

日本のグロース株はなぜ「グロース」しないのか

一橋大学大学院経営管理研究科 客員教授 **藤田 勉**



藤田 勉氏

■ 1. 世界的に大型株が小型株に対して優位

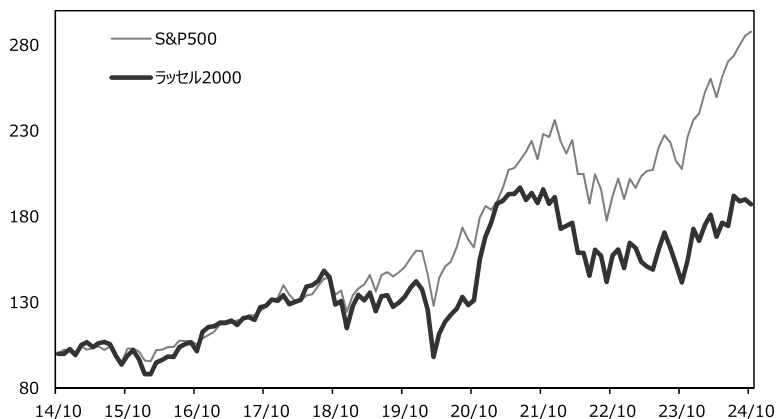
一般的に、「小型株は成長株であり、かつ株価上昇率が高い」というイメージがある。しかし、実際には、日米とも、小型株市場の投資収益率は低く、とりわけ、日本の小型株は不振である。本稿は、日本の小型株不振の構造要因を分析し、今後の示唆を得る。なお、断りのない限り、データは10月末時点、1ドル150円換算である。

米国では、大型株指数の代表格であるS&P500は過去10年間に2.9倍に上昇し、代表的な小型株指数であるラッセル2000指数の1.9倍を大きく上回る。歴史的に、大型株と小型株の上昇率には大きな格差はなかったが、2020年代に入って格差が急速に拡大した。これには、新型コロナウイルス感染症による危機の結果、世界的なデジタル化が急速に進展したことが大きく影響していると見られる。

マグニフィセント・セブン（アップル、マイクロソフト、アマゾン・ドット・コム、エヌビディア、アルファベット、メタ・プラットフォームズ、テスラ）の時価総額合計は2019年末には766兆円であったが2024年10月末では2,398兆円と、3.1倍になった。S&P500に占める時価総額上位10社合計の構成比は38%と高い（日本は36%）。

大企業の株価上昇率が高い理由として、第一に、アップル、マイクロソフト、アマゾンなど情報通信のプラットフォーマーによる市場の寡占化が進んだことが挙げられる。また、

(図表 1) S&P500とラッセル2000の推移



注：2014年10月末=100。出所：FactSet

(図表 2) S&P500とラッセル2000の騰落率格差

	S&P500	ラッセル2000	差 (ポイント)
1990年代	-6.6%	-21.5%	14.9
2000年代	23.5%	25.2%	-1.8
2010年代	28.9%	23.7%	5.2
2020年代	76.6%	31.7%	44.9

注：2020年代は、2024年10月末時点。出所：FactSet

高い技術力を要する生成AI（人工知能）などイノベーションを開発し、さらにビジネス化するには莫大な資金が必要となる。生成AIではデータセンター用画像処理用半導体（GPU）が大量に必要とされる。この分野で90%以上の市場シェアを持つのがエヌビディアである。時価総額は2019年末には22兆円であったが2024年10月末では488兆円と、わずか5年弱で22.6倍になった。

プラットフォームの優位性を示す典型例が、オンライン会議システムで先行したズーム・ビデオ・コミュニケーションズである。2020年のピーク時に時価総額が24兆円だったが、マイクロソフトのTeamsなどがシェアを伸ばし、10月末には3兆円まで減少した。新型コロナウイルス感染症用ワクチンの創薬企業モデルナは、2021年のピーク時に29兆円となったが10月末には3兆円まで減少した。このように、ニッチ企業では資金や人材など

で限界があるため、成長を持続させるのが難しい。

第二に、大型企業が魅力あるスタートアップ企業を早い段階で買収することがある。たとえば、アルファベット（創業1998年）は2006年にユーチューブ（創業2005年）を2,480億円、メタ・プラットフォームズ（創業2004年）は2012年にインスタグラム（同2010年）を1,091億円でそれぞれ買収した。

