

2025 年 9 月 22 日 全 7 頁

聖域なきスタンダード市場改革議論

上場維持基準などの見直しにも言及

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」の第 23 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」に関する現状と今後の取組み、(2) グロース市場における今後の対応、(3) スタンダード市場における今後の対応、(4) プライム市場の英文開示義務化後の状況、について議論が行われた。
- プライム市場、グロース市場と続いて、今後はスタンダード市場改革がフォローアップ会議の議論の中心になりそうである。メンバーからはスタンダード市場上場会社に対してバランスシート、資本コスト、キャピタル・アロケーションへの意識の低さや上場会社としての責任を質す声があり、厳しい指摘が多かった。
- また、少数株主保護、流動性・株主分布を中心として、上場維持基準などの見直しにも言及されており、聖域なきスタンダード市場改革の議論がスタートした格好である。

第 23 回フォローアップ会議

東京証券取引所（東証）で 2025 年 9 月 2 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 23 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」に関する現状と今後の取組み、(2) グロース市場における今後の対応、(3) スタンダード市場における今後の対応、(4) プライム市場の英文開示義務化後の状況、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。

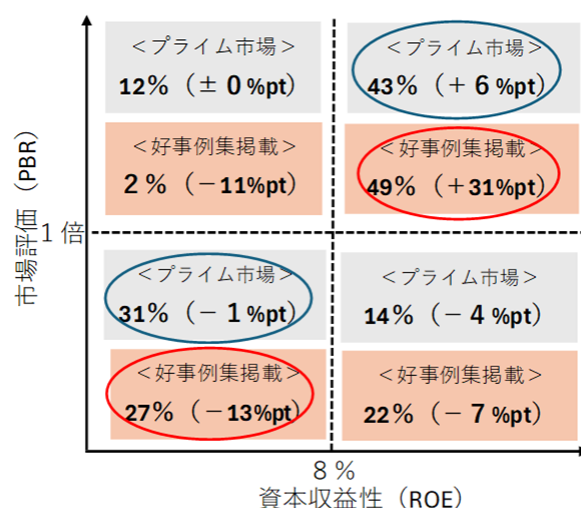
(1)「資本コストや株価を意識した経営」に関する現状と今後の取組み

東証が要請 3 年目の状況をレビューし、ゆっくりではあるものの、着実な進捗が示された。図表 1 は 2022 年 7 月と 2025 年 7 月の上場会社の PBR と ROE という市場評価・資本収益性の状況を示したものである。各象限にプライム市場全体（灰色）と 2024 年 11 月に公表された「事

例集」の掲載会社（赤色）の状況を示した（カッコ内は 2022 年 7 月と 2025 年 7 月の変化）。
「事例集」の掲載会社は投資家が期待する取組みを実行している会社である。

プライム市場全体では、右上の PBR 1 倍以上・ROE 8 %以上が最も多く、次いでそれとは反対に位置する左下の PBR 1 倍未満・ROE 8 %未満が多い。2022 年 7 月と 2025 年 7 月の変化で見ると、PBR 1 倍以上・ROE 8 %以上の割合が 6 %pt 上昇した一方で、PBR 1 倍未満・ROE 8 %未満は 1 %pt とわずかであるが低下しており、好ましい方向性であることが確認された。事例集掲載会社も同じような傾向が見られたが、PBR 1 倍以上・ROE 8 %以上が 31%pt 上昇し、PBR 1 倍未満・ROE 8 %未満は 13%pt も低下し、プライム市場全体よりも強い傾向が見てとれる。東証が行った機関投資家へのヒアリングでは「投資家を意識した検討や開示が着実に進展」したことを評価している。ただし、「ROE 8 %、PBR 1 倍を超えていれば一安心という意識の企業もあり、取組みを進める企業とそうでない企業の間で、差が広がっていることは大きな課題」という見解も示された。

