

太陽グラントソントン

エグゼクティブ・ニュース

テーマ：東証の市場区分再編の振り返りと、成長企業にとっての課題

～東証「市場区分の見直しに関するフォローアップ会議」の解説を素材に～

執筆者：テンキューブ株式会社 代表取締役 伊藤 信雄氏

要旨（以下の要旨は3分10秒でお読みいただけます。）

東京証券取引所は今年（2022年）4月に市場上場区分を再編し、1部、2部、JASDAQ（スタンダード、グロース）、マザーズの5市場から、プライム、スタンダード、グロースの3市場へ移行しました。これは、これまで各市場のコンセプトが曖昧で利便性が低く、上場各社の企業価値向上への動機づけにも乏しい実情を改め、国内外の投資者から高い支持を得られ海外の他の市場に比べても魅力的な市場を提供しようとしたため、と考えられます。

今月号では日本銀行ご勤務後、現在はスタートアップ企業の資金調達等を支援するテンキューブ株式会社代表取締役として資本市場の動きに詳しい伊藤信雄氏にご解説頂きます。

市場再編は、プライム市場が高い時価総額とガバナンスを備え持続的な成長と中長期的な企業価値向上が見込めるもの、スタンダード市場はプライムに次ぐ一定の時価総額と基本的なガバナンスを備えるもの、グロース市場は高い成長可能性の実現を図るが相対的にリスクが高い企業向けのもの、となっている。今回の市場区分の見直しは時価総額（流動性）、ガバナンス、成長可能性の3つを明確なコンセプトとする市場に集約したのである。

再編の結果として従来の1部上場2,177社中、1,839社がプライム市場へ、2部の475社とJASDAQスタンダード652社は全てスタンダード市場へ、JASDAQグロース34社とマザーズ432社は全てグロース市場へ移行した。上場基準に不適合だった会社は、持合株式などが除外されたことにより、流動性（流通株式時価総額）の基準が未達となった影響が推測される。

海外投資家は市場再編をどう見ているのか。プライム市場の時価総額階層別に海外投資家の持ち株比率を見ると、時価総額1,000億円以上の場合には同比率が3割以上の会社が33%あるのに対し、総額250億円～1,000億円未満の場合だと3割以上の会社はわずか8%に止まり、東証がグローバルな投資家の選択対象になりきれない姿が浮き上がる。

こうした中で、岸田政権が「今後5年間でスタートアップ企業10倍増」を掲げている。2009年のリーマンショック底打ち後、わが国のIPO（新規上場株式）件数は年間100社前後であり、マザーズ市場がその8割程度とマザーズが成長企業の資本市場へのアクセスの役目を果たしてきた。グロース市場にもその機能が期待される。しかし、米国に比べるとIPO時の資金調達額、時価総額は格段に小さい。マザーズでは、IPO以外の新株予約権の発行や第三者割当増資等の資金調達が過半を占めていた。グロース市場では、IPOによる市場の「使い勝手」が求められよう。成長可能性の面では、マザーズでは一部の大化け銘柄に引きずられて時価総額の平均値が伸びていたものの、中央値ではほぼ成長していないとの事実があった。グロース市場の今後に注目したい。

米国や欧州ではスタートアップ企業のM&Aが活発に行われている。日本ではM&Aを含む非上場株式市場という競争相手によってIPO市場が鍛えられ、グロース市場が真にIPOに相応しい銘柄登場の場になることは十分あり得る。規制当局や市場参加者の市場改善の努力に期待したい。

「太陽グラントソントン エグゼクティブ・ニュース」バックナンバーはこちら⇒<http://www.grantthornton.jp/library/newsletter/>
本ニュースレターに関するご意見・ご要望をお待ちしております。Tel: 03-6438-9395 e-mail: mc@jp.gt.com
太陽グラントソントン マーケティングコミュニケーションズ宛

**テーマ：東証の市場区分再編の振り返りと、成長企業にとっての課題
～東証「市場区分の見直しに関するフォローアップ会議」の解説を素材に～**

テンキューブ株式会社 代表取締役 伊藤 信雄

はじめに

東京証券取引所では、2018年に有識者からなる「市場構造の在り方に関する懇談会」を設置して以降、市場区分等の在り方について精力的に検討を続けてきたが、2020年に制度の要綱を発表し、以降はその動きを加速させ、2022年4月4日に新市場への一斉移行が実現した。その後、市場区分の再編から半年ほど経ち、東証において「市場区分の見直しに関するフォローアップ会議」（以下フォローアップ会議）が設けられ、市場区分再編前後の状況の整理およびいわゆる「経過措置」の終わらせ方や、市場のさらなる改革に向けた課題の洗い出しなどを始めつつある。本稿では、このフォローアップ会議の公表資料等によりながら、市場区分再編後の市場の現況の整理、特に今後の成長の要と目されるグロース市場の状況に焦点をあててまとめるものである。

