

2025 年 12 月 3 日 全 5 頁

他市場にも波及する？スタンダード市場改革

少数株主保護や上場の責務が問われると広範に影響する可能性も

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 11 月 13 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 24 回が開催された。複数の項目について議論されたが、本稿では（１）グロース市場における今後の対応、（２）プロマーケットの今後の方向性について、（３）スタンダード市場における今後の対応、の議論を概観する。
- （１）のグロース市場の上場維持基準等の見直しは、パブリックコメントの結果を踏まえ、12 月中を目途に規則改正が実施予定である。（２）のプロマーケットは信用力・知名度の確保、円滑な事業承継の準備など様々な動機での上場を促進してきたが、改めて「一般市場上場とその後の成長を目指す企業が集う市場」と位置付ける方向性について議論が行われた。
- （３）のスタンダード市場に関する具体的な対応は次回以降に本格的に議論される予定である。現状、様々な施策が議論のテーブルに載せられているが、流動性（公開性）の確保に加え、少数株主保護に対する施策、上場の責務を求めることなどが検討されている。後の 2 つは他市場にも影響する可能性があり、今後の議論が注目される。

第 24 回フォローアップ会議

東京証券取引所（東証）で 2025 年 11 月 13 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 24 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）プロマーケットの今後の方向性について、（３）スタンダード市場における今後の対応、（４）経過措置適用会社の状況、（５）「資本コストや株価を意識した経営」に関する事例集のアップデート等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。

グロース市場における今後の対応

東証からグロース市場に関する様々な施策が公表されてきたが、それらが実行される局面に移ってきた。まず、2025 年 9 月下旬からパブリックコメントが実施されていたグロース市場の上場維持基準の見直し等は、12 月中を目途に規則改正の実施予定が公表された。上場維持基準を「上場 5 年経過後時価総額 100 億円以上」へと現行の「上場 10 年経過後時価総額 40 億円以上」から見直すものが主な内容で、2030 年 3 月決算会社から適用見込みである。

次に、グロース市場上場会社に対して、成長状況の分析・評価、成長戦略・開示のアップデートを要請する『『高い成長を目指した経営』の実現に向けた対応のお願い』が 2025 年 9 月に公表されていたが、それらの好事例が 12 月目途に公表される予定である。図表 1 にある 7 つの投資家の期待事項に沿う形で紹介される。

図表 1 グロース上場会社に対する投資家の期待

投資家の期待
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
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
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
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
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
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
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 11 月 13 日）より大和総研作成

その他、2026 年年明けごろを目途に、積極的に取組みを進める会社の資料を一覧化した特設サイトを東証のウェブページで開設予定である。また、スタートアップの成長性に着目した新たな指数の開発も検討されている。

プロマーケットの今後の方向性について

東証にはプライム市場、スタンダード市場、グロース市場の一般市場の他に、近年、上場会社数が増加している TOKYO PRO Market（プロマーケット）がある¹。この市場は、一般市場とは大きく異なり、上場基準に形式要件が設けられていないなど柔軟に制度設計がなされており、特定投資家等（いわゆるプロ投資家）のみ投資できるという特徴がある。証券会社、コンサル

¹ 上場会社数は 2021 年末が 47 社であったが、それ以降増加して、2025 年 12 月 2 日時点で 161 社が上場している。

ディング会社、証券印刷会社等が J-Adviser として上場適格性の調査や上場後を含む指導・助言を行う。もっとも、売買がほとんどなく、株式による資金調達・株式の売出しは極めて限定的な状況である。

プロマーケットの活用促進は、非上場会社の資金調達環境の改善についてスタートアップ育成 5 か年計画等の施策が進められる中で、グロース市場改革と一緒に検討され、議論が行われてきた。これまでプロマーケットは信用力・知名度の確保、円滑な事業承継の準備など様々な動機での上場を促進してきたが、改めて「一般市場上場とその後の成長を目指す企業が集う市場」と位置付ける方向性について議論が行われた（図表 2）。

図表 2 プロマーケットの今後の方向性



（出所）東京証券取引所「プロマーケットの今後の方向性について」（2025 年 11 月 13 日）

メンバーによる議論では、東証が示した方向性に理解を示す声が多かったが、課題も挙げられた。また、別の方向性を示すメンバーもいた。方向性に理解を示しつつ課題を指摘したものとしては「未上場株の流通市場の制度整備が行われているので、それとこのプロマーケットがどう違うのか、同じなのかをきちんと整理して、こちらのコンセプトを打ち出す必要がある」「J-ships 制度との関係を明確にすべきだと思います。どちらもやっていることは、特定投資家向け私募など、競合することは間違いないと思います」²とされており、よりコンセプトの明確化が指摘された。「機関投資家をもっと惹きつけるための準備期間として、どのように訴求すればいいのかといった点に関してサポートを進めるといいのではないか」という一般市場への上場に加え、その上場後の成長に向けて機関投資家の参入を促進する意見も示された。

