

日本のマイクロキャップ市場

淵田 康之

■ 要 約 ■

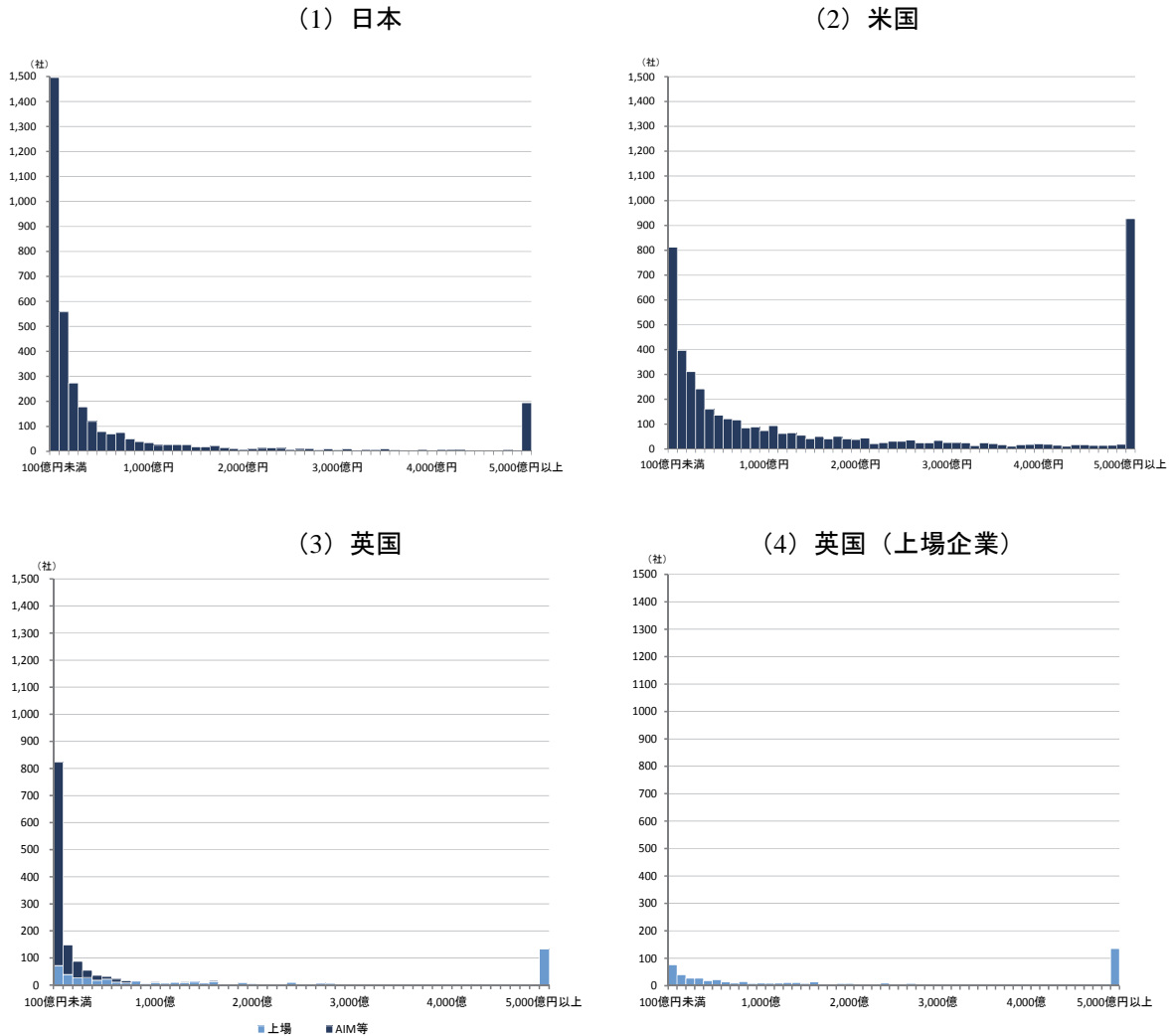
1. 日本の上場企業の 3 分の 2 は、時価総額 300 億円未満のいわゆるマイクロキャップ銘柄である。米英では、これほど多くのマイクロキャップを上場企業と位置づけていない。
2. マイクロキャップ銘柄は、必ずしも成長途上の新興企業ではなく、会社設立からの年数分布は、全企業のそれとほとんど変わらない。また ROE のばらつきが大きく、投資には相当のリスクを伴う。一握りではあるが、経営状態に懸念のある企業も含まれる。
3. 東証 1 部上場企業といえども、約 3 割がマイクロキャップ銘柄である。これに対して NYSE 上場企業、ロンドン証券取引所上場企業には、マイクロキャップは少ない。これは、上場基準の相違というよりも、米国のマイクロキャップには、ナスダックや OTC マーケッツが、また英国のマイクロキャップには AIM が、取引市場として有力な選択肢となっているためと考えられる。
4. 新興企業育成に向けた議論は活発であるが、IPO に至る企業が増大しても、一端、上場を果たした後の小規模企業においては、プロの市場関係者によるコミットメントは薄れ、株売買は個人投資家が主体ともなりかねない。マイクロキャップに留まる限り、日本版スチュワードシップ・コードや JPX 日経インデックス 400 といった、機関投資家のプレッシャーに期待した市場活性化策の効果も及びにくい。
5. 上場企業の過半を占めるマイクロキャップの活性化無くして、日本の資本市場の活性化は無い。マイクロキャップには、優れた企業も多いため、こうした企業の育成につながる施策が望まれる。例えば、良質のマイクロキャップで構成される、新たな指数を導入することも考えられよう。

I マイクロキャップが多い日本の取引所

図表 1 は、日米英の取引所で売買されている企業を対象に、時価総額の規模別分布を見たものである¹。図表 1-(1)からわかる通り、日本の場合、時価総額 5,000 億円以上の企業

¹ 集計対象とした企業の説明は、図表 1 の注を参照。

図表 1 時価総額規模別企業数分布（全銘柄）



(注) 対象銘柄は、日本は東証外国部銘柄、TOKYO PRO Market 銘柄、REIT、ETF、ETN、新株予約権、出資証券、その他のファンド等を除く。重複上場銘柄は、主たる市場の銘柄としてカウント。米国の上場企業は、ニューヨーク証券取引所、ナスダック、NYSE MKT 上場銘柄のうち、時価総額ゼロの銘柄、REIT、ETF、ETN、クローズドエンド・ファンド、その他ビジネス・デベロップメント・カンパニー等のファンド的性格の銘柄を除く。英国は、ロンドン証券取引所のメイン市場、AIM 市場における普通株のうち、時価総額ゼロの銘柄、REIT やその他ファンド的性格の銘柄を除く。上場企業は、メイン市場のプレミアム及びスタンダード銘柄。米英の時価総額は、2013 年末の為替レートで円換算（1 ドル 105.30 円、1 ポンド 170.95 円）。

