

新興企業向け市場の現状と課題

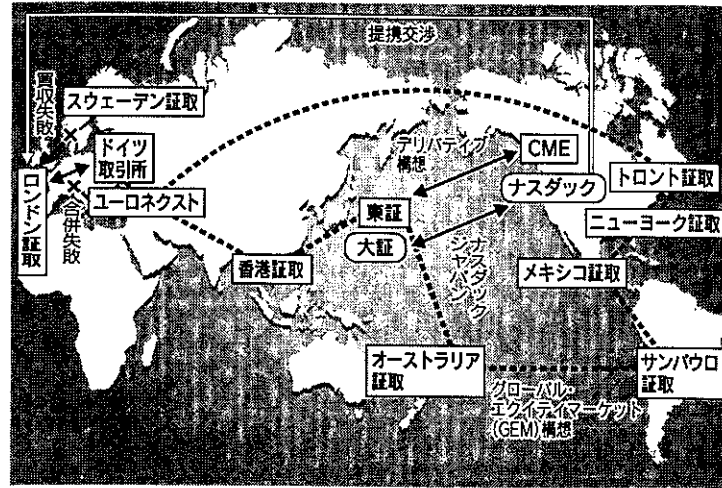
佐賀 卓雄

一昨年末から、東証マザーズ、ナスダック・ジャパンが創設され、折からのITブームを背景に新規公開（IPO）が相次いだ。しかし、昨年後半には、ITブームに陰りがさしたのに加え、東証マザーズ上場第一号のひとつであったリキッドオーディオ・ジャパンの前社長が恐喝容疑で逮捕されるという事件が起き、市場の信頼性が大きく損なわれたため、公募価格割れ、公開延期が相次ぐという状況になった。

それにもかかわらず、二〇〇〇年通年では店頭市場を加えた新興企業向け三市場の新規公開企業

数は、一九九五年の一三七社を越える一五七社（店頭市場が九七社、マザーズが二七社、ナスダック・ジャパンが三三社（重複上場や他市場からの乗り換えは除く））に達し過去最高を記録した。これら三市場の公開企業数は昨年末で約九六〇社に達し、今年春にも一千社を越える見通しである。また、公募増資による資金調達額も五、五〇〇億円、九九年（二、〇六九億円）の二・七倍に達した。これらの市場が新興企業の資金調達に大きな役割を果たしたことは間違いない。

図1 証券取引所のグローバルな再編成



(出所) 『日経新聞』2001年1月4日

しかし同時に、これらの新興企業向け市場が様々な問題を抱えていることも明らかに became. その現状と今後の課題について取り上げる。

一、激化する市場間競争

わが国において新興企業向け市場が相次いで創設され、既存の店頭市場や地方証券取引所の改革にも刺激を与えている背景には、グローバルな規模で展開されている市場間競争、取引所の再編の動きがある。この現状は極めて流動的ではあるが、大きくは二つのグループに分かれる。

一つは、ニューヨーク、東京、トロント、メキシコ、サンパウロ、香港、オーストラリアの取引所、それにパリ、ブリュッセル、アムステルダム、の三取引所が合併して発足したユーロネクスト、を加えた八取引所の提携からなるグローバ

ル・エクイティ・マーケット (GEM) 構想である。この構想はこれらの取引所をネットワークで結び二四時間取引を実現しようという試みである。

もう一つは、アメリカのナスダックを中心とした提携構想である。ナスダックは既に大阪証券取引所と業務提携してナスダック・ジャパンを創設したが、ヨーロッパにおいては英独の取引所が合併してできる予定であった「アイエックス (iX)」と合併市場を創ることで同意していた。GEM構想自体がこの計画に対抗したものであった。ところが、iX計画そのものが白紙に戻ったため、現在、ナスダックはロンドン証券取引所との業務提携交渉を進めている (図一参照)。

しかし、これらの組み合わせは極めて流動的で、合従連衡、同床異夢の感があることも否めない。例えば、前者のグループの中では香港とオ

ーストラリアの取引所は銘柄の共通上場でナスダックとも提携している。また、東証は指数先物商品の開発・上場でシカゴ・マーカントイル取引所との共同プロジェクトを発足させており、これにロンドン国際金融先物取引所も加わる可能性が高いとみられている。

