

2026 年 9 月 9 日 全 8 頁

東証市場区分見直し後の現状と課題

「成長」以外にグロース市場の課題解決の道はなし

調査本部 フェロー兼
エグゼクティブ・サステナビリティ・アドバイザー 塩村 賢史

[要約]

- 本稿では、2022 年 4 月の東京証券取引所（東証）市場区分見直し後の状況について、「市場のコンセプトの明確化」と「上場企業への規律付け」がどこまで達成されたかをデータに基づいて検証し、課題についても整理している。
- 東証がプライム、スタンダード、グロースの 3 市場へ再編された後、上場コストの上昇やアクティビストの脅威などを背景に、東証の上場企業数は 2023 年度をピークに減少している。近年は上場廃止などによる退出企業数が新規上場企業数を上回っており、特に上場維持基準の引き上げが発表されたグロース市場は新規上場の減少が目立つ。
- プライム市場では、見直し後に「外国法人等」の株式保有比率が上昇しており、グローバルな機関投資家を中心とした市場という当初のコンセプトに沿って株主構成が変化している。一方、スタンダードでは「個人・その他」の保有比率が上昇し、グロースでは低下するなど、市場間の特徴も表れている。
- 市場区分見直し後の各市場別の株価指数では、グロース市場の低迷が目立つ。グロース銘柄は 1 株当たり純資産（BPS）がほぼ横ばいで推移するなど、他市場より成長（グロース）していないという皮肉な結果となっている。グロース市場では、上場が創業者やベンチャーキャピタルの投資回収の機会となり、上場時が最も企業価値が高い、いわゆる「上場ゴール」となっている企業が多い。
- グロース企業は、成長戦略、人材・資金などのリソース、投資家との接点、流動性、株価形成などに課題を抱えている。しかし、機関投資家やリサーチの対象となるには一定の時価総額と流動性が必要であり、投資家との接点拡大は、企業の成長期待があってはじめて可能となる。グロース市場が高い成長可能性を持つ企業向けの市場となれば、市場区分見直しの当初の目的は達成される。

市場区分見直しは、「市場のコンセプトの明確化」と「規律付け」が目的

2013 年 7 月に東京証券取引所（東証）と大阪証券取引所（現、大阪取引所）が現物株市場を統合した際には、上場企業や投資家に影響が出ないように、それぞれの市場構造を維持していた。しかし、東証には 4 つの市場区分があり、特に市場第二部、マザーズ、JASDAQ の位置づけが重複しているほか、市場第一部についてもそのコンセプトが不明確という課題があった（図表 1）。

また、新規上場基準よりも上場廃止基準が大幅に低く設定されていることから、上場後も新規上場時の水準を維持する動機付け（規律付け）にならず、上場後に積極的な企業価値向上を促す仕組みとなっていないことも課題とされていた。

図表 1 東証の旧市場区分と現在（2022 年 4 月 4 日以降）の市場区分



（出所）日本取引所グループ

このようなことから、2022 年 4 月 4 日に、従来の 4 つの市場区分から、プライム市場、スタンダード市場、グロース市場の 3 つの市場区分に整理されて、現在に至っている。新たな上場維持基準（図表 2）に抵触した企業も経過措置や改善期間などが設けられ、今までは、上場を維持してきたが、2026 年 10 月 1 日に初めて上場廃止となる企業が出る見通しである。また、2026 年 10 月は、TOPIX の新しい銘柄選定ルールの下で初めて銘柄入れ替えが実施されるタイミ

ングでもある。銘柄入れ替えにより、TOPIX の組入れ銘柄は 1000 銘柄以下に絞り込まれることが見込まれている。

東証では「市場区分の見直しに関するフォローアップ会議」（以下、フォローアップ会議）を設け、様々な観点から上場株式市場の改善に向けた取組みを進めているところであるが、本稿では、フォローアップ会議での議論等に加えて、3 つの市場区分に見直された後の各市場に上場する企業の特徴を様々なデータから確認することで、当初の目的の「市場のコンセプトの明確化」と「上場企業への規律付け」は達成できているのか、できていない点があるとするれば、何が課題なのかについて言及したい。

