

ベンチャー市場の価格形成と投資家行動

丸 淳 子

要 旨

日本経済の立て直しの切り札として、IT 革命が叫ばれ、インターネット株の公開により、にわかに、わが国のベンチャー株式市場が賑やかになってきた。将来を嘱望されながら起業化のチャンスを得ることができない会社の存在は日本経済にとっても大変もったいないことであったが、従来の金融システムではなかなか対応できなかった。従来からある店頭市場に加えて、東証マザーズ、ナスダックジャパンが創設されたことは前進である。しかし、情報が少ない企業を評価して公開させることは、会社、ベンチャーキャピタル、引き受け証券会社そして投資家がそれぞれの仕事をしっかりこなさなければならない。

赤字企業でも公開可能であることは非常に素晴らしいことではあるが、その中から本物の企業がでてくることが重要であり、ムードだけが先走らないように注意しなければならない。中小企業にはしっかりした技術の裏打ちのあるものが沢山いるが、それらの企業が資金調達するためのよい市場となることもベンチャー市場としての役割であろう。

目 次

- | | |
|----------------------|----------------------|
| I. はじめに：経済構造の変化と証券市場 | V. ベンチャー市場の投資家 |
| II. わが国の経済成長とベンチャー企業 | VI. ベンチャー市場の2つの機能 |
| III. 株式市場の価格形成 | VII. おわりに：ベンチャー市場の評価 |
| IV. 情報と投資家行動 | |

I. はじめに：経済構造変化と金融システム

1990年代に入ってから日本経済の状況をどう捉えるかについては、2つの見方がある。

1つは景気循環上の不況であり、いずれは日本企業を支えてきた製造業が復活して不況を脱するであろうという見方である。しかし、この見方は楽観過ぎて、多くの意見は次世代をリードするあらたな産業を立ち上げられずそのツケが回ってきたというものである。

経済発展の段階では産業構造が急激に変化するという場面はいくらでもあったであろうが、産業構造変化に金融システムがどのように対応してきたのであろうか。戦後の日本経済は通産省による産業政策と大蔵省による金融コントロールによって比較的好調な成長プロセスを辿ってきた。これは産業政策や金融コントロールに必要な情報が政府(官僚組織)によって効率良く収集されてきたからであろう。しかし、経済構造変化のスピードアップにより集中的情報収集システムは次第に機能しなくなってきた。

しかし、機能しなくなってきたことをチェックする機能が従来のシステムには組込まれていなかった。わが国で立ち遅れたIJ産業育成のためににわかに注目をあびだしたのがベンチャー型株式市場である。ベンチャー株式市場の機能と今後の展望から市場での価格形成と投資家行動について考えてみたい。

II. わが国の経済成長とベンチャー・キャピタル

かつて戦争で壊滅状態にあった日本経済を立ち直らせ成長路線に導いた金融システムは市場オリエンテッドなものではなく、政府主導の銀行を中心とした信用割当を巧妙に使用したものであった。経済成長が進むにつれ、政府による資金配分は次第に経営効率をそこなうこととなり、民間産業・企業の競争が活発化し、経済活動は次第に市場メカニズムによるものとなっていった。しかし、金融システムは投資家保護・信用秩序の維持を最大の目的とし、金融機関、金融市場の間の競争を制限するよう運営されてきた。

競争制限は投資家保護の名のもとに、投資家

の自己責任を問わない、あるいは、問えなくしてしまい、信用秩序の維持は金融機関からリスク・マネジメントを忘れさせてしまった。このような金融システムのもとで、世界中から羨望されてきた日本の高度経済は終焉をむかえ、日本経済はバブルとその崩壊を契機に何時はeterともわからない泥沼の不況の中をさまよっている。金融システムの最大の存在意義はわれわれの生活を維持していくための財・サービスを提供してくれそうな産業・企業に資金を効率的に配分することである。

資金配分を効率的におこなうことの難しさはその結果が将来生じることから、結果に不確実性をともなうということにある。すなわち、現在の投資には多かれ少なかれリスクがある。誰かがリスクを負ってくれないとリスクの高いプロジェクトは日の目を見ないのである。金融システムはリスクを適格に把握し、リスクとリターン、投資家のリスク許容度を資産価格に反映させるものでなければならない。しかし、従来の日本の金融システムにおいて、リスクをマネジメントするということは情報を政府(大蔵省)に集中的に集め管理することによってであったから、そのためには銀行を中心とした間接金融システムは便利であった。リスクの把握のための手段として、銀行はより確実な情報獲得のために貸し手と借り手の関係の長期固定化を図った。これはある程度成功し、わが国のメインバンク制度が注目された。しかし、産業構造の変化がスピードアップされるにしたがい、経済成長を担う新しい産業育成のための資金はこのような金融システムから調達することが困難になってきた。

