

次なる東証市場改革としての スタンダード市場の在り方



令和7年10月31日
株式会社資本市場研究所きずな

受け皿としてのスタンダード市場

現在のスタンダード市場は、2013年7月の東京証券取引所（以下、東証）と大阪証券取引所（以下、大証）の合併で大証2部が東証2部に組み込まれたものと、大証傘下にあったJASDAQ市場が東証JASDAQとして運営されていたものを2022年4月の東証市場区分変更時にスタンダード市場として統合したものである。

その際に、一定の時価総額（流動性）を持ち、上場企業としての基本的なガバナンス水準を備えつつ、持続的な成長と中長期的な企業価値の向上にコミットする企業向けの市場と定義されたが、実際は過去の市場統合や市場区分変更により、一部の上場会社にとって受け皿的市場となっている面もあることは否めない。

市場区分変更の際には、各市場の上場維持基準が厳格化され、例えば流通時価総額でみるとプライム市場が100億円以上、スタンダード市場が10億円以上、グロース市場では5億円以上とされ、成長市場であるグロース市場では上場後10年経過後時価総額が40億円以上とされていた

基準が、今後は5年経過後時価総額100億円以上とされる予定となっている。

これらの結果、プライム市場やグロース市場からスタンダード市場に変更を申請する上場会社が増えて、本年7月末では1,572社が上場しており1,612社のプライム市場とほぼ同数まで増加している。また、2025年3月末をもって各上場維持基準の経過措置が終了したため、本年は市場区分を変更する上場会社が9月末までで21社と増加しており、そのうちプライム市場からスタンダードへの変更が8社、グロース市場からの変更が6社となっている。

新規上場時の審査基準について見てみると、経営活動が安定かつ継続的に遂行することができる状況にあると認められることが要件とされており、数値基準では直近の利益の額が1億円以上となっている。

高い成長力の説明が求められるが赤字でも上場可能なグロース市場とは大きく異なっている。

なお、この利益の基準に関しては、7月に公表された既上場会社向け説明資料によると、今後、スタンダード市場への市場変更の場合は適用しないことが検討されている。

下図に市場区分変更後の新規上場及び上場廃止の推移について示したが、新規上場全体の2割程度を占めており、特徴としては地方が拠点で比較的社歴が長い企業が多く、オーナー型の経営や上場会社を親会社に持つケースも目立っている。

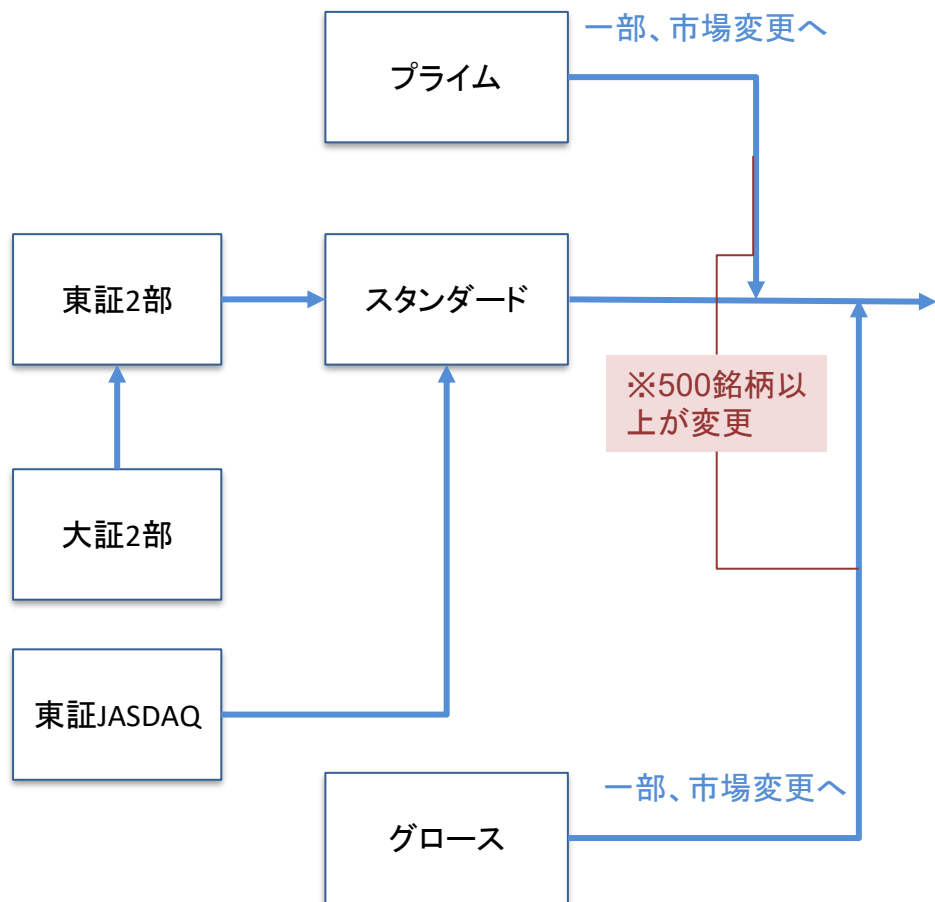
また、上場廃止に関してはこの期間に305社が市場から退場しているが、うち152社はスタンダード市場に上場していた。この上場廃止理由に関しては、株式併合や株式等売渡請求による取得など少数株主を排除するスクーイズアウトが4分の3を占め、親会社による完全子会社化が2割を占めている。

