

見直されるかグロース市場のあり方



令和5年11月1日
株式会社資本市場研究所きずな

日本市場の見直しとグロース市場の課題について

日本の資本市場の見直しが進んでいる。2014年から始まったコーポレートガバナンス改革が持続的に取り組まれていることや、東京証券取引所(以下、東証)による市場区分変更後のフォローアップで上場会社に対して資本コストを意識した経営を求めていることが、投資家から評価され、海外投資家などによる日本株見直しも伝えられている。

この様な日本市場の中にあって、高い成長可能性を有する企業向けのグロース市場の在り方が問われているが、2022年4月からの市場区分におけるグロース市場の上場維持基準は次のようなものだ。

- ・流動性については、株主数150名以上、流通株式数1000単位以上、流通株式時価総額5億円以上など
- ・ガバナンス・コードは基本原則のみ適用、上場会社の最低限の公開性として流通株式比率は25%以上を適用
- ・高い成長可能性の健全な発揮を求めするために上場10年経過後の時価総額が40億円以上

グロース市場上場会社は上場時は勿論、定期的に高い成長性について情報発信していくことも求められており、また本年2月より東証の市場区分フォローアップ会議において、スタートアップの成長を支えるエコシステムの一端を担う市場として、上場会社のスケールアップを目的に次の様な市場機能を見直す議論が始まった。

◇資金調達・成長投資:本格的に成長するための投資家が足りていない。IPO時は既存株主のEXITになっている恐れがあり資金調達は時価総額の10%程度に留まる。上場後の公募実施企業も約14%と限定的。増資はネガティブではないという啓発が企業・投資家双方に必要。

◇機関投資家の参入:現状では規模と流動性の観点から参加しにくい。中小型株の機関投資家から大型株に投資する機関投資家への橋渡しが円滑に行われるようにする必要がある。

◇情報開示・IR等:東証が情報開示・IRのベストプラクティスの共有やスクールのような場を作ることで、上場会社が

市場からの刺激を得て成長できるように促していくべき。

◇成長の動機付け:成長の為には役員・従業員にインセンティブを与えることが重要。

◇非上場領域・新規上場の在り方:上場前に成長できる場を設けるべき。非上場株式流通市場の整備やTOKYO PRO Market(以下、TPM)の活用も。

一方、本年6月に策定された政府による「新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画」(以下、実行計画)では、グロース市場の在り方として、東京証券取引所による市場改革を進め、企業価値向上に取り組む環境整備を行う中で、成長性に関する指標の導入を含めた上場維持基準の在り方など、制度整備について検討を行う。あわせて、上場廃止要件を厳格化する。としている。

グロース市場の見直しについて

グロース市場(2022年4月～)

高い成長可能性を実現するための事業計画及びその進捗の適時・適切な開示が行われ一定の市場評価が得られる一方、事業実績の観点から相対的にリスクが高い企業向けの市場

上場維持基準

事業計画

高い成長可能性の健全な発揮を求める観点から上場10年経過後40億円以上

流動性

流通株式数1,000単位以上、流通株式時価総額5億円以上など

ガバナンス

上場会社としての最低限の公開性として、流通株式比率25%以上

グロース市場の課題

資金調達・成長投資

調達も投資も不足して大きく成長していない

機関投資家の参入

規模と流動性から参加しにくい。機関投資家間の橋渡しが必要か

情報開示・IR等

ベストプラクティスの共有やスクールなどが必要か

成長の動機付け

役員・従業員にインセンティブを与えることが重要

非上場領域・新規上場の在り方

非上場株式流通市場の整備やTOKYO PRO Marketの活用

新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画(政府)

成長性に関する指標の導入を含めた上場維持基準の在り方などの制度整備。上場廃止要件を厳格化。創業ベンチャーが上場後も資金調達を行い易くするための取組み

グロース市場の現状

新興企業の育成市場として期待が大きくなっているグロース市場の現状について見ていきたい。

先ず上場会社数は、10月4日時点で552社となっており市場統合が実施された2022年4月4日の466社から大きく増加している。グロース市場の中核になった旧マザーズ市場は1999年に東証で開設されが、東証が大阪証券取引所（以下、大証）と現物市場で統合した2013年7月には大証のヘラクレスと統合され、新興市場としてはマザーズ186社、JASDAQグロース49社となった。成長企業向け市場としては企業数だけみれば大きく成長しているともいえる。