銀行を中心とする資金取引に加えて、金融システムを構成するものに証券市場を通じての資

金取引がある。証券市場における資金配分は個々の市場参加者の情報の突合せによっておこなわれる。具体的には、投資家がリスクを直接負担することから、投資家の自己責任で資金が貸出される。銀行が将来収益のリスクゆえに貸出を渋っている会社にも資金が配分されるかもしれない。どこに資金が配分されるかは多数の投資家の合意である市場で決定される価格によって行われる。

わが国の証券市場、とくに、株式市場を振り返ってみると、成熟した会社には証券取引所上場のチャンスがあり、株式発行による資金調達（増資）が可能であり、規模の大きい会社は銀行から資金を借りることが少なくなってきた。しかし、魅力的なアイディアや技術をもっており、これから発展する可能性があるような状況下で、このような企業は銀行はもちろん株式市場から資金調達が困難であった。証券取引所上場の基準は量的なものと質的なものがある。量的な基準は証券取引で重要な流動性を確保するためには、発行量や取引する投資家数が多いことが必要であるからである。質的基準とは過去の収益や配当支払いがある基準以上であるということである。当然、収益が赤字では上場対象にはならない。基準を充たすためには設立後かなりの年限を経た優良企業であり、これは投資家保護の目的から設けられたものである。

このような証券取引所の上場基準では、ベンチャー企業は株式市場を利用することはできない。証券取引所上場基準をクリアできない、いわば上場予備軍の市場として店頭市場がある。店頭市場の成長はなかなか進まなかった。その理由はベンチャー企業からのニーズが少なかったことに加えて、政策当局も店頭市場の成長を積極的に促進させなかったのである。ベン

チャービジネスの特徴はリスクの高いことにある。店頭市場に参加する投資家のほとんどは個人であることを考慮したのである。リスクに慣れていない個人投資家から高リスク投資を遠ざけることが投資家保護であると考えられていた¹⁾。

さらに、わが国の店頭市場に登録される銘柄は会社として整った、別言すれば創業後2、30年経ったものである。店頭登録の目的が起業のための資金調達よりも、知名度アップにより求人や取引のしやすさを求めたものが多かった。店頭登録企業の多くはオーナー企業であり、保有株式を株価上昇のもとで売却してキャピタルゲインをえるより、株式公開による支配権の喪失を憂慮していたのである。

証券の最大の特徴は持ち主が転々と替わることにある。すなわち、流動性があるということである。株価に新たな情報を反映させるためには、潜在的投資家を含めた市場参加者が取引しやすい市場構造が必要である。わが国では取引所中心に株式市場は発展してきた。取引所は公的機関ではないが、官製機関とみなされてきた。取引所価格はすべての投資家の意見を反映した、公正なものでなくてはならないとの理念から、集中売買に固執してきたのである。この構造のもとで流動性を確保するためには、かなりの規模の企業で、多くの株数、および、投資家（株主）による継続的な売買が要請される。

さらに、取引所取引のコストは固定化されてきた。取引コストは単に売買仲介の手数料だけでなく、売買情報コストや迅速な流動性コストが含まれている。このようなコストを競争することなく固定化することは価格形成に重大な影響をもたらす。取引所改革のチャンスがまったくなかったわけではない。ロンドン市場に日

本株取引をおこなう市場が誕生し、取引コストも国内のそれより低いという状況がみられたのである。一部の投資家はロンドン市場を利用したが、予想したほどには日本株取引の海外市場へのシフトは大きくなかったのである。ロンドン市場の使い勝手が悪かったとの見方もあるだろう。しかし、最大の原因は市場利用者が取引コストに敏感でなかったことである。株式流通市場の担い手である国内機関投資家は長期的に付き合いのある証券会社を通して国内取引所に注文を出しつづけてきたのである。