1. 東証の市場区分再編の推移

まず、国内における証券取引所の統合の歴史から簡単に振り返っておくと、2013年に東証と大阪証券取引所（大証）が合併し、続いて同年に両取引所の現物市場が統合された。2018年には東証内に上記「懇談会」が設置され、東証内の複数の市場区分の位置づけや再編も検討されることとなった。この点、特に議論の対象となったのは、①各市場区分のコンセプトが曖昧であること、②上場している各社の企業価値向上に向けた動機付けに乏しいこと（企業価値の向上を後押しするような制度的な仕組みが不足しているのではないかと）、③投資対象としての機能性を備えた指数がないこと、などである（このうち、本稿では③の指数に関する議論は触れないものとする）。

その後、2019年に金融審議会の市場構造専門グループ報告書において、現在の3市場区分（プライム、スタンダード、グロース）への再編と市場コンセプトの明確化が提言された。これを受ける形で東証では検討が加速され、2020年に制度要綱が発表された。2度のパブリックコメントを経て市場区分の制度が確定し、2021年6月30日が移行基準日として定められ、上場企業は東証からの各種手続きの通知も参照しつつ市場選択を行い、2022年4月4日に新市場区分に一斉移行した（図1）。

図1 東証の市場再編への流れ

時期	内容	備考
2020年12月25日	「第二次制度改正」制度要綱公表 ※ 2021年2月26日までパブリックコメントを実施 ※ 4月30日に有価証券上場規程等の一部改正について公表	■ 新市場区分の全体像（市場区分の名称・上場基準等） ■ 上場会社の移行プロセス ■ 経過措置
2021年4月7日	「第三次制度改正」制度要綱公表 ※ 2021年5月7日までパブリックコメントを実施	■ コーポレートガバナンス・コードの改訂、上場料金等
6月30日	移行基準日	■ 上場会社に対して、新市場区分の選択に際し必要な手続や提出書類等を7月9日に通知
9月～12月	上場会社による新市場区分の選択申請手続	■ 新市場区分の上場維持基準と改訂コーポレートガバナンス・コードを踏まえた選択
2022年1月11日	移行日に上場会社が所属する新市場区分の一覧の公表	■ 当取引所ウェブサイトにおいて公表
2022年4月4日	一斉移行日	■ 新市場区分への移行

（※）2020年11月1日に、「第一次制度改正」として、現行の市場区分の新規上場基準・市場変更基準に係る制度改正を実施しています。

出所：東京証券取引所

2. 市場区分再編内容の概要

(1) 再編の狙い

今回の市場区分見直しの背景を掘り下げてみると、以下のとおりである。

- ① これまでの各市場区分のコンセプトが曖昧であり、多くの投資者にとって利便性が低かったこと

特に、市場第二部・JASDAQ・マザーズは、上場している企業の規模やパフォーマンスに市場の違いによる相違点が明確でなく、位置づけの重複感があった。

- ② 上場会社の持続的な企業価値向上の動機付けの点で期待される役割を十分に果たしていなかったこと

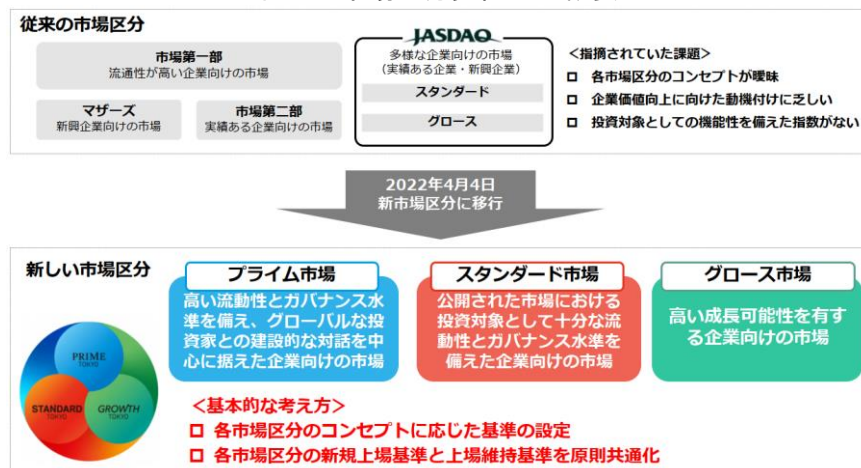
市場第一へのステップアップ基準が、上場会社の持続的な企業価値向上の動機付けの観点から十分に機能していないこと。また、マザーズやJASDAQへの機関投資家の参入、新興企業の成長性に係る情報開示が不十分ではないかとみられていた。

上記の問題意識を踏まえ、市場再編の狙いとして、上場会社の持続的な成長と中長期的な企業価値向上を支え、国内外から高い支持を得られる魅力的な現物市場を提供することにより、豊かな社会の実現に貢献すること、が謳われることとなった。

(2) 再編の概要

市場再編の具体的な内容のアウトラインは図2のとおりである。従来の市場第一部・第二部・JASDAQスタンダード・JASDAQグロス・マザーズの5つの市場がプライム市場・スタンダード市場・グロス市場の3つに再編・整理された。プライム市場は、多くの機関投資家の投資対象になりうる規模の時価総額（流動性）を持ち、より高いガバナンス水準を備えて、投資家との建設的な対話に基づき持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に向けてコミットする企業向けの市場である。スタンダード市場は、公開された市場における投資対象として、一定の時価総額（流動性）を持ち、上場企業としての基本的なガバナンス水準を備えつつ、持続的な成長と中長期的な企業価値の向上にコミットする企業向けの市場である。グロス市場は、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、である（図2）。

