

## &lt;トピック&gt;

**グロース市場改革が始動する**

～上場企業数の減少、成長率の向上が見込まれる

東証が市場区分の見直しを行ってから 3 年が経つ。プライム、スタンダード上場企業に関しては、2023 年に出した「資本コストや株価を意識した経営」への要請が効果を上げているが、グロース上場企業に関しては今のところ目立った動きはみられない。しかし今後、東証は上場維持基準の厳格化などグロース市場の改革を進める見通しであり（9 月に詳細を公表予定）、グロース市場の活性化に期待したい。

改革の目玉は、上場維持基準の厳格化である。時価総額の基準は、現行の「上場 10 年後に 40 億円」から 2030 年以降は「上場 5 年後に 100 億円」に引き上げられる。これにより、(1) 低成長企業の淘汰が進み、全体の成長率が高まる、(2) 上場企業数が減少することで、少ない企業により多くの資金が向かう可能性がある、(3) 比較的規模の大きな企業が残ることで、機関投資家の参入が促進される、(4) 企業価値向上に向けて圧力が高まることになり、上場企業の意識変化につながる、などの効果を期待する。改革の効果は数年続くとみている。

本レポートの着目銘柄として、当研究所のグロース上場のカバレッジ銘柄の中から、高成長が予想されるタイミー (215A)、グロービング (277A)、dely (299A)、ワンキャリア (4377)、eWeLL (5038)、Arent (5254)、エフ・コード (9211)、Solvvy (7320)、INFORICH (9338)、スマートドライブ (5137)、AViC (9554)、リベロ (9245) の 12 社を挙げる。

## 東証市場区分の再編とグロース市場の位置づけ

グロース市場改革が  
始動する

東証が市場区分の見直しを行ってから 3 年が経つ。プライム、スタンダード上場企業に関しては、2023 年に出した「資本コストや株価を意識した経営」への要請が効果を上げているが、グロース上場企業に関しては今のところ目立った動きはみられない。しかし今後、東証は上場維持基準の厳格化などグロース市場の改革を進める見通しであり、株式市場の注目は高まっている。本レポートでは、グロース市場がプライム市場及びスタンダード市場に対してどのような位置づけにあるかを確認し、グロース市場改革がもたらす影響を考察する。また、グロース市場の中で高い時価総額成長率を達成している企業の特徴について確認する。

グロース市場の特徴

グロース市場は、高い成長可能性を持つ新興企業を主な上場対象としており、プライム市場やスタンダード市場に比べ、上場基準は低めに設定されている。規模は小さいが、成長性が高いことが特徴としてあげられる（図表 1）。新規上場基準に利益の項目がないことから、赤字企業比率も高い。業種構成は非製造業が約 9 割を占め、特に情報・通信、サービス業が多い。

（図表1）プライム、スタンダード、グロース市場の比較

| 項目           | プライム                       | スタンダード               | グロース         |
|--------------|----------------------------|----------------------|--------------|
| （コンセプト）      |                            |                      |              |
| 対象企業         | グローバルな機関投資家の投資対象となりうる大規模企業 | 十分な流動性とガバナンス水準を備えた企業 | 高い成長性を持つ新興企業 |
| （上場維持基準）     |                            |                      |              |
| 流通株式時価総額     | 100億円以上                    | 10億円以上               | 5億円以上        |
| 流通株式比率       | 35% 以上                     | 25% 以上               | 25% 以上       |
| 時価総額         | -                          | -                    | 40億円以上(注1)   |
| （主要指標）       |                            |                      |              |
| 時価総額(億円、中央値) | 1,079                      | 88                   | 71           |
| 売上高(億円、中央値)  | 1,326                      | 160                  | 40           |
| 売上高伸び率(中央値)  | 6%                         | 4%                   | 11%          |
| 営業赤字比率       | 2%                         | 11%                  | 25%          |
| 無配比率         | 7%                         | 16%                  | 40%          |
| （業種構成）       |                            |                      |              |
| 非製造業         | 57%                        | 60%                  | 87%          |
| 製造業          | 43%                        | 40%                  | 13%          |