図表 2 東証の各市場の主な上場基準（流動性基準・ガバナンス基準）比較

	プライム市場		スタンダード市場		グロース市場	
【流動性基準】 考え方・狙い	多様な機関投資家が安心して投資対象とすることができる潤沢な流動性の基礎を備えた銘柄を選定		一般投資家が円滑に売買を行うことができる適切な流動性の基礎を備えた銘柄を選定		一般投資家の投資対象となりうる最低限の流動性の基礎を備えた銘柄を選定	
	新規上場基準	上場維持基準	新規上場基準	上場維持基準	新規上場基準	上場維持基準
株主数	800人以上		400人以上		150人以上	
流通株式数	20,000単位以上		2,000単位以上		1,000単位以上	
流通株式時価総額	100億円以上		10億円以上		5億円以上	
売買高 /売買代金等	時価総額 250億円以上	平均売買代金 0.2億円以上	—	月平均 10単位以上	—	月平均 10単位以上
【ガバナンス基準】 考え方・狙い	上場会社と機関投資家との間の建設的な対話の実効性を担保する基盤のある銘柄を選定。CGコード全原則の適用		持続的な成長と中長期的な企業価値向上の実現のための基本的なガバナンス水準にある銘柄を選定。CGコードの全原則の適用		事業規模、成長段階を踏まえた適切なガバナンス水準にある銘柄を選定。CGコード基本原則のみ適用	
	新規上場基準	上場維持基準	新規上場基準	上場維持基準	新規上場基準	上場維持基準
流通株式比率	35%以上		25%以上		25%以上	

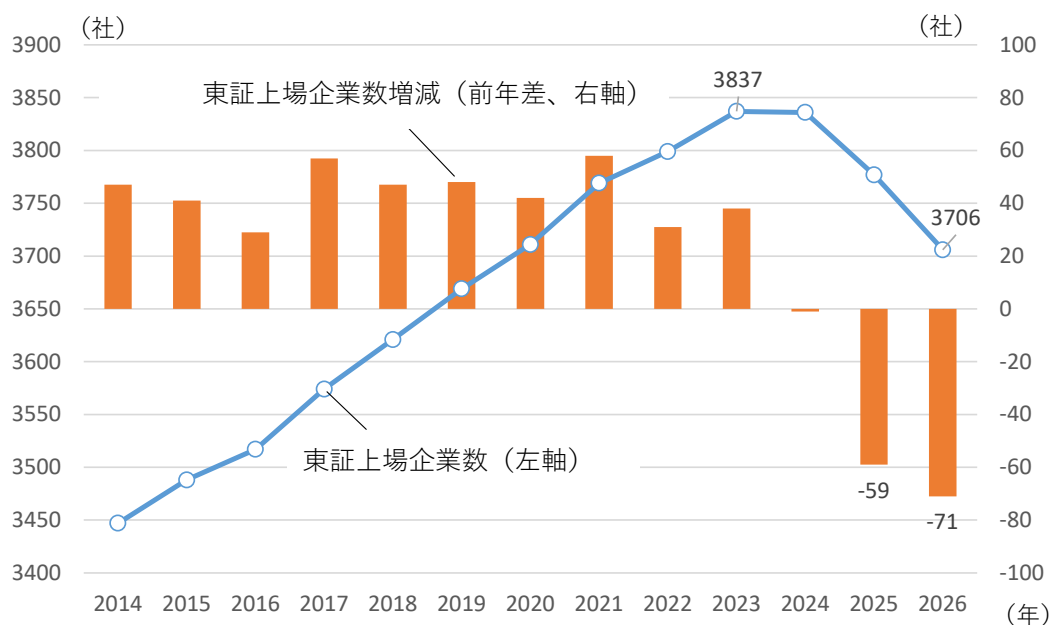
（出所）日本取引所グループの各種資料より大和総研作成

各市場区分別の上場企業数の変化

世界の主要証券取引所とは異なり、東証では上場企業数が増加し続けていた。しかし、近年のコーポレート・ガバナンスや情報開示の強化などに伴う対応コストの上昇、アクティビストの脅威の高まりに加えて、東証が上場基準を厳格化させたことなどを受けて、上場市場から退出する企業が増加している（図表 3）。2024 年には、東証からも上場企業の数ではなく質を重視する方針が示されたこともあり、東証の上場企業数（外国株式、TOKYO PRO Market は除く）は、2023 年度にピークを付けた後、減少ペースが加速している（図表 3）。

