

ナスダック・ジャパンと日本証券業界の展開

6期生 丸山 洋平

- I. はじめに
- II. 世界最大のベンチャー株式市場・ナスダックとは
- III. ナスダック・ジャパンとは
- IV. ナスダック・ジャパンのもたらすもの
- V. 日本証券業界の課題と展望
- VI. おわりに

I. はじめに

1980年代から90年代、あれほど苦境に陥っていた米国経済が大きく飛躍したのはなぜだろうか。91年から始まった好景気は現在も続いており、過去最大の好景気になっている。現在日本で問題になっている失業率も、当時の米国では10%を越えていたが、現在では4%台になっている。これは、ベンチャー企業の成長が著しかったことが大きな要因になっている。その原動力となっているのが、米国の店頭市場である「NASDAQ」である。ナスダック市場には約5000社のベンチャー企業の株式が流通しており、この15年間で市場規模は12倍に拡大。現在では、ニューヨーク証券取引所(NYSE)と肩を並べる存在になっている。マイクロソフトやインテルに代表されるベンチャー企業の資金調達の間として大いに貢献し、米国経済を牽引してきた。マイクロソフトがナスダックに上場したときの株価はたった10ドルであった。現在は約100ドルだが、株式分割などを考慮した実質的な株価の上昇は680倍にもなる。マイクロソフトの上昇は特別だが、ナスダックでは株式公開後に株価が50倍、100倍になるのはそう珍しくない。

一方、日本経済はどうか。バブル崩壊後の出口の見えない不況に陥っている。かつてのソニーや日立のような急成長ベンチャー企業は現れず、大企業と呼ばれる企業は10年前から変わっていない。新しい企業に資金が回らないような体質がしみついてからだ。これまでの間接金融中心の金融システムや資本市場における多くの規制が真の競争経済の発展を妨げ、本来の証券市場の機能を著しく低下させてしまい、その結果としてベンチャー企業の発展を妨げているのである。このような状況下で銀行、保険、証券の各種の規制を緩和撤廃し、市場原理、競争原理、自己責任原則に基づいた新たな金融システム作りを目指す日本版金融ビッグバンが実施された。日本経済にダイナミズムを注入し、活力を取り戻すには、ベンチャー企業の育成がきわめて重要である、という認識が強くなってきたのである。このため、金融ビッグバンとも連動させながら、日本もベンチャー企業の新興に向けて、ベンチャーキャピタルの充実や株式公開による証券市場からの資金調達へのハードルを低くするなどの取り組みが本格化しつつある。

こうしたなかで、米国のインターネット関連ベンチャー企業に集中投資して、日本、米国などに100社以上のグループ企業を持つソフトバンクが、世界最大級の証券市場、ナスダックを運営する全米証券業協会(NASD)と共同で、ベンチャー企業向けの新しい証券市場を日本に創設する「ナスダック・ジャパン構想」が打ち出された。米国屈指の証券市場ナスダックが日本に上陸することで、日本の証券市場にはこれまでになかった変化がもたらされるであろう。ベンチャー企業の直接金融による資金調達が容易になったり、米国ベンチャー企業株が身近になったりするといった変化がある

であろう。しかし、それらよりもより重要で大きなことは、ナスダックが競争のなかった保守的な日本の証券市場に上陸することで、株式市場間競争の時代がやってくることである。東京証券取引所は殻を破り、新興企業向け新市場「マザーズ」を開設し、日本証券業協会も店頭市場の抜本的改革に乗り出した。国際的に行なわれている市場間競争が、いよいよ日本でも始まったのである。

ナスダック・ジャパン市場は、2000年6月19日、取引を開始した。果たしてナスダック・ジャパンは日本経済の救世主となれるのであろうか。まずは、米国ナスダックを概観し、その上で新市場ナスダック・ジャパンがどのような市場になるかを解説し、さらにナスダック・ジャパン市場が日本の証券市場にどのような影響を与えるかを検討する。最後に、ナスダック・ジャパンを中心に日本の証券業界の現状とこれからの課題について考察する。

