

(資産運用)：進む東証改革、なお残る上場維持基準の課題

2025 年 3 月に経過措置が終了し、東証の新しい上場維持基準が本格的に適用された。8 月時点で基準を下回る企業は約 200 社に上り、各社は基準適合や市場変更、重複上場、非公開化など多様な対応を模索している。一方で、今回の基準見直しは通過点にすぎず、市場の活性化に向けた取り組みは今後も続いていく。

東京証券取引所が 2022 年 4 月に市場区分を「プライム」「スタンダード」「グロース」の 3 つに再編してから 3 年が経過した。従来は経過措置により一部の基準未達企業も上場を続けられてきたが、この経過措置が終了し、新しい上場維持基準が本格的に適用されている。

新しい上場維持基準の特徴は「新規上場基準と維持基準の原則共通化」である。従来は、新規上場基準と比較して上場廃止基準が著しく低く、一度上場すれば基準を多少下回っても上場を維持できる構造となっており、上場後も継続的な成長を促す仕組みとは言い難かった。今回の見直しにより、企業は上場後も継続的に一定の水準を維持することが必要となった。

では、実際にどのような企業が基準を下回っているのか。3 市場合計で 215 社が基準を下回っている。市場別では、プライム市場で 67 社、スタンダード市場で 103 社、グロース市場で 45 社が未達であり、特にスタンダード市場に集中している。基準項目別では、プライム・スタンダード市場では流通株式時価総額基準の未達が多いのに対し、グロース市場では時価総額基準を満たさない企業が目立つ。前者では流動性確保（株価×流通株式数）が課題であり、後者では企業規模そのものが課題となっている（図表 1）。

図表 1：市場別・基準項目別の上場維持基準未達企業数

	株主数	流通株式比率	流通株式時価総額	売買代金	時価総額	純資産の額
プライム	0	11(7)	55(29)	2(1)	0	3(3)
スタンダード	2(1)	23(11)	79(44)	0	0	5(5)
グロース	0	11(2)	7(4)	0	25(14)	5(5)
3 市場合計	2(1)	45(20)	141(77)	2(1)	25(14)	13(13)

(注)2025 年 8 月 27 日時点。改善期間該当銘柄と経過措置適用銘柄のうち期限が表示されている項目を集計。重複あり。()内は改善期間該当銘柄。

集計時点で流通株式数と売買高基準を下回る企業は確認されなかった。

(資料)JPX から筆者作成

企業は、基準を下回った場合でも即時に上場廃止となるわけではない。原則として 1 年間の改善期間（売買高基準は 6 カ月）が与えられ、この間に基準を回復できれば指定解除される。改善期間を経てもなお基準を達成できなければ監理銘柄・整理銘柄を経て上場廃止となる。

では、企業は具体的にどのような対応を取っているのか。大きく分けて四つの方向性に整理できる。第一は、業績改善や株主還元の強化等を通じた「基準への適合」である。利益成長や純資産の拡大、ガバナンス体制の強化を通じて株価や投資家評価を高め、基準を満たそうとする

ものである。第二は「市場区分の変更」で、特にプライムからスタンダードへの移行が典型例である。実際、プライム市場の未達企業 67 社のうち 63 社はスタンダードの基準には適合しており、現実的な選択肢となっている。第三は、名古屋・札幌・福岡といった地方取引所への「重複上場」である。地方取引所は東証と比較して基準が緩やかであり、仮に東証で上場廃止となっても「上場企業」の地位を維持できる。2024 年以降、東証との重複上場企業数は 20 社超に増加しており、備えの動きが広がっている。第四は「非公開化」で、MBO や親子上場解消などにより上場をやめるケースである。実際、2024 年末の東証上場企業数は前年より 1 社少ない 3,842 社（TOKYO PRO Market を除く主要 3 市場）と 2013 年以来初めて減少した。

新しい上場維持基準は、短期的には企業に負担や形式的な対応を求める側面もある。しかし従来の新規上場基準と廃止基準に大きな乖離があった状況を見直し、一定の水準を維持する仕組みに転換した意義は大きい。企業にとっては中長期的な成長戦略を再構築し、投資家との信頼関係を深めるきっかけとなる可能性がある。今回の制度改革は、企業の市場との向き合い方を改めて考える契機になると同時に、日本株式市場全体の活性化につながるかどうか今後の動向が注目される。

さらに留意すべきは、この見直しが「終着点」ではない点である。東証は、グロース市場の時価総額要件を「上場後 10 年で 40 億円」から「上場後 5 年で 100 億円」に引き上げる方針を示しており、規模要件を満たせない企業は今後さらに増える可能性がある。筆者が 2025 年 8 月末時点のグロース市場上場企業の時価総額を集計したところ、時価総額が 100 億円以上に切り上がることによって新たに 203 社（全体の 33%）の企業が時価総額基準を下回ることが確認された。

図表 2：グロース市場上場企業の時価総額分布

	時価総額 40億円未満	40～ 100億円	100～ 250億円	250億円 以上
全体 (n=608)	31% (189社)	33% (203社)	21% (129社)	14% (87社)

(注)2025 年 8 月末時点。時価総額は 2025 年 6-8 月の日々の最終価格の平均に 8 月末時点の上場株券等の数を乗じて算出。

(資料)QUICK、JPX から筆者作成

また、スタンダード市場についても基準や規則全般の見直しを含め、今後の方向性を検討していくべきだとの議論があった。つまり、今回の本格適用は通過点に過ぎず、日本の株式市場は依然として「改革途上」にある。引き続き、各市場の基準整備や企業行動の変化を通じて、上場企業が持続的な成長を実現し、その流れが株式市場全体の活性化へとつながる市場づくりが進んでいくだろう。

(森下 千鶴)