図表 1 市場評価と資本収益性の変化



(注) カッコ内は 2022 年 7 月と 2025 年 7 月の変化。

(出所) 東京証券取引所「『資本コストや株価を意識した経営』に関する現状と今後の取組みについて」(2025 年 9 月 2 日) より大和総研作成

フォローアップ会議のメンバーのほとんどは改革の進捗状況の評価をしていた。今後、東証や会社に対して期待することとして、「PBR・ROE による自社のポジショニングや、それを踏まえて機関投資家がどのような関心を持つかについて意識をしてもらう」という意見があった。別のメンバーからは図表 1 で示した左下から右下への資本収益性の改善は会社もやるのが分かるが、右下から右上に移る市場評価の改善は難しいと指摘があり、「財務的な結果だけでは市場からの評価を得るのが難しい場合も多く、その際にどのようなメッセージを伝えていけば良いのかというのは、非常に重要なポイント」とされた。

上述した機関投資家のコメントにあったように ROE 8 %、PBR 1 倍を超えていれば一安心とする会社があるという声に対しては、より目線を上げるための取組みが必要との声が複数あった。

資本収益性や市場評価向上のモチベーションを上げるために、役員への株式報酬の導入だけではなく、「従業員への株式報酬の導入促進を東証が旗を振って進める」との東証の行動に期待する声があった。また、本取組みの要請時には「我が国の経済成長を支えていく、あるいは生産性向上を目指す」ことが東証から示されたが、現在は ROE 8 %・PBR 1 倍を超えるという手段だけ示されているとして、会社に対して要請の目的を示したり、必要があればその内容を更新する議論をしたりしてはどうかとされた。

（２）グロース市場における今後の対応

前回 7 月のフォローアップ会議で示されたグロース市場の上場維持基準の見直しとスタンダード市場への市場区分変更に関する形式要件の変更は 9 月下旬を目途に制度要綱が公表され、パブリックコメントが行われることが東証から報告された。前者は、2030 年以降に「上場 5 年経過後時価総額 100 億円以上」へと上場維持基準の見直しとともに、例外対応として会社が追加期間を設けて新基準への適合に向けた計画を投資家に開示する場合、上場維持を可能にする内容である¹。後者はプライム市場とグロース市場の上場会社がスタンダード市場に市場区分変更する際、新規上場基準ではなく上場維持基準の形式要件の充足を求めるものである。

その他、東証はグロース市場上場会社へのヒアリングに基づいて、グロース市場で期待される企業像（図表 2）とグロース市場選択の考え方（図表 3）を示す予定である。前者の企業像は 9 月下旬に示し、「高い成長を目指した経営」の働きかけを行う方針である²。示された①～⑦共に投資家と会社の間でギャップのある部分であり、非常に重要である。例えば、①ではグロース市場の銘柄にはプライム市場の大型株よりも高い成長（年成長率 20～30%）を求めていること、一過性の要因を除いて今後の成長が持続/加速すること、投資家に対して成長根拠に関する情報発信・コミュニケーションに取り組むことなどが期待されている。後者の選択の考え方はグロース市場で成長した会社に対して市場選択の検討材料を提示するものである。市場のコンセプトに沿って、継続して高い成長を目指す場合、グロース市場に留まることを提案し、そうした会社を選ばれる市場になるようにサポートなどの提供を想定していることが特徴的である。

¹ 詳細は神尾篤史「[意見分かれるグロース市場の上場維持基準見直し案](#)」（大和総研レポート、2025 年 7 月 28 日）を参照。

² 「高い成長を目指した経営」については神尾篤史「[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。

図表 2 グロース市場で期待される企業像

	投資家の期待とギャップがある 経営者のマインド		グロース上場企業に対する 投資家の期待
①	売上・利益は着実に成長しているのに、 株価に反映されず報われない	→	成長の持続・加速を期待させるビジョ ン・戦略を示してほしい
②	投資家は「増資＝希薄化」と捉えるの で、資金調達を行うと株価が下がる	→	具体的かつ説得力のあるエクイティ・ス トーリーを示してほしい
③	投資家は株主還元を求めているので、 配当を増やさないとい投資してもらえない	→	成長ステージの企業に期待しているの は、配当よりも成長投資
④	赤字では投資家に評価されないので、成 長投資に二の足を踏んでしまう	→	目先の赤字を過度に懸念せず、成長投資 を推進してほしい
⑤	成長が停滞しているので、従来の延長線 での拡大路線を目指す	→	M&Aなどのインオーガニックな成長戦略 も含めて、成長戦略を再構築してほしい
⑥	グロース市場には機関投資家が少ないの で、頑張って開示しても仕方ない	→	自社の成長ステージに合った投資家層を 狙い、効果的な情報発信・IR活動をして ほしい
⑦	投資家は下方修正を嫌うので、業績予想 はできるだけ出さない方がよい	→	成長目標やKPI、その進捗の継続開示 が、投資家の信頼感を生む

