

## ナスダックの日本撤退とその影響

2002年8月16日、大阪証券取引所は、同所が開設するナスダック・ジャパン市場に関する業務協力契約の当事者であるナスダック・ジャパン社から契約解除の申し入れがあり、それを受け入れたと発表した。これによって、両者間の協力契約は、10月15日をもって解消された。一方、8月19日には、米国ナスダック市場の国際部門を担当するナスダック・インターナショナル社のジョン・ヒリー会長が記者会見し、日本からの撤退を正式に発表した。ナスダック・ジャパン市場は名称を改めた上で引き続き大証によって運営されることとなったが、企画会社ナスダック・ジャパン社は、清算されることになった。

### 1. ナスダック撤退の背景

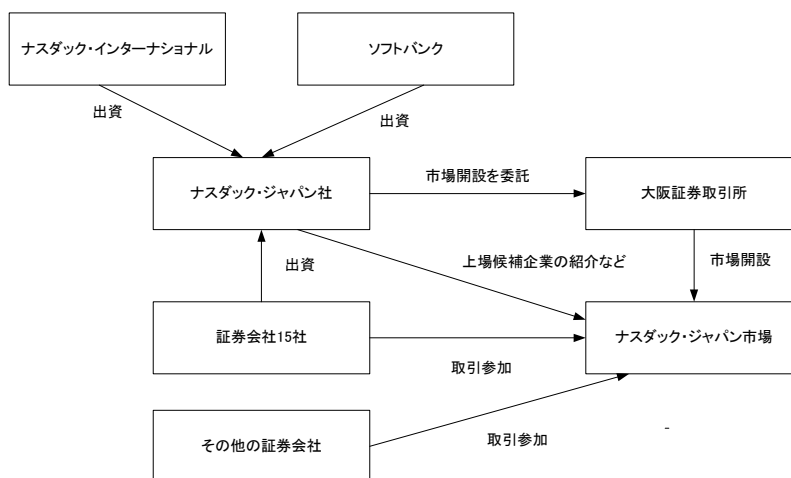
1999年6月15日、米国でナスダック市場を運営する全米証券業協会（NASD）とソフトバンクは、日本における新たなベンチャー企業向け株式市場「ナスダック・ジャパン」を開設する構想を発表した。両者が合弁で設立した企画会社ナスダック・ジャパン・プランニング社は、同年12月、大阪証券取引所と提携し、2000年6月には、大証の新市場としてナスダック・ジャパン市場が発足した。また、2000年10月には、内外の証券会社15社がナスダック・ジャパン社（ナスダック・ジャパン・プランニングを改称）の増資に応じた（図表1参照）。

ナスダック・ジャパン市場は、ジャスダック（株式店頭市場）、東証マザーズと並ぶ新興企業向け株式市場として株式新規公開（IPO）の主要な場の一つとなり、市場開設後の二年間で上場会社数が90社を上回った。

しかしながら、ナスダック・ジャパン社の経営状況は思わしくなかった。同社は、ナスダック・ジャパン市場の運営に関する企画を行い、上場候補企業を発掘するとともに、取引システムの開発なども行っていたが、①積極的な人材スカウトに加えて、盛大なパーティの開催やゴルフ大会への協賛・参加などで人件費を始めとするコストがかさんだこと、②上場審査料や上場手数料からの配分金収入が当初見込みを下回ったこと、③システム開発に多額の費用を要したこと、などから大幅な赤字に陥り、2001年末には累積損失が50億円以上に達したのである<sup>1</sup>。

<sup>1</sup> ナスダックの会見では、こうした諸事情が撤退の理由であるとはせず、「日本の景気低迷」が理由とし

図表1 ナスダック・ジャパン市場をめぐる当事者の関係



(出所)野村総合研究所

加えて、システム開発をめぐる計画の見込み違いもあった。ナスダック・ジャパン社は、自らが開発した取引システム（従来のオーダー・ドリブン方式にマーケット・メイクの要素を取り入れた「ハイブリッド方式」のシステム）をナスダック・ジャパン市場で活用することを考えていた。しかし、取引参加者（証券会社）の間では、当該システムを採用すると対応システムの構築に多額の費用を要する上、フロント・ランニング等に関する法令の制限との係わりが不明確であるなど取引仕法に問題があるとの声が強く、採用のメドが立たなかったのである。

