

スタンダード市場における今後の対応

東京証券取引所 上場部

2025年9月2日



前回の議論（本年7月）

◆ 前回の会議では、スタンダード市場の今後の方向性について、以下のようなご意見を頂戴

- グローブ市場の上場維持基準の見直しにより、**スタンダード市場が名実ともに中心的な市場になる**ことが見込まれる中、より一層**新陳代謝を活発化させて企業価値が高まる最善の方策を検討していくべき**
- スタンダード市場においても、これまで通り「**資本コストや株価を意識した経営の啓発やIRの充実**」を引き続き進めていくというのは当然であり、しっかりやっていくべき
- **親会社・支配株主を有する企業が多い**という特徴を踏まえ、**グループ経営による価値創造の観点から経営資源の配分を考えていくことが大きな焦点になるのではないか**
- **事業法人による株式の保有比率が高い**という点に関して、**その実態をより詳細に見ていく必要があるのではないか**（企業グループによる保有なのか／それ以外の企業による保有なのか等）
- スタンダード市場は**のりしろの広い市場**だと思っており、我が国の経済や産業を支える非常に重要な企業が多くあるものの、様々な事情があると理解。**その中で重要なのは少数株主保護であり、しっかりと求めていく必要**
- **上場基準を含めた上場規則の見直しなど、全ての施策をテーブルに並べて議論する姿勢が重要**

