

『証券経済学会年報』第49号別冊
第81回春季全国大会
学会報告論文

「わが国の小規模企業向け株式市場制度の在り方について」

「わが国の小規模企業向け株式市場制度の在り方について」

－なぜ上場企業の過半がマイクロ・キャップなのか－

淵田 康之

野村資本市場研究所

1. 多数のマイクロ・キャップが多数の市場に上場

日米英の取引所上場企業の時価総額分布を比較すると、日本は米英に比べて小規模企業が非常に多いという特徴がある。

図1に示すように、わが国の上場企業のおよそ3分の2は、時価総額300億円未満であり、時価総額100億円未満の企業も4割強を占める。米国SECは、時価総額2.5～3億ドル未満の企業をマイクロ・キャップと位置づけているが¹⁾、これに従えば、我が国の上場企業の過半は、マイクロ・キャップによって占められていることになる。

これに対して、米国の上場企業に占める時価総額100億円未満の企業の割合は、18%に過ぎない。英国の場合、AIMを含めたベースで見ると日本の取引所取引銘柄の企業規模分布は似ているが、AIM銘柄等は、上場企業という位置づけではない²⁾。そこで、上場企業のみで見ると、英国市場に占める時価総額100億円未満の企業の割合は13%に過ぎない。

これらマイクロ・キャップの上場先についても、日本と米英では大きな相違がある。米国では、マイクロ・キャップの多くは、ニューヨーク証券取引所ではなく、ナスダック、特にナスダック・キャピタル・マーケット(旧ナスダック・スモール・キャップ)、及び旧アメリカン証券取引所であるNYSE MKTで取引されている。この他、米国では後述するように、非上場市場であるOTCマーケットがあり、ここで多くのマイクロ・キャップが取引されている。英国では先述のしたAIM市場に、マイクロ・キャップが集中している。

これに対してわが国においては、最優良企業を擁していると一般には理解されている東京証券取引所(以下、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100億円未満の企業数よりも多い。

さらに東証2部では、時価総額100億円未満の銘柄が7割を占めている。また東証は、2013年7月に大阪証券取引所(以下、大証)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、マザーズの6割、ジャスダックの8割が時価総額100億円未満の企業である。東証には、この他にTOKYO PRO Marketもある。地方取引所の本則市場、新興市場にも、それぞれマイクロ・キャップが上場されている。

本稿は、以上のように、わが国において、米英に比べて多数のマイクロ・キャップが多数の市場に上場されている状況の背景を検討した上で、こうした現状に関して留意すべき点を指摘する。そして新興企業育成政策やIPO促進政策を展開するうえでは、上場後の小規模企業の健全な成長に資するような株式市場制度のあり方も同時に考えていく必要があることを強調する。

