

グロース市場は改革できるか

マーケットエッセンシャル 主筆 前田 昌孝



前田 昌孝（まえだ まさたか）
1957年生まれ、1979年東京大学教養学部教養学科卒、日本経済新聞社に入り、2022年1月末に嘱託定年で退職するまで記者、編集委員として主に証券分野の記事を執筆。この間、2010年から13年まで日本経済研究センターに出向。2022年2月に独立して新媒体を立ち上げ。

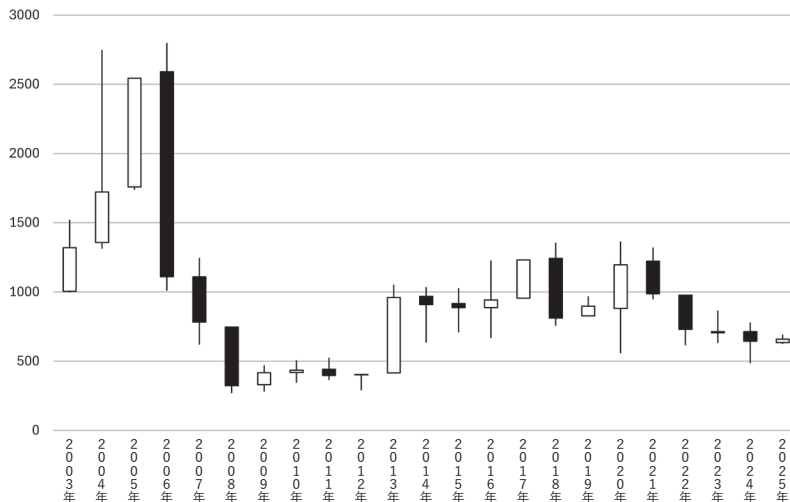
東証グロース市場の低迷が続いている。小粒上場が多く、多くの機関投資家が投資の対象から外しているうえに、投資情報が乏しく、個人も企業の中身を評価しての売買をしにくいからだ。しかし、放置していれば、将来の日本経済を支える企業は生まれない。振興策のアイデアは出尽くしたように見えるが、まだできることはあるかもしれない。

<高値2799、安値269>

日本の新興成長企業の株価動向を最も長期に表しているのは、東証グロース市場250指数（グロース250）だ。もともとは東証マザーズ指数として、2003年9月12日に算出が始まった。現在は全部で600社強の東証グロース市場上場銘柄から、時価総額などを基準に250銘柄を選んで計算対象にしている。2022年4月の市場区分変更後もしばらくはマザーズ指数と呼んでいたが、銘柄の段階的絞り込み作業が終了した2023年11月6日に、現在の指数名に改称した。

算出開始以来のグロース250の年足は図表1のようになっている。日々の指数値を見ると、高値は2006年1月16日に記録した2799.06だった。しかし、その後は急落に次ぐ急落で2008年10月10日に269.41まで下落した。しばらくは底ばい状態だったが、アベノミクス

(図表 1) 東証グロース250指数の22年間



(注) 年足。2025年は3月14日現在。2023年11月6日に「東証マザーズ指数」から「東証グロース市場250指数」に改称

(出所) QUICKのデータをもとに筆者作成

相場が本格的に始まった2013年からは回復基調に入り、2020年10月14日には1365.49の戻り高値を付けた。

その後は再び下げ基調に転じ、日経平均株価が過去最大の下げ幅を記録した2024年8月5日には485.02まで下落する場面もあった。以後、8月16日に600台を回復したものの上値は重く、2025年3月14日には659.26となっている。

<真の景況感を示す指数>

最高値を付けた2006年1月16日当時を振り返ると、この日は深夜になってから東京地検特捜部が証券取引法（現金融商品取引法）違反の疑いで、堀江貴文氏（ホリエモン）が率いるライブドアおよび関連施設への強制捜査に踏み切り、世の中は大騒ぎになった。

当時はラジオ局のニッポン放送がフジテレビの親会社になっていて、堀江氏らはニッポン放送の株式を買い集め、フジテレビを手中に収めようとしていた。時代の寵児でもあった堀江氏の奔放な動きが東京地検の強制捜査で封じられるとの見方が、投資家の警戒感を誘い、翌1月17日からの指数の急落につながった。オンライン証券大手のマネックス証券がライブドア関連の5銘柄を突然、信用取引の担保から外す措置をとったことも、株式相場の急落に結び付いた。

ただ、当時の堀江氏らの行動は乱暴との見方があった一方で、旧体制が支配し、にっちもさっちもいかなかった日本の経済や社会に風穴を開ける動きとして応援していた国民も多かった。

街角の景況感を測る指数として、2000年に経済企画庁（現内閣府）長官だった堺屋太一氏が導入した景気ウォッチャー調査の現状判断指数の過去の月々の推移を調べると、季節調整値が最も高かったのは2021年12月の58.5だが、その次に高かったのは、ライブドアへの強制捜査の直前、2005年12月の57.7だった。

2021年12月は新型コロナウイルスの流行が終わるとの期待感が指数を押し上げた（翌2022年1月にはオミクロン株が広がって指数は39.2に急落）が、2005年12月は日本経済が若い力でよみがえるとの期待感が、国民の景況感を押し上げたのである。