（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 9 月 2 日）より大和総研作成

図表 3 グロース市場選択の考え方

- 東証の3つの市場区分は、それぞれが独立したコンセプトを持ち、それに応じた流動性やガバナンス等の上場基準が設定されており、上場会社には、自社の状況や成長戦略等を踏まえ、**最適な市場区分を主体的に選択していただくもの**
- この観点から、上場企業（経営者）が、**グロース市場で成長を実現した後も、引き続き「グロース」企業として更なる高い成長を目指す**ということであれば、**グロース市場にとどまって、思う存分チャレンジしていただきたい**
 - ※ 旧市場区分では、マザーズから市場第一部に移行するメリットとしてTOPIXへの組入れが挙げられたが、**2026年10月以降は、グロース上場企業も一定の流動性があればTOPIXへ組み入れられる**
 - ※ 反対に、現在、**プライム市場・スタンダード市場に上場している企業**についても、自社の状況や成長戦略を踏まえて、**グロース市場へ移行することも歓迎**
- **グロース市場は、リスクマネーを調達するためのマーケットであり、各上場企業には、市場を活用して積極的に成長資金を調達し、成長を加速していただきたいと考えており、東証としてもその実現に向けた環境整備につとめていく**
- 東証では、グロース市場が「高い成長を目指す企業」に選ばれる市場となるよう、「グロース」というキャラクターを追求した施策の推進とともに、**そうした企業へのサポートやグロース市場に上場するメリットの提供を進めていく**

（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 9 月 2 日）

メンバーのほとんどはグロース市場で期待される企業像の内容を概ね評価していた。図表2の④の戦略的な投資による赤字については、短期的な赤字の後の「中長期的な利益成長が見込めるというビジョンについては、ロジカルな説明や対話が必要」とし、「バックボーンとして、しっかりとしたキャピタルマーケットのリテラシーやファイナンシャル・リテラシー」「上場

企業としての責任」を持つことが必要との指摘があった。⑤の成長戦略の再構築については、「上手くいかない場合は自発的に退出するという選択肢も、具体的に言及していただいて良いのではないか」との意見が示された。

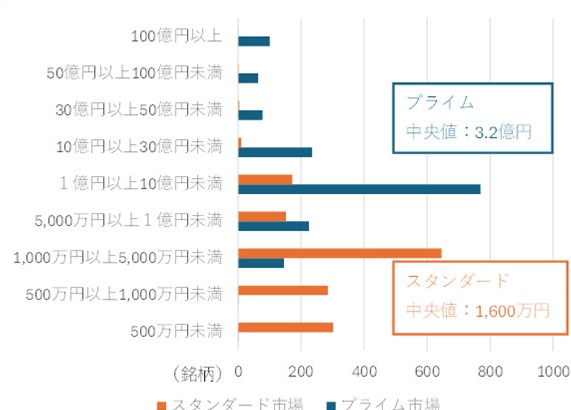
グロース市場選択の考え方については、グロース市場に限らずプライム市場やスタンダード市場の在り方にも議論が及んだ。メンバーからは「市場区分の変更から3年強ほど経過して、各市場の特徴をより際立たせるフェーズになっている」「それぞれの市場に上場するメリット・負担・制約などの制度や枠組みをより明確にする必要」などの声があった。各市場の在り方や全体像を明確化することについて求める声は多くのメンバーからあり、今後の議論の中心課題になりそうである。