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

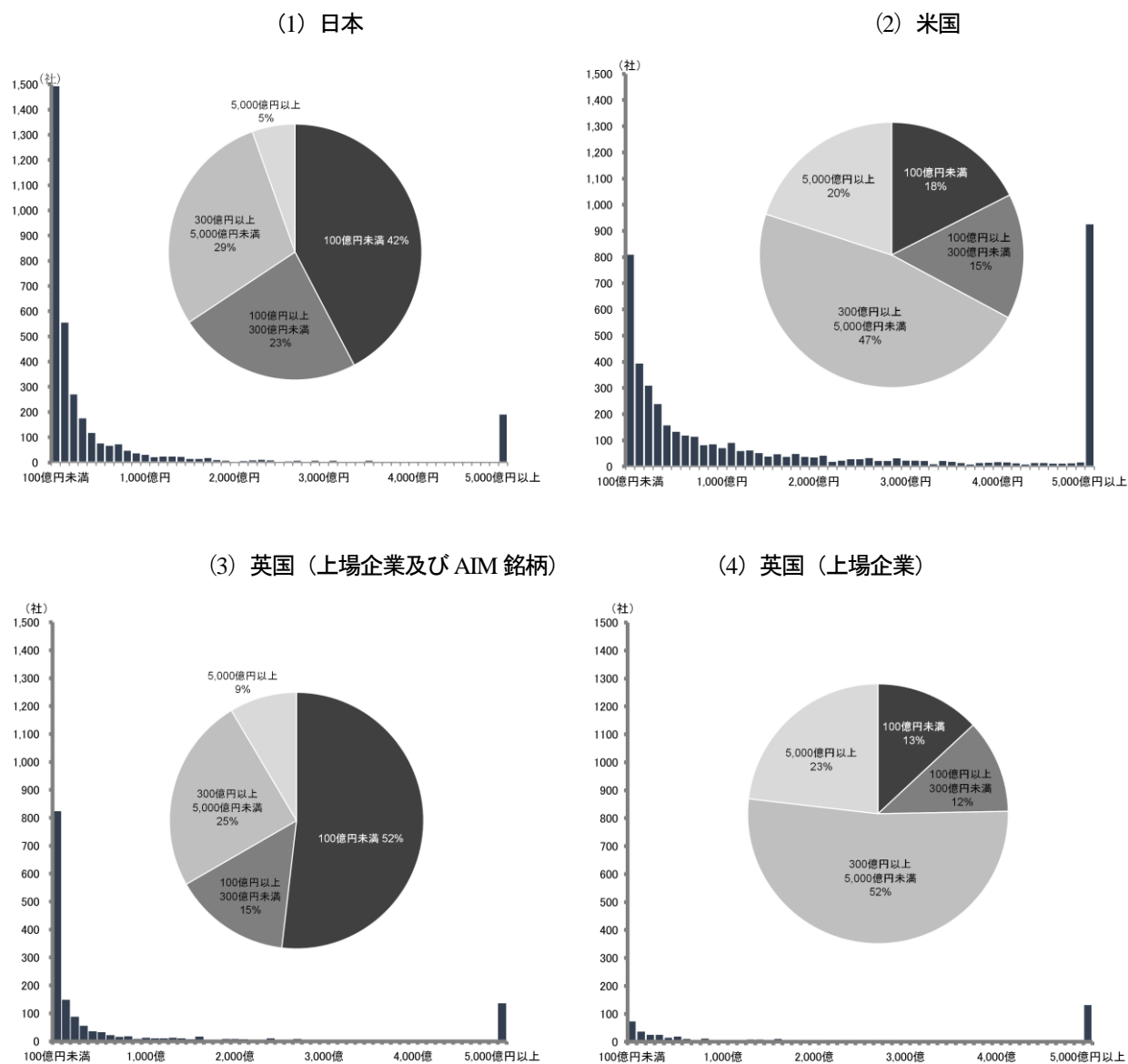
2) EUにおいて、上場証券とは、上場規制を担う所轄機関(Listing Authority)により、公式上場表(official list)に掲載され、上場規則や開示規制等に服するものである。英国の場合、ロンドン証券取引所のdemutualizationにより、2000年4月以降、Listing Authorityは、FSA(2013年4月以降はFinancial Conduct Authority)が担っている。AIM銘柄は、上場証券ではなく、取引所が取引を認めた銘柄という位置づけである。

2. 背景

(1) 新興市場の存在

米英との比較を考える前に、わが国における歴史的变化を考えるならば、15年前に各取引所が新興市場を競うように開設したことが、わが国においてマイクロ・キャップが多数上場することに寄与している可能性が考えられる。

図1 時価総額規模別企業数分布



(注) 対象銘柄は、普通株、REITやETFなどファンド的性格の銘柄を除く。日本は、単独上場の外国株を含み、TOKYO PRO Market 銘柄は除く。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 (旧アメリカン証券取引所) 上場銘柄、英国は、ロンドン証券取引所のメイン市場とAIM市場。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筆者作成

新興市場開設ブームの始まりは、1999年6月にナスダックとソフトバンクが発表したナスダック・ジャパン構想であった。そこではナスダック並みの緩やかな登録基準の下、若くと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が宣言された。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ヤスを開設。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。