(出所) 各取引所データより野村資本市場研究所作成

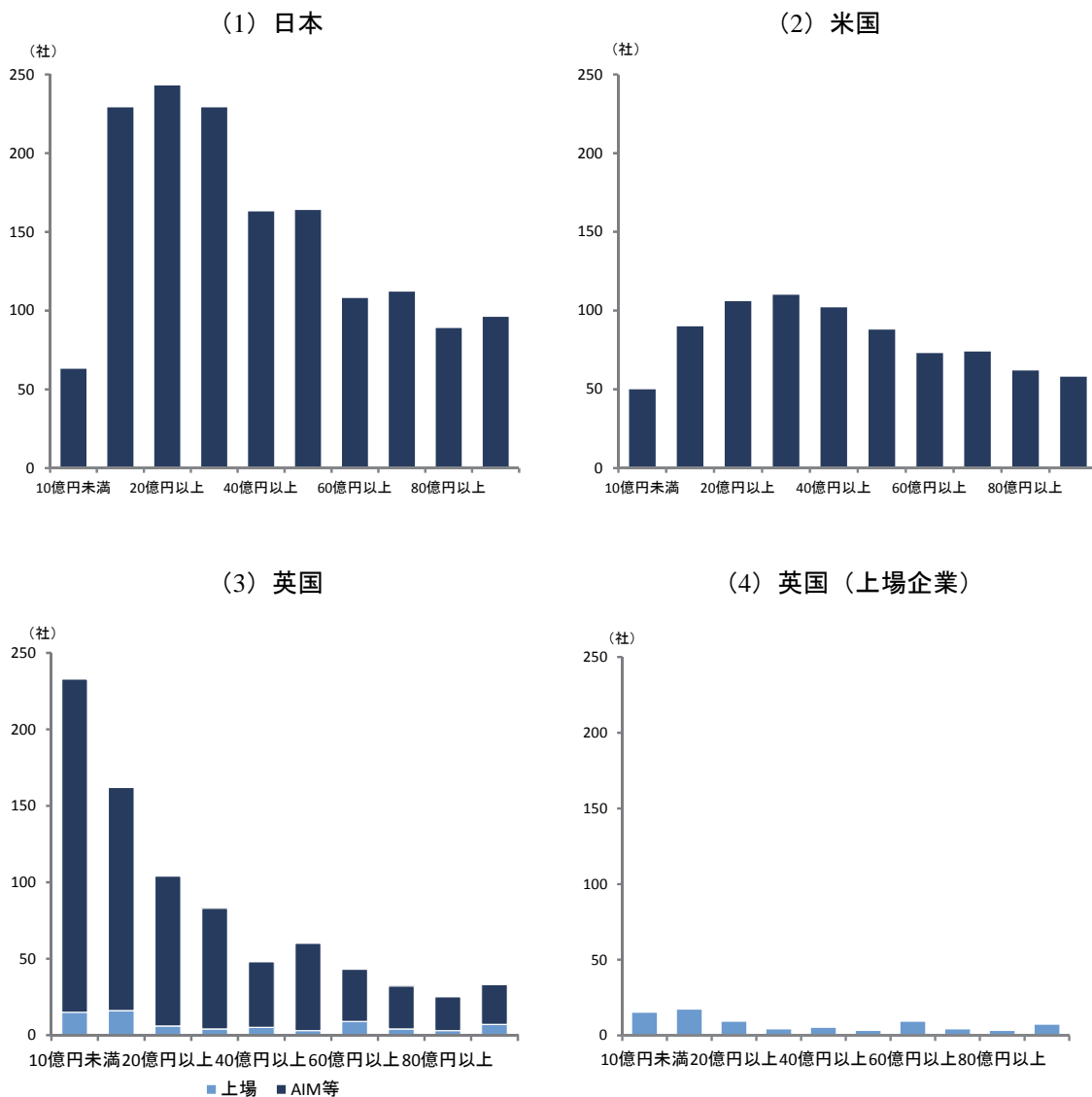
が 200 社近くあるものの、時価総額が小さくなるにつれ企業数が急増するという分布となっており、時価総額が 100 億円未満の上場企業が 1,500 社近くも存在する。

図表 1-(2)、(3)に示されるように、時価総額が小さいほど企業数が多くなるという傾向は、米英においても確認できる。しかし、米国は時価総額 5,000 億円以上の企業が 900 社以上と 100 億円未満の企業より多い。また時価総額が 100 億円未満の企業の数は、日本の半分程度に過ぎない。英国の場合、AIM 銘柄等は、上場企業という位置づけではないた

め²、これを除き、上場企業のみで見ると、やはり時価総額 5,000 億円以上の企業の方が、100 億円未満の企業よりも多い（図表 1-(4)）。

図表 2 は、時価総額 100 億円未満の企業の分布を見たものである。日本の場合、時価総額が小さいほど企業数が多いという傾向は、時価総額 20 億円になるまで確認できる。時価総額 10 億円以上、20 億円未満の企業は若干少なくなり、時価総額 10 億円未満の企業は、60 社程度に減少する。また時価総額 100 億円未満の企業の中だけで、日米の企業数

図表 2 時価総額規模別企業数分布（100 億円未満）



(注) 図表 1 に同じ。

(出所) 図表 1 に同じ

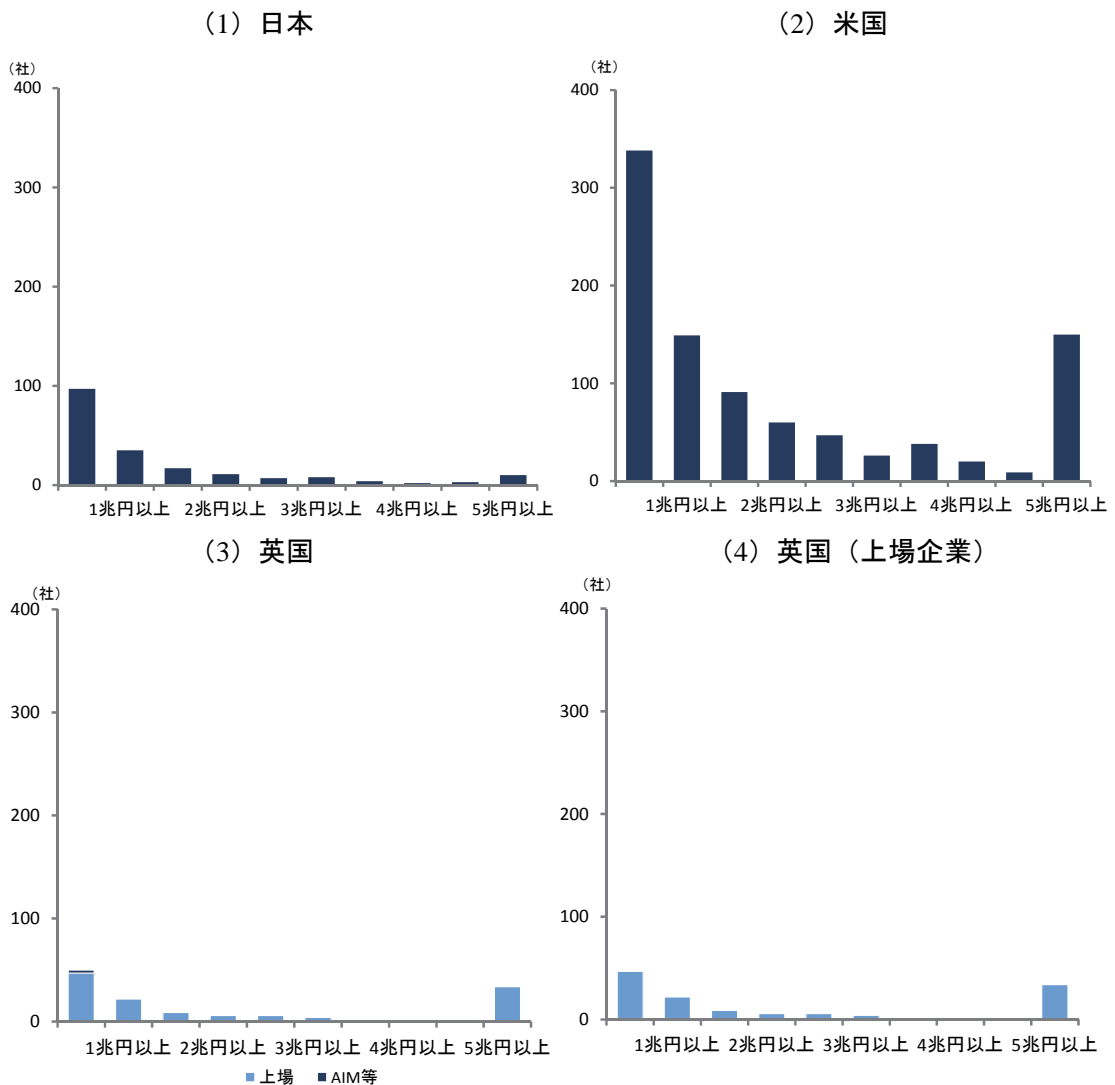
² EUにおいて、上場証券とは、上場規制を担う所轄機関（Listing Authority）により、公式上場表（official list）に掲載され、上場規則や開示規制等に服するものである。英国の場合、ロンドン証券取引所の demutualization により、2000 年 4 月以降、Listing Authority は、FSA（2013 年 4 月以降は Financial Conduct Authority）が担っている。AIM 銘柄は、上場証券ではなく、取引所が取引を認めた銘柄という位置づけである。

