得られる」とのコメントもあった。

その他、取組み内容の中で「資本コストを上回る成長機会が見つからない」(回答割合:22%)、「事業ポートフォリオの見直し(不採算事業の縮小・撤退など)が進まない」(同:20%)、「バランスシートの改善(非効率な資産の圧縮など)が進まない」(同:19%)を課題として回答する企業が少ないとの指摘があった。これらの3つの課題をPBR別で見た場合、「PBRが1倍を割っていても課題としている企業はわずかに30%前後です。本来は多くの企業が課題として認識して、しっかりと取り組むべきもの」とされた。同じメンバーからは、事業ポートフォリオの見直しでM&Aが増える見込みであり、「M&Aについてもヒアリングを行い、M&Aの精査・決定・PMIなどについてやるべきこと、抑えておくべきポイント、投資家の目線にあった開示を示してはどうか」との意見があった。これまで、日本企業では減損損失の発生が少なからず存在したことが理由とされた。

(2) グロース市場における今後の対応

2024年から議論が行われてきたグロース市場改革であるが、①上場後の高い成長を見据えたIPO(新規上場)の推進、②「高い成長を目指した経営」の働きかけ、③上場維持基準の見直しという3つの施策が1つのパッケージとして示された(図表4)。フォローアップ会議前にマスコミの事前報道があり、それを受けて東証が先だって公表したものと内容は同じであった。

図表4 グロース市場改革の全体像



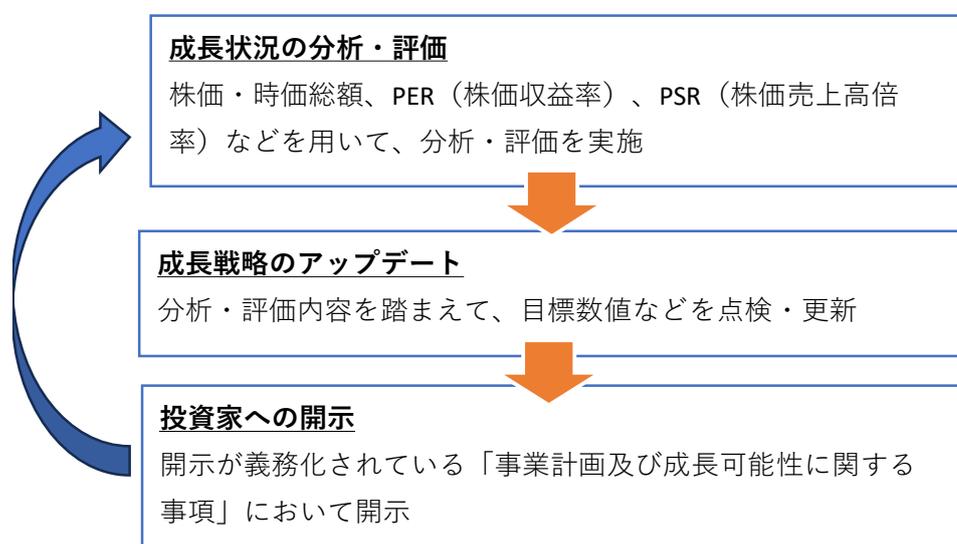
(出所) 東京証券取引所「グロース市場における今後の対応」(2025年4月22日)より大和総研作成

①は東証や証券会社などが、上場後の高い成長につながるIPOを生み出すための取組みを推進するものである。例えば、上場をゴールとするのではなく、上場時に調達した資金を元手に大きな成長を描くための準備などが該当すると思われる。また、小規模で上場した場合、流動性や

時価総額が限定的であるため資金調達が行い難いなど、上場前に知っておくべき事項も想定されよう。

②は上場後の働きかけで、上場時から現在までの成長状況を分析し、成長目標・施策のアップデートを要請するものである。グロース市場では「事業計画及び成長可能性に関する事項」の年1回以上の開示が義務化されているが、その中に内容を盛り込むものである（図表5）。プライム市場とスタンダード市場に要請された「資本コストや株価を意識した経営」と同様にPDCAサイクルを回すように、成長状況の分析・評価→成長戦略のアップデート→投資家への開示が予定されている。また、東証からのサポートとして、取組みの好事例の提供、機関投資家などとの接点作りが挙げられている。

図表5 「高い成長を目指した経営」の内容



※継続的に（年1回以上）、成長状況の分析・評価や成長戦略の更新を行い、投資家へ開示

（出所）東京証券取引所「グロース市場における今後の対応」（2025年4月22日）より大和総研作成

③は現在の「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を「上場5年経過後時価総額100億円以上」へと2030年から適用するものである。グロース市場改革というと③のみが取り上げられることが多いが、上場維持基準の見直しパッケージの中の1つの施策という位置付けである。見直し案の「時価総額100億円以上」は機関投資家の投資できる最低限の金額とされる。東証の「グロース市場における今後の対応」（2025年4月22日）に基づくと、国内の中小型株ファンドに組み入れられている時価総額100億円以上の会社を社数ベースで見ると84%、金額ベースで見ると97%になっている。「上場後5年」については、上場後に時価総額100億円以上に成長した会社の93%は上場5年以内で、76%は上場1年以内である。