2013 年末において、時価総額 100 億円未満の企業の 57%が、ジャスダック、マザーズをはじめとする、新興市場セクションに上場されている。単純な計算上では、これら新興市場が存在しなければ、わが国の時価総額 100 億円未満の企業数は、1491 社から 642 社に減少し、米国よりも少なくなる。新興市場セクションが存在しない場合、時価総額 100 億円未満の企業の比率も、全上場企業の 42%から 26%に低下する。もつともこの比率でも、米英の上場市場における 100 億円未満の企業の比率よりは高い。

つまり、日本の上場市場においては、新興市場の存在を考慮しなくても、米英以上にマイクロ・キャップの割合が高いという特徴があるが、新興市場の存在が、さらにこの傾向を強めることになっていると言える。

(2) 時価総額基準が低すぎるのか？

わが国市場においてマイクロ・キャップが米英に比べて非常に多いのは、わが国の各取引所、あるいはその市場セクションの上場基準や上場廃止（維持）基準において、時価総額に関連した基準が、米英よりも緩いためなのであろうか。上場というステータスが与えられるかどうかは、時価総額のみで決まるわけではないため、厳密な比較は困難であるが、以下のようにこの仮説は成り立たないと思われる。

例えば、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 万ドル以上と設定されている。これに対して、マザーズやジャスダックの上場廃止基準は、流通株式時価総額で 2.5 億円未満（2014 年 3 月末までは 1.5 億円未満）である。つまり、時価総額に関するハードルは、米国の方が低くなっている。

また新規公開銘柄がニューヨーク証券取引所に上場する場合、流通株式時価総額が 4000 万ドル以上とされているのに対し、東証 1 部への直接上場の場合は、時価総額 250 億円以上、流通株式時価総額 10 億円以上とされる。

2 部からの指定替えの場合は、時価総額 40 億円以上、流通株式時価総額 20 億円以上である。どちらの基準が緩いか一概には判断しにくいと言えよう。それにもかかわらず、時価総額が 100 億円未満の企業はニューヨーク証券取引所には 30 数社しか存在しない一方、東証 1 部には 170 社以上存在するという明瞭な差異が存在するのは、やはり時価総額基準がその差異を生み出しているのではないことを示唆すると思われる。

英国においても、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。にもかかわらず、既に見たように、英国では、マイクロ・キャップは、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。

(3) 魅力ある代替的市場の有無

(a) マイクロ・キャップが選択する市場

日本と米英の相違の背景、特に日本の場合、多くのマイクロ・キャップが東証 1 部に存在するのに対し、米国の NYSE やロンドン証券取引所には少ないこと背景としては、日本の場合、取引所上場、特に東証 1 部上場の魅力が高く、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と考えられる。

これに対して米英では、マイクロ・キャップにとって、NYSE 上場やロンドン証券取引所上場よりもふさわしいとみなされている市場があり、それらが選択されている可能性がある。

米国においては、マイクロ・キャップに限らず、企業全般において、必ずしも NYSE 上場が常にベストな上場先と考えられているわけではなく、NYSE に上場可能な企業でもナスダック上場を選択する企業が少なくないことは周知の通りである。

さらに米国には非上場の市場である OTC マーケッツも存在する³⁾。OTC マーケッツでは、数千社のマイクロ・キャップが取引されている。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平均 4 割以上となっており、一定の流動性が観察される⁴⁾。

同様に、英国の小規模企業も、上場よりも AIM を選好している。

一方、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。そこで、エクイティ市場を利用したければ、小規模の企業であっても、上

表 1 TOKYO PRO Market 上場銘柄の状況 (2013 年末)

	上場日	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	4.7	6	3900
B社	2012年9月25日	20.0	14	5200
C社	2013年6月4日	7.1	9	9100
D社	2013年7月31日	5.6	1	100
E社	2013年9月4日	3.2	5	17500
F社	2013年10月31日	8.6	1	100