図2 市場区分見直しの概要



出所：東京証券取引所

3. 各市場の上場基準等

(1) 新市場の上場基準

3市場の上場基準を簡単にまとめておくと以下のとおりである。詳細は図の数値基準をご覧ください。ここでは各市場のコンセプトを特記しておきたい。

プライム市場のコンセプトとしては、多くの機関投資の投資対象となるのにふさわしい時価総額の規模と流動性が備わっていることである。次に、より高いガバナンス水準の具備と投資家との建設的な対話を実践することである。このため、プライム市場銘柄では、その実効性を担保するために、ガバナンス・コード全原則（＝基本原則＋原則＋補充原則）に加えて、さらに、「より高い水準」の内容を含む適用が義務となっている（図3）。

図3 プライム市場の上場基準

項目	考え方・狙い	概要（※）		
		項目	新規上場基準	上場維持基準
流動性	多様な機関投資家が安心して投資対象とすることができる適切な流動性の基礎を備えた銘柄を選定する。	株主数	800人以上	800人以上
		流通株式数	20,000単位以上	20,000単位以上
		流通株式時価総額	100億円以上	100億円以上
		売買代金	時価総額250億円以上	平均売買代金0.2億円以上
ガバナンス	上場会社と機関投資家との間の建設的な対話の実効性を担保する基礎のある銘柄を選定する。 ※ガバナンス・コード（一般高い水準の内容を含む）全原則の適用	投資家との建設的な対話の促進の観点から、いわゆる安定株主が株主総会における特別決議可決のために必要な水準（3分の2）を占めることのない公開性を求める		
		項目	新規上場基準	上場維持基準
		流通株式比率	35%以上	35%以上
経営成績 財政状態	安定的かつ優れた収益基盤・財政状態を有する銘柄を選定する。	項目	新規上場基準	上場維持基準
		収益基盤	最近2年間の利益合計が25億円以上 売上高100億円以上かつ時価総額1,000億円以上	-
		財政状態	純資産額50億円以上	純資産額が正であること

出所：東京証券取引所

スタンダード市場のコンセプトとしては、プライム市場ほどではないものの、やはり上場企業としてふさわしい時価総額・流動性が維持されること、上場企業として期待される基本的なガバナンス水準を備えていること（ガバナンス・コードは全原則が適用される。「より高い水準」までは求められていない）、持続的な成長と中長期の企業価値向上への積極的な取り組みが行われること、である（図4）。

図4 スタンダード市場の上場基準

項目	考え方・狙い	概要（※）		
		項目	新規上場基準	上場維持基準
流動性	一般投資者が円滑に売買を行うことができる適切な流動性の基礎を備えた銘柄を選定する。	株主数	400人以上	400人以上
		流通株式数	2,000単位以上	2,000単位以上
		流通株式時価総額	10億円以上	10億円以上
		売買高	-	月平均10単位以上
ガバナンス	持続的な成長と中長期的な企業価値向上の実現のための基本的なガバナンス水準にある銘柄を選定する。 ※ガバナンス・コード全原則の適用	上場会社として最低限の公開性を求める（海外主要取引所と同程度の基準を採用）		
		項目	新規上場基準	上場維持基準
		流通株式比率	25%以上	25%以上
経営成績 財政状態	安定的な収益基盤・財政状態を有する銘柄を選定する。	項目	新規上場基準	上場維持基準
		収益基盤	最近1年間の利益が1億円以上	-
		財政状態	純資産額が正であること	純資産額が正であること

出所：東京証券取引所

グロース市場では、高い成長可能性を実現するための事業計画の策定及び進捗の適時・適切な開示、相対的にリスクが高い会社に対する資金供給であること、最低限の流動性（時価総額）の基礎を備えていること、が求められる。グロース市場では、プライムやスタンダード銘柄に比べて、十分な時価総額（流動性）が欠けることは容認