本日は、スタンダード市場の現状をあらためてご確認いただくとともに、今後どのようなアプローチを取っていくべきかについてご議論いただきたい

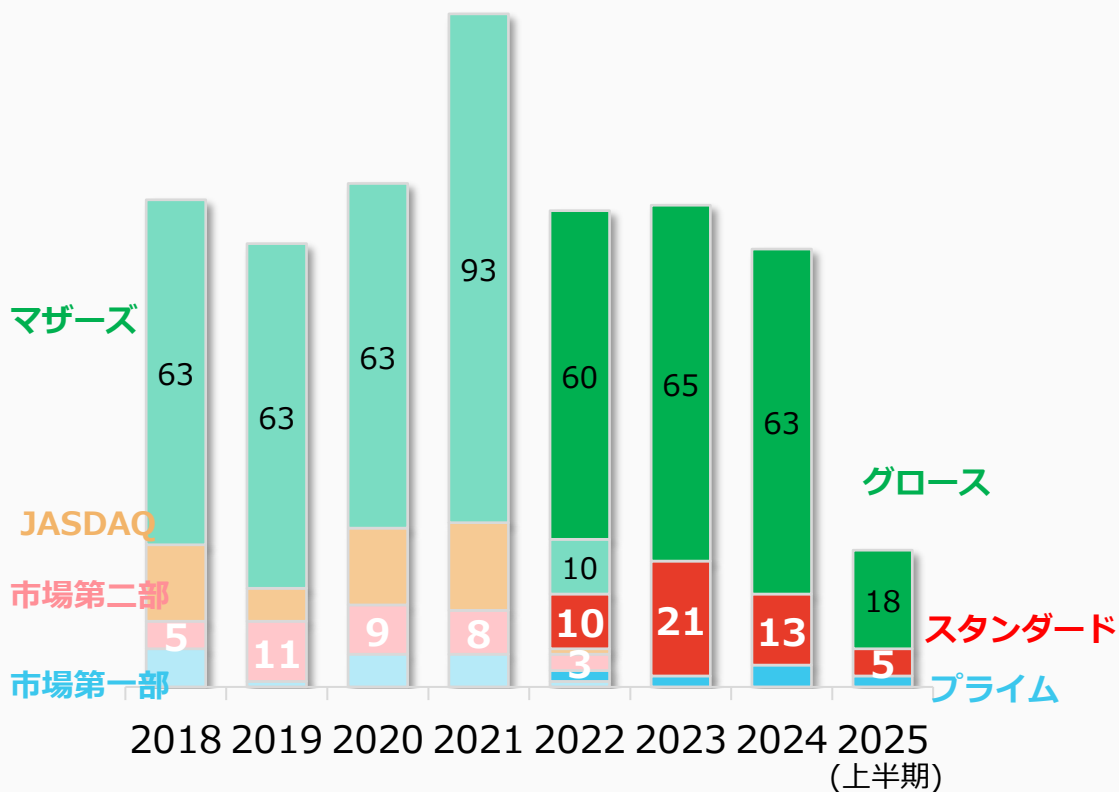
1. スタンダード市場の現状

スタンダード市場へのIPO

◆ スタンダード市場へのIPOは、年間10～20社程度

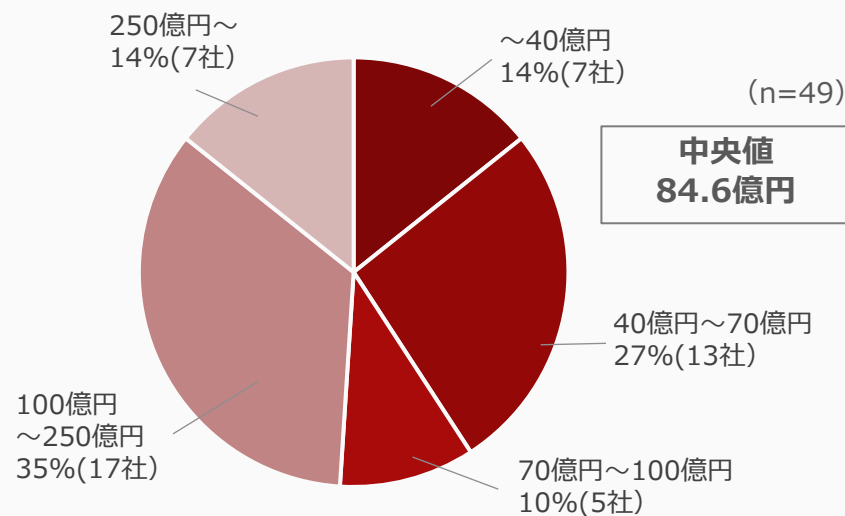
➤ IPO時の時価総額は、中央値84.6億円

IPO社数の推移



注：テクニカル上場やTOKYO PRO Marketを経由した上場を除く

スタンダード市場へIPO時の時価総額

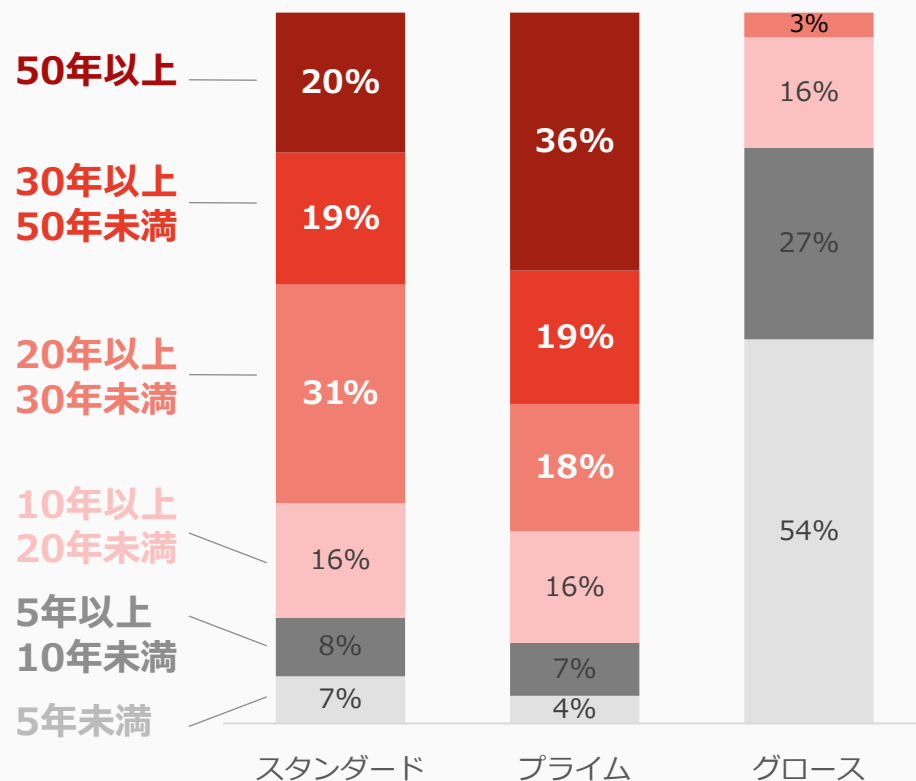


上場日	会社名	上場時時価総額
2023/3	住信SBIネット銀行	1843億円
2023/10	西部技研	550.8億円
2022/8	日本ビジネスシステムズ	441.8億円
2024/6	タウンズ	430億円
2024/12	黒田グループ	412.1億円
2023/11	Japan Eyewear Holdings	304.3億円
2024/10	シマダヤ	267.6億円

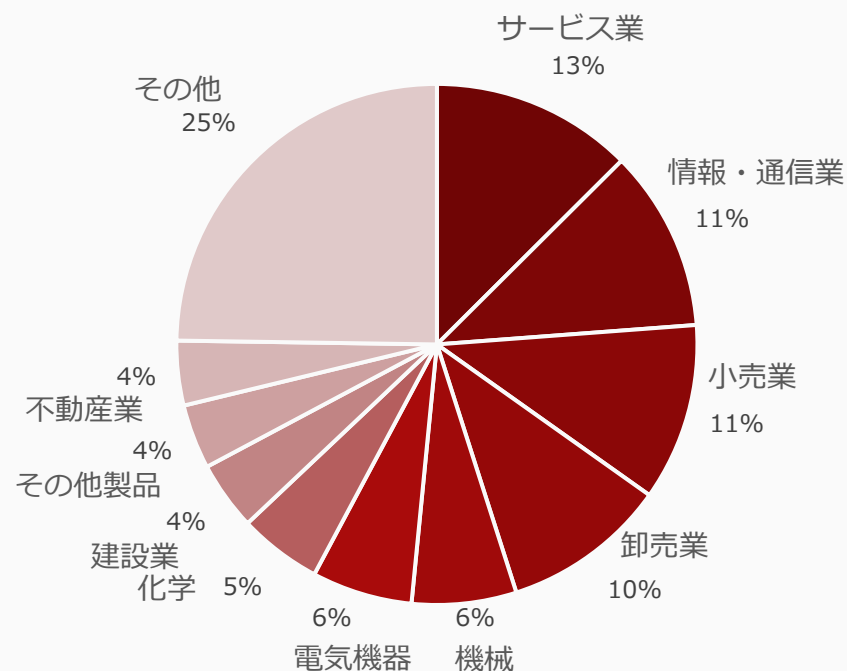
スタンダード市場上場会社の経過年数、業種

- ◆ スタンダード市場の上場会社は、プライム市場と同様、上場後経過年数が多い企業が多い
- ◆ 業種についても偏りなく、様々な業種の企業が上場している状況

上場後経過年数の分布



スタンダード市場上場会社の業種



注：「その他」には、金属製品、食料品、輸送用機器、ガラス・土石製品、繊維製品、倉庫・運輸関連業、陸運業、鉄鋼、精密機器、証券、商品先物取引業、その他金融業、パルプ・紙、銀行業、非鉄金属、医薬品、ゴム製品、海運業、水産・農林業、石油・石炭製品、電気・ガス業、空運業、鉱業を含む

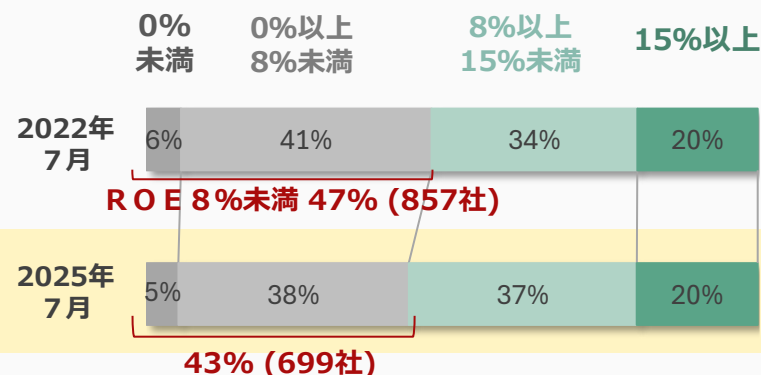
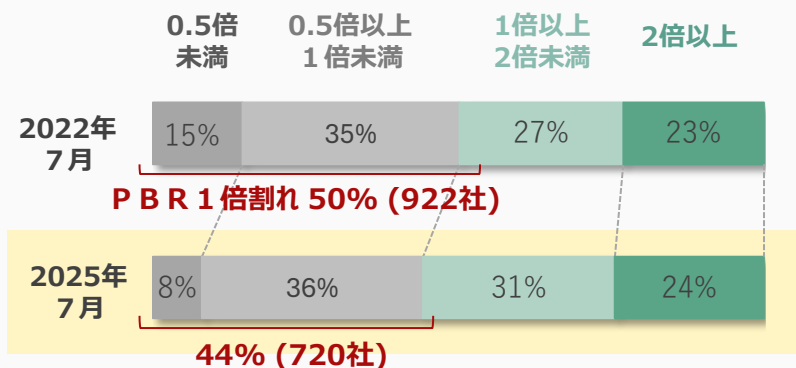
PBRとROEの分布