東証第一部市場においても、毎日取引が行われて価格が決定する銘柄ばかりではないから、流動性を確保するという事はかなり難しいことである。規模の小さい企業が従来の取引所システムに馴染めないのは当然である。しかし、市場構造として、取引所システムがすべてではなく、さまざまな形態が考えられる。わが国でも、債券市場は取引所中心ではなく、ディーラー市場が主流である。市場構造は工夫の余地がおおいにあるであろう。米国の NASDAQ はよいサンプルであるが、そのまま日本で機能するわけではない。

現在、わが国にも従来の取引所とは異なる株式市場が創設され、市場間競争なる言葉も毎日、新聞やテレビに踊っている。ここでは、株式市場の価格形成から市場の機能と投資家、とくに、機関投資家の行動を再考しよう。

Ⅲ. 株式市場の価格形成

明日の株価がいくらになるかもわからないのに、なぜ、われわれは株式投資をするのであろうか。株価を決定する要素はすべて将来に生じるから、現時点では確実にわかり得ない。で

は、将来がわからないということはサイコロを投げてどの目がでるのかわからないと同じことであろうか。サイコロがいびつでなければ、サイコロを投げる前にわれわれが持っている情報は各目のでる確率は6分の1であるということである。サイコロを晴天の日に投げようが雨天の日に投げようが目のでる確率に影響を与えない。しかし、投資対象としての企業に関して、過去のデータ、将来の企画、経営者の考え方などを知ることは可能であるから、情報の収集・分析は株価の将来の確率分布を予想するために有意であり、リターンを増やしリスクを減らすために必要である。

ファイナンス理論における価格形成モデルの代表的なものに CAPM (Capital Asset Pricing Model) である。このモデルの意味するところは株式収益率の期待値(リターン)はリスクの関数であり、とくに、リスクをベータで計るときにはリターンはリスクと線形関係であるということである。投資家に情報が充分に知れ渡り、投資家の期待に大きな相違がなければこの関係が導かれるのである。ある期間、各株式収益率の分布が変化しなければ、過去の株価データからリターンやリスクが推定され、それに基づいたポートフォリオ選択が可能になる。

このような理論が成立することと市場が効率的であるということは同じ状況なのである。効率的市場とは、取引コストや情報収集コストが無視できないにしてもそれらの価格形成にあたる影響は大きくないとき、市場で決定される価格が資金配分のシグナルとして機能するということである。1970年代には、市場はかなり効率的であると信じられ、ファイナンス理論は実務界でもてはやされた。効率的市場では、参加者間に情報や取引に関して格差がないのであ

る。しかし、多くの実証研究が積み重ねられ、効率的市場と矛盾する研究が続出してきた²⁾。その結果、効率的市場が前提されるときには問題とされることがなかった市場構造がクローズアップされるようになった。また、理論より実態は先行し、米国では、NASDAQ 市場のような取引所以外の市場が成長、拡大してきた。

米国の動きをみると、市場参加者の行動が市場を作り上げていることに気付かされる。NYSE で取引していた機関投資家は固定手数料に反旗を翻し、地方取引所を利用し、また、取引所では取引できない企業の株式を公開させる NASDAQ 市場を機能させる原動力になってきたのである。NASDAQ 上場銘柄の多くは流動性が確保しにくい規模であるから、取引所と同じ売買システムは機能しないのである。積極的に市場をつくるマーケット・メーカーの存在が重要となる。このような市場構造の変革はコンピュータの発達という技術進歩が背後に存在したことも見逃せない。

ところで、ここで重要なのは対象になっている株式に関して、投資家が現在えられる情報を知り、利用しているということである。実際に CAPM に基づいた分析のためのリターンやリスクを推定するためには何年間のデータが必要になる。これを可能にするためには企業がある期間存在して十分な情報開示をしていることが前提となる。さらに、企業の内容が数年間あまり変化していない、あるいは、変化の方向が一樣、あるいは、一定の成長率であるときには、過去のデータは使用し易い。企業・産業構造が速いスピードで変化する現在、大企業といえどもなかなかこの条件に当てはまらなくなっている。過去のデータがないベンチャー企業を評価することは非常な困難がともなう。

IV. ベンチャー市場の 価格形成の特徴

情報がすくないベンチャー企業を評価することは容易ではなく、起業家自身あるいは、起業ブレインを評価することかもしれない。ベンチャーのオーナー・ブレインは起業のためのアイデア・創意工夫を率先して作らなければならないと同じに、自分の企業をなるべく資金供給者にアピールさせなければならない。情報開示には2つの手段がある。1つは公開情報開示であり、公開される企業には投資家に対して、一定ルールの下に情報開示が義務づけられる。他方、自発的情報開示である IR (インベスターズ・リレーションシップ) は公開情報開示が一方方向のコミュニケーションであるのに対して、双方方向のコミュニケーションという特徴をもっている。最近は大企業といえども IR 活動を積極的に行う傾向にあるが、とくに、ベンチャー企業にとっては IR 活動は重要な情報伝達手段である³⁾。