（注1） 現行のグロースの時価総額基準は上場 10 年を経過した企業に適用

（注2） 時価総額は 9 月 3 日。その他主要指標は直近決算期の数値

（出所）東証資料等より、いちよし経済研究所作成

## 市場区分再編後の上場企業数の変化

### 市場別構成の変化

2022 年 4 月の東証の市場区分再編を経て、プライム、スタンダード、グロース上場企業の構成比は再編前の 58%：30%：12%から直近（9 月 3 日現在）は 43%：41%：16%に変わった。上場社数は、プライムが 561 社減（旧 1 部との比較）、スタンダードが 445 社増（旧 2 部+JASDAQ スタンダードとの比較）、グロースが 143 社増（旧マザーズ+JASDAQ グロースとの比較）である（図表 2）。再編により、プライム市場からスタンダード市場へまとまった数の銘柄が移動した（再編時 338 社、特例措置 177 社）。グロースについてはこれまでのところ再編の影響は大きくはなく、新規上場による自然な増加といえる。

（図表2）東証市場区分再編前後の上場企業数の変化

（単位：社）

|                       | プライム  | スタンダード | グロース |
|-----------------------|-------|--------|------|
| 再編前(2022/4/3)         | 2,176 | 1,125  | 463  |
| 直近(2025/9/3)          | 1,615 | 1,570  | 606  |
| 変化                    | ▲ 561 | 445    | 143  |
| 再編時の移行(2022/4/4)      | ▲ 338 | 339    | ▲ 1  |
| 特例措置による移行(2023/10/20) | ▲ 177 | 177    | 0    |
| 新規上場                  | 26    | 64     | 218  |
| 上場廃止                  | ▲ 97  | ▲ 144  | ▲ 40 |
| 市場変更                  | 25    | 9      | ▲ 34 |

（注1） 特例措置は、プライム上場企業が審査なしにスタンダード市場に上場することを可能にするもの。申請期間は 2023 年 4 月 1 日から同年 9 月 29 日まで。市場区分の実施は 2023 年 10 月 20 日

（注2） 旧マザーズに上場していたインタースペース（2122）は再編時にスタンダードに移行

（注3） 外国会社を除く

（出所）東証資料より、いちよし経済研究所

### 経過措置の終了、グロース上場維持基準の引き上げが影響してくる

新規上場はあるものの、今後も全体の上場企業数はほとんど増えないとみている。当面はプライム上場企業の減少傾向、スタンダード上場企業の増加が続き、グロース上場企業は減少に転じると思われる。理由の一つは、2022 年の市場区分見直しの際にプライム、スタンダード、グロース上場企業に適用されていた経過措置が終了することである。東証は、上場維持基準が厳格化されたことを踏まえ、見直し前から上場している会社については経過措置として緩和した基準を適用していた。しかし、2025 年 3 月 1 日以後に到来する基準日から本来の上場維持基準を適用する。本来の上場維持基準に適合しない場合は、改善期間を経て、監理銘柄・整理銘柄に指定後に上場廃止となる。9 月 3 日時点で、経過措置が適用されている銘柄は 102 社（プライム 31、スタンダード 49、グロース 22）、改善期間に入った銘柄は 115 社（38、55、22）ある。もう一つの理由は、後述するグロース市場の上場維持基準の引き上げである。

## グロースの上場維持基準引き上げと予想される変化(1) —上場企業数の減少

グロース上場企業数は減少へ

グロース市場は1999年に前身のマザーズ市場発足以降、順調に上場企業数を増やしてきた(図表3)。しかし、2025年以降は減少に転じる可能性が高い。主な要因は、上場維持基準が「5年経過後に時価総額100億円以上」に引き上げられることである。東証の資料によると、グロース上場企業の7割が時価総額100億円を割っている(2024年10月～12月の終値平均ベース)。

