

グロース市場の上場基準に係る検討

東京証券取引所 上場部

2024年3月22日



- ◆ グローブ市場の機能発揮に向けては、これまでの本会議での議論を踏まえ、以下の対応を進めることとしている（1～4番については、東証において対応を順次実施）
- ◆ 本日は、今後、**上場基準の検討を進めるにあたっての基本的な考え方（目的・留意点等）**について、ご議論いただきたい

#	項目	対応状況・今後の予定
1	上場理由等の開示の促進	<ul style="list-style-type: none"> ● 新規上場時の「事業計画及び成長可能性に関する事項」の開示において、上場理由、上場時期・ファイナンス内容の設定に係る考え方等の記載を促進【速やかに】
2	上場準備に関する正しい理解の促進	<ul style="list-style-type: none"> ● 上場準備会社がIPOに係る疑問を東証に直接相談できる窓口の普及を推進【順次】 ● 赤字上場やIPO前のM&Aなど、上場準備会社において誤解が生じているテーマについて、事例を踏まえ上場審査の考え方を示すFAQ集を公表【速やかに】 ● その他のテーマを含むIPOを巡る課題について、実務関係者（主幹事証券会社・監査法人・VC・発行体等）と幅広く意見交換を行う場を設置【速やかに】
3	投資者への積極的な情報発信の促進	<ul style="list-style-type: none"> ● 投資家向け説明会・個別面談等を通じた成長ストーリーの積極的な発信を推奨し、コーポレート・ガバナンス報告書等において実施状況の開示を促進【速やかに】
4	機関投資家への情報発信の支援	<ul style="list-style-type: none"> ● IRの基礎知識や機関投資家の目線を紹介するセミナーを開催・配信【今月以降】 ● 経営者が積極的に成長ストーリーの発信を行う好事例を紹介【準備でき次第】 ● 経営者から機関投資家への情報発信の機会を創出（接点づくり）【準備でき次第】
5	上場基準の引き上げ	<ul style="list-style-type: none"> ● 本会議において、ファクトを踏まえて検討【本日以降】
6	プロ向け市場の活用	

<本会議におけるこれまでの議論>

(新規上場基準)

- 新規上場基準の引き上げにより、広く機関投資家の投資対象となる規模を求めることが考えられる
- 小さい会社が成長していく芽を潰すことになりかねず、産業の新陳代謝の促進には逆行することから、新規上場基準を引き上げる必要はない
- 現状では非上場分野における資金供給量は限定的で、少なくとも現時点での引き上げは、スタートアップの重要な選択肢を奪うことになりかねない
 - 現在、政府のスタートアップ育成5か年計画等に基づき、非上場で大きく成長できる環境の整備が進められている途上であり、その進捗状況を確認しつつ、引き上げの是非を検討すべき

(上場維持基準)