一般に、企業経営者と株主の間には情報の非対称があるが、ベンチャー企業ではかなり率先して情報を開示してあらたな株主を得なければならない。ベンチャーのケースでは、確定した情報が少なく、ほとんどが不確定情報であり、経営者自身が不確定さの程度をきちんと把握できない状態である。NASDAQ 上場前の企業に関して、証券アナリストが評価することは少ないといわれているのは、評価するための情報が徹底的に少ないからである。ベンチャー・キャピタルはベンチャー企業を見つけ出して起業の手助けをする。ベンチャー・キャピタル専門業者は多様なベンチャー企業に投資すること

によってリスクを分散させているが、リスクは銀行貸出などに比してはるかに高い。かれらは成功しそうなベンチャー企業を公開することによって高いリスクに見合った収益を期待しているのである。

ベンチャー・キャピタルはいかにしてベンチャー企業を評価するのであろうか。まず、ベンチャー企業の潜在的技術とその将来性という個別企業を評価するが、より重要なのはベンチャー企業が属する産業の将来性と特徴を検討することである。たとえば、IT 産業は日本の将来経済の担い手になることは予想できるが、産業の特徴としては、多数の企業が競争的に存在するよりは特定の企業に集中する傾向があるだろうということである。このケースでは、産業としては有望でも、生き残れるのはほんの数社であり、どこが生き残れるかを見極めることは非常に難しい。

ベンチャー企業が成長するための資金供給の呼び水を提供するのがベンチャー・キャピタルであるが、その先の成長資金は広く市場から集めなければならない。株式の公開である。従来公開市場である取引所ではこのような企業の株式公開はありえなかった。ベンチャー企業公開で一番ネックになるのが黒字収益規定である。ベンチャー企業は公開時に黒字収益をあげていないこともあり、また、将来のいつごろ黒字転換するかについても不確実性が高い。公開時でも投資家の知り得る情報は少なく、不確実なものが多い。

一般の投資家がベンチャー企業の株式を取引できるのは公開市場に登場してからである。まず、公開価格がいくらになるかが興味深い。公開時には企業オーナー保有などの既発行株式の公開に加えて、新たな資金調達のための新株発

行が公開価格で行われる。ベンチャー企業は公開価格を時価とした資金調達が可能であり、公開価格が資金調達額を決定する。では、公開価格はどのように決定されるのか。株価がファンダメンタルズで決定されるとき、将来の企業収益の成長率とリスクの大きさである。現在株価が合理的に説明されるために必要な将来の成長率とリスクが逆算される。ベンチャー企業が成功するとき、収益が赤字から黒字に転換しその後急速に成長するであろう。しかし、産業の成熟度の高まりは長期的な高い成長率が持続する訳ではない。また、成功の確率は高いものではないから、公開時に爆発的に株価上昇することを説明するのはなかなか難しい⁹⁾。

V. ベンチャー市場の投資家

ベンチャー企業立ち上げは個人資金に頼ることが多い。しかし、最近では、速い段階でベンチャーキャピタルが資金提供している。ベンチャーキャピタルは多様であるが、ヤフー、キャノン、住友商事、NTT ドコモ、ソフトバンクがIRI 研究所の設立に資金提供しているように、既存の大企業がベンチャー企業に資金提供をすることは特徴的である。従来であれば有望であるならば子会社化することが一般的であったであろう。大企業が有望と予想する分野は自分の本業にとってプラスであるけれど、その分野、たとえば、IT 関連産業、があまりにも広く、高収益はみこめるもののその収益をどのような企業が獲得するかについてはほとんど情報がないという状況では、積極的に子会社経由で進出することは困難である。最初の段階での資金提供はベンチャー企業関係者の人脈からその潜在能力を判断してのことであり、資金提供は大企

業にしては非常に小額であり、さらに、複数の企業の相乗りである。大企業は同じ分野の他のベンチャー企業にも資金提供をしている。この種の資金提供は高い収益期待の反面、非常に高いリスクを負担しているのである。大企業がベンチャー企業支援を積極的に行う背景は、たんなるベンチャーキャピタルを超えて、本業へのフィードバックも期待しているであろう。

