

# ベンチャー株式市場間競争を考える

## 東証マザーズの開設と競争時代の幕開け

1999年11月、東京証券取引所は、新興ベンチャー企業向けの新しい株式市場「マザーズ」を開設した。「マザーズ」という名称は「高成長新興企業の株式市場（Market of the high-growth and emerging stocks）」という言葉の頭文字からとられたものであり、設立後間もない企業や赤字企業でも株式公開が可能となるなど、従来の一部市場、二部市場に比べて緩やかな公開基準を設ける一方、投資家向け会社説明会の開催や四半期ごとの業況開示を義務づけるなど、ディスクロージャー面での工夫を凝らした市場となっている。

東証マザーズには、市場開設とともに2社が株式を上場し、12月22日から取引が開始された。新市場に対する投資家の関心は高く、初日の取引では、2銘柄とも買い気配のまま売買が成立しないという過熱ぶりとなった。その後、新規上場が相次いでおり、2000年4月末時点での上場会社数は、合計8社となる見込みである。

従来、我が国では、日本証券業協会の運営する株式店頭市場が新興ベンチャー企業による株式新規公開（IPO）の場として中心的な役割を果たす一方、一定規模に成長した企業の株式は取引所市場で取引されるという市場間の機能分担が維持されてきた。企業自身も、成長とともに名前を変えていく出世魚のように、株式店頭市場から東証二部へ、更には東証一部へと市場を移ることが成功の証であるという見方を当然のことと受け止めてきた。

それだけに、これまで専ら成熟した大企業の株式を取引してきた東証による新興ベンチャー企業向け市場の開設は、各市場が固定的な役割を与えられながら共存するという我が国株式市場の従来の枠組みが崩れ始めたことを象徴的に示している。海外では、既に、米国のニューヨーク証券取引所とナスダック市場が公開企業の獲得をめぐる競争を競い合ったり、90年代半ば以降は、欧州各国の証券取引所が新興ベンチャー企業向け新市場を開設して欧州版ナスダックをめざすイースダック市場と競争するといった状況が生じているが、我が国においても、本格的な市場間競争の時代が開幕しようとしているのである。

## ナスダック・ジャパンと店頭市場改革の動き

東証マザーズの開設に先立つ1999年6月には、米国のナスダック市場を運営する全米証券業協会（NASD）が、ソフトバンクと共同で我が国に新しい株式市場を開設するという「ナスダック・ジャパン構想」を発表した<sup>1</sup>。株式市場が、あたかも自動車メーカーか百貨店で

<sup>1</sup> 詳しくは、大崎貞和『株式市場間戦争』（ダイヤモンド社、2000年）参照。

もあるかのように、我が国に「進出」するというのである。ともすれば閉鎖的な体質を指摘されることの多かった我が国の株式市場に風穴を開けようとするこの試みは、幕末の黒船を彷彿とさせるものであり、各方面から大きな注目を集めた。

その後、ナスダック・ジャパン側は、新たに証券業協会を設立して新市場を開設するという当初の方針を改め、大阪証券取引所との全面的な提携に踏み切ることになった<sup>2</sup>。2000年3月には市場運営の大綱を定める「日本ナスダック協会」（会長：樋口広太郎アサヒビール名誉会長）が発足し、「スタンダード」と「グロース」の二つからなる上場基準など市場の枠組みも発表された。これまで市場開設準備の中心的役割を担ってきたナスダック・ジャパン・プランニング社（NASDとソフトバンクの合弁会社）は、2000年6月末までの市場開設をめざして、上場候補企業の発掘などを積極的に展開している。

