

上場基準と新市場ブーム

伊豆 久

1 はじめに

一二月二三日より東証の新市場（ヘマザーズ）での取引が開始され、大きな注目を集めている。大証も二四日にはナスダック・ジャパンとの提携を発表するなど、ベンチャー企業の上場獲得競争が、新たな段階に入ったと言えるであろう。こうした新市場ブームは、上場基準の引き下げ競争というだけでなく、取引所市場の質的な変化に発展する可能性があるように思われる。ヘマザーズでは上場基準から利益、自己資本等に関する条件が除かれ、替わって四半期ベースの情報開示が求められるなど、上場制度の中心が上場審査から上場管理に移っている。すなわち、上場審査から事前的な証券管理としての役割が失われ、単に上場後の証券管理のための上場会社との約束を確認する場となっている。上場制度の中心は上場基準にあるとしてきた従来の通説からは理解できない、新しい上場制度が生まれたと言えよう。こうした変化にはどのような意味があるのだろうか。以下、上場基準について、これまでの上場基準の変遷、それを規定してきた要因について整理し、新市場の課題について検討することとする。

(17)

2 上場基準の変遷

戦後の上場基準の特徴は、何よりも、その変更の回数が非常に多いことである。⁽¹⁾

東証を例に見てみよう。四九年に取引所が再開された時の上場基準は、設立後年数（一年以上）、資本金（一〇〇万円以上）、株主数（三〇〇人以上）だけの、極めて簡素なものであった。ところが五〇年代に上場株式の買占めが頻発するようになると、株式分布や売買高などの流動性に関する条件が新たに加えられ、基準が引き上げられている。しかし、上場のハードルが高まると、今度は、店頭市場の拡大を招くことになり、規制の整備されていない市場での売買の増加が問題視され始める。そこで店頭銘柄を取り込むべく六一年に第二部市場を創設することが決まり、資本金や株主数の必要条件を半分にするなど、上場基準は大幅に緩和された。ところが、二部市場に上場した企業に倒産が相次いだため、上場基準は再び厳格化の方向に進み、純利益額（六四年）、純資産額（七二年）なども導入されるようになる。その後、高度成長が終わり、産業構造の変化への対応が叫ばれるようになる。東証では八三年に全面的な基準引き下げが行われ、大証では新二部市場が設立されるなど、今日に至る基準引き下げの時代が始まるのである。

(18)

つまり、戦後だけを見ても、買占め対策としての引き上げ→二部市場創設に伴う引き下げ→上場直後の倒産を防ぐための引き上げ→中小企業育成のための引き下げと、上場基準の変遷は目まぐるしい。こうした変化は、「基本的には国家の経済政策の動向に依存⁽²⁾」したものであり、「それぞれ現実の要求に応じた結果⁽³⁾」であるが、一般化すれば、上場基準を規定する要因は以下のように整理できるであろう。

3 上場基準の規定要因

上場審査基準を規定してきた第一の要因は、政府による産業政策的な業種・企業選別という目的であろう。特定の産業や企業を育成するため、特定の企業をより積極的に上場させる（裏返せば、それ以外の企業の上場には

より限定的に対処する」という場合であり、産業政策を金融面から支える役割を果たす。とりわけ資金不足下において、こうした特別な資金調達手段の付与は重要な国家政策となる。戦時下の日本証券取引所の上場基準において、政府の上場証券管理権が広範に認められていたのはその典型である。戦後においても、取引所再開時の上場基準が極めて簡素であったのは、「国家再建に必要な産業、すなわち輸出産業、基礎産業、外資関係事業、公益事業に関係をもつ発行会社の株券を、ほかに優先して選択する方針を明確にする」ためであった。⁽⁵⁾これは、投資家保護の実現という取引所の本来の使命とは区別されるべき目的であり、例えば、流動性の適切な供給・管理を目的とするはずの日銀が、高度成長期には、適格担保事前審査制度や優遇手形制度などで特定産業・企業への優先的な資金供給を図ったのと類似している。こうした産業政策上の目的は、第二部市場創設以降、一旦弱まっていたが、八〇年代以降、ベンチャー企業育成といった観点から復活し、今日の新市場ブームにつながっている。また、やや性格が異なるが、現在でも風俗営業等をおこなう会社の上場は認めないとの暗黙の基準があるように思われるが、これも広い意味での産業政策の一環と言えるであろう。

第二は伝統的な投資家保護論によるもので、優良な証券のみを上場すべきだという考え方である。この場合には上場基準において、収益や純資産などの企業業績や設立後経過年数が重視されることになる。優良な証券といつても当該証券への投資が投資家にプラスのリターンを保証するものでない以上、この投資家保護論には常に曖昧な部分が残ってしまうが、それでも倒産リスクの高い会社を排除する一定の効果があることは否定できない。また、社会的評価の高い会社に限定された上場は取引所のステータスを引き上げ、翻って、上場会社全体のステータスを押し上げる機能をもつ。そうなれば、会社は、資金調達だけでなく、社会的名声を求めて上場を希望するようになる。そうした状況は、先に述べた産業政策上の目的からも好都合であるし、取引所経営上も上場会社