しつつ、一方で成長可能性の追求を後押しするような施策（事業の進捗）をより重視した動機付けとなっていることが特徴である（図5）。

図5 グロース市場の上場基準

項目	考え方・狙い	概要（※1）															
事業計画	<ul style="list-style-type: none"> 高い成長可能性を実現するための事業計画を有し、投資者の適切な投資判断が可能な銘柄を選定する。 	<ul style="list-style-type: none"> 次の要件のいずれにも該当していること <ul style="list-style-type: none"> 事業計画が合理的に策定されていること 高い成長可能性を有しているとの判断根拠に関する主幹証券会社の見解が提出されていること 事業計画及び成長可能性に関する事項（ビジネスモデル、市場規模、競争力の源泉、事業上のリスク等）が適切に開示され、上場後も継続的に進捗状況が開示される見込みがあること 高い成長可能性の健全な発揮を求める観点から、以下の基準を設ける <table border="1"> <thead> <tr> <th>項目</th> <th>新規上場基準</th> <th>上場維持基準</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>時価総額</td> <td>-</td> <td>上場10年経過後40億円以上</td> </tr> </tbody> </table>	項目	新規上場基準	上場維持基準	時価総額	-	上場10年経過後40億円以上									
		項目	新規上場基準	上場維持基準													
時価総額	-	上場10年経過後40億円以上															
流動性	<ul style="list-style-type: none"> 一般投資者の投資対象となりうる最低限の流動性の基礎を備えた銘柄を選定する。 	<table border="1"> <thead> <tr> <th>項目</th> <th>新規上場基準</th> <th>上場維持基準</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>株主数</td> <td>150人以上</td> <td>150人以上</td> </tr> <tr> <td>流通株式数</td> <td>1,000単位以上</td> <td>1,000単位以上</td> </tr> <tr> <td>流通株式時価総額</td> <td>5億円以上</td> <td>5億円以上</td> </tr> <tr> <td>売買高</td> <td>-</td> <td>月平均10単位以上</td> </tr> </tbody> </table>	項目	新規上場基準	上場維持基準	株主数	150人以上	150人以上	流通株式数	1,000単位以上	1,000単位以上	流通株式時価総額	5億円以上	5億円以上	売買高	-	月平均10単位以上
		項目	新規上場基準	上場維持基準													
		株主数	150人以上	150人以上													
		流通株式数	1,000単位以上	1,000単位以上													
流通株式時価総額	5億円以上	5億円以上															
売買高	-	月平均10単位以上															
ガバナンス	<ul style="list-style-type: none"> 事業規模、成長段階を踏まえた適切なガバナンス水準にある銘柄を選定する。 ※ ガバナンス・コード基本原則のみの適用 	<ul style="list-style-type: none"> 上場会社として最低限の公開性を求める（海外主要取引所と同程度の基準を採用）（※2） <table border="1"> <thead> <tr> <th>項目</th> <th>新規上場基準</th> <th>上場維持基準</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>流通株式比率</td> <td>25%以上</td> <td>25%以上</td> </tr> </tbody> </table>	項目	新規上場基準	上場維持基準	流通株式比率	25%以上	25%以上									
		項目	新規上場基準	上場維持基準													
流通株式比率	25%以上	25%以上															

出所：東京証券取引所

以上のように、今回の市場区分の見直しは、①時価総額（流動性）のレベル、②ガバナンス（投資家との対話）、③成長可能性、という3つの観点に基づき、既存の5市場を明確なコンセプトを持った3市場に集約し直した、ということが出来よう。

（2）基準不適合の場合の経過措置

旧区分から新区分に一斉移行するにあたり、旧市場で上場していたすべての銘柄が、新区分の相応の市場への上場基準を満たしていたわけではない。このことから、東証では事前に2021年9月1日から12月30日までの間に、自社の経営環境と、市場区分のコンセプトや上場基準に照らして、新市場区分を選択できる時間的猶予を設けた。また、選択先の市場区分の上場維持基準を満たしていない場合、「上場維持基準の適合に向けた計画書」を提出し、改善に向けた取り組みを図っていくことで、当分の間、経過措置として現行の上場維持基準を適用することとしている（図6）。

図6 経過措置の概要

現市場区分	選択先の新市場区分	経過措置（現行の上場維持基準）の内容
市場第一部	プライム市場	<ul style="list-style-type: none"> ■ 当分の間、現行の指定替え基準と同水準 ※ 流通株式時価総額10億円以上、流通株式比率5%以上など
市場第二部 JASDAQスタンダード	スタンダード市場	<ul style="list-style-type: none"> ■ 当分の間、現行の上場廃止基準と同水準 ※ 流通株式時価総額2億5千万円以上、流通株式比率5%以上など
マザーズ JASDAQグロース	グロース市場	

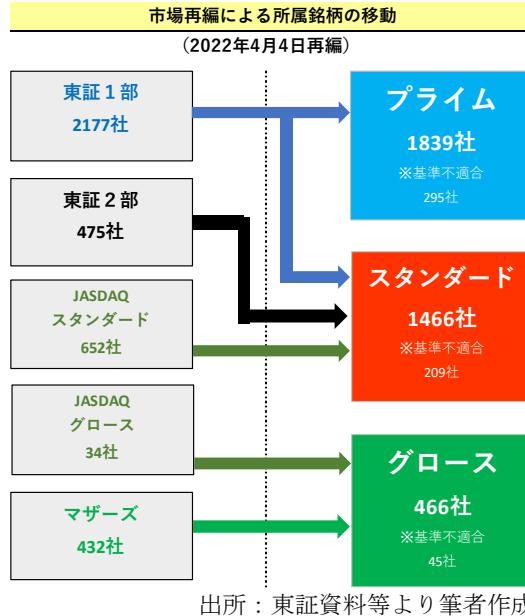
出所：東京証券取引所

4. 再編の結果（所属企業、パフォーマンス）

（1）市場毎の移行の状況

さて、2022年4月4日の新市場への一斉移行日に、実際に旧市場から新市場にどのような移行が行われたかをみたのが（図7）である。

図7 上場銘柄の新市場区分の選択結果



これをみると、東証1部上場企業2,177社のうち84%に当たる1,839社がプライム市場を選択した。東証2部の475社とJASDAQスタンダードの657社は全てスタンダード市場に移行、JASDAQグロース34社とマザーズ432社は全てグロースに移行となった。