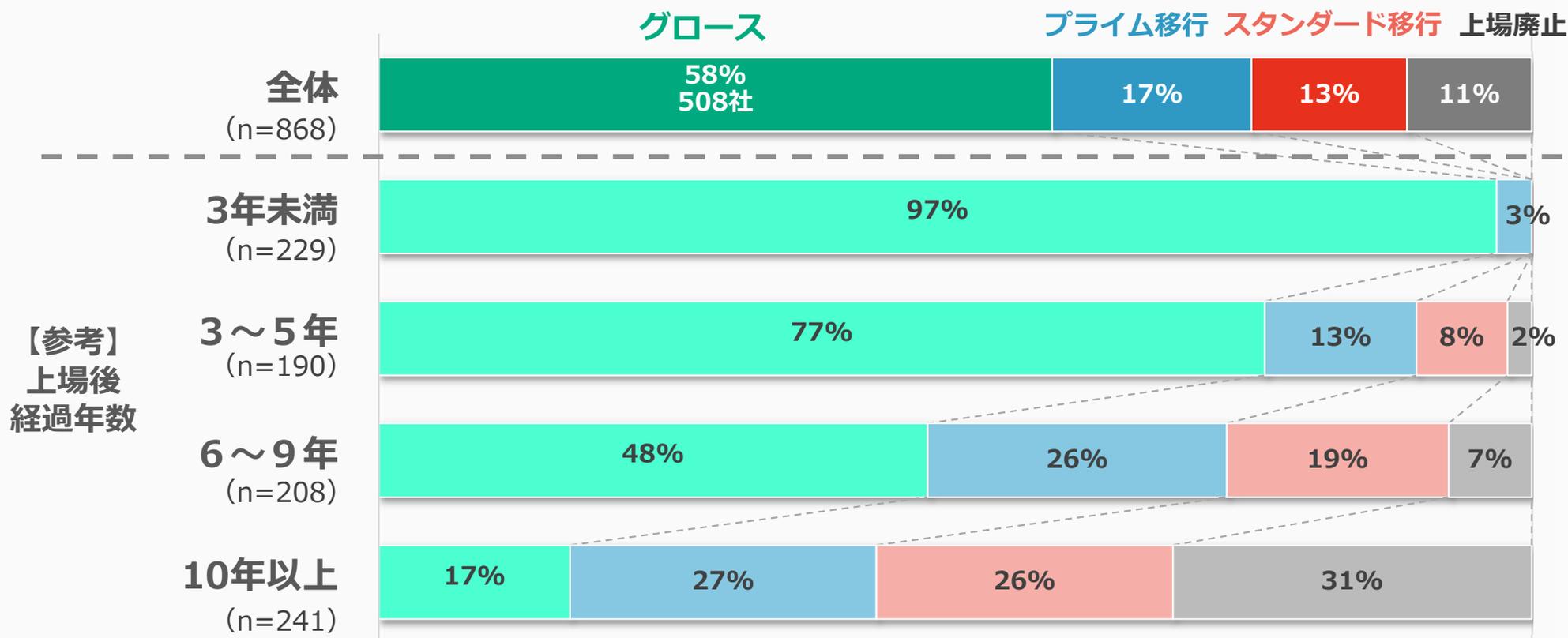
- 上場維持基準の引き上げにより、上場後の成長を促すとともに、成長を実現できなかったスタートアップに対して、他社との合従連衡なども含めて、新陳代謝を促していくことが考えられる
- 具体的には時価総額基準（上場10年経過後から40億円以上）の引き上げが一案であるが、一昨年の市場区分見直し時に引き上げたばかりであり、それに基づき取組みを進めている企業もあることから、現時点での引き上げは現実的ではない
- 引き上げには十分な周知期間が必要となるため、実際の上場会社の状況等のファクトを踏まえて方向性を前もって議論し、その状況を対外的に示していくことが重要

- 新規上場基準については、非上場分野における環境整備の進捗状況等を踏まえつつ検討を行うものとし、まずは、上場維持基準を中心に、上場会社の状況等のファクトを踏まえて検討を進めるものとした

マザーズ・グロース市場への上場後の状況

- マザーズ・グロース市場に上場した会社のうち、現在もグロース市場に上場しているのは約6割
- 約3割は市場区分の変更を行っているほか、コーポレートアクション（他社との合併、子会社化、MBOなど）に伴い上場廃止となった会社も