また、米国のナスダック自体が、従来の証券業協会が運営する市場という法的地位を捨て、将来の株式上場も視野に入れながら独立した証券取引所に改編される中で、不採算の海外事業を整理する必要に迫られるようになった<sup>2</sup>。これはとりわけ、提携解消の最終決断を迫られるぎりぎりの局面で大きく影響した。すなわち、8月8日に米国ナスダックが第2四半期の決算に際して、ナスダック・ジャパン社向け投融資2,010万ドルを全額償却したと発表したことで、提携解消へ向けた動きがあることが明らかになってしまったのである。

結局、8月16日にナスダック・ジャパン社は臨時取締役会で営業停止を決定し、大証に対して業務協力契約の破棄を通告した。

て強調された。

<sup>2</sup> 大崎貞和・吉永秀樹「自主規制機能への純化を進める全米証券業協会」『資本市場クォーターリー』2002年夏号参照。なお、ナスダックの会見では、米国の事情が撤退決定に影響したとの見方を否定している。

## 2. ナスダック撤退後のナスダック・ジャパン市場

### 1) 市場の機能は影響を受けず

ナスダック日本撤退のニュースは、各方面から大きく注目された。しかしながら、ナスダック・ジャパン市場における毎日の取引は、ナスダックによる撤退発表後も通常通りに行われ、既に進行中であった新規上場手続きにも特段の影響はなかった。8月16日の撤退発表以降、9月末までに5社が新たに株式を上場した。

このように、ナスダック撤退の影響が直接的には小さかった背景には、ナスダック・ジャパン市場の、やや特異な市場の仕組みがある（前掲図表1参照）。ナスダック・ジャパン市場は、ナスダック・ジャパン社との協力契約に基づいてとはいえ、大証が規則に基づいて開設、運営している市場であり、同市場に株式を上場している企業は、全て大証一部、二部、新市場の上場会社と同様に、大証上場企業である。清算されることになったナスダック・ジャパン社は、市場に関するプロモーション活動や企業へのアドバイス提供を主要な業務内容としており、市場の日常的な運営には直接携わっていない。

なお、大証は、ナスダック・ジャパン社による契約破棄の通告を受けて、直ちに、ナスダック・ジャパン市場を「ジャパン・ニュー・マーケット（仮称）」に名称変更し、運営を継続すると発表した。その後、大証は、市場の新名称を公募し、9月30日には、452件に上る応募の中から「ニッポン・ニューマーケットーヘラクレス」を正式名称とすると発表した。検討にあたっては、大証の社外取締役を委員長とする名称選定委員会を設置し、外部有識者の意見を踏まえ、新しい市場の理念を表す名称という性格を考慮したという。実際の変更は12月16日に実施される。

### 2) 企業への心理的影響は小さくない

日常的な取引に関して即座に大きな影響は出なかったとは言えるものの、ナスダック・ジャパン市場に既に上場している企業や今後の上場を検討していた企業は、ナスダックの撤退という事態を軽く受け流すことはできなかった。

ナスダック市場や東証マザーズといった他の選択肢もある中で、ナスダック・ジャパン市場での株式を公開した企業の中には、「ナスダック」というブランドが持つ国際的かつ先進的なイメージやナスダック側が描いていた日米欧三極を結ぶグローバル取引の計画に惹かれて市場を選んだというケースが少なくない。とりわけ、そうした企業からみれば、「ナスダック」ブランドを欠いた大証の「ニュー・マーケット」に上場し続けるべきかどうかは、自明ではないだろう。

事実、ナスダックの撤退発表以降、加賀電子、ギガスカンサイ、ドンキホーテの3社が

ナスダック・ジャパン市場の上場廃止を申請した。もともと、これら 3 社は、いずれも東証一部もしくは名証との重複上場銘柄である。ナスダック・ジャパン単独上場の会社では、CVS ベイエリアが 9 月 2 日に東証への上場を承認されたが、これは、以前から東証への上場を申請していた結果であり、ナスダックの日本撤退とは直接関係がない。

また、朝日新聞社が 9 月上旬から中旬にかけてナスダック・ジャパン市場上場企業を対象に行ったアンケート調査の結果では、回答を寄せた 91 社中 39 社が「引き続き上場する」としたのに対し、6 社が他市場への上場を希望し、28 社は「新市場に残りつつも、他市場への上場も検討する」とした。他市場への上場を検討する理由としては、「もともと検討していた」とする企業が多いが、「撤退で市場の価値が下がるのを恐れた」という理由を挙げた企業もあったという<sup>3</sup>。