(出所) 東京証券取引所資料より筆者作成

場市場を目指す以外の選択肢は事実上ない。そして取引所及び市場セクションの間に序列があるため、可能であれば東証 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と考えられる。

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。

(b) TOKYO PRO Market について

TOKYO PRO Market は、東証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証の合弁会社 TOKYO AIM 取引所が運営する市場として 2009 年にスタートした。

同市場ではプロ（特定投資家等）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⁵⁾ 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、新たな資金調達場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⁶⁾。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、東証内部の市場として TOKYO PRO Market となった。その後、2012 年には 2 社⁷⁾、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。

表 1 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 億円未満に過ぎない。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、東証の他のセクションの流動性が極めて高い⁸⁾ ことと比べても目立っている。小規模故に機関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。

表 2 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) 日本証券業協会及び東京証券取引所資料より筆者作成

表3 企業規模別 IPO 数の推移

	IPO社数合計	100億円未満	300億円未満	300億円以上
2003年	120社 (100%)	70社 (58.3%)	33社 (27.5%)	17社 (14.2%)
2004年	175社 (100%)	52社 (29.7%)	83社 (47.4%)	40社 (22.9%)
2005年	158社 (100%)	46社 (29.1%)	73社 (46.2%)	39社 (24.7%)
2006年	187社 (100%)	75社 (40.1%)	75社 (40.1%)	37社 (19.8%)
2007年	119社 (100%)	80社 (67.2%)	25社 (21.0%)	14社 (11.8%)
2008年	48社 (100%)	41社 (85.4%)	2社 (4.2%)	5社 (10.4%)
2009年	19社 (100%)	10社 (52.6%)	6社 (31.6%)	3社 (15.8%)
2010年	22社 (100%)	14社 (63.6%)	4社 (18.2%)	4社 (18.2%)
2011年	36社 (100%)	30社 (83.3%)	3社 (8.3%)	3社 (8.3%)
2012年	46社 (100%)	36社 (78.3%)	5社 (10.9%)	5社 (10.9%)
2013年	54社 (100%)	24社 (44.4%)	21社 (38.9%)	9社 (16.7%)

(注) 企業規模は上場初値に発行済株式数を乗じた時価総額。投資法人を除く。

(出所) 各種資料より筆者作成

表4 IPO後の企業規模変化

(単位) 社、%

		直近の状況					合計	当初IPO 企業に占める比率
		非自発的 上場廃止	100億円 未満	100億円以上 300億円 未満	300億円 以上	自発的 上場廃止		
当初 時価総額	100億円未満	24社 (5.0%)	306社 (64.0%)	67社 (14.0%)	22社 (4.6%)	59社 (12.3%)	478社 (100%)	48.6%
	100億円以上 300億円未満	19社 (5.8%)	123社 (37.3%)	79社 (23.9%)	36社 (10.9%)	73社 (22.1%)	330社 (100%)	33.5%
	300億円以上	5社 (2.8%)	21社 (11.9%)	31社 (17.6%)	87社 (49.4%)	32社 (18.2%)	176社 (100%)	17.9%
	合計	48社	450社	177社	145社	164社	984社	100%
生存企業に占める比率			58.3%	22.9%	18.8%	(生存企業合計=772社)		

(注) 2003年から2013年のIPO(投資法人を除く)について、IPO時の時価総額と、2014年9月9日時点の時価総額を比較。非自発的上場廃止は、破綻や上場維持基準への抵触等による上場廃止。自発的上場廃止は、合併、子会社化、MBO等による上場廃止。

(出所) 各種資料より筆者作成

(c) グリーンシートについて

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⁹⁾。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。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。

そこで後述するように、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(以下、金融審議会リスクマネー供給報告書)では、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。

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、上場というステイタスを得ても、表 2 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、グリーンシートの見直しに関する議論は、TOKYO PRO Market のあり方を考える上でも参考となる。

