

本格化する我が国の株式市場間競争

1999年11月11日、東京証券取引所は、新興企業向けの新しい株式市場「マザーズ」を開設した。11月17日には、インターネット総合研究所、リキッドオーディオ・ジャパンの2社が、この新市場への株式上場を承認され、12月22日から取引が開始された。一方、12月24日には、米国ナスダック市場と提携して新株式市場の開設をめざすナスダック・ジャパン・プランニング社と大阪証券取引所との全面的な提携が正式に発表された。2000年6月末までの取引開始をめざすという。日本証券業協会が運営する株式店頭市場も加えた三つ巴のベンチャー株式市場間競争が始まった¹。

1. ベンチャー株式市場間競争の背景

1) 金融ビッグバンとグローバルな市場間競争

従来、我が国では、証券取引所、なかんずく東京証券取引所（東証）や大阪証券取引所（大証）への株式上場は、企業にとって単に資金調達や株式流通の手段であるばかりでなく、確立された社会的なステータスの証明であり、知名度の向上や優秀な従業員の確保につながるものとみなされてきた。

一方、新興ベンチャー企業が株式公募を通じて資金を調達したり、株式を流通させようとする場合は、株式店頭市場や地方証券取引所で株式を公開すべきと考えられてきた。店頭登録企業のほとんどは、東証への株式上場を最終的な目標と考え、企業の成長段階に合わせて店頭市場から東証二部、東証二部から東証一部へと移行していくという「出世魚」的な発想を当然のこととして受け入れてきた。

この伝統的な市場の棲み分けを前提とする枠組みは、金融ビッグバンによって大きく変貌させられることになった。1998年12月に施行された改正証取法では、株式店頭市場は「店頭売買有価証券市場」とされ、取引所の運営する「取引所有価証券市場」と同じ有価証券市場であることが明確にされたのである（証取法67条2項）。1983年の証取審報告において「取引所市場の補完的機能を果たしていくことが適当」とされた株式店頭市場が、初めて、取引所市場と並列的、競争的な関係に位置づけられることになったのである。

世界的にみても、近年、経済のグローバル化の進展やコンピュータ、情報通信技術の急

¹ この背景や経緯について詳しくは、大崎貞和『株式市場間競争』（ダイヤモンド社、2000年）参照。

速な進歩を背景としながら、株式市場間の競争が活発になっている。米国では、ニューヨーク証券取引所とナスダック市場による公開企業獲得競争に加え、証券会社が運営する電子証券取引ネットワーク（ECN）、代替的取引システム（ATS）といった電子取引システムと既存市場によるオーダー・フロー獲得競争が激化している²。また、欧州では、1995年以降、ロンドン証券取引所の代替投資市場（AIM）、ドイツ、フランスを中心とする各国証券取引所の新市場ネットワークであるユーロ NM、ベンチャーキャピタル業界が主導する欧州版ナスダック市場であるイースダック（EASDAQ）市場、が相次いで開設され、ベンチャー企業の新規公開をめぐって激しい競争を繰り広げている（表1）。

表1 欧州ベンチャー株式市場の比較

	英国	ドイツ	フランス	ベルギー	日本（参考）
市場の名称	AIM	ノイ・マルクト	ヌーボ・マルシェ	EASDAQ	株式店頭市場
運営主体	ロンドン証券取引所	ドイツ証券取引所	パリ証券取引所	欧州証券業協会（EVCA傘下）	日本証券業協会
開設年	1995年	1997年	1996年	1996年	1963年 （シフト化は91年）
上場（登録）企業数	332	163	101	49	859
新規公開企業数 （98年）	75	46	43	16	61
時価総額	72.1億ユーロ	496.2億ユーロ	61.1億ユーロ	196.5億ユーロ	19兆9,918億円
一社平均時価総額	2,172万ユーロ	3.0億ユーロ	6,053万ユーロ	4.0億ユーロ	232.7億円
月間売買代金	5.1億ユーロ	32.3億ユーロ	1.7億ユーロ	2.1億ユーロ	1兆5,368億円
上場（登録）基準のポイント	数値基準はない。株式の転売制限がないこと、英米基準もしくはIASに基づいた情報開示を行うことなどが要件。	自己資本150万ユーロ、浮動株10万株以上、設立後3年以上という簡素な数値基準。	自己資本150万ユーロ、浮動株10万株以上という簡素な数値基準。設立経過年数基準はない。	株主数100人で公開可。英語による情報開示を義務づけている。	一般向け、ベンチャー企業向けの二つの基準。ベンチャー企業は赤字でも公開可。
取引仕法	マーケットメーカー制と板上での付け合わせの併用。マーケットメーカーの設置は義務ではないが、売買成立に努力する指定ブローカーの設置が義務づけられる。	マーケットメーカー制と板上での付け合わせの併用。	寄り付きと取引終了時に板寄せを行い、その間はマーケットメーカー制。一部の銘柄については「ザラバ」方式による付け合わせを併用。	マーケットメーカー制。マーケットメーカーが1社のみとなった場合は1日1回板寄せを行う。	「ジャスト・ブックス」を通じた「オーダーリブ」方式の付け合わせ。マーケットメイジャーについてはマーケットメーカー制。