II. 世界最大のベンチャー株式市場、ナスダックとは

1. ナスダックとは

①ナスダックの誕生と発展

ナスダック市場は、米国の証券業者の自主規制期間である全米証券業協会（NASD）によって運営される株式市場である。「NASDAQ」とは、「全米証券業協会自動気配表示システム（National Association of Securities Dealers Automated Quotations）」と呼ばれるコンピューター・システムの略称であり、1971年に米国店頭市場の相場情報のオンライン配信システムとしてスタートした。このときの登録銘柄数は2150、年間売買高は3億株であった。それが、99年7月末で登録銘柄数約5000、売買高1兆931億株にまで成長したのである。ニューヨーク証券取引所（NYSE）が200年以上の歴史を持つアメリカの証券市場を象徴する取引所であるのに対して、わずか30年の歴史しかない新興勢力がNYSEと肩を並べるようになったのである。70年代、米国ではコンピューター・ソフト、電気通信、バイオ、医療など新しい産業が急速に育っていた。そしてこれらの産業の急成長企業のほとんどがナスダック公開企業であった。その代表がコンピューターメーカーの「アップル・コンピューター」で、売上高は年平均365%も伸びて、5年間で432倍にもなるという高成長を遂げた。80年代に入って、ナスダックは本格的な拡大期に入る。レーガン大統領が政策の柱に掲げた規制緩和によって、ニュー・ビジネスが誕生し、ベンチャー・ブームが起こった。そしてベンチャー企業の多くがナスダックでIPO（新規株式公開）を行なった。86年には、90年代にナスダックの主役となる「マイ

クソフト]が株式を公開した。90年代始めこそ一時停滞したが、その後、ナスダックは米国経済の隆盛を担う巨大な証券市場に成長した。91年4月から現在まで続く米国経済の高成長の原動力となっていたのは、情報、ハイテク、コンピューター・ソフト、インターネットなどの分野の急成長するベンチャー企業である。それらのベンチャー企業が多数株式公開しているナスダックは、94年には売買高で、99年には売買代金でもNYSEを上回った。ナスダックは、マイクロソフトやインテルなどの登録企業の急成長と軌を一にしながラスダック市場自体も急激に成長し、いまや規模と成長性の両面でNYSEを完全に凌駕する米国最大の証券市場となり、かつ「ナスダック登録企業群」=「米国を代表する新興成長企業群」という地位を築き上げたのである。さらにNASDは、ナスダック市場との「相互上場」と、「証券取引システムの共通化=標準化」を推進することによって、ナスダック市場のグローバル化と米国ナスダック市場の拡大を図る、という目標のためにさまざまな戦略を展開している。国内のNYSEや急成長しているECN（電子取引システム）に対抗するため、98年11月に全米第2位の証券取引所であるアメリカン証券取引所（AMEX）を買収した。また、世界の投資家が世界の株式をどこからでも24時間売買できる、「世界市場」実現のためのグローバル戦略にも積極的である。欧州やオセアニア、アジアなど世界中の証券取引所と提携をしている。ナスダック・ジャパン構想は、このグローバル戦略の一つなのである。

では、ナスダック市場とは具体的にどのような株式市場なのであろうか。その特徴を概観する。

②ナスダックの特徴

ナスダック市場は株式を売買する証券取引所であるが、立会い場などの空間が存在しておらず、投資家および証券業者をコンピューターネットワークシステムでつなぐ証券取引システムが市場となっている。

ナスダックに上場している企業は約5000社だが、それらの企業は比較的規模の大きな企業が公開しているNMS(National Market System、全米市場システム)か、中小規模の企業を中心のsmallキャップに属している。NMSにはアメリカン証券取引所などの上場基準と同じ程度に厳しい登録審査基準を満たした企業が上場しており、マイクロソフト、インテル、アマゾン・ドット・コムなど、情報通信系の企業を中心に著名な企業が名を連ねている。NMSは、時価総額ではナスダック市場全体の99.0%、売買代金では99.2%を占めるナスダック市場の主役である。一方、smallキャップの登録基準は比較的緩やかであり、創業期の企業でも公開できる中小企業向けの市場である。そもそもナスダックはsmallキャップ市場から始まり、その名かで成長して規模が大きくなった企業をNMSに格上げしたのである。

ナスダック市場の最大の特徴は、成熟した大規模な優良企業ばかりを上場する

NYSEとは異なり、成長力の高い新興ベンチャー企業の新規株式公開(IPO)の場として重要な役割を担っているという点にある。現在では、新規公開といえばナスダックというのがほとんど常識化してきており、ナスダック市場、NYSE、AMEXの3市場の株式公開件数の8割以上をナスダック市場が占めている。毎年何百もの企業が登録するという事実の一方で、何百もの企業が登録廃止しされているという厳しい現実もある。NMSでは廃止率は年間5%前後だが、スモールキャップでは、10%を上まわっている。登録廃止の原因として最も多いのが時価総額が基準以下に下がることで、続いて多いのが、マーケット・メーカーが不足するケースである。つまり、ナスダック市場では株式の流動性を重視されていて、投資家が中心という考えが貫かれているのである。こうした市場だからこそ、経営者は株価を上げる努力をする。それが市場の活性化、ひいてはアメリカ経済の好況につながっているのである。