景気ウォッチャー調査の現状判断指数と株式相場とは連動性が高いといわれているが、ここ数年は日経平均株価が上昇しても、現状判断指数は頭打ち、ないしは低下気味になっている。直近の2025年2月は45.6と、2022年7月以来の低さだ。現状判断指数は日経平均よりもグロース250に連動しているイメージだ。日本の景況感はグロース250の低迷に表れているといってもいい。

＜市場区分変更後も低迷＞

東京証券取引所が4つあった市場区分をプライム、スタンダード、グロースの3区分に変更した2022年4月4日以降も、グロース市場には区分変更の効果が及ばなかったのか、指数の低迷が続いている。図表2は市場区分変更後に東証が導入した3指数の推移を示している。いずれも区分変更の前営業日の2022年4月1日を1,000とした指数だ。

市場区分の変更によっても、グロース市場の低迷が変わらなかったのは、グロース市場の活性化が区分変更の第一の目的ではなかったことにも関係している。区分変更の話が持ち上がった2020年当時、旧来の市場区分については、2つの問題点が指摘されていた。第2部、マザーズ、JASDAQの位置づけが重複していることと、第1部のコンセプトがいまいになっていたことだ。

日本では米国のナスダックに匹敵する成長企業向け市場が整っていないことが課題だった。市場区分変更の計画を聞いて、日本にもナスダックのような市場を作ろうとしているのではないかと期待する向きもあった。

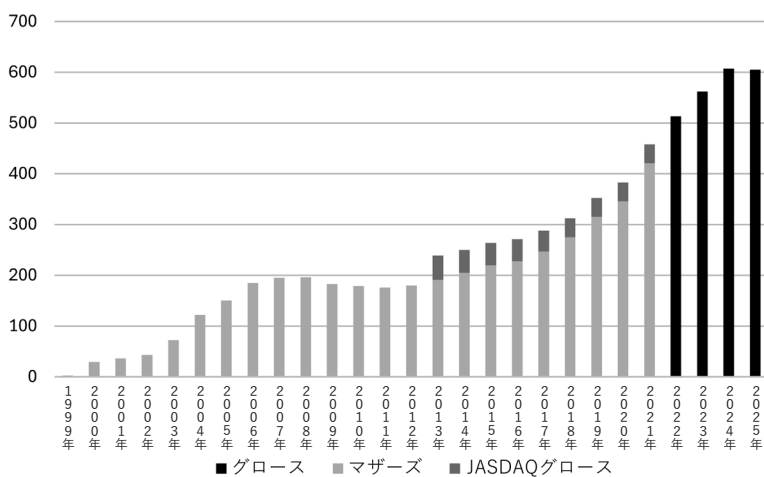
確かに、図表3に示すように、市場区分変更後もグロース市場への上場企業は増え続けている。若い企業が株式を上場する先として、積極的に選択している様子がうかがえる。

(図表 2) 市場区分変更後の東証 3 指数



(注) 2022年4月1日を1000とした指数。月間終値 (2025年3月は14日現在)
(出所) QUICK

(図表 3) グロース市場上場企業数



(注) 各年末 (2025年は3月14日現在)。JASDAQグロースはグロース基準でJASDAQに上場した企業
(出所) 東京証券取引所

しかし、それだけでは小粒な企業が集まるだけだ。

日本の市場構造をニューヨーク証券取引所とナスダックとが巨大市場として並立する米国のようにしていくためには、情報技術（IT）などを武器にした大規模な成長企業も、第一部からグロース市場に移ってくる必要があったが、そんな動きは皆無だった。

＜成長企業もプライム市場へ＞

市場区分変更の目的は、それぞれの市場区分の性格を明確にし、適用する上場基準なども分けて、企業にそれぞれの市場区分にふさわしい行動をとってもらったことだった。ところが日本では成熟企業も成長企業もプライム市場に集まり、成熟と成長との切り分けができないままに終わっている。

第2部上場企業と、スタンダード基準でJASDAQに上場していた企業をスタンダード市場に集め、マザーズ上場企業と、グロース基準でJASDAQに上場していた企業をグロース市場に集めた点では、重複した市場区分は整理できた。ただ、企業がそれぞれの市場区分にふさわしい行動をとったり、市場区分にふさわしい投資マネーが集まったりというプラス効果は、あまりないようにみえる。

図表4は旧来のどの市場区分に上場していた企業が、新市場区分にどう動いていったかを描いている。市場区分変更前には全部で3,764社が上場していたが、2025年3月末時点の上場企業数は当時よりも56社多い3,820社になる見通しだ。

もっとも市場区分別の上場企業数の変化をみると、最上位市場の第1部には2,176社が上場していたが、プライム市場には3月末時点でこれよりも543社も少ない1,633社になる見込みだ。新規上場が25社、他市場区分からのくら替え上場が27社を数えたが、スタンダード市場への移行が516社、上場廃止が79社となったためだ。

他の市場区分からの上場廃止も同様だが、経営破綻や、投資家保護上のルール違反が廃止の理由になるケースはごく少なく、ほとんどは親子上場の解消（上場子会社の完全子会社化）、MBO（経営陣が参加する買収）、他企業や投資ファンドによる買収などが要因になっている。

スタンダード市場への上場企業数は3月末時点で1,574社と、旧市場区分の第2部およびJASDAQスタンダードへの上場企業数1,125社から449社増加する見通しだ。ただ、このうち新規上場は59社にとどまっていて、プライムなど他市場からの移行が523社を数えている。ここから上場廃止の126社と、プライム市場に移った7社を引いたのが、差し引きの増加数だ。