上場企業数の減少の内訳を見ると、現在の市場区分に移行した 2022 年以降、特殊要因が影響している 2023 年¹を除いて、プライム市場とスタンダード市場は、一貫して市場から退出する企業数が新規上場企業数を上回る状況が続いている（図表 4）。

図表 3 東証全体の上場企業数推移

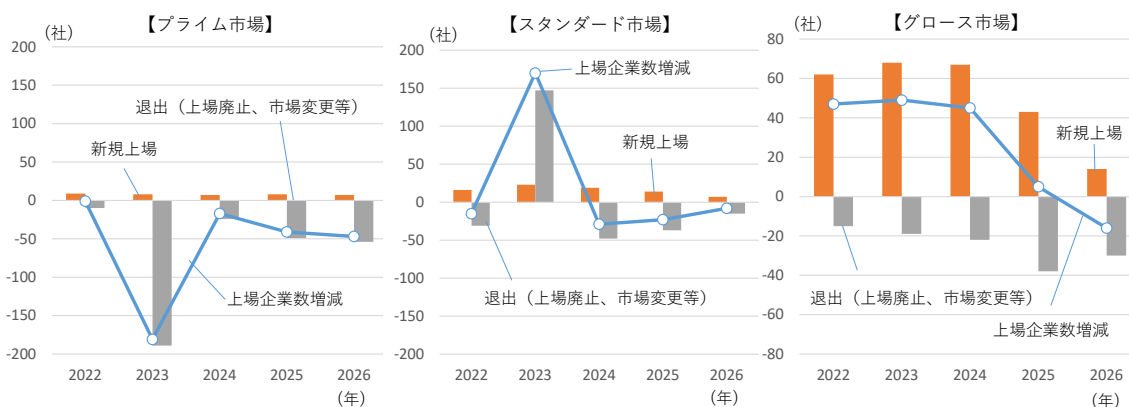


(注1) 外国株式と TOKYO PRO Market は除く

(注2) 2022 年の変化は、2022 年 4 月 4 日から年末までの変化、2026 年は 7 月末まで

(出所) 日本取引所グループ「統計月報」より大和総研作成

図表 4 東証各市場の新規上場・上場廃止等の推移



(注1) 外国株式と TOKYO PRO Market は除く

(注2) 2022 年の変化は、2022 年 4 月 4 日から年末までの変化、2026 年は 7 月末まで

(出所) 日本取引所グループ「統計月報」より大和総研作成

また、グロース市場については、他市場と同様に退出企業数が年々増加していることに加え

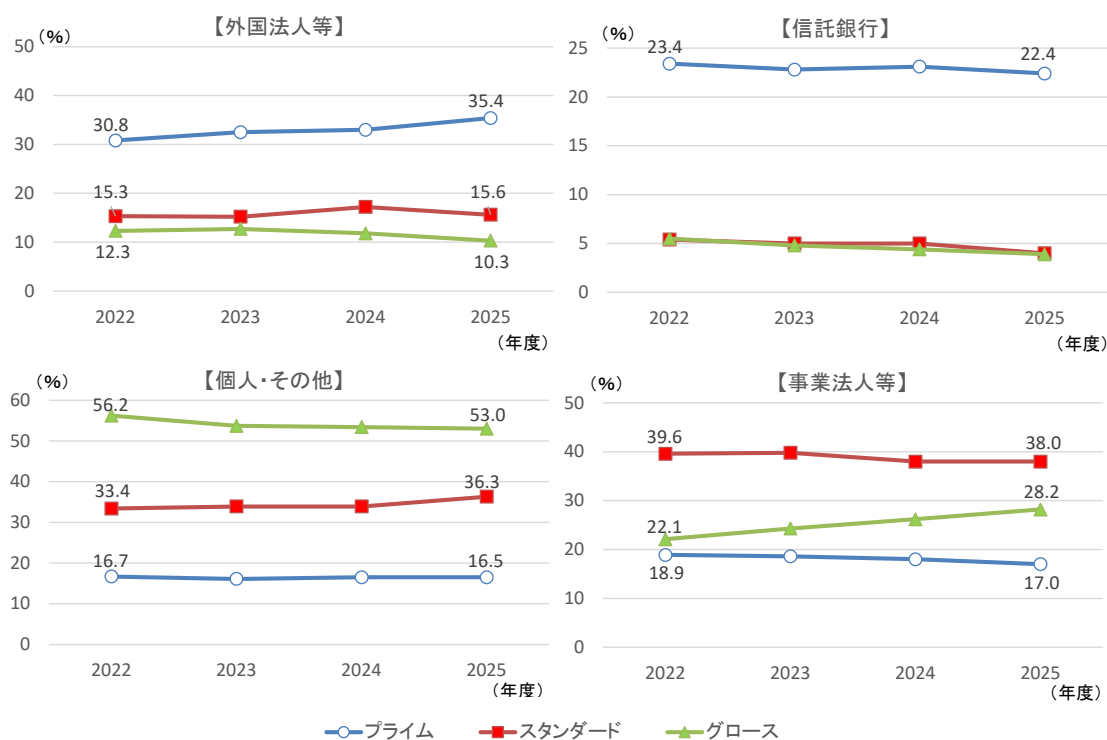
¹ プライム市場からスタンダード市場に無審査で移行できる特例措置により 2023 年 10 月 20 日に 177 社が移行

て、2025 年 9 月に上場維持基準を「上場 5 年経過後に時価総額 100 億円以上」（現行は、10 年経過後に時価総額 40 億円以上）に見直すことが発表²されたこともあり、足元では、グロース市場の新規上場に急ブレーキがかかっている。

各市場区分別の株主構成の変化

市場区分の見直しの目的が各市場のコンセプトの明確化であった。プライム市場は「グローバルな投資家との建設的な対話を中心に据えた企業向けの市場」であり、「多様な機関投資家が安心して投資対象とすることができる潤沢な流動性の基礎を備えた銘柄を選定」した市場とされていた。市場区分見直し後の株主構成の変化を見ると、プライム市場では「外国法人等」の株式保有比率が継続的に高まっている（図表 5）。また、国内機関投資家の保有を反映する「信託銀行」の保有比率については、どの市場でも僅かに低下しているが、この期間に日本株は大幅上昇しており、リバランスの売りが膨らんだためと推測される。プライム市場については、当初のコンセプト通りに構成銘柄が変化しているといえよう。その他では、「個人・その他」の保有比率はスタンダード市場で高まる一方、グロース市場では低下するという対照的な動きとなっており、その代わりグロース市場では、事業法人等の保有比率が高まっている。