現在は受け皿的役割を担っているスタンダード市場であるが、市場改革の影響は今後も顕在化してくることが予想されている。

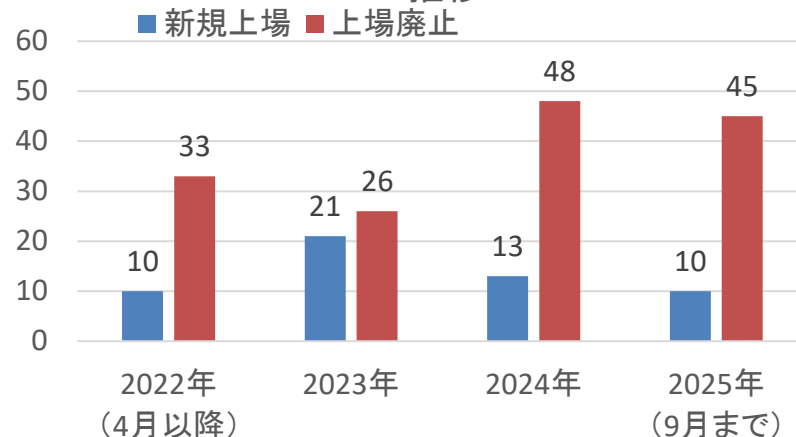
スタンダード市場の推移

2013年7月

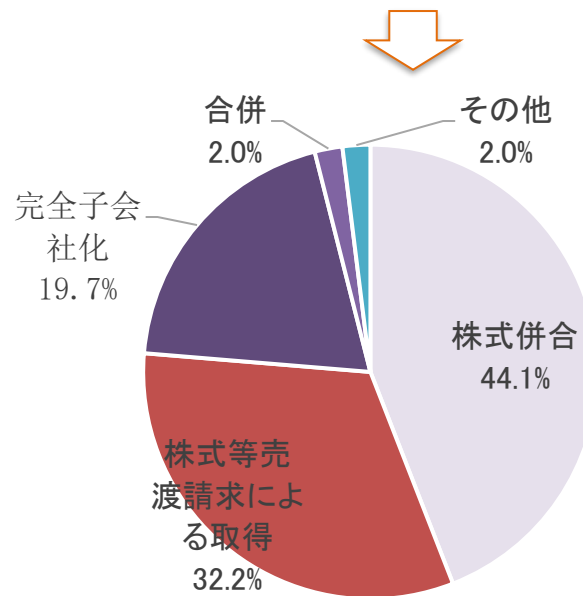
2022年4月



スタンダード市場の新規上場・上場廃止推移



上場廃止銘柄152社の上場廃止理由



※東証資料より作成

現状のスタンダード市場について

実際のスタンダード市場の状況に関しては、上場後の経過年数が20年以上となっている上場会社が7割を占めており、業種も下図のように偏りがなく、店舗が必要な小売業や卸売業の比率が高いことが特徴となっている。