（３）スタンダード市場における今後の対応

前回のフォローアップ会議で、メンバーから上場基準の見直しを含めた全ての施策を検討すべきという意見やスタンダード市場の上場会社の詳細なデータを求める発言があった。それらへの対応として、今回、東証から市場データや市場関係者へのヒアリングが示された。

市場データによって明らかになったことは業種・時価総額など様々な会社が上場している一方で、流動性など課題が多いことである。業種ではサービス業、情報・通信業、小売業、卸売業がそれぞれ10%ほどを占め、その次に機械、電気機器といった製造業が位置している。時価総額（2025年7月22日時点）は20億円未満から1兆円以上まで幅広く存在している。もっとも、時価総額の中央値は82億円（プライム市場：1,000億円）と極めて小さく、一日の平均売買代金（2024年8月1日～2025年7月31日）の中央値は1,600万円（同：3.2億円）と流動性も乏しい（図表4）。流通株式比率もプライム市場と比較して低位にあり、50%未満が65%（同：35%）も存在する（図表5）。

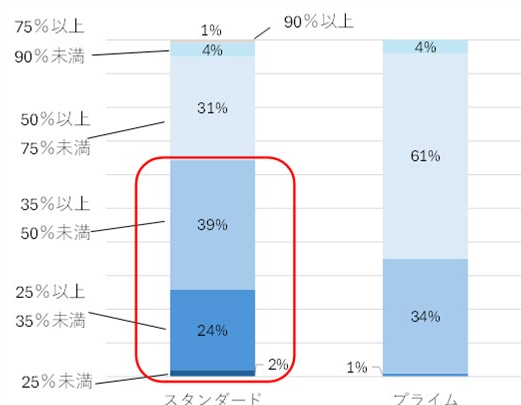
図表 4 一日平均売買代金



（注）2024年8月1日～2025年7月31日の期間。

（出所）東京証券取引所「スタンダード市場における今後の対応」（2025年9月2日）より大和総研作成

図表 5 流通株式比率



（注）2025年7月22日時点の上場会社対象。

（出所）東京証券取引所「スタンダード市場における今後の対応」（2025年9月2日）より大和総研作成

2025 年 8 月末時点の「資本コストや株価を意識した経営」の開示済み会社の割合は 48% (同：91%) と半数に届かない。PBR が 1 倍に満たない会社は 2022 年 7 月時点で 64%、2025 年 7 月は 59%、同様に ROE 8 %未満は 2022 年 7 月時点で 63%、2025 年 7 月時点で 59%である。いずれも改善しているものの、半数が PBR 1 倍・ROE 8 %に満たない。

図表 6 では市場関係者へのヒアリングを示しているが、スタンダード市場への IPO を検討する会社が増えており、企業価値向上に積極的に取り組む既存の会社も見られる一方で、資本市場に向き合う必要性が乏しい状況が生じている。相続税を低く抑える意図と見られるが、株価を上げたくないという意見もあるようで、極めて問題が大きい。

図表 6 市場関係者の声

【IPO】 ・これまでスタートアップ企業においては、上場先の市場の選択を丁寧に行っておらず、基本的にグロース市場を目指すことが多かった。今般のグロース市場の維持基準見直しを機に、自社の成長速度等に照らして、自社に適した市場区分はどこなのか、スタンダード市場を含めて検討を行うようになってきている ・グロースの基準が上がることで、今後、上場基準が緩やかなスタンダード市場が上場ゴール、既存株主や経営者のエグジットの場になってしまうのではないかという懸念もある。安易にスタンダード市場を勧めて流動性が低いまま上場するよりも、上場時期をずらす方が適切なケースもあるのではないかと
【既上場会社の実態】 ・特に、スタンダード市場の上位企業は、規制も厳しくなく、TOPIXには採用されるという一番居心地が良い状態になってしまっている。こうした企業に対しては、ハードルを下げ過ぎず、必要なことは求めていくべき ・時価総額数十億円の企業は、上場維持基準への抵触懸念もなく、アクティビストのアプローチなどの外圧が無い限り、資本市場と向き合う必要性を感じにくい。同業他社と比べて見劣りしなければ良いというところに留まっており、企業価値向上に向けた本質的な取組みに繋がっていない
【資本コストや株価を意識した経営】 ・コーポレート部門では、取組みの必要性を認識していても、売上や利益などのPL指標を最優先に考える事業部門や事業部門出身の役員等の意識改革に苦労している企業も多い ・他社に買収してもらうという形でM&Aによる非公開化を検討する企業も見られるが、上場維持基準が緩やかである中で、差し迫った事情もないため、実際の動きには繋がらない企業が多い印象
【少数株主保護・ガバナンス】 ・オーナー企業の場合、自分の税金が増えるため増配したくない、相続税が上場株式の株価に紐づくため株価を上げたくないという声も聞かれる。そもそも企業価値をあげようということに関心が向いておらず、少数株主との利益相反が生じている ・社外取締役の比率は以前より大分増えたが、実質的に機能しているかは企業ごとにバラつきが大きい。相談役的な立ち位置に留まってしまっていることが多く、経営陣と対等に議論できる社外取締役の存在が、これからの課題