からの年賦課金等の徴収を容易にする。しかしその一方で、上場証券を優良会社に限定すれば、取引所市場での売買対象の数が制限され、投資家のニーズに応えることができず、取引所の売買関連収入を減少させることになる。といて、上場基準を緩和すれば、上場会社の社会的ステータスを下げ、既上場会社の反発を買うという矛盾が生じる。そこで考え出されたのが、二部市場など一部市場とは区別された新市場を創設するという便法である。

上場基準を決定する第三の要因は、いわば新しい投資家保護論であり、投資家保護を投資価値の保証ではなく、投資家に自己責任を問えるに十分な条件整備と定義するものである。⁽⁶⁾したがってこの要因が重視される場合には、会社の利益水準は大きな意味をもたず、上場会社のディスクロージャー体制、十分な流動性を維持できるだけの上場株数や浮動株数などが重視されることになる。この議論を突き詰めれば、上場会社の業態が産業政策上望ましいか否かは上場基準とは関係ないことになる。そもそも過去の業績がどうであっても将来の業績を正確に予測できない以上、利益水準などから証券の優良性を判断することは不可能であり、また、投資家に自己責任を問うことを大前提とする証券市場に産業政策を持ち込むことにも大きな矛盾が存在する。それらは市場メカニズムに委ねるべきものである。さらに、一般投資家に等しく投資対象として公開された証券に、一部、二部などの曖昧なランク付けを行うことは投資家に誤解を招くだけであろう。それよりも、情報開示や流動性の確保など、投資家に自己責任を問える条件を整備できている証券のみを上場の対象とすべきである、との考え方である。

そして第四に取引所経営上の観点からの市場振興という目的がある。新しい証券の上場は、取引所にとっていわば「商品の仕入れ」を意味する。数多くの、魅力的な売買対象の上場は、取引所の場口銭収入を増やすことになる。〈顧客〉である投資家や仲介業者のニーズに応えることは、取引所の〈経営〉にとって不可欠である。例

えば指数デリバティブ商品の相場は、原証券の流動性を増すことで発行会社の資金調達を容易にするとも言えるが、その効果は間接的である。こうした商品相場を上場する主たる目的は、むしろ、バスケット取引を行う機関投資家、その注文を受ける証券会社にリスクヘッジ手段を提供する点にあり、その性格は、先に述べた第一、第二の目的からは説明できないものである。取引所の経営が護送船団的に保護されている時には、こうした市場振興策的な要因が表に出ることがないが、市場間競争（さらには合併や解散）の脅威にさらされれば、たとえ法律上利益追求を禁止されていたとしても、経営上の判断が相場政策にも強く反映されるようになるのは避けることができない。

4 規定要因と経済情勢

単純化して言えば、以上四つの要因が、その時々々の経済状況などによりウエイトを変化させながら、相場政策を規定してきたということになる。例えば、東証が一九六三年に発行した一〇年史、七四年発行の二〇年史では、相場制度の基本理念が「国民投資の安全性と健全性」と「企業資本の育成」の二つにあることが強調されている。前者は、第二の要因として述べた伝統的な投資家保護論であり、後者は第一の要因として述べた産業政策の目的に当たる。しかしその後、相場基準に関するこうした考え方は一般的ではなくなったように思われる。東証自身、九四年のガイドブックでは、相場審査について「投資者保護の見地から、一定の要件を備えた優良な証券を投資者に提供するという考え方に基づくもの」と説明しており、意味内容が明確にされないまま優良証券の概念が使われてはいるが、「企業資本の育成」といった言葉は姿を消している。ところが、今回の「マザーズ」の制度要綱を見ると、新市場の目的として「新興企業の資金調達を円滑にし、新たな産業の育成に資する」ことが

挙げられ、企業金融への貢献が復活している。同時に、「優良」の言葉は消えて、反対に「投資者に多様な投資物件を提供する」(傍点引用者)ことが新市場のもう一つの目的とされており、時代の変化を物語っている。

すなわち、相場基準を規定する要因は、企業の資金調達ニーズ、産業構造の流動性、投資家層の性格、証券市場における政府の役割の大小などの時代状況によって左右されてきたと考えられる。例えば、明治期のように企業の多くが閉鎖企業で資金調達も内部金融が中心であれば、相場は発行企業の資金調達という目的を失い、むしろ投資家向けの商品提供という役割を担うことになる。また、投資家層の中心が投機的な個人投資家であるのか、株式所有の大衆化が進んでいるのか、あるいは機関投資家を中心となっているのかによって、投資家保護の概念も変わらざるをえず、相場基準の考え方にも影響を与えることになる。相場証券を優良な証券に限定すべきであるとした伝統的な投資家保護論は、財閥解体後の株式投資の急速な大衆化に適合した考え方だったとも言える。