マザーズ・グロース市場に上場した会社の現在の市場区分



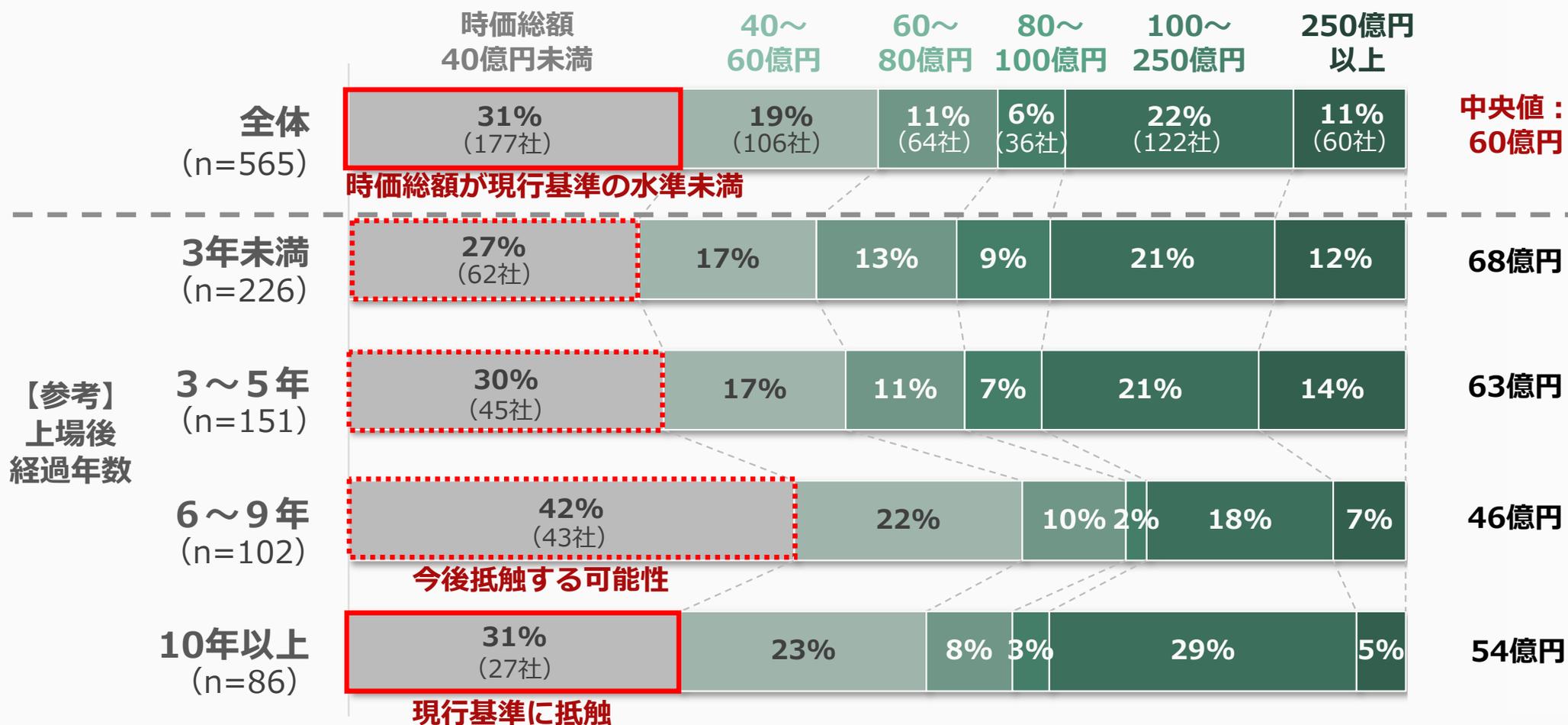
注：2004～23年にマザーズ・グロース市場に新規上場した会社が対象

注：上場廃止のうち、約8割がM&AやMBOなどコーポレートアクションに伴うもの（残りは定量基準未達、管理体制不備等の上場廃止基準抵触）

現在のグロース市場上場会社の状況①（時価総額）

- 現在のグロース市場上場会社の時価総額中央値は60億円
- 全体の31%（177社）は、現行基準の水準である40億円の未達（このまま上場後10年を経過すると基準に抵触）