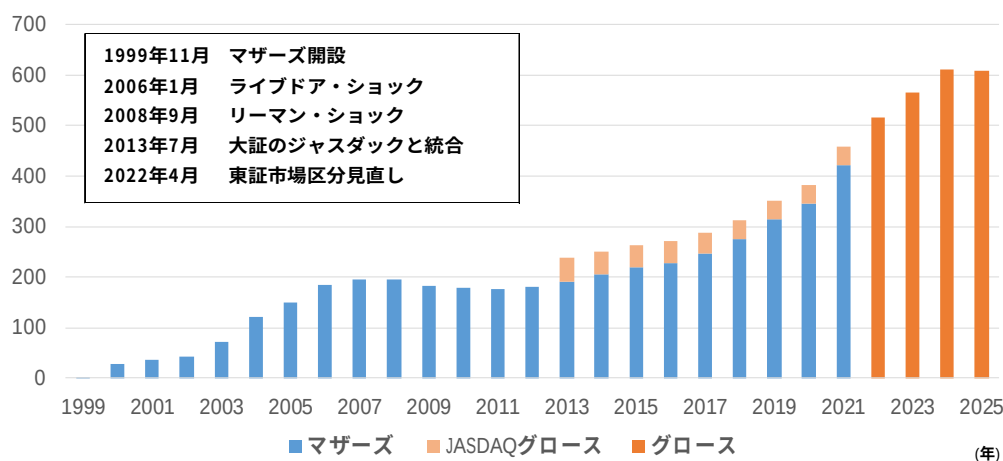
新規上場の大幅減少

直近の状況をみると、グロース上場企業数は606社であり、2024年末比1社減少した(9月3日現在。外国会社除く)。新規上場が大幅に減少していること(1～8月の新規上場は21社と前年同期の41社から半減)、スタンダードへの移行が増え始めていること(1～8月に7社がスタンダードへ移行)が影響している。上場維持基準厳格化を鑑み、上場を延期したり、市場区分を変更したりする動きが出ているものとみられる。

多くがスタンダードへ移行する見通し

基準を満たさない企業がとる行動として、スタンダード市場への移行が多くなると予想する。スタンダード市場の上場基準(新規上場・上場維持)に時価総額の項目はないが、流通株式時価総額10億円以上、流通株式比率25%以上という基準がある。一般にグロース上場企業の流通株式比率は低めだが、仮に流通株式比率25%なら、時価総額40億円でスタンダードの基準を満たす計算になる。実際、現在のスタンダード上場企業の55%は時価総額100億円未満である。また、グロース市場の上場維持基準の見直しに伴い、グロース市場からスタンダード市場へ移行する際は、利益の水準を問わないという措置がとられる見通しである。

(図表3) 東証グロース上場企業数



(注) 各年末(2025年は9月3日現在)。外国会社を含む  
(出所) 東証

## グロースの上場維持基準引き上げと予想される変化（2）－成長率の底上げ

成長性の高い企業がグロースに残る

上場維持基準時価総額が 100 億円以上に引き上げられれば、グロース市場にはより成長性の高い企業が残ることになるだろう。図表 4 は、2019 年以降にマザーズ、グロース市場に上場した企業のうち、データ取得可能な 375 社の時価総額規模と各種指標の関係をみたものである。売上高成長率や営業利益率が高い企業は、時価総額が大きくなる傾向がある。

（図表4）グロース上場企業の時価総額成長率と主要指標の関係

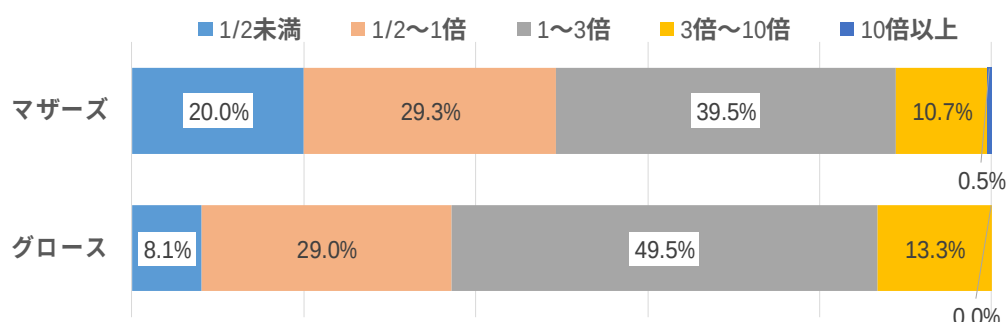
| 時価総額      | 集計社数 | 売上高成長率 | 営業利益率 | 営業CF成長率 | 投資CF成長率 |
|-----------|------|--------|-------|---------|---------|
| 250億円以上   | 69   | 31%    | 10%   | 21%     | 32%     |
| 100～250億円 | 84   | 19%    | 9%    | 14%     | 11%     |
| 40～100億円  | 119  | 17%    | 7%    | -1%     | -4%     |
| 40億円未満    | 103  | 9%     | 3%    | -14%    | 3%      |
| 合計／中央値    | 375  | 18%    | 6%    | -1%     | 9%      |

