

ナスダック・ジャパン構想について

ーグローバル戦略を展開する Nasdaq 市場ー

世界最大のベンチャー株式市場である米国の Nasdaq 市場が、日本に上陸する。1999 年 6 月 15 日、Nasdaq 市場の運営母体である全米証券業協会（NASD）とソフトウェア流通大手のソフトバンク株式会社は、日本における新証券市場「ナスダック・ジャパン」創設に向けて合弁会社を設立すると発表した。新市場は、新たに創設される証券業協会によって運営され、2000 年末までの取引開始を予定している。

1. ナスダック・ジャパン構想とは

1) ナスダック・ジャパン構想の概要

1999 年 6 月 15 日、Nasdaq 市場の運営母体である NASD とソフトバンクは、日本における新たな証券市場「ナスダック・ジャパン」の創設に向けて合弁会社「ナスダック・ジャパン・プランニング株式会社」を設立すると発表した。新市場は 2000 年末までの取引開始を予定している。

新会社は、NASD とソフトバンクの折半出資によって設立される（表 1）。新市場の創設というナスダック・ジャパンの事業が確立される際には、社名から「プランニング」の一語を削除し、「ナスダック・ジャパン株式会社」と改める予定である。この際、証券会社などを対象とした第三者割当増資によって資本増強を図るが、新たな株主の持ち分は、あくまで少数株主の範囲にとどめ、NASD 及びソフトバンクを中心とする資本構成に変わりはないものとされる。

表 1 市場運営会社の概要

社名：	ナスダック・ジャパン・プランニング株式会社	
英文名：	Nasdaq Japan Planning Company, Inc.	
資本金：	6 億円	
出資比率：	NASD	50%
	ソフトバンク株式会社	50%
代表者：	孫 正義（ソフトバンク株式会社 代表取締役）	
設立：	平成 11 年 6 月	
事業内容：	日本での新たな証券市場であるナスダック・ジャパン創設を目的とした企画会社	

（出所）ソフトバンク社プレスリリース資料より作成。

新会社は、設立後、大蔵省やナスダック・ジャパン市場の構成メンバーとなる主要証券会社との協議を重ねることで、新市場の具体像を描いていくとの方針である。

証券取引法は、我が国において証券取引のための市場を開設できる者を証券取引所と証券業協会のみ限定しており（2条12項、67条2項）、それ以外の者が有価証券市場に類似する市場を開設したり、そうした類似市場で取引を行ったりすることを禁止している（167条の2）。このため、ナスダック・ジャパン・プランニング会社が、直接、新市場の開設主体となることはできない。NASD とソフトバンクは、新たに設立される証券業協会が、新市場の開設主体となることを想定している。

証券取引法は、証券業協会は、「証券会社でなければ、これを設立することができない」と定めており（68条1項）、新会社としては、新協会の会員となる証券会社を募らなければならない。第一段階としては、参加者を米国の証券取引委員会（SEC）規則に精通し、かつシステム機能を十分に提供できるような証券会社のみ限定する方針をとるものとされる。具体的には、例えば NASD と日本証券業協会の双方に加入している証券会社を対象とすることなどが想定されている。その後、システムが安定的に機能し始める2~3年後から、徐々にメンバーの証券会社の枠を広げていくというやり方がとられる見込みである。

ナスダック・ジャパン市場では、当初、米国 Nasdaq 市場の登録銘柄を取引し、取引開始後半年から一年くらい後から日本国内のベンチャー企業による株式公開の場とすることを想定している（表2）。