グロース市場上場会社の時価総額



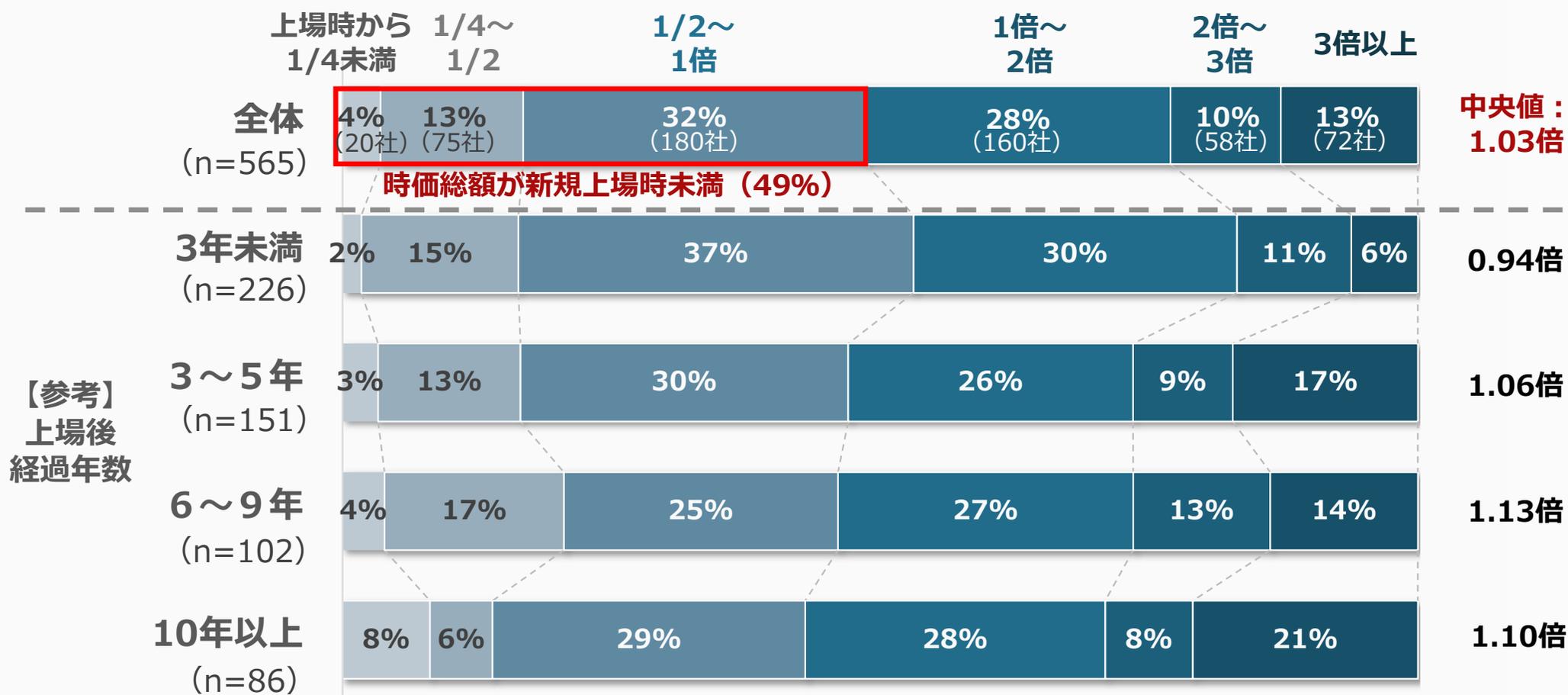
注：2023年末時点におけるグロース市場上場会社が対象

注：時価総額は、2023年10月～12月の終値平均ベース

現在のグロース市場上場会社の状況②（成長率）

- 現在のグロース市場上場会社における新規上場時からの時価総額成長率の中央値は1.03倍
- 全体の49%は、現在の時価総額が新規上場時の時価総額を下回っている

グロース市場上場会社の時価総額成長率



【参考】
上場後
経過年数

注：2023年末時点におけるグロース市場上場会社が対象

注：時価総額成長率は、現在の時価総額（2023年10月～12月の終値平均ベース）を新規上場時の時価総額（公開価格ベース、ただし公開価格がない場合は上場月末終値ベース）で割ることで計算