(図表 4) 市場区分変更と上場企業数の変化

		新市場区分			合計
		プライム	スタンダード	グロース	
旧市場区分	第一部	1838	338		2176
	第二部		474		474
	JASDAQスタンダード		651		651
	JASDAQグロース			34	34
	マザーズ		1	428	429
市場区分変更当日	当日の新規上場企業			1	1
	当日の上場企業数	1838	1464	463	3765
その後、2024年末までの移動	特例再選択	-177	177		0
	スタンダード⇒プライム	6	-6		0
	グロース⇒プライム	19		-19	0
	グロース⇒スタンダード		4	-4	0
	新規上場	24	58	196	278
	上場廃止	-71	-107	-29	-207
2024年末	上場企業数	1639	1590	607	3836
2025年3月末までの移動	スタンダード⇒プライム	1	-1		0
	グロース⇒プライム	1		-1	0
	グロース⇒スタンダード		2	-2	0
	プライム⇒スタンダード	-1	1		0
	新規上場	1	1	13	15
	上場廃止	-8	-19	-4	-31
2025年3月末見込み		1633	1574	613	3820
上場維持基準未満 (2月17日現在)	改善期間該当銘柄		7	5	12
	経過措置適用銘柄	69	147	51	267

(注) 3月14日現在。外国会社は除く

(出所) 東京証券取引所の公表資料をもとに筆者作成

この点、グロース市場は旧マザーズ市場とJASDAQグロースへの上場企業数463社から、3月末時点の613社へ150社増加する見込みだが、他の市場区分から移行してきた企業はゼロなので、企業数の増加はすべて新規上場がもたらしめている。数でいうと、210社が新規に上場し、27社が他の市場区分に移り、33社が上場を廃止したため、差し引きで150社の純増に結び付いた。

＜小粒上場が増える理由＞

市場区分変更後の新規上場企業数だけを見ると、プライム市場が25社、スタンダード市場が59社なのに対し、グロース市場は210社を数えていて、新興成長企業の株式公開の場

(図表 5) 投資事業有限責任組合法の規定

法令		条文
投資事業有限責任組合法	第 1 条	(目的) この法律は、事業者に対する投資事業を行うための組合契約であって、無限責任組員と有限責任組員との別を約するものに関する制度を確立することにより、事業者への円滑な資金供給を促進し、その健全な成長発展を図り、もって我が国の経済活力の向上に資することを目的とする
	第 3 条第 1 項第 11 号	(組合の事業の遂行を妨げない限度において行う事業) 外国法人の発行する株式、新株予約権若しくは指定有価証券若しくは外国法人の持分又はこれらに類似するものの取得及び保有であって、政令で定めるところにより、前各号に掲げる事業の遂行を妨げない限度において行うもの
投資事業有限責任組合法施行令第 4 条		(外国法人の発行する株式の取得等) 第 9 条 法第 3 条第 1 項第 11 号に掲げる事業については、同号の規定による取得の価額の合計額の総組員の出資の総額に対する割合が100分の50に満たない範囲内において、組合契約の定めるところにより、行わなければならない

(出所) e-Gov法令検索

として、大きな役割を果たしていることがうかがえる。しかし、市場関係者の多くが指摘するのが、グロース市場への上場は公募増資による資金調達額が少ない小粒上場である点だ。

東証の新規上場企業一覧からマザーズおよびグロース市場上場企業を抽出し、上場時の公募増資による資金調達額を計算して、その年ごとの平均値をとると、2021年は14億2,500万円、2022年は8億9,100万円、2023年は14億4,000万円、2024年は18億1,300万円、2025年は6億1,500万円となっている。

年によっては少なくないようにみえるかもしれないが、この金額は一部の比較的規模の大きい新規上場企業の調達額に引っ張り上げられた平均値だ。それぞれの年の新規上場企業の資金調達額を大きい順に並べ、ちょうど中央にくる企業の調達額を調べると、2021年が6億6,900万円、2022年が3億6,200万円、2023年が5億9,300万円、2024年が5億8,100万円、2025年が3億6,800万円にすぎない。

なぜこんなに小粒の新規上場が多いのか、さまざまな理由が語られているが、筆者は図表5に示す投資事業有限責任組合法（投資事業有限責任組合契約に関する法律）の規定に一因があるように感じている。未熟な企業に出資をして成長を支援するベンチャーキャピタルが守らなければならない法律だ。

ベンチャーキャピタルは一般に機関投資家などから資金を集めてファンドを組成し、スタートアップなどの企業の株式に投資する。最終的にはその株式を上場時に売却したり、他の企業やファンドに売却したりして収益を確保し、投資家に分配しなければならない。ファンドの組成から売却・分配までの期間は基本的に10年間とされている。

ただ、日本には大きなリターンが期待できそうなスタートアップの数がそもそも少ない

ため、投資家の要求にこたえるためには多くの資金を海外の有望なスタートアップに投資せざるをえない。この投資活動に制約を加えているのが、投資事業有限責任組合法だ。

法律は目的を定めた第1条で、「我が国の経済活力の向上に資すること」と規定している。そして投資事業有限責任組合契約を規定した第3条第1項で、12個にわたってできることが列挙されている。その第11号に外国企業が発行する株式などの取得・保有について「前各号に掲げる事業の遂行を妨げない限度において行うもの」とし、その限度については「政令で定めるところに寄る」と規定しているのである。