注）新規公開企業数を除いて99年9月末または99年9月月の計数。

（出所）各市場統計等より野村総合研究所作成。

こうした中で、東証は1998年4月から証券政策委員会において将来の取引所の在り方についての検討を行い、1999年2月、報告書「東証の将来像について～新たなステージへの道標として～」を発表した。この報告書は、金融ビッグバンによる制度変化や我が国経済の現状などを踏まえた上で証券市場の将来像を展望し、その中における東証のあるべき姿について様々な提言を行っている。その内容は、決済期日の短縮や市場間提携の模索から将来の株式会社化検討の可能性にまで及ぶ極めて大胆なものである。

報告書は、ベンチャー株式市場に関しても、株式店頭市場と取引所市場とを対等な地位に位置づけた証取法改正の趣旨や株式店頭市場がマーケット・メイクの強化など取引所市場とは異なる取引の仕組みを志向していることを踏まえ、「公開しようとする企業がいく

² 大崎貞和「米国の電子証券取引ネットワーク（ECN）」『資本市場クォーターリー』99年秋号参照。

れの市場を指向するののかについて、企業の規模等により序列的に定めることは合理的ではなく、各企業が自由に市場を選択できるような環境を整備していくべきである」との認識を示した。その上で、「東証としても、資金調達の円滑化に向け、新興企業の上場を促進していくことが必要であると考えられる」とし、「新興企業について、…既存市場とは明確に異なるコンセプトの新市場を設けることなどについて、…具体的な検討を行っていく必要がある」としたのである³。

なお、東証では、以前から新規性を有する事業を営んでいる企業を対象として上場基準に特則を設け、研究開発費が総売上高の3%以上といった一定の要件を満たしていれば、一部、二部の上場基準に達していないベンチャー企業でも株式を上場できるよう制度を整えていた。しかしながら、この特則の存在そのものが広く知られていたとは言えず、取引所が積極的な勧誘や証券会社への呼びかけを行わなかったこともあって、特則基準による公開の実績は一社もないままであった。

また、大証でも同じように特則基準を設けていたが、1998年12月、それを発展的に解消する形で、営業の主体を大阪周辺に有し、かつ成長事業を営んでいる会社を対象とする「新市場部」を開設した。この新市場には、1999年8月、キャラクター企画・販売のエスケイジャパンが第一号として株式を上場し、11月には、マンションの企画、設計、建設を手がけるSEEDの上場が承認されている。

2) ナスダック・ジャパン構想の波紋

1999年6月15日に米国ナスダック(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が共同で発表した「ナスダック・ジャパン」構想は、我が国における本格的な株式市場間競争の始まりを告げる狼煙のような役割を果たすことになった⁴。東証による新興企業向け新市場の検討も、この構想発表を機に、急速に進展することになったのである。

日米のベンチャー企業株式を売買する新市場「ナスダック・ジャパン」を創設し、2000年末をメドに取引を開始するという計画は、金融ビッグバンの時代にふさわしい大胆な構想として大きな注目を集めた。新市場の準備会社であるナスダック・ジャパン・プランニング社は、9月以降、主要証券会社をメンバーとするワーキング・グループを組織して市場の細目に関する具体的な検討を始める一方、10月には、ベンチャー企業経営者を会員とする「ナスダック・ジャパン・クラブ」の総会を開催した。この組織の会員数は二千名を超えるとも言われる。

これまで我が国では、世界で最も成功したベンチャー株式市場であるナスダック市場を

³ 東京証券取引所証券政策委員会「東証の将来像について ～新たなステージへの道標として～」25頁。

⁴ 大崎貞和・林宏美「ナスダック・ジャパン構想について ―グローバル戦略を展開する Nasdaq 市場―」『資本市場クォーターリー』99年夏号参照。

手本としながら新興企業向け株式市場の仕組みを考えるという傾向が強かった。株式店頭市場改革の過程で、証券会社によるマーケットメイクの導入が常に課題として意識されてきたのも、ナスダック市場がマーケット・メーカー制度によって支えられてきたからだと言ってもよい。それだけに、いわば本家であるナスダック市場自らが我が国に進出してくるというニュースは、証券市場関係者に大きな衝撃を与えた。東証や日本証券業協会からも表面的には冷静なコメントがなされたが、本格的な競争の始まりと受け止めて対応が急がれたことは言うまでもない。