現在のグロース市場上場会社の状況③（時価総額／成長率）

- 現在の時価総額が小さくても上場時から見れば大きく成長している会社や（①）、上場時から成長していなくても一定の時価総額（市場評価）を有する会社（②）も一部存在

グロース市場上場会社の時価総額／成長率（クロス集計）

現在の時価総額

上場時から
の時価総額
成長率

	～40億円	40～60億円	60～80億円	80～100億円	100～250億円	250億円～	合計
3倍以上	1(0%)	7(1%)	4(1%)	6(1%)	30(5%)	24(4%)	72(13%)
2倍～3倍	5(1%)	14(2%)	7(1%)	5(1%)	19(3%)	8(1%)	58(10%)
1倍～2倍	36(5%)	35(5%)	25(4%)	13(2%)	40(6%)	11(2%)	160(28%)
1/2～1倍	80(12%)	37(6%)	21(3%)	7(1%)	24(4%)	11(2%)	180(32%)
1/4～1/2倍	44(7%)	7(1%)	6(1%)	5(1%)	7(1%)	6(1%)	75(13%)
1/4倍未満	11(2%)	6(1%)	1(0%)	—	2(0%)	—	20(4%)
合計	177(31%)	106(19%)	64(11%)	36(6%)	122(22%)	60(11%)	565(100%)

現行基準
(上場10年後から)

注：2023年末時点におけるグロース市場上場会社が対象

経過措置適用会社の状況

- **グロース市場における経過措置適用会社は52社**（2023年10月末時点までの判定状況を反映）
 - **うち時価総額基準に抵触しているのは25社**（一昨年の市場区分見直し時から**4社減・11社増**）
- グロース市場では、**最長で2027年3月までの適合計画**を開示している会社が見られる

基準ごとの適合していない会社数

プライム

流通株式時価総額（100億円以上）	：	77社
流通株式比率（35%以上）	：	26社
売買代金（0.2億円以上/日）	：	16社
合計（重複除く）	：	111社

スタンダード

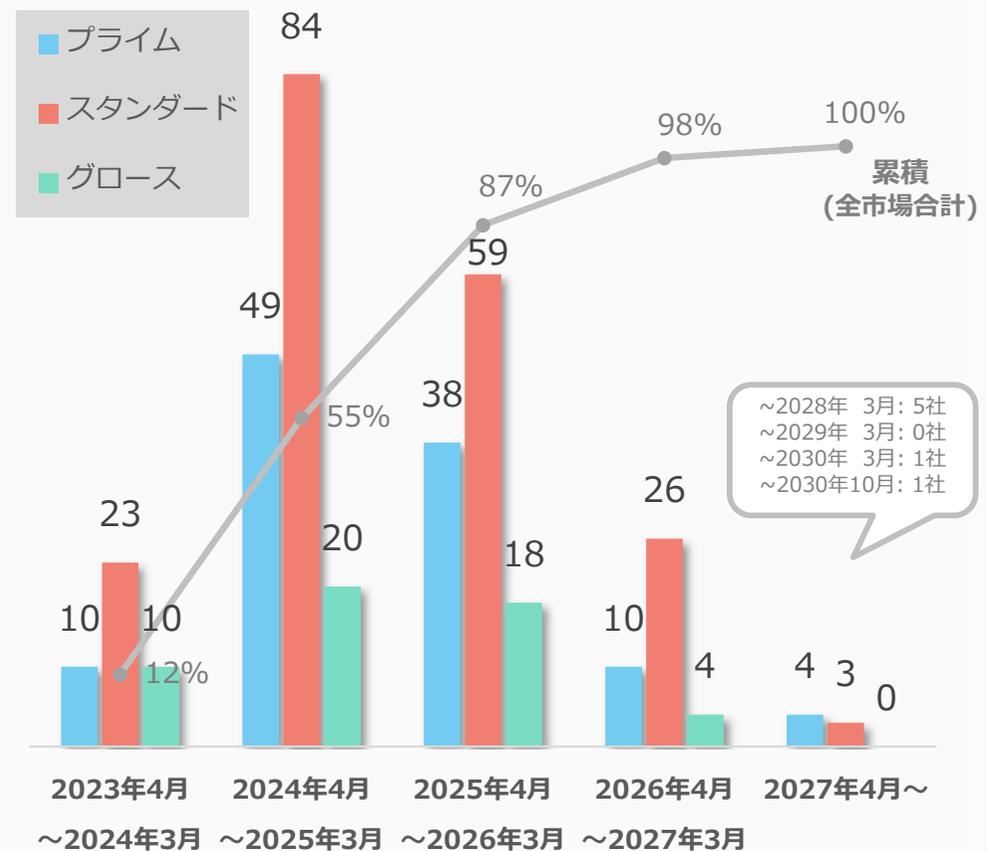
流通株式時価総額（10億円以上）	：	131社
流通株式比率（25%以上）	：	76社
株主数（400人以上）	：	5社
合計（重複除く）	：	195社