一方で、「上場に至っていない未上場企業の株式に流動性を提供する場所というコンセプトもありうるのではないか」という方向性を示したメンバーも複数いた。米国の例を引き合いに出したメンバーは、上場するまで同じ株主である日本と異なり、各ステージでリスクマネーの供給者が変わり、「このステージでエグジットしたい、このステージから投資したいと様々な

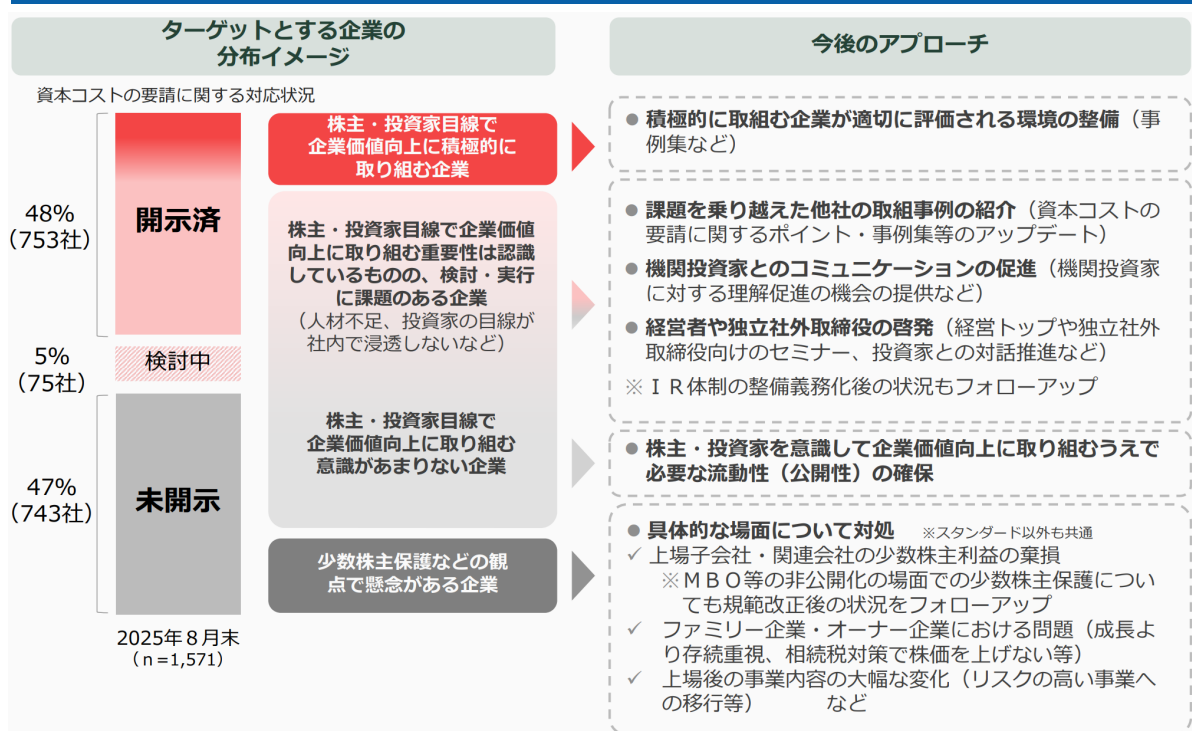
² 特定投資家向け銘柄制度（J-ships）は、金商法上の特定投資家私募等の枠組みを活用し、非上場会社による特定投資家からの資金調達（私募）等を証券会社が仲介する制度である。

考えを持っている投資家たちが、このプロ市場の仕組みを使うことにより株式を売買しやすくなればいいのではないのでしょうか」と述べた。このように意見が分かれる中で、東証がどのようにかじ取りをしていくか注目される。

スタンダード市場における今後の対応

多様な会社が存在するスタンダード市場の上場会社への対応を考えるにあたって、会社を類型化して考えるべきと前回のフォローアップ会議で示されたが、今回はその類型が東証より示され、今後の進め方が議論された。図表 3 が東証から示された 4 つの会社群と今後のアプローチである。「資本コストや株価を意識した経営」の要請（資本コストの要請）に対する開示率を時価総額と大株主の状況でみたものが図表 4 である。