表1 新興ベンチャー企業向け株式市場の比較（2000年4月10日現在）

	株式店頭市場	東証マザーズ	ナスダック・ジャパン
市場の運営者	日本証券業協会	東京証券取引所	大阪証券取引所
開設時期	1963年	1999年	2000年（予定）
上場（登録）企業数	873	7	—
公開基準の特色	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 一号基準と二号基準があり、ベンチャー企業向けの後者では赤字でも公開可能。</li> <li>・ 6カ月間の月平均売買高が10単位未満の場合、月平均値付き率が20%未満の場合等には登録が廃止される。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 赤字や債務超過でも公開可能だが、上場時に1,000単位以上の募集を行い、新たに300人以上の株主をつくることを要求。</li> <li>・ 1年間の月平均売買高が10単位未満または3カ月間売買不成立の場合等には上場が廃止される。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ スタンダードとグロースの二つの基準があり、スタンダードは、米国ナスダック市場並みの厳しさ。</li> <li>・ グロース基準の場合でも、浮動株が500単位未満となった場合等には上場が廃止される。</li> </ul>
取引仕法	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ ジャスダック・システムを通じたオークション方式が基本。最近、マーケットメイク方式を導入し、90銘柄以上を対象に実施している。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ オークション方式（東証一部、二部と同じ）。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 当面は大証のシステムを利用し、オークション方式となる見込み。</li> </ul>
その他の特色	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 公開審査書類の「Ⅱの部」を簡素化や審査期間の短縮などを進めている。</li> <li>・ 日本証券業協会は、未公開企業の株式が取引されるグリーンシートの運営主体でもある。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 四半期ごとの業績概況の開示や投資家向け会社説明会の開催を義務づけている。</li> <li>・ 上場審査料や賦課金の引き下げ、「Ⅱの部」提出不要などで企業の負担に配慮している。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 米国ナスダック市場、ナスダック・ヨーロッパとの連携によるグローバルな24時間取引の市場をめざす。</li> <li>・ 全米証券業協会とソフトバンクの合弁会社であるナスダック・ジャパン・プランニング社が企業発掘などを担当。</li> </ul>

（出所）野村総合研究所

<sup>2</sup> 提携内容の詳細については、大崎貞和「本格化する我が国の株式市場間競争」『資本市場クォーターリー』2000年冬号参照。

一方、東証マザーズとナスダック・ジャパンという二つの新市場に挟撃されるような立場となった株式店頭市場を運営する日本証券業協会も、登録審査手続き書類の有価証券報告書「Ⅱの部」の記載事項を簡素化したり審査手続き期間を短縮したりするなど、株式公開を希望する企業への配慮を前面に出した制度改革を進めるとともに、870社以上に上る登録企業を抱えるという実績と小型株の流動性向上につながるマーケット・メイク方式による売買を武器としながら新市場に対抗しようとしている。協会は、2000年4月12日には「市場改革の行動計画Ⅱ -21世紀の市場を目指して-」と題する市場改革案を発表し、登録廃止基準の強化やマーケット・メイクの拡大などを改めて打ち出している。

### 各地に広がるベンチャー市場育成の動き

東京、大阪以外の各地の証券取引所もベンチャー株式市場の育成を急いでいる。

名古屋証券取引所は、1999年10月、売上高が年平均10%以上伸びている「成長企業」を対象とする新市場である成長企業市場を創設した。新市場は、赤字企業でも公開可能とするなど、東証のマザーズと同じような緩やかな上場基準を設けており、2000年5月にも上場第一号企業が誕生する見込みである。

2000年3月に新潟証券取引所と広島証券取引所が東証と合併して姿を消すなど、厳しい状況を迎えている地方証券取引所も、地元企業を主なターゲットとする新興企業向け新市場を開設することで取引所の活性化を図ろうとしている。

札幌証券取引所は、2000年1月、北海道内の中小企業の上場促進を目的とする新市場「アンビシャス」の設立構想を発表した。発表された上場基準案によれば、東証マザーズなどが赤字企業でも公開可能としているのに対し、営業黒字であることを前提とする一方、公募株式数や上場時の株主数に関する基準を緩やかにするなど、北海道内の実状に合わせた市場とすることが提案されている。

福岡証券取引所も、2000年5月の開設をめざして起業家に創業資金調達の間を提供することを目的とした新市場「Qボード」の構想を打ち出している。ベンチャー企業育成の理念に基づき、時価総額3億円の企業でも上場可能とするなど、緩やかな上場基準を設ける方針という。

