

IPO後の企業成長と取引所の役割

淵田康之

●新興市場開設ブームから15年

アベノミクスを背景に、久々にIPOが活発化している。ベンチャー投資促進税制の創設、投資型クラウドファンディングの利用促進に向けた金融商品取引法改正、公的年金等のポートフォリオへの組入れなど、新興企業育成を目指した政策も相次いで導入・検討されつつある。

しかしIPOを実現しても、その後、順調な成長軌道に乗れない企業も少なくない。新興企業育成政策の成否は、起業やIPO数の増大だけではなく、その後、企業がどれだけ一人前に育ったかどうかによっても評価されるべきであろう。

IPO後における企業の健全な発展のために、資本市場はいかにあるべきか？過去15年のわが国の新興市場の経験から、いくつかの教訓を得ることができる。

1999年6月、NASDAQとソフトバンクは、ナスダック・ジャパン構想を発表し、NASDAQ並みの緩やかな登録基準の下、若くても成長性のある企業の株式公開を可能とする市場の創設を宣言した。

これに背中を押される形で、同年11月に東証が開設したのがマザーズである。マザーズ開設より一足早く、10月には名古屋証券取引所がセントレックスの開設にこぎつけている。

2000年に入ると、4月に札幌証券取引所がアンビシャスを開設。5月には、ナスダック・ジャパンが、大証の新興企業向け市場として開設された。同じく5月に、福岡証券取引所がQ-Boardを開設した。

その後、ナスダック・ジャパンは、2002年12月にヘラクレスとなり、2010年10月には店

頭登録制度の流れを汲むジャスダック証券取引所と統合し、新ジャスダックとなった。そして2013年7月、東証と大証の現物株市場統合の結果、日本取引所傘下の東証の中に、かつてライバル関係にあったマザーズとジャスダックが並存する形となり今日に至っている。

●新興企業の特徴とリスク

過去15年の新興市場の歴史において、大きな飛躍を遂げた企業も数多いが、全体で見れば様々な曲折があったことは否めない。

それを象徴しているのが、マザーズ指数の推移である。同指数は、2003年9月12日を1000として算出されて以降、2006年1月16日には2799と最高値を記録したが、同日夕刻に勃発したライブドア・ショックを機に、1週間で30%を超える下落に転じた。

同指数はその後も低迷を続け、リーマン・ショック後の2008年10月10日には269と、ピークの10分の1にまで低下した。

マザーズでは、2009年11月に上場した某企業の売上がほとんど粉飾であったことが判明し、僅か半年で上場廃止となるなど、その後も市場の信頼を揺るがす問題が発生している。

昨今の株価上昇で、TOPIXはリーマン・ショック前のピークの7割近くまで回復しているが、マザーズ指数は、いまだピークの3割にも達していない。

新興市場は、ITバブルの崩壊やリーマン・ショックといった荒波を経験した。しかし、それ以上に、一握りの企業の問題が、参加者全体に不信感を抱かせたことの影響が大きかったと言えよう。

新興企業の特徴は、株主構成において個人投資家の比率が高いことである。特に、時価総額100億円未満の企業の場合、機関投資家の投資対象とはなりにくく、個人投資家による投資が主体となる。

これが意味することは、企業に対してプロの投資家による市場規律が働きにくいこと、そして、企業に問題が生じた場合、多くの個人投資家が損失を被るということである。

近年は、エクイティ・ファイナンスの手段が多様化するなか、深刻な資金繰り難の企業や上場廃止基準に抵触しそうな企業が、大幅な希薄化を伴うファイナンス等を行い、個人投資家に大きな損失をもたらす事例も目立つ。

●市場セクション及び指数の再検討

市場規律が十分機能しないとすれば、重要なのは市場開設者である取引所の役割である。

この場合、「新興市場改革」というより、小規模上場企業対策という発想が適切かもしれない。「新興」の定義は曖昧であるし、プロの投資家の関与が少ないことは、新興企業だけの特徴ではなく、小規模企業全体の特徴だからである。

マザーズを見ても、開設後15年を経て、「新興」とはみなしにくい企業も混じっている。そこで本年4月より、上場後10年超の企業は、高い成長可能性を証明できなければマザーズから東証2部に移管されることとなった。

しかし、個人投資家への注意喚起という観点からは、「新興」か否かではなく、時価総額が小さく、プロの投資家の関与が少ない企業をより明確に区別することが考えられる。

米国の小規模上場企業の多くは、NASDAQ Capital Marketで取引されている。NYSEには、小規模企業は少ない。市場セクションと企業規模が相当程度対応している。

東証の場合、小規模企業は1部、2部、マザーズ、ジャスダック、TOKYO PRO Marketと、多数のセクションに分かれて取引されている。

東証1部には、マザーズの全上場企業数を上回る数の時価総額100億円未満の企業が存在する。

東証と大証の統合の成果を発揮するという観点からも、新たな「新興」ないしは、小規模企業セクションへの再編を構想することも考えられよう。

さらに、JPX日経インデックス400におけるように、何らかの定性的評価の観点を盛り込んだ株価指数を、小規模上場企業を対象に導入することも考えられよう。

現状では、企業の業績等に関わらず、売買が活況となると、機械的にインデックスに採用され、これをもって市場を代表する企業になった証としてIRが行われる事例も目につく。

●上場会社監査事務所登録制度の問題

新興企業で生じがちな不適切会計処理の問題などは、契約先の会計監査人が適正な監査を行っていれば抑止できたと思われる場合も多い。

上場会社の監査は、日本公認会計士協会が管理する上場会社監査事務所名簿に登録された監査事務所によって行われる必要があるが、同名簿への登録を単に申請するだけで、準登録監査事務所として既上場会社の監査をできる。

このため上場企業の監査法人が交代する際、公認会計士協会の品質管理レビューを受けていない準登録監査法人が、後任監査法人となる事例もある。

日本公認会計士協会は、本年7月の定期総会において、同制度の部分的改正を決議する予定であるが、原案を見る限り上記問題の解決には踏み込んでいない。

そうであればゲートキーパーの立場にある取引所が、市場のプロとしての見識を発揮し、明らかに問題があると判断される者の関与を排除していく姿勢を示すことが望まれよう。