一方、市場区分移行時点で各市場の上場基準を満たしていない（不適合な）会社数は（図8）のとおりである。プライム、スタンダード両市場とも、基準不適合の原因として多いのは流通株式時価総額の基準未達である。特にプライムでは227社と不適合271社の8割以上に上っている。流通株式の定義については、2021年4月に行われており、国内の普通銀行・保険会社・事業法人等が所有する株式（いわゆる持ち合い株式）や、その他取引所が固定的と認める株式が流通株式から除外されたことで、同基準を満たせていない銘柄が少なくないものと思われる。

図8 上場基準に適合していない会社数

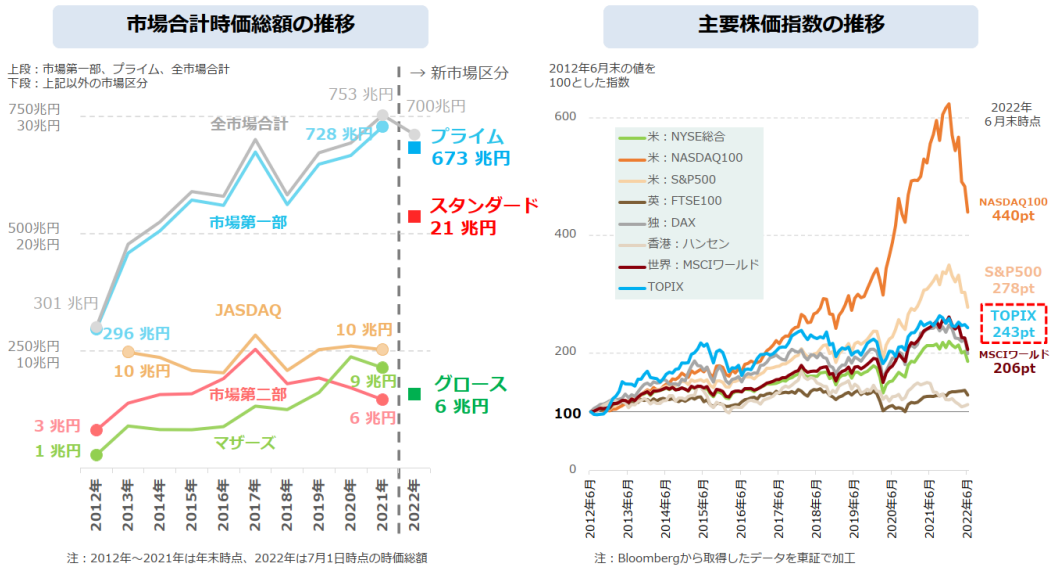
基準ごとの適合していない会社数	
プライム市場 <small>注：2022年10月末時点</small>	
流通株式時価総額（100億円以上）	227社
流通株式比率（35%以上）	38社
売買代金（0.2億円以上/日）	78社
合計（重複除く）	271社
<small>注：別途、5社が移行後の判定で適合確認、33社が自社試算ベースで適合した旨を公表</small>	
スタンダード市場	
流通株式時価総額（10億円以上）	129社
流通株式比率（25%以上）	73社
株主数（400人以上）	11社
合計（重複除く）	194社
<small>注：別途、3社が移行後の判定で適合確認、17社が自社試算ベースで適合した旨を公表</small>	
グロース市場	
流通株式時価総額（5億円以上）	4社
流通株式比率（25%以上）	23社
時価総額（10年経過後40億円以上）	17社
合計（重複除く）	42社
<small>注：別途、2社が移行後の判定で適合確認、7社が自社試算ベースで適合した旨を公表</small>	

出所：東京証券取引所

(2) 再編後の市場評価

市場区分見直し前後の市況の動きをまとめたものが(図9)である(左図は国内各市場の時価総額推移、右図は国内外の主要株価指数の推移である)。これをみると、移行後の期間がまだ短いことや、最近の国内外の実体・金融資本市場の動揺の動きなどもあり、幅をもって見る必要はあるが、プライム市場はおおむね市場一部時代からの時価総額(流動性)を維持しているとみられる。一方その他の市場をみると、市場区分見直し前に市場二部+JASDAQ+マザーズで25兆円程度あった時価総額がまさに流動性によって分解された感があり、スタンダードは21兆円、グロースは6兆円となった。細かく見ると、市場区分見直し前の市場二部+JASDAQの時価総額合計は16兆円であり、スタンダードは21兆円であることから、市場一部銘柄の16%程度が移ってきた効果といえるだろう。