### 意義の大きいベンチャー市場間競争

長年にわたって銀行優位、間接金融中心の金融構造が支配的であった我が国では、株式や社債などを発行して市場で投資家から資金を集める直接金融の果たす役割は決して大きくなかった。とりわけ、株式は、1997年に取引所未上場かつ店頭市場未登録のいわゆる「未公開株」に関する規制の見直しが行われるまでは、取引所上場や店頭公開を前提としない限り、不特定多数の投資家から資金を集める手段となりにくかった。しかも、取引所の上場基準や店頭公開基準はかなり厳しく、たとえ基準を満たすことができても、準備に数年を要するのがふつうであった。

このような状況の下で、株式公開は、資金調達ではなく、企業の社会的ステータス獲得やオーナー経営者による相続や事業継承対策の手段と捉えられることすら少なくなかったのである。一方、投資家側からすれば、米国ナスダック市場のような高成長企業への投資の場が十分に提供されていないという不満があった。

新市場の創設をきっかけとするベンチャー市場間競争の展開は、こうした従来の株式公開の在り方を大きく変える可能性を秘めている。既存の株式店頭市場を含め、新興ベンチャー企業向け市場をめざす3つの市場は、いずれも緩やかな公開基準や簡素な手続きを売り物にしており、費用面でも公開をめざす企業側の負担が抑えられるよう工夫をしている（表1）。既に東証マザーズへ上場した企業や今後の上場候補企業の顔ぶれをみても、創業間もないインターネット関連の企業が目立つなど、創業から株式公開までに20年以上かかると言われてきたこれまでの姿からは全く様変わりしたと言ってよい。しかも、3つの市場が競争することで、新たな企業を発掘しようとする動きが積極化する上、会計、法律など実務面での公開サポート体制も充実していくことが期待される。

こうした動きが、これから株式を公開し、成長資金を調達しようとする新興ベンチャー企業にとって朗報であることは間違いない。ベンチャー株式市場間競争は、長期的にみれば、新産業を創生するベンチャー企業を大きく育て、我が国の産業構造転換にも資するものと考えられる。

### 「大公開時代」は直ちに来ない

もっとも、現在の新市場ブームとも言うべき状況が、直ちに我が国に「大公開時代」をもたらすと考えるのは、やや早計に過ぎよう。我が国のベンチャー株式市場は、いずれも毎年数百社が株式を公開する米国のナスダック市場を一つのお手本としながら市場の整備を進めているわけだが、創業間もないベンチャー企業の資金調達をめぐる日米の環境の違いを考えれば、株式市場の仕組みだけを整えても、ナスダック市場のような活発な株式公開を実現することは難しいように思われる。

米国では、創業時にビジネス・プラン一つでリスク性資金を提供するベンチャー・キャピタルの活動が盛んである。こうしたシード段階での出資を行うベンチャー・キャピタルは、優先株を取得して取締役選任権を確保するなど投資先企業の経営に深く関与し、経営ノウハウを提供するとともに、時には合併や提携の斡旋を行ったり、経営陣の交替を求めたりしながら、短期間でベンチャー企業を成長軌道に乗せていく。ナスダック市場で株式を公開する企業の多くは、有力ベンチャー・キャピタルによる出資を受け入れており、創業から公開までの期間は短くとも、意外なほど企業としては事業基盤のしっかりしたものが多い。

優れた実績を有するベンチャー・キャピタルによって支えられた株式公開は、公開後の投資家の確保にもつながっている。ナスダック市場に参加する投資家からすれば、投資情報の少ない未成熟な企業であっても、有力ベンチャー・キャピタルが出資者となっている

という事実を投資判断の一つの拠り所とすることができる。一方、大きな投資リスクを取ることのできる大手機関投資家は、ベンチャー・キャピタルのファンドに投資することで、公開前段階から企業に関する情報を収集し、公開後は直接投資に切り替えていくといった方法を取りながら、新興ベンチャー企業への投資を積極的に展開していくことができる。