米国のベンチャー企業投資の出口戦略はM&Aが多い。金額ベースでは、IPOとM&Aは同水準であるが、件数では、2023年のベンチャーキャピタル支援の株式新規公開（IPO）が40件に対し、M&Aが695件である（出所：NVCA）。このため、有望企業であっても、小型株が大型株に成長する前に株式市場から姿を消してしまう場合が多い。

スタートアップ企業に対する投資額は、米国6.0兆円、中国1.7兆円、欧州1.4兆円、日本2,250億円である（2020年、CB Insights）。スタートアップ企業に対するM&Aは、米国1,473件、英国244件、フランス60件、ドイツ49件、日本15件である（2020年）。

■ 2. 日本の小型株のパフォーマンスは大きく悪化

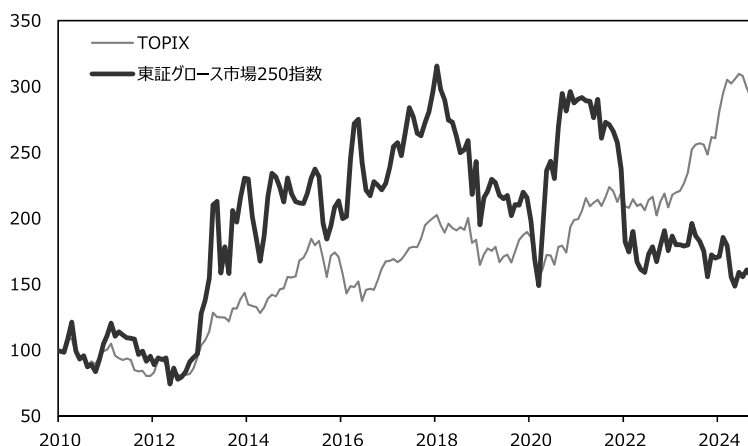
日本は、小型株と大型株のパフォーマンス格差は極端に大きい。過去10年間に、東証グロース市場250指数は28.7%下落と、TOPIXの102.1%上昇と比較して大きく劣る。ただし、大型株が優位である理由は、米国のそれと大きく異なる。

最大の理由は、第一に、円安である。時価総額上位企業のほとんどは、グローバルもしくは輸出関連である。ドル円相場は、2020年3月の102円から2024年7月には161円まで上昇した。この間の相場上昇を牽引したトヨタ自動車（海外売上高構成比77.4%、2023年度）、ソニーグループ（76.7%）、日立製作所（61.2%）など、円安の恩恵が大きい。一方、企業経営がグローバル化する中で、海外進出が遅れた中小型企業はその恩恵は相対的に小さい。

第二に、銀行、商社など時価総額が大きい低PBR（株価純資産倍率）株の上昇である。2023年に、東京証券取引所（東証）が上場企業に対して資本コストや株価を意識した経営を要請したことをきっかけに、低PBR企業が自社株買いなどの株主還元を力を入れた。さらに、株式持ち合い解消によって、アクティビストが低PBR企業に対して経営改善を積極的に働きかけるようになった。また、金利上昇により、大型株が多い金融の業績改善に効果を発揮した。

東証グロース市場250指数はITバブルのピークである2000年3月末（基準日2003年9月12日）がデータの起点であるが、10月末まで90.6%下落している（つまり、10分の1）。

(図表 3) TOPIXと東証グロース市場250指数の推移



注：2014年10月末=100。出所：FactSet

(図表 4) TOPIXと東証グロース市場250指数の騰落率格差

	TOPIX	東証グロース市場250指数	差 (ポイント)
1990年代	-39.8%	-	-
2000年代	5.6%	28.7%	-23.0
2010年代	15.2%	10.5%	4.7
2020年代	56.6%	-29.8%	86.4

注：2020年代は、2024年10月末時点。出所：FactSet

もちろん、期間次第で、指数の騰落率は大きく異なるが、歴史的に、小型株のパフォーマンスが大型株に対して大きく劣後してきたことは明らかである。

その理由の一つは、スタートアップ企業の成長力が乏しいことであると考えられる。東証グロース市場250指数構成比は1位GNIグループ（医薬品、5.9%）、2位トライアルホールディングス（小売業、4.6%）、3位フリー（情報・通信業、3.2%）であるが、時価総額上位には利益水準、成長力とも高いとは言い難い企業が多く含まれる（2024年11月15日時点）。