分布の形状を比べても、日本の方が、小規模企業に偏っていることがわかる。一方、英国は、時価総額が小さいほど企業数が多いという傾向が、100億円未満の企業の中でも一貫して見られ、10億円未満の企業数が最も多い。ただし、上場企業に限定すると、100億円未満の企業は限定され、分布にもあまり特徴が見られない。

図表3は、時価総額5,000億円以上の企業の分布を見たものである。どの時価総額区分においても、米国の方が日本よりも企業数が多い。日米英共に、時価総額5,000億円以上から1兆円未満の企業の数が最も多いが、米英の場合、次に多いのが、時価総額5兆円以上の企業となっており、日本に比べて巨大企業が多い。

図表4は、以上で指摘した点を再確認するものである。すなわち日本の上場企業は、米国に比べて時価総額が小さい企業が非常に多く、また大型企業の数が少ない。また、AIMを含

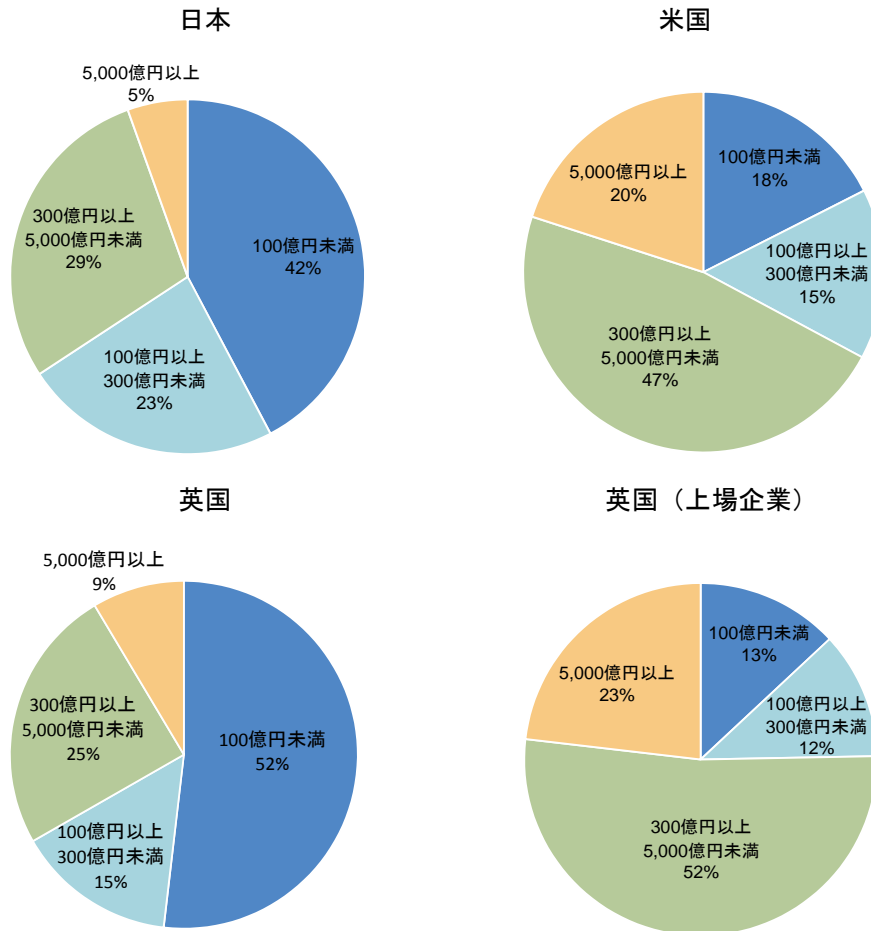
図表3 時価総額規模別企業数分布 (5,000億円以上)



(注) 図表1に同じ。

(出所) 図表1に同じ

図表 4 時価総額規模別企業数内訳（全銘柄）



(注) 図表 1 に同じ。
(出所) 図表 1 に同じ

めたベースで見ると英国と日本の取引所取引銘柄の企業規模分布は似ているが、上場企業ベースで比較すれば、やはり日本の小規模企業比率の高さと巨大企業比率の低さが目立つ。

米国 SEC の説明によれば、時価総額 2.5～3 億ドル未満の企業はマイクロキャップと呼ばれる³。これに従えば、日本の上場企業のおよそ 3 分の 2 がマイクロキャップということになる。また時価総額が 100 億円未満の企業も、4 割以上となる。一般的に、こうした時価総額の小さな銘柄は、機関投資家の投資対象とはなりにくく、またアナリストのカバレッジ対象ともなりにくい傾向がある。