(4) 米国における小型 IPO の減少

米国においては、10 年ほど前から小型の IPO が減少している。この点も、米国における上場企業に占めるマイクロ・キャップ比率が、わが国より低い状態を生んでいる一因となっている可能性がある。

Gao, Ritter and Zhu [2013] は、小規模 IPO が減少しているのは、規制等の要因ではなく、小規模 IPO 企業の収益性が、大規模 IPO 企業に比べて傾向的に低下していることにあると指摘している。そして今日、グローバル化の進展とテクノロジーの急速な変化を背景に、範囲の経済及び規模の経済がより重要な時代となっており、従来のように小規模企業が単独でオーガニックな成長を目指すよりも、大企業に身売りするなどして、大企業の一部となって、製品を早く市場に出すことが選択されていると指摘している。

Davidoff and Rose [2014] も、原因は規制にあるのではなく、歴史的に小型 IPO 企業の上場後のパフォーマンスが悪かったため、投資家が敬遠するようになったとしている。すなわち時価総額が 7500 万ドル未満という小規模段階で IPO を行った企業は、より大型の IPO を行った企業に比べて、IPO の 5 年後までに破綻や上場維持基準に抵触するなどし、非自発的な上場廃止に至っている確率が高いことを確認している。

(3) わが国における小型 IPO の状況

わが国の場合、表 3 に示す通り、過去 10 年ほどの期間におき、IPO に占める小型 IPO の比率は低下するどころか、とりわけ金融危機後の市場低迷期に高まっている。

一方、表 4 に示すように、わが国においても、小型 IPO の方が、非自発的上場廃止に至る事例が多い。また、この期間中の全 IPO におき、IPO 時の時価総額が 100 億円未満の企業の割合は 48.6% であるが、直近時点で生存している企業を対象に同比率を計算すると 58.3% に上る。

これは、時価総額 100 億円未満の企業の多くが、IPO 後も同レベルに留まっていることに加え、IPO 時には時価総額 100 億円以上 300 億円未満だった企業のうち、その後、100 億円未満に時価総額を縮小させた企業が 4 割近くにも上ることが影響している。

こうした IPO の傾向も、わが国のマイクロ・キャップ比率の高さにつながっていると考えられる。そして、上場後、着実に企業価値を高める経営力が備わっていなかったと言わざるを得ない企業でも IPO を目指すのは、やはり代替の市場が無いことが一因となっている可能性がある。

3) 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ト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 等にレポート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。

4) Brüggemann, Kaul, Leuz and Werner [2013] 参照。

5) 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。

6) 同社は、2013 年に自らの申請により上場廃止となった。

7) うち 1 社は、TOKYO AIM 時代に上場承認されていた。

8) 2013 年 10~12 月におき、5 日以上売買不成立日がある銘柄は、全体の 6% 程度。

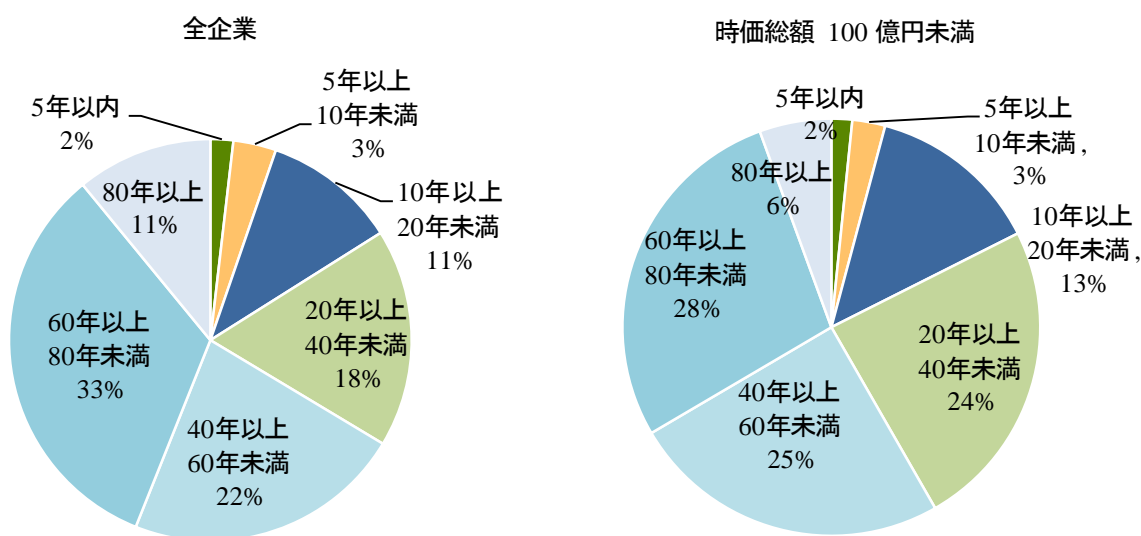
9) グリーンシートの歴史と今後の展望については、大崎貞和 [2014] 参照。

