

グロース市場の在り方について

～上場維持基準の厳格化と成長戦略情報開示強化へ



令和7年6月27日
株式会社資本市場研究所きずな

市場区分見直しのフォローアップと 成長市場としてのグロース市場

東京証券取引所(東証)は、2022年4月から市場区分をプライム、スタンダード、グロースの3つに分け、各市場のコンセプトに合わせて上場会社への働きかけを強化している。

同年7月からフォローアップ会議が始まり本年4月で22回目の開催となっている。なかでも2023年3月にプライム及びスタンダードの上場会社に対して行った「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けたお願い」は、株主還元や自社株取得の増加に見られるように大きな影響があった。

本年4月の会合においては、資本コストや株価を意識した経営を更に推進する課題として、プライム及びスタンダードにおいて親子上場の目的や状況をより投資家に分かりやすく説明することに加え、成長市場としてのグロース市場の在り方が検討されている、

現在、コーポレートガバナンス・コードでは、機関投資家等との会話を推進することが求められているが、機関投資家側は時価総額100億円以上の上場会社を投資基準の一つとしている。その為、グロース市場上場会社に対して、高い成長力を示して時価総額100億円以上となることを目標として取り組んでもらうというのが会議でコンセンサスとなっている。具体的取組みについて、次の検討事項が示された。

【上場前】: 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業界一体(取引所、証券会社等)で推進すること。

【上場後】: 上場会社に対して、改めて上場時から現在までの成長状況を分析し、成長目標・施策等をアップデートするよう働きかけを行うこと。

【上場5年後】: 2030年以降の上場維持基準を現行の上場10年経過後から時価総額40億円以上から、上場5年経過後に時価総額100億円以上へと変更すること。なお、

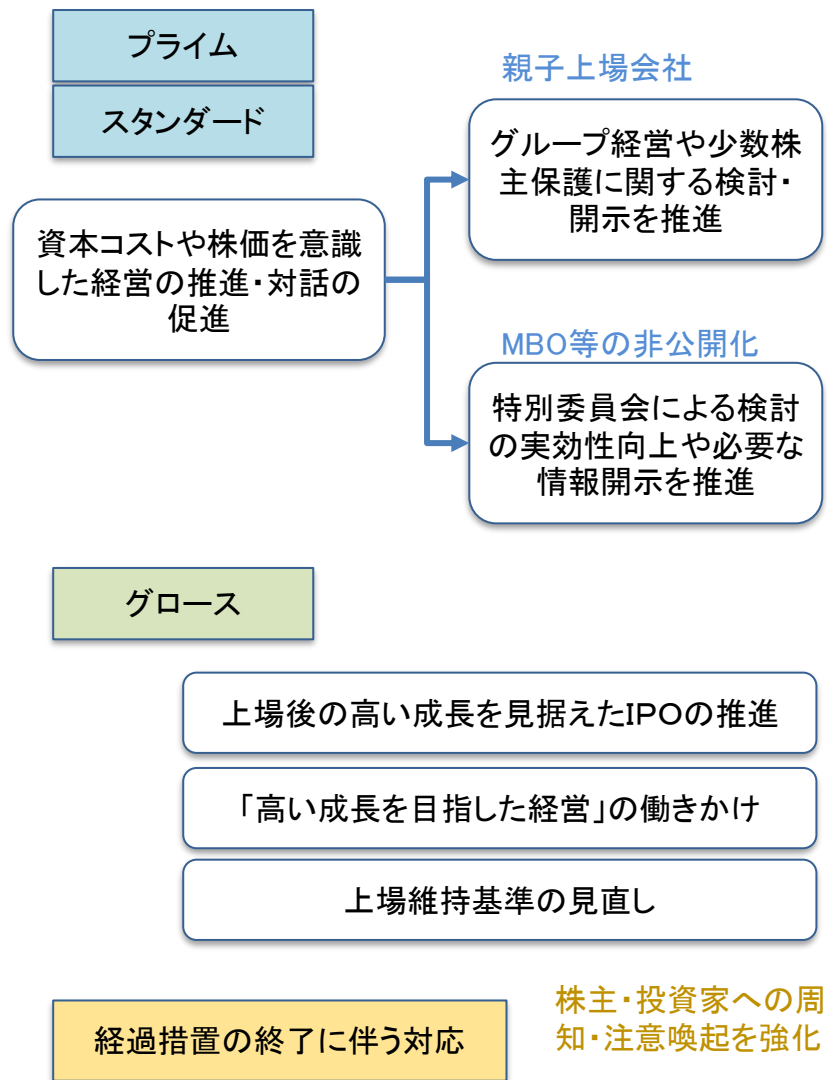
基準を下回った上場会社はスタンダード市場への市場区分変更の対象となるよう手当てをすること。