図表 5 東証各市場上場企業の株主構成の変化



（出所）東京証券取引所「東京証券取引所ベースの株式分布状況」より大和総研作成

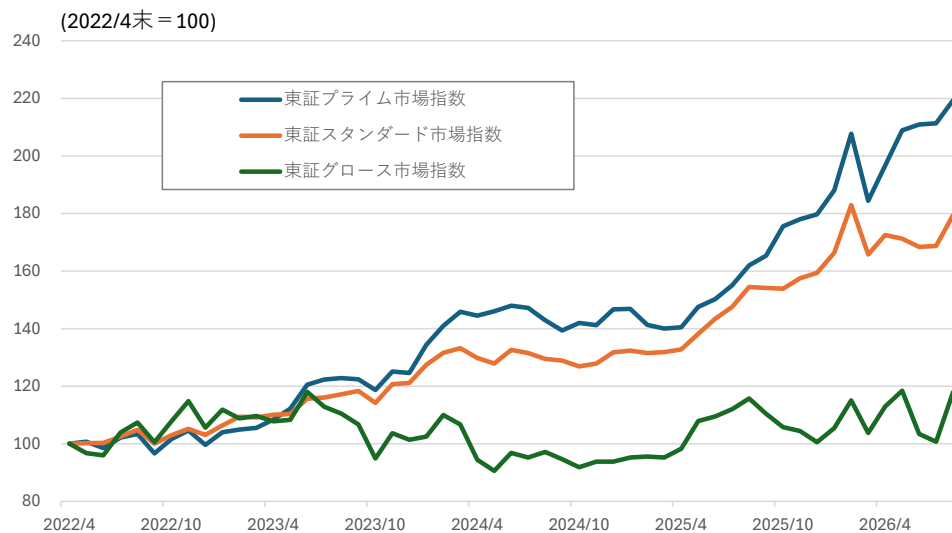
² 東京証券取引所「グロース市場の上場維持基準の見直し等の概要」（2025 年 9 月 26 日）

市場区分の見直しにより鮮明化するグロース市場の課題

新市場区分スタート後の各市場の株価指数の推移を見ると、明暗が分かれている。この期間の国内株式市場の上昇をプライム市場が牽引し、スタンダード市場がそれに続き、グロース市場の低迷が際立っている（図表 6）。

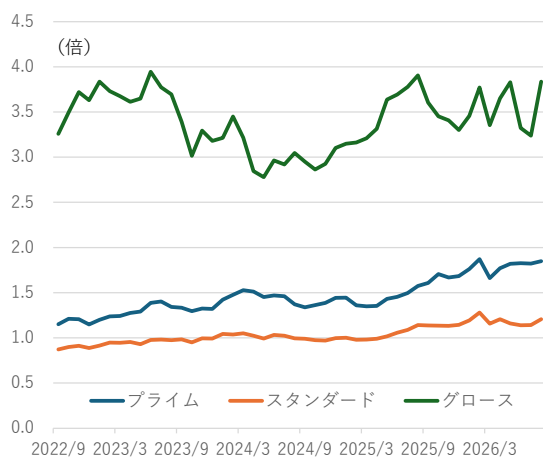
なお、各市場の PBR を見ると、グロース市場上場企業のバリュエーションが低いわけでは無い（図表 7）。しかし、1 株当たり純資産（BPS）で見ると、グロース銘柄はこの期間を通して、ほぼ横ばいで推移している（図表 8）。したがって、グロース市場は、構成銘柄全体では、プライム市場、スタンダード市場と比べて最もグロースしていないという皮肉な結果となっている。

