

2025 年 7 月 28 日 全 7 頁

意見分かれるグロース市場の上場維持基準 見直し案

2025 年 9 月に制度要綱が公表予定

政策調査部 主任研究員 神尾 篤史

[要約]

- 東京証券取引所で 2025 年 7 月 9 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 22 回が開催された。今回は、（１）「資本コストや株価を意識した経営」に関する今後の取組み、（２）IR 体制・IR 活動に関する投資者の声、（３）グロース市場における今後の対応・スタンダード市場の今後の方向性、（４）経過措置適用会社の状況、について議論が行われた。
- このうち注目は（３）の中のグロース市場の上場維持基準の見直しである。原則、2030 年から「上場 5 年経過後時価総額 100 億円以上」に見直しすることには変わりはないが、新たに上場会社が追加期間を設けて新基準への適合を目指す計画を開示する場合、その計画期間はグロース市場への上場を例外的に可能とする案が公表された。併せて、スタンダード市場への市場区分変更申請案も公表されている。
- フォローアップ会議のメンバーの意見は割れている。2025 年 9 月には制度要綱が公表される予定である。

第 22 回フォローアップ会議

東京証券取引所（東証）で 2025 年 7 月 9 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 22 回が開催された。今回は、（１）「資本コストや株価を意識した経営」に関する今後の取組み、（２）IR 体制・IR 活動に関する投資者の声、（３）グロース市場における今後の対応・スタンダード市場の今後の方向性、（４）経過措置適用会社の状況、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）～（３）の内容を簡潔にまとめる。

（１）「資本コストや株価を意識した経営」に関する今後の取組み

（今後の施策）

前回のフォローアップ会議では、「資本コストや株価を意識した経営」に対する上場会社向けのアンケート結果が公表されたが¹、今回は機関投資家へのヒアリング結果が示された（図表１）。全体的には、課題はあるもののポジティブな指摘がなされており、１年程で盛り上がりが終わるようなブームと予想していた投資家からは、持続的な変化が生じていると評価されている。また、改革が世界経済の変動に左右されない日本独自のポジティブなストーリーとして判断されている。取組みの開示だけでなく、それが実行されるかどうか注目しているとされ、M&Aや事業ポートフォリオの見直しへの言及があった。

図表１ 機関投資家からの主なフィードバック

<全体> 企業の変化に対するポジティブな評価 ・要請の公表当初は、１年程で盛り上がりが終わるかと思ったものの、持続的な変化が起こっているように感じる。かねてより日本株の評価は割安だったが、今回は企業のクオリティが改善している印象（海外投資家） ・資本効率性の向上やガバナンス改革は、世界マクロとは独立した日本特有のポジティブなストーリーなので、粘り強く企業の取組みの後押しや経営者の意識改革を進めてほしい（海外投資家） 取組みの実効性に関する意見など ・よい方向に進んでいるが改善にはまだ時間がかかるとみている。海外投資家にとって日本株市場がより魅力的な市場になるためには、エンゲージメントやM&Aなどがより活発に起きるとよい。投資家側が、企業の迅速な変化、M&A、事業ポートフォリオの見直しなどを求めている、企業側も積極的になってきている（海外投資家） ・日本株のアロケーションを増やすには、資本収益性の改善に向けた取組みの開示だけでなく、実際にROEやROICが改善していることを確認する必要がある（海外投資家） <課題や今後の示唆など> ・株主還元が資本効率向上に向けた検討の出発点となっている企業が多く、自社株買いが増えている印象がある。余剰資金を払い出す手段としては良いものの、場当たりの株主還元策は、株価に対して意味をなさなくなってきた。目指すバランスシートの姿やキャッシュアロケーション方針をしっかりと考えるところから始めるよう意識付けをして、中長期的な企業価値向上に向けたコアビジネスへの投資は続けてほしい（海外投資家） ・企業がキャピタルアロケーションの方針やROE目標を掲げるようになったところまでは成功として評価してよいと思うが、それらを達成するための行動を誘引するカギになるのが業績連動型の役員報酬だと考える。日本企業は特に、株価等に連動する役員報酬の割合や絶対額が少ない（海外投資家） ・要請から２年が経過し、個社のビフォーアフターが比較できるようになってくるはずなので、改善した企業を何らかの形で取り上げることが、日本企業と機関投資家に対する良いメッセージになるのではないかと（海外投資家）

