

市場区分の見直しに関するフォローアップ会議（第 24 回）へのコメント

2025 年 11 月 13 日
野村アセットマネジメント 小池 広靖

（資料 1）今後の取組みについて

- 市場区分見直しのフォローアップが開始されてから 3 年が経過しました。この間、市場区分の見直しを契機に投資家の期待に応える企業価値向上のため、資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応の要請、グロース市場の位置づけを再確認とともに上場維持基準の見直しが進んできました。
- ここまで取組みを振り返ると、企業と投資家のコミュニケーションが促進され、企業価値向上に向けた具体的な施策を実施に移す企業も増えてきているように思います。その上で、より深度があり実効性のある企業価値向上を引き続き促していくことが重要と考えます。
- 資本コストや株価を意識した経営の推進・対話の促進の観点では、非公開化の場面など、少数株主の利益保護の観点からも重要な役割を担う社外取締役には、投資家の期待への理解を深め、資本市場に対するリテラシー向上を図って頂く必要があり、また、その役割の重要性を再確認頂きたいです。当社も議案判断時のエスカレーションの過程で面談を求めておりますが、実現した例は少ないのが現状です。少数株主の意見を経営に反映させるには、社外取締役の実効性のある貢献が必須と考えます。
- 同様に、親子上場の解消や非公開化の効果検証、ケーススタディを提示して頂けると良いのではないかでしょうか。その際に少数株主保護が施された場合とそうでない場合に分けて提示することも有益であると考えます。

（資料 2）グロース市場における今後の対応

- グロース市場に上場する企業と機関投資家との対話は重要であると考え、当社は資産運用会社として問題意識を持って、その役割を果たすために力を入れて取り組んでいます。そして今後、更なる貢献できるよう取組みを強化したいと考えています。同時に、グロース市場に期待する高い成長のためには、運用者との対話だけでは十分ではないとも感じます。
- 市場拡大にはスタンダード市場、TOKYO PRO Market (TPM) 、クロスオーバー市場、IPO と連携した制度設計を中心とした改革を行っていく必要があると感じます。成長志向や成長ステージごとに分類した上で必要な施策

を検討・実施し、新興成長企業の出口として投資家に魅力を提示していくことが大切だと考えています。

- 事業統合や M&A など M&A に関わる規制を緩和する施策（株式交付制度、スクイーズアウト法制の緩和）も一案かも知れません。いずれにしても、内外からどの程度資金を集めることができるかがポイントだと思います。
- また、取組み事例や特設ページ開設など東証の取組みがさらに進んでいると感じます。今後の投資家からの注目がより集まりやすくなることを期待しています。
- 足元は大型株を中心とする資金の流れがありますが、「スタートアップの成長性に着目した新たな指標を開発」は検討を進めて頂ければと思います。その際、当該指標が企図する目的やコンセプトを積極的に発信することを期待すると同時に、指標利用者にとっての利便性に十分配慮することで、実効性がある取組みになると考えます。

（資料 3）プロマーケットの今後の方向性について

- 未上場株やクロスオーバー投資、中小型株の活性化には有望な市場ではあると考えます。例えば、東京以外の地方再生に関して資産運用業界からのアプローチとしては期待できる選択肢の一つとなるかも知れません。しかし、現状のままでは正直存在意義がどこにあるのか、本来期待される役割と魅力を訴求できていない状況ではないでしょうか。
- TPMへの上場の効果が単なる知名度向上だとすると、成長力向上への効果は限定的となってしまいます。本来成長資金調達の場であるはずの上場にも関わらず、資金調達が行れなく流動性がなく、また、外部株主を受け入れることが前提になっていないのが現状のようにみえます。
- スタートアップが一般市場において小規模 IPO で終わってしまうのが「伴走者」不足であるという課題に対して、J-Advisers が伴走者として一定規模になるまで TPM でサポートし、グロース市場への上場を手助けする、といった運営がなされるのであれば、市場としての存在価値の向上に繋がるのではないかでしょうか。私募（J-Ships）との連携も市場の厚みを増すことになります。
- TPM 上場銘柄の流通やプロ投資家のみ参加可能であることに関する規制緩和は、適切な検討を踏まえて進めてみてはどうでしょうか。しかし、緩い制度設計において最大の懸念は循環取引に代表される不正会計であり、J-Adviser 制度や会計監査による財務諸表の基礎的な部分が担保されることが前提となろうかと思います。
- TPM を経て成長企業となった事例はこれまで少ない状況です。グロース市場などではなく TPM を選択する理由としては単に「上場企業」というステータスを得るために加え、実際には銀行借入に対して経営者保証が外れることが最も大きなメリットとの話も聞かれます。売出も資金調達も実施しない、あるいはできないと思われる例がほとんどで

あり、流動性も増えておらず、投資家を呼び込むことにはつながっていません。ただし今後はグロース市場の維持基準厳格化で、上場市場として TPM を選択せざるを得なくなる企業も増える可能性もあり、ルールの不斷の改善が必要ではないでしょうか。

(資料 4) スタンダード市場における今後の対応

- 上場市場に関わらず企業価値の継続的な向上を目指す企業が集まる場であるべきと考えます。一方、スタンダード市場には、位置づけが明確になったプライム市場とグロース市場の間で、非常に多様な企業群が上場しているのが現状と言えます。スタンダード市場が抱える課題とその根深さもまた、多様なものであるという認識をしています。それ故に、スタンダード市場をリノベーションしていくことは、日本の株式市場全体の活性化のカギになるとも言えるのではないでしょうか。
- そのような多様な企業群が上場するスタンダード市場については、改善に向けた着実な議論を進めていくため、様々な企業群を適切に類型化し、処方箋を出せる類型に対しては処方箋を出していくことで効果的な施策となり、ひいては市場全体の底上げ、活性化に繋がるのではないかでしょうか。
- 企業規模や株主構成の観点での類型化も一案だと考えます。いずれにしても、投資家との対話が進まない要因を、深度をもって丁寧に分析した上で類型化に反映してはどうでしょうか。
- 資本コストの未開示比率が高く、課題が多いのが現状です。ただし、積極的に行っている企業も多いので、前向きな取組みについてはグロース市場の取組み同様に東証が促して頂くと良いのではないかでしょうか。また、現在は開示に後ろ向きの企業についても、引き続き最低限の上場企業として守るべき姿勢について改善を促して頂ければと思います。

(資料 5) 経過措置適用会社の状況

- スタンダードや他市場への区分変更の動向については継続的にフォローをお願いします。市場区分変更により 1 社あたり時価総額の向上やバリュエーションの向上が見られたかを検証して、今後の取組みに反映して頂ければと考えています。

以上