株式新規公開の件数が多いばかりではなく、会社の創業から新規公開までの期間が短いのもナスダック市場の特徴である。米国には、会社設立時に出資の形で投資を行ない、株式公開時に市場で売却して利益を上げるスタート・アップ投資を専門とするベンチャー・キャピタルが多数存在している。こうしたベンチャー・キャピタルの存在など、投資環境が整備されているため、ナスダックへの新規公開までにかかる年数は平均でわずか6、7年である。マイクロソフト、インテル、シスコ・システムズなどの大企業も早々とナスダックに上場を足がかりに現在の地位を築いたのである。

新規公開の活発さと並ぶナスダック市場のもう1つの特徴は、一般の証券市場とは異なり、マーケット・メーカー制度を取引仕法として採用するとともに、コンピューターを通じた電子取引を市場開設当初から行なってきたという点にある。マーケット・メーカー制度とは、マーケット・メーカーと呼ばれる自己売買を行なう証券会社が、売りと買いの気配値を常に提示することで、市場の流動性を確保するというものである。わが国の東京証券取引所をはじめとする多くの取引所市場では、投資家や証券会社の自己売買部門がだした売りと買いの注文が直接付け合わされるため、売り手と買い手の希望する価格や数量が一致しなければ売買は成立しない。これに対して、マーケット・メーカー制度では、一定の数量までの売買注文は、マーケット・メーカーが自ら提示している気配値で売買に応じる義務が課せられているため、必ず売買が成立する。もちろん、マーケット・メーカーの提示する気配値や売買を約束している数量が売り手と買い手の希望と一致しない場合もあるが、最低限の流動性は確保されているわけである。ナスダック市場は、市場開設当初から全米の証券業者(マーケット・メーカーや投資家)をコンピューター・ネットワークで結びつけ、どこからでも気配値を入力したり、入力された気配値を見たりすることを可能にすることで、世界で始めて立会い上の存在しない株式市場を実現したのである。ナスダック市場のマーケット・メーカー制度は、自社の株式の流動性を高めたいと考える新興企業にとっては魅力的な仕組みである。NYSEを始めとする伝統的証券取引所にもスペシャリスト

と呼ばれるマーケット・メーカーが存在するが、1銘柄につき1業者と決まっている。これに対してナスダック市場では、多数のマーケット・メーカーが同じ銘柄に対して競争的に気配値を提示しており、価格が公正、効率的に形成され、高い流動性を確保できるのである。このマーケット・メーカー制度こそがナスダック市場の発展の原動力となったのである。

また、ディスクロージャー原則と投資家の自己責任原則の徹底もナスダックの成長要因であるといえる。NASDは、投資家が多額の損失をこうむってもすべて自己責任とされる一方、これと表裏一体として投資家に情報が入るディスクロージャー責任を発行企業に対して求めている。非常に厳しいディスクロージャーが求められる一方、情報が明らかな分、投資家の投資インセンティブも高くなる。創業間もないベンチャー企業にとって、投資家が投資しやすいという環境は不可欠である。ナスダック市場では、確かな情報を得た上ならば、ハイリスク・ハイリターンの投資を希望するという投資家の投資対象の格好の場となった。また、株式を発行する企業にとっても、ディスクロージャーコストの分を差し引いても、上場する価値がある市場である。ディスクロージャー原則と自己責任原則は、資金を貸す側と借りる側の思惑を一致させるのに非常に機能しているのである。

ベンチャー企業が株式公開しやすい環境、自己責任原則、ディスクロージャー原則、そしてマーケット・メーカー制度はナスダック市場の繁栄を支えてきた重要な要素であり、これらによって、ベンチャー株式市場において1つの重要な要素である流動性の確保が達成されてきた。また、その背景には、米国のベンチャー企業に対する投資環境が整備されていることも見逃してはならない。ナスダック市場は、ベンチャー企業が成長するための様々な要因を確保し、その場を提供して、現在の米国の繁栄に大きく貢献した。そのような市場が、日本の1200兆円の個人金融資産を目的に日本に上陸してくるのである。では、新市場ナスダック・ジャパン市場はいったいどのような市場になるのであろうか。