とりわけ、長年にわたって職員を派遣するなど友好関係を維持してきた NASD に裏切られたような形となった日本証券業協会は、8月に「市場改革の行動計画 - 改革のスピードアップ」と題する文書を発表し、株式店頭市場改革へ向けての積極的な姿勢をアピールした。この文書は、中小、ベンチャー企業の利用しやすい資金調達市場の提供とグローバル投資の推進という目標を掲げ、株式店頭市場の登録基準の弾力化、登録準備期間の短縮、マーケット・メイク銘柄の売買執行システムの整備などを積極的に進めていくことをうたっている。同時に、未上場・未登録のいわゆる「未公開株」の市場を米国のピンクシートにならって「グリーンシート市場」と名付け、気配提示の回数を増やすといった改革を進めていくとの方向も明示された。

一方、東証は、政策委員会報告書に盛り込まれた新興企業向け市場の具体化を急ぎ、9月には、新市場「マザーズ (Mothers: Market of the high-growth and emerging stocks)」の創設を発表した。早くも11月には、取引所規則が改正されて正式に市場が開設され、上場申請の受付が始まった。この間、東証の幹部がベンチャー企業を訪問して上場を働きかけるなど、積極的な企業発掘活動を展開したことも注目を集めた。

「マザーズ」の創設は、あくまで2月に発表された政策委員会の報告書に基づいた動きであり、事実上機能していなかった特則市場に対する抜本的な見直しという性格も帯びており、6月に発表されたナスダック・ジャパン構想が検討の直接のきっかけとなったわけではない。しかし、新市場の開設が、異例とも言えるスピードで実現した背景にナスダック・ジャパンに対する対抗意識があったことは否定できまい。また、結果的に、ナスダック・ジャパンへの対抗色が強まることで、新市場に対する注目度が高まるという効果が得られたのも事実である。

3) 取引所外取引解禁の影響

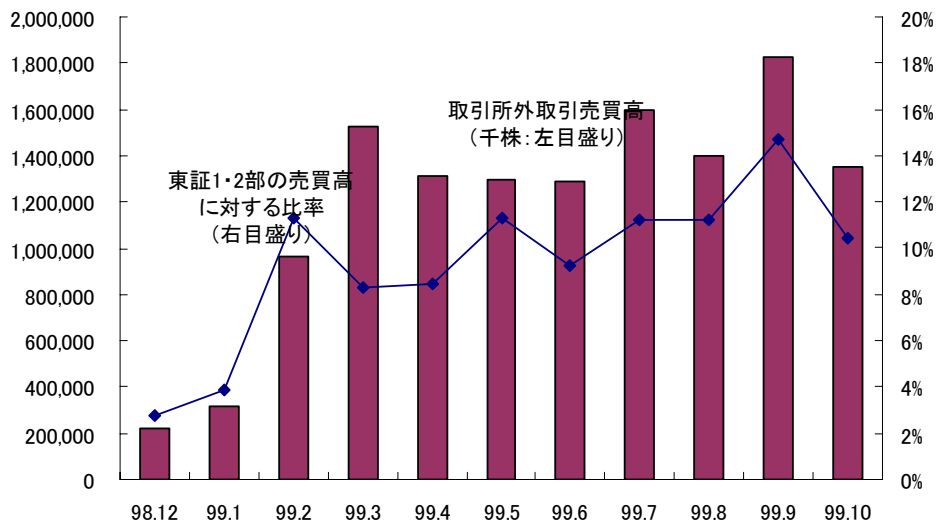
東証が新市場の開設を急いだ背景として、間接的ではあるものの、1998年12月以降の取引所外取引の定着が影響していることも見逃すことができない。

これまで、いわゆる取引所集中原則によって厳しく規制されてきた取引所会員による上場株式の取引所外取引は、金融ビッグバンに伴って、価格の制限や日本証券業協会への報

告義務など一定のルールの下で解禁されることになった⁵。

1999年3月以降、ほぼコンスタントに月間12~15億株程度の取引所外取引が行われ、東証出来高に対する比率は10~15%程度で推移している(図1)。取引所外取引の55.5%(数量ベース、99年1~10月の累計)はバスケット注文であり、37.4%(同)が売買金額5,000万円超の大口注文となっている。バスケット注文の円滑な執行や大口取引によるマーケット・インパクトの回避といった機関投資家の取引ニーズに応える手段として、取引所外取引が積極的に活用されていることがうかがわれる。