3. 留意点

(1) マイクロ・キャップは必ずしも新興企業ではない

わが国においてマイクロ・キャップが多いことが、わが国の証券取引所が、多くの将来有望な新興企業や健全な小規模企業に株式市場へのアクセスを提供していることを意味しているならば、この現状は肯定的に評価すべきであろう。

図 2 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) 各社資料より筆者作成

しかし図 2 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%、設立後 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。

(2) マイクロ・キャップのリスク

一方、これらマイクロ・キャップは、相対的に投資リスクが大きい。表 4 で見たように、非自発的上場廃止に至るケースが小型 IPO に目立つ。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。

マイクロ・キャップの中には、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。

投資家がリスクを容易に把握でき、リスクを承知の上で、マイクロ・キャップ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。

2013 年中における会計監査人の交代状況を調べると、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。

4. 政策的インプリケーション

(1) 起業支援だけでなくマイクロ・キャップ対策を

今日、起業支援や新興企業へのリスクマネーの供給促進のために、極めて活発な取り組みがなされている。しかし表 3 で見たように、わが国の場合、多くの新興企業は、マイクロ・キャップの段階で IPO し、上場する。上場前の段階では、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、一旦、上場を果たすと、こうした各種のプロフェッショナルの関与が低下する。流通市場においては、マイクロ・キャップに投資する機関投資家は少なく、アナリストのカバ

レッジ対象ともなりにくい。株売買は個人投資家が主体となる。

マイクロ・キャップといっても、その株式の売買が不活発ということではなく、一日の売買金額上位に登場することも珍しくない。一部参加者の不確かな思惑、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、前記のようなマイクロ・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、多数の個人投資家が損失を被る可能性がある。

過去 15 年の新興市場の教訓が示すように、問題企業がごく少数に過ぎないとしても、個人投資家の信頼を失うような事態が生ずると、市場全体に甚大かつ持続的なダメージをもたらされる。

従って、起業や新興企業を支援する政策を展開する上では、その結果増幅しかねないマイクロ・キャップ問題への対応も併せて検討する必要がある。

(2) 取引所関連制度の対策

TOKYO PRO Market やグリーンシートの歴史と現状を踏まえると、これら市場が AIM や米国の OTC マーケット並みに利用されていくことは当面想定しにくい。従って、わが国では多数のマイクロ・キャップが取引所に上場される姿が続く可能性が高いという前提に立ち、取引所関連制度を見直すことがまず重要と考えられる。

(a) 市場セクションのあり方の見直し

第一は、市場セクションのあり方の見直しである。この関連で、注目されるのが、金融庁アクションプランを受けた検討の結果として実現したマザーズの改革である。すなわち、2014 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。また上場後 10 年超の企業に対する時価総額及び流通株式時価総額に関する上場維持基準も、引き上げられた。

これらの改革は、開設から 15 年を経て、新興企業とはみなしにくい企業も混じるようになった中で、新興市場としての位置づけを明確に維持する試みとしては評価できよう。