（出所）東京証券取引所「『資本コストや株価を意識した経営』に関する今後の取組みについて」（2025年7月9日）より大和総研作成

課題については、場当たりの株主還元は株価に影響がなくなっているとし、目指すバランスシートの姿やキャッシュアロケーション方針を考え、企業価値向上に向けたコアビジネス

¹ 詳細は神尾篤史「成長と新陳代謝を促進するグロース市場改革」（大和総研レポート、2025年5月12日）を参照。

への投資を期待する意見があった。改革を進めるインセンティブとして株価などに連動する役員報酬の割合や金額の少なさに対する指摘もあった。改革から2年が経過し、改善した企業のビフォーアフターの変化を何らかの形で取り上げることが推奨された。

これらの意見に基づき、東証では2024年11月に公表した「投資家の目線とギャップのある事例」、「投資者の視点を踏まえたポイント」、各市場の「事例集」の更新を今秋に予定している。

（メンバーの意見）

メンバーからは東証が示した施策を進めることについて賛同の声があった。複数のメンバーから指摘があったのは、企業の取組みとその成果がどのようにつながったのかを示すこと、そして取組み中の企業は今後どのようなことを行うべきかを分かるようにするということである。視点として、「資本収益性をしっかりとモニタリングすることと、成長性については、企業側の取組方針もありますが、市場からの評価を企業が受け取れているのか、という点をモニタリングする必要がある」ことが挙げられた。また、事例を取り上げる場合、好事例だけではなく、「どの程度進んでいるかという、上から順番のカテゴリーで例えば名前を出すとかといったことを考えても良い」とされ、取組みの進捗に対する状況の分類を示すことが指摘された。

（2）IR体制・IR活動に関する投資者の声

東証は2025年7月に株主や投資者との関係構築に向けた情報提供体制（IR体制）の整備の義務化を行ったが、体制整備にとどまらず実効的なIRが行われることを目的として、投資家からの期待・評価されている事例・改善が期待される事例を「IR体制・IR活動に関する投資者の声」としてまとめている。フォローアップ会議時は同資料案が公表されていたが、7月22日に正式版が公表された。上場会社に対してはIR体制とIR活動に関する投資家の指摘がまとめられている一方で、投資家が投資家に対する期待（反省）、いわば自戒が示されていることが特徴的であり、かなりユニークである。

資料に記述されていた改善が期待されるIR体制の例を挙げると、「当社のIR担当は、管理部門が兼務しており、IR体制が十分ではないので、株主との個別面談には原則として対応していない」がある。投資家からは単に面談を断るケースだけではなく、「専門ではないとして数値説明に終始してしまい、中長期的な経営戦略や資本政策、将来のビジョンについて議論ができない」などの問題の指摘があり、「IRの担当役員や専門部署を設置し、所管や権限を明確にするなど、実効的なIR活動を行うために必要な体制を確保すること」が期待されている。

一方で、投資家による自戒は、「IR説明会については、我々投資家側にも反省すべき点があると思う」「スモールミーティングに参加していると、他の投資家が、短期的な指標に関する質問や、エンゲージメント報告のための定型質問に終始するなど、経営戦略や資本政策に係る双方向での充実した議論ができない場面が見られる」「投資家側も限られた時間で充実した議論ができるよう、事前の企業リサーチなどを十分に行ったうえで、中長期的な経営戦略等に関して投