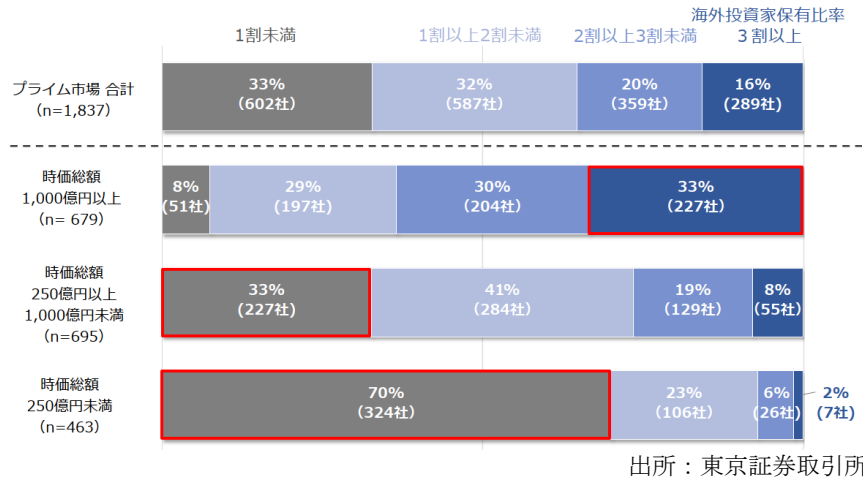
図9 市場区分移行前後の市況



出所：東京証券取引所

海外投資家が今回の市場再編をどうみているかの一つの材料として、プライム市場銘柄の時価総額階層別の海外投資家の持株比率を見たものが(図10)である(2022年4月4日時点)。これをみると、時価総額1,000億円以上では海外投資家比率3割以上の会社が33%、2割以上の会社でも30%あるが、時価総額250億円～1,000億円未満では持株比率3割以上の割合はわずか8%であり、2割以上を加えても27%に留まっている。時価総額250億円未満になると、そもそも海外投資家比率が1割未満の会社が70%を占め、グローバルな投資家の選択の対象になっていない姿が浮き彫りとなっている。スタンダード市場やグロース市場銘柄では推して知るべし、となるだろう。

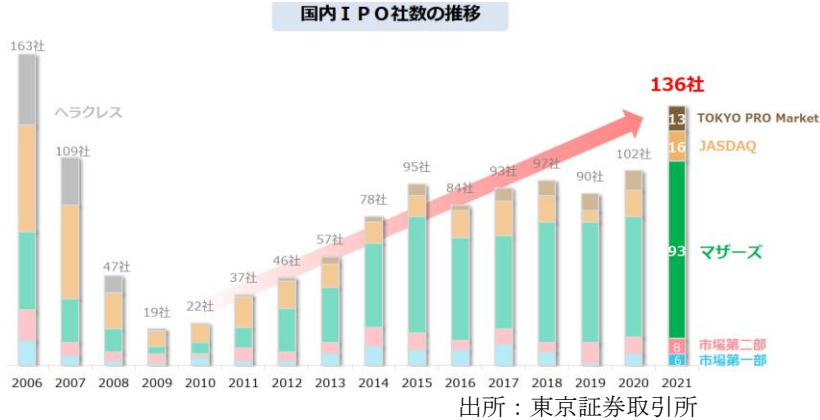
図10 海外投資家持株比率（時価総額階層別）



5. グロース市場の現況

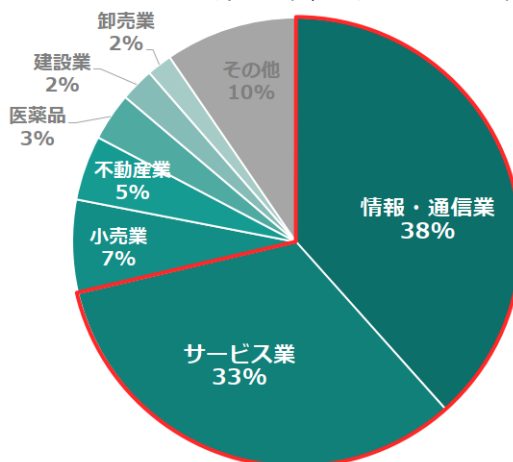
本節から以降は、成長企業の市場であるグロース市場に絞って動向をみてみよう。岸田政権においても、「新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画」（令和4年6月7日閣議決定）において、今後5年でスタートアップを10倍創出することを目標に掲げており、その重要な出口の一つとして、成長企業向けのグロース市場の位置づけは重要であるといえよう。

図11 国内 IPO の件数推移



上記（図11）は、国内IPOの件数をみたものである。これをみると、リーマンショックの底であった2009年からIPO件数は着実に増え、最近の6、7年では平均100社前後がIPOを果たしている。この点では、日本におけるスタートアップ企業のIPO市場が蓄積されてきている、ということができる。なかでも、マザーズはIPO件数の8割程度を占めており、まさに成長企業が流動性のある資本市場にアクセスするための役割を担ってきた（図12）。グロース市場にも引き続きその機能が期待される。IPO銘柄の業種をみると、情報・通信⇨いわゆるIT企業と思われる先が38%、次にサービス業が33%を占め、この2業種で7割となっている。製造業は目立った件数が見られない点も特徴である。日本は昭和時代から長らく「モノづくり」や「製造業大国」などと呼ばれてきたが、ことIPO市場に関するかぎり、その面影はまったくない。