それはともかく、わが国の新興企業向け市場をめぐる競争はこのようなグローバルな市場間競争の展開に組み込まれたものであることが分かる。すなわち、発端となった一九九九年六月のナスダックの日本進出表明、そしてそれに対抗した東証マザーズの創設、店頭市場改革のスピードアップ、あるいはやや次元が異なるが名古屋、札幌、福岡の証券取引所における新興企業向け市場の創設、という一連の動きは、グローバルな市場間競争、取引所再編の縮図ともいえるものである。

二、新興企業向け市場の動向

一九九九年六月に、アメリカの証券業協会（NASD）がソフトバンクと組んで、新興企業向けに「ナスダック・ジャパン」を創設するというニュースは日本の市場関係者に大きな衝撃を与えた。計画によると、日本の投資家がナスダック銘柄に投資したり、新興企業がそこで資金の調達ができるようになるという。その後、市場運営については大阪証券取引所と業務提携することが決まり、昨年六月に大証の一市場として開設された。

それより以前から新興企業向け新市場の創設を検討していた東証は、九九年十一月に「東証マザーズ」を開設し、インターネット関連の二銘柄の取引が始まった。

こうした動きに対するマスコミの当初の受け止

全性の観点から審査が強化されている。細部では異なるものの、ナスダック・ジャパン、店頭市場の公開基準もほぼ同様の水準である。

各市場とも、公開基準の引き下げに対応して、流動性に配慮した上場維持基準を設けていることが特徴である。すなわち、それぞれの銘柄について、店頭市場は値付け率、ナスダック・ジャパンは浮動株時価総額、東証マザーズは売買不成立の期間が一定水準を下回れば、上場廃止になることを定めている。

さて、市場創設後の公開企業数であるが、二〇〇〇年末で、既に一年が経過したマザーズは二七社、ナスダック・ジャパンが四十社である。ナスダック・ジャパンが創設から半年しか経過していないことを考慮すれば、その健闘ぶりが目立っている。さらに、そのスタートがITブームが一巡して株価が調整期に入った時期であったことを考

め方は、新興企業向け市場である店頭市場の公開（登録）基準が高いために十分な役割を果たしていない、そのためそれに代わる市場の創設が試みられたのではないか、というものであった。かくして、関心はもっぱらこれらの市場の公開基準の水準に向けられていたと言ってよい。しかし、その後、ナスダックの公開基準の方が日本の店頭市場のそれよりも高いことが知られるようになる、それが公開基準の水準という単純な問題ではないことが認識されるようになってきた。同時に、店頭市場が果たしてきた役割も再認識されるようになってきた。

東証マザーズは、赤字でも上場可能など、思い切って公開基準を引き下げ、上場審査料、審査期間などについても負担を軽減する措置が採られた。しかし、リキッドオーディオ・ジャパン問題に関連して審査の甘さが指摘され、後に市場の健

えれば、なお一層その感が強い。

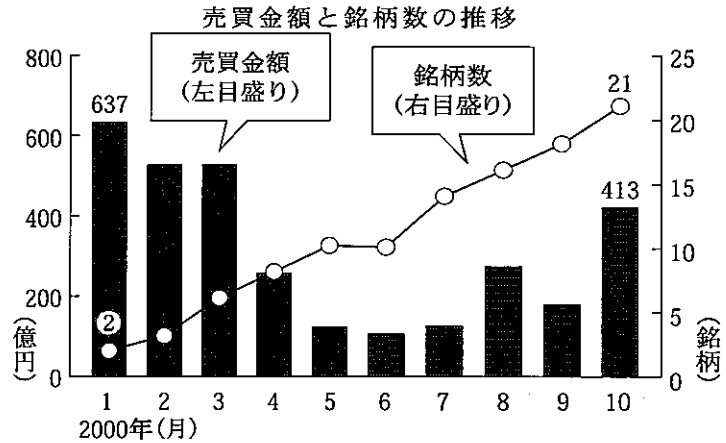
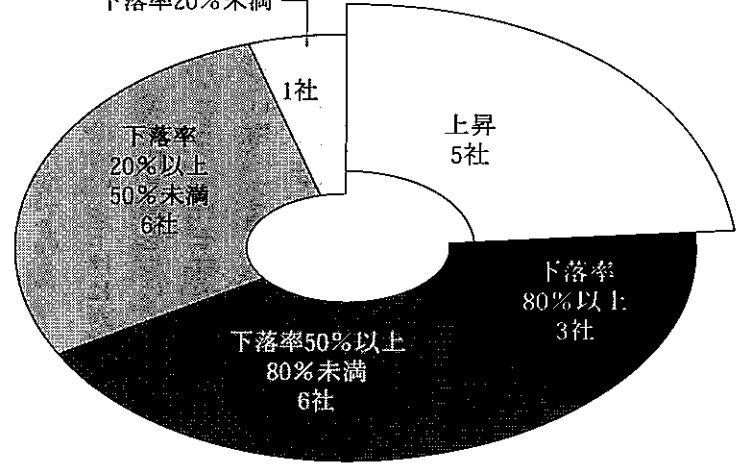
昨年春からの株価の低迷を受けて、マザーズ、ナスダック・ジャパンとも売買高が急減した。とりわけ、マザーズは二銘柄しか上場されていなかった二〇〇〇年一月には六三七億円であったが、四一九月には上場銘柄が増えたにもかかわらず一〇〇一億二〇〇億円、上場数が二一社になった十月でも四一三億円にとどまった。同様に、ナスダック・ジャパンは、九月にはピークの一、二八億円を記録したが、その後はマザーズと同じように三〇〇億円前後に止まっている。