表2 ナスダック・ジャパン市場の概要

<p>●Nasdaq 市場登録銘柄の取引（市場開設当初から行う）</p> <p>①Nasdaq 市場がオープンしている時間（A Zone Time、夏期は日本時間 22:30～翌朝 5:00） 日本の投資家が Nasdaq 市場登録全 5,000 銘柄を直接売買することが可能。</p> <p>②Nasdaq 市場がクローズしている時間（B Zone Time、夏期は日本時間 5:00～22:30） マイクロソフトやインテルなどの 50～100 の主要 Nasdaq 銘柄に絞って、日本の投資家がリアルタイムで取引を出来るようにする方針。</p> <p>●国内ベンチャー企業の株式公開（市場開設後、半年から一年後に開始する） Nasdaq 市場並みの緩やかな登録基準とし、若い会社でも成長性があれば株式を公開できるようにする。ナスダック・ジャパンでの株式公開は、米国 Nasdaq 市場での公開への布石となる。</p> <p>●インターネットの活用 ソフトバンク社の技術を活用して取引市場と証券会社を直接接続する「インターネット市場」とする。主要な証券会社との間で専用線を敷くことも考えるが、将来的には全てオープンなインターネット利用の市場とする方針。</p> <p>●その他の特徴 取引は円建て、ディスクロージャーは日本語で行う。</p>

（出所）プレスリリース資料、説明会でのプレゼンテーションより野村総合研究所作成。

2) ナスダック・ジャパン構想のねらい

NASD 及びソフトバンクによれば、新市場ナスダック・ジャパンを創設するねらいは、以下のような点にある。

① Nasdaq 市場で取引される米国の高成長銘柄への投資機会の提供

現状では、我が国の投資家が Nasdaq 市場登録銘柄を始めとする米国株式を売買する場合、電話やファクスなどを使って証券会社とやりとりをしなければならないため、手間がかかり、リアルタイムでの取引が行われていない。また、仲介手数料などのコストも大きい。そこで、ナスダック・ジャパンが整備するコンピュータ・システムを通じて米国市場への直結を図ることで、取引を容易にするという。

今後の Nasdaq 市場における IPO（新規の株式公開）銘柄についても、新協会のメンバーとなる内外の証券会社が、日本の投資家向けの IPO 枠を設定することを期待しており、高成長が期待できる米国企業の IPO への投資も可能になるという。

② 日本の成長企業への円滑な資金調達と活発な株式公開の場の提供

現状では、株式店頭市場での株式公開には、会社設立から 20 数年を要するケースが多い。これに対して、新市場では、Nasdaq 市場並みの登録基準を採用し、社歴の若い会社でも登録基準さえ満たせば公開を推進する方針をとることで、より迅速かつ機動的な資金調達手段の提供が可能になる。未公開企業に投資するベンチャー・キャピタル・ファンドの投資期間は 7 年間が主流であるため、現在の株式公開の仕組みでは、投資対象として機能しにくい。これを Nasdaq 市場並みの 4~5 年（コンピュータ関連では 1~2 年）に短縮するという。

③ 透明性の高い安定した市場の確立

現状では、日本の投資家による Nasdaq 市場登録銘柄への投資には、ディスクロージャー資料が英語であるといった現実的な障害もある。このため、新市場では、ディスクロージャー資料を日本語に翻訳して提供する方針である。翻訳費用等は、基本的には、各発行企業の負担とする方針であり、大企業など取引の中心となる銘柄の発行体は、すべての日本語の資料を提供してくる見込みだという。一方、中小規模の企業に関しては、基本情報のみ日本語、その他の詳細情報は英語での開示、となる可能性もあるとされる。但し、英語で開示される詳細情報に関しても、一般投資家がいつでも入手可能な状態にしておくという。

また、円ベースでの取引を行うため、為替リスクをどうするかという問題が生じるが、この点については、為替を取り扱う専門会社にアウトソーシングする可能性もあるとしている。

2. ナスダック・ジャパン構想の背景

1) グローバルな市場間競争と NASD の戦略

海外の証券市場運営主体が日本に進出して新市場を開設するというナスダック・ジャパン構想は、各方面から大きな驚きをもって受け止められた。しかしながら、構想の詳細はさておくとしても、Nasdaq 市場による海外への進出という基本的な構図そのものは、グローバルな証券市場間競争の激化という環境変化とこれまでの NASD の経営戦略を踏まえれば、それほど意外なものではない。

近年、コンピュータや情報通信技術の発達によって証券取引所や店頭市場、私設取引システム (PTS) といった様々な主体が、証券取引の場である市場を提供するというビジネスをめぐる互いに競争するという傾向が強まっている。この市場間競争は、企業活動や証券投資のボーダーレス化が進むとともに、国内のみにとどまらず、グローバルなレベルでも活発に展開されるようになってきている¹。