しかし、個人投資家に対してマイクロ・キャップに係るリスクについて注意喚起するという観点からは、新興企業か否かではなく、時価総額が小さく、プロの投資家の関与が少ない企業を、他の上場企業と明確に

区別することの方が有用と考えられよう。そもそもどのような企業が新興企業なのか、なぜ新興企業に特別なセクションが必要なのか、議論の余地があろう。また、プロの投資家の関与が少ないことから生ずるリスクは、新興企業だけではなく、小規模企業全体の問題である。

米国のマイクロ・キャップの多くは、ナスダック・キャピタル・マーケットで取引されている。既述の通り、NYSE には小規模企業は少ない。すなわち市場セクションと企業規模がある程度対応している。

これに対して東証の場合、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。そして東証 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、現行の市場セクションを見直し、新たな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。

米英では、マイクロ・キャップが多数を占める市場が相当程度特定されているため、リスクの所在が投資家にとって明確である。これに対し、現状、わが国では、東証だけでも、多数のセクションでマイクロ・キャップが上場されており、市場セクションが、リスクに関する有効なシグナルとなっていない。そこで、リスク特性の違いをより反映した市場セクションとすることが考えられるわけである。

(b) 小型株インデックスのあり方

選別された小規模上場銘柄で構成される株価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ている健全な企業も多い。

そこで 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、小規模上場銘柄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、東証が、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。

このうち、マザーズ Core 指数は、金融庁アクションプランにおいて、新興市場における投資者のイメージ向上のため、上場した企業を支援するための取組みの一つとして、「取引所は、流動性、時価総額等に注目して選別された銘柄で構成されるインデックスを作成し ETF の組成を促すことで、投資資金を呼び込む」ことが掲げられたことを受けて、導入されたものである。

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、これら指数は小規模上場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。

このため、定性的な面にも注目した場合、一般の個人投資家の投資対象として必ずしもふさわしくないとされる銘柄でも、売買代金や時価総額が増大すれば、こうした指数の構成銘柄となりうる。そして例えば 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」という趣旨の適時開示を行うことが多い。しかし実際には、J-Stock 銘柄には、構成銘柄に選定された後、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。また継続企業の前提に関する注記が解消されたばかりの企業が、出来高増大により、すぐに構成銘柄に選定された事例もある。

（c）マイクロ・キャップの質の向上

第三は、マイクロ・キャップの質を高める工夫である。マイクロ・キャップでは、大企業に比べて不適切

会計処理の問題が生じやすいが、これについては、まず上場審査にあたって、取引所や引受証券会社、そして会計監査人による適切な対応が必要である。この点は、先述の通り、金融庁アクションプランを受けて、取引所や証券業協会を中心に一定の対応策が導入された経緯がある。

上場後においては、とりわけ毎期の財務報告書のレビューや監査を担う会計監査人が、不適切会計処理の抑止の役割を發揮していくことが期待されよう。ただそのためには、現状の仕組みには改善の余地があると考えられる。

すなわち上場会社の監査は、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、現状では、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することが可能である。

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がある。

日本公認会計士協会は、既に同制度の改革に着手しつつあるが、自主規制機関として厳格な対応が期待される。

また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發揮し、明らかに問題があると判断される会計監査人の関与を排除する仕組みを導入していくことも、今後の選択肢の一つである。

（3）上場前の企業成長ファイナンス

株式市場にアクセスするには取引所上場しかない、という状況を変えていく努力も引き続き必要であろう。その意味で投資型のクラウド・ファンディングや、グリーンシートの教訓を踏まえて導入が予定されている「非上場株式の取引制度」は注目される。

またベンチャー企業の出口として、IPO だけではなく、大企業等との M&A を含めた多様な選択肢を確保していく方針が、2014 年の「日本再興戦略」にも盛り込まれた点も評価される。