これに対して、我が国では創業間もない段階の企業へ投資するベンチャー・キャピタルの活動はまだ十分に根付いていない。米国から進出してきた有力ファンドを含め、既存のベンチャー・キャピタルの多くは、昨年辺りからようやく創業間もない企業への投資を積極化し始めたところである。有名企業が主導しながらインターネットなど IT（情報技術）関連企業を中心に投資を行うファンドが話題を呼んでもいるが、これらもそれほど長い投資実績を有するわけではない。米国では、ベンチャー・キャピタル・ファンドの投資期間は7年から12年であり、我が国で新市場や株式店頭市場などでの株式公開を通じたファンドの投資回収が本格化するのには、まだ数年先とみるべきであろう。

#### 現在の市場間競争の在り方に対する疑問

新興ベンチャー企業向け市場による競争が基本的には好ましいものであることは、既に触れた通りである。しかし、競争が常に望ましい結果につながるとは限らない。競争の在り方次第では、様々な弊害が生じることすらあり得る。そうした観点からは、我が国における現在のベンチャー市場間競争の在り方に対しては、いくつかの疑問を提示せざるを得ない。

第一に、全国五つの証券取引所全てが新興ベンチャー企業向け市場の育成に乗り出しており、市場ごとの個性がやや不明確になっている。既存の株式店頭市場を含む主要三市場については、東証マザーズが東証の我が国における株式のメイン・マーケットとしての実績を訴え、株式店頭市場がマーケット・メイク方式を目玉にし、ナスダック・ジャパンがグローバルな市場ネットワークを売り物にするといった工夫もみられる。それでも、株式公開を考える企業にとって、それぞれの市場ごとの特色を理解しながら公開先市場を選択することは容易でないように思われる。とりわけ、名古屋、札幌、福岡の三証券取引所による新市場の開設は、東京及び大阪証券取引所の動きを後追いしているだけとみることもできる。地方取引所の活性化策を模索するのであれば、ベンチャー市場だけにとらわれないう自由な発想が求められるのではなかろうか。

第二に、公開基準の引き下げや手続きの簡素化など、従来に比べて株式公開が容易になるという側面ばかりが強調されているきらいがある。しかし、新興企業向けベンチャー市場といえども、大衆投資家が自由に参加できるパブリック・マーケットである以上、どんな企業でも公開できるというような場であってはならない。引受幹事証券会社が、デュー・ディリジェンスの義務を全うすることは当然だが、市場運営者も、公開基準などのハードルを下げて門戸を広げつつも、厳しい審査によって将来性の高い企業を選び出し、市場の質を高めるよう努めなければならない。警察当局が、ベンチャー市場が反社会的勢力によ

って悪用される危険性を指摘しているといった報道もあるが、そうした懸念が現実のものとなれば、市場への信頼は失われてしまうだろう。我が国のベンチャー市場が、公開審査を軽視してスキャンダルに見舞われ、結果的に市場閉鎖に追い込まれたアメリカン証券取引所の ECM (Emerging Company Marketplace) の轍を踏むことがあってはならない<sup>3</sup>。

第三に、上に述べたこととも関連するが、一部の経営者によって株式公開が安易にとらえられる一方、一部の投資家が IT 関連のベンチャー企業というだけで資金を投入するといった動きが生じ、結果的に資金の効率的な配分が損なわれるのではないかという懸念もある。最近では、株式公開時の募集によって調達した資金を元に他のベンチャー企業に投資するファンドを設立するなど、事業展開の上で公開による多額の資金調達が本当に必要なのか疑問に思えるような例もある。こうした安易な資金調達は、長期的なパフォーマンスの低下につながる可能性も否定できない。調達資金の使途に関するディスクロージャーを充実させるといった面で、制度の見直しと公開企業の努力がともに求められよう。

第四に、市場運営者の関心が、上場（登録）企業数を増やすということに向かいすぎており、既に公開している企業の奪い合いの様相を見せ始めている気配がある。例えば、ナスダック・ジャパンは、店頭登録企業向けに上場説明会を開いたり、既に大証に上場している企業に対する重複上場時の優遇策を打ち出したりしている。しかし、既に公開している企業が市場を移ることで形だけ上場（登録）企業数が増加しても、株式市場全体の発展にはつながらない。