Ⅲ. 新市場ナスダック・ジャパンとは

1. ナスダック・ジャパン構想の背景

世界最大級の証券市場であるナスダックが日本へ上陸し、ソフトバンクと共同で新たな証券市場「ナスダック・ジャパン」を創設するということが可能になったのは、日本が金融システム大改革、「日本版金融ビッグバン」に踏み切ったからである。その基本理念として、「自由」(フリー)、「公正」(フェア)、「国際化」(グローバル)の3原則を掲

げ、低迷する東京証券取引所を、ニューヨーク、ロンドン並みの市場に再生するというのが目的である。この3つのコンセプトの実際の意味は、「市場」、「自由競争」、「規制緩和」ということである。こうした新しい価値観に基づきながら日本の資本市場、金融関連機関の再生を図るということである。証券分野においては、取引所集中業務の撤廃、証券業務の外部委託範囲拡大、証券売買手数料の完全自由化などが実現する。第二次大戦後の日本の金融は規制まみれであった。敗戦後の経済を少しでも早く立ちあがらせるためには、金融をコントロールした方が効率的であったからである。そのためには、多数の参加者を扱い、多様な機関の介在を前提とする証券型システムではなく、シンプルかつオールマイティーの銀行を核にすえたシステムの方が適しているため、銀行型システムを中核に据えた金融システムが形成された。このため、日本では社債市場が発達せず、企業からの借りに依存するという間接金融優位の金融システムになったのである。欧米では直接金融主体、つまり証券システム主体であるから、企業家は資本市場から資金調達することが日常的なのである。多くの規制が残存していた日本の証券業界は、米国の証券市場に大きく立ち遅れ、決定的な差ができてしまった。

日本の店頭市場に公開する銘柄数は約850銘柄である。ナスダックと比較すると、銘柄数で約1/6、時価総額では約1/40の規模しかない。この大きな差はなぜ生まれたのであろうか。米国ではNYSEがあり、ナスダックがあるという、いわばヨコの関係となっている。一方日本の場合はどうか。大蔵(財務)大臣の諮問機関である証券取引審議会が、ずっと、店頭市場は取引市場の補完的立場と位置付けてきた。東証があってその下に店頭市場がある、というタテの関係になっている。日本の証券取引法で、取引所以外の取引を禁止する取引所集中原則主義が採られていたため、証券会社のカウンターで投資家と相対で取引される店頭市場は、法的には証券取引所と認知されず、取引所の補完という地位に甘んじていたのである。

日本では、店頭市場の拡充を図り、米国ナスダックと同じような活性のある市場にしようとしたが、結局は東証と同じような取引をするようになってしまった。そして、現在の米国との大きな差が生じたのである。米国のなぜそのようになってしまったのか。第1の理由として、取引形態の違いがある。米国ナスダックでは、いわゆるオークションによる競り、つまりブローカー制だけでなく、相対取引であるマーケット・メーカー制でも取引が行なわれている。ところが日本の場合、本来ならば売り手と買い手が仲介者を立てずに直接交渉する相対売買で取引すべきところを、証券会社が直接資金を出し合って日本店頭証券株式会社(現在は株式会社ジャスダックサービスに改組)という会社を作り、この日本店頭証券株式会社に注文を委託する仕組みをとった。そのために、あたかも取引所で売買をしているセリ売買、つまりブローカー制と同じになってしまった。東証との差別化が図れなかったのである。新興企業の資金調達の場としての店頭市場の役割が果たせず、成長企業が出現してもそれらの企業は東証へ

の上場という道を選んでいった。逆に米国ナスダックでは、アップル社やマイクロソフトといった急成長企業が出現し、しかも現在も残っているのである。アップルやマイクロソフトはNYSEよりも、優れたブランドイメージ、高い流動性をもったナスダック市場を選んだのである。ナスダック市場の繁栄の要因はここにもある。このことは、ナスダックがNYSEなどの証券取引所との差別化に成功したことを示している。