II マイクロキャップ銘柄の特徴

日本の取引所市場が、米英に比べて多くのマイクロキャップ銘柄を上場企業として擁していることが、多くの将来有望な新興企業や健全な小規模企業に資本市場へのアクセスを

³ <http://www.sec.gov/investor/pubs/microcapstock.htm>

提供していることを意味しているならば、肯定的に評価されるべきであろう。

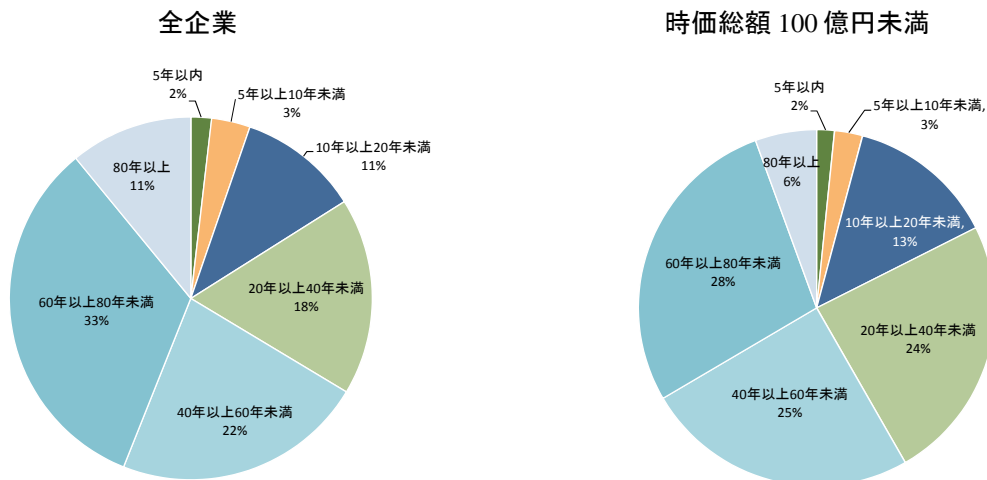
しかし図表 5 に示す通り、時価総額 100 億円未満の企業は、必ずしも成長途上の若い企業が主体というわけではなく、設立後年数別の企業数比率は、全企業における比率と、ほとんど同じである。すなわち設立後 5 年以内の企業比率は全体の 2%、10 年以内の企業比率で見ても 5%に過ぎず、一方、設立後 20 年以上という企業の比率が 8 割以上を占めている。

また言うまでもなく、マイクロキャップ銘柄は、投資リスクが大きい。図表 6 に示す通り、時価総額規模が小さくなるほど、ROE のばらつきが極端に大きくなる。大幅な赤字を抱えている企業も多い。

小規模上場企業の中には、上場廃止基準の時価総額基準や債務超過基準に抵触することを回避するため、大幅な希薄化を伴う第三者割当増資など、問題あるエクイティ・ファイナンスを行う企業も見られる。最近では、ノン・コミットメント型のライツ・オフリングを利用する事例も目立っている⁴。銀行からの運転資金借入れも困難となり、資金繰り確保のラストリゾートとして証券市場を利用している企業も散見される。

不公正ファイナンスとして、証券取引等監視委員会の告発対象となった事例もある。アレンジャーやコンサルタントと称する主体が、オフショア・ファンドを設立するなどして、本業が極度に低迷し、事業実態が怪しくなったいわゆる「箱企業」の株を、不正な第三者割当増資⁵によって入手する。そして風説の流布や相場操縦を通じて、流通市場で高値が付いた所で売却するというのが一つの手口である⁶。取引所に上場し、発行市場、流通市

図表 5 設立後年数別の企業数内訳



(注) 日本企業。対象は図表 1 の注参照。

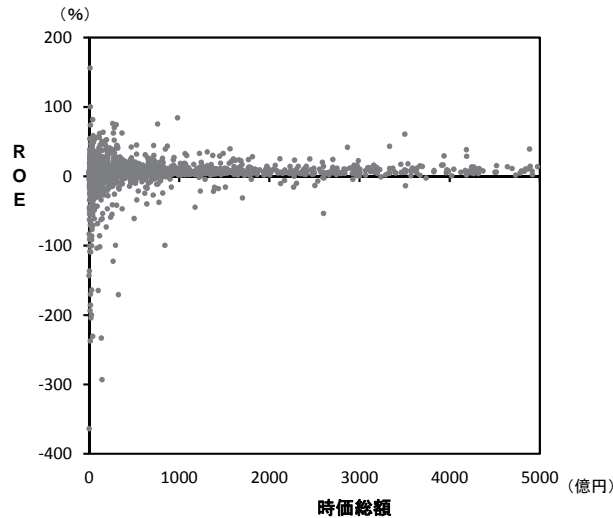
(出所) 各社資料より野村資本市場研究所作成

⁴ 金融商品取引法の改正等の制度整備を背景に、2013 年に入り、14 社による 15 件のライツ・オフリングの実施が公表された。うちノン・コミットメント型の発行 (12 件) を行った 11 社のうち 9 社は、時価総額 (年末) が 100 億円未満であり、また 2 社は、ライツ・オフリングの発表時点の直近期中において債務超過状態、同じく 2 社は上場廃止猶予銘柄、3 社は継続企業の前提に疑義の注記、2 社は継続企業の前提に関する重要事象等の記載がある会社である。

⁵ 見せ金による架空増資や過大評価した現物出資など。

⁶ 証券取引等監視委員会「不公正ファイナンスの実態分析と証券取引等監視委員会の対応」、2013 年 6 月 28 日参照。

図表 6 時価総額と ROE



(注) 日本企業時価総額は 2013 年末。ROE は 2013 年末時点で利用可能な直近財務データによる。
対象は図表 1 の注参照。ROE が -1,500% 台の 1 銘柄 (時価総額 110 億円) を除く。
(出所) 各社資料より野村資本市場研究所作成

場にアクセスできるマイクロキャップは、こうした「箱企業」の有力候補となり、証券市場を通じた不正利益獲得の手段となりやすい。

図表 7 に示す通り、継続企業の前提に関する疑義の注記がある企業、及び継続企業の前提に関する重要事象等の記載がある企業も、ほとんどが時価総額 100 億円未満の企業である。

投資家がリスクを容易に把握でき、リスクを承知の上で、こうしたマイクロキャップ銘柄に投資を行っているならまだ良いが、ディスクロージャーの質に懸念がある企業も一部にある。

図表 8 は、2013 年中における会計監査人の交代状況を示したものである。会計監査人の交代の 7 割は、時価総額 100 億円未満の企業で生じている。このうち 4 割が、大手監査法人から中小監査法人や個人会計事務所への交代となっている。言うまでもなく、このことが必ずしも監査の質の低下を意味するわけではない。ただ中には、大手監査法人からの意見表明がなかなか得られず、開示書類の提出遅延に至った末、会計監査人を中小に変更し、新任監査人からすぐに適正意見を得るといった事例も複数発生している。

マイクロキャップの投資家は個人が主体である。またマイクロキャップ銘柄といっても必ずしも売買が不活発ということではなく、大企業と遜色のない売買高を記録する銘柄もしばしば登場する。一部参加者の不確かな思惑や、場合によっては相場操縦や風説の流布を背景に、株価の急騰や出来高の急増が生じる場合もある。このため、以上のようなマイクロキャップのリスクが顕在化した場合、大幅な株価下落が生じ、多くの個人投資家が損失を被る事態となる。

図表 7 継続企業の前提に関するリスクのある企業 (2013 年末)

(1) 継続企業の前提に関する疑義の注記 (2) 継続企業の前提に関する重要事象等の記載

時価総額	(社)	時価総額	(社)
10億円未満	10	10億円未満	6
10億円以上20億円未満	10	10億円以上20億円未満	18
20億円以上30億円未満	8	20億円以上30億円未満	18
30億円以上40億円未満	5	30億円以上40億円未満	10
40億円以上50億円未満	4	40億円以上50億円未満	5
50億円以上100億円未満	1	50億円以上100億円未満	11
100億円以上200億円未満	4	100億円以上200億円未満	5
200億円以上300億円未満	0	200億円以上300億円未満	1
300億円以上400億円未満	1	300億円以上400億円未満	1
400億円以上	0	400億円以上	2
総計	43	総計	77