最近の上場会社数の推移を見ると、下左図に示したとおりグロース市場若しくはマザーズ市場への上場数は年60～70社程度での推移が続いている。2023年は9月まで45社だが、10月に7社予定されていることや例年12月に上場数が大きく増加することを考慮すると前年並み以上の上場数が予測されている。

グロース市場上場時の株価の状況については、本年9月まで上場した45銘柄について初値状況は概ね公開価格に近い群と100%（公開価格の2倍）以上の群に分かれている。IPOの公開価格については、企業側から批判のあった公開価格決定方式の見直しが2022年に日本証券業協会主導で行われているが、成長企業が上場するグロース市場においては業種によって投資家の需要が集中しやすくなる状況は変わっていない。

次に、上場後に投資家にどう評価されているのかを見る為に、上場1年後の株価と公開価格を比較してみた。データは2021年に新規上場した90社についてみたが、公開価格より上昇しているのが25社、下落は65社で、上場後1～2ヵ月程度は取引も活発だが、その後取引が低減していき株価も低迷していく日本市場のIPO取引モデルは余り変化しない。

グロース市場は高い成長性が求められるが、事業規模を見るのに売上高を上場前と上場後で比較してみた。同じく2021年上場の90社については、増加した会社が79社、減少した会社が11社となった。

上記3点の平均値・中央値・最高値・最低値は、左グラフ下の表に示した。

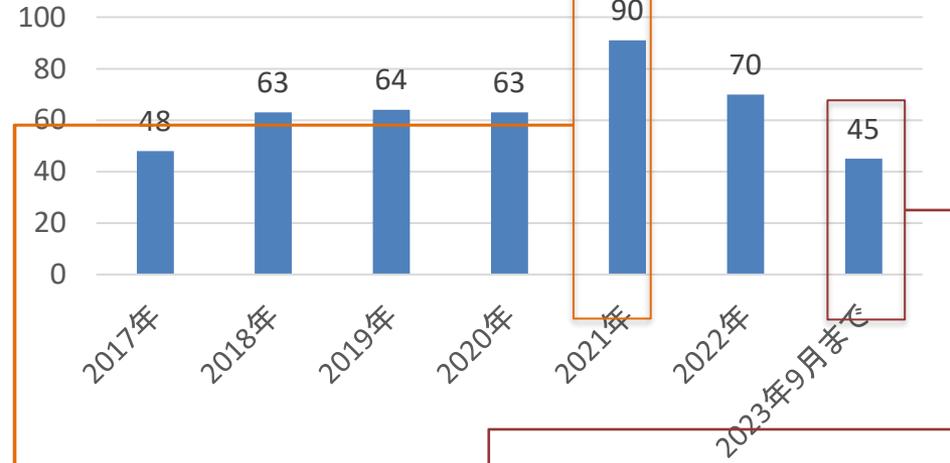
東証が公表している市場再編後の2022年グロース市場上場会社の規模等については、各平均値をみると売上高が19億円(最大162億円、最小3億円)、経常利益1億円(最大18億円、最小▲151億円)、純資産の額6億円(最大132億円、最小0億円)、初値時の時価総額107億円(最大1,443億円、最小13億円)、IPO時の公募+売出し規模13億円(最大216億円、1億円)となっている。

上場時の資金調達について触れたいが、下右図は日本証券業協会の統計資料から作成した全市場での売出しと新規資金調達の推移で、調達の方が全体の2割強で、残り7~8割は既存株主からの売出しとなっている。グロース市場でのIPOについてもこの傾向は変わらないが、現状のIPOは成長企業の資金調達の場としての機能より、既存株主のEXITの場としての役割を担っているとの指摘が東証のフォローアップ会議や金融審議会でもなされている。