図12 マザーズ IPO 会社の業種 (2013~21年累計)



出所：東京証券取引所

(図13)はIPO企業が株式公開時に調達した資金の規模と時価総額をみたものである。表の右半分は米国企業のものである。これを見ると、一目瞭然なのが、資金調達額も時価総額規模も米国に比べて格段に小さいということである。経済規模が日本の数倍あるにもかかわらず、米国におけるIPO件数は日本とあまり変わらないことはよく指摘される場所であるが、規模の面では日本のIPO銘柄ははるかに小さく、「多数の投資家がアクセスし資金供給力のある公開資本市場」という場を活かしていない(活かしきれていない)のが実態といえよう。また、特に近年ではスタートアップ企業が未上場の段階で数億円~数十億円の資金調達を実現することが珍しくなくなってきたが、それと比較しても、マザーズIPO時の調達額が10億円台というのは、上場市場としての役割にもう一段の工夫が必要なのか、あるいはIPO企業にとって調達市場としてあまり当てにされていないのか、との所感を持たざるを得ない。

図13 IPO時の資金調達額と時価総額

IPO時の資金調達額・時価総額

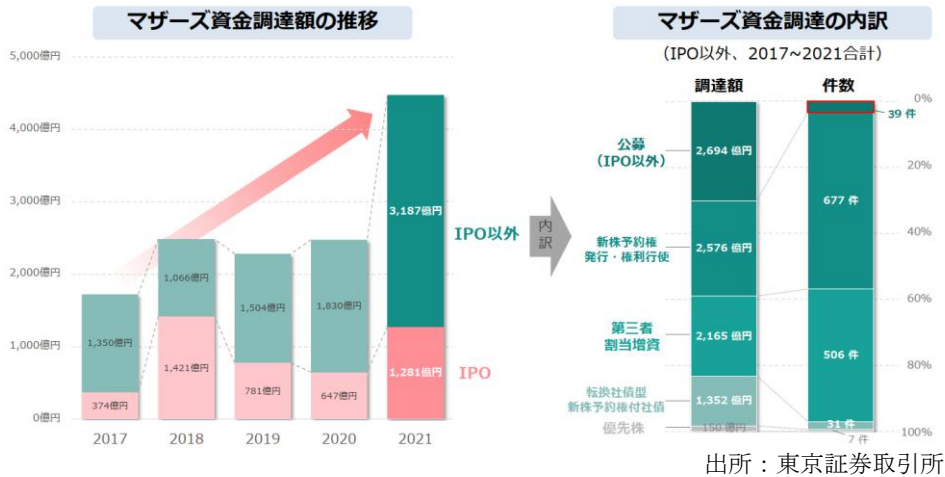
年	マザーズ		(参考) 米国	
	平均資金調達額	平均時価総額	平均資金調達額	平均時価総額
2017年	8 億円	83 億円	260 億円	1,834 億円
2018年	23 億円	163 億円	300 億円	1,934 億円
2019年	13 億円	151 億円	420 億円	3,546 億円
2020年	10 億円	101 億円	450 億円	4,996 億円
2021年	14 億円	159 億円	458 億円	4,583 億円

出所：東京証券取引所

この点を、マザーズにおける資金調達動向によって掘り下げてみたのが(図14)である。これを見ると、左図からするとマザーズ上場会社の資金調達規模は増加しつつある。IPOとIPO以外でみると近年IPO以外の調達も増えてきている(IPO時の調達は図13にあるように1社あたり数億円~十数億円に留まる)。IPO以外の調達の内訳をみたのが右図の部分である(2017~21年)。この内訳では、公募増資は全体の2割程度で、その他は新株予約権の発行・行使や第三者割当増資、転換社債(CB)の行使などとなっている。新株予約権の発行や第三者割当増資は、上場企業でなければ使えない手段ではもちろんなく、むしろ非上場企業(スタートアップ企業)における主要

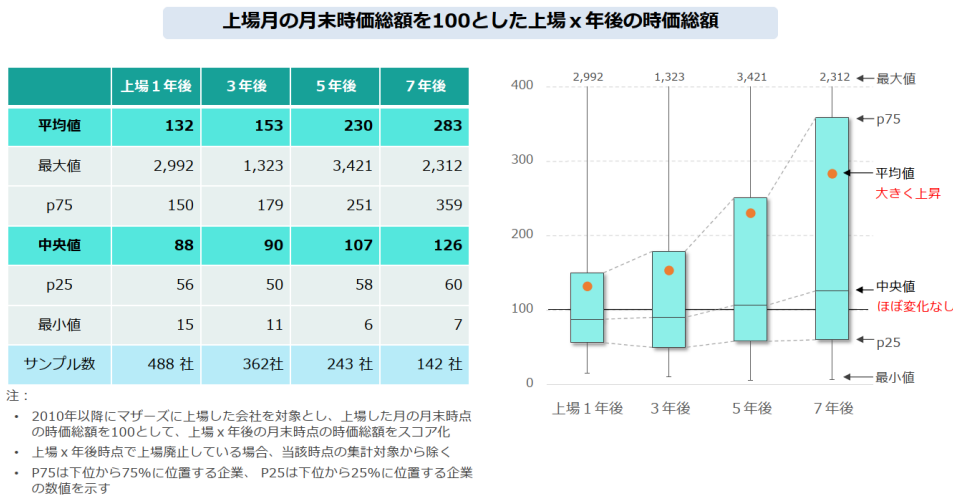
な手段であるが、上場後もこうした資金調達手法が過半を占めていることは、マザーズ市場からグロース市場が引き継いだ「市場の使い勝手」という課題と関連している可能性がある。