政令、つまり投資事業有限責任組合法施行令第4条には、外国企業への出資額の限度について「総組合員の出資の総額に対する割合が100分の50に満たない範囲内」と書かれている。つまり、集まった資金のうち外国企業に振り向けられるのは、半分未満という上限があるのである。

＜首をかしげながら投資＞

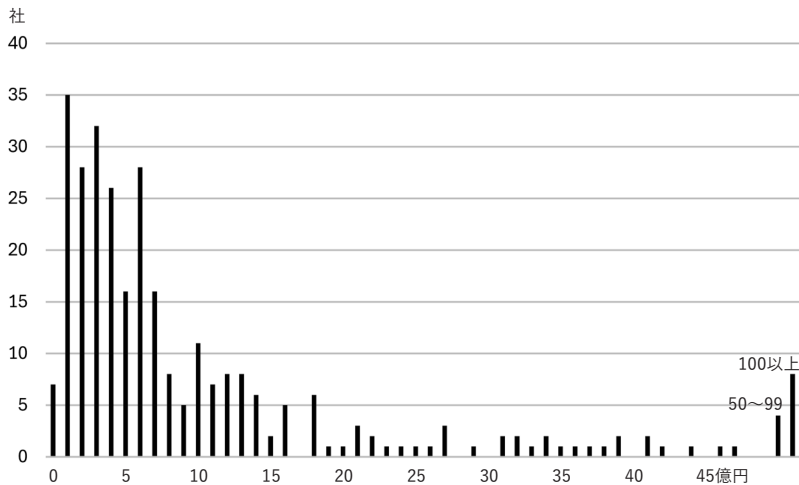
リターンを稼ぐためには、有望な外国のスタートアップへの投資を増やしたいが、外国企業への投資は全体の半分未満と定められているとすれば、外国企業への投資枠を増やすためには国内のスタートアップへの投資を膨らませざるをえない。となると、十分なりターンが確保できるかどうか微妙な国内のスタートアップへも首をかしげながらも投資する必要がある。

というか、少しでも見どころがある国内のスタートアップに対しては、出資したいと考えているベンチャーキャピタルが殺到しているような状況だと語る市場関係者もいる。有望なところも、それほど有望ではないところもいろいろと織り交ぜながら、国内企業に出資し、その出資額の範囲内で、外国の有望なスタートアップに投資して、全体としてリターンを確保せざるをえない状況になっている。

もちろん国内の出資先企業も想定以上に育てばいいが、期待に沿えないところも出てくる。一方で投資成果をファンドへの出資者である機関投資家に分配しなければならない10年目の期限が刻々と迫ってくる。残念ながら日本には、ベンチャーキャピタルが途中で育てた未公開企業の株式を引き取って、さらに企業を大きく成長させようとするセカンダリー取引特化型のファンドは少ない。

となると、出資先企業がまだ十分に育っていない段階でも、グロース市場に上場してくれるというのなら、それで上場時あるいは上場後に株式を売却して、資金を回収せざるをえなくなっている。勢い小粒上場が増えるゆえんだ。

(図表 6) 資金調達額別新規上場企業数



(注) 対象は2021年以降にマザーズ市場とグロース市場に新規上場し、上場時に公募増資をした300社

(出所) 東京証券取引所「新規上場会社情報」のデータをもとに筆者作成

図表 6 は2021年以降にマザーズ市場およびグロース市場に上場した300社について、上場時の公募増資額の水準ごとの企業数を示している。横軸の金額は1,000万円単位を四捨五入し、億円単位にまとめているが、最も多いのは1億円の35社、2番目は3億円の32社だ。全体の3分の2に当たる201社が9億円以下にとどまっている。

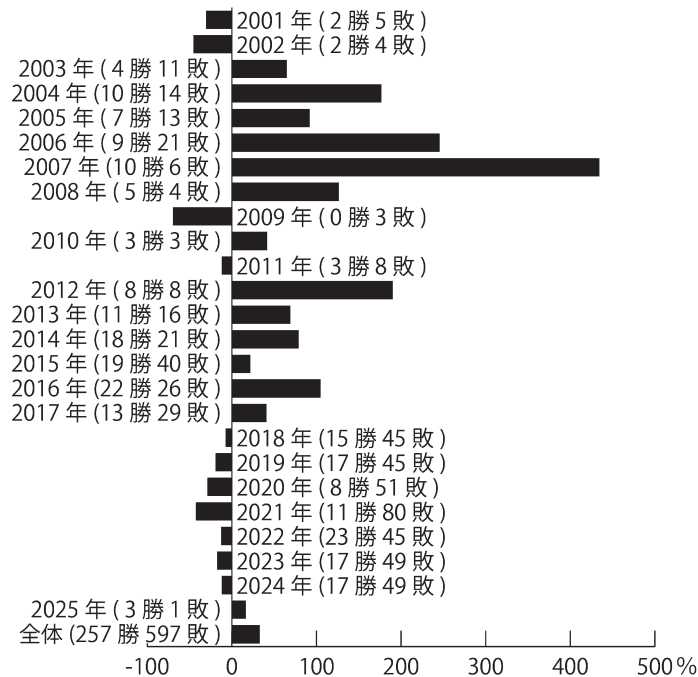
この程度の規模の上場だから、機関投資家の投資対象にもならないし、企業価値を分析するアナリストも付かない。上場する前まではベンチャーキャピタルからあれこれと指摘を受けていた経営陣も、上場後には上場企業3,800社のうちの1社にすぎないとして放置されてしまう。