また、大企業によるスタートアップ企業買収が少ない。日本ではIPOが出口戦略9割を占めるため、成長力が低い企業の上場会社数が増える。

日本政府は、2022年をスタートアップ創出元年と位置付ける。新しい資本主義実現会議は、「スタートアップ育成5か年計画」を策定し、スタートアップへの投資額を5年10倍増とする目標を掲げる。企業の参入率・退出率の平均（創造的破壊の指標）が高い国ほど、1人当たり経済成長率が高い。開業率は、米国9.2%、英国11.9%と比べ、日本は5.1%に留まっており、廃業率も、米国8.5%、英国10.5%と比べ、3.3%と低い（出所：中小企業白書2022年版）。

■ 3. 日本の小型株のバリュエーションが著しく低い

東証では、大型企業の数が相対的に少ない。1社当たりの平均時価総額は、東証が2,442億円、ニューヨーク証券取引所（NYSE）が2.1兆円、ナスダックが1.3兆円である（2024年10月末）。

東証上場企業数は3,953社（外国会社除く）であるが、このうち、時価総額1,000億円以上の企業が843社（全体の21.3%）、同3,000億円以上の企業が416社（10.5%）である。一方で、規模が小さい上場企業の数が多い。時価総額100億円以下の企業が1,544社と全体の39.1%を占める。さらに、時価総額50億円以下の企業が939社と23.8%である。

その理由の一つとして、上場基準が低いため、小型企業が上場しやすいことが挙げられる。1999年に東証が、新興市場として東証マザーズを開設した。2000年に、米ナスダックを運営する全米証券業協会とソフトバンク（現ソフトバンクグループ）が、ナスダックジャパンを大阪証券取引所に開設した。それ以降、上場基準の緩和が始まった。2014～2023年合計の新規上場企業数は東証が1,034社（出所：デロイトトーマツ）である。

2013年に、東証グループと大証の経営統合によって、日本取引所グループ（JPX）が発足した。その結果、東証では、市場第一部、市場第二部、マザーズ、JASDAQスタンダード、JASDAQグロースの5つの市場が運営され、上場基準もそれぞれ異なった。そこで、2022年に、東証は現物市場を統合した上で、プライム、スタンダード、グロースの3市場に再編した。

東証グロース市場については、株主数150人以上、流通株式数1,000単位以上、流通株式時価総額5億円以上、流通株式比率25%以上などの新規上場基準が設けられた。ナスダック（キャピタル・マーケット）は3基準（資本、時価総額、純利益）のうち1基準を満たせばよいので、東証の上場基準が特別に緩いわけではない。

東証上場企業のバリュエーションは1倍以下が多い。上場企業全体では、0.5倍台から

(図表 5) 時価総額別の分布 (東証内国上場企業)

区分	銘柄数	構成比
1兆円以上	176	4.5%
3,000億円～1兆円未満	240	6.1%
1,000億円～3,000億円未満	427	10.8%
500億円～1,000億円未満	384	9.7%
100億円～500億円未満	1,182	29.9%
100億円未満	1,544	39.1%
合計	3,953	100.0%