グロース

流通株式時価総額（5億円以上）	：	9社
流通株式比率（25%以上）	：	22社
時価総額（10年経過後40億円以上）	：	25社
合計（重複除く）	：	52社

※ 時価総額基準に市場区分見直し時点で抵触していたのは18社（その後、4社が適合、11社が新たに抵触 ※上場10年経過により抵触した会社も）

計画期間の終了時期の分布



注：時価総額基準の抵触社数について、算定タイミングが異なるため、4ページと数値が異なる

注：計画期間について、複数の基準に適合していない場合、最長の計画期間を採用

上場維持基準一覧（市場区分見直し前後の比較）

- 市場区分見直しにあわせて、時価総額基準を引き上げ（上場10年経過後から10億円→40億円）

項目	グロース市場		マザーズ	JASDAQグロース
	上場維持	(参考)経過措置	上場廃止	上場廃止
時価総額	40億円以上 (上場10年後から)	5億円以上 (上場10年後から)	10億円未満 (上場10年後までは5億円)	—
流通株式 時価総額	5億円以上	2.5億円以上	5億円未満 (上場10年後までは2.5億円)	2.5億円未満
流通株式数	1,000単位以上	500単位以上	2,000単位未満 (上場10年後までは1,000単位)	500単位未満
流通株式比率	25%以上	5%以上	5%未満	—
株主数	150人以上	150人以上	400人未満 (上場10年後まで150人)	150人未満
業績	—	—	売上高が1億円未満 (上場6年後から)	10年連続で営業利益・営業CFが負、上場時から10年連続で営業利益が負
財政状態	純資産が正 (上場3年後から)	純資産が正 (上場3年後から)	債務超過 (上場3年後から)	債務超過
株価	—	—	上場後3年間において 公募価格の1割未満	10円未満
売買	月平均10単位以上	月平均10単位以上	月平均10単位未満	—

(参考) 上場維持基準一覧 (国際比較)

- NASDAQにおいては、複数の上場維持基準が設けられており、いずれかを満たせば上場維持が可能
 - NASDAQ Capital Market 上場会社の47%が「②時価総額基準 (約53億円以上)」を満たしておらず、「①株主資本基準」又は「③利益基準」を満たすことで上場維持

項目	グロース市場 (日)	NASDAQ Capital Market (米)			LSE Standard Main Market (英)
		基準①	基準②	基準③	
時価総額	40億円以上 (上場10年後から)	—	3,500万\$ (約53億円)以上	—	—
流通株式時価総額	5億円以上	100万\$ (約1.5億円)以上			—
流通株式数	1,000単位以上	50万株以上			—
流通株式比率	25%以上	—			10%以上
株主数	150人以上	300人以上			—
業績	—	—	—	当期純利益50万\$ (約0.8億円)以上	—
財政状態	純資産が正 (上場3年後から)	株主資本250万\$ (約4億円)以上	—	—	—
株価	—	1ドル以上			—
売買	月平均10単位以上	—			—

※ NASDAQ Capital Marketの時価総額データは2024年2月時点 (データを取得できた1,270社が対象)

