

新興市場は期待された役割を果たしたか

水野満（日本大学）

マザーズやヘラクレス(旧ナスダックジャパン)の創設から 6 年が経過し、新興市場は従前からあるジャスダック(旧店頭市場)を加えると三市場が鼎立した状態にあり市場間競争が一気に激化した。これら三市場ははたして新興企業に成長資金を供給してきたのであろうか。本稿では公表データに基づきこの 6 年間の新興市場を振りかえり、期待された役割を果たしてきたか検証する。ベンチャー市場は情報技術（IT）、バイオテクノロジー、サービス業や製造業のような業種でユニークなビジネスモデルを持つ開発・成長段階にある企業にリスクマネーを提供する資本市場への玄関口である。産業と経済の発展には、成長の可能性を秘めたベンチャー企業の育成が不可欠で、そのために IPO 市場の健全な発展が欠かせない。我が国には他国に例を見なくベンチャー企業の IPO 市場としてジャスダック、マザーズ、ヘラクレスの 3 市場がある。ジャスダックは 1963 年に店頭取引（OTC）市場として開設された。マザーズとヘラクレスはそれぞれ 1999 年と 2000 年に創設された若い市場である。

1. 新興市場は期待された役割を果たしたか

（1）3 市場に上場された会社の設立から公開までの期間は短縮されたか。

マザーズとヘラクレス市場の効果の 1 つは IPO への期間の短縮である。過去 5 年間で、およそ 20%の会社が 5 年以内に、さらに約 20%の会社が 5-10 年以内に株式公開することができた。マザーズの場合 70%以上の会社が 5 年以内に IPO を実現した。これは 2000 年以前には考えられないことである。ジャスダックでは 1999 年以前は 23 年以上、要していたが、2000 年以降の過去 6 年間でもあまり変化していない。他方、マザーズとヘラクレス市場では公開までの経過年数はジャスダックに比べるとかなり短い。

（2）2000 年以来 3 市場に上場された会社数はかなり増加したか。

株式公開数は 2000 年に IT ブームのために 159 社とピークを記録したが、その後 IT ブームの崩壊と低迷する株式市場の影響から、上場会社数は減少に転じ 2002 年と 2003 年の両年には 100 社となった。2004 年からはベンチャーへの関心と株式市場の回復から IPO 数は増加に転じた。2000-2005 年の 6 年間に上場した会社数は 772 社に達し、1999 年までの 6 年間と比較すると約 30%増加した。従って、3 市場体制になってから IPO 数がかなり増加したこととなり、上場基準の緩和とあいまって 3 市場の果たした役割は大きい。

（3）3 市場体制となって新興企業の IPO 時の資金調達額は増加したか。

マザーズとヘラクレスが創設され資金調達する機会は増大した。各年で資金調達額にはばらつきがあるが、2000 - 2005 年の 6 年間で 2.1 兆円を超える資金が調達された。6 年間の年平均調達額は 3,612 億円に達し、1998 - 1999 年の 2 年間にジャスダック市場で調達された平均額と比較すると 81%も増加し、3 市場は新興企業に成長資金を提供してきた。

（4）3 市場は赤字の企業にも株式公開の機会を与えたか。

過去 6 年間、3 市場に赤字を出しながらも上場できた会社数は 41 社に達し、資金調達額の合計は 3,614 億円に上っている。赤字を計上していても成長可能性の高い企業にも資金調達の道が開かれることとなったのはマザーズとヘラクレス市場が開設されるとともにジャスダック市場が 2 号基準を設けたことに起因する。この意味で、3 つの IPO 市場は赤字企業に対してもさらなる成長のために必要不可欠な資金を提供するという役割を果たし結果として企業の成長を加速させることに貢献したといえることができる。

2. 残された課題

新興市場はベンチャー企業に成長資金調達のため重要な役割を果たしてきたが、残された課題はなにか。第一に 3 市場が多くの新興企業の発展に貢献してきたが果たして 3 市場が必要であろうか。3 市場は IPO 市場を活性化したが、市場間で公開基準が異なっており IPO を計画している会社に混乱をあたえ、市場間競争が激化しその副作用として上場企業の審査が甘くなった。単一の強固な新興市場を考える時期ではなかろうか。第二にグローバルな観点から日本の企業だけではなく外国、特にアジアの企業も誘致できる魅力ある市場としなければならない。第三にシステム障害を繰り返さないよう対処しなければならない。第四に投資家保護を徹底するため十分なディスクロージャーと適切な上場審査が肝要である。第五に証券市場は公正で秩序ある価格形成（価格形成機能）に寄与しなければならない。第六に IPO 時のアンダープライシングの問題がある。アンダープライシング自体、グローバルな IPO 市場で珍しいことではないが、日本のアンダープライシングは他国と比較して大きい。IPO の適切な価格設定が求められる。第七に不祥事を防止するためコーポレートガバナンスを強化しなければならない。第八にベンチャー市場は本質的にリスクで極めて専門家向きの市場であるので投資家教育を強化する必要がある。第九に他国で一般的でない系列子会社が上場するケースがみられる。グループ会社は実質的に 1 つの会社として経営されているので親会社だけが上場されるべきではなかろうか。最後に取引の信頼性、安全性、効率性を高めるべく全体のシステムを向上させることが求められよう。