(注) 日本企業。対象は図表 1 の注参照。

(出所) 各社資料より野村資本市場研究所作成

図表 8 会計監査人の交代事例 (2013 年)

時価総額	合計	大手→大手	中小→大手	中小→中小	大手→中小
100億円未満	66	5	8	29	24
100億円～300億円	19	7	2	6	4
300億円以上	9	8	1	0	0

(注) 日本企業。対象は図表 1 の注参照。大手は、4 大監査法人 (あずさ、あらた、新日本、トーマツ)。中小には、個人会計事務所も含む。監査法人の解散や他の監査法人との合併など、会社側の意思によらない変化は含まない。監査人には一時監査人も含む。ただし一時監査人が正式の監査人となった場合は含まない。共同監査人の一部が変化した場合は含まない。時価総額は 2013 年末。2013 年中に上場廃止になった企業及び 2013 年末までに変更先が未定の企業も含まない。合併や経営統合等の後、社名や業容が変化したものの同一証券コードで上場が維持されている企業は含む。

(出所) 各社資料より野村資本市場研究所作成

Ⅲ 上場市場及び上場セクションの意義

以上のようにマイクロキャップ銘柄には投資家保護上留意を要する企業も含まれるため、投資家において、この点が周知されやすい環境が望ましい。

図表 9 に見られるように、ニューヨーク証券取引所においては、時価総額 100 億円未満の上場企業は 37 社に過ぎず、マイクロキャップの多くは、ナスダック・キャピタル・マーケット (旧ナスダック・スモール・キャップ) や旧アメリカン証券取引所である NYSE MKT、そして非上場市場である OTC マーケッツで取引されている。

ロンドン証券取引所においても、時価総額 100 億円未満の上場企業は 72 社に過ぎず、マイクロキャップのほとんどは、正式な上場企業として扱われず、AIM において取引されている。

これに対して、日本においては、日本の最優良企業を擁していると一般には理解されている東証 1 部において、時価総額が 100 億円未満の企業が 170 社以上上場されている。この数は、新興企業セクションとして位置づけられているマザーズにおける、時価総額 100

図表 9 市場別、セクション別マイクロキャップ企業（時価総額 100 億円未満）分布

時価総額	日本(東証)					米国					英国	
	東証1部	東証2部	マザーズ	東証JQS	東証JQG	NYSE	ナスダック・グローバル・セレクト	ナスダック・グローバル・マーケット	ナスダック・キャピタルマーケット	NYSE MKT	上場	AIM等
10億円未満	0	4	2	33	5	0	2	4	32	12	15	218
10-20億円	1	48	25	123	14	0	1	13	55	21	16	146
20-30億円	6	67	23	129	7	5	8	19	47	27	6	98
30-40億円	8	84	21	95	5	3	8	21	55	23	4	79
40-50億円	22	48	15	69	1	5	2	36	40	19	5	43
50-60億円	23	44	12	69	2	4	12	20	34	18	3	57
60-70億円	21	29	6	47	2	7	8	24	24	10	9	34
70-80億円	35	32	6	36	1	3	10	24	26	11	4	28
80-90億円	24	19	6	35	1	5	12	12	22	11	3	22
90-100億円	34	19	5	28	2	5	11	29	9	4	7	26
合計	174	394	121	664	40	37	74	202	344	156	72	751
平均時価総額(億円)	69	45	40	41	30	62	62	55	41	41	37	29

(注) 図表 1 に同じ。JQS はジャスダック・スタンダード、JQG はジャスダック・グロース。

(出所) 図表 1 に同じ

億円未満の企業数よりも多い。

また東京証券取引所は、2013 年 7 月に大阪証券取引所の現物市場を統合した結果、マザーズとジャスダックという二つの新興企業セクションを持つ取引所となったが（この他に後述する TOKYO PRO Market もある）、時価総額 100 億円未満の企業について、両セクションの上場銘柄の時価総額の平均値はほぼ同じである⁷。

さらに東証 2 部市場についても、時価総額 100 億円未満の銘柄に関しては、マザーズやジャスダックと似たような時価総額分布となっており、平均値もあまり変わらない。

参考までに他の取引所について、時価総額 100 億円未満の上場企業の平均時価総額を見ると、名古屋証券取引所の 2 部市場、及び福岡証券取引所と札幌証券取引所の本則市場における時価総額 100 億円未満の企業の平均時価総額は、東証 2 部、マザーズ、ジャスダック銘柄とあまり差は見られない（図表 10）。一方、これら取引所の新興企業セクション

図表 10 地方取引所における時価総額 100 億円未満の上場企業

	企業数(社)	時価総額 平均(億円)
名古屋証券取引所		
2部	48	39
セントレックス	14	18
福岡証券取引所		
本則	17	40
Q-Board	6	9
札幌証券取引所		
本則	9	41
アンビシャス	4	9

(注) 図表 1 に同じ。

(出所) 図表 1 に同じ

⁷ ただし、ジャスダックの市場セクションのうち、ジャスダック・グロースは、若干、時価総額が小さい企業を揃えているようである。

では、その本則市場や東京証券取引所の各セクションに比べて、格段に平均時価総額の小さな企業が売買されていることがわかる。

IV 上場基準の影響

各取引所や各市場セクションにおけるマイクロキャップ銘柄の数やその規模別分布の背景には、これら市場の上場基準や上場廃止（維持）基準が影響しているのかもしれない。

図表 11 及び 12 は、日米の上場基準及び上場廃止（維持）基準のうち、時価総額に関連した部分を抜粋したものである。

厳密な比較は困難であるものの、まず、ナスダック・キャピタル・マーケットの上場維持基準を見ると、流通株式時価総額が 100 万ドル以上ときわめて低く設定されており、これに対して日本の新興企業や地方取引所の上場廃止基準における時価総額関連基準が必ずしも大幅に低いわけではない。従って、日本の取引所が米国よりもはるかに多くのマイクロキャップを抱えている背景は、上場関連の基準において、時価総額に関するハードルが米国よりも低いせいではないことがわかる⁸。

次に、時価総額に関する東証 1 部の基準を見ると、当然のことながら、日本の他の新興企業セクションや地方取引所の基準よりも、厳格である。また、NYSE の基準は、ナスダック・キャピタル・マーケットの基準よりも明らかに厳格である。時価総額 20 億円未満の東証 1 部企業や NYSE 上場企業がほとんど存在しないことは、これらの基準で説明できよう。

しかし時価総額が 40 億円以上 100 億円未満のマイクロキャップ企業が東証 1 部に多数存在し、一方、NYSE には極めて少ないことを、これらの基準の差のみで説明するのは困難と思われる。

英国においても、上場基準の時価総額基準が、企業の取引市場の相違につながっているとは言えない。というのも英国の上場基準における時価総額基準は、70 万ポンド、すなわち約 1.2 億円以上とされているに過ぎないからである。にもかかわらず、既に見たように、ロンドン証券取引所では、小規模の企業の株は、上場市場ではなく、AIM で取引されることがほとんどである。