上場時に初値が付いた後にさらに株価が上昇するためには、経営努力も不可欠だし、それを評価する投資家も欠かせないのに、その前提が整わないことが多いのである。

<初値から平均33%上昇>

グロース250の推移を振り返ると、グロース市場に上場した企業に投資しても、リターンなどとても確保できないように思われるかもしれない。ただ、グロース250にしても、東証グロース市場指数にしても、指数の計算対象は現にグロース市場に上場している銘柄に限られていて、企業としての成長を遂げ、プライム市場などに移っていった企業は除外

(図表 7) グロース市場上場年別株の価騰落率



(注) 対象は2022年は3月まではマザーズ市場、2022年4月以降はグロース市場に上場し、2025年3月14日現在まで上場し続けている854社。
初値で取得した場合の3月14日までの騰落率の平均値。カッコ内は
上昇銘柄(勝)と下落銘柄(敗)の数
(出所) QUICKのデータをもとに筆者作成

されている。

グロース市場に上場した企業の真のパフォーマンスをみるため、2001年以降にマザーズ市場あるいはグロース市場に上場し、2025年3月14日時点でもどこかの市場に上場している854社について、上場年ごとに株価の騰落状況を調べると、図表7のようになっている。

たとえば2001年にマザーズ市場に上場し、2025年3月14日もどこかに上場している企業は7社あり、このうち2社は2025年3月14日の株価が上場初値を上回っていて、5社は逆に下回っている。この7社の株価騰落率の平均値はマイナス30.2%だ。これは7社に等金額投資をして今日まで保有し続けた場合に、投資元本の約3割を失ったという意味だ。

よい年もある。2007年にマザーズ市場に上場し、今日もどこかに上場している企業は16社あり、初値からの騰落状況は10勝6敗。騰落率の平均値はプラス434.1%となっている。2006年の上場企業も、初値からの騰落状況は9勝21敗と負け越しながら、騰落率の平均値

はプラス245.4%になっている。

投資期間の違いを考慮しないで、上場時の初値から2025年3月14日までの株価騰落率の計算をすることにはあまり意味がないかもしれないが、集計対象854社の初値から2025年3月14日終値までの騰落は、値上がりしたのが257社、値下がりしたのが597社だった。つまり、マザーズ市場あるいはグロース市場に上場した企業の株式を上場初値で買っても、全体の69.9%は3月14日現在で元本割れになっている。

ただ、854社の騰落率の平均値は、32.8%とプラスを記録した。これは一部の銘柄の株価が大きく上昇し、69.9%を占める銘柄で抱えた損失をカバーしたことを示している。マザーズ市場やグロース市場への上場銘柄の投資は、外れが多いが、当たれば大きいというわけだ。

＜やはり多い下落銘柄の数＞

マザーズ市場やグロース市場に上場した企業にまんべんなく初値で同じ金額ずつ投資してきた場合、2025年3月14日時点で配当を除いても32.8%の評価益が出ていると聞けば、「グロース250などの株価指数に表れているほど、状況は悪くないのではないか」との感想を持たれるかもしれない。

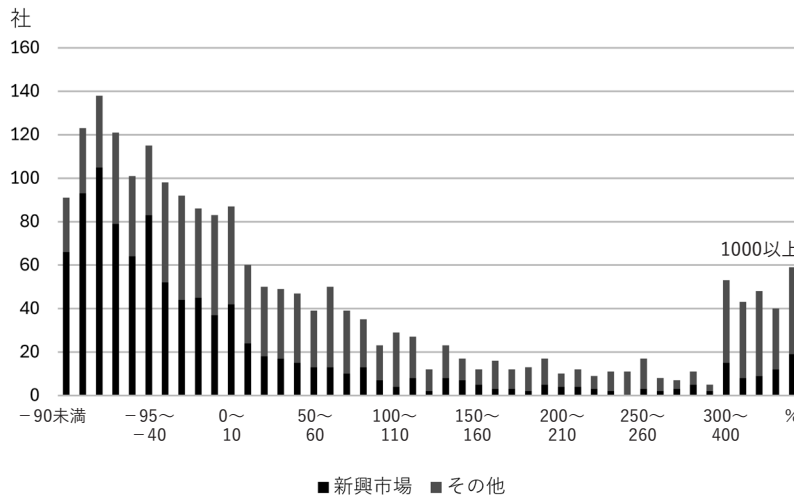
ただ、2001年以降のすべての新規上場企業を対象に、2025年3月14日までの株価騰落率の分布状況を調べてみると、図表8に示す通り、どうせ上場初値でまんべんなく投資をするのならば、新興成長企業向け市場への上場企業に投資するよりも、その他の市場への上場企業に投資したほうが効率はよさそうだ。

集計対象になっているのは、新興成長企業への新規上場企業が978社、その他の市場への新規上場企業が1071社だが、たとえば2025年3月14日の株価が上場初値の半分未満になっている企業数は、新興成長企業向け市場に上場した企業では407社を数えるが、その他の市場に上場した企業では167社にとどまっている。

逆に株価上昇率が300%以上の企業数は、新興成長企業向け市場に上場した企業では63社にとどまるが、その他の市場に上場した企業では約3倍の180社もある。当たり外れの確率を考慮して投資をするのならば、プライム市場やスタンダード市場に新規上場した企業に注目したほうがいいことがわかる。