図表 3 スタンダード市場に対する今後の対応

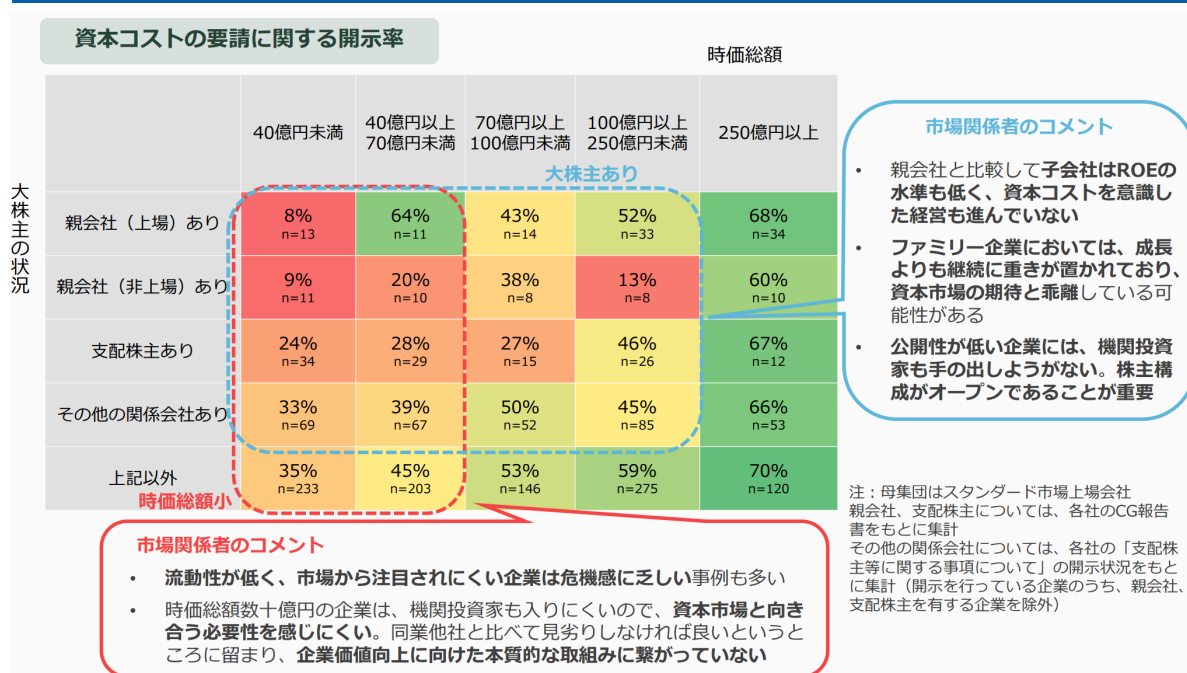


（出所）東京証券取引所「スタンダード市場における今後の対応」（2025 年 11 月 13 日）

図表 3 に対して違和感を表明するメンバーはおらず、次回以降の議論もこれに沿って進むと思われる。ただし、「不特定多数の投資家から資金調達を行っているという上場の意義を理解せず、その責務を果たしていないケースを、一番下の『具体的な場面について対処』に加えていただきたい」という意見があり、これに同調するメンバーも複数いた。図表 4 に詳細な考察を加えたメンバーは、『『支配株主あり』と『親会社（非上場）あり』のグループは、著しくベンチマークを下回っています。ここは一般株主や少数株主を軽視している傾向が明確であり、

改めて上場責任を強調する必要がある、はっきりとしたメッセージを伝えるべき」と述べた。ここで言及したベンチマークとは図表4の最下段の「上記以外」を指しており、時価総額の高低によって開示率に差が出ていることから基準として使われた。こうした考察を踏まえ、次回以降、スタンダード市場への具体的な対応が検討される。

図表 4 資本コストの要請に関する開示率



（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11月13日）

終わりに

今後のフォローアップ会議では、スタンダード市場の改革がメインテーマになりそうであるが、この改革の過程でプライム市場、グロース市場にも影響が及びそうなことは留意しておくべきである。

図表3で示したようにスタンダード市場の上場会社を4つの会社群に分けて対応する予定である。資本コストの要請に意識が高い会社への対応は、今まで実施してきた事例集の公表や機関投資家とのコミュニケーションの促進などが挙げられている。一方で、資本コストの要請に対して意識が低い会社へは流動性（公開性）の確保や少数株主保護に対する施策が検討のテーブルに載せられている。また、これらに、メンバーの複数が同意した上場の責務を果たしているかどうかも加えられそうである。少数株主保護や上場の責務はスタンダード市場のみに問われる問題では決してない。スタンダード市場の改革での対応が他市場の上場会社にも波及する可能性があるため、対象となる可能性のある会社は留意すべきである。