上場維持基準の引上げでスタンダード市場への市場区分の変更を検討する会社が想定されるが、その手当案も併せて示された。グロース市場の会社は成長投資によって、スタンダード市場

の新規上場基準である「最近1年間の利益の額1億円以上」¹という利益基準に適合できない可能性がある。成長投資の抑制による利益基準の適合は資金調達による成長投資を期待する市場機能の観点から適切ではないため、時価総額40億円以上の場合、利益基準を満たさなくてもスタンダード市場への市場区分変更申請の対象になることが示された。

これらの案に対してメンバーからは概ね賛成の声が複数あり、特段対案は示されなかった。今後のグロース市場の在り方や、会社数が増加すると見込まれるスタンダード市場の形についてコメントがあった。グロース市場の在り方については市場に上場を続けるメリットが必要とされた。M&A時のれん償却を不要にするなどの例が引き合いに出され、「関係官庁と連携する形で、メリットを創出していくことが非常に重要」とされた。また、新規上場後にベンチャー・キャピタルが株式を売却し、時価総額が100億円以上になるまで機関投資家の目に留まらない状況に対する懸念も複数示された。新規上場後に主幹事証券会社にアナリストによる企業の分析・調査する「アナリストカバレッジをコミットしてもらうということも一案」との意見もあった。新規上場時の資金調達額と売出額については「売出しだけのIPOということになると成長に対して疑問を持たざるを得ない」とされ、資金調達の実施による成長投資の重要性が強調された。

スタンダード市場については、グロース市場の会社が移行するにあたって、「経営上の易き選択肢にならないように留意していく必要がある…（中略）実質審査をしないわけではないといった点の伝え方」について、東証による検討が促された。スタンダード市場の今後の形については「まだ自分の中でも腹落ちしていない」という声や「受け皿としてのスタンダード市場ということであれば、そうした考え方もあると思いますし、そうではなくて何か改善の余地があるのであれば、そこも一考いただくのが非常に重要」との意見があった。スタンダード市場における「資本コストや株価を意識した経営」の取組みの開示率が限定的であることを踏まえて、「スタンダード市場の開示率の向上や、取組みの強化を検討」をフォローアップ会議で行うという意見もあった。

最後に

今回提示されたグロース市場改革案は政府などその他のスタートアップ施策と連携して、今後1つのパッケージとして正式に公表される見込みである。上場維持基準の見直しはパブリック・コメントが行われる予定である。

成長と新陳代謝を促進するグロース市場改革によって、上場会社はそれぞれの立ち位置を踏まえたコーポレート・アクションを行うことになろう。時価総額100億円前後の会社では上場維持基準に適合するために、株価向上を意識してオーガニックな成長だけではなく、M&Aを含めたインオーガニックな成長を目指した戦略の立案がなされるだろう。当然、成長への投資が中心になると思われるが、資源配分を考える中で株主還元の強化を打ち出す会社もありそうである。上場維持基準に十分に適合する会社では更なる成長を目指して、これまでの戦略を改めて

¹ 利益の額は、原則として経常利益ベース。

精査することになる。こうした会社の変化は投資家にとって良い投資機会になる。

グロース市場の新規上場基準は見直されないものの、期間の短縮と時価総額を引き上げる上場維持基準を想定できていなかった上場準備会社はいると思われる。その場合、新規上場数は若干減る可能性がある。一方で、スタンダード市場の新規上場基準に変化はないため、スタンダード市場への上場を検討する会社は出てくるかもしれない。これまではグロース市場を入口として、スタンダード市場やプライム市場へと市場区分を変更することが多かったが、今後はこれまでは見られなかったスタンダード市場からグロース市場への市場区分の変更もあるかもしれない。また、引き上げられる上場維持基準を意識したグロース市場からスタンダード市場への移行を踏まえると、プライム市場を上回って、スタンダード市場の上場数が最も多くなると予想される²。スタンダード市場は3市場の中でも中核市場と位置付けられてきたが、名実ともに中心となる市場になるだろう。中核市場をどのように位置付けていくべきかに注目したい。

² 東証のデータによれば、2025年3月末時点においてグロース市場で時価総額40億円以上～100億円未満は198社ある（「グロース市場における今後の対応」（2025年4月22日））。これらが全てスタンダード市場に移行したと仮定すると、同市場は合計1,774社（1,576社+198社）になり、プライム市場の1,632社を上回ることになる（スタンダード市場とプライム市場の上場会社数は4月30日時点、「上場会社数・上場株式数」）。