### 3. ナスダックの功罪と今後の展望

#### 1) 功績は否定できないが無責任

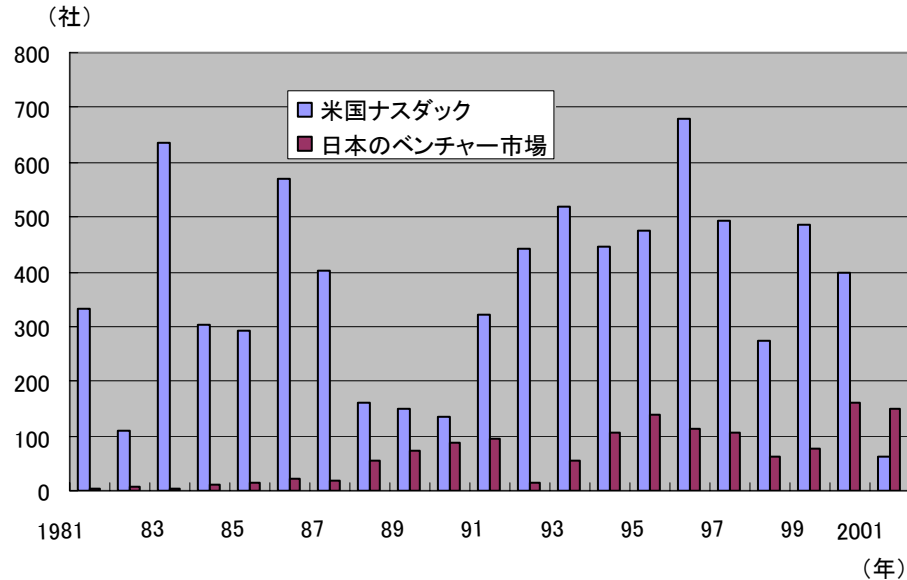
「黒船来航」のような衝撃をもって受け止められ、わが国に本格的な新興企業向け株式市場間競争をもたらしたナスダック・ジャパンは、構想発表から 3 年余、市場開設から 2 年余であっけなく幕を閉じることになった。

この間、東証マザーズの開設、株式店頭市場（現ジャスダック市場）改革の進展などによって、わが国の IPO をめぐる環境は大きく変化した。最近では、景気の低迷もあって、新興企業向け市場が活況を呈しているとは言えない状況である。しかし、2001 年には、ネット・バブル崩壊で米国の IPO 市場が失速したこともあり、わが国の新興企業向け 3 市場における IPO 件数は、米国ナスダックを上回った（図表 2）。これは、史上初の快挙である。世界的にみても、ドイツなど欧州市場での IPO も低迷しており、わが国の順調ぶりは例外である。こうした事態は、ナスダックが、大胆な構想によって従来の市場秩序に一石を投げなければ、実現しなかったであろう。この点では、ナスダックの功績は否定できない。

しかしながら、ナスダックが、株式市場の運営から、わずか二年で手を引くという決断に至ったことは、大変遺憾なことであり、企業、投資家、取引参加証券会社の間におけるナスダック市場に対する信頼感を大幅に損なったと言わざるを得ない。取引所が株式会社化を進めるなど、市場運営をビジネスと考える見方が定着しつつあるのは事実だが、投資家に対して円滑な流通の場を提供するというビジネスは、長期的な観点から取り組むべきものであり、一年や二年の経営不振だけで簡単にあきらめてよいはずはない。

<sup>3</sup> 『朝日新聞』（大阪版）2002 年 9 月 26 日付け。

図表 2 日米における IPO 件数の推移



(出所) 野村総合研究所

## 2) ナスダック、ソフトバンクの問題点

そもそも、今回の撤退決断の引き金となったナスダック・ジャパン社の経営不振の源が、ナスダック及びソフトバンクの見通しの甘さにあったことは、大いに批判されるべきであろう。例えば、ナスダック・ジャパンの目玉とされた日米欧三極を結ぶグローバル取引というアイデア一つとっても、実現性に向けては多大な障害があるなど、構想そのものが非現実的な前提に基づいていたことは否めない<sup>4</sup>。