なお、グロース市場上場615社(2025年3月末時点)の時価総額については、現行の上場維持基準に抵触する40億円未満が224社(36%)、40～100億円が198社(32%)、100億円以上が193社(32%)の分布状況となっている。

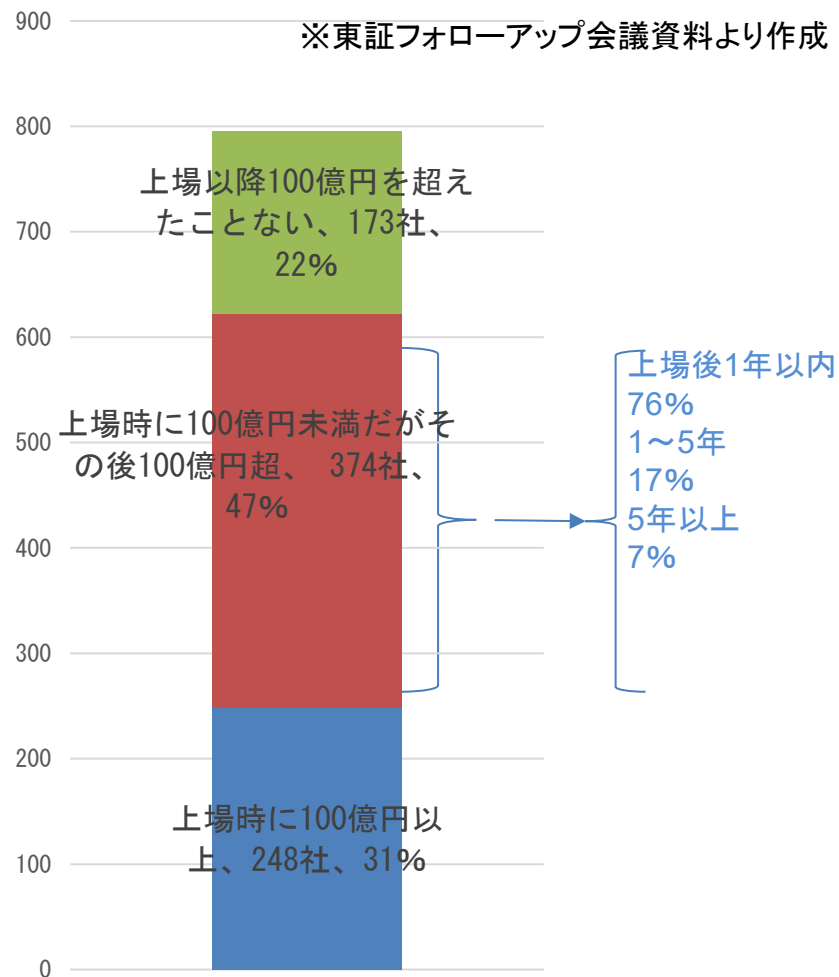
東証調査によると国内中小型株ファンドに組み入れられた764社の内、時価総額100億円未満の上場会社は119社で16%、金額ベースでは97億円で全体の3%に留まっている。

また、下図は2005年～2024年までにマザーズ／グロース市場に上場した会社(上場廃止会社を除く)の時価総額の状況であるが、上場時(公開価格ベース)に100億円未満だったが、5年以内に超えた上場会社の割合は93%となっている。グロース・キャピタル社が、グロース市場上場企業等の役員を対象に、2024年3月に実施した調査では、約8割が上場維持基準の引上げに賛成している。

市場区分見直しフォローアップの現状 (2025年5月現在)



成長市場における時価総額100億円超え



2005年～2024年までにマザーズ／グロース市場に上場した会社(上場廃止会社を除く)

グロース市場上場会社が求められること

グロース市場の上場会社が求められることは、自社の事業について高い成長を目指していることを投資家に示すことに尽きる。その為に投資家が期待する取組みとしては、次の様な事項がフォローアップ会議において指摘されている。

◇成長状況の分析・評価、成長戦略のアップデート:

IPO後、現状分析を行い、成長できていない場合はビジネスモデルの見直しや、他社との提携・M&Aなどを含めて成長戦略の再構築を進めること。自社の競争優位性を踏まえ、合理的な根拠に基づくターゲットの設定や収益化タイミングの想定も点検すべき。

◇投資家への情報開示:

成長目標やその実現に向けた取組みについて、KPIを示し定量的・具体的に策定・開示すべき。また、KPIの採用した理由や継続した進捗状況の開示も必要。

◇投資家とのコミュニケーション: 高い成長の実現について投資家の確信度を高めるため、経営トップ自ら、投資者・市場とのコミュニケーションに取り組むべき。

これらの為には成長戦略に関する情報開示体制を強化することが必須となる。東証が求める開示手段としては、グロース市場新規上場時に公表する「事業計画及び成長可能性に関する事項」のアップデート(東証より年1回以上要請)が中心になり、上場後の成長について、時価総額・株価、売上高・利益、PSR・PERのほか、顧客数、客単価などをより詳細な指標を使って分析・評価すべきとしている。

投資家とのコミュニケーションについては、コーポレート・ガバナンスに関する報告書の「IRに関する活動状況」の欄に直近における投資者向け説明会・個別面談等の実施状況や今後の実施方針・具体的な実施予定の記載が求められている。

また、グロース市場上場会社に対する成長状況に関する情報開示強化要請に伴う東証の支援として、取組みの

好事例の提供や経営者・実務者レベルへのセミナーの強化、機関投資家・アナリスト等との接点づくりで各社の投資家とのコミュニケーションをサポートしている。

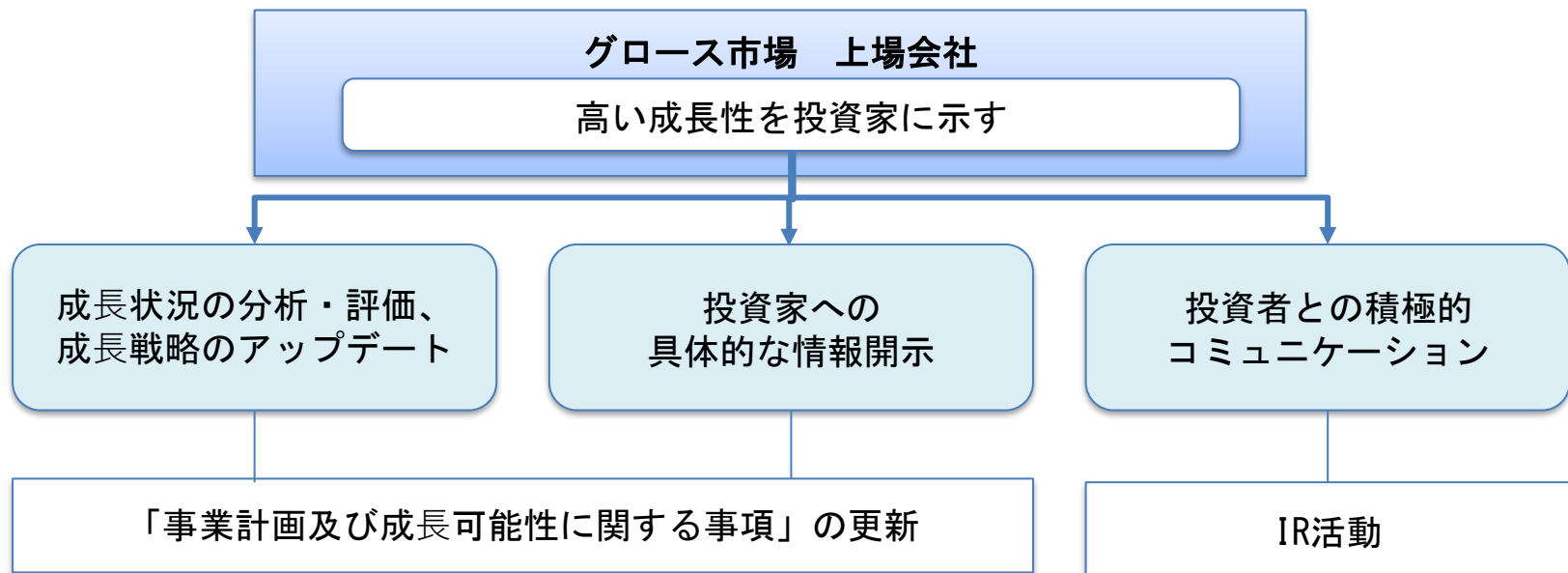
一方で、高い成長性を投資家に示すことが不十分で時価総額が100億円以上となる可能性が低い場合には、スタンダード市場への市場区分変更、特定投資家市場であるTOKYO PRO Market (TPM)等への移行、その他の非上場化も検討されることになる。なお、スタンダード市場は、上場維持基準は流通株式時価総額 10億円以上、流通株式比率 25%以上（結果として時価総額40億円以上）が求められている。