図1 上場株取引所外取引の推移



(資料)日本証券業協会、東京証券取引所

この取引所外取引の拡大は、取引所にとっては場口銭収入の減少に直結する、会員証券会社との間における「もう一つの市場間競争」とも言うべき現象である。東証が、取引所外取引の定着を競争上の脅威として受け止め、新たな市場振興策としての新市場創設の検討を急ぐ一つの要因となったとみることは、あながち的外れでもあるまい。

⁵ 大崎貞和「我が国における取引所外取引の解禁」『資本市場クォーターリー』99年冬号参照。

2. 東証の新市場「マザーズ」

東証の新市場「マザーズ」は、1999年11月11日、正式に開設され、17日には、第一陣として、インターネット総合研究所、リキッドオーディオ・ジャパンの2社の上場申請が承認された。12月22日には、売買が開始されたが、2銘柄とも買い注文が殺到し、取引開始当日には初値が形成されないという事態となった。新市場に対する投資家の関心の高さが裏付けられたと言えよう。

新市場の「マザーズ」という名称は、「高成長新興企業のための市場」という意味の英語の略語だが、同時に母親のような温かい目で新興企業を育成していくという思いが込められているという。新市場は、従来の一部、二部市場と並立する独立の市場であり、従来市場とは、市場としてのコンセプトが大きく異なっている。今後の成長・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か、あるいは新たな技術・着想に基づく事業を主要な事業とすることにより、高い成長の可能性を有していると認められる企業が上場対象となる市場である。新市場の上場基準は、従来に比べてかなり緩やかなものとなっているが、東証としては、単なる上場基準の引き下げではなく、基幹市場の一つを新たに育成するという積極的な姿勢で取り組んでいる。

新市場「マザーズ」の特徴としては、次のような点が指摘できる。

① 緩やかな上場基準

新市場「マザーズ」の上場基準は、従来の一部、二部市場に比べて、赤字企業でも株式上場が可能となるなど、ライバル市場となる株式店頭市場の登録基準やナスダック・ジャパンが発表した上場基準案と同程度の緩やかさとなっている（表2）。

同時に、規模が小さい新興企業の株式は流動性が十分に確保されないという懸念もあるため、上場の際して1,000株（五万円額面の場合）以上の公募を行うことや上場時に新たに300人以上の株主を作ることを義務づけるなど、流通株式数を増やすための工夫も凝らされている。また、月平均売買高が10株未満となった場合や3カ月間売買が成立しない場合には上場廃止となるといった規定も設けられている。

② 地域的な限定の撤廃

従来、我が国の8つの証券取引所は、各々が取引所所在地の周辺を「管轄地域」と定め、管轄地域外に所在する企業の上場の際には、当該企業の所在地を管轄している取引所に株式が既に上場されていることを要求したり、管轄地域内に所在する企業よりも厳しい上場基準を課すといった対応をとってきた。こうした取引所の地域独占を認める考え方は、先の証取法改正においても、取引所の免許基準から、いわゆる「経済条項」が撤廃される

など、最近では否定されつつある⁶。

これに対して「マザーズ」では、営業の主体を東証の管轄地域である東京周辺（関東地方、東北地方、静岡県、山梨県、長野県）に有することを要しないとしており、全国の企業に対して広く門戸を開いている。実際、上場候補企業として名前があげられている会社の中には、本社を大阪市に置く企業が2社含まれている（表3）。