東証フォローアップ会議の資料に基づく、スタンダード市場の現況は概ね以下のとおりである。

流動性に関しては、時価総額の中央値が82億円で、プライム市場の1,000億円とは大きな差があり、直近の一日平均売買代金(2024年8月1日から2025年7月31日まで)中央値は1,600万円となり、プライム市場の3.2億円との乖離が非常に大きい。なお、時価総額1,000億円は機関投資家が投資対象として挙げる水準であり、7月時点ではプライム市場では811社、スタンダード市場では36社となっている。

株主構成については、下図に示したように親会社やその他の関係会社、オーナー社長や創業家等の支配株主を有する企業が他の市場と比べて多く、また政策保有目的の

株主も目立っていて、結果、流動株式比率の35%未満の上場会社が殆どないプライム市場と比較して、スタンダード市場では同水準が占める割合が26%となっていて、流動株式比率が低い企業が多い。

東証による「資本コストや株価を意識した経営の推進」要請(2023年3月末)への対応について、各上場会社の対応策などの開示状況では、プライム市場上場の92%(1,495社)が対策を公表しているのに対して、スタンダード市場では52%(817社)に留まっている。

両市場における要請前(2022年7月)と要請後(2025年7月)の変化でみれば、PBR1倍割れの比率・社数は、プライム市場で50%・922社から44%・720社と大幅に減少しているのに対して、スタンダード市場では64%・934社から59%・934社と殆ど変わらない。

またROEについても同様の傾向で8%割れ企業数はプライム市場が857社から699社へ減少したのに対して、スタンダード市場では912社から933社に増加している。

コーポレートガバナンス・コードへの対応については、

プライム市場と同様に全83原則（基本原則5、原則31、補充原則47）に対してコンプライ・オア・エクスプレインが必要となる。

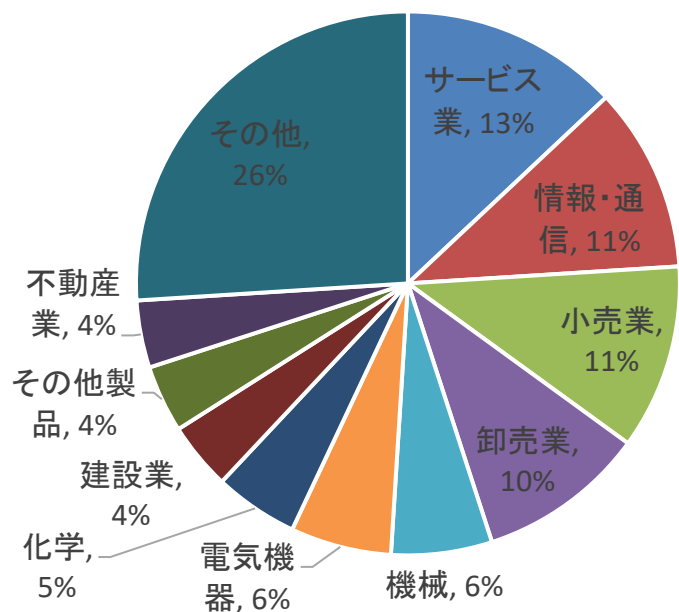
例えば原則4-7～4-9で求められる独立社外取締役の選任に関してはスタンダード市場でも進展しており2名以上を選任する上場会社が85.3%、取締役の3分の1以上が59.3%となっている。