日本と米英の相違の背景には、日本の場合、東証 1 部のステイタスが高いと考えられ、時価総額が小さな企業であっても、上場基準をクリアできそうであれば、東証 1 部を目指すことが当然視されているといった事情があるのかもしれない。

米国においては、マイクロキャップにとって、必ずしも NYSE 上場がベストと考えられているわけではなく、ナスダック上場という選択肢があり、さらに非上場の市場である

⁸ 札幌証券取引所のアンビシャスの上場基準には、時価総額基準が無いが、言うまでもなく、これだけで日本の取引所全体におけるマイクロキャップの多さは説明できない。

図表 11 日本の上場基準、上場廃止基準における時価総額関連規定

	時価総額	流通株式時価総額	利益及び時価総額
【上場基準】			
東証1部(直接上場)	250億円以上	10億円以上	最近2年間の利益の額の総額が5億円以上、または時価総額が500億円以上(最近1年間における売り上げ高が100億円未満である場合を除く)
(2部から1部指定)	40億円以上	20億円以上	同上
(マザーズから1部)	A 40億円以上	A 20億円以上	同上
またはB	B 250億円以上	B 10億円以上	同上
(ジャスダックから1部)	250億円以上	—	同上
東証2部	20億円以上	10億円以上	同上
マザーズ	10億円以上	5億円以上	—
ジャスダック	—	5億円以上	最近1年間の利益の額1億円以上であること、または時価総額が50億円以上
名証1部	250億円以上	—	東証1・2部と同じ
(2部から1部指定)	40億円以上	—	—
名証2部	10億円以上	—	最近1年間の利益が1億円以上、又は時価総額500億円以上(最近1年間の売上高が100億円未満である場合を除く)
セントレックス	3億円以上 ^(注1)	—	—
福岡 本則	10億円以上	—	—
Q-Board	3億円以上	—	—
札幌 本則	10億円以上	—	—
(アンビシヤスから本則)	6億円以上	—	—
アンビシヤス	—	—	—
【指定替え基準】			
東証1部から2部	20億円未満(2014年3月末までは12億円未満) ^(注2)	10億円未満(2014年3月末までは6億円未満)(猶予期間1年)	—
名証1部から2部	上場時価総額が20億円未満(平成25年12月末までは12億円未満) ^(注2)	—	—
【上場廃止基準】			
東証1部・2部	10億円未満(2014年3月末までは6億円未満) ^{(注2)、(注3)}	5億円未満(2014年3月末までは3億円未満)(猶予期間1年) ^(注3)	—
マザーズ	5億円未満(2014年3月末までは3億円未満) ^(注2)	2.5億円未満(2014年3月末までは1.5億円未満)(猶予期間1年)	—
ジャスダック	—	2.5億円未満(2014年3月末までは1.5億円未満)(猶予期間1年)	—
名証1部・2部	5億円未満 ^{(注2)、(注4)}	—	—
セントレックス	2億円未満 ^{(注2)、(注4)}	—	—
福岡 本則	5億円未満 ^(注2)	—	—
Q-Board	2億円未満 ^(注2)	—	—
札幌 本則	5億円未満 ^(注2)	—	—
アンビシヤス	2億円未満 ^(注2)	—	—

- (注) 1. 2013年12月まで、5億円以上。
2. この場合において9ヶ月(所定の書面を3か月以内に提出しない場合は3か月)以内に当該数値以上とならないとき又は上場株式数に2を乗じて得た数値未満である場合において、3ヶ月以内に当該数値以上とならないとき。
3. 旧大証銘柄は、2013年7月から3年間は、時価総額基準は5億円未満(2014年3月末までは3億円未満)とし、株式数に2を乗じる規定は適用しない。同じく流通株式時価総額については、2.5億円未満(2014年3月末までは1.5億円未満)。
4. 名証の上場廃止基準は、2014年3月までは、1部・2部は3億円未満、セントレックスは1.8億円未満。

(出所) 各取引所資料より野村資本市場研究所作成

図表 12 米国の上場基準、上場維持基準における時価総額関連規定

	時価総額基準	その他時価総額を要件に含む基準
【上場基準】		
NYSE	IPOの場合、流通株式時価総額が4,000万ドル以上	以下のいずれかを満たすこと。①税前利益が、過去3年度の合計1,000万ドル以上、直近2年度が年200万ドル以上。毎年黒字。あるいは過去3年度合計1,200万ドル、直近年度が500万ドル以上、その前の年度が200万ドル以上、②グローバル時価総額が5億ドル以上、直近12ヶ月の売り上げが1,000万ドル以上、過去3年度のキャッシュフロー合計が2,500万ドル以上(マイナスの年は無し)、あるいは、グローバル時価総額が7.5億ドル、直近年度の売り上げが7,500万ドル以上、③グローバル時価総額が5億ドル以上、12ヶ月以上の業務実績、親会社ないし系列会社が問題のない上場会社、親会社や系列会社のコントロール下にある、④グローバル時価総額が、1.5億ドル以上、総資産7,500万ドル以上で株主資本5,000万ドル以上
ナスダック		
グローバル・セレクト	流通株式時価総額が1.1億ドル以上、または1億ドル以上で株主資本が1.1億ドル以上。IPOによるグローバル・セレクトへの直接上場及びグローバル・セレクト市場の上場企業のスピノフ企業や関連会社の場合は、4,500万ドル	以下のいずれかを満たすこと。①税前利益が過去3年度の合計1,100万ドル以上で過去3年度の税前利益が黒字、直近2年度の税前利益が220万ドル以上、②過去3年度のキャッシュフロー合計が2,750万ドル以上で過去12ヶ月の平均時価総額が5.5億ドル以上、前年度の売り上げが1.1億ドル以上、③過去12ヶ月の平均時価総額が8.5億ドル以上で前年度の売り上げが9,000万ドル以上、④時価総額が1.6億ドル以上で総資産が8,000万ドル以上、株主資本が5,500万ドル以上
グローバル・マーケット		以下のいずれかを満たすこと。①前年度ないし、過去3か年度のうち2か年度におき、税前利益が100万ドル以上で、株主資本が1,500ドル以上、流通株式時価総額が800万ドル以上、マーケットメーカーが3社以上、②株主資本が3,000万ドル以上、2年間の業務実績、流通株式時価総額が1,800万ドル以上、マーケットメーカーが3社以上、③上場証券の時価総額7,500万ドル、流通株式時価総額2,000万ドル以上、マーケット・メーカー4社、④前年度ないし過去3か年度のうち2か年度の総資産及び売り上げが7,500万ドル以上、流通株式時価総額が2,000万ドル以上、マーケット・メーカーが4社以上
キャピタル・マーケット		以下のいずれかを満たすこと。①株主資本が500万ドル以上、流通株式時価総額1,500万ドル以上、2年以上の業務実績、②上場証券の時価総額5,000万ドル以上、株主資本400万ドル以上、流通株式時価総額1500万ドル以上、③前年度または過去3か年度のうち2か年度の収益が75万ドル以上、株主資本400万ドル以上、流通株式時価総額500万ドル以上
NYSE MKT		
基準1	流通株式時価総額300万ドル	前年度または過去3年度のうち2年度の税引き前利益が75万ドル以上、株価3ドル以上、株主資本400万ドル以上、株主数・株式数基準(オプション1: 800人以上、50万株以上、オプション2: 400人以上、100万株以上、オプション3: 400人以上、50万株以上、一日平均取引高2,000株以上)
基準2	流通株式時価総額1,500万ドル	株価3ドル以上、事業実績2年以上、株主資本400万ドル以上、株主数・株式数基準(同上)
基準3	時価総額5,000万ドル以上、流通株式時価総額1,500万ドル以上	株価2ドル以上、株主資本400万ドル以上、株主数・株式数基準(同上)
基準4	流通株式時価総額2,000万ドル	時価総額7,500万ドル以上(または総資産及び売上7,500万ドル以上)、株価3ドル以上、株主数・株式数基準(同上)
【上場維持基準】		
NYSE	過去30日の取引日の平均グローバル時価総額が、5,000万ドル以上で株主資本が5,000万ドル以上。過去30日の取引日の平均グローバル時価総額が1,500万ドル以上	
ナスダック		
グローバル・セレクト	上場基準に同じ(満たさなければ、自動的にグローバル・マーケット銘柄に移管)	同左
グローバル・マーケット		以下のいずれかを満たすこと。①株主資本が1,000万ドル以上、流通株式数75万株以上、流通株式時価総額500万ドル以上、マーケット・メーカーが2社以上、②上場証券の時価総額が5,000万ドル以上、流通株式数110万株以上、流通株式時価総額1,500万ドル以上、マーケット・メーカーが4社以上、③前年度ないし過去3か年度のうち2か年度の総資産及び売り上げが5,000万ドル以上、流通株式数が110万株以上、流通株式時価総額が1,500万ドル以上、マーケット・メーカーが4社以上
NYSE MKT		以下のいずれかが生じた場合、取引停止ないし上場廃止を検討する。①株主資本200万ドル未満、過去3か年度のうち2か年度が赤字、②株主資本400万ドル未満、過去4か年度のうち3か年度で黒字、③株主資本600万ドル未満、過去5年度連続赤字。ただし以下の①か②を満たす場合は、通常、取引停止や上場廃止としない。①時価総額5,000万ドル以上、または前年度ないし過去3か年度のうち2か年度の総資産及び売上が5,000万ドル以上、②流通株式数110万株以上、流通株式時価総額1,500万ドル以上、単位株主数400人以上