◆ スタンダード市場においても、引き続き資本コストや株価を意識した経営を進めていく必要

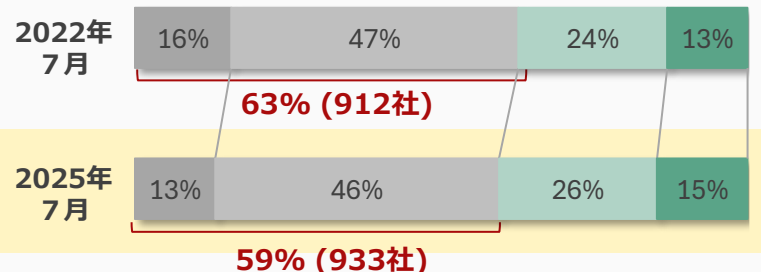
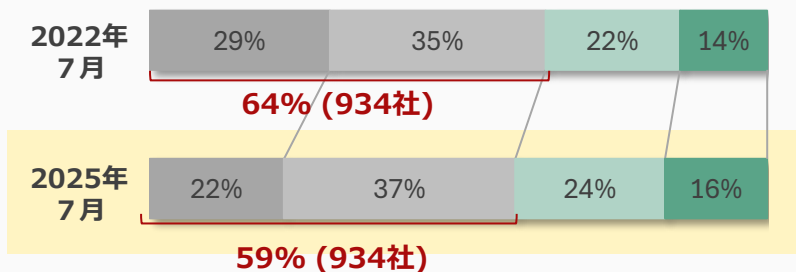
PBRの分布状況