表2 株式店頭市場、東証マザーズ、ナスダック・ジャパンの公開基準比較

上場、登録基準	株式店頭市場		マザーズ	ナスダック・ジャパン
	一般企業向け(1号)基準	ベンチャー企業向け(2号)基準		ベンチャー基準
対象企業	原則制限なし	設立経過年数(もしくは主たる事業歴)が10年以下又は新規事業(もしくは主たる事業)に係る費用の売上高に占める比率が3%以上である会社が選択できる。	成長・拡大が期待される分野、新たな技術・着想に基づく事業を主要事業とすることで高い成長可能性を有すると認められる企業。	純資産4億円または時価総額50億円以上または税前利益7,500万円の企業。
発行済株式数	円滑な流通が確保されること。		—	—
株主数	登録日において発行済株式数1,000万株未満の場合300人以上、1,000万株以上2,000万株未満の場合400人以上、2,000万株以上の場合500人以上。	—	上場時の公募等によって新たに300人以上の株主を作ること。	300人以上。
公開する株式数	公開時の浮動株比率30%以上又は最低公開株式数50万株以上。	—	上場時に1,000単位以上の公募を行うこと。	浮動株1,000単位。500単位以上の公募・売出しを行うこと。
利益の額	当期純利益が連結、単体ともに正である。	—	成長事業、新技術事業について売上高が計上されている。	—
純資産額	連結、単体ともに直前期末2億円以上。	公開時時価総額 5億円以上。	上場時時価総額 5億円以上。	浮動株時価総額 5億円以上。
その他	—	—	監査報告書の監査意見は無限定でなくとも可。	—
取消、廃止基準	株式店頭市場		マザーズ	ナスダック・ジャパン
発行済株式数	200万株未満となったとき。		—	浮動株が500単位未満となったとき。
株主数	直前決算期末の株主数が150人未満となったとき。		150人未満となり1年以内に回復しないとき。	300人未満となったとき。
経営状態	最近3年間の各事業年度末において債務超過の状態にあるとき。		最近3年間の各事業年度末において債務超過の状態にあるとき。	—
株式の流動性	最近6か月間の月平均売買高が1万株未満となったとき。		最近1年間の月平均売買高が10単位未満または最近3か月間売買不成立のとき。	浮動株時価総額1億円未満となったとき。
その他	値付率基準を新設、最近6か月間の月平均値付率が20%未満となったとき。		—	—

注) ナスダック・ジャパンの公開基準は案。

(出所) 各市場資料等より野村総合研究所作成。

表3 マザーズの上場企業及び候補企業

企業名	本社所在地	主要な事業内容
インターネット総合研究所	東京・港	インターネット技術支援、受託研究開発
リキッドオーディオ・ジャパン	東京・新宿	ネット上での音楽配信事業
ネクストウェア	大阪市	システム開発、コンサルティング
バリュークリックジャパン	東京・文京	インターネット広告
グローバルインシュアランス	東京・千代田	金融・保険のコンサルティング
ディジット	東京・港	インターネット関連出版、広告
ぷらっとホーム	東京・千代田	パソコン周辺機器、ソフト開発
エヌ・エス・ジェー	東京・港	電子認証関連のソフト開発
アクセス	東京・千代田	携帯情報端末関連のソフト開発

⁶ 大崎貞和「我が国における証券取引所規制の見直し」『資本市場クォーターリー』98年夏号参照。

ブイシंक	東京・渋谷	デジタル方式の音楽配信事業
クレイフィッシュ	東京・新宿	インターネット技術開発
日本通信	東京・品川	電話回線の再販売
オン・ザ・エッジ	東京・港	システム開発
サイバーエージェント	東京・港	インターネット広告
プラネックスコミュニケーションズ	東京・千代田	ネットワーク機器販売
オートバイテル・ジャパン	東京・江東	ネット上での自動車販売
まぐクリック	東京・渋谷	電子メール広告配信
ドリーム・アーツ	東京・港	ネットワーク関連ソフト開発
サイトデザイン	東京・千代田	システム開発、コンサルティング
カラーフィールド	東京・渋谷	オンラインダイレクトマーケティング
エスエフディ	東京・千代田	インターネット関連サービス
ザクソン	大阪市	インターネット接続業
ネットウェブ	東京・港	インターネット関連サービス

注) インターネット総合研究所、リキッドオーディオ・ジャパンについては上場承認済み。

(出所) 『日本経済新聞』1999年11月25日付け。

③上場企業の負担軽減

新市場「マザーズ」では、創業間もない新興企業でも上場手続きを進められるよう、申請企業の事務的、費用的な負担を軽減する工夫がなされている。例えば、上場申請のために提出する書類のうち、作成に大きな手間がかかると指摘されていた有価証券報告書「Ⅱの部」の提出は不要とされている。また、上場審査料は既存市場の半額とされており、毎年納入しなければならない年賦課金も、上場後3年間については企業の負担を軽減する措置が講じられている。上場審査期間についても、申請から承認までを1カ月程度に短縮することがうたわれている。

④ディスクロージャー面での工夫

新市場がターゲットとする創業間もない新興企業は、既存市場の上場企業に比べて高い成長性が見込める反面、リスクの大きい投資対象となることが予想される。このため、「マザーズ」では、リスク情報の適切な開示を求めるとともに、取引所の上場審査部が、企業内容・リスク情報等の開示の適切性を中心とした上場審査を行うものとしている。

また、上場後は、四半期ごとの業績概況の開示を求めるとともに、上場後3年間は、取引所の施設を会場とする投資家向け会社説明会を年2回以上開催することが義務づけられている。説明会場として旧立会場を利用するとの考え方も示されている。