かくして、いずれの市場でも公募価格割れ、公開延期が相次いだ。中でも、ネット・ブームの最盛期に船出したマザーズの上場銘柄にはそもそも製造業がほとんどなく、収益基盤の弱いインターネット関連企業がほとんどであったため、惨憺たる状況になった。創設から一年が経過した

二〇〇〇年一月九日現在、上場二社中、一六社が公募価格割れ、そのうち九社は半値以下にまで下落している(図二参照)。それに対して、ナスダック・ジャパンは公募価格割れの銘柄は五割強に止まっている。マザーズの場合でも、公募価格を上回っている銘柄はすべて二〇〇〇年五月以降に上場された銘柄である。このことは、四―五月を境に東証、引受証券会社とも上場審査、引受審査に慎重になってきたことの現れといえよう。

『日経金融新聞』(二〇〇〇年十二月二五日)の調査によると、三市場の銘柄について、マザーズが五〇%、ナスダック・ジャパンが二六%の下落率、それに対して収益基盤の安定した中堅企業が多い店頭市場の下落率は一四%に止まった。

図2 マザーズ銘柄の公募価格に対する直近株価の騰落動向
下落率20%未満



(出所) 『読売新聞』2000年11月10日

三、オークション・システム対マーケット・メーカー制度

証券市場の競争力を左右するのは、基本的に流動性の厚さである。流動性は注文の多さ、特に小口注文の多さによって決まるから、要するに将来の市場動向に対してどれだけ多様な予想をもった小口注文を集めることができるかが証券市場の競争力を決定するといえる。しかも、流動性の厚い市場は約定の確実性が高いから、投資家はますますその市場に注文をだす傾向が強まる。証券市場のマイクロストラクチャの議論では、これを「オーダーフローの外部性」と呼んでいる。要するに、為替や株式などのリスク商品の取引では市場集中の論理が強烈に働くのである。したがって、市場が生き残るには、流動性

を高める工夫が必要不可欠である。この観点から、新興市場向け市場の売買手法を比較検討してみよう。

伝統的には、証券取引所は売り手と買い手の注文を直に付け合わせるオークション制度を採用している。それに対して、アメリカのナスダックは各銘柄について最低ロットの注文を受ける義務を負うマーケット・メーカー(MM)制度を採用している。ナスダックへの上場は三社以上のMMが条件になっているし、MMが二社以下になれば上場廃止になる。

オークション制度では投資家の注文が直に付け合わされる。仲介業者として証券会社が介在するが、その手数料は注文処理コストに見合ったものであり、リスクを採っていることに対する報酬ではない。この売買手法は透明性が高く業者にスプレッドを抜かれないために、投資家にとって有利

であるが、流動性を補填する業者がないため、約定が不確実である。

それに対して、MM制度ではそれぞれの銘柄について最低限のロットの売り注文、買い注文に應じる義務を負うMMがいるため約定の確実性は高い。MMはポジション・リスクを採る見返りとしてスプレッドを抜く。つまり、MMはこのスプレッドを広げたり狭めたりすることによってリスクを吸収するのである。投資家からみれば、約定の確実性は高いものの、このMMが抜くスプレッドの分だけ不利になる。