また、上場後の資金調達に関しても、グロース市場上場

会社はIPO時よりも更に新規資金調達が困難な状況が続いていることも指摘されている。

グロス若しくはマザーズ上場会社数



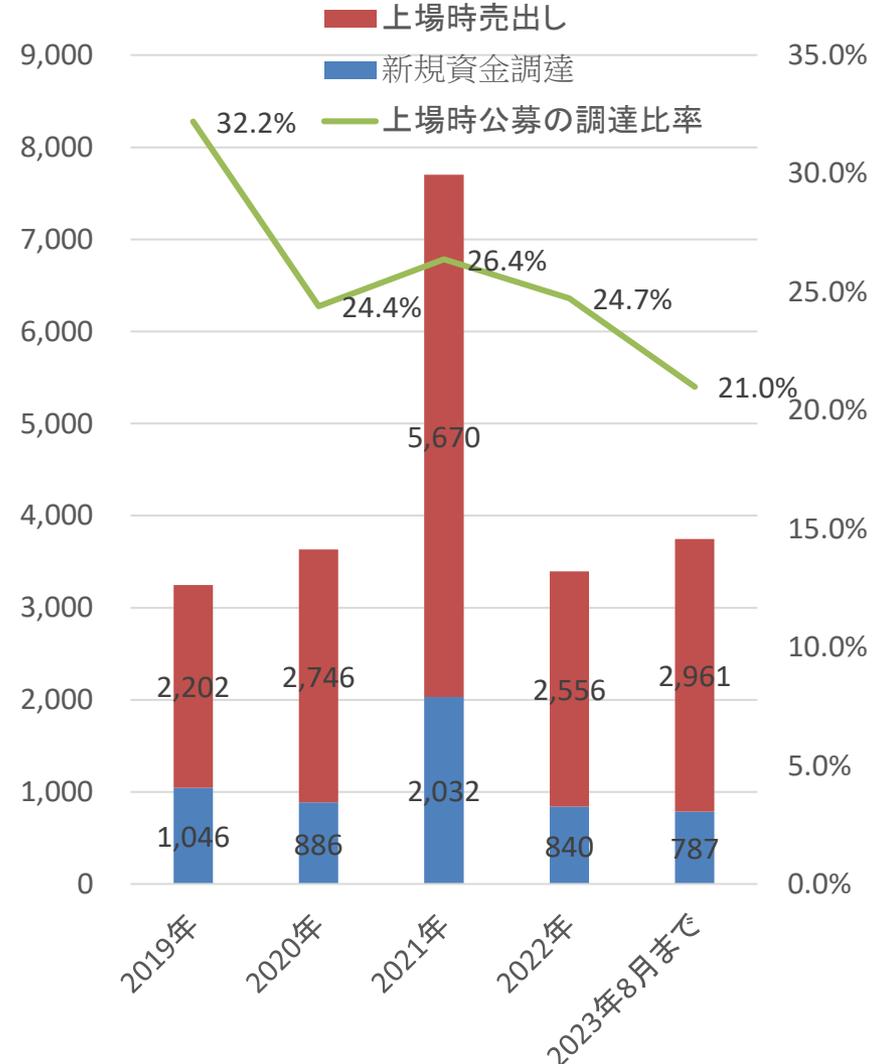
2023年9月までの上場会社数	初値の公開価格上昇率			
	平均値	中央値	最大	最小
45社	98%	55%	430%	-8%

	上場1年後の株価と公開価格比較			
	平均値	中央値	最高値	最低値
上昇 25社	92%	70%	292%	14%
下落 65社				

	上場前と上場後の売上高比較			
	平均値	中央値	最高値	最低値
増加 79社	127%	124%	275%	67%
減少 11社				

※当社で作成

IPO時の調達と売出し、調達比率 (全市場)



※日本証券業協会の統計資料より作成

グロース市場改革の目的と求められる機能

グロース市場で問題となる上場会社のパターンを下左図に示してみた。上場後に業績は伸ばしているものの、株価が低迷し出来高も減少しているものだが、グロース市場で多く見られる現象でもある。