こうしたグローバルな市場間競争の中で、NASD は、Nasdaq 市場がマーケットメイク制度に支えられたベンチャー株式市場として大きな成功を遂げたことを強調しながら海外企業の Nasdaq 市場への誘致やマーケットメイクを取引仕法として採用する市場へのノウハウの提供に積極的に取り組んできた。とりわけ、95年5月に設立された汎欧州ベンチャー株式市場である EASDAQ には出資者として参加するとともに、上場基準や取引ルールの作成、取引システムの整備についても支援した²。

NASD の積極姿勢は、97年2月にフォード政権下の連邦エネルギー機関長官や大手証券会社スミスバーニーの会長などを歴任したフランク・ザーブ氏が会長に就任して以降、一層鮮明になっている。ザーブ会長は、それまで10年以上にわたって会長に在任したハーディマン氏時代の NASD に色濃くみられた証券業者のクラブ的色彩を脱却させ、市場提供ビジネスをアグレッシブに追求するという方向への転換を強力に推進している。Nasdaq 市場と内外の証券市場との提携戦略の展開には、ザーブ会長の個人的な指導力が大きく係わっており、今回のナスダック・ジャパン構想についても、ザーブ会長とソフトバンクの孫社長というトップ同士の信頼関係が重要な役割を果たしたといわれている。

ザーブ会長率いる NASD は、98年4月には、ニューヨーク証券取引所に次ぐ全米第二位の証券取引所であるアメリカン証券取引所 (アメックス) と Nasdaq 市場との合併合意を取り付け、世界を驚かせた³。この合併は、98年11月までに手続きを完了し、NASD 傘下の

¹ 淵田康之「取引所新時代」『資本市場クォーターリー』98年夏号参照。

² EASDAQ について詳しくは、大崎貞和=落合大輔「欧米ベンチャー株式市場の新潮流」『財界観測』97年7月号参照。また、最近の動向については、落合大輔「明暗分かれる欧州のベンチャー証券取引所」『資本市場クォーターリー』99年春号参照。

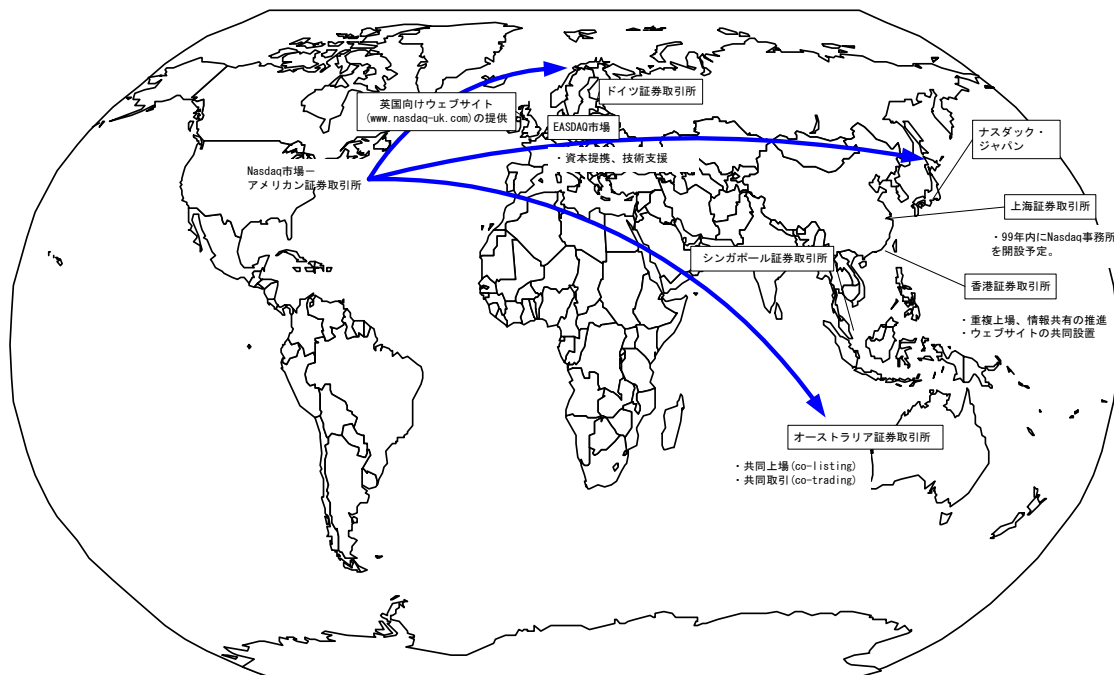
³ 大崎貞和「Nasdaq 市場とアメリカン証券取引所の合併」『資本市場クォーターリー』98年夏号参照。