3. 株式店頭市場とナスダック・ジャパン構想をめぐる最近の動向

1) 株式店頭市場をめぐる動向

株式店頭市場の運営機関である日本証券業協会は、既に触れたように、「市場改革の行動計画」と題した文書を発表し、改革へ向けての積極的な姿勢を強調している。しかしながら、この文書に盛り込まれた「NASD との価格情報・企業情報の交換」といった提携構想が、NASD 側によって否定されたとの報道が流れるなど、協会の対応には、ややちぐはぐな点が見られることも否めない。株式店頭市場の実務面を担当していた協会の現職課長がナスダック・ジャパン・プランニング社に入社するといった事態も生じている。

その後、協会は、地方取引所単独上場企業に対して店頭登録への移行を促していくなど、企業への働きかけを積極化しているほか、店頭登録審査にあたって提出を要する有価証券報告書「Ⅱの部」について記載項目を簡素化するなど、「マザーズ」にならった企業の負担軽減措置も講じている。また、協会は、店頭登録基準自体についても、基準の弾力的運用を認めることで、形式的に基準を満たさない企業についても、株式店頭市場での公開を可能にしようとしている。最終的な決定はなされていないものの、ベンチャー企業向け基準とされる「二号基準」の弾力的な運用を認めるという方向で検討が進められている。

2) ナスダック・ジャパン構想をめぐる動向

(1) ナスダック・ジャパンと大証の全面的な提携

ナスダック・ジャパン構想をめぐることは、10月以降、新たに証券業協会を設立して市場の運営にあたるという従来の方針を転換して、大証との全面的な提携をめざしているとの報道がなされたほか、準備会社の社長交代といった観測情報も流されたが、当事者からの正式な発表は、「ナスダック・ジャパン・クラブ」の総会が開催されて以来、一切行われていなかった。

ところが、1999年12月24日になって、ナスダック・ジャパン・プランニング株式会社と大証が、ナスダック・ジャパン市場の創設と運営を協力して進めていくという趣旨の合意書に調印したと発表した。

合意の主要な内容は以下の通りである。

- ① 2000年6月末の取引開始を目標に、大証の新しい市場として「ナスダック・ジャパン市場」を創設する。
- ② ナスダック・ジャパン市場の基本方針や上場基準、情報開示基準、取引ルールについての大綱を定める機関として、「日本ナスダック協会」を設立する。当協会の会長には樋口廣太郎氏（アサヒビール名誉会長）、副会長には孫正義氏（ソフトバンク社長）が就任し、内外主要証券会社の代表者（10名程度）、大証（副理事長を含む3名）、

米国ナスダックの代表者（3名）、財界人など計20名程度がメンバーとなる。

- ③ これまでナスダック・ジャパン市場の設立準備を進めてきたナスダック・ジャパン・プランニング社は商号を変更して新市場の運営サービス会社となる。同社の社長には佐伯達之氏（日本IBM副社長）が就任する。同社は、ナスダック・ジャパン市場への技術サービス、ソリューション等を提供するものとされるが、その最大の役割は、上場候補企業の発掘営業活動の推進である。
- ④ ナスダック・ジャパン市場は、当初、国内ベンチャー企業の株式公開の場としてスタートするが、今後の展開として、米国ナスダック、欧州で設立されるナスダック・ヨーロッパとの市場間接続を実現し、「24時間取引の実施に向けて前向きに検討」する。

ナスダック・ジャパン市場は、米国ナスダック市場及び今後開設されるナスダック・ヨーロッパ市場との間で相互上場、各市場会員による相互のアクセス開放などを進めていきたいとしている。将来的には東南アジア諸国株式のナスダック・ジャパン市場における取引も視野に入れるという。また、これまでナスダック・ジャパン構想を推進する原動力となってきたソフトバンクの孫社長は、グループ会社、投資先などの株式公開をナスダック・ジャパン市場で積極的に進めるとしている。

（2）提携合意に対する評価

この合意が円滑に実行されれば、ナスダック・ジャパン構想実現の妨げとなってきた疑問点（誰が市場へ参加するのか、取引仕法や受渡・決済はどうするのか、システム開発コストをどうするのか等）は、ほぼ解消されることになる。取引システム、上場審査・市場監視体制などが整った大証が取引インフラを提供することで、大きなコストをかけずに新市場を開設できる見通しが開かれたと言える。また、取引参加者は既存の大証会員証券会社である⁷。