ROEの分布状況

プライム



スタンダード

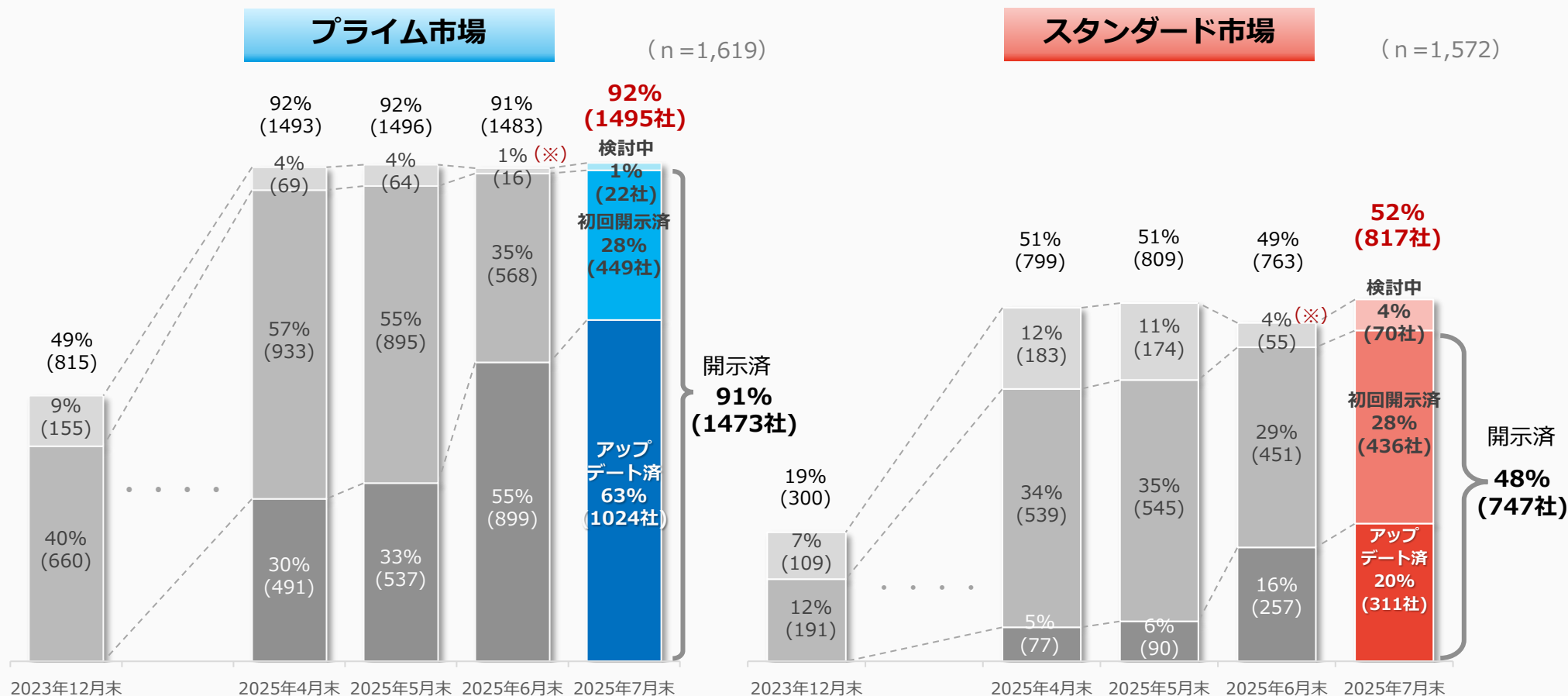


※ QUICKから取得したデータを東証で加工
※ 2022年7月1日時点及び2025年7月1日時点のデータ

資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた取組み①

◆ スタンダード市場の上場会社の開示率は52%（817社）（検討中含む）

➤ プライム市場と比較して、検討・対応が遅れている状況



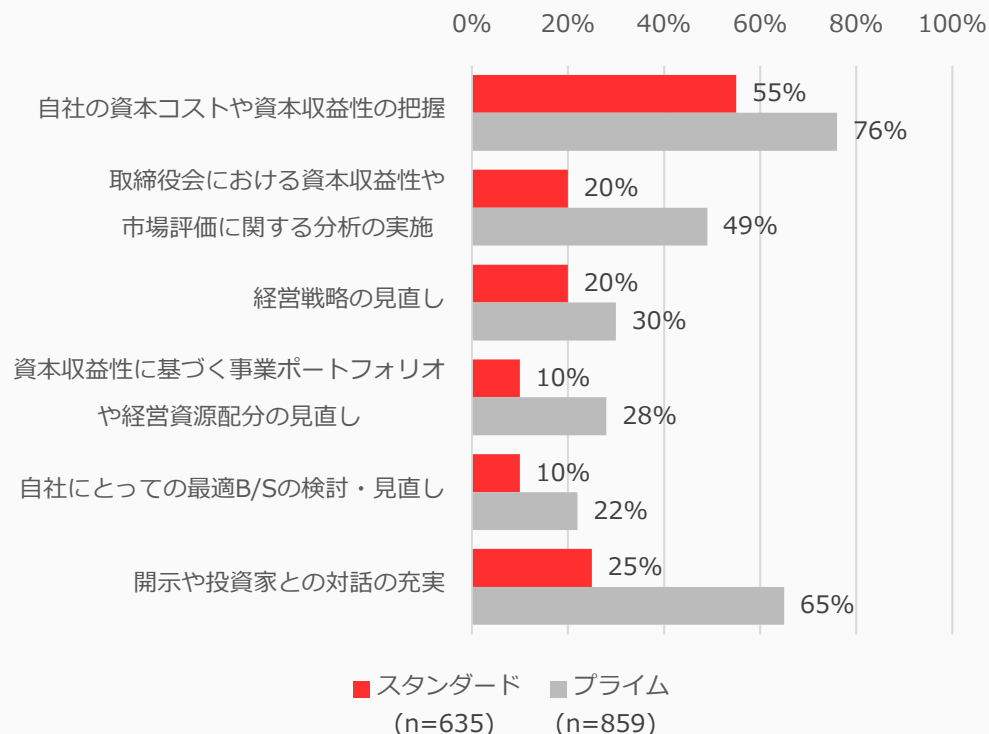
(※) 「検討中」の企業数が減少したのは、「開示済」に移行したほか、2025年1月から「検討中」の掲載期間が6か月間となり、期間を過ぎた企業が一覧表に掲載されなくなったため

資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた取組み②

- ◆ 自社の資本コストや資本収益性の把握は一定程度進んでいるものの、取締役会における分析や、それを踏まえた経営戦略等の見直しに繋がっていない企業が多い

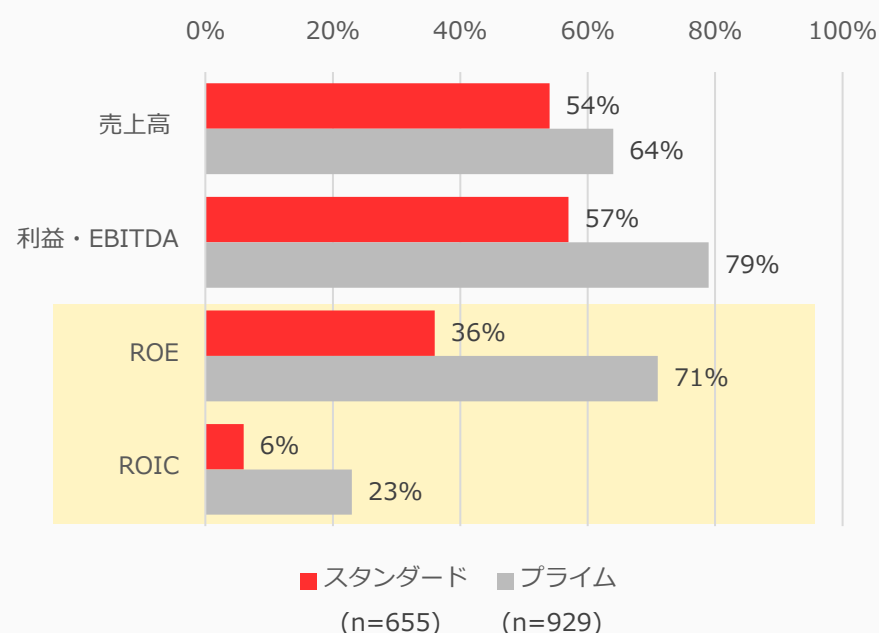
- 中期経営計画等のK P Iとしても依然として売上・利益が中心で、R O EやR O I CをK P Iとする企業はプライム市場と比較しても少ない