持株会社ナスダック・アメックス・マーケット・グループの下に Nasdaq 市場とアメリカン証券取引所のそれぞれを運営する会社が並立するという体制が出来上がった。これにより NASD は、マーケットメイク制度を基本的な取引仕法とする Nasdaq 市場と板上での注文付け合わせを基本的な取引仕法とするアメリカン証券取引所という異なる取引仕法の二つの市場を保有することになったわけである。

なお、98年6月には、この合併にフィラデルフィア証券取引所が参加するとの暫定的な合意が実現したが、その後、白紙に戻される結果となっている。

一方、米国外においては、98年6月、ドイツ証券取引所との間で今後の共同事業の可能性を探るワーキンググループを設立するとの合意が成立したのを皮切りに様々な取引所との提携関係が模索されている(図1)。

図1 NASDの海外戦略展開



(出所) 野村総合研究所

98年12月には、香港証券取引所との間で重複上場の推進や情報共有化を柱とする提携で合意するに至った。Nasdaq 市場と香港証券取引所は、既にインターネット上の共同サイト (porttracker.nasdaq-sehk.com) を設置しており、両市場の株価情報を米ドル、香港ドルの両方で提供するといったサービスを開始している。また、今後は、「革新的なパイロット・プログラム」として、Nasdaq 登録 10 社の株式を香港証券取引所で取引する一方、香港証券取

引所上場主要 10 社の株式を Nasdaq 市場で取引するといった試みも予定されている。NASD は、同じような内容の提携へ向けての交渉をワーキング・グループを設置したドイツ証券取引所のほか、シンガポール証券取引所、上海証券取引所との間でも進めているとされる (図 1)。

99年6月には、ナスダック・ジャパン構想の発表に続いて、オーストラリア証券取引所 (ASX) との提携合意も発表された。この提携は、「共同上場、共同取引 (co-list and co-trades)」の推進を目的としており、既に公開されている銘柄の相手市場への上場だけでなく、上場基準の共通化による同時上場や同じプラットフォームに基づいた取引システムの採用などをも視野に入れているものとみられる。

また、英国の個人投資家向けサイト (<http://nasdaq-uk.com>) を開設し、Nasdaq 市場に関する様々な情報やロンドン証券取引所上場銘柄と米国株の株価情報、スクリーニング・ツールなどを提供している。

2) 対日攻勢強化の必要性

こうした NASD の内外における積極的な戦略展開の中で、いま日本への進出が具体化した背景には、世界第二の経済大国である日本からの Nasdaq 市場への投資拡大と日本企業の Nasdaq 市場への上場促進を進めたいという NASD の思惑がある。

表 3 Nasdaq 市場登録米国外企業の国別内訳
(1998年12月末現在)

カナダ	189	ベルギー	3
イスラエル	77	スイス	3
イギリス	50	アルゼンチン	2
バミューダ	23	デンマーク	2
オランダ	19	イタリア	2
オーストラリア	17	ニュージーランド	2
日本	16	シンガポール	2
香港	15	台湾	2
スウェーデン	13	ヴァージン諸島	2
南アフリカ	12	バハマ	1
アイルランド	11	ベリーズ	1
フランス	9	ブラジル	1
ケイマン諸島	6	チリ	1
メキシコ	6	フィンランド	1
ドイツ	4	インドネシア	1
ギリシャ	4	ニューギニア	1
リベリア	4	ノルウェー	1
ルクセンブルク	4	合計	507