課題となるのは、時価総額40億円未満の上場会社が現時点ではグロース市場上場会社の三分之一を占めており、大規模なファイナンスやM&A、積極的な業務提携などによってビジネスモデルを変更することや、機関投資家を中心として投資家とのコミュニケーションを積極化するための体制強化が必要になってくる。

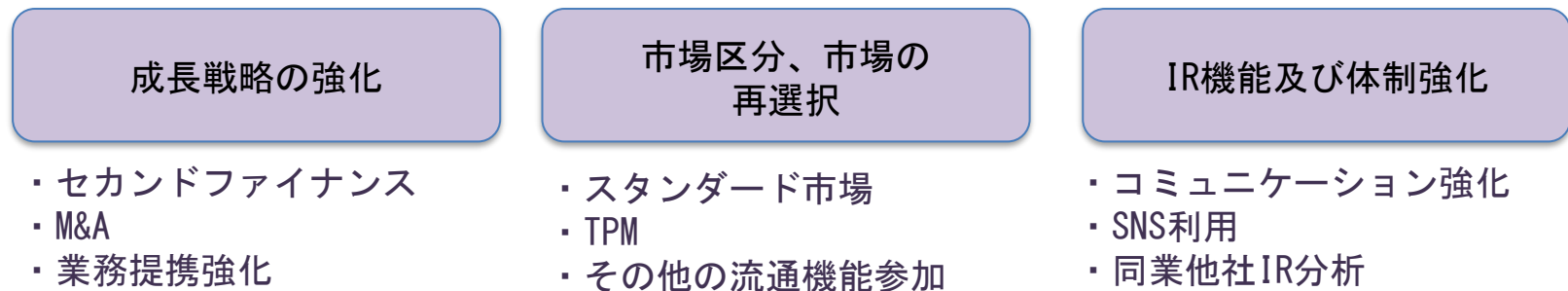
加えて、これからグロース市場上場を目標としている企業は、上場後5年以内で時価総額100億円を目指すための

成長戦略の策定を取引所から求められることを念頭に置く必要がある。

グロース市場上場会社が求められること



2030年以降の上場維持基準厳格化を控え



予想される変化と課題について

成長市場としてのグロース市場の在り方について、東証は本年中に正式に決定して規則改正や上場会社への通知を行うことが予想されるが、この影響について考えたい。

まず、約4百社程度ある時価総額100億円未満の上場会社にとって、高い成長性を投資家に示す必要があり、その為成長戦略を強化することが求められている。

具体的な企業行動としては、自社事業の競争力を高める取組みへの注力は勿論、他社との事業提携やM&A戦略を視野にいれた事業戦略を検討する上場会社が増えることが想定される。その結果として、セカンドファイナンス・ニーズや自社の売却も含めてM&A案件が増加することが予想される。また、企業がグロース市場上場の見直しといった資本政策の変更を検討することもあり、非上場化やスタンダード市場・TPMなどの他市場を選択する可能性も出てくる。

一方、上場維持基準の変更は新規株式公開(IPO)を目指す企業にとっても大きな影響を及ぼす。

IPOを目指す企業は、今後は上場後5年以内に時価総額が100億円以上となる成長戦略を東証に示すことが求められる為、所謂スモールキャップの上場が減少することが予想され、その受け皿としてTPMへの上場が増加しそうだ。

最近はIPOを指導する大手証券会社等が時価総額の小さい案件から撤退する動きが増えてきているが、企業側の選択として通常のIPOに代えてTPM上場を目指す動きは既に顕在化している。

下図は、2019年からの各市場における新規上場数の推移であるが、昨年はTPMが50社となりグロース市場の上場数に近づいてきた。また本年5月26日時点で、TPMの上場企業数は142社まで増加している。但し、TPMは特定投資家向け市場で個人の既存株主は売却することは可能であるが、一般投資家は売買することができない。この様にグロース市場のプレマーケットや受け皿としてTPMへの期待が強まっているものの、TPMについては次に掲げる課題もある。