なお、東証における市場区分の見直しにおけるフォローアップ会議において、スタンダード市場の現状に関して市場関係者より以下の様な意見が出されている。

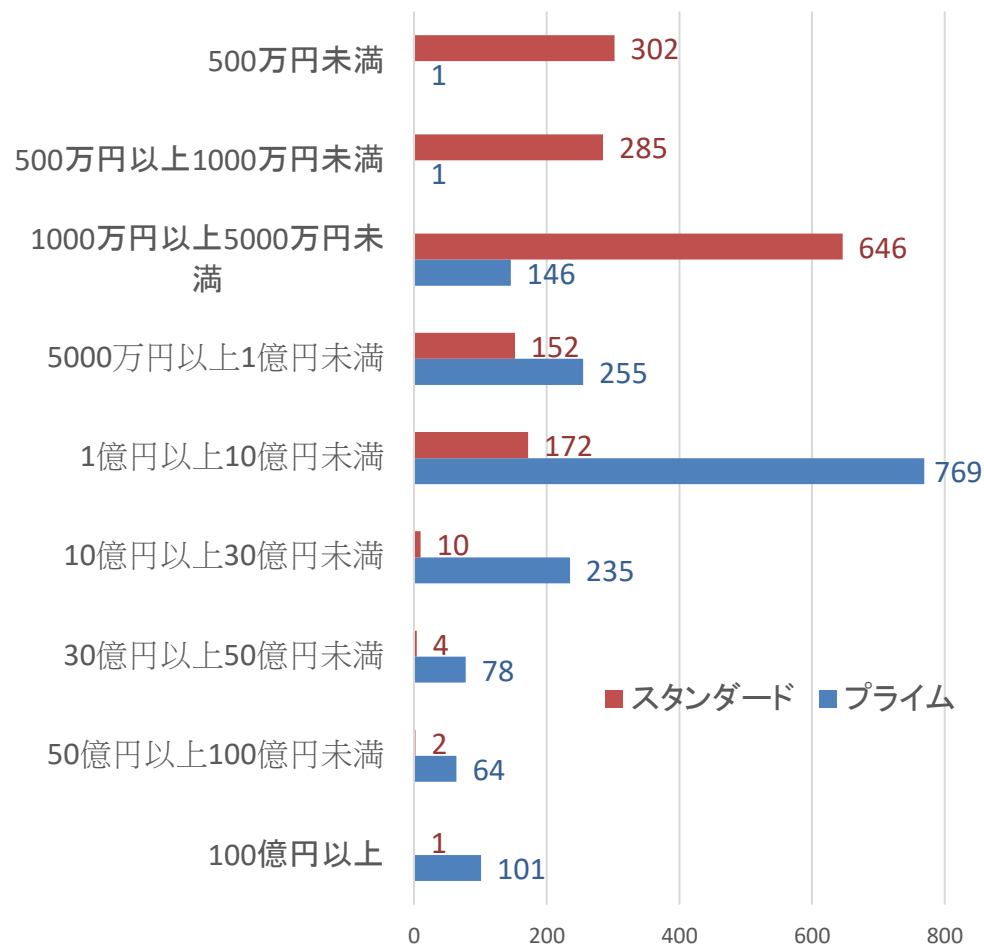
- ・グロース市場の上場維持基準見直しなどから、上場準備企業がスタンダード市場へのIPOを検討する動きもみられるが、市場として独自の戦略や特徴が必要なのではないか。

- ・資本コストや株価を意識した経営への対応については現状分析に留まり、資本収益性の改善に向けた具体的な取り組みまで議論が及んでいない企業や、市場規模自体が限定されている中で成長ストーリーをどのように描くか課題となっている企業が多い。

スタンダード市場市場上場会社の業種

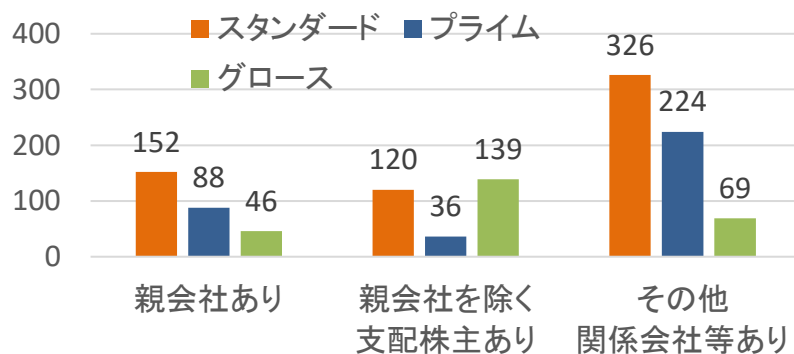


1日平均売買代金



※東証資料より作成

親会社等を有する上場会社の数



市場改革と今後の方向性について

東証の市場改革は、市場区分変更を契機として先ずプライム市場改革から取り組まれている。市場改革直前には東証1部の上場会社数は21百社以上に膨らんでいたが、コーポレートガバナンス・コードでより高度な対応を求め、海外投資家への情報発信（英文開示）や機関投資家などとの会話強化を促すなどグローバルな企業を意識した東証の施策と流通株式時価総額など上場維持基準を厳格化することで、現在は16百社程度まで絞り込まれている。