このように、両者の合意にみられる最大の特色は、その現実性にある。ナスダック・ジャパン構想が発表された当初強調されていた米国ナスダック 5,000 銘柄の取引といった壮大な目標は影を潜め、国内ベンチャー企業の株式公開が前面に出されることになった。また、大証の既存システムを活用することで取引システムを全面的に新規開発する必要がなくなったため、結果的に取引の開始予定を当初の2000年末から2000年6月末へと前倒しすることも可能になった。ナスダック側は、引き続き新しい取引システムの開発を進め、将来的には、そのシステムを日、米、欧三市場における基本システムとしたいとの意向を示しているが、そうしたシステム開発を完了させるまでもなく取引を開始できることは、先行する株式店頭市場やマザーズとの競争上、極めて重要なポイントとなる。

もっとも、ナスダック・ジャパン市場の重要なセールスポイントとなる国際性という面

⁷ ナスダック・ジャパン市場での取引のみに参加する特別会員制度の導入も検討されているとされる。

では、まだ不透明な点も残る。例えば、欧米市場との相互上場、相互アクセスを全面的に実現するには、各国のディスクロージャー規制の違いや証券会社規制など様々な法規制上のハードルをクリアしなければならない。

むしろ、市場の国際性を高めるという観点からは、マイクロソフト、インテル、シスコ・システムズといった米国ナスダック市場の有力企業数社を早期に新市場へ上場するという現実的な方策が講じられることが十分に考えられる。もともと、ナスダック側からすれば、日本における市場開設の最大の狙いは、ベンチャー企業の発掘というよりは、日本人投資家によるナスダック銘柄の取引活発化と本邦大手企業株式のナスダック市場登録促進にあったのだから、これは自然の成り行きとも言える。米国ナスダック市場を代表するハイテク企業の上場が実現すれば、ナスダック・ジャパン市場は、単にマザーズや店頭市場のライバルというだけでなく、東証外国部市場とも競合する市場となる。これが一つのきっかけとなって個人投資家を中心に米国株投資への関心が高まることも期待できるかも知れない。

なお、構想発表当初、ソフトバンクという民間企業の役割が強調されることで市場としての中立性が疑われるという指摘もなされた。孫氏は、依然としてソフトバンク・グループ各社のナスダック・ジャパン市場での株式公開を進めることで市場を拡大させるという方針を強調しているが、大証との合意では、上場審査や取引ルールの制定は大証の機構を通じて行うことが明確化されており、市場の「私物化」に関する懸念は、やや薄らいだと言えよう。

4. 現状に対する評価

ナスダック・ジャパン構想の発表と東証の新市場マザーズの創設によって、我が国においても、既存の株式店頭市場と三つ巴のベンチャー株式市場間競争が本格化することになった。市場間の競争を通じて、新興企業にとって株式公開の場が広がるとともに、低コストで質の高い市場インフラが提供されるようになることが期待される。

もっとも、複数の市場が競合することが、直ちに好ましい結果につながるという保証はない。いずれの市場も不活発となって、いわば「共倒れ」に終わる可能性もあれば、市場によって大きく明暗が分かれるといった可能性もある。

株式市場の成否を計る目安は、市場の規模（時価総額）であり、市場の流動性であろう。また、公正な価格形成が行われ、投資家が安心して取引に参加できる市場であるかどうかといった点も重要である。証券取引所の株式会社化が進むなど、世界的に株式市場の運営者がビジネス化しつつあることは否定できないが、株式市場というものが高度の公益性を有する機関であることも忘れてはなるまい。

こうした観点から、我が国におけるベンチャー株式市場間競争の現状を評価するとすれ

ば、次のようなコメントを加えることができよう。

第一に、中堅・ベンチャー企業の株式発行による資金調達を拡大するという視点が強調されるあまり、必要以上に登録・上場基準の緩和や手続きの簡素化ばかりが急がれているという側面はあるまいか。既に、各市場の公開基準は、国際的にみても相当緩やかなものとなっている。米国のナスダック市場では1997年8月に登録基準を引き上げ、多数の銘柄の登録を廃止してまで市場の質の維持・向上を図ろうとしている。我が国の店頭市場についても、1998年12月の登録基準見直しで、市場の流動性確保を重視する登録廃止基準の強化が実施されたが、市場間競争の中においても、そうした姿勢が堅持されるべきであろう。

第二に、上記の点とも関連するが、いずれの市場についても市場運営者の登録・上場審査への係わり方が、やや消極的ではなからうか。株式店頭市場においては、相対の店頭取引から発展した市場であるという歴史的経緯もあり、以前から登録を申請する会員証券会社が審査を行うという仕組みがとられてきた。マザーズ、ナスダック・ジャパンにおいても、証券会社によるデュー・ディリジェンス（書類の不実記載等に関する法的責任を免れるために行う審査）の役割が強調され、市場運営者による審査は、内容・期間ともに簡素化されるようである。