（注）成長率は 3 年平均年率成長率、利益率は 3 年平均利益率  
（出所）いちよし経済研究所

上場維持基準引き上げの効果

前回の上場維持基準引き上げの効果を確認してみたい。旧マザーズの上場維持基準は「上場 10 年後に時価総額 10 億円以上」と非常に緩やかなものだったが、2022 年 4 月の市場区分再編時にグロースの上場維持基準は「上場 10 年後に 40 億円」に設定された（2030 年以降はさらに引き上げられる見込み）。再編前に「マザーズ」に上場した企業 215 社（2019 年から 2022 年 3 月までに上場）と、再編後に「グロース」に上場した企業 210 社の 2 グループの時価総額成長率を比較すると、前者は半数が公開時価総額を割れているが、後者では、時価総額が 1－3 倍になったのが半数、3－10 倍になったのが 13%ある（図表 5）。時価総額基準が厳しくなったことで、より成長率の高い企業の上場が増え、全体の成長率が改善した可能性がある。

（図表5）マザーズとグロースの時価総額成長率比較



（注）公開時価総額からの成長率（9月3日現在）  
（出所）いちよし経済研究所



# 時価総額成長率の高い企業の特徴

積極投資、対象市場の拡大、継続型ビジネスモデルなど

2019 年以降にマザーズ、グロース市場に上場した 428 社のうち、現在の時価総額が 5 倍以上になった企業は 20 社ある（図表 6、公開時価総額との比較）。特徴としては、積極的な M&A や人材投資で事業を拡大していること、対象とする市場が拡大していること、継続型ビジネスモデルで収益が積みあがる構造を構築していることなどがあげられる。

時価総額が 5 倍以上になった銘柄

当研究所がレポートを発行している銘柄では、pluszero（5132）、Liberaware（218A）、松屋アールアンドディ（7317）、Machee Planet（7095）、yutori（5892）、エフ・コード（9211）、QPS 研究所（5595）、ANYCOLOR（5032）、ボードルア（4413）、アイビス（9343）、スマレジ（4431）の 11 社がランクインしている。

（図表6）時価総額が 5 倍以上になったマザーズ、グロース上場企業（2019 年以降上場）

| 社名                   | コード  | 現市場<br>区分 | 時価総額<br>成長率(倍) | 決算期   | 売上高<br>伸び率 | 売上高営<br>業利益率 | 上場日    | 概要                    |
|----------------------|------|-----------|----------------|-------|------------|--------------|--------|-----------------------|
| クリアル                 | 2998 | G         | 9.6            | 25/3  | 99%        | 5%           | 22年4月  | クラウドファンディングによる不動産ファンド |
| ELEM ENTS            | 5246 | G         | 8.7            | 24/11 | 31%        | 2%           | 22年12月 | 個人認証・個人最適化ソリューション     |
| BuySell Technologies | 7685 | G         | 8.7            | 24/12 | 41%        | 8%           | 19年12月 | 出張訪問買取などリユースサービス      |
| ククレブ・アドバイザーズ         | 276A | G         | 8.5            | 24/8  | 81%        | 33%          | 24年11月 | CREソリューションビジネス        |
| pluszero             | 5132 | G         | 7.6            | 24/10 | 36%        | 21%          | 22年10月 | A 開発企業                |
| エフ・コード               | 9211 | G         | 7.4            | 24/12 | 107%       | 28%          | 21年12月 | 顧客獲得・育成支援サービス         |
| Liberaware           | 218A | G         | 7.0            | 24/7  | 115%       | -54%         | 24年7月  | 設備点検向けの小型ドロローン        |
| ヘッドウォータース            | 4011 | G         | 6.9            | 24/12 | 25%        | 11%          | 20年9月  | 企業業務へのA 導入をサポート       |
| M achee P lanet      | 7095 | P         | 6.9            | 25/4  | 31%        | 10%          | 20年3月  | マーケティング分析サービス         |
| 松屋アールアンドディ           | 7317 | G         | 6.8            | 25/3  | 13%        | 20%          | 20年4月  | 縫製自動機や各種縫製製品の製造販売     |
| QPS 研究所              | 5595 | G         | 6.7            | 25/5  | 62%        | 3%           | 23年12月 | 地球観測用人工衛星の開発・製造       |
| ボードルア                | 4413 | P         | 6.4            | 25/2  | 59%        | 21%          | 21年11月 | IT インフラストラクチャサービス     |
| ANYCOLOR             | 5032 | P         | 6.3            | 25/4  | 34%        | 38%          | 22年6月  | VTuberグループ「にじさんじ」の運営  |
| yutori               | 5892 | G         | 6.0            | 25/3  | 92%        | 8%           | 23年12月 | D2C 型 A パレル事業         |
| グローバルセキュリティエキスパート    | 4417 | G         | 5.6            | 25/3  | 26%        | 18%          | 21年12月 | 教育・人材育成等のサイバーセキュリティ   |
| アイビス                 | 9343 | G         | 5.5            | 24/12 | 13%        | 25%          | 23年3月  | モバイルペイントアプリの開発・運営     |
| セレンディップ・ホールディングス     | 7318 | G         | 5.5            | 25/3  | 27%        | 3%           | 21年6月  | 事業承継支援、モノづくり企業の運営     |
| G M O フィナンシャルゲート     | 4051 | P         | 5.4            | 24/9  | 18%        | 8%           | 20年7月  | 決済端末、情報処理サービス         |
| スマレジ                 | 4431 | G         | 5.4            | 25/4  | 32%        | 21%          | 19年2月  | クラウド型POS レジ           |
| クオリブス                | 4894 | G         | 5.3            | 25/3  | 661%       | -337%        | 23年6月  | ヒト iPS 細胞由来の再生医療等製品   |