(出所) NASD 1998 Annual report

NASD が海外市場との提携を積極的に進める最大のねらいは、相互上場や取引システムの共通化などを通じて海外企業の Nasdaq 市場上場を増加させ、ひいては Nasdaq 市場の取引高を増加させることにある。しかし、Nasdaq 市場に登録されている日本企業は、現在 16 社（全て ADR 形態）と少なく、登録外国企業 507 社の 3.1%に過ぎない（表 3）。

Nasdaq 登録日本企業の多くは、1970 年代に ADR を発行しており、90 年代に入ってから新規登録は店頭登録企業として初めての Nasdaq 市場登録となったサワコー1 社のみにとどまっている（表 4）。しかも、近年、Nasdaq 市場の最大のライバルであるニューヨーク証券取引所が、東京事務所を開設するなど日本企業への上場働きかけを強めており、NASD は危機感を募らせている。

実際、94 年以降、NTT、オリックスと日本の大手企業によるニューヨーク証券取引所への上場が相次いだ上、99 年 5 月には Nasdaq 市場に登録しているトヨタ自動車が、年内にニューヨーク証券取引所に株式を上場するとの意向を表明した。NASD としては、こうした流れを逆転させるためにも、対日攻勢を強化する必要があると判断しているものとみられる。

表 4 Nasdaq 市場、ニューヨーク証券取引所登録（上場）日本企業（99 年 6 月現在）

NASDAQ登録の日本企業			NYSE上場の日本企業		
企業名	登録日	資金調達	企業名	登録日	資金調達
キャノン	12/1/70	なし	ソニー	9/10/70	有
富士写真フィルム	12/1/70	なし	松下電器産業	12/13/71	なし
日本航空	12/1/70	なし	クボタ	11/9/76	有
三井物産	12/1/70	有	パイオニア	12/13/76	有
NEC	12/1/70	有	本田技研工業	2/11/77	有
日産自動車	12/1/70	なし	京セラ	5/23/80	有
東京海上火災保険	12/1/70	有	日立製作所	4/14/82	有
トヨタ自動車	12/1/70	なし	TDK	6/15/82	有
麒麟ビール	2/5/73	なし	東京三菱銀行	9/19/89	なし
ダイエー	11/13/74	なし	日本アムウェイ	6/29/94	なし
マキタ	1/25/77	有	日本電信電話	9/29/94	なし
三洋電機	4/1/77	なし	オリックス	9/16/98	なし
イトーヨーカ堂	8/30/77	なし			
CSK	8/30/83	なし			
ワコール	6/6/84	有			
サワコー・コーポレーション	5/21/96	有			

（出所）両市場資料より野村総合研究所作成。

通常、海外進出にあたって現地の証券取引所との提携という方法をとっている NASD が、日本に限って民間企業との共同出資による市場創設という、より直接的な手法を採用したのも、それだけ日本市場を重視していることの表れとみることができよう。もっとも、この点については、東京証券取引所等との提携を模索したが不調に終わったためではないかとの観測もある。

3) ECN との競争

NASD の積極的な戦略展開の背景には、いわばお膝元とも言うべき Nasdaq 市場において、大きな構造変化が生じつつあり、ニューヨーク証券取引所に対抗する世界最大級の株式市場という地位が揺るがされかねないという危機意識があることも見逃してはならない。

Nasdaq 市場は、Nasdaq 取引システムを通じて継続的に売りと買いの気配値を提示するマーケットメーカーと呼ばれる証券会社を介する取引によって支えられてきた。ところが、ここ数年、マーケットメーカーの提示する気配値の売値と買値のスプレッドの範囲内で直接注文を付け合わせる電子取引システムの利用が拡大している。こうしたシステムは、ECN (Electronic Communication Networks) と呼ばれ、現在、9つのシステムがマーケットメーカー一等が注文を回送することのできるシステムとして SEC によって事実上公認されている⁴ (表 5)。ECN を介する取引高についての信頼できるデータは今のところ存在しないが、Nasdaq 市場取引高の 3 割程度が、ECN 経由のものと推計されている。