この他、エンジェル投資家の育成については、従来、税制上の優遇策の導入が重視されてきたが、これに加えて、上場前の企業のエクイティ・ファイナンスに参加可能な投資家層を拡大する工夫も検討に値しよう。

米国では適格投資者の基準を満たす個人投資家が 800 万世帯以上も存在し、これが 27 万人に上るエンジェル投

資家の母体となっている¹⁰⁾。これに対して、わが国では、適格機関投資家として届出をしている個人は数十人に過ぎない。TOKYO PRO Market には限られた銘柄しか上場されておらず、個人にとって特定投資家となることのメリットも小さい。

そこで、個人がプロ投資家と認定されるための条件及びそのメリットについて、現状を見直し、一定の能力、資力のある個人が、上場前の有望な企業の成長に長期的にコミットする余地を拡大させることも考えられよう。

(4) IPO以外のエグジットの拡大

以上の他、わが国においても、そもそも IPO ではなく大企業等による買収を有力なエグジット手段と位置づける企業やベンチャー・キャピタルが増えても良いと考えられる。Gao, Ritter and Zhu(2013)が指摘する範囲や規模の経済が、わが国で成立しているかどうかは、今後の検証を待たなければならないが、昨今、米国の大手企業による日本のベンチャー企業に対する出資や買収が相次いでいることは注目される¹¹⁾。これらのケースでは、ベンチャー企業側も、大企業の資本のみならず、自らにない技術やノウハウ、そして世界市場に打って出る機会に期待して、大企業のパートナーとなる道を選択している。

また例えば、マザーズでは、過去、いくつもの創業ベンチャー企業が IPO により上場し、当初は多くの個人投資家の期待を集めたものの、予想以上の赤字が続く等の結果、上場廃止になった事例が目立つ。こうした企業においては、IPO ではなく、大企業等により買収された方が、企業にとっても市場にとっても良かった可能性がある。

2008 年 4 月に発表された経済産業省における「ベンチャー企業の創出・成長に関する研究会」の最終報告書でも、ベンチャー企業は IPO を目指すものという常識を見直すべきとして、「IPO 至上主義からの脱却」が掲げられている。また金融審議会リスクマネー供給報告書でも、ベンチャー企業支援の出口は IPO に偏重している、という見方を紹介し、M&A を含めた多様な選択肢が確保されていることが望ましいとしている。

わが国では、欧米と比べて大企業とベンチャーの連携が不十分であり、未だ企業の多くは自前主義から抜け切れていないとの批判がある¹²⁾。米国の大手企業だけではなく、日本の大手企業が、国内ベンチャー企業への出資者、買収者として台頭していくためには、こ

の点の意識改革が進む必要がある。

10) United States Government Accountability Office [2013] 及び 淵田康之 [2013] 参照。

11) 齊藤美保 [2014] 参照。

12) 経済産業省 [2014]。

<参考文献>

大崎貞和 [2014], 「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。経済産業省 [2014], 「ベンチャー有識者会議とりまとめ」、4 月。

齊藤美保 [2014], 「日本を襲うベンチャー空洞化」『日経ビジネス』、月 19 日号、p10~p11。

淵田康之 [2013] 「リスクマネーの供給促進と投資者保護」『野村資本市場クォータリー』、秋号、p85~p118。

Brüggemann, U, A. Kaul, C. Leuz and I. M. Werner [2013], “The Twilight Zone: OTC Regulatory Regimes and Market Quality” ECGI Working Paper Series in Law, No. 224/2013, August.

Davidoff, S. M. and Rose, P [2014], “The Disappearing Small IPO and the Lifecycle of the Small Firm,” February 24. (<http://ssrn.com/abstract=2400488>) .

Gao, X, J. R. Ritter and Z. Zhu [2013], “Where have all the IPOs Gone?” Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vo. 48, No. 6, p1663-p1692, December.

United States Government Accountability Office [2013], “Alternative Criteria for Qualifying As An Accredited Investor Should Be Considered”, July.