（注1） 時価総額成長率は公開時価総額との比較（9 月 3 日現在）

（注2） 売上高伸び率、売上高営業利益率は直近決算期の実績

（注3） yutori、スマレジ、グローバルセキュリティエキスパートの伸び率は前期単独数値との単純比較

（注4） P はプライム、G はグロース

（注5） 網掛けは当研究所のレポート発行銘柄

（出所） 各社決算短信、いちよし経済研究所

## いちよし経済研究所がカバーする成長性の高いグロス上場銘柄

グロス市場改革による効果

グロス市場の改革により、(1) 低成長企業の淘汰が進み、全体の成長率が高まる、(2) 上場企業数が減少することで、少ない企業により多くの資金が向かう可能性がある、(3) 比較的規模の大きな企業が残ることで、機関投資家の参入が促進される、(4) 企業価値向上に向けて圧力が高まることになり、上場企業の意識変化につながる、などの効果を期待する。改革の効果は数年続くとみている。

成長率、利益率、時価総額でスクリーニング

いちよし経済研究所では、60 社のグロス市場上場企業をカバーしている。そこから、今期から 3 年間の平均売上高成長率 20%以上（当研究所予想）、平均売上高営業利益率 10%以上（同）、足元の時価総額 100 億円以上の条件で銘柄をスクリーニングした（図表 7）。

12 社をリストアップ

タイミー（215A）は、新規分野であるホテル、介護業界で急成長している。グローピング（277A）は、主力の「JI コンサルティング」で経営層に深く入り込み競争力を発揮。dely（299A）はクラシルリテールネットワークの本格稼働、AI レシートの立ち上げ、TikTok との連携が期待材料である。ワンキャリア（4377）は継続課金が可能な「スカウト」が収益源としての存在感を増している。eWeLL（5038）、Arent（5254）、エフ・コード（9211）、Solvy（7320）、INFORICH（9338）、スマートドライブ（5137）、AViC（9554）、リベロ（9245）も順調に業績を拡大させている。

（図表 7）売上高成長率・営業利益率が高いグロス上場企業（時価総額順）

| 社名       | コード  | 決算期   | 時価総額<br>(億円) | 今期予想<br>PER (倍) | 実績<br>PBR (倍) | 予想売上高<br>成長率 | 予想営業<br>利益率 | 概要                |
|----------|------|-------|--------------|-----------------|---------------|--------------|-------------|-------------------|
| タイミー     | 215A | 25/10 | 2,248        | 41.4            | 24.0          | 28%          | 21%         | スキマバイトアプリ運営       |
| グローピング   | 277A | 26/5  | 875          | 35.0            | 15.2          | 32%          | 33%         | コンサルティング          |
| dely     | 299A | 26/3  | 782          | 33.9            | 7.3           | 26%          | 19%         | 購買データを活用した販促支援    |
| ワンキャリア   | 4377 | 25/12 | 488          | 35.9            | 11.9          | 37%          | 28%         | キャリアデータプラットフォーム事業 |
| eWeLL    | 5038 | 25/12 | 437          | 41.6            | 18.1          | 30%          | 45%         | 訪問看護専用電子カルテの最大手   |
| Arent    | 5254 | 26/6  | 329          | 22.3            | 6.8           | 22%          | 35%         | 建設DXコンサルティング      |
| エフ・コード   | 9211 | 25/12 | 293          | 22.3            | 4.3           | 43%          | 28%         | 顧客獲得・育成支援サービス     |
| Solvy    | 7320 | 25/6  | 261          | 19.3            | 7.3           | 21%          | 23%         | 住宅設備保証サービス        |
| INFORICH | 9338 | 25/12 | 249          | 12.1            | 4.5           | 30%          | 32%         | モバイルバッテリーシェアリング   |
| スマートドライブ | 5137 | 25/9  | 192          | 50.1            | 24.9          | 29%          | 16%         | クラウド型車両管理システム     |
| AViC     | 9554 | 25/9  | 134          | 26.2            | 8.4           | 25%          | 28%         | インターネット広告とSEOコンサル |
| リベロ      | 9245 | 25/12 | 104          | 19.3            | 4.5           | 28%          | 22%         | 転居や転勤者向けサービスを提供   |