※ 英国は、Standard Main Market 以外にAIMもスタートアップの上場先として想定されるが、定量基準は存在しない

※ 1ドル = 150円で換算

スタンダード市場への市場区分の変更

- 基準に抵触するグロース市場上場会社の**選択肢**として、スタンダード市場への市場区分の変更を挙げる意見もあるが、スタンダード市場の**新規上場基準と同等の基準に基づく審査を受ける必要**
- 現状、利益基準を中心に適合していない会社が多く、特に**時価総額40億円未満の会社の75%は**何らかの**形式要件に適合していない**（かつ、形式要件を満たしていても実質基準に適合する必要）

スタンダード市場の新規上場基準（形式要件）への適合状況

	適合	いずれかに適合せず	抵触している基準		
			流通株式時価総額 (10億円以上)	利益の額 (最近1年1億円)	その他
グロース市場全社 (N=565)	253社 (45%)	312社 (55%)	92社	219社	32社
うち 時価総額 40億円未満 (N=177)	44社 (25%)	133社 (75%)	85社	87社	10社
うち 上場 10年経過後 (N=27)	7社 (26%)	20社 (74%)	9社	19社	3社

注：流通株式時価総額は、現在の時価総額（2023年10月～12月の終値平均ベース）に直近年度末時点の流通株式比率を掛けて算定
 注：利益の額は、直近年度の経常利益を用いて算定 注：事業継続年数基準は判定対象外

新規上場基準一覧（現市場区分の比較）

- スタンダード市場の新規上場基準においては、特に**流通株式時価総額基準**、**利益基準**がハードルとなる可能性

項目	グロース市場	スタンダード市場	プライム市場
時価総額	—	—	250億円以上
流通株式時価総額	5億円以上	10億円以上	100億円以上
流通株式数	1,000単位以上	2,000単位以上	20,000単位以上
流通株式比率	25%以上	25%以上	35%以上
株主数	150人以上	400人以上	800人以上
業績	—	最近1年間の利益1億円以上	最近2年間の利益合計25億円以上 又は 売上高100億円かつ時価総額1,000億円以上
財政状態	—	純資産が正	純資産が50億円以上
事業継続年数	1年以上	3年以上	3年以上
公募	500単位以上	—	—
株価	—	—	—

(参考) 新規上場基準一覧 (国際比較)

- NASDAQにおいては、新規上場基準についても複数の基準が設けられており、いずれかを満たせば新規上場が可能

項目	グロース市場 (日)	NASDAQ Capital Market (米)			LSE Standard Main Market (英)
		基準①	基準②	基準③	
時価総額	—	—	5,000万\$ (約75億円)以上	—	3,000万£ (約56億円)以上
流通株式時価総額	5億円以上	1,500万\$ (約23億円)以上	1,500万\$ (約23億円)以上	500万\$ (約7億円)以上	—
流通株式数	1,000単位以上	100万株以上			—
流通株式比率	25%以上	—			—
株主数	150人以上	300人以上			—
業績	—	—	—	当期純利益75万\$ (約1億円)以上	—
財政状態	—	株主資本500万\$ (約7億円)以上	株主資本400万\$ (約6億円)以上	株主資本400万\$ (約6億円)以上	—
事業継続年数	1年以上	2年以上	—	—	—
公募	500単位以上	—			—
株価	—	4ドル以上			—