「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」を踏まえ、実施した具体的アクション



注：当該設問の有効回答社数に占める割合

中期経営計画等におけるK P I

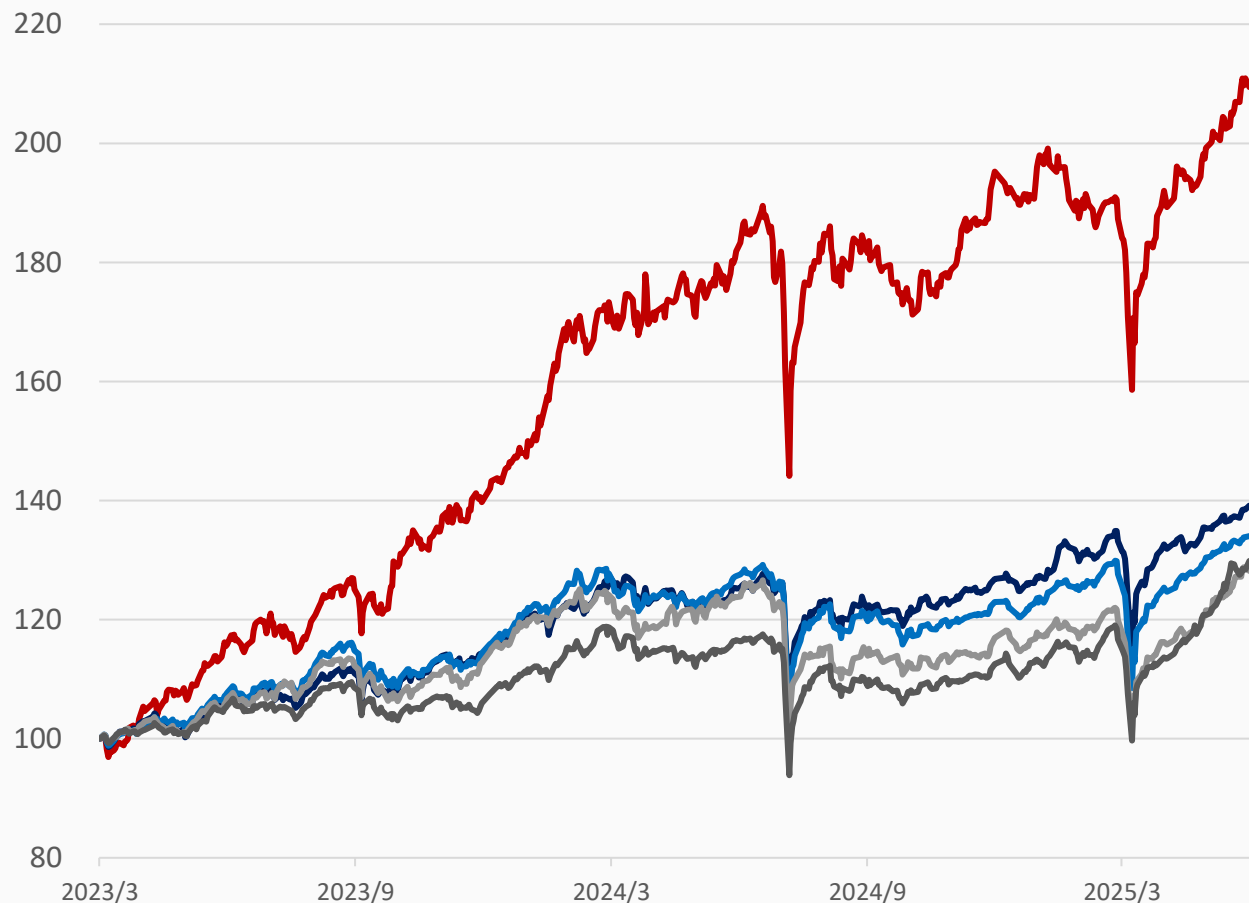


注：サーベイの回答社数（当該設問を無回答の企業を含む）に占める割合

出所：三井住友信託銀行「企業価値“最大化”に向けたコーポレートガバナンス改革～『ガバナンスサーベイ®2024』実施報告書～」より東証作成

要請後の株価推移

◆ 一方で、事例集掲載企業など、積極的な取り組み進め、大きく企業価値を向上させる企業も存在



事例集掲載企業 : +109.4%
(n = 13)

騰落率上位5社

会社名	騰落率	時価総額
ダイハツ インフィニアース	321.5%	729億円
カンロ	277.5%	701億円
日邦産業	222.2%	235億円
P L A N T	119.2%	115億円
新家工業	109.2%	287億円

アップデート済 : +39.1%
(n = 90)

初回開示 : +34.0%
(n = 530)

未開示 : +29.9%
(n = 741)

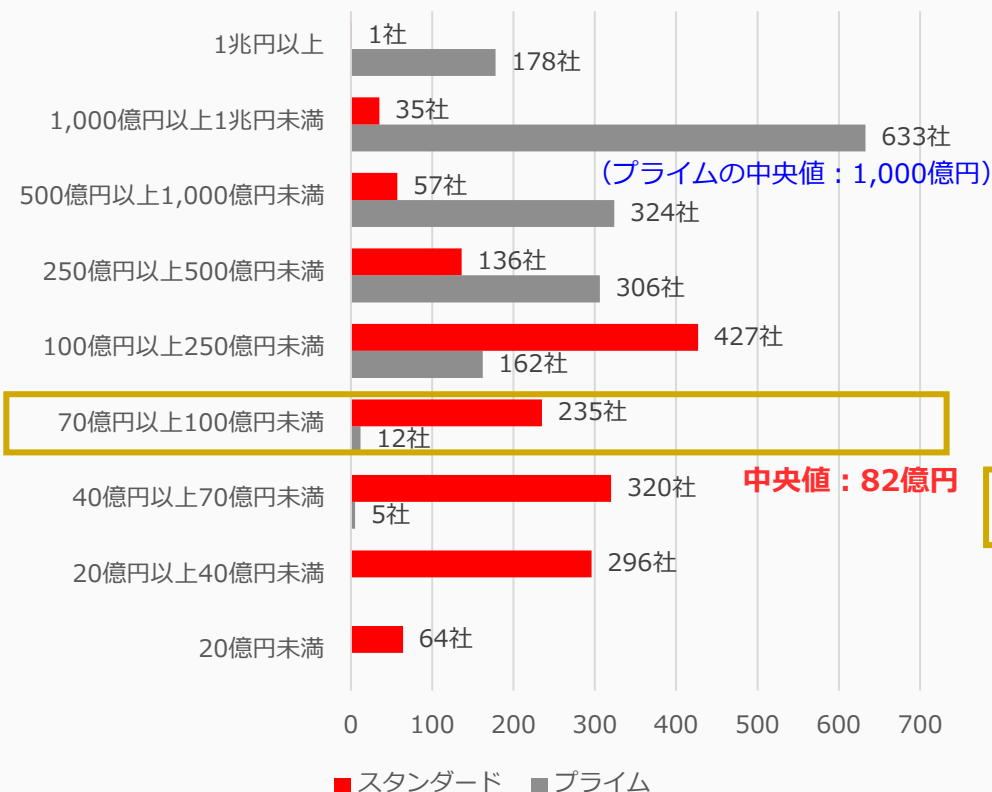
検討中 : +28.2%
(n = 166)

※ 2023/3/31時点の株価を100に換算し、分類ごとの株価推移を試算（等ウェイト）
※ 開示のステータスは2025/6/30時点の開示企業一覧表に基づき分類