グロース市場上場企業への投資は効率が悪いというイメージがあると、ますます投資マネーは集めにくくなり、株価の低迷や流動性の低下を招きやすい。この悪循環をどこかで断ち切らないと、グロース市場の浮揚は望みにくい。起業エコシステムが動き出す前提が

(図表 8) 2000年以降の新規上場企業の初値からの暴落率の分布



(注)「新興成長市場上場企業」は最初の上場先がグロース、マザーズ、名証ネクスト、福証Qボード、同NEOだった978社、「その他」は最初の上場先がプライム、スタンダード、1部(東証、大証、名証)、2部(同)、名証メイン、JASDAQスタンダードだった1071社。騰落率(権利落ち修正済み)は初値から2025年3月14日まで。横軸(騰落率の水準)は300%までは10%刻み、その後は300~400%、400~500%、500~700%、700~1000%、1000%以上

(出所) QUICKのデータをもとに筆者作成

整わない一因にもなっているのではないか。

<時価総額40億円のハードル>

もっとも今後はグロース市場への上場企業がもっと注目される日が来るかもしれない。市場区分の変更前にマザーズ市場に上場していた企業に適用していた経過措置が2025年2月末に期限切れになり、3月以降は本来の上場維持基準が適用されることになったからだ。

経過基準は以前から上場していた企業が市場区分の変更によって、突然、上場先の変更を迫られたり、上場廃止になったりするのを避けるために設けたものだ。図表9に示すように、プライム市場、スタンダード市場、グロース市場のそれぞれに定められており、本来基準に比べると、極めて緩い条件が設定されている。

たとえばグロース市場の経過基準は、流通株式時価総額が2億5,000万円以上と本来基準の5億円以上の半分、流通株式比率が5%以上と本来基準の25%以上の5分の1となっ

(図表 9) 東証の経過基準と本来基準

経過措置として適用されてきた上場維持基準				
項目		プライム市場	スタンダード市場	グロース市場
株主数		800 人以上	150 人以上	150 人以上
流通株式	流通株式数	1 万単位以上	500単位以上	500単位以上
	流通株式時価総額	10億円以上	2.5 億円以上	2.5 億円以上
	流通株式比率	5 %以上	5 %以上	5 %以上
売買高	月平均	40単位以上	10単位以上	10単位以上
時価総額		－	－	5 億円以上（上場10年経過後から適用）
純資産の額		純資産の額が正であること		
本来の上場維持基準				
項目		プライム市場	スタンダード市場	グロース市場
株主数		800 人以上	400 人以上	150 人以上
流通株式	流通株式数	2 万単位以上	2000単位以上	1000単位以上
	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
売買代金	1 日平均	0.2億円以上	－	－
売買高	月平均	－	10単位以上	10単位以上
時価総額		－	－	40億円以上（上場10年経過後から適用）
純資産の額		純資産の額が正であること		

(注) 経過基準の適用は2025年2月末で終了し、3月以降の本決算期末に本来の上場維持基準を満たせない場合、1年間の改善期間が与えられ、それでも満たせないと監理・整理銘柄に指定されることになった

(出所) 東京証券取引所の公表資料をもとに筆者作成

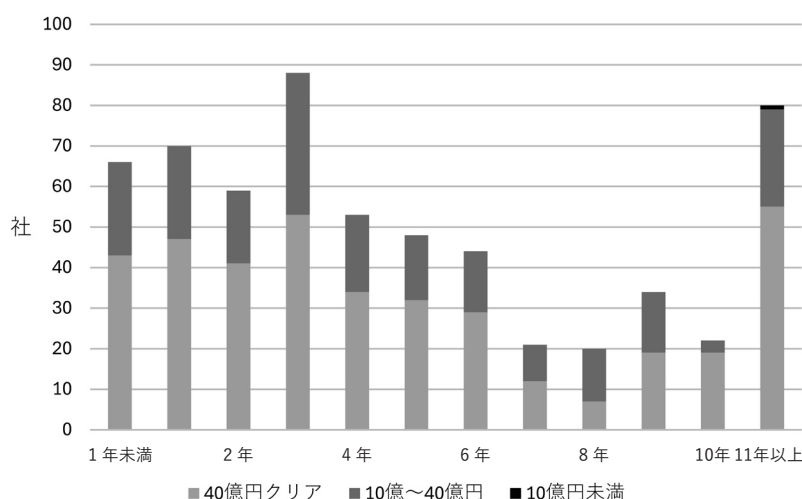
ている。企業の成長スピードについても、上場10年経過後から適用される時価総額が5億円以上と、本来基準の40億円以上の8分の1の水準に設定していた。

旧マザーズ市場でも成長スピードに関する基準があり、もともとは上場10年経過後に5億円以上だったが、2014年に10億円以上に引き上げた経緯がある。たぶん実際の上場企業の状況に合わせたのだろうが、市場区分変更に合わせて導入した経過基準は、旧マザーズ市場に適用していた基準よりも緩くなっていた。

いずれにしても2025年3月からは経過基準が適用されなくなったため、3月以降に到来する決算期末に、本来の上場維持基準を満たしていなければ、1年間の改善期間に入り、1年後の決算期末にも基準に未達ならば、上場廃止の可能性がある監理銘柄や、上場廃止が確定した整理銘柄に指定されることになる。