図表 6 東証各市場指数の推移



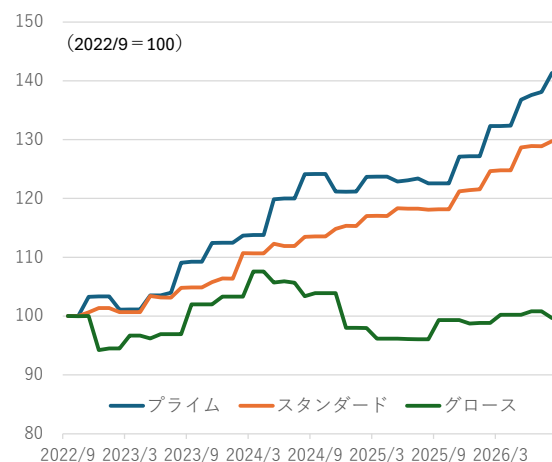
(出所) Bloomberg より大和総研作成

図表 7 東証各市場指数の PBR 推移



(出所) Bloomberg より大和総研作成

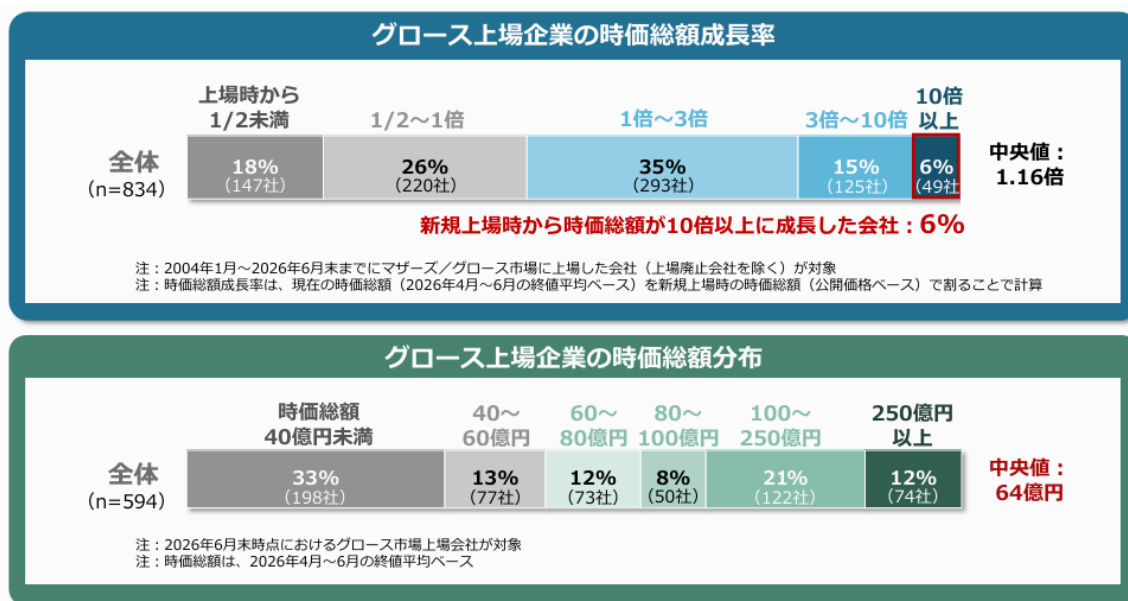
図表 8 東証各市場指数の BPS 推移



(出所) Bloomberg より大和総研作成

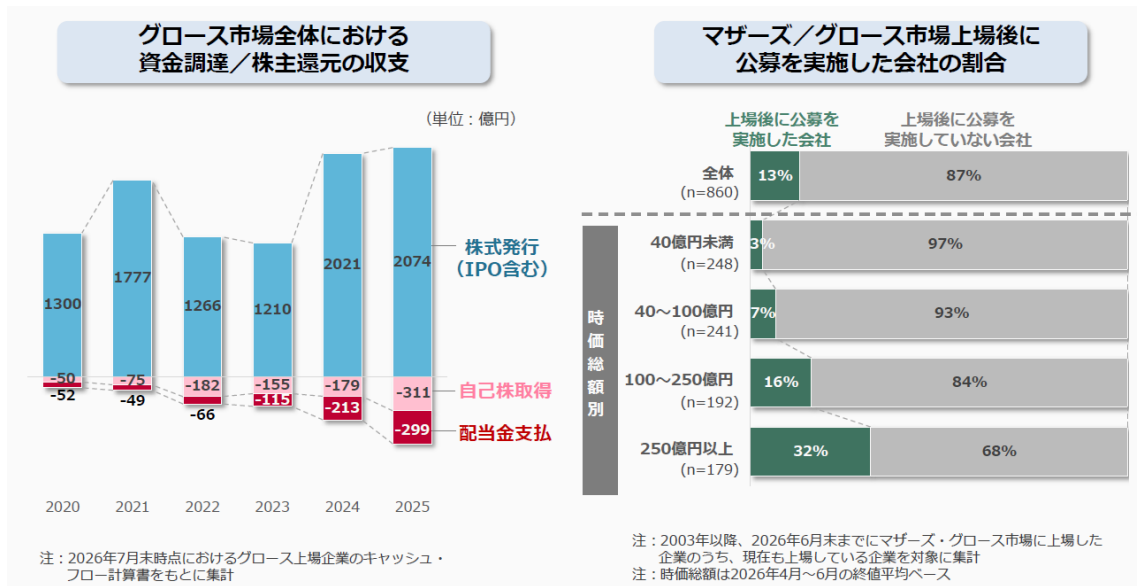
グロース市場に上場していた企業のうち、「テンバガー」と呼ばれる時価総額（株価）が 10 倍以上に成長した企業の割合は僅かに 6%であり、逆に上場時の時価総額を下回っている企業の割合は 44%にも達している。そのようなことから、グロース市場上場企業の時価総額の中央値は 64 億円と極めて小さい（図表 9）。