他方、純粋のベンチャーキャピタルはベンチャー企業を発掘し、資金提供をしながら公開を目指す。ベンチャー企業に固有の高いリスクはベンチャーキャピタルの分散投資で減少させられる。一般的に、ベンチャーキャピタルが提供する資金は立ち上げ資金の性質のものであり、企業の将来収益に結びつく、いわゆる設備投資資金は別途調達しなければならない。立ち上げから次ぎのステップを迅速に行うためには、赤字企業でも公開市場から資金調達できる機会が必要である。店頭市場、マザーズ、およびナスダック・ジャパンが競って市場改革や市場創設をしたことはわが国の証券市場のあたらしい段階として評価できよう。ただし、ベンチャー企業の新規公開市場を担う投資家は誰であろうか。

マザーズの上場申請の要項をみてみよう。マザーズへの新規上場申請書類は今後の成長又は拡大が期待される分野に属する事業を主要な事業とする（その見込みがある場合を含む）により、高い成長の可能性を有していると認められる者であること、または、新たな技術又は着想に基づく事業を主要な事業とする（その見込みがある場合を含む）ことにより、高い成長の可能性を有している者が提出できる。上場企業審査は企業内容、リスク情報等の開示の適切性（上場申請書類における企業内容の開示の法令の準拠の状況及び事業内容・リスク情報等投資判断

上有用な情報の記載の状況、会計組織の整備、運用の状況、資本整備等による企業グループの実態の不適切な開示の有無、会社情報の管理及び四半期業績の概況の開示）、企業経営の健全性などについて行われる。その他、上場日以後3年において年2回以上、投資に関する説明会を開催することが求められる。

これから成長が見込める企業を評価するためには利益をあげた経験のない将来に関する情報開示であるから、その実現性がどのくらいあるのかというリスク開示が非常に重要である。リスクが高いから上場させないということではなく、リスクが高くともリスクが適切に開示され、それに見合った収益が期待されれば、上場の道が開かれるかもしれない。ただし、リスクが高ければ、上場価格が低く評価されるはずである。

新規上場銘柄を評価し、市場で価格を決定するのはベンチャー・キャピタル以外のあらたな投資家群である。機関投資家もいれば個人投資家もいるし、投機家もいるであろう。投資家が慎重であれば、あるいは、合理的であれば、まず、情報の少ない、あるいは、知識の乏しい個人投資家はこの段階では投資に参加しない。機関投資家は情報分析を積み重ねてリスクを高めに読んで購入しようとする。新規上場時点で、機関投資家は個人投資家より多くの情報を保有しているインサイダーである。上場後、あらたな情報が開示され、企業成長が次第に明らかになってくると、個人投資家も市場に参加し始める。価格の動きは新規上場後次第に上昇し、個人投資家に参加した後には大きな超過収益は生じない。個人投資家はリスクに応じた収益を平均的に受け取るのである。

インターネット・バブルに関心が高い米国で、マイクロソフト、インテルといった大手ハイ

テク企業の株式保有者の50%以上が機関投資家であるのに対して、インターネット銘柄の保有にしめる個人投資家の比率が高くなっている。さらに、オンライン投資家にその傾向が顕著であり、インターネット・バブルの担い手はこのような個人投資家であるということである⁵⁾。機関投資家は新規上場に際して株式を購入はするが、売り出し直後に購入し、その日のうちに売却してしまって大儲けしている場合が多いということである。機関投資家は儲けられるチャンスは逃さないが、長期保有と短期保有を賢く使い分けているといえるであろう。資金の配分を証券市場の機能と考えると、愚かな個人投資家の行動は多くの悲喜劇を創り出すことを除くと、ほとんど意味をなさないようである。

ところで、最近のわが国の株式市場に起こっている現象は、必ずしも米国と同様とはいえない。たとえば、光通信株は1996年2月に店頭公開され、99年9月に東証第一部に上場され、そのスピード出世は投資家の垂涎的となった。株価は急上昇し、2000年2月15日には24万1千円を記録し上場初値の4倍となった。しかし、その後、株価は急落し6月2日には3500円まで下落したのである。光通信株価の急上昇の裏には、投資信託の行動があったといわれている。あるマネー雑誌が昨夏、過去一年間のパフォーマンス上位20の日本株投信ファンドの組み入れ銘柄を調査したところ、光通信が人気銘柄で第一位であり、実際に組み入れ比率を第一位にしたファンドもあった⁶⁾。金融ビッグバンを目玉である投信改革と株価上昇によって、投信販売が上昇してきたが、光通信株などのIT関連株はそれに多いに貢献した格好となった。