日本の店頭市場が発展しなかった理由の第2に挙げられるのは、「実質的な」公開基準の違いである。現状では、日本の店頭市場での株式公開には、会社設立から20数年要するケースが多い。一方ナスダックではその期間は約6、7年である。公開基準の差であろうか。ところが、ナスダックと日本の店頭市場の株式公開基準を見てみると、ほとんど格差がない。実は、日本の店頭市場の株式公開基準には、高いハードルが別に用意されているのである。店頭市場の公開基準は、形式基準と実質審査基準と呼ばれる2つの基準で構成されている。ナスダックと差があまりないとされているのは、前者の形式基準（発行済み株式数、株主数など）のことであり、後者の実質公開基準をみても、ナスダックと大きく異なり、非常に厳しいため、その分株式公開が難しくなっているのである。ナスダックの実質審査基準は、成長企業が初めから黒字であるはずがないという性善説に基づいて、リスクに関する情報を幅広く開示させることと引き換えに、株式公開のハードルを低めに設定している。つまり、ディスクロージャーがベースになっているのである。株式公開を希望する企業には、徹底したリスクの開示と会計の透明性というディスクロージャーを求める。一方、日本の店頭市場の実質審査基準は、売上や利益などの形式的・不明確な情報が重視されており、業績がベースとなっている。この業績ベースの基準は、新興企業にとって非常に大きな足かせになっており、日本店頭市場の低迷の一因となっているのである。

第3に、証券市場のピラミッドの底辺にある裾野の部分の未公開株式市場が発達していないことである。米国の未公開株式市場とも言えるナスダック・スモールキャップ、OTCブリティンボード、ピンクシート、ローカルマーケットには、約2万社の企業が登録されている。一方、日本では99年11月現在で40社しか登録されていない。未公開株式市場は、事業として未熟な創業期の企業に投資する市場である。投資家からすれば、ハイリスク・ハイリターン。倒産する企業や業績悪化で株価が急落する企業の確率も高い。通常、未公開企業に投資を行なう場合には、倒産などによる株価変動リスクと流動性リスクがある。未公開企業の株式は市場で流通していないので換金がしにくいのが普通である。しかし、未公開株式市場では、未公開企業の株式であっても証券会社が株価をつけて流通しやすくし、流動性リスクを減らす役割を果たしている。未公開株式市場の存在はどのような意味があるのか。米国ではエンジェルと呼ばれる個人投資家やベンチャー・キャピタルが盛んに創業期のベンチャー企業に投資を行なっている。投資がしやすいのは、株式公開までの期間が短い上に、未公開株式市場が発達していて、投資を資金化しやすいからである。未公開株式市場の発達

は、企業にとっては、株式の発行による資金調達が可能になり、投資家にとっては、株式公開する前の段階でこれからの成長が期待される企業などへの投資の機会を提供するというメリットがある。日本では長い間、未公開企業は十分な企業内容のディスクロージャーをおこなっていないとし、日本証券業界の規則によって、投資勧誘を禁止してきた。日本のベンチャー企業は、株式による資金調達の道が閉ざされていた上に、銀行の貸し渋りにより資金調達が非常に困難になっていた。このような状況の中では、ベンチャー企業は成長できるわけがないのである。

日米間のベンチャー株式市場の差は非常に大きい。それは、株式による資金調達の容易さの違いである。米国では、株式公開は企業のスタートであると考えられているのに対して、日本では株式公開がゴールと考えられているのである。このような日米ベンチャー株式市場の大きな差は現在の両国の経済状況を反映しているといえる。このような状況下で、日本版金融ビッグバンという契機を利用して日本の金融構造を大きく変えようと打ち出されたのがナスダック・ジャパン構想である。ナスダック・ジャパンはどのような証券市場になるのだろうか。

2. ナスダック・ジャパンはどのような市場か

ソフトバンクの孫正義社長と NASD のフランク・G・ザーブ会長は、1999年6月15日、日本に新たな証券市場となる「ナスダック・ジャパン」を2000年末の創設に向けて提携することで合意した。その理念は、透明性、流動性、効率性が高く、しかもフリーでかつフェアなインターネット証券取引所の創設することである。米国ナスダックの経験とノウハウ、そしてソフトバンクの国際性と革新性をかけあわせたナスダック・ジャパン構想のねらいは、次のような点にある。第1に、日本の投資家、とりわけ個人投資家に対して、ナスダック市場で取引される5000もの米国の高成長銘柄への投資機会を提供することである。ナスダック・ジャパンが整備するコンピューター・システムを通じて米国市場への直結化を図ることで、取引を容易にするのである。現状では、日本の投資家がナスダック市場に登録されている銘柄に投資しようとしても、年次報告書などディスクロージャー資料がすべて英語であるといった現実的な障害もある。このため新市場では、ディスクロージャー資料を日本語に翻訳して提供する方針を採る。また、日本円ベースでの株価表示、取引を行なうこととしている。透明性の高い安定した証券市場を日本の投資家に提供しようというのである。そして、将来的にはインターネットをベースにした投資家が直接、株式売買できるいわばスーパーECNを目指す。第2に、日本のベンチャー企業に対して、円滑な資金調達と活発な株式公開のための場を提供することである。現状では、日本証券業協会が運営する株式店頭市場での株式公開には、会社設立から20数年を要するケースが多