(出所) 各取引所資料より野村資本市場研究所作成

OTC マーケッツも存在する⁹。OTC マーケッツでは、数千社のマイクロキャップ企業にある程度の流動性が提供されている。同様に、英国の小規模企業も、必ずしも上場にこだわらず、AIM を有力な選択肢とみなしている。

日本では、OTC マーケッツや AIM に相当する市場が事実上機能していないため、マイクロキャップ企業であっても、上場というステイタス、とりわけ東証 1 部上場というステイタスを獲得し、これを維持することが重視されているのかもしれない。

V TOKYO PRO Market とグリーンシート

AIM や OTC マーケッツに相当する市場の導入は、日本でも試みられてきたが、期待された成果は得られていない。AIM に相当する市場を導入しようという構想を引き継いでいるのが TOKYO PRO Market であり、OTC マーケッツにおける OTC Pink、すなわち旧ピンクシートに相当する市場として導入されたのがグリーンシート市場である。

TOKYO PRO Market は、東京証券取引所のプロ投資家向けの市場セクションである。この市場セクションは、もともとロンドン証券取引所の AIM をモデルとし、ロンドン証券取引所と東京証券取引所の合弁会社 TOKYO AIM 取引所が運営する市場として 2009 年にスタートした。

プロ（特定投資家）を投資家とすることで、企業にとっての開示負担を削減し、また AIM にならい、取引所による上場審査ではなく、J-Adviser と呼ばれる民間専門業者¹⁰が企業を選別し、取引所における売買の対象とする仕組みを採用した。これによって、日本やアジアにおける成長力のある企業に、新たな資金調達の間を提供することが意図された。

しかし、海外企業の上場はなかなか実現せず、国内の新興企業が 1 社上場したに過ぎなかった¹¹。このため 2012 年にはロンドン証券取引所との合弁は解消され、東京証券取引所内部の市場として TOKYO PRO Market となった。その後、2012 年には 2 社¹²、2013 年に入って 4 社が新規に上場し、2014 年 1 月時点の上場企業数は 6 社となっている。

図表 13 で見るように、これら企業の時価総額は、1 社が 20 億円、それ以外の企業は 10 億円未満であり、マイクロキャップというよりもナノキャップである。また、上場以来、わずかな売買しか成立していない。この流動性の低さは、東京証券取引所の他のセクションの流動性が極めて高い¹³ことと比べても目立っている。ナノキャップであるため、機関

⁹ OTC Markets Group という民間企業が店頭銘柄の売買システムをほぼ一手に運営している。取り扱われる企業は、OTC QX、OTC QB、OTC Pink というセクションに分けられている。OTC QX には海外市場上場の優良企業が発行し、米国取引所に上場されていない証券の他、総資産 200 万ドル以上といった基準を満たす米国企業を対象とする。OTC QB は、取引所に上場されていないものの、発行開示や継続開示など SEC に報告を行っている企業の他、銀行監督当局や、保険監督当局などに一定のレポーティングを行っている金融機関が主体である。OTC Pink は、かつてピンクシートと呼ばれていたものに相当し、SEC 等にレポーティングを行っていない未上場、非公開企業が取引されている。非公開といっても、州当局に登録されているものや、S&P Corporation Record といった企業情報サービスによってカバーされている企業も多い。

¹⁰ 証券会社やその他の適格なコーポレートファイナンス・アドバイザー。

¹¹ 同社は、同社からの申請により 2013 年に上場廃止となった。

¹² うち 1 社は、TOKYO AIM 時代に上場承認されていた。

¹³ 2013 年 10～12 月におき、5 日以上の上場不成立日がある銘柄は、全体の 6% 程度。

図表 13 時価総額と ROE

	上場日	売上高(百万円)	当期利益(百万円)	時価総額(億円)	上場以来の値付日数	累積売買高(株)
A社	2012年5月28日	1187	-154	4.7	6	3900
B社	2012年9月25日	3096	99	20.0	14	5200
C社	2013年6月4日	914	73	7.1	9	9100
D社	2013年7月31日	513	-5	5.6	1	100
E社	2013年9月4日	19	-16	3.2	5	17500
F社	2013年10月31日	1374	64	8.6	1	100

(出所) 東京証券取引所より野村資本市場研究所作成

投資家の投資対象になりにくいのが、同市場ではプロの参加しか認められないことが、流動性の低さに大きく関係しているものと考えられる。

日本のように、取引所に専用のセクションを設けてこうした極めて小規模な銘柄を上場企業として扱い、売買を可能としていること、そして実際には売買がほとんど実現していないという状況は、米英と比べても特異である。

先述のように、制度導入時において参考とされた英国の AIM で取引される銘柄は、上場という扱いではない。一方、AIM では取引参加者はプロに限定されておらず、活発な売買が行われている銘柄も多い。