筒井善郎「アメリカの株価はバブルか：アンケート調査に基づく分析」⁷⁾において、日米の

機関投資家を対象としたアンケート調査を1989年夏から半年ごとに計22回おこなって、株価がファンダメンタルズで説明されるかを分析した。アメリカの投資家は1995年以降のアメリカの株価は、ファンダメンタル価格より割高であるという意味で、バブルであると考えている。アメリカの投資家の予想や態度をアンケート調査からうかがうと、1980年代末の日本の機関投資家に比べて、はるかに冷静である。日本の投資家は1988年夏に日本の株価が高すぎると答えたのが27%に過ぎなかったのに対して、アメリカの投資家は1995年時で70%が高すぎると答えているのである。日米の機関投資家の予想や態度に大きな違いがあるといえよう。

多くの投信ファンドマネジャーはどのような根拠で光通信株を購入し、保有していたのだろうか。超短期保有で大きなキャピタルゲイン確保が目的であるにしては長期保有であるが、一旦、株価が下がり出すと、争うように売っているのである。長期保有を支持するデータはないがみんなが買うから購入しようということでは、愚かな個人投資家の行動と同じではないか。賢い個人投資家はデイトレーディングなどしないで、大儲けはできないが、リスクに見合った収益を獲得しようとしている。つまり、リスク分散をしてリスクを減少させようと考えている。そのとき頼りになるのは賢い機関投資家であろう。

金融ビッグバンによる投信改革は、投信の運用・販売・評価および投資家教育と多方面に展開されている。実際、運用会社は金融機関ばかりでなく、他業種や独立系の参入が続いている。販売では銀行や他の金融機関が専用窓口やFPの配置で個人客の囲い込みに熱中している。評価機関はアメリカで成功した会社や証券

会社の研究所、出版業者など10数社がひしめきあっている。投資信託を知らない個人投資家には有料・無料の教育・情報サービスが提供されている。インターネット上では、価格情報から商品説明まで盛り沢山に展開されている。一見、情報開示が充分になされているが、これらの情報では、どの株、どのファンドを購入すれば良いかを判断することは至難の技である。

機関投資家はインサイダーであることに意義がある。インサイダーとは、企業内部者ということではなく、独自の判断で企業情報を収集・分析する人のことである。投資信託の運用がこのようなインサイダーによってなされるならば、個々のファンドはそれぞれ個性をもったものになるであろうし、個人投資家がファンド・オブ・ファンズを選択することにより賢い運用を実現させられる。

VI. ベンチャー株式市場の 2つの機能

長らく低迷してきたわが国の店頭市場は金融ビッグバンを契機にあらたな展開を向かえようとしている。この展開の原動力は次ぎの景気変動をうまく乗り切ろうという消極的なものではないことは確かである。産業革命というダイナミックな経済構造変化を支える金融システムの一翼としてベンチャー市場を位置付けることができよう。東京証券取引所のマザーズにその典型がみられるような将来の企業収益がほとんど予想できない企業を支援するものであり、従来のわが国の金融システムにみられないものである。ただ、ダイナミックな産業構造変化は膨大なエネルギーを必要としているから、多くの企業が名乗りをあげて覇を競う。結果として、数

社の勝者と夥しい数の敗者が生まれる。ベンチャー市場に参加する投資家も勝者と敗者に分けられる。

他方、何時の時代にも必要なものを作る技術・ノウハウを進化させる努力に対しても支援が必要である。従来の金融システムはこの分野にも資金供給を効率的に行ってきたとはいいい難い。この分野は子会社・下請け会社として親会社からの資金提供を受けてきた。しかし、規模は小さいが世界に通用する企業にはより広い資金提供が必要である。IT関連企業の華やかさはないが、日本経済を支える企業の資金調達が多様化することが望ましい。この分野においてベンチャー株式市場が機能することも重要である。