い。これに対して、新市場では、ナスダック市場並みの登録基準を採用し、若い会社でも登録基準さえ満たせば公開を推進するという方針を採ることで、より迅速かつ機動的な資金調達手段の提供を可能にする。

では、ナスダック・ジャパン市場の実態はどのようなものなのであろうか。まず、新市場の運営主体は、ソフトバンクと NASD 折半出資して設立した「ナスダック・ジャパン株式会社と大阪証券取引所である。98年12月に日本の証券取引法が改正されたことによって、証券取引所だけでなく、証券業協会も証券取引のための市場を開設できるようになった。したがって、新市場開設のために新証券業協会を設立する方針になったのだが、難航したため、大証との提携という形をとったのである。そして、証券市場といっても立会い場など物理的な空間、つまり建物を新たにたてるわけではない。取引市場と証券会社をコンピューター・ネットワークシステムでつないだ証券取引システムが市場となるわけである。

ナスダック・ジャパン市場は、おおよそ米国ナスダック市場を踏襲したものになる。市場は企業タイプ別に2つに分けられ、米国ナスダックのNMSに相当する一般企業向け市場の「スタンダード」と、スモール・キャップに相当する設立間もない企業向けの市場である「グロース」となる。公開基準も米国ナスダックとほぼ同等で、資産性や収益性、市場性、企業規模、事業展開力、時価総額などを採用し、上場後の流動性にも配慮する。スタンダード基準には、収益性と資産性を持ち、市場性が見込まれる1号基準、不動産時価総額において市場性が見込まれる2号基準、企業規模が大きく時価総額でも市場性が見込まれる3号基準の3つが用意された。グロース基準は、会社の規模は小さいものの、将来に対する潜在的な成長が見込まれるベンチャー企業向けのものである。会社設立までの経過年数の制約が小さく、通常は1年だが、時価総額50億円という基準を満たせば、その制約もなくなる。期待の大きい大掛りなベンチャー企業であれば、設立から1年足らずで株式公開が可能なのである。3つのスタンダード基準と一つのグロース基準、合わせて4つの入り口があることになる。スタンダードとグロース双方ともに厳しく設定されているのが、浮動株数や最低公開株数であり、流動性の確保が重視されている。

また、米国ナスダック同様、ディスクロージャーを重視した自己責任原則の確立を目指す。孫社長は、株式市場でリスク開示は非常に重要であると考えている。現在の日本のディスクロージャーでは投資家に十分リスクが伝わっておらず、時価情報も不十分である。ディスクロージャーを徹底することによって、投資家にとってより透明性の高い市場を目指す。これまで日本の投資家、特に個人投資家が、ベンチャー株に投資することに躊躇していたのは投資する企業が見えなかったからである。投資家にとって、企業の姿がきっちり把握できることが大切である。そうすれば米国のように、個人投資家のベンチャー株への投資インセンティブが高まると考えられる。

マーケット・メーカー制度については、2001年6月から導入予定である。ナスダ

ック・ジャパン市場は、日本の投資家には世界の有力ハイテク企業や国内の高成長企業に投資できる機会を、日本の新興企業にはスピーディな株式上場と円滑な資金調達できる機会を、それぞれインターネット技術をベースに提供することを目的としている。大証内の電子取引部門として創設され、インターネットを通じて投資家が直接市場に参加する世界規模での24時間の取引を目指しているのである。しかし、当面の運営については、米国ナスダック市場で利用されている最新の取引技術ではなく、現行の大証のルールや売買システムを利用し、低コストで瞬時の流動性と同時に、取引の安全性と透明性の確保を図る。そして、2001年6月からマーケット・メーカー制度を導入し、気配値、指値注文、成り行き注文などの情報を統合したハイブリッド型の電子取引システムに置き換えることで、より公正な株価形成を促していく。

2000年6月に取引をスタートしたナスダック・ジャパン市場は、まだまだ成長段階にある。取引システムもまだ既存のもので、ディスクロージャーの徹底と自己責任の確立も時間を要すると思われる。しかし、将来的には、ナスダック・ジャパン市場は、規制まみれで競争がなく停滞している日本の証券業界に新風を吹き込むことになる。では、日本の証券業界はナスダック・ジャパン市場の登場によって、どのような変貌を遂げるのであろうか。