3月期決算企業でいえば、2025年3月期末に基準未達ならば、改善期間に入り、2026年

(図表10) 上場後の年数と時価総額水準別企業数



(注) 対象はグロス上場605社。年数は上場日から2025年3月14日までの正味年数
(東証が上場維持基準の適合状況を判定するときに使用する年数とは異なる)。
時価総額は3月14日現在
(出所) QUICKのデータをもとに筆者作成

3月期末になっても基準未満ならば、監理銘柄に指定されることになる。上場後10年を経過していれば、決算期末まで3カ月間の日々の株価の平均値に期末の発行済み株式数を掛け合わせた時価総額が40億円以上かどうかをチェックされることになる。

<約3分の1の企業に課題>

時価総額40億円のハードルを超えていないグロス上場企業が、上場からの経過年数ごとにどれくらいあるかは図表10に示している。グラフの作成で参照した時価総額は3月14日現在の数値で、東証が上場維持基準への適合状況の判定に使用する時価総額とは異なるが、有効データがある605社を時価総額水準で分けると、40億円以上が64.6%に当たる391社、10億円以上40億円未満が35.2%に当たる213社、10億円未満が0.2%に当たる1社となっている。

40億円のハードルは上場から10年を経過した後に適用する決まりだから、上場後10年を経過する前に満たしていなくても構わないと思われるが、グラフから読み取れる通り、上場からの年数が長くなったからといって、ハードルをクリアしている企業の割合が大きくなってきているわけではないことには、注意が必要だ。

株価動向にも表れているから、改めて指摘するまでもないかもしれないが、時価総額40億円未満の企業の割合が減らないことは、上場後にも着実に成長を続けていく企業が少ないことを示している。

旧マザーズ市場では上場10年経過後の時価総額のハードルが10億円と低かったから、企業ものんびりしていたのかもしれない。ハードルを40億円に高めれば、企業も成長を続けようと努力する期待が持てる可能性もある。これはグロース市場の活性化策を議論してきた東証の「市場区分の見直しに関するフォローアップ会議」の基本的な立場でもある。

成長戦略の遂行だけではハードルをクリアできそうにない場合には、M&A（企業の合併・買収）なども視野に入れて、時価総額基準の達成を期待されているともいえる。株式市場の状況によっては基準達成が困難な企業が数多く出てくる可能性があり、それでも容赦なく上場を廃止するのかどうかは、さらなる検討が必要だろう。

かつて上場企業をいかに増やすかに経営努力を傾けていた東証は最近、上場企業について「量より質」「去る者は追わない」との姿勢に転じている。成長意欲を失ったままにグロース市場に上場し続けることをご法度にしたことは、市場活性化への一つの転機になる可能性がある。

<関心を持ってもらう工夫>

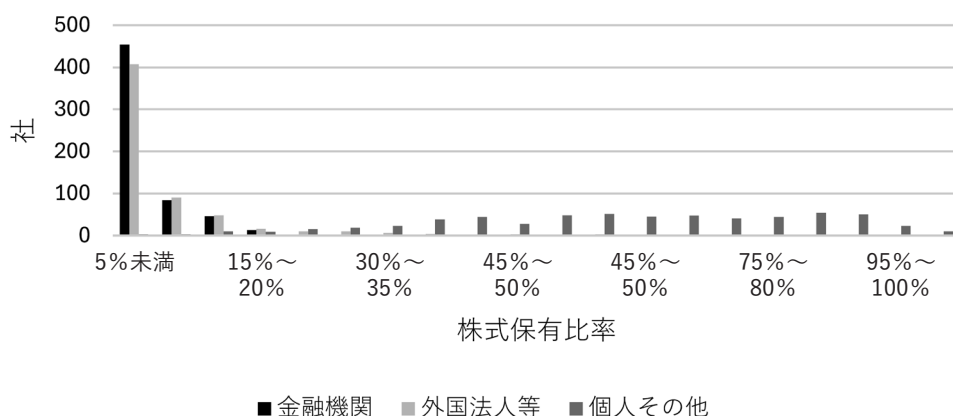
とはいえまだグロース市場は、企業価値が適切に株価に反映されている市場とはみられていない。「上場初値で買った利益が出るかどうか」といった、上場企業の価値よりも株価を追い掛ける投資のほうが多く、ちょっとした需給の崩れで株価が大きく変動することもよくあるからだ。

鶏が先か卵が先かの話になってしまうが、企業の価値を見極めながら投資をする機関投資家によるグロース上場企業の株式の取得が増えなければ、株価に対する信頼性が高まらず、市場としての成長も見込めないのではないと思われる。図表11は機関投資家などの金融機関、外国法人等、個人その他の3つの投資部門について、株式保有比率の水準別の企業数を示したものだ。

2023年度の東証の株式分布状況調査によると、金額ベースでは日本の上場企業の株式の31.8%を外国法人等が保有し、28.9%を金融機関が保有している。しかし、グロース上場の企業では金融機関、外国法人等とも保有比率が5%未満にとどまっている企業が圧倒的に多く、いかにプロの投資家の投資対象になっていないかが浮き彫りになっている。