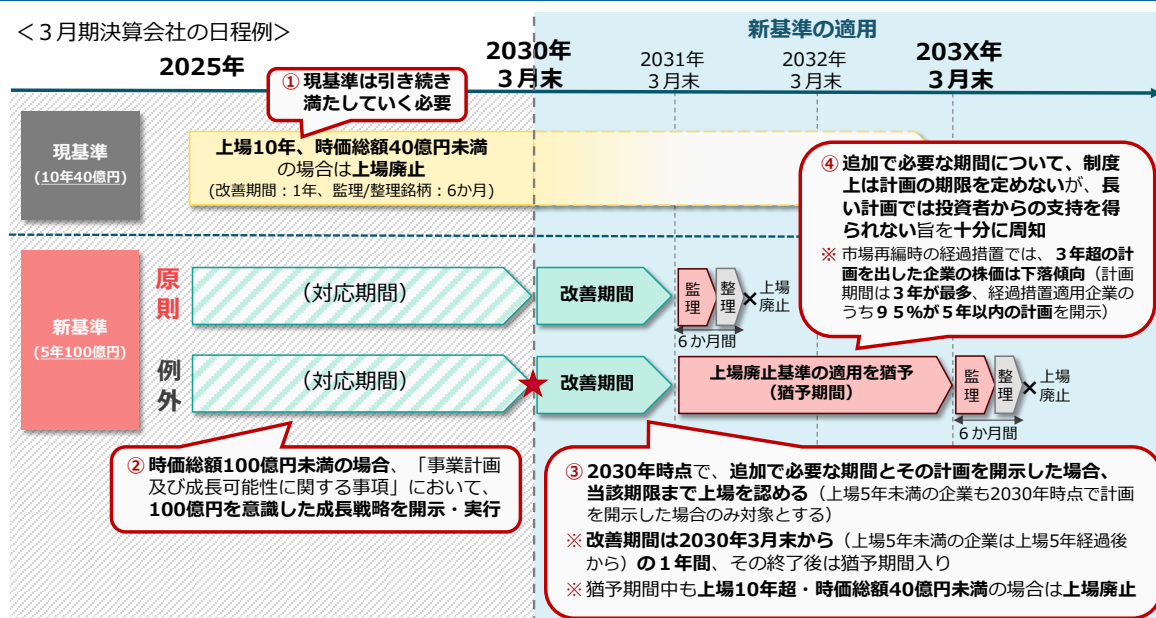
資家の目線を伝えるという観点で対話に臨むべきだと思う」などの意見が掲載されている。

(3) グロース市場における今後の対応・スタンダード市場の今後の方向性

(上場維持基準の見直し案)

前回のフォローアップ会議でグロース市場改革の全体像が示されたが、今回は上場維持基準などについてより詳細な案が公表された。上場維持基準などについては、原則、2030 年から「上場 5 年経過後時価総額 100 億円以上」（現在は「上場 10 年経過後時価総額 40 億円以上」）に見直しすることには変わりはないが、上場会社が追加期間を設けて新基準への適合を目指す計画を開示する場合、その計画期間はグロース市場への上場を例外的に可能とする案が公表された。2025 年 9 月を目途に制度要綱が公表される予定である。

図表 2 グロース市場上場維持基準の見直し案



(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 7 月 9 日)

図表 2 は 3 月期決算会社の例であるが、2030 年 3 月末まで現基準の「上場 10 年経過後時価総額 40 億円以上」は継続して適用される (後述するが、新基準の例外における猶予期間中は「上場 10 年経過後時価総額 40 億円以上」に適合する必要がある)。その後、新基準である「上場 5 年経過後時価総額 100 億円以上」が適用され、会社によって原則と例外のケースに分かれる。なお、時価総額 100 億円未満のグロース市場上場会社の場合、「事業計画及び成長可能性に関する事項」において、100 億円を意識した成長戦略の開示・実行が求められる。

原則は 2030 年 3 月末時点で「上場 5 年経過後時価総額 100 億円以上」に適合しなければ、1 年間の改善期間に入り、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。

一方で、例外は、2030 年時点で時価総額 100 億円以上に到達するまで追加に必要な期間 (=

猶予期間）とその計画を開示した場合、当該期限まで上場が認められる。対象会社は、上場 10 年を経過している場合は時価総額 40 億円以上、上場 10 年を経過していない会社であれば時価総額の大きさは問われない。前述したが、猶予期間中に上場 10 年超で時価総額が 40 億円未満になった場合は上場廃止になることには留意する必要がある。改善期間は原則と同様で、2030 年 3 月末から 1 年間である。猶予期間は制度上の計画の期限を定めないものとし、2030 年を過ぎた後は期間の延長は認めないことにしている。さらに、長い計画では投資家からの支持を得られないことを周知としている。具体例としては 3 年という期間が示されている。市場再編時の経過措置においても同様に計画期間を会社自ら示す制度が導入されたが、その際は 3 年超の計画を出した会社の株価は下落傾向にあり、3 年の計画期間が最多であったとされる。あまりにも長い期間を計画する場合、その計画の合理性が問われるのではなかろうか。

なお、例外を選択する上場 5 年未満で時価総額 100 億円未満の会社は 2030 年時点で計画を開示する必要がある。改善期間入りするのは上場 5 年経過後からで、改善期間終了後に猶予期間入りする。

（スタンダード市場への市場区分変更申請案）

上場維持基準の見直し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、その手当としてスタンダード市場への市場区分変更申請案も公表された（図表 3）。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 年間の利益の額が 1 億円以上」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、スタンダード市場への移行の場合、現行のスタンダード市場の上場維持基準と同じで利益基準が求められないものとなった。この取扱いがグロース市場からスタンダード市場だけではなく、プライム市場からスタンダード市場への移行も同様の仕様が考えられている。2025 年中を目途に開始が想定されている。