IV. ナスダック・ジャパンのもたらすもの

1. ベンチャー市場の資金調達が変わる

ナスダック・ジャパンが始動することで日本の証券市場は劇的な変化を遂げていくことが予想されるが、まず挙げられるのが、ベンチャー企業の資金調達が間接金融中心から直接金融中心に変わることである。孫社長が新市場設立の発表とともに、公開予備軍を会員とするナスダック・ジャパン・クラブを設立し、公開のための勉強会を開催すると発表したところ、クラブへの参加申込者が殺到した。このことは資金調達を求めているベンチャー企業の申込者が、全国にいかにか多いかを示している。これらの大きな資金ニーズにナスダック・ジャパン市場はこたえることができる市場なのである。間接金融中心の日本では、すばらしいアイデア、すばらしい技術や開発力があっても、担保力が不足する中小企業には資金の調達は難しい。とくに、バブルが崩壊して不動産担保価値が下落し、銀行の体力が極端に低下している今日ではなおさらである。また日本のベンチャー企業の成長性が低い原因には、未公開ベンチャー企業に組織的に専門投資を行なうベンチャー・キャピタルが少ないという事実もある。一社に対する投資リスクは高いが、複数のベンチャー企業に投資すればリスクは分散でき

る。米国では、創業期に投資をして3年以内に2割の企業がナスダックで公開するなどして、平均10倍の株価で売却すれば、その他の投資先が事業に失敗して倒産しても、ポートフォリオ全体の投資利回りは30%程度になる。ナスダック闇公開株式市場などを使って投資資金の回収が容易なので、創業期の企業への投資が行ないやすい。日本にも主要なものだけでも約50社のベンチャー・キャピタルが存在するが、約8割が証券会社、銀行、生損保会社系列で独立系は少ない。そのため、ベンチャー・キャピタリストの能力、経験が不足しているという実態がある。また、日本では株式公開までに20数年かかるのが普通であり、7~8年を投資期間とするベンチャー・キャピタルにとっては、投資がしにくいという現実もあった。日本のベンチャー・キャピタルのもっとも大きな問題は出口戦略である。事業が成功すれば株価も上昇するが、売ることができなければ単なる含み益である。これをナスダックへの株式公開の支援を行ったり、未公開株式市場を通じた転売などによって資金化を進めていく。これを出口戦略と呼ぶのだが、日本のベンチャー・キャピタル投資の出口は、株式公開のみなのである。ナスダック・ジャパンはベンチャー・キャピタルに新たな投資の出口を提供する。これによって、ベンチャー・キャピタルのビジネスチャンスは大きく拡大し、これまで資金を得にくかった成長未公開ベンチャー企業の資金調達が容易になっていくのである。これまで日本では、ある程度成長企業にしか資金が回らず、企業にとって株式公開はゴールであった。しかし、ベンチャー企業の資金調達が容易になれば、米国のように株式公開がスタートになり、IPOラッシュが始まるであろう。

2. 徹底したディスクロージャーと自己責任時代の到来

ナスダック・ジャパンは日本の証券市場に「ディスクロージャー主義」をもたらすとともに、ディスクロージャーと表裏一体の関係にある投資家に課せられる「自己責任の原則」をもたらす。

ディスクロージャー主義の中身は、徹底したディスクロージャーとタイムリー・ディスクロージャーである。孫社長は、「株式市場で企業に投資しようとする投資家は、単に業績がどうかではなくて競争相手、特許の問題、訴訟の問題、資金状況、社員定着率、消費者センターに寄せられる苦情など、プラスの要素もマイナスの要素も全部徹底的に開示しなければならない。」と述べている。これらに加えて、4半期ごとに行なうタイムリー・ディスクロージャー＝時価会計による決算発表といった徹底的なディスクロージズでなければならない。すなわち、企業に関するすべての情報を公開する企業のみが上場されるべきという考えである。日本の証券取引法でも、有価証券の発行市場や流通市場において、一般投資家が有効な投資判断を下すことができるよう、発行会社の事業内容、財務内容、実績唐に関する情報の開示を義務付けている。日本の証券市場でも、一応形の上ではディスクロージャー制度を採用している。しかし、