今年に入って目立った市場改革の動きとしてグロース市場改革があるが、この市場は高い成長性を示すスタートアップ企業の為の市場と位置づけられており、高い成長が出来なかった場合の退場を促す目的で上場後の時価総額基準の期間を半減し、数値基準を2.5倍に引き上げた。

市場改革の仕上げとして、スタンダード市場改革が始まったところではあるが、東証全体の課題として①資本コストや株価を意識した経営の推進・対話の促進②少数株主が不利益を被らないための親子上場の在り方③完全

子会社化・MBOの増加する中で一般株主の公正な利益確保の観点から企業の実績や情報開示の在り方など、が既に検討されている。

今後の取組みについて、東証は上記のそれぞれに対して①プライム市場の開示事例集をアップデートして12月ごろ提供すること②情報開示のポイントや事例集を年内に公表し、少数株主保護に必要な制度整備を検討すること③本年7月に実効性向上や情報開示内容を企業行動規範に組み入れること、としている。

スタンダード市場の状況は前章に示したが、①に関しては約半数が情報開示を行っておらず、特に親会社やオーナー型経営が多いスタンダード市場では、②の親会社を含むグループ経営の方針や事業戦略、オーナー経営者の保有方針など株主構成の状況を適正に投資家に伝えていくことが強く求められている。また、東証は本年7月に上場会社のIR体制の整備義務化を行っており、今後、スタンダード市場上場会社にあつては特に情報開示の充実や取組強化が必要になっている。

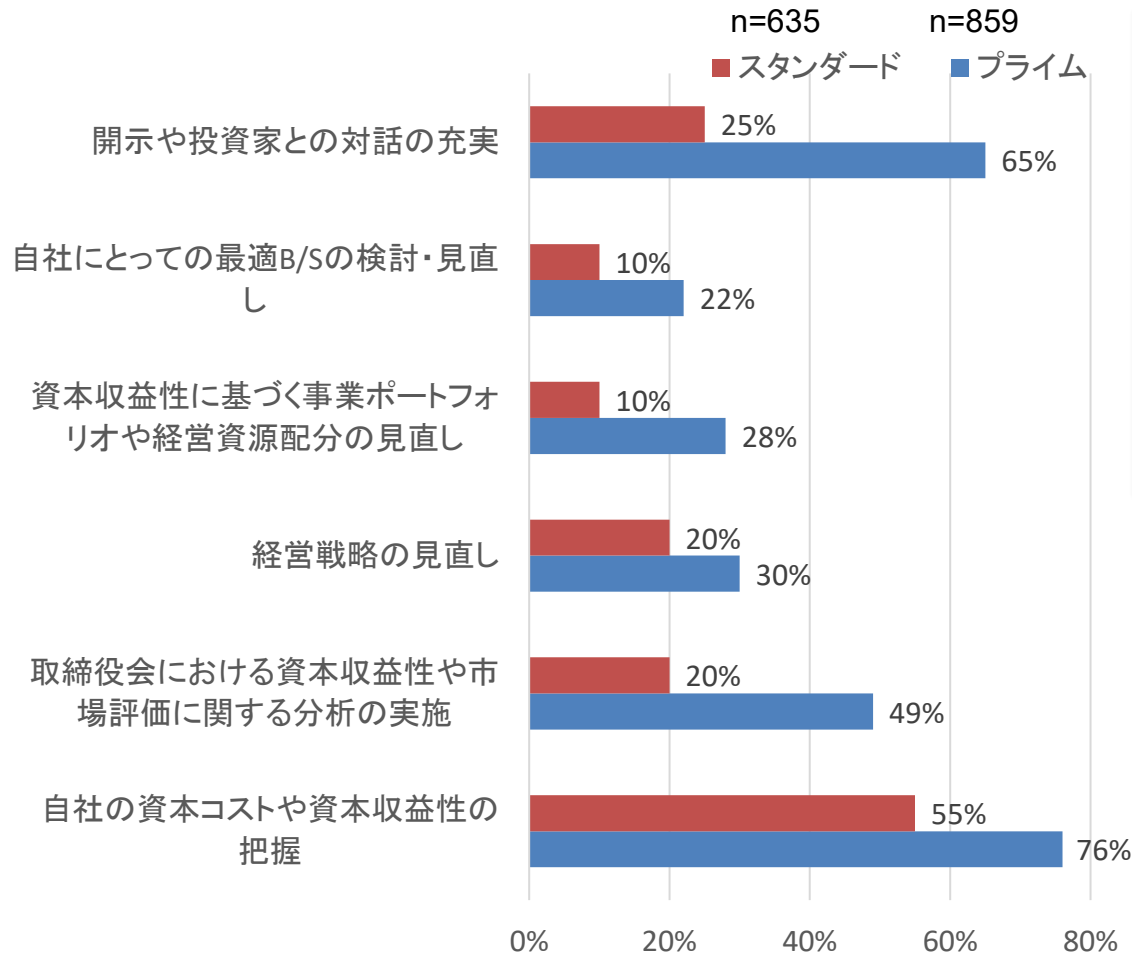
グローバルでも無く高い成長性を示す必要もないスタンダード市場であっても、上場会社である以上、企業価値向上を目指すことは示す必要があるし、資本効率の改善など市場改革全体で取り組まれているテーマへの対応も求められている。