同図のオレンジ部分で、仮に上場会社がリスクマネーを調達し、業績拡大が加速して株価も上昇するケースを想定してみた。更にリスクマネー調達が、IPO時に十分行われていれば、投資する時期も早まり、業績拡大の加速も更に早くなるのが期待できる。

また、機関投資家がこの上場会社株式の取引に参加していけば、IPOから時間が経ったとしても業績拡大に対する企業評価が行われ、株価動向も変わってきてファイナンスを実施しやすくなる。

なお、上場後、高い成長を実現できない企業も当然出てくるが、業務が拡大しなければ組織も小規模のままで推移していくケースも見受けられる。上場時に整備していた

情報開示体制や内部統制機能も劣化していくような事例もあるので、市場目的に合わない場合の退出基準は厳格化すべきだろう。

以上から、グロース市場改革の目的と必要な機能について、次の様に考えてみた。

◇ファイナンス：

上場時は上場会社にとって最も資金調達が行いやすいタイミングでもある。グロース市場が高い成長性を求めるのであれば、上場時のファイナンスも企業側のリスクマネー調達を優先し、ベンチャーキャピタルや既存株主の売出しについてはある程度制御する上場ルールの変更が望ましい。

また、上場後のファイナンスについて、実施しやすいように東証側がリスクマネー調達の必要性や効果などを投資家に示すような取組みが行われることが望ましい。また、ファイナンス手法として、公募による新株式発行だけでなく、無格付けの新株予約権付社債や新株予約権での調達、私募債の発行など多様な方法が検討されるべきで、この部分は市場仲介機能を持つ証券会社の業務範囲となる。

◇デスクロージャー:

既に上場会社によっては機関投資家を意識した情報開示体制を取っているところもあるが、IR会社の利用をするまでもなく東証による機関投資家向け情報開示の支援はあった方がいいだろう。勿論、IPO時の主幹事証券会社によるデスクロージャー指導は継続して行うべきではないかと考える。

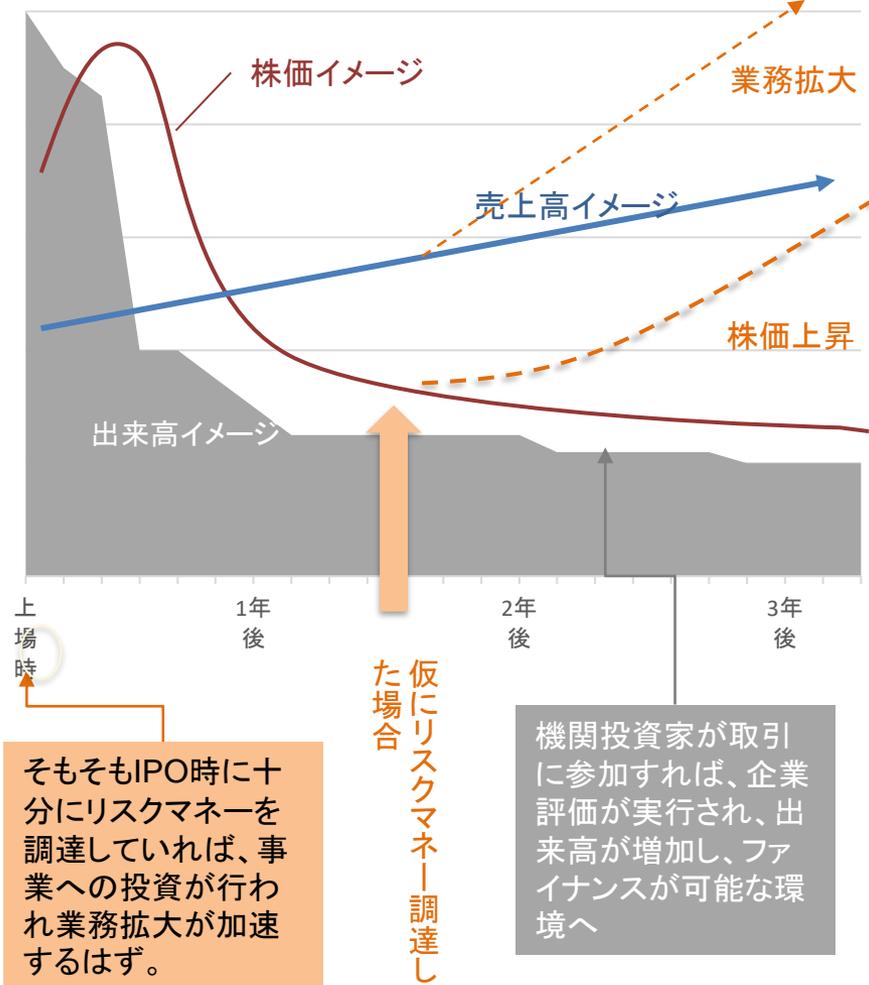
◇退出基準の厳格化:

高い成長を狙う為に上場会社はリスクを取っていくので、計画が未達のケースも見受けられるが、上場会社として業務運営機能が大きく劣化する前に退場させるルールを厳格化すべきだろう。但し、情報開示や株式の決済・保管の在り方などから、受け皿としては、グロース市場と同じJPXグループであるTPMが良いのではないだろうか。TPMは、特定投資家向け市場として機能しているが、既存株主であれば普通の個人投資家でも売却することが可能である。グロース市場の上場廃止になった銘柄の整理売買目的に、制度的にそれ程変更の程度が大きくないTPMの利用が適している。

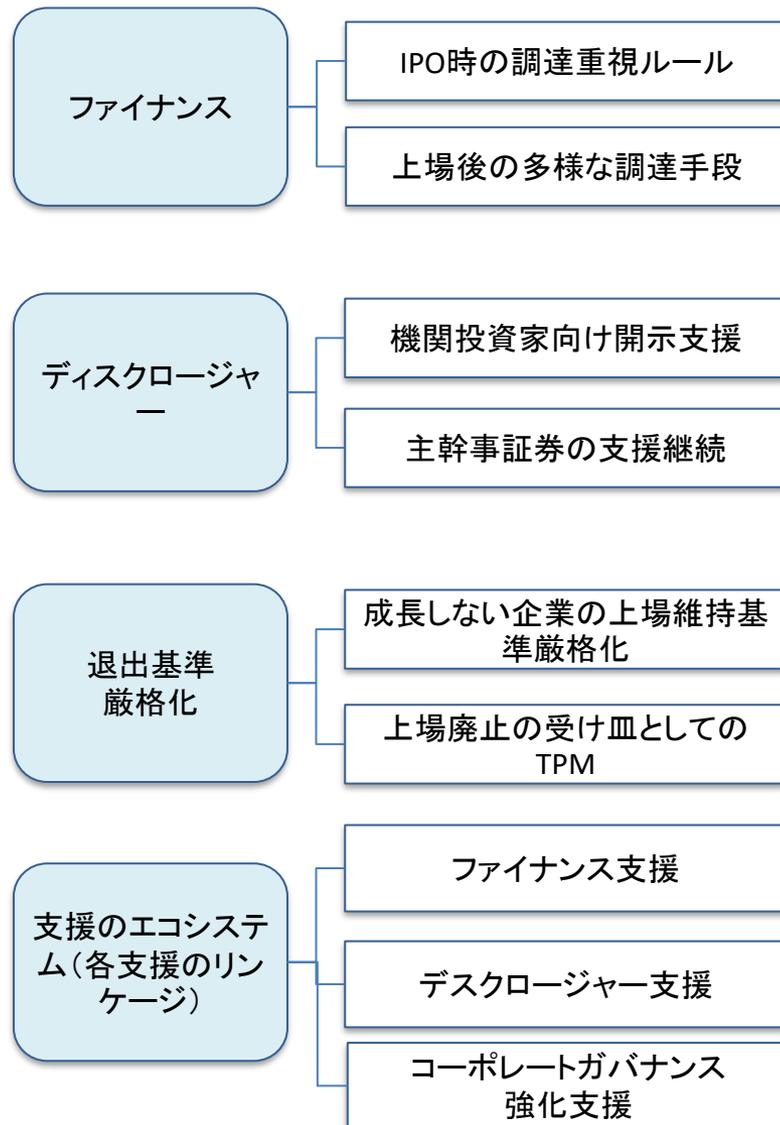
◇上場会社支援のエコシステム構築:

上場会社が必要とするファイナンス、ディスクロージャー、コーポレートガバナンス強化、機関投資家などの会話の促進などを支援する為に、東証の取組みや、それを活用して投資家との接点を作っていくべき証券会社による支援システムの構築が望まれる。

グロース市場で多い上場会社パターン



グロース市場改革目的と機能



金融行政、市場機能改革の取組と市場仲介者の役割

金融審議会では、実行計画のテーマの一つである「企業の参入・退出の円滑化とスタートアップ5か年計画の推進」として、グロース市場の在り方を見直すことになっているが、同テーマでは個人からベンチャーキャピタルへの投資促進や株式投資型クラウドファンディングの活用に向けた環境整備、未上場株の取引環境整備なども上がっており、全体としては成長企業へのリスクマネー供給を大幅に増加させることが新しい資本主義の政策目的の中核になっている。

従って、東証のグロース市場機能に関する再考が行われるのであれば、上場会社がファイナンスし易い市場環境整備や投資家向け情報発信が中心となるべきで、その上で上場維持基準の厳格化と上場廃止に伴う受け皿の整備が必要になる。

これらの政策執行、市場機能整備を効果的に実施する為、市場仲介者である証券会社の役割は重要だ。

市場仲介者の役割について、プライマリー(資本調達)と

セカンダリー(流通市場)に分けて考えたいが、先ずグロース市場の上場会社に関するプライマリーについては、公募ファイナンスと私募ファイナンスに分かれる。

公募ファイナンスの方は、証券会社の引受業務となり、上場会社のエクイティファイナンスの主幹事は、ほぼ大手証券会社に集中しているが、大手は多くの支店網を抱えているので、グロース市場上場後の小規模ファイナンスには取組みにくい。その代替として中堅証券会社や地方証券会社の引受業務強化が望まれる。

私募の方は、投資家を限定する少人数や特定投資家に限定することが出来るので、各私募の自主規制ルール態勢整備を行っていけばより多くの証券会社が取扱うことが可能となる。

一方、セカンダリーの方は、グロース市場の上場会社の高い成長性を検証していくことが、個人及び機関投資家の投資ニーズを引き寄せることになる。

例えば、上場後1年、2年と経過した上場会社を、地域性やテーマに応じて選択して情報分析を実施する証券会社があっても良く、これに近い動きとして、一部の地方証券

会社において、地元企業のアナリスト分析を実施しているところもある。地元の成長企業に対して、機関投資家を含め地元投資家に情報発信することは、当該企業の成長の為のリスクマネー調達にも繋がることなので、地域に密着する証券会社には期待したい。

上記のプライマリー及びセカンダリーにおける市場仲介者の役割を更にグロース市場で強化する仕組みとして、上場後に会社に対して、ファイナンス、ディスクロージャー、コーポレートガバナンス強化を支援する役割を証券会社が担うGアドバイザー（仮称：グロース市場における上場会社の専任ファイナンシャル・アドバイザー）制度の整備を提案したい。

これは前章でのグロース市場上場会社への支援のエコシステムの要になるもので、取引所のルールとして上場する際にGアドバイザー選任を義務付けることで、行政と取引所・証券会社が三位一体となって成長する上場企業への投資・リスクマネー調達を支援するものだ。