流動性（時価総額・売買代金）

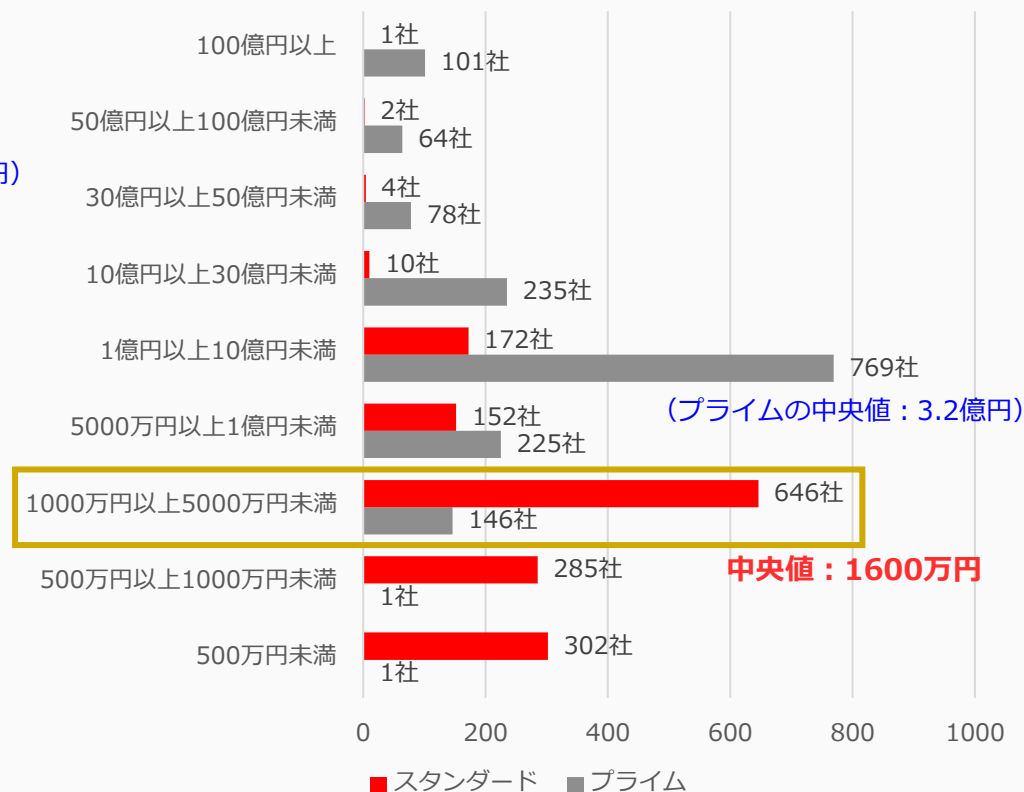
- ◆ スタンダード市場上場会社の時価総額の中央値は82億円、売買代金（1日）の中央値は160万円
- 流動性の問題から、機関投資家による投資やエンゲージメントの対象となりにくい企業も多い

時価総額の分布状況



注：2025年7月22日時点

1日平均売買代金

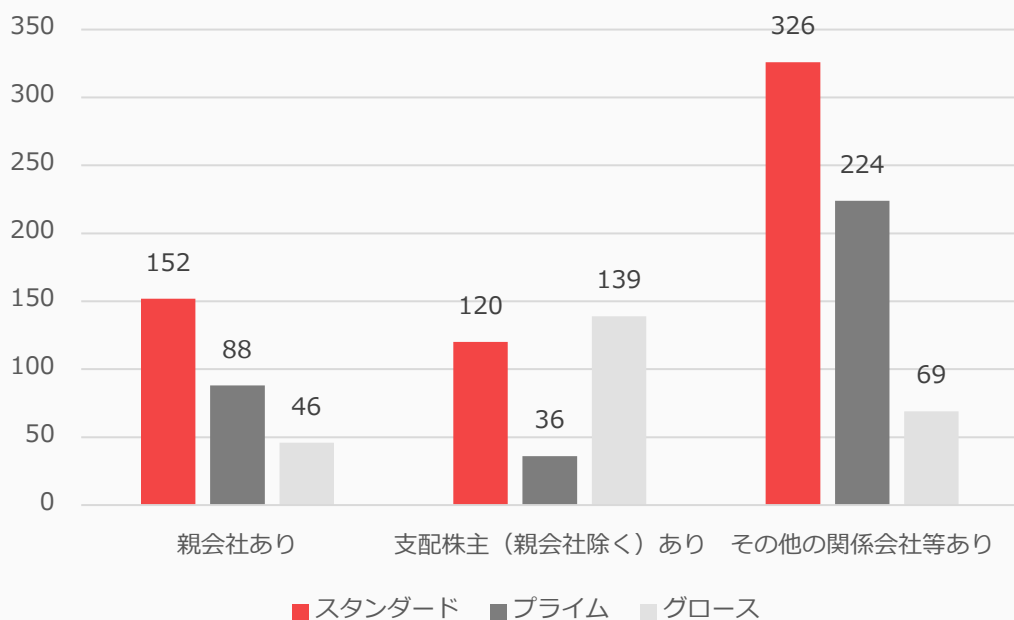


注：2024年8月1日から2025年7月31日までの1日平均売買代金

株主構成

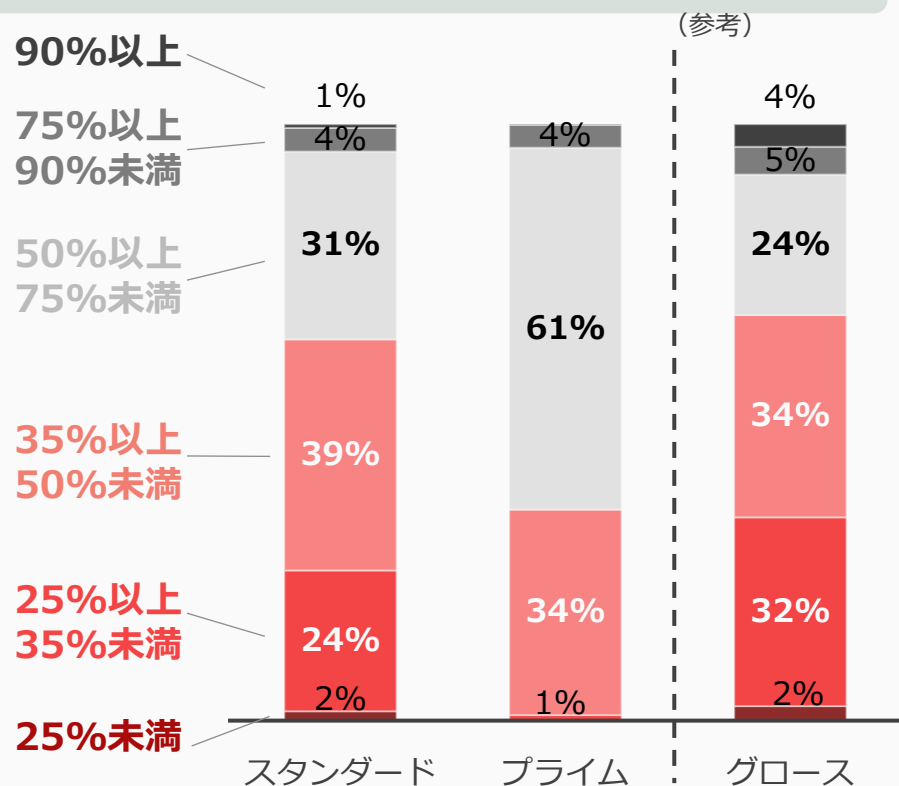
- ◆ 親会社やその他の関係会社、オーナー社長や創業家等の支配株主を有する企業が他の市場と比べても多い
- ◆ 全体としても、政策保有等により、プライム市場と比較して、流通株式比率の低い企業が多い