東証のフォローアップ会議におけるスタンダード市場改革の課題としては、プライム市場に比して大きく遅れている資本コストや株価を意識した経営推進をどの様に進めるか、親子上場等におけるグループ経営や少数株主保護に係る情報開示や独立社外取締役の実効性をどの様に確保していくか、上場会社として株式の流動性の改善や株主分布状況を改善することをどこまで要請すべきか、その上で現在の上場維持基準を見直す必要があるのか否かがアプローチテーマとして挙げられている。

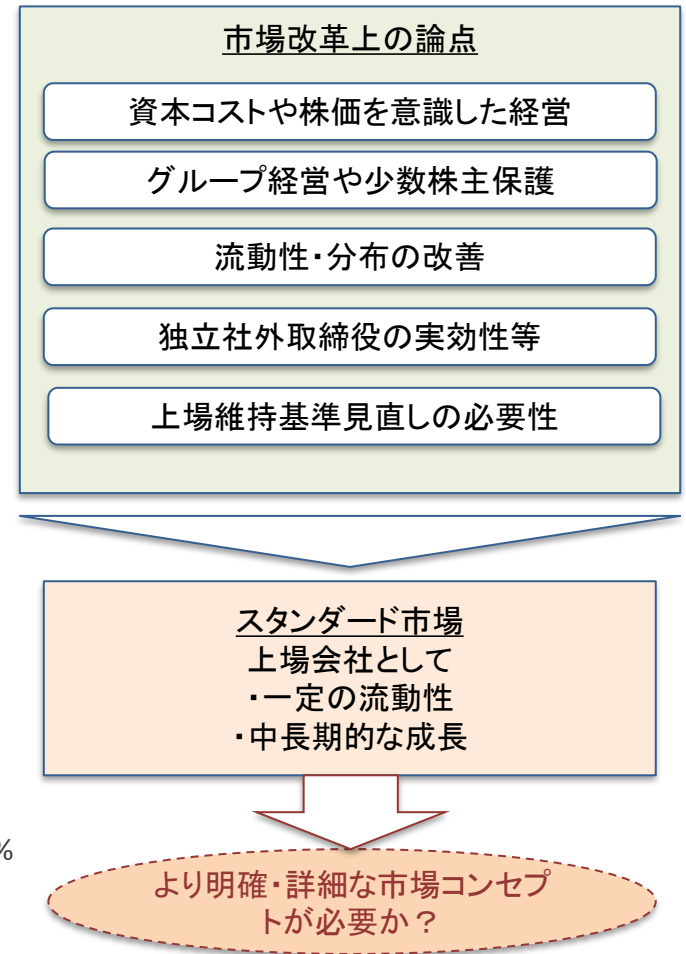
今後、スタンダード市場上場会社数は更に増加していくことが予測される。その中で、高い成長性を示す必要もなく、グローバルなディスクロージャー基準に対応を強く求められないが、他の市場に比べて多種多様な業種や企業の経営形態があって、地域性が強い企業も多い市場の特性