注：2024年10月末。出所：日本取引所グループ、FactSet

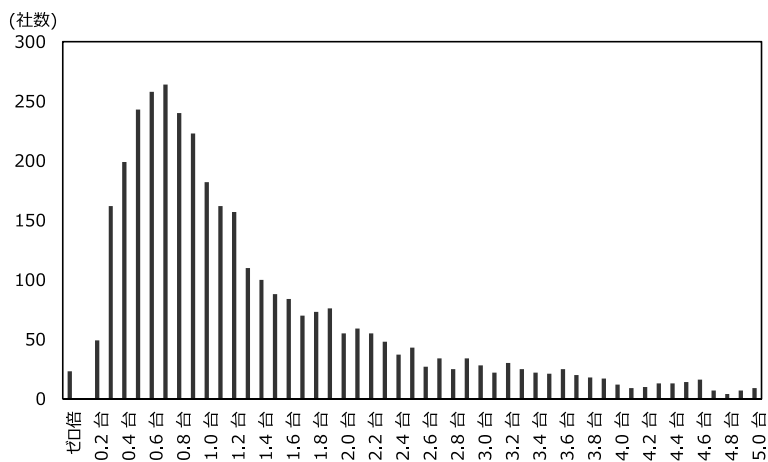
(図表 6) 新興市場の上場審査基準の国際比較

	東証	NASDAQ (キャピタル)			ドイツ	英国
	グロース市場	資本基準	時価総額基準	純利益基準	オープン・マーケット	AIM
株主数	150人	300人	300人	300人	-	-
流通株式	流通株式数 1,000単位以上	流通時価総額 1,500万ドル	流通時価総額 1,500万ドル	流通時価総額 500万ドル	流通株式比率20%以上、もしくは流通株式数100万	指名アドバイザーによる適正評価
	流通株式時価総額5億円以上	-	時価総額 5,000万ドル	-	時価総額3,000万ユーロ	-
	流通株式比率25%以上	流通株式数 100万	流通株式数 100万	流通株式数 100万	-	-
事業継続年数	1年	2年	-	-	2年	-
財務基準	-	株主資本500万ドル	株主資本400万ドル	株主資本400万ドル、純利益75万ドル	売上千万ユーロ、純利益黒字、株主資本正、従業員20人、累計株主資本500万ドルのうち3基準	1年分の運転資本
	500単位以上の公募、単元株 100株等	マーケットメーカー3社、 株価4ドル	マーケットメーカー3社、 株価4ドル	マーケットメーカー3社、 株価4ドル	過去2年分の監査済財務報告書	過去3年分の監査済財務報告(それより短い場合創業後の期間)

注：ナスダック (キャピタル・マーケット) は3基準のうち1基準を満たせばよい。出所：各取引所より筆者作成

0.9倍台の企業が多く分布する。時価総額1兆円以上ではPBR1倍前後に多く分布する。時価総額100億円以下では、0.3倍から0.5倍に多く分布し、時価総額50億円以下では0.3倍台に最も多く分布する。つまり、日本では、時価総額100億円以下のマイクロキャップ企

(図表7) 東証上場企業のPBR別企業数 (5倍台以下、マイナスはゼロ倍)



注：2024年10月末。PBR取得できた企業のみを対象とする。出所：日本取引所グループ、FactSet

業の数が多く、かつこれらの多くのバリュエーションは著しく低い。

■ 4. 時価総額によって投資家が異なる

時価総額や流動性によって、投資家層が大きく異なる。2023年の委託売買に占める投資家別売買構成比のうち、1位は海外投資家の67.6%、2位は個人の25.3%、3位は信託銀行の2.3%である。つまり、ほとんどは、海外投資家と個人によって売買されている。

海外投資家は、インデックス・ファンド、ヘッジファンド、ロングオンリーに大別される。いずれも運用資金が大きいいため、大型株を中心に投資する傾向がある。国内投資家は、これらに、日本に特化した中小型株ファンド、個人投資家も加わる。

インデックス・ファンド、ヘッジファンドが成長する一方、伝統的なアクティブ運用会社は衰退している。先進国上場運用会社時価総額上位10社のうち、伝統的なアクティブ運用会社は上位から消えた。10年前はプライベート・エクイティ・ファンド運用会社が2社にすぎなかったが、10月末には8社に増えた。

株式市場のパッシブ化が進み、インデックス・ファンドの重要性が高まっている。インデックス・ファンドのベンチマークとして、主に、海外投資家が使うMSCIジャパン（銘柄数198）と、国内投資家が使うTOPIX（同2,128、2024年10月末）が有力である。

MSCIジャパンは浮動株時価総額の85%をカバーしている。2024年の入れ替えでは、時

価総額1.7兆円のフジクラが採用され、6,000億円台の企業が除外された。このように、MSCIジャパンに新規採用されるには1兆円以上の時価総額が求められる。

一般論だが、海外投資家、国内大手機関投資家の投資対象は、時価総額は少なくとも1,000億円以上である。小型株を投資対象とするヘッジファンドは300億円以上必要であり、それ以下は主に個人投資家が主体となる。一般に、時価総額100億円以下の企業は流動性が低いいため、個人投資家ですら投資対象にしない場合がある。こうした流動性ディスカウントによって、さらにバリュエーションが低くなる傾向がある。

■ 5. 「グロース」しないグロース市場上場企業が増加している

経営者は、経営する企業が上場するまでは上場という明確な目標を達成すべく経営することが多い。幹事証券会社、監査法人、信託銀行（証券代行）、メインバンクなども、こうした企業を上場させるべく熱心に指導する。これら指導を通じて、経営者は成長する。しかし、上場後は、それらの金融機関にとって、ビジネスの対象としての魅力は薄れる（あるいはなくなる）ので、新興企業に対する経営指導も力が入りにくい。