(出所) 東京証券取引所「スタンダード市場における今後の対応」(2025 年 9 月 2 日) より大和総研作成

こうした状況に基づいて、メンバーは多くの課題を理解した上で、今後の対応の方向性について議論を行った。「流動性・分布は特に留意が必要だと考えます。資本市場を意識する企業

が少ないという市場関係者の声には、流動性や分布の関係で適切なプレッシャーがかかりにくいという背景がある」「黒字ならそれで良いといったように、バランスシート、資本コスト、キャピタル・アロケーションへの意識も希薄で、IR も積極的に実施しておらず、そういった状況で上場していて良いのか疑問」「上場責任という言葉が何度も出ていますが、東証の要請に応えて、上場している以上投資家にしっかり開示することが重要」などの課題や懸念が示された。多様な上場会社があるため、「上場会社を類型化するアプローチが必要になるかと思っています。類型化の基準は企業規模や株主構成など様々考えられる」という今後の対応策が示された。これに加えて、「類型化して実態を把握し、改善に向けて中長期的な変革を促していく、結果的に改善されない場合には何らかのペナルティ（退出など）も含めて検討するという中長期プランであることを訴えて、上場会社としての責任を問う」という発言もあった。

上場基準の見直しについては、「グロース市場の基準見直しがあったことから、スタンダード市場でも議論の行方に注目が集まっている」とされている。基準の見直しについては、「最低限守るべきものは少数株主保護だと考えています。少数株主保護の実現のために特にピンポイントに効かせるものがあるのだとしたら、一つはボードの構成としての独立社外取締役の役割で、もう一つは流動性の担保だと思っています。この辺りのポイントにフォーカスし、基準の見直しが必要であれば実施しても良い」「少数株主保護、流動性・分布の改善を中心に、最終的には上場維持基準かその運用をしっかり見直し、東証としてクオリティコントロールをしていく必要がある」との踏み込んだ意見も見られた。

終わりに

プライム市場、グロース市場と続いて、今後はスタンダード市場改革がフォローアップ会議の議論の中心になりそうである。実は、2022 年 7 月のフォローアップ会議初回からスタンダード市場の位置付けを、プライム市場とグロース市場の間にある中途半端な市場など、課題視する声が複数あった。東証の市場区分の在り方を議論した金融庁「市場構造専門グループ」とフォローアップ会議の両方のメンバーを兼務するものからはスタンダード市場について「確かに市場区分の見直しの際は議論の時間不足といえますか、市場コンセプトが詰めきれていなかったという面はあると認識」という発言があった。

当初から問題視されてきた中で、2023 年 3 月にプライム市場とともに「資本コストや株価を意識した経営」が要請され、市場の質的な転換が期待された。しかし、プライム市場より進捗が芳しくない状況であり、低い流動性などその他の無視できない課題も存在する。

前回に引き続き、今回の議論は市場全体の状況を調査し、メンバーから様々な意見を集めている段階であり、すぐに改革案が出てくる雰囲気ではない。しかし、議論の序盤から上場維持基準の見直しに言及するメンバーも見られ、まさに聖域なきスタンダード市場改革の議論がスタートしたといえる。