図14 マザーズにおける資金調達動向



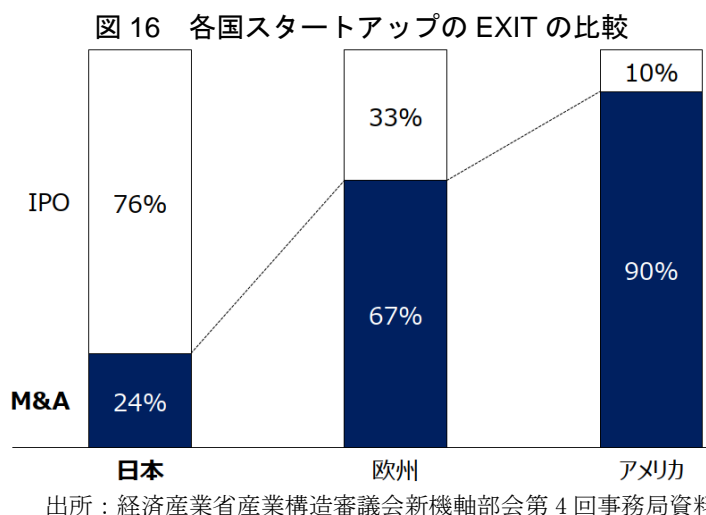
一方、マザーズ上場企業の成長可能性に目を転じてみる(図15)。グロース市場においては、上場基準として明確に「成長可能性を事業計画によって示し、その進捗管理を適時・適切に開示すること」とされている。この観点で、2010年以降にマザーズに上場した企業の時価総額の伸びをスコア化すると、平均値としては大きく伸びているが(右図)、中央値ではほぼ変化がないといわざるを得ない。平均値は一部の「大化け銘柄」に引きずられて数値が伸びていると推測できるが、中央値でみるかぎり、マザーズ企業は投資家の期待する成長を十分実現できていなかったといえるだろう(ただし、各社が自助努力で改善できるのは第一義的には会計上の業績であり、株価時価総額は市場からの評価であるから、株価だけをもって成長の有無を判定するのはいささか酷なきらいもある)。

図15 IPO後の成長性



6. まとめ

以上、5の「グロース市場」の状況の背景を掘り下げてみたのが、(図16)である。日本ではスタートアップへの投資の出口として圧倒的にIPOの割合が高く、欧州の2倍以上、米国の7倍以上となっている。このことは、出口戦略の幅を狭めさせ、結果として必ずしも成長可能性が十分でない先であっても、目先の数字が上場基準を満たした段階で上場させてしまう場合に繋がっているのかもしれない。



米国や欧州ではスタートアップのM&Aは非常に活発に行われており、ある意味でそこでの相場感から、M&AでEXITすべき銘柄とIPOまで目指すべき銘柄とが選別され、結果としてIPOした銘柄が大きく成長している可能性がある。IPOの在り方、M&Aとの関係、ユニコーン企業の輩出をどう増やすか等の解決には、人材マーケットの流動性など、多様な問題への処方箋が必要であり、必ずしもM&Aの件数云々だけではない。もっとも、IPO市場が、M&Aを含む非上場株式市場という「競争相手」によって鍛えられ、真にIPOに相応しい銘柄の登場を促す場になることは、十分にありうる。この問題は、取引所だけで解決できるはずもなく、規制当局・市場参加者各位の一層の努力を期待したい。

以上

執筆者紹介

伊藤 信雄(いとう のぶお) 1971年 東京都生まれ
テンキューブ株式会社 代表取締役

<学歴・職歴>

1995年 慶應義塾大学経済学部卒業

1995年 日本銀行入行

2001年 イーバンク銀行(現 楽天銀行) 経営企画部長

2008年 一橋大学大学院国際企業戦略研究科修了(修士:金融戦略)

2015年 ミナトホールディング取締役執行役員 経営企画担当

2018年 テンキューブ株式会社設立 代表取締役

<その他>

デジタルハリウッド大学客員准教授、日本証券アナリスト協会検定会員、
その他スタートアップ企業の社外取締役、顧問

<主要著作>

「銀行設立の実務」(シグマベイスキャピタル)、「ハイブリッド証券の実務」(秀和システム)