機関投資家が消極的な理由はいくつかある。第一に小粒で株式の流動性も乏しいから、

(図表11) 金融機関、外国法人等、個人その他の株式保有比率別上場企業数



(注) 対象はグロス上場で直近決算期末の株式保有比率の有効データがある602社
(出所) QUICKのデータをもとに筆者作成

多額の資金を運用する機関投資家の間尺に合わないことだ。第二に仮に投資するとしても運用全体に占める割合はごく少なく、そのために調査などの手間とコストを掛けるのは不合理なことだ。第三に上場後にはベンチャーキャピタルが保有株を売ってくるのが明白なことだ。

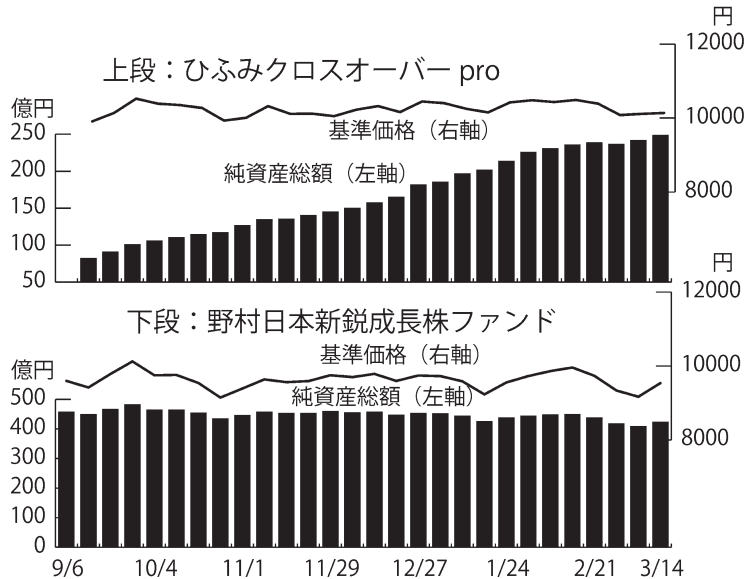
こうした機関投資家を動かすにはさまざまな課題をクリアする必要があるが、特に上場企業の平均的な時価総額をもっと大きくすることは不可欠だろう。そのためにはまず小粒上場を減らす必要があり、ベンチャーキャピタルが途中まで育てた未公開企業の株式を引き取って、さらに企業を大きく成長させるのを仕事とするセカンダリー取引特化型のファンドを増やすことが重要だ。

上場した企業がM&Aなどによって、さらに規模を大きくすることも求められる。企業の成長戦略を立案し、その有効性を機関投資家が理解しやすい表現で説明できる人材なども登用する必要があるだろう。株式を上場させたら満足してしまう創業経営者も多いと聞くが、上場してからが本当の成長であるという意識を持ってもらうことも重要だ。

<クロスオーバー投資の試み>

スタートアップがベンチャーキャピタルの出資を受けて成長し、株式を上場した後も一貫した戦略のもとに成長し続けることができるとすれば、これも起業社会の実現とグロス市場の活性化に結び付きそうだ。ところが日本では未公開企業に投資するベンチャーキ

(図表12) クロスオーバー投信の基準価格と純資産総額



(注) 週末の値

(出所) レオス・キャピタルワークス、野村アセットマネジメントのホームページ掲載のデータをもとに著者作成

ャピタルと、上場企業に投資する機関投資家とが分断されていて、企業の成長戦略も株式の上場を境に分断されてしまうという。

こうした課題を乗り越える工夫の一つが、企業を未公開時代から投資して上場後も投資し続けるクロスオーバー投資だ。2024年9月に設定された2本の投資信託は、クロスオーバー投資の嚆矢として注目されている。一つは野村アセットマネジメントが運用する「野村日本新鋭成長株ファンド」、もう一つはレオス・キャピタルワークスが運用する「ひふみクロスオーバーpro」だ。

未公開企業への投資を公募投信に組み込む場合に問題になるのは、基準価格をどう計算するかだ。相次いで2つのクロスオーバー投信が設定されたのは、政府の新しい資本主義の実行計画の一環として、スタートアップへの資金供給策の拡充が要請され、投資信託協会が自主規制を改正するかたちで新しいガイドラインを設けたためだ。

ガイドラインでは、米国の証券取引委員会（SEC）が適用しているルールにならって、未公開株の組み入れ上限を純資産総額の15%と定めている。野村アセットのファンドはベンチャーキャピタルファンドの持ち分への投資を通じ、資金の5～10%を未公開株に振り

向ける。レオスのファンドは資金の10%をベンチャーキャピタルファンド経由で未公開株に、35%を同ファンドが売却した上場株に振り向ける。

設定後の基準価格と純資産総額の推移は図表12の通りだ。基準価格は株式相場全体の動きを映してあまり大きな動きは見られない。純資産総額は野村アセットのファンドは野村証券だけで販売しているため、運用が始まった2024年9月2日に477億円だったのが、2025年3月14日には424億円になっている。

レオスのファンドは少額投資非課税制度（NISA）の成長投資枠の対象で、直接販売のほか、オンライン証券など18社で購入できるため、運用当初に83億円だった純資産総額が3月14日には249億円まで増えている。

ほかにも同様の投信を設定する動きがあり、一般投資家の目を新興成長株に振り向ける手掛かりになっている。NISAの拡充で若年層の投資家が続々と市場に参加し、コストが安いインデックス投信などに目を向ける一方で、応援したい企業の株式を買う「推し活」のような投資への関心も高めている。何らかのかたちでグロース市場の活性化に結び付くのではないだろうか。