現実には、純粋なオークション制度を採用している証券取引所はない。アメリカでは各上場銘柄についてスペシャリストと呼ばれるMMがいる。この意味では、大手業者が事実上のMMを果たしているとはいえず、日本の証券取引所は純粋なオークション制度に近いといえる。

このように整理すると、流動性が薄いハイリスク・ハイリターンへの投資対象にはMM制度が向いていることが分かる。しかし、あまりに流動性が薄いと、MMにとってのリスクが大きすぎてMMのなり手がいなくなる。反対に、インテルやマイクロソフトのような流動性が厚い銘柄に四社前後のMMが存在する合理的な理由はないといえる。だからこそ、ナスダック上場銘柄のうち投資家の人気が高く流動性が厚い銘柄について、実質的にオークション制度を採るECN(電子取引システム)がシェアを伸ばしているのである。

このように整理すると、オークション制度は小口の注文が多く流動性の厚い銘柄の取引に向いている。他方、MM制度はあまり流動性が厚くても、逆に薄くても適合的な売買手法ではないということになる。

そこで、三つの新興市場向け市場を売買手法の面から比較すると、店頭市場はMM市場を採用しているのに対して、マザーズとナスダック・ジャパンはオークション制度である。もっとも、店頭市場の登録銘柄約九〇〇のうち、マーケットメーカーの対象になっているのは約二四〇にすぎないから、それを如何に定着させていくのが当面の課題である。

マザーズ、ナスダック・ジャパンとも、流動性を高めるために、MM制度を組み合わせた売買手法を導入することを検討している。前者は低流動性銘柄の約定率を高めることを目指しているが、後者は今年九月を目標に、ナスダックの売買システムであるスパー・モニタージュを導入する予定である。

四、わが国における新興企業向け ファイナンスの構造的な問題

新興企業向け市場創設、育成を一過性のブームに終わらせず、産業構造の転換を進めて行く上で金融的な基盤を整備するにはわが国証券市場の構造的な問題の解決に向けた地道な努力が必要である。

第一に、公開基準の問題がある。既にふれたように、ナスダックが日本進出を表明した際に、大方の受け止め方は、わが国の店頭市場の公開基準が高く公開までに長期間を要するために、新興企業向け市場として十分な役割を果たしていないのではないかというものであった。実際、その後、マザーズは思い切って上場基準を引き下げ、赤字でも上場可能とした。市場間競争がマーケット・

アイデンティティではなく、公開基準の引き下げ競争の感を呈した時期もあった。

しかし、その後、ナスダックや店頭市場について比較情報が提供されるようになると、前者の方が公開基準が厳しいことが知られるようになった。言い換えれば、公開基準の引き下げは問題の根本的な解決にはならないことが認識されるようになったのである。

わが国では、新興市場での公開ブームにより、二〇〇〇年の公開所要期間（創業から公開までの期間）は前年よりも三年弱短縮され、二二年七ヶ月になった。また、創業から一年未満で公開する企業もみられるようになってきた。それでも、平均して五年のアメリカと較べると、依然として起業のためのファイナンスが困難であることは否定できない。

この原因は、いくつかの要因が絡み合っている。しかし、彼らの意識は公開自体が自己目的化して、そこで調達した資金を新たな事業展開に生かすという姿勢が希薄であったことである。

これはこれらの経営者が総じてIRR（インベスターズ・リレーションズ）活動について意識が低く、ディスクロージャーを含む株主への対応において稚拙さが目立ったことにも現れている。この株主軽視が是正されなければ、マーケットが再び活況を呈することは期待できないだろう。

第三に、投資家の問題である。アメリカでも同じような傾向がみられるとはいえ、わが国では投資家行動が一定の方向に振れる度合いが大きい。例えば、ITだ、情報通信だとなると、個別の銘柄を十分に吟味せずにいっせいに関連銘柄が買われる。逆の場合も同じで、一斉に売られる。これにはアナリストの役割も問題になるが、投資家にもより成熟した慎重な行動が求められる。

る。まず、店頭市場の形式的な公開基準と主幹証券会社が引き受ける実質基準が乖離していた。証券会社は形式基準よりもより高い基準を満たさなければ引き受けなかったのである。したがって、形式基準をいくら引き下げても問題は解決しない。

それでは、証券会社はなぜ、より高い基準を満たさなければ引き受けなかったのであろうか。その理由は、証券会社が引受リスクを避け、株式の売り捌きが確実な水準になるまで公開を引き受けなかったからである。さらに、この問題には引受業務が大手の証券会社にはば独占され、ブティック型の専門業者の不在に起因する審査能力の問題も絡んでいると思われる。