図表 3 スタンダード市場への市場区分変更申請案

（参考）スタンダード市場の形式要件

項目	新規上場、 市場区分変更	上場維持
株主数	400人	400人
流通株式数	2千単位	2千単位
流通株式時価総額	10億円以上	10億円以上
流通株式比率	25%以上	25%以上
利益の額	年1億円以上	—
純資産	正	正
売買高	—	月平均10単位以上

（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 7 月 9 日）

（スタンダード市場の今後の方向性）

現在はプライム市場の上場会社が1,621社（2025年7月24日時点）と最も多いが、上述の措置によってスタンダード市場の上場会社（1,573社）が最も多くなると予想される。こうした中で、スタンダード市場の今後の方向性が注目されている。「資本コストや株価を意識した経営」の啓発、IRの充実、少数株主保護などは引き続き重要なテーマとしつつ、社会のニーズに応じて「安定成長を目指す企業に適した市場」となるという方向性が東証から新たに公表された。これはプライム市場が「グローバル」、グロース市場が「高い成長性」というコンセプトの対比概念である。

（メンバーの意見）

メンバーからはグロース市場の上場維持基準については東証案に賛同する意見があった一方で、猶予期間を区切るべきという声があった。猶予期間を区切るべきとしたメンバーからは、図表2で示された市場再編時の経過措置で示された3年を念頭に「猶予期間の上限を3年とするものの一つの根拠がここに出ている」との指摘があった。このメンバーは市場の暴落時を想定して、「MAC（Material Adverse Change）条項を設けておいて、東証から自ら、マーケットの暴落については期限の機械的な適用は延期するなどするのが良い」との改善の策も示した。

スタンダード市場への市場区分変更申請案については賛成する声と期間を区切るべきという声があった。後者は、機関投資家の目線に立ったもので、「市場の新陳代謝機能を強化し、資源を効率的に配分させるという観点からすると、市場改革のモメンタムが後退した」と受け取られかねないという考えに基づく。

スタンダード市場の今後の方向性については様々な意見が出た。東証の示した方向性に基本的には賛同するメンバーは、スタンダード市場が中心的市场になるという観点から「より一層新陳代謝を活発化させて企業価値が高まる最善の方策を検討していくべき」とした。他のメンバーは、「安定成長を目指す企業に適した市場」を投資家の目線で見した場合、「株主還元重視をコンセプトとする市場という風に解釈できる」と述べた。この意見に近いものとして、「安定成長を目指す企業に適した市場」が「株主還元重視を意味するのか、『社会のニーズ』というSDGs的な視点」を指しているのか、検討を深めるべきというものもあった。

この他、事業法人の保有比率が高いことや、親会社・支配株主を有する会社が多いという特徴がスタンダード市場にあることを踏まえつつ、「もう少し踏み込んで、どういう事業法人なのか、具体的には、企業グループの一員なのか、まったく関係のない事業法人なのかといったことや、親会社・支配株主を有する会社についても、いわゆる独立経営型なのか、役員等を派遣しているのか」というより詳細なデータを求めたメンバーもいた。

おわりに

グロース市場の上場維持基準の見直し案は挑戦できる環境の整備につながるものの、制度上、猶予期間の上限を定めないため、ともするといつまでもグロース市場での上場が許容される改革に見える。しかし、この改革はグロース市場の上場会社が上場後に高い成長を目指し、将来の日本を牽引する代表的な企業の輩出を期待するものであり、グロース市場にいつまでも上場し続けることを目的とした制度改革ではないことは明白である。もし、このまま制度改革が進むとすれば、対象会社が猶予期間をどの程度で出すかが重要であり、その際、グリップを握る東証の役割は非常に大きいと感じる。市場再編時の経過措置では、会社が公表する前に東証への事前相談が求められていたためである。今回も事前相談という形をとるのであれば、猶予期間の長さにある程度の合理性が求められる可能性があるだろう。また、制度を公表する時に、今回の改正の目的と同時に東証の考え方を明確に示す必要もあろう。図表2でもあったように、市場再編時の経過措置の経験を明確に伝えることは肝要である。

グロース市場改革の制度要綱は9月を目途に公表され、その後、パブリック・コメントが行われる見込みである。フォローアップ会議では様々な意見があり、また、パブリック・コメントでも多くの意見が出ると予想される。それらを東証がどのように咀嚼するのが注目される。