※ 1ドル = 150円、1ポンド = 185円で換算

※ 英国は、Standard Main Market 以外にAIMもスタートアップの上場先として想定されるが、定量基準は存在しない

＜ご議論いただきたい事項①＞

◆ 上場維持基準の引き上げを行う目的についてどのように考えるか。

目的に係る
考え方

- 上場維持基準については、市場コンセプトを踏まえて高い成長可能性の健全な発揮を求める観点から設定されるべきものであり、**上場後における高い成長の実現をさらに動機付けていくため、その引き上げが考えられるとの意見がある**
 - ただし、それに**抵触する懸念がない会社**に対しては成長に向けた取組みを動機付ける効果が**限定的**となることが想定され、仮に**基準を引き上げたとしても、スタートアップが上場後に大きく成長していくための動機付けとはなりにくい**
- 一方で、**上場後に成長が実現できておらず、基準に抵触する懸念がある会社**に対して、**他社との生産要素の交換や合従連衡なども含めて、改めて成長に向けた取組みを検討するよう促す効果が想定され、市場の機能として、そうした産業の新陳代謝の動きを促進していくことが重要**との意見も
 - ※ 昨年1月公表「市場区分の見直しに関するフォローアップ会議の論点整理」においても、他社との生産要素の交換や合従連衡などの促進を通じて産業の新陳代謝を促していくべき旨を記載

(参考) 「市場区分の見直しに関するフォローアップ会議の論点整理」 (抜粋)

I. 対応方針

- 我が国経済において、適材適所で伸びている分野に円滑に人や資本が移行していないことにより、生産性の長期低迷が生じていることが課題とされる中、**今後の日本経済の持続的な発展に向けては、産業・社会における新陳代謝や、イノベーションを推進していくことが重要**
- その際、上場企業個社単独での取組のみならず、**他社との生産要素の交換や合従連衡によって生産性を高めるといった方法も考えられる**ため、東証は、**そうした取組を促進する枠組みづくりを進めることによって、日本経済全体における生産性の向上に寄与していくことが肝要**
 - ・・・ (中略) ・・・
- こうした背景を踏まえ、東証においては、
 - まずは、激変緩和措置として設けている上場維持基準に関する経過措置について、健全な新陳代謝を機能させる観点から、終了時期を含む今後の取扱いを直ちに明確化すべきである
 - また、金融資本市場、ひいては日本経済の活性化に向けて、3つの市場区分の特性を活用して、上場維持基準への抵触の懸念のない上場会社に対しても、資本コストを意識した経営の推進など、中長期的な企業価値向上に向けた自律的な取組の動機付けとなる枠組みづくりを進めていくべきである
 - これらの対応について、継続的な評価を行いながら、更なる改善を図っていくべきである

※太字は加筆

＜ご議論いただきたい事項②＞

- ◆ 仮に引き上げを行う場合には、どのような点に留意すべきか。実際の上場会社の状況等のファクトを踏まえれば、たとえば以下の点に留意する必要があると考えられるが、どうか

ファクト

- **【3～6ページ】** グロース市場上場後に大きく成長した会社も存在する一方、現在のグロース市場においては、現行の時価総額基準の水準である**40億円を下回っている会社が全体の約3割存在**しており、今後、このまま上場後10年を迎えることで**新たに基準に抵触する会社が生じる可能性（引き上げを行うと、さらに多くの会社が抵触する可能性）**
- **【7～9ページ】** そもそも時価総額基準は**2022年の市場区分の見直しの際に引き上げたばかり**であり、まだその効果検証を行えるタイミングではなく、また、各社は**その基準を前提にグロース市場への移行を選択**しており、現在、**適合に向けて取組みを進めている会社も存在**
- **【10～12ページ】** スタンダード市場への市場区分変更という選択肢についても、現状では、**利益基準などの形式要件に適合していない会社が大半**（そもそも各市場区分は独立したもの）

留意点

- 仮に上場維持基準を引き上げて多くの会社が上場廃止となる場合、**多数の株主が売買機会を失いかねず**、ひいては**グロース市場への資金供給が萎縮するなどの影響も**考えられないか
- また、2年前に改正した基準が再度変わることで、**現在の経過措置適用会社をはじめ、多くの上場会社の取組みにも影響を与えかねないことから、時間軸を意識すべきではないか**
- 前述の目的を実現・推進していくためには、**上場維持基準の引き上げ以外の手段（※）も組み合わせることで、上場会社の取組みを促していくことも**考えられないか
 - ※ たとえば、時価総額（市場評価）が一定未満の場合には、「事業計画及び成長可能性に関する事項」の開示において、その原因分析及び対応策に係る記載を求める 等