（注1） いちよし経済研究所カバレッジ銘柄

（注2） 予想売上高成長率、予想営業利益率は今期以降の 3 期平均

（出所） いちよし経済研究所（時価総額、予想は 9 月 3 日時点）

『レポート表記上の注記事項』

- ・ 会社予想以外の予想はいちよし経済研究所。本文および図表での前期比は、注記なき場合は増減率。
- ・ 四半期の数字は注記なき場合は当経済研究所推計。
- ・ 図表における前期比の数字は原則として百万円未満を切り捨てて算出しているため、決算短信に表示される数字と若干異なる場合があります。
- ・ 公募増資等があった場合のEPSは期間按分した修正EPSとします。
- ・ 1株あたり配当については、株式分割等があっても遡及修正を行いません。
- ・ カバレッジ銘柄は継続調査対象銘柄を指しますが、予告なく採用および除外することがあります。
- ・ 業績表の前回予想の前期比(%)は前回予想に基づく伸び率を表示しています。
- ・ 純利益は、当期純利益（単独）、親会社株主に帰属する当期純利益（日本基準、連結）、親会社の所有者に帰属する当期利益（IFRS）、当社株主に帰属する当期純利益（米国基準）を表示しています。

『金融商品取引法に基づく表示事項』

○本資料をお客様にご提供する金融商品取引業者名等

商号等： いちよし証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第24号  
加入協会：日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会

○手数料等およびリスクについて

株式等（ETF、ETN、REITを含む）の売買取引には、約定代金に対して最大1.43%（最低手数料3,300円）（税込み）の委託手数料をいただくこととなります。株式等は価格の変動等により、損失が生じるおそれがあります。外国株式は為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

『アナリスト証明』

私は本レポートに記載された見解が私個人の見解を正確に反映していることを表明します。また、このレポートの執筆にあたり、第三者からの強要・示唆・依頼等、いかなる圧力も受けておりません。私は本レポートを執筆することにより特別の報酬を得ることはありません。また、私及び私の家族は本レポートの対象企業の有価証券を保有しておりません。

『いちよし証券及びいちよし経済研究所の免責事項』

- この資料は、いちよし証券より対価を受け、公表されたデータ等に基づいて作成されたものですが、過去から将来にわたって、その正確性、完全性を保証するものではありません。投資の参考となる情報の提供を目的としたものですので、銘柄の選択、投資時期等の投資に関する最終決定は投資家ご自身の判断でお願い致します。
- 有価証券投資は株価の変動により、または発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに関する外部評価の変化等により、損失が生じるおそれがあります。投資によって発生する損益はすべて投資家の皆様へ帰属します。
- 記載された見解等の内容はすべて作成時点でのものであり、今後予告なく変更されることがあります。金融商品取引所や証券金融会社が行う信用取引等に関する規制措置等は、新規に追加および解除されても表示することができません。
- いちよし証券又はいちよし経済研究所及びいちよし証券の関係会社は、この資料に記載された銘柄の有価証券を保有又は売買する場合、及びこの資料に記載された企業に対し投資銀行業務を行う場合があります。
- この資料は、原則としていちよし証券又はいちよし経済研究所及びいちよし証券の関係会社から、直接提供するという方法で配付しております。また著作権はいちよし証券に帰属しています。未許可での使用、複製の作成や発表を禁じます。

レポート発表日現在、タイミー(215A、東証グロース)は証券金融会社が貸株利用等による「注意喚起銘柄」に指定しています。INFORICH(9338、東証グロース)は金融商品取引所より信用取引残高の「日々公表銘柄」に指定されています。

お問い合わせの際は最寄のいちよし証券の部支店までご連絡ください。

(C)Ichiyoshi Securities Co.,Ltd. 2025 All Rights Reserved