は今後も活かされるべきだろう。したがって、現在の上場維持基準を見直すよりは、情報開示内容の充実や情報発信体制強化を促す必要があり、加えて市場改革の仕上げとしてスタンダード市場のコンセプトをより明確化することが重要ではないかと考える。

資本コストや株価意識要請 後のアクションプラン



フォローアップ会議における スタンダード市場見直しの論点



投資家はスタンダード市場から何を発見できるのか

市場である以上、投資家が取引参加するためには新たな投資価値を見出すことが必要だ。現在の市場改革の進展により、プライム市場では国際的に通用する流動性や技術力・サービス提供力などを、グロース市場では企業の成長力を、それぞれ重要視する動きが今後強まることが予想される。その為、スタンダード市場においても、投資家が何を投資価値として発見していくかが改革の論点として必要だろう。

改革議論の進め方として、スタンダード市場の多様性と投資家の多様性のマッチングといった視点が切り口の一つになると考える。例えば、以下の様な個別テーマと投資家の期待がある。

◇地域性：地域社会に貢献している企業については、個人投資家を中心とした投資ニーズがある。重要なのは地域貢献の内容をどのように投資家に伝えていくかということだ。

◇ニッチ分野の強み：経済産業省では2020年6月にグローバルニッチトップ企業を選定しているが、ニッチ分野における強みは一般には分かり難い。投資家の注目度は高いものの、関連情報の整理が必要。

◇業績や業務の安定性：個人投資家の中にはボラティリティが高い銘柄を避けて、ミドルリスク・ミドルリターンへの投資を行う層が一定数存在する。その為、業績・業容の安定した一部企業は評価される可能性がある。

◇中長期的配当利回り：個人投資家にとって配当利回りは重要な投資尺度である。データは情報ベンダーなどで揃っているものの中長期的な分析が不足している。

◇グループ経営の変化：他の上場会社の関係会社が最も多い市場である。今後、グループの事業戦略の選択や資本効率化により、M&Aや親子関係解消など株主構成に変化が起きる確度が高い。

◇非上場化の可能性：上記とも関連性は高いが、市場における評価が低いことを理由に、MBOなど非上場化の

動きが今後も継続していくことが予想される。

◇プライム市場を目指す可能性: 上位市場を目指している上場会社の変化にも投資家は注目している。

これらの投資対象を投資家が発見しやすくする為には、市場内において多様な上場会社を類型化していくのが方法の一つになり得る。また、その類型化に従って上場維持基準を見直すのであれば、市場の多様性を維持しながら、市場全体の活性化を図ることも可能となるだろう。

本来市場改革は、上場会社を取り巻く経済・社会環境の変化、投資家のニーズの変化、市場行政の変化の3つの変化を受けて三位一体で行うものと考えるが、既にスタンダード市場においては多様性を受け入れている以上、多様性を前提にした市場改革議論を行うことが重要になる。

現在のフォローアップ会議の市場関係者間の議論においては、スタンダード市場においても市場改革が必要であるとの認識が共有されたことと、論点が示されたところであるが、各論点は市場全体の問題とほぼ重なっており、今後

改革議論を深めるためにもスタンダード市場における上場会社の類型化は必要だ。

一方、スタンダード市場上場会社の現状においては、内外投資家との会話が進むプライム市場、上場後も成長性の説明を求められるグロース市場に比して、明らかにディスクロージャーに対する姿勢が劣っている企業が多いのも事実である。スタンダード市場上場会社を類型化するためにも、情報開示への体制や取組み内容を多様性要因とは別に求めるべきだろう。

多様な投資ニーズの選択対象としてスタンダード市場が成熟していくためにも、市場仲介者等による類型化に基づく投資家への市場情報提供・分析が進むことに期待したい。

スタンダード市場の多様性要因と類型化イメージ