第二に、資金を調達する新興企業の経営者の意識の問題である。一昨年四月からのITブームの過程で、多くのネット関連の資産家が誕生した。

五、取引インフラの改革の必要性

以上の構造的で長い時間を要すると思われる問題に加えて、取引インフラの改革の必要性も明らかになってきた。

第一に、ディスクロージャーの問題である。マザーズとナスダック・ジャパンは四半期決算を義務づけており、店頭市場も従来からの半期決算に加え、できるだけ四半期決算を導入するように登録企業に促している。ハイリスク・ハイリターンマーケットだけに、投資家に自己責任を問う前提としてタイムリー・ディスクロージャーの整備に向けた動きは望ましい。ただ、わが国の取税法には四半期開示に関する規定が存在しないため、各市場において開示項目が統一されていないという問題がある。

例えば、マザーズでは第一・第三四半期の開示資料に貸借対照表(B/S)と損益計算書(P/L)を添付し、公認会計士による監査を受ける必要があるとしている。

これに対して、ナスダック・ジャパンは基本的にアメリカの米ナスダックの四半期開示制度を取り入れている。その一つは、四半期ベースでの業績概況の開示であり、もう一つが経営者の説明と分析(MD&A)と呼ばれるものである。業績概況欄において当該四半期での具体的な取り組み、成果、分析・評価、今後の取り組みなどについて詳細に記載することを求めている。他方、四半期財務諸表(B/SとP/L)の開示までは要求していないため、公認会計士または監査法人のレビューは義務づけていない。

店頭市場も、一九九九年八月に『市場改革の行動計画』、二〇〇〇年四月にその(Ⅱ)を公表

し、その中でタイムリー・ディスクロージャーの一層の充実という方向性を打ち出した。そして、二〇〇〇年七月に『四半期開示の推進について』を公表し、四半期開示の具体的な方法、ひな型、作成に関しての留意事項を明らかにした。店頭市場の四半期開示制度の特徴は、会社の業種などにあわせてモデル1からモデル3までのいずれかを選択して開示すること、および当面の間は義務とはせず、任意の開示を要請するという形になっていることである。

このように開示項目が区々であるため、投資家は異なった基準に基づいて作成された資料によって投資の判断をせざるをえない。取引インフラに関する問題については金融庁が率先してルールを定めるべきであろう。

また、リスク開示の内容についても、企業内容開示省令に根拠をおく「取扱通達」中の特記事項

という従来形式のままであり、それ以上の開示は幹事証券会社の裁量に任されている。アメリカのナスダックでは、その時点で知りうるリスクはすべて開示することが義務づけられ、平均して目録見書の約二割(約十二―十五ページ)がリスク要因の説明に充てられている。それでも投資をする気があるかと言わなければかりの徹底したリスク開示には、「証券市場は重要な国家財産である」と標榜した一九七五年改正証券取引所法の理念を支える投資文化を育んでいこうとする姿勢が鮮明である。

第二に、市場の流動性の問題である。流動性を高めるための方法として株式分割があるが、わが国ではこれについて商法上の制限がある。つまり、現行商法では、企業の一株当たり純資産額を五万円以上としているため、株式分割により株数を増やし、株価を下げるできない場合が生

じる。このため、株価が投資家の手の届かない高い水準になり、流動性を減退させ、価格変動を大きくする結果になっている。

商法の規定では、一株当たりの純資産額を計算するのに「最終の貸借対照表」を使うとしている。これまでは、「最終」は「直前決算期末」と解釈されてきた。この結果、一昨年十二月にマザーズに上場したインターネット総合研究所の場合、九九年一月に株価が七千七百万円を超えても、上場前の六月決算では純資産額が約六億一三〇〇万円、発行株数が一万二千株で、商法の制限ぎりぎりであったため、次の六月決算で純資産額が確定するまで株式分割を実施することができなかったのである。

わが国の商法は総資産の大きな製造業を念頭においているため、産業構造の転換に対応しにくくなっている面がある。こうした批判に対しては、

一時的なネット・バブルにあわせて法改正をするのはおかしいという反論がある。しかし、他業種においても売買単位の引き下げにより市場流動性を高める動きがあり、機動的に対処できるような環境整備が必要であろう。

(さが たかお・当研究所主任研究員)