#### ベンチャー株式市場の定着に向けて

このように、問題点も少なくないベンチャー市場間競争であるが、同時に、公開基準の大幅な引き下げによる門戸の拡大や東証や大証によるベンチャー企業上場への積極的な取り組みなどが、画期的意義を有する前向きの変化であることは改めて論ずるまでもない。現在のブーム的な投資家や企業の新市場への関心の高まりを定着させ、我が国株式市場の構造的な変化に結び付けていくことが重要である。

そのためにも、ベンチャー市場で株式を公開する企業の経営者には、個人を含む一般投資家が参加する市場で株式が取引される公開会社としての社会的責任を十分に認識して頂きたいものである。株式の公開は、単なる資金調達的手段ではない。ましてや創業者が持株を高値で売却して利益を上げるためだけの手段に終わってはならない。公開会社の経営者は、創業者や会社と密接なつながりを持たない多数の株主に対して事業の成長と利益の分配を確保する責任を負うわけであり、法的義務の範囲のみに留まらない情報開示や説明を求められる。したがって、社内の管理体制を整備しなければならないといったコストも伴うのである。

一方、市場運営者には、上場（登録）企業数の急増といった表面的な事象にとらわれず、

---

<sup>3</sup> ECM については、注 2 前掲、大崎貞和「本格化する我が国の株式市場間競争」21 頁参照。

長期的な観点から質の高い市場を育成していくという姿勢が強く求められよう。世界的に証券取引所が営利を目的とする株式会社への転換を検討し始めているように、市場運営という行為がビジネスとしての色彩を強めていることは事実である。とはいえ、一般投資家が自由に参加できるパブリック・マーケットが高度の公共性を帯びていることに変わりはない。市場運営者は、上場（登録）企業数の増加や売買高の拡大を図るだけでなく、公正で透明性の高い市場の維持に努めなければならないであろう。

同時に、ベンチャー市場の長期的な拡大を実現するためには、やや逆説的ではあるが、証券取引所や証券業協会によって運営されるパブリック・マーケットに登場する以前の段階にある企業への投資を行うプライベート・エクイティの世界を拡大していくことの重要性を見逃すことができないだろう。

既に触れたように、米国では、ナスダック市場における新規公開ブームは、厚みのあるプライベート・エクイティ投資によって支えられてきた。我が国においても、ベンチャー・キャピタルによる創業間もない段階でのベンチャー企業への投資が本格化しつつある一方、機関投資家が分散投資とパフォーマンス向上という観点からベンチャー・キャピタルへの参加に関心を深めている。プライベート・エクイティ投資が拡大する兆しは十分にありと言ってよい。

一般投資家の参加が難しいプライベートな投資が存在しないままパブリック・マーケットとしてのベンチャー株式市場だけが拡大を遂げれば、米国では長期的に大きなリスクを負担することのできるプロ投資家が担ってきた投資リスクを個人を含む一般投資家に押し付けることになりかねない。そうなれば、結果的に大きな損失を被る投資家が現れ、市場に対する信頼が低下し、ひいてはベンチャー企業の株式公開を困難にしてしまうといった危険性もある。プロ投資家が私募によって投資を行うプライベートな取引と一般投資家が公募に応じたり流通市場で売買したりして投資を行うパブリックな市場とが相まって初めて、ベンチャー企業の成長を助ける資本市場の機能が最大限に発揮されるということを忘れてはならないであろう。

2000年4月に入り、これまで急上昇を続けてきた米国のナスダック市場が調整局面にあることも影響して、東証マザーズ上場7銘柄全てが公募価格を割り込むなど、新市場に対する過大とも言える期待感は、急速に冷めつつあるようにも見受けられる。そうした中でいったん上場承認された企業の株式公開が取りやめになるという事態も生じている。このように、我が国のベンチャー株式市場をめぐる環境は必ずしも楽観視できない。一時的なブームにとどまらず真にベンチャー企業の創生に資する市場を定着させることができるかどうか、ベンチャー株式市場間競争は、早くも正念場を迎えている。

(大崎 貞和)