図表 9 グロース市場上場企業の時価総額の成長率と時価総額分布



（出所）日本取引所グループ「グロース市場改革の取組みと参考データ」（2026 年 8 月 21 日）

図表 10 グロース市場上場企業の資金調達・株主還元の状況



（出所）日本取引所グループ「グロース市場改革の取組みと参考データ」（2026 年 8 月 21 日）

グロース市場は、基本的に新興企業が上場する市場ということもあり、資金調達額が株主還

元額を上回っているものの、資金調達を上場時がほとんどであり、時価総額が小さい企業を中心に上場後に公募調達を実施した企業は少ない（図表 10）。

これらのことから、グロース市場への上場が創業者やベンチャーキャピタルがこれまでの投資を回収（イグジット）する機会として捉えられ、上場後に企業価値を伸ばすことができず、いわゆる「上場ゴール」に陥る企業が多いことがわかる。

東証のフォローアップ会議でも、度々このテーマが議論されている。2025 年 9 月には、前述の「グロース市場の上場維持基準の見直し」が発表され、『『高い成長を目指した経営』実現に向けた対応の働きかけ』が行われ、2025 年 12 月には「投資家が評価しているグロース上場企業の取組み事例集」も公表されている。さらに、2026 年 8 月には、グロース上場企業や IPO を目指すスタートアップのあるべき姿や必要な環境整備について議論する「グロース市場の発展に向けた検討会」を立ち上げるなど、様々な対策が取られている。

「成長」以外にグロース市場の課題解決の道はなし

東証は、グロース市場に既に上場している企業と上場を検討しているスタートアップを対象に、現在抱える課題や期待するサポートなどについてアンケートを実施³している。そこでは、既にグロース市場に上場している企業が現在抱える課題として、「成長戦略の策定・実行や、人材・資金などのリソース不足といった事業面における課題に加え、機関投資家・個人投資家との接点不足などの IR の課題や、流動性の低さ・株価形成に課題を抱える企業が多く見られた」とまとめられている。もちろん、個々の企業によって置かれている状況は様々であり、全てを一括りにすることはできないが、このアンケート結果からは、企業側の期待と現実との間に大きなギャップがあるように感じる。

特に投資家との接点拡大という観点では、一定水準以上の時価総額と流動性がない状況では、機関投資家の投資対象とはなり得ず、その対象でなければセルサイドのリサーチカバレッジに加わることもない。その観点で、東証がグロース市場の上場基準を引き上げる方針を示したことは合理的である。また、グロース市場に上場する企業の場合、事実上パッシブ投資の対象外であることから、アクティブ投資家から選ばれる必要がある。アクティビストを除けば、グロース市場に上場している企業の中で、成長していない企業を投資対象とすることは、極めて稀なことであろう。「成長」と「投資家との接点拡大」の関係性は、「鶏が先か卵が先か」ということではなく、明らかに「成長」が先である。また、IR を効率的かつ効果的に行うためには、企業規模が小さいうちは個人投資家向けの IR に注力し、企業規模が拡大するにつれ、機関投資家向けの IR を強化するということも考えられよう。グロース市場がコンセプト通り高い成長可能性を有する企業向けの市場となれば、自ずとスタンダード市場の立ち位置も明確になる。それが実現すれば、市場区分の見直しは、当初の目的を果たすことになるだろう。

³ 東京証券取引所「グロース市場アンケートの結果について」（2026 年 8 月 21 日）