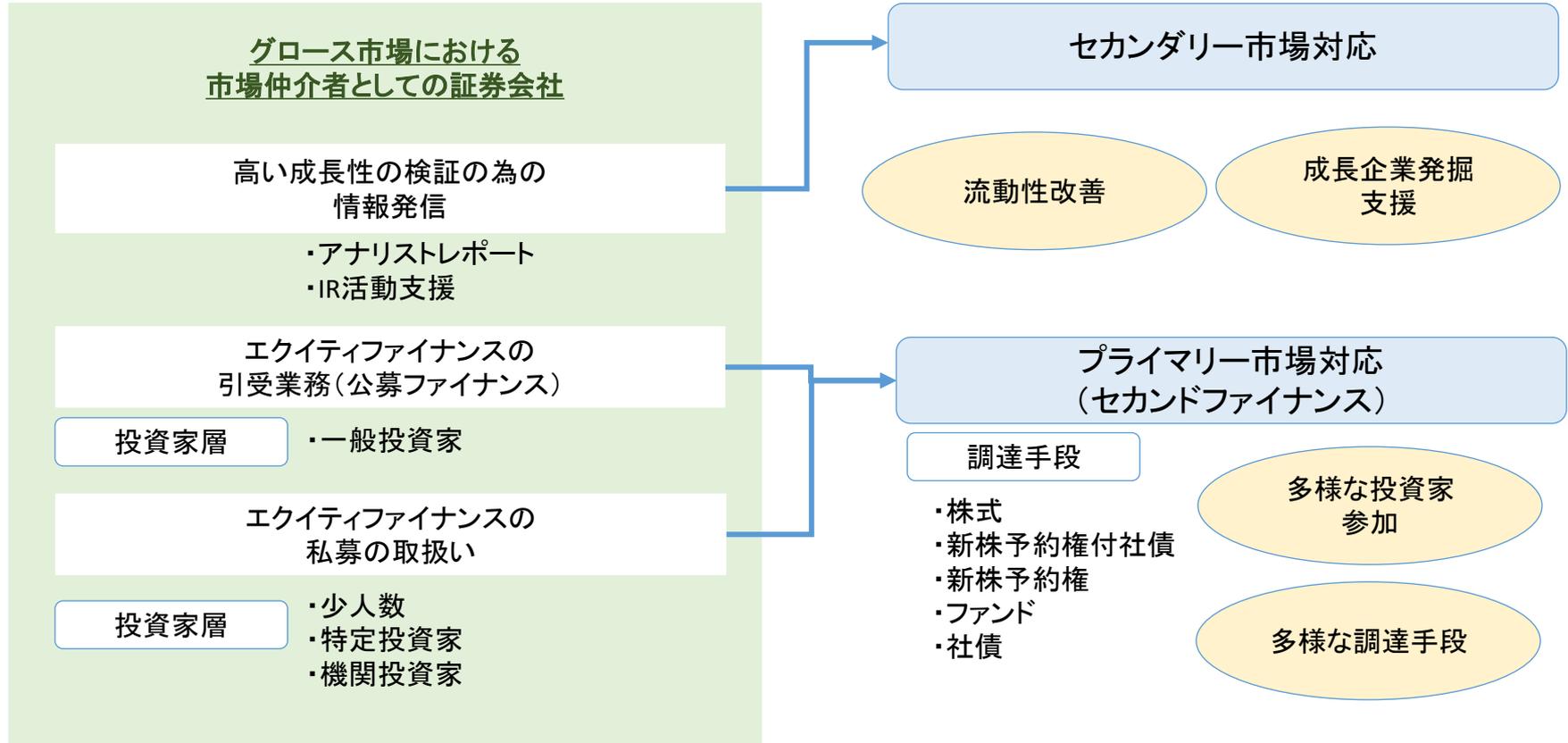
原型は、TPMのJアドバイザー制度があるが、こちらはTPMの上場審査、上場後の情報開示支援をTPM上場会社に対して行うもので、証券会社でなくとも認定されることが

ある。

グロース市場においては、市場仲介者としての役割が重要なので、投資家と直接接する証券会社に限定するべきだろう。

自らもビジネスモデルの変革を求められている証券会社がグロース市場改革の中心的な役割を果たすことに期待したい。

グロース市場改革における市場仲介者の役割



グロース市場機能として以下の制度整備が望まれる

Gアドバイザー(仮称)機能整備

ファイナンス支援

ディスクロージャー支援

Cガバナンス支援