機関投資家やアナリストのカバレッジの対象であれば、アナリストやファンドマネージャーとの面談などの機会が生まれる。これらとの対話は、経営者の市場に関わる知識や認識を高めることに貢献することが多い。しかし、時価総額100億円以下の銘柄は機関投資家の対象外であるため、アナリストの調査レポートやファンドマネージャーの投資の対象になることはほとんどない。

グロース市場では、時価総額が著しく低いIPOが多く存在する。たとえば、純利益2億円で株価収益率（PER）20倍であれば、時価総額40億円になる。つまり、社長が事業家として特定の分野で成功して、税引き前利益が3億円前後になれば上場が可能になる場合が多い。実際には、上場時の時価総額が10億円台の企業も存在する。

グロース市場の上場維持基準は時価総額40億円以上であり、これは上場後10年経過後から適用される。グロース上場企業のIPOから2023年（10～12月の終値平均）までの時価総額成長率の中央値は1.03倍である（出所：東証）。そして、それらの49%は新規上場時の時価総額を下回る。つまり、上場後、多く企業の株価は上がっていないということである。

(図表 8) IPO時の時価総額上位10社、下位10社 (グロース市場、2020年代以降)

	IPO年	銘柄	東証業種	IPO時 時価総額 (百万円)	IPO年	銘柄	東証業種	IPO時 時価総額 (百万円)
1	2024	トライアルホールディングス	小売業	261,559	2022	ストレージ王	不動産業	1,347
2	2021	セーフィー	情報・通信業	164,645	2020	ミクリード	卸売業	1,384
3	2024	タイミー	サービス業	156,979	2022	ベットゴー	小売業	1,737
4	2024	アストロスケールホールディング	サービス業	155,414	2022	ASNOVA	サービス業	2,002
5	2020	ブレイド	情報・通信業	135,902	2020	松屋アールアンドディ	輸送用機器	2,052
6	2023	シーユーシー	サービス業	133,540	2020	リグア	サービス業	2,342
7	2023	トライト	サービス業	87,600	2023	揚羽	サービス業	2,417
8	2020	ウェルスナビ	証券・商品先物取引業	87,102	2022	BTM	情報・通信業	2,455
9	2023	カバー	情報・通信業	85,574	2024	Will Smart	情報・通信業	2,487
10	2021	エクサウィザーズ	情報・通信業	85,256	2024	D&Mカンパニー	サービス業	2,507

出所：FactSet

■ 結論：上場維持基準を時価総額100億円以上に引き上げる

上場後、利益を持続して成長させ、かつ永続する組織を作り上げるためには、事業拡大のために、商品開発、新規事業進出、企業買収・売却、提携など様々な戦略を策定・実行していく必要がある。そして、上場すると、外部株主などの新規のステークホルダーが増え、証券取引所、機関投資家、メディアなどともうまく付き合っていく必要がある。

これらを社長一人で実行することは難しい。そのため、経営管理、財務、法務、テクノロジーなどの専門家を含む経営チームを組成する必要がある。つまり、社長は事業家から高度な専門家を率いる経営者に進化することが必要となる。しかし、現実には、事業家から経営者に脱皮できる社長の数は少なく、その結果として、「グロース」しないグロース市場の企業が増加している。

その解決策は、「グロース」しないグロース市場の企業の淘汰を進めることである。現在、東証は時価総額基準の引き上げを検討している。グロース市場565社中177社(全体の31%)

が時価総額40億円未満である。また、時価総額40億円未達のグロース企業27社が上場後10年経過している（2023年末、出所：東証）。これらは、2025年3月までの「経過措置」とその後1年の「改善期間」を経て、監理銘柄・整理銘柄に指定され、その後、上場廃止となる。

これを、グロース市場の新規上場企業については、たとえば上場10年後の上場維持基準を時価総額100億円以上に高めることが考えられる。既上場企業については経過措置を設定することで対応可能である。これにより、対象企業は①自助努力によって時価総額を100億円以上にする、②経営統合、買収を行う、③上場廃止（含む経営者による買収、MBO）、を選ぶことになる。

前述のように、時価総額100億円以下の企業のPBRは0.3倍台から0.5倍台に多く分布している。仮に、時価総額40億円でPBR0.4倍の企業は、PBRが1倍になれば時価総額は100億円になる。あるいは、純利益5億円、PER20倍で時価総額100億円である。このように、時価総額100億円というターゲットは決して厳しい数字ではない。

多くの社長が事業家から経営者に進化することができれば、上場10年後に時価総額100億円以上というターゲットは余裕をもってクリアできることであろう。これをきっかけに、日本のグロース企業の成長力が加速することが期待される。