親会社等を有する企業の数



出所：親会社、支配株主については、各社のCG報告書をもとに集計
その他の関係会社等については、各社の「支配株主等に関する事項について」の開示状況をもとに概算（開示を行っている企業のうち、親会社、支配株主を有する企業を除外）

流通株式比率の分布状況

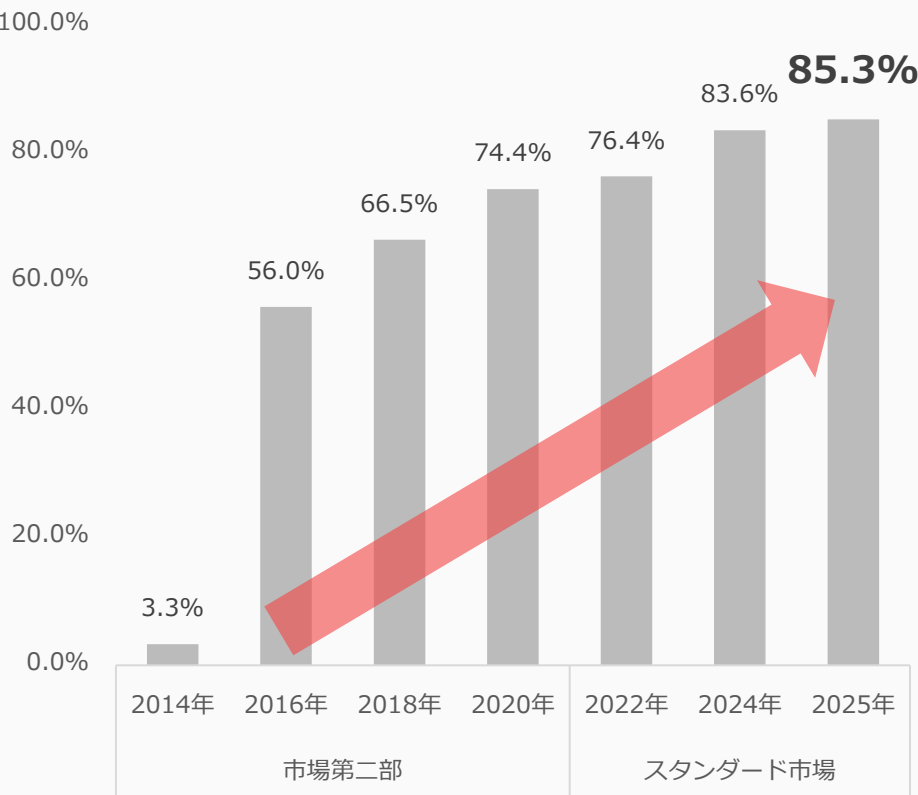


出所：2025年7月22日時点の上場会社における2025年3月期までの直近の株券等の分布状況表をもとに集計

独立社外取締役の選任状況

- ◆ スタンダード市場の上場会社においても、コーポレートガバナンス・コードの策定以降、独立社外取締役の選任が進展
 - 85%の企業が2名以上、59%の企業が3分の1以上の独立社外取締役を選任

2名以上の独立社外取締役を選任する
上場会社の比率推移



スタンダード市場上場会社の
独立社外取締役の選任状況（2025年）

	スタンダード市場		プライム市場	
	会社数	比率	会社数	比率
2名以上	1,339社	85.3%	1,616社	99.6%
3分の1以上	931社	59.3%	1,602社	98.8%
過半数	107社	6.8%	425社	26.2%
合計	1,569社	-	1,622社	-

出所：各社のCG報告書をもとに集計

2. 市場関係者（機関投資家等）の声

市場関係者の声（IPO）

- ◆ 上場準備企業においてスタンダード市場へのIPOを検討する動きもみられる中で、スタンダード市場への上場の魅力を打ち出すべきとの意見や、スタンダード市場が新たな「上場ゴール」の場となることを懸念する声が聞かれた

- これまでスタートアップ企業においては、上場先の市場の選択を丁寧に行っておらず、基本的にグロース市場を目指すことが多かった。**今般のグロース市場の維持基準見直しを機に、自社の成長速度等に照らして、自社に適した市場区分はどこなのか、スタンダード市場を含めて検討を行うようになってきている**（証券会社）
- 上場基準や英文開示など、**プライム市場の上場会社に求められる水準が高まる中で、スタンダード市場へのIPOを検討する企業も存在**（証券会社）
- 一方で、スタンダード市場への上場を視野に入れている企業においても、**スタンダード市場が現状としてメジャーな上場先でないため、自社が魅力的でないように受け取られてしまうのではと懸念する声が聞かれる。**東証からも、**スタンダード市場への上場の魅力や上場後に期待される事項をはっきり打ち出す必要があるのではないか**（証券会社）
- スタンダード市場が他の市場区分の**受け皿のようなイメージを持たれるのは避けるべきであり、こういった企業にスタンダード市場に上場してほしいかについてしっかり示すべきだ**と思う（証券会社、監査法人）
- グロースの基準が上がることで、**今後、上場基準が緩やかなスタンダード市場が上場ゴール、既存株主や経営者のエグジットの場となってしまうのではないかという懸念もある。**安易にスタンダード市場を勧めて流動性が低いまま上場するよりも、上場時期をずらす方が適切なケースもあるのではないか（証券会社）