米国のマイクロキャップ銘柄の多くも、取引所上場企業ではなく店頭銘柄となっているが、OTC マーケットでは、各銘柄において取引が成立した日の全取引日に対する比率は4割以上となっており、一定の流動性が観察される¹⁴。

一方、グリーンシートは、米国のピンクシート市場を参考に、非上場銘柄の売買を可能とする場として、1997年に創設されたものである。グリーンシート指定銘柄数は2004年末に96銘柄となったが、2004年にインサイダー規制や適時開示義務、上場企業に準じた開示義務が課されるなど規制が強化されたことから、その後減少を続け、2013年末には36社となった¹⁵。2012年以降、新たに指定された企業はなく、また目立った売買も行われていない。取引所が上場基準を緩和した新興企業セクションを相次いで開設したことも、同市場の不振につながった。

2013年12月に発表された金融審議会の「新規・成長企業へのリスクマネーの供給のあり方等に関するワーキング・グループ」報告書では、グリーンシート改革の方向性として、証券会社が投資勧誘を行える投資家を、当該企業に関係する投資家グループに限定し、現行のグリーンシートのような流通性を想定しない設計とすることで、規制負担も軽減された新たな制度を構築することが提言されている。ここでは、例えば地域の非上場企業の株式等の一定の取引・換金ニーズに対応することが期待されている¹⁶。

¹⁴ Brüggemann, Ulf, Aditya Kaul, Christian Leuz and Ingrid M. Werner, "The Twilight Zone: OTC Regulatory Regimes and Market Quality" *ECGI Working Paper Series in Law*, No. 224/2013, August 2013.

¹⁵ 2014年1月には、2社の指定取り消しが発表されている。

¹⁶ グリーンシートの歴史と今後の展望については、大崎貞和「グリーンシートの盛衰とその功罪」『証券アナリストジャーナル』2014年1月号、p37～p45参照。

図表 14 C 社株の売買状況

時 期	値付日数
【グリーンシート時代】	
2006年	3
2007年	7
2008年	0
2009年	9
2010年	2
2011年	2
2012年	3
2013年（2月まで）	3
【TOKYO PRO Market上場後】	
2013年 6月	7
7月	2
8月～12月	0

（出所）日本証券業協会、東京証券取引所

グリーンシートを経て TOKYO PRO Market に上場した企業が 1 社あるが、上場というステータスを得ても、図表 14 に示す通り、上場月とその翌月に取引が成立した日が数日あったが、その後は全く値付かずの状況が続いており、流動性が欠如している点ではグリーンシート時代と何ら変わらない。従って、グリーンシート見直し論は、TOKYO PRO Market にとっても無縁ではないであろう。

VI 若干の考察

昨今の資本市場関連の施策のうち、日本版スチュワードシップ・コードの導入、すなわち機関投資家による企業へのエンゲージメントの促進や、JPX 日経インデックス 400 の導入等は、機関投資家の投資対象となる大企業を主たるターゲットとした施策と言えよう。米英に比べて、日本には巨大上場企業が少ないことを踏まえても、大企業の一段の価値向上は重要である。

一方、新興企業へのリスクマネーの供給促進のための各種の施策も導入されようとしている。そこでは、米国の JOBS 法も参考に、新興企業の創出・育成を支援し、多数の企業が新規上場を実現することが目指されている。

しかし一部の大型 IPO 銘柄は別として、多くの新興企業は、上場を果たしても、マイクロキャップ銘柄となる可能性が高い。IPO という収益機会への期待もあり、ベンチャーキャピタルをはじめ多くの関係者が、新興企業の企業価値向上に積極的に関与する。しかし、一端、上場を果たすと、こうした各種のプロの関与が低下し、株売買は個人投資家が主体ともなりかねない。

従って、機関投資家の投資対象となっている大企業群と、IPO を目指す新興企業群の間に位置づけられ、日本の上場企業の過半を占めているマイクロキャップをターゲットとし

た施策も同時に考えていく必要がある。これを伴わないまま、新興企業育成に注力しても、いわゆる「上場ゴール」の企業が増える結果に陥る恐れもある。

TOKYO PRO Market やグリーンシートの状況を踏まえると、日本において、米英に比べて多数のマイクロキャップが上場企業となり、取引所における通常の売買の対象とされていく姿は、当面、続いていくと考えられることから、この市場の活性化は不可欠である。

マイクロキャップの売買の主体は個人投資家であるため、規制当局や取引所の役割は重要である。なによりも、個人投資家が、マイクロキャップ銘柄の特徴を、よく理解して市場に参加できるような環境づくりが重要であろう。

例えば、選別されたマイクロキャップ銘柄で構成されるインデックスを導入することも考えられよう。マイクロキャップといっても、リスクの高い企業ばかりではなく、将来性の高い企業や、安定した業績を上げ続けている健全な企業も多い。JPX 日経インデックス 400 のように、何らかの望まれる属性という観点から選別された銘柄で構成される指数があれば、マイクロキャップを取引することの多い個人投資家にとって、利便性が高まると同時に、優良なマイクロキャップの育成にもつながっていく可能性がある。

現状、東京証券取引所が、小型株を主体とする株価指数として発表しているものはいくつかあるが、東証第 2 部株価指数、東証マザーズ指数、JASDAQ INDEX（スタンダード、グロース）は、当該セクションの全銘柄を対象としている。TOPIX Small は、TOPIX の算出対象から、時価総額や流動性の高い 500 銘柄で構成される TOPIX 500 の構成銘柄を除いたもので算出される。J-Stock Index は、JASDAQ 上場銘柄のうち、時価総額や売買代金を勘案して選定された 100 銘柄で構成される。東証マザーズ Core 指数は、流動性や時価総額（浮動株ベース）の他、利益や配当状況等を勘案して選出した 15 銘柄を対象としている。JASDAQ-TOP20 は、流動性や上場時価総額等多面的な尺度で選定される 20 銘柄を対象としている。

マザーズやジャスダックには、比較的大型の株も上場されているため、これら指数はマイクロキャップ銘柄に関する指数とは言えない。東証マザーズ Core の場合、時価総額 100 億円未満の企業は 4 社のみで、3 社は時価総額 1,000 億円以上である。JASDAQ-TOP20 においても、20 銘柄のうち時価総額 100 億円未満の企業は 2 社のみで、8 社は時価総額 1,000 億円以上の企業である（1 社は時価総額 2 兆円）。JASDAQ-TOP20 の「多面的な尺度」の詳細は不明であるが、それ以外の指数は基本的に市場データからほぼ機械的に構成銘柄が選定されている¹⁷。

新指数の検討に加え、東証と大証の現物株市場の統合により、現状、並存している新興企業セクションについては、統合の成果をさらに追求するという観点からも、将来的に見直していくことも一つの選択肢となろう。

¹⁷ しかし例えば J-Stock の構成銘柄に選定されると、当該企業は、「JASDAQ 市場を代表する企業群と位置づけられている銘柄の一つになった」という趣旨のプレスリリースを行うことが多い。実際には、J-Stock 銘柄には、上場前からの粉飾決算が発覚し、上場廃止になった企業が含まれていたこともあった。また継続企業的前提に関する疑義の注記が解消されたばかりの企業が、すぐに構成銘柄に選定された事例もある。