表 5 Nasdaq 市場で活動している ECN

発給年月	システム名	運営会社名
97 年 1 月	インスティネット	Instinet Corporation
	アイランド	Joshua Levine and Jeffrey Citron, Smith Wall Associates
	アーキペラゴ	Terra Nova Trading, LLC
	ブルームバーグ・トレードブック	Bloomberg
97 年 10 月	REDI システム	Spear, Leeds & Kellogg
98 年 2 月	アッテイン	All-Tech Investment Group
98 年 4 月	BRUT	The Brass Utility, LLC
98 年 11 月	ストライク・システム	Strike Technologies LLC
	NexTrade	PIM Global Equities

注) 『資本市場クォーターリー』99 年冬号、94 頁より再掲。

(出所) SEC 資料より野村総合研究所作成。

これら ECN は、NASD 会員である証券会社によって運営されるシステムであり、その限りにおいては、NASD や NASD が運営する Nasdaq 市場と競合したり敵対したりするものではない。ところが、99 年 4 月に施行された SEC の新しい規則の下で、ECN を含む証券会社が運営する代替的取引システム (ATS) に対して、NASD による規制・監督を受けない証券取引所としての登録を受ける途が開かれた⁵。これを受けて、インターネット証券会社デーテックと関係の深い有力 ECN アイランドなどが、取引所登録へ向けての手続きを具体的に進め始めている。

⁴ ECN の意義について詳しくは、大崎=落合、注 2 前掲論文、126～127 頁参照。

⁵ 大崎貞和「米国における ATS (代替的取引システム) 規制の導入」『資本市場クォーターリー』99 年冬号参照。

ECN が証券取引所として登録されてしまえば、取引所となった ECN を通じて行われる取引は Nasdaq 市場の取引高には算入されず、取引所外での取引に際して NASD に納められる手数料も納入されなくなる。NASD から完全に「独立」してしまうわけで、全ての ECN がそうした方向を選べば、Nasdaq 市場の取引規模は大幅に縮小してしまう。

ECN が取引所登録、NASD からの独立という途を選ばないとしても、Nasdaq 市場の本来の担い手であるマーケットメーカーの地位を脅かしかねない存在であるという現実には変わりがない。

実際、ECN を通じた取引が拡大するとともに、Nasdaq 市場におけるマーケットメーカー数が減少する兆しをみせている。1998 年末のマーケットメーカー数は 479 社と、前年末の 530 社から急減した。また、マーケット・メーカーによる取扱いも収益性の高い一部の銘柄に特化する傾向が表れ始めている。例えば、97 年 9 月には、最大手証券会社メリル・リンチが、小型株を中心に 350 銘柄のマーケットメイクを中止し、ベア・スターンズも、マーケットメイク対象銘柄数を 40%減らして約 400 とした。このように、ECN の成長は Nasdaq 市場の拡大を支えてきた従来の市場構造を変革しつつある。

ナスダック・ジャパン構想を始めとする海外での展開は、直接的に ECN の在り方に影響を及ぼすものではない。しかし、NASD が、形式的には傘下でありながらも、市場提供者としては事実上の競争相手である ECN の存在を強く意識しながら、より高度な市場機能の提供を図ろうとしているという面は否定できないであろう。

4) 株式店頭市場に対抗する市場の形成

ナスダック・ジャパン構想の背景には、日本証券業協会が運営するベンチャー株式市場である株式店頭市場に対抗する新市場を創設しようとする意図もある。

株式店頭市場は、1983 年の制度改革以降、新興ベンチャー企業による株式公開、資金調達の間として大きな役割を果たしてきた。しかしながら、90 年代半ば以降、成長性の高いベンチャー企業による株式公開が不活発であるとか、市場の流動性が十分でない、といった様々な観点から市場の在り方に対する批判が寄せられるようになってきた。また、そうした批判を受けて、95 年 7 月の店頭特別市場（第二店頭市場）開設、97 年 9 月の公開価格決定におけるブック・ビルディング方式の導入など、様々な改革が進められてきた。98 年 12 月には、金融システム改革法の施行に合わせて、店頭登録基準、登録取消基準の見直し、本格的なマーケットメイク制度の導入、などの制度改革も実施された⁶。