市場関係者の声（既上場会社の実態）

- ◆ スタンダード市場の上場会社においても、少しずつ株主と向き合い、企業価値向上に取り組む必要性が認識されつつある
 - ◆ 一方で、大株主の存在や流動性（出来高）が少なく投資家が入りにくい構造、緩やかな上場維持基準などから危機感に乏しい企業が多いとの指摘も
- スタンダード市場の開示率はプライム市場と比較して出遅れているが、**政策保有株の減少や同意なき買収の対象となるリスクの増加、アクティビズムの活性化という環境変化**の中で、全体としては、**少しずつ検討の必要性が認識されつつある**。特に、I Rや投資者との対話などを通じて、経営者が危機感をもったような場合は、検討が進みやすい傾向（信託銀行）
 - 一方で、**親会社やオーナーなどの大株主が株式の大部分を保有している企業や、そもそも流動性が少なく、市場から注目されにくいこと企業などは危機感に乏しい**事例も多い。プライム市場やグロース市場の上場を維持できない企業の受け皿のような印象になってしまっている（国内機関投資家・信託銀行）
 - 特に、**スタンダード市場の上位企業は、規制も厳しくなく、TOPIXには採用されるという一番居心地が良い状態**になってしまっている。こうした企業に対しては、ハードルを下げ過ぎず、必要なことは求めていくべき（海外投資家）
 - 時価総額数十億円の企業は、**上場維持基準への抵触懸念もなく、アクティビストのアプローチなどの外圧が無い限り、資本市場と向き合う必要性を感じにくい**。同業他社と比べて見劣りしなければ良いというところに留まっており、**企業価値向上に向けた本質的な取組みに繋がっていない**（信託銀行）
 - 事業構造上急成長が難しい会社であっても、そういった会社なりに、生産性を高めて、キャッシュ創出力を向上できるように、**緊張感をもって上場し続けることのできる仕組み**が必要ではないか（国内機関投資家・信託銀行など）

市場関係者の声（資本コストや株価を意識した経営）

- ◆ 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

- スタンダード市場の検討中・未開示の企業においては、依然として、**資本コストの把握等の現状分析に留まっており、資本収益性をどのように改善していくかというところまで議論が及んでいない企業が多い**（信託銀行）
- コーポレート部門では、取組みの必要性を認識していても、**売上や利益などのP L 指標を最優先に考える事業部門や事業部門出身の役員等の意識改革に苦労している企業も多い**（信託銀行）
- ニッチトップの企業なども多いが**市場規模自体が大きくなり、どのように継続的な成長ストーリーを描くかが課題**となっている。I Rをしようにもアピールできる成長戦略自体がなく苦労しているという話も聞く（信託銀行）
- スタンダード市場において**投資家とコンタクトを希望する企業が非常に少ないが、資本市場を意識している企業が少ないことの現れ**であり、大きな問題（国内機関投資家）
- 他社に買収してもらおうという形で**M & Aによる非公開化を検討する企業も見られるが、上場維持基準が緩やかである中で、差し迫った事情もないため、実際の動きには繋がらない企業が多い印象**（信託銀行）

市場関係者の声（少数株主保護・ガバナンス）

- ◆ 少数株主を考慮した経営が行われていないとの意見や、社外取締役の比率は以前より高まっている一方で、その実効性を懸念する指摘も

- スタンダード市場は大株主の存在する企業が多い一方、**少数株主を考慮する経営が十分に行われていない**印象。こうしたことはスタンダード市場においても認められるべきでない（国内機関投資家）
- **オーナー企業**の場合、自分の税金が増えるため増配したくない、**相続税が上場株式の株価に紐づくため株価を上げたくない**という声も聞かれる。**そもそも企業価値をあげようということに関心が向いておらず、少数株主との利益相反が生じている**（信託銀行）
- 社外取締役の比率は以前より大分増えたが、**実質的に機能しているかは企業ごとにバラつきが大きい**。相談役的な立ち位置に留まってしまっていることが多く、**経営陣と対等に議論できる社外取締役**の存在が、これからの課題（海外投資家）
- 社外取締役の実効性に関して、企業価値向上に取り組んだ経験のある人物が、**事業ポートフォリオの見直しなどの改革が進捗するよう監督**していくことが期待される（国内機関投資家）
- 社外取締役の実効性を確認する術がない事例も多い。**ガバナンス体制の実効性や少数株主保護の問題等について、社外取締役に対話を申し込んでも断られる**ケースが未だに相当程度ある（海外投資家）
- 東証の**独立性基準がミニマムスタンダードとして適切かをあらためて検討すべき**ではないか。実態として、東証の基準さえ満たしていれば問題ないとする企業の拠り所になっており、実際に30%程度を保有する**大株主に属する人物について独立性があると主張する事例**も存在（国内機関投資家、海外投資家）

3. ご議論いただきたい事項

今後のアプローチ

- スタンダード市場は、3つの市場区分においてベースとなる市場であり、多様な上場会社を受け入れる市場インフラとして必要かつ重要なマーケット
- 一方で、プライム市場を「グローバル」、グロース市場を「高い成長性」と特徴付けて改革を進める中で、スタンダード市場は、そのどちらでもない市場としてネガティブな印象を持たれつつあり、市場としての魅力向上が課題



- スタンダード市場において、前向きに企業価値向上に取り組む企業をより増やしていく観点からどのようなアプローチが考えられるか（IPO先の選択肢としての発信の在り方、前向きに取り組む企業の見える化など）
- 上場会社としての基本的な責務をしっかりと果たしていただく観点から、どのようなアプローチが考えられるか。

想定される切り口：

- 資本コストや株価を意識した経営、IRの推進
- 親子上場等におけるグループ経営や少数株主保護の在り方に関する検討の推進
- 流動性・分布の改善
- 独立社外取締役の実効性・独立性の確保
- 上場維持基準（見直しの必要性含む）

- ◆ グロース市場の見直しに伴い、上場準備企業やグロース市場上場企業がスタンダード市場への上場を検討する動きが見られる中、**スタンダード市場の今後の方向性**についても企業・投資家からの関心が高い
- ◆ スタンダード市場は、**上場会社として求められる基本的な水準を備えた企業**のための市場であり、**少数株主保護など、上場会社としての基本的な責務**を果たしていくよう求めていくとともに、**資本コストや株価を意識した経営の啓発やIRの充実**も引き続き進めていく
- ◆ また、「グローバル」や「高い成長性」といった特徴は有さずとも、社会のニーズに応じて**安定成長を目指す企業に適した市場となることを目指し**、そうした企業にとって、**スタンダード市場が上場先の選択肢となるよう積極的に発信**していく

⇒ 今後の方向性についてどう考えるか、ご意見をおうかがいしたい

（参考：フォローアップ会議でのこれまでのご意見）

- グロース市場の上場維持基準の見直しや経過措置の終了に伴い、スタンダード市場の企業数の増加が想定されるが、受け皿として何もしなくて良いのか、何らかの改善を図っていく必要があるのか、考えていくべき
- スタンダード市場における「資本コストや株価を意識した経営」の開示率は38%と低い水準にあり、今後、開示率の向上や取組みの強化を検討していく必要もあるのではないかと
- スタンダード市場は、少数株主保護や情報開示など、上場会社として最低限求められることもやっていない疑いがあり、最低限守るべき責務を改めて明確化する必要がある

資本コストの要請に関する対応状況