現状のTPMは特定投資家向け市場であるものの、機関投資家や個人の富裕層などの取引参加は殆どなく、TPM

上場会社の関係者による取引に限られている。その為、一般市場とは異なり、流動性がなくバリュエーションと株価が乖離するケースが多い。TPMが一般市場の裾野として機能していくためには、本来の目的である機関投資家も含めた特定投資家が参加する市場となる必要がある。

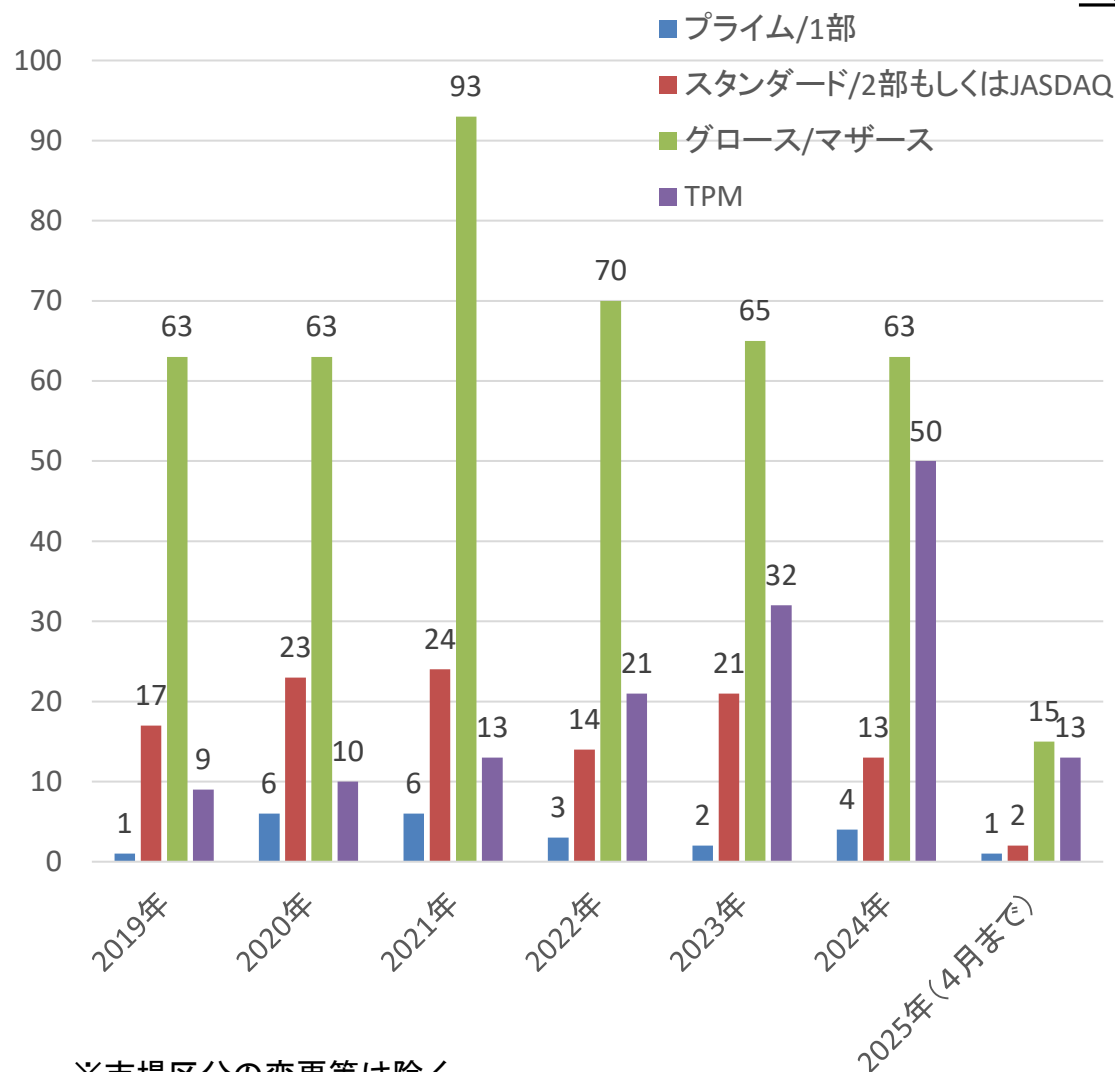
グロース市場がスタートアップ(成長企業)の成長を促すためには上場会社の新陳代謝も必要であり、上場維持基準の厳格化は取引所として当然の施策だろうが、一方では上場後の成長の為のリスクマネーを調達することも重要で、東証は証券会社への支援要請を行っている。しかし、大手証券会社がスモールキャップのファイナンスに消極的なことも現実である。