しかも、両社は、市場の成長見通しに関して、過度に楽観的であった。例えば、ソフトバンクは、「ナスダック・ジャパン・クラブ」を組織するとして構想に関心のあるベンチャー経営者に声をかけたら一挙に 1,400 人もが集まったので有頂天になってしまったように思われる。しかし、株式を公開したい企業経営者が多数いるのは当たり前である。問題は、公開を希望する企業が、投資家の眼鏡にかなうかどうかなのに、「公開希望イコール公開予定」とするような計画を作成してしまった。ナスダック側は、自らの見通しが外れた理由を「日本経済の低迷」によるものとして説明しようとしているが、世界の株式市場でナスダック・ジャパン社の見通しほどの急成長を遂げた例は未だかつてない<sup>5</sup>。日本経済が好調

<sup>4</sup> これは決して後知恵ではない。筆者は、構想発表当時から構想全体の実現性や方法に対して疑問を呈していた。大崎貞和・林 宏美「ナスダック・ジャパン構想について」『資本市場クォーターリー』1999年夏号、大崎貞和『株式市場間戦争』（ダイヤモンド社、2000年）参照。

<sup>5</sup> 例えば、ナスダック・ジャパン社は、市場開設一年半後の2001年末時点での上場企業数を850社と見込

を持続していたとしても、決して正当化され得ない無責任な見通しであったと言わざるを得ないだろう。

当初の見通しの甘さばかりでなく、市場がスタートした後の両社の対応にも大いに問題があった。例えば、グローバル取引を実現するためには、米国ナスダック市場に上場されている株式が、ナスダック・ジャパン市場でも同時上場される必要がある。それには、日本語での有価証券報告書作成など多くのコストがかかる。東証外国部上場企業数がどんどん減少するなど、米国を含む外国企業は、日本市場での上場に積極的ではないのが実情である。ところが、ナスダックとソフトバンクは、米国企業に上場を促す努力も工夫もせず、結果的にナスダック・ジャパン市場に上場する米国企業は、ただの一社も現われなかったのである。

取引システムをめぐる問題がこじれたのも、ナスダック側の日本市場に対する無理解による面が大きいように思われる。ナスダック側は、あくまで米国市場のあり方を前提に作成した使用を日本の取引参加者に対して押し付けようとした。接続システムの構築コストが過大だし、市場の現状に合わない、国内法上の問題も懸念される、という証券会社の声に耳を貸そうとはしなかった。結局、大証の取引参加証券会社は、新システムの導入にこぞって反対したのである。

### 3) 制度面の課題と今後の展望

一方、今回の事態は、ナスダック・ジャパンという当局による許認可や規制に服することのない一事業会社が、「市場運営の企画」といった名目で株式市場の開設に関与することの問題点を浮き彫りにしたとも言える。証券取引法は、株式会社形態による証券取引所の設立を認めつつも、市場の運営という業務の公益性の高さに鑑み、証券取引所の解散を認可事項としている（証取法 135 条）。ところが、今回のナスダック・ジャパン社の清算の可否には、政府は介入することができないのである。もちろん、ナスダックの撤退が市場の廃止と同じでないことは上述した通りだが、上場企業等への影響が小さくないだけに、制度面の問題は看過できないであろう。

もっとも、ナスダックの日本撤退が、わが国における新興企業の株式公開に与える影響は少ないだろう。上述のように、大証による市場運営は今まで通り継続されるし、万一、大証での上場継続を望まない企業があったとしても、他の新興企業向け市場への鞍替えは決して困難ではない。新たに IPO を考える企業にとっても、今回の事態によって、株式公開が難しくなるといった懸念は全くない。また、ナスダックの撤退で、直ちに市場間競争による市場全体の効率性向上という効果が薄まるわけでもなからう。

いずれにせよ、ナスダックの撤退は、わが国における新興企業向け市場の問題点の表わ

---

んでいたとされるが、このようなハイペースでの上場企業数の増加は新たに開設された市場では例がなく、

れでもなければ、わが国における市場間競争の行き過ぎや問題点を示すものでもない。この点は、いくら強調しても、強調しすぎということはない。とはいえ、今回の事態をきっかけとして、新興企業向け市場の再編といった動きが本格化する可能性は否定できない<sup>6</sup>。とりわけ、大証は、以前からナスダック・ジャパン市場とジャスダック市場との統合の可能性を視野に入れてきたとも言われる。各市場をめぐる今後の動きが注目される。

(大崎 貞和)

---

強いて言えば、1990年代の米国ナスダック市場における新規公開のペースだけが該当する。

<sup>6</sup> 例えば、2002年8月20日付け『日本経済新聞』社説は、大証とジャスダックを統合し、東証との競争を展開させるといった図式が望ましいものと主張としている。