株式の新規公開において、証券会社の引受責任が重大であることは論をまたないが、市場運営者としても、市場の質を維持・向上させるために積極的な審査を行うべきではなからうか。従来の公開審査に対する不満が強かったのは、画一的な基準の押し付けといった面が少なくなかったためであり、取引所の審査という仕組みそのものに問題があるわけではない。登録審査を軽視して、結果的に市場を崩壊させてしまったアメリカン証券取引所のECMの轍を踏むことがあってはならない⁸。

第三に、市場の流動性確保という点では、更に工夫が凝らされるべきではなからうか。株式店頭市場においては、1998年12月から本格的なマーケット・メイク制度が導入されたものの、システム面での不備などもあって、価格情報の透明性に関して問題が指摘されて

⁸ ECMとは、1992年3月にアメリカン証券取引所が開設した小型株市場である。ナスダック市場からの移行を希望する企業には特に緩やかな上場基準を適用するなど、IPOの主要な場としての地位をめぐるナスダック市場との競争を強く意識して創設されたが、1994年10月以降、新規の上場がストップし、1995年には閉鎖されるに至った。

ECMが閉鎖に追い込まれた最大の要因は、上場企業にまつわる様々なスキャンダルの発生にある。市場開設から数週間後の92年6月には、上場企業の一つPNF Industries社（1992年7月ECM上場廃止）の大株主の一人が、元放火犯で、かつ6年前にオプションの詐欺取引でアメリカン証券取引所を追放された人物であったことが新聞で報道された。また、1994年9月には、ECM設立時の上場企業の一つPrintron社（1993年4月にECM上場廃止）の会長が、性転換して改名し、過去にSECから訴えられていたという経歴を取引所に報告していなかったことが明らかになった。

ECMが失敗した背景としては、ナスダック市場に対する対抗勢力としての実績を示そうと焦るあまり、上場基準の適用を厳格に行わず希望的観測に基づいて緩やかにしたり、十分な取引高が期待できないような企業まで上場を強行したという点が指摘できる。ECMにおける取引は、同じような規模の企業の株式が取り引きされているナスダック市場のスマールキャップに比べても、かなり不活発なものに留まっていたのが実情である。

いる。また、一部では、売買気配スプレッドが縮小しない、執行に応じる注文の大きさが限定されているといった不満の声も聞かれるようである。一方、マザーズについては、東証の従来の取引システムを利用した売買が予定されており、取引の対象が新興企業の株式であるだけに、かつて株式店頭市場で問題となったような流動性の欠如が顕在化することも懸念される。上場時の公募義務や流動性に着目した上場廃止基準が設けられているものの、それだけで流動性の向上が期待できるかどうかは不透明である。また、ナスダック・ジャパンに関しては、マーケット・メイク制をとるのか、東証のようなオーダー・ドリブン方式の取引システムを採用するのかといった基本的なスタンスすら必ずしも明確にはされていない。

欧州のベンチャー株式市場では、流動性の確保と価格の向上を図るために、マーケット・メイク制とコール・オークションやザラバ取引など、オーダー・ドリブン方式の売買仕法を組み合わせるなど、工夫が凝らされている（前掲表1）。我が国においても、「マーケット・メイク制は店頭取引の仕法、取引所市場はオークションの場」といった観念にとらわれることなく、ハイブリッドな取引仕法が模索されるべきではなかろうか。

第四に、ビジネス・ライクな市場運営者としての取引所（あるいは協会）と市場の公正さを確保する自主規制機関としての取引所（あるいは協会）という二つの異なる役割をバランスよく果たしていけるかどうか、市場の成否を大きく左右するであろう。現在のところ、新たに創設されるマザーズ、ナスダック・ジャパンに関しては、上場候補企業へのマーケティング活動がクローズ・アップされていることもあり、ともすれば、「企業向けの市場サービス業」とも言うべき側面が強調されがちになっている。もちろん、市場を管理する自主規制機関としての真価が問われるのは、実際の取引が開始されてから後のことであり、現時点での拙速な判断は慎むべきだが、今後の市場の在り方が注目されているという事実だけは銘記する必要がある。

なお、制度設計という立場からは、現在の取引所や協会といった市場運営者が負わされている広範な自主規制機能をもう少し限定的なものに改め、独立の自主規制機関に委ねるという考え方もあり得る。市場間の競争が、取引所や協会が運営する市場だけでなく、法的には証券会社が運営するものとして位置づけられる電子取引システムまでを巻き込んで展開されている米国では、そうした議論も提起されている⁹。

（大崎 貞和）

⁹ 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。