現状のスタートアップへの成長資金の供給促進に向けた政策は、IPO前のスタートアップに向けたものが多く、スタートアップ投資の専門家であるVCや新興運用業者・投資信託の非上場株投資など運用専門家に頼る部分と、富裕層である個人の特定投資家に頼る部分な主なもので、その為に非上場株式の流通市場整備を行っており、今年度以降に稼働してくる。

これらの施策が、グロース市場に上場しているスモールキャップのスタートアップ企業への投資に繋がってくることが望まれている。

国策としてのスタートアップ支援は、我が国が先進国の中で劣るユニコーン企業を多く創出することが目的となっているが、その為にはIPOがゴールではなく、上場後も成長を続けるスタートアップ支援のエコシステムが必要で、グロース市場におけるリスクマネー調達も重要な役割を果たす。

各市場の新規上場状況



今後予想される市場の変化

グロース市場上場会社の
成長戦略見直し

グロース市場における
ファイナンス・M&A・市場再選択の
増加

グロース市場における
スモールキャップ上場の減少

スモールキャップ上場の受け皿と
してのTPM上場の増加

証券会社等市場関係者の役割について

スタートアップ支援として、政策的なVC投資や資産運用会社による成長企業への投資増加などの取り組みが行われ、制度的には非上場株式流通市場の整備が進んでいるところであるが、成長市場としてのグロース市場の機能を強化していくためには、取引所だけではなく取引参加者・市場仲介者としての証券会社の役割が重要になってくる。

成長企業がIPOを目指すというのは当然であるが、これを取引所の制度・規則に合わせて上場支援するのが主幹事候補証券会社で現在19社が取引所より承認されている。この業務としては、上場企業としての態勢整備や取引所の上場審査に備えた指導が中心で、イベントとしては上場時のIPO株売出しへと続く。

一方、上場前のスタートアップへ成長投資の為の制度として整備されたのは個人の特定投資家が中心となるJ-Ships制度や特定投資家私募、非上場株式への流動性付与を中心とした非上場株式PTS、株主コミュニティ制度があり、いずれも証券会社が売買機能を提供するものだ。

また、上場後のセカンドファイナンスは証券会社が募集活動を行うことが前提となる。

スタートアップの成長支援のエコシステムとしては、上場前・IPO時・上場後のそれぞれで証券会社による成長支援が継続的に取組まれることが望まれる。

しかし、現状はIPOを支える公開引受部門・審査部門、非上場株式の流通を担当する部門、特定投資家をサポートする部門が、証券会社内において縦割り組織になっていて企業を継続的に支援する体制になっていない。

スタートアップ支援は、制度上の機能整備から、制度や市場を使っていく市場仲介者の証券会社による実効性のある対応が求められる段階になっている。

この為に証券会社が取組むべきことは2つある。

まずスタートアップに対する資本政策関与を強めることで、これは上場前から上場後においても成長段階に合わせて資金調達・株主構成・インセンティブプランを適時提案し、その実行を支援していくことだろう。特に上場前においては、現在整備されつつある非上場株式流通市場機能を活用することが望ましく、その中核になるのは個人の特定

投資家の参加と、新興資産運用会社も含めた機関投資家と成長企業の接点作りが重要になっている。

次にグロース市場の状況と上場会社の現状について詳細な分析を行い、投資家が求める成長要因を上場会社に伝え、投資家には企業の成長戦略とその評価を伝えることで、上場後の企業と投資家のコミュニケーションを仲介することだ。

この情報仲介により、証券会社はファイナンス、M&A、業務提携、大規模な投資などの証券ビジネスに繋がっていくことが期待できる。

なお、グロース市場上場会社の成長分析においては、JPX総研が提供する情報プラットフォームにおいて、開示情報や財務情報分析と市場評価の関連性を示したものが提供されることが望ましい。

以上の成長企業に密着して支援する取組みが、大手証券会社のみならず中堅・地方証券会社においてもリスクマネー供給のエコシステムの一部として機能することで、グロース市場改革とともに証券会社としてのビジネスモデルを変えていくことを期待したい。

グロース市場改革で期待される市場仲介者機能

スターアップの成長をサポートする政策・制度整備及びその支援策
(行政・取引所・自主規制団体)