これらの制度改革は、着実に一定の成果を収めつつあるが、新たなベンチャー株式市場を創設することで市場間の競争を促す必要があるという考え方もある。ナスダック・ジャ

⁶ 大崎貞和「我が国における株式店頭市場改革の動き」『資本市場クォーターリー』99 年冬号参照。

パンは、ベンチャー株式市場の成功例として著名な Nasdaq 市場の看板を活用することで、競争力のある新ベンチャー株式市場を創設することをねらいとしている。

3. ナスダック・ジャパン構想の意義と課題

世界最大のベンチャー株式市場である Nasdaq 市場を我が国に誘致し、日米ベンチャー企業の株式を一つの市場で取引しようというナスダック・ジャパン構想は、「金融ビッグバン」の時代にふさわしい雄大な構想として各方面で大きな反響を呼んでいる。とりわけ、将来の株式公開をめざすベンチャー企業経営者の関心は高く、ソフトバンクが開催したベンチャー企業経営者向けの説明会には、1,400 人ももの出席があったという。

新市場がスタートすればライバル関係となる日本証券業協会や東京証券取引所も、「日本の投資家にとっては市場のグローバル化は歓迎すべきこと」（日証協副会長）などとして、構想の趣旨が大きな意義を有することを認めている。今後は、日証協や各取引所によるナスダック・ジャパン構想に対抗するような市場整備の構想が具体化することも考えられる。

実際、99年2月に発表した証券政策委員会報告書「東証の将来像について」の中で「新興企業等の上場促進に向けた積極的な対応」を政策課題の一つとして掲げていた東京証券取引所は、2000年前半にも上場審査基準を緩やかにした新市場を創設する方向であると報じられている⁷。また、日証協も株式店頭市場における改革を一層推進し、市場の競争力強化に努めるものと予想される。

このように、ナスダック・ジャパン構想が、我が国証券市場に与える影響は小さくない。しかしながら、これまでに明らかにされた構想の具体的な中身については、その実現へ向けての道筋やコストに見合った成果が期待できるのかどうかという面において、次のように、やや不明確な点が残されていることは否めない。

①Nasdaq 銘柄の取引を促進する上での新市場の必要性

現在、日本の投資家は、Nasdaq 市場に登録されている株式を国内証券会社または外国証券会社の国内支店を通じて自由に売買することができる。その取引に係るコストが決して小さいものではないこと、Nasdaq 市場の取引時間内にリアルタイムで売買できる状況にはないこと、はいずれも事実だが、大規模なシステム投資を伴う新市場の整備によって取引コストが本当に低下するのかどうか、また Nasdaq 銘柄のリアルタイムでの売買に対するニーズがどの程度存在するのか、といった点には疑問も残る。更に、リアルタイムでの売買というだけであれば、証券会社が（場合によっては数社が共同で）注文取次のためのコン

⁷ 『日本経済新聞』1999年7月10日付け。

ピユータ・システムを整備するだけで足り、「市場」を創設する必然性はないものと考えられる。

②新市場を運営する証券業協会創設へ向けての手順

NASD とソフトバンクによれば、新市場は現在の日本証券業協会とは別に新たに設立される証券業協会によって運営される。既に触れたように、証券取引法は証券業協会の設立主体を証券会社に限定している。また、協会は「協会員の数が増えたこと」により解散すると定められていることから（証取法 79 条の 18）、協会を円滑に成立させるためには最低 6 社以上の証券会社の加入を確保する必要がある。

ところが、新市場の推進主体となるナスダック・ジャパン・プランニング社は、証券会社ではなく、現在のところ、その他の証券会社が協会設立を主体的に推進しようとする動きもみられない。協会設立の法的な主体が不明確である限り、新しい協会や協会が運営する新市場の姿もまた不明確なままにならざるを得ない。