この分野では、企業の技術・ノウハウはIT産業に比して将来に対する見通しが多少ともはっきりしている。また、それを分析することも可能である。そのような企業を探して公開させるのが証券会社の引受機能である。従来の店頭企業の上場は新たな資金調達というより公開そのものを目的にしていたから、証券会社は公開企業にのみ顔を向けて、いかに高い発行価格を設定するかが重要な引受業務であった。しかし、会社を公開することは企業の将来性を発揮するために公開市場から資金を有利に調達するためであるから、投資家に顔をむけて発行されねばならない。投資家はベンチャー企業投資といえども、リスクとそれに見合ったリターンを期待できるのであれば積極的に投資するのである。

VII. おわりに：ベンチャー市場の 評価

企業収益の成長率が1年で100%以上伸びる

ことが期待される企業が新しい株式市場で公開され、注目を浴びている。このような産業が日本の経済を支えていくことは否定できないが、インターネット産業だけで経済が成り立っているわけではない。華やかではないが堅実な技術向上から成長が期待される中小企業も多く存在している。このような企業に多様な資金調達の間場を用意するのも市場の重要な機能である。産業構造が固定化されているときには、中小企業が大企業の子会社となり、資金の面倒を見てもらうことは効率的であった。しかし、現在のように関係が流動的なときには、中小企業の株式の公開と市場からの新たな資金調達も選択肢の1つである。

取引所以外のあたらしい株式公開市場がインターネット株の派手な株価動向に惑わされて、ベンチャー市場が低く評価されることを恐れる。実際に市場の価格形成が乱高下し、市場から退出する企業が続出すると、市場非難の声は高まることになろう。また、期待されて公開された企業の業績が予定期間を過ぎても一向に上昇しないとときの迅速な対処も必要であろう。ベンチャー市場が濡れ手に粟のような印象を与えないように、あくまでも、高い収益が期待されるのは高いリスクを負担するからであることを周知させる努力が必要であろう。

株式を公開するということは、株式を流通させるということである。規模が小さく、出回る株式数が少ない銘柄を取引することはファンダメンタルとは関係のない流動性不足から生じるリスクが非常に大きい。この問題を解決しないで、市場を立ち上げ、競争しても市場は評価されない。いまだ、流動性をどのように確保するかに関しての市場間競争は始まっていない。

注

- 1) 店頭市場は取引所市場に比べ市場の規模が格段に小さく、株式の流通性に大きな制約があるため、投資家保護の必要性もいちだんと強く要請されるとの見地から、51年7月に「株式店頭市場の整備に伴う証券会社の営業態度について」という通達が制定された。なお、この当時の店頭市場は3分の1が営業の行き詰まり等から登録廃止にあった銘柄であった。『大蔵省証券局年報』52年度版を参照。
- 2) 株式市場に多く見られるアノマリー現象(変則的な現象)、たとえば、1月の株価が高い、月曜日の株価が高い、低PER銘柄ほど収益率が高い、規模が小さい銘柄ほど収益率が高い、などは合理的に説明しきれない。市場の効率性に疑問の声が高まり、アノマリーを利用した収益獲得を目指す投資家も出現した。
- 3) IRの機能としては①アカウンタビリティ②マーケティング活動③リスク・マネジメントがあげられる。企業が企業への参加者に参加の誘引を与え、参加者から経営に対する貢献を引出すのである。岡田衣里「制度上のディスクロージャーとIR」『証券アナリストジャーナル』Vol. 38, 2000. 1. を参照。
- 4) たとえば、アンソニー・B・パーキンス&マイケル・C・パーキンソン『インターネット・バブル』で、インターネット関連企業の株価評価を行っている。現在株価は将来発生する収益成長率や要求利益率(リスクプレミアムを含む)などで決定されるから、評価には恣意性が入りこむ。しかし、将来値の想定を常識では考えられないように設定しないと現在価値を説明できないケースが多いのも確かである。
- 5) 『インターネット・バブル』p. 339より。
- 6) 「光通信の天国と地獄」『エコノミスト』2000. 5. 30号参照。また、アクティブ運用ファンドは光通信や通信関連会社株を高い比率で組入れている。
- 7) 『証券アナリストジャーナル』Vol. No. 38, FEB. 2000を参照。

参 考 文 献

- 竹本 隆 [2000], 『インターネット総研』, 日経BP企画, 3月。
- 大崎貞和 [2000], 『株式市場間戦争』, ダイアモンド, 1月。
- 佐々木宏夫 [2000], 「日本経済とシステム設計: 序論」『ファイナンシャル・レビュー』, 大蔵省財政金融研究所, April。
- (武蔵大学経済学部教授・当所主査研究員)