こうした見方から最近の新市場ラッシュを整理すれば、①情報通信革命に象徴される産業構造の変革期にあつて、新興企業の上場を促進すべきとのニーズが強いものの、②そうしたニーズに、高度成長期に見られたような政府主導による産業政策で応えることは、規制緩和論、市場主義という現在の潮流の中で容易でなく、その一方で市場主義の広がり、③投資家保護概念の新旧交代を推し進めて利益基盤の不安定な企業にも相場への道を開き、かつ、市場間競争の促進とあいまって、④高度成長期には「邪道」とまで言われた経営上の観点からの市場振興策的な相場を取引所に促すに至っている、ということになる。

5 取引所市場と新興企業

しかしながら、すでに多くの論者によつて指摘されているように、取引所による新興企業向け市場の創設には、課題も多い。

新興企業の場合、会社規模が小さく、上場株式数が少なくなりやすい。しかし、業績面から優良証券とも言えず、かつ十分な流動性も確保できないとなると、前述の新旧いずれの意味でも投資家保護に欠ける懸念が生じる。そうなれば、証券会社が事実上のマーケットメーカーを行つて流動性を供給する必要がある可能性もある。オークションを原則とする市場にマーケットメーカーを持ち込むことに問題はないのだろうか。もちろんこれまでも、クロス取引など出会いの付きにくい注文には証券会社の自己売買部門が大きな役割を果たしてきた。しかしながら、オークション市場におけるディーラーの関与は、市場の公正・透明性を損なう危険性が高い。ディーラーの関与を不可避とするような流動性の低い銘柄については、ディーラー制度を基本とする市場に委ねるといふ棲み分けも検討に値するのではないだろうか。

取引所のベンチャー市場創設にともなうもう一つの問題として、取引所の上場審査の役割をどう考えるかという点がある。ヘマザーズの上場審査は情報開示関係に限定され、「企業経営の継続性及び収益性」も審査項目からはずされている。上場基準から純資産や利益を除き、かつ上場後の継続性についても審査しないのであるから、投資家保護に対する東証の考え方は、伝統的な優良証券主義から、先に述べた新しい投資家保護論に一八〇度転換したことになる。上場制度は上場審査制度と上場管理制度から成るが、ヘマザーズにおける上場制度は、上場審査の側面が希薄で、上場管理中心になつている。実質的な審査は証券会社の引受け審査に委ねられたのであるが、こうした変化をどう考えるべきなのだろうか。

実質的な審査を証券会社に委ねるのは、店頭市場と同じである。店頭市場では、登録基準こそ協会が定めているものの、登録審査は幹事証券会社によつておこなわれる。市場開設者としての協会の業務は、証券会社による審査の確認、売買の監督を中心としているのである。こうした方法は、新しい事業内容をもつ新興企業を審査するのに適していると考えられる。限られた数の取引所スタッフよりも、それぞれの事業に精通した証券会社の審査部門に委ねるほうが合理的だからである。また、証取法の改正によつて、店頭市場も取引所市場と並ぶ有価証券市場として位置付けられ、その上、市場集中義務の撤廃により上場銘柄の店頭取引も開始されたのであるから、店頭市場と取引所の関係はへ棲み分けへ競争へと大きく関係を変えている。それゆえ、取引所が店頭市場と性格の似た市場を作ることには何の問題もないとの見方もありえるであろう。

しかし、取引所における上場管理の質的变化は、投資家にスムーズに受け入れられるのだろうか。優良証券上場主義によつて培われてきたへ上場への名声が、新市場銘柄に対する投資家の眼を曇らせるといったことがあれば、投資家にとつても取引所にとつても不幸なことである。あるいはまた、市場間競争の下で打ち出される様々な新機軸が、市場開設者のミクロ的には合理的な行動であったとしても、マクロ的に効率的であるかどうかは、また別問題である。そこにずれが生じる場合には証券市場全体の設計に慎重な配慮が必要となるであろう。

(1) 上場基準の変遷については、神木良三「証券上場理論の展開」見洋書房、一九八九年(第三章わが国証券上場政策の変遷)、鈴木竹雄・河本一郎「新版証券取引法」有斐閣、一九八四年、四二七—三〇頁、参照。

(2) 神木前掲書七一頁。

(3) 鈴木・河本前掲書四三〇頁。

(4) 神木前掲書五六頁。

- (5) 「東京証券取引所一〇年史」一九六三年、制度編四頁。なお原文には読点が付されていないが、適宜挿入した。
- (6) 新しい投資家保護論については、上村達男「投資家保護概念の再検討―自己責任原則の成立根拠」『専修法学論集』第四二号、一九八五年参照。
- (7) 前掲「一〇年史」制度編一―三頁、「東京証券取引所二〇年史」一九七四年、四六三頁。
- (8) 東京証券取引所調査部編『東京証券取引所―その機能と仕組みについて』一九九四年、五八頁。
- (9) 証券市場研究会「証券市場と証券取引所の立場」『インベストメント』一九六五年六月号、五五頁。