③新市場で取引される銘柄の法的位置づけとディスクロージャーに伴うコスト

ナスダック・ジャパンは、日本の投資家による Nasdaq 市場登録銘柄の「直接取引」を実現するとしている。この「直接」という言葉の意味は必ずしも明確ではないが、その具体的方法としては、a) 市場参加証券会社がシステムを直結することによって Nasdaq 銘柄に関する注文の取次を効率化する、b) Nasdaq 銘柄を新市場の登録銘柄とする、という二つが想定されるであろう。仮に、後者であるとすれば、新市場への登録に際して、株式発行会社は、証券取引法に基づく継続開示（有価証券報告書、臨時報告書などの提出）を求められることになる。

近年、東京証券取引所外国部上場企業が上場を廃止する動きが続いており、上場企業数は 92 年初めの 125 社から 99 年 3 月末には 48 社にまで減少している。その最大の要因は、上場に伴うディスクロージャーのコスト（開示書類の日本語への翻訳費用等）に見合うだけの売買や日本人株主の増加といった効果が期待できないためであるという。こうした現実を踏まえれば、Nasdaq 登録企業が、こぞって大きなコストを負担して新市場への登録を希望するかどうかは、不透明と言わざるを得ない。

④新市場創設による日本企業の IPO 促進効果

ナスダック・ジャパン構想のねらいの一つは、我が国のベンチャー企業による株式公開を促進することにある。しかし、我が国における株式公開に伴う困難さの全てが、従来の株式店頭市場の不備によるものかどうかは必ずしも明白ではない。NASD とソフトバンクが指摘している登録基準一つをとっても、近年急速に引き下げられており、既に、少なくとも Nasdaq 市場と同程度に緩やかなものとなっている（表 6）。

表 6 日米の株式公開基準の比較

	Nasdaq市場				株式店頭市場			
	NMS			Small Cap	一般企業 向け基準		ベンチャー企業 向け基準	
	基準1	基準2	基準3					
純資産(万ドル)	600	1,800	—	*1 400	*4 166	—	—	
最低買い気配値(株価、ドル)	5	5	5	4	—	—	—	
株式時価総額(万ドル)	—	—	*3 7,500	*1 5,000	—	*4 416	—	
浮動株数(万株)	110	110	110	100	*5 50	*5 50	—	
浮動株時価総額(万ドル)	—	—	—	500	—	—	—	
株主数(人)	400	400	400	300	*6 300	*6 300	—	
営業経過年数(年)	—	2	—	*2 1	—	—	—	
税引前利益(万ドル)	100	—	—	*1 75	利益計上	—	—	
マーケットメーカー数	3	3	4	3	—	—	—	

注) *1 いずれか1つを充足。

*2 または時価総額5,000万ドル。

*3 総資産または総収入7,500万ドルでも可。

*4 1ドル=120円で換算。

*5 または公開時の浮動株比率30%以上。

*6 発行済み株式数1,000万株未満の場合。それ以上の株式数については400人、500人の基準がある(出所)Nasdaq、日本証券業協会資料より作成。

新市場を足掛かりとした米国 Nasdaq 市場での日本企業による株式公開の可能性も強調されているが、この点も市場という仕組みを整備するだけで実現するとは考えにくい。日本企業が Nasdaq 市場で資金を調達して株式を公開するためには、米国基準によるディスクロージャーを行うことに加えて、米国の投資家に広く受け入れられるだけの裏付けが必要である。例えば、米国で広く商品やサービスを提供しているとか、米国のベンチャーキャピタルによる出資を受け入れているといったことである。

また、日本企業が Nasdaq 市場に株式を登録しても、実際に流動性が確保されるかどうかは不透明である。例えば、サワコー・コーポレーションの株式の場合、99年1月から4月の4カ月間における Nasdaq 市場での出来高は19,700株にとどまり、同期間の株式店頭市場における出来高の0.2%に過ぎなかった。Nasdaq 市場では、制度的には、マーケットメーカーによって流動性が確保されているが、現実の投資家のニーズがなければ、売買は行われないのである。

(大崎貞和・林 宏美)