近年日本の財務会計の歪みが、山一証券、日本長期信用銀行、日本債権信用銀行などの破綻によって明らかになってきた。破綻前の財務諸表では十分な自己資本を持っていたものが、破綻後には債務超過になってしまう。金融機関だけではなく、日本の上場・公開企業の多くが、多かれ少なかれゆがんだ会計処理を行ない、それを発表してきたのである。このような一連の事件に加えて、米国ナスダックに先駆けて日本に進出してきた米国の格付機関によって、日本の株式市場は大きく揺さぶられ、各企業とも真のディスクロージャーに向けて体質を変えざるを得ない状況に追い込まれている。このような状況にさらに追い打ちをかけるのがナスダック・ジャパンの創設である。ナスダック・ジャパン市場では、日本の投資家の利便性向上のために、日本語表示や円表示・取引、透明性の高い情報開示と安定した市場の確立のための国際会計基準の採用などを行なっている。ナスダック・ジャパン市場は投資家中心の考えのもとに、日本の投資家が投資しやすい環境や条件を整えているのである。

ナスダック・ジャパンを契機として、企業のディスクロージャーが徹底されるということは、これまであいまいな投資が行なわれていた日本でも自己責任が問われる時代がやってくるということである。これまで企業のディスクロージャーが十分でないにもかかわらず、日本の株式市場で売買が成り立ってきたのは、取引の主力である銘柄がおもに国内企業であったことと、証券会社の営業担当者や歩合外務員らの懸命な営業努力があったおかげである。だが、ナスダック・ジャパン市場の開設によって、米国ナスダック銘柄を頻繁に国内で取引したり、日本のベンチャー企業が競って米国ナスダックに登録するようなグローバル化が進んでくると、もはや国内で不透明な取引が通じる時代ではなくなってくる。ナスダック・ジャパンは、高いディスクロージャー意識を持ったベンチャー企業と自己責任意識を持った賢い投資家を生み出す力をもっているのである。

3. 株式市場間競争

ナスダック・ジャパンがもたらすもっとも大きな影響は、これまで競争のなかった日本の証券市場に市場間競争をもたらすことである。米国のハイテクベンチャー企業の登竜門として知られるナスダック市場が進出してくるとなれば、東証をはじめとする証券取引所や株式店頭市場の運営主体である日本証券業界にとっては、無視することのできない強力なライバル出現ということになる。既存市場の関係者は、表向きには歓迎ムードでナスダック・ジャパン構想を冷静に受け止めつつも、直ちに對抗策を練り始めた。1999年8月には、日本証券業界が、「市場改革の行動計画 ー改革のスピードアップー」と題する文書を発表し、登録準備期間の短縮やマーケットメイク制度の改善など、株式店頭市場の改革に取り組むことをアピールした。次いで9月には、東証がベンチャー企業向けに赤字でも株式公開を可能にした新市場「マザーズ

(Mothers : Market of the high-growth and emerging stocks)」を創設するという構想を発表した。マザーズ構想は、これまで成熟した大企業を上場する市場として社会的にも認知されてきた東証が、ベンチャー企業の獲得に向けて動き始めたということが注目される。しかもお役所仕事の対応を批判されることも少なくなかった取引所としては異例とも言えるスピードで、11月には市場の開設にこぎつけたのである。こうしたベンチャー株式市場育成競争が展開されるなかで、各地の地方取引所は存亡の危機にさらされている。98年12月の金融システム改革によって、取引所間の合併の途が開かれたことで、売買高の低迷や単独上場企業数の伸び悩みに直面する地方取引所の統廃合が始まった。海外からの殴り込みとも言うべきナスダック・ジャパンはもちろんのこと、東証マザーズにしても、新興ベンチャー企業は店頭市場で株式を公開し業容拡大後に上場へ移行するという、これまでの常識によって支えられてきた市場間の秩序を打ち破るものである。このように、証券取引所や株式店頭市場が、同じスタートラインに立ち、同じレベルで、市場としての生き残りをかけて激しい戦いを繰り広げている。しかも、こうした市場間競争は、グローバルな広がりを見せており、日本だけで起こっているわけではない。むしろ、日本における市場間競争の本格化は、ナスダック市場対 NYSE、あるいはナスダック市場対新興の電子取引システム (ECN)、といった米国内の市場間競争が飛び火した結果と見ることもできる。では、ナスダック・ジャパンの進出で、市場間競争に突入する東証マザーズ、株式店頭市場、未公開市場、ECN ではどのような動きがあるのだろうか。

①東証マザーズ

まず、東証マザーズについてだが、東証では、以前から上場基準に特則を設け、1部、2部の上場基準を満たせなくとも研究開発型のベンチャー企業であれば株式を公開できるよう制度を整えていた。しかしながら、この特則そのものが広く知られていたとはいえ、取引所が積極的な勧誘を行なわなかったこともあって、特則基準での公開の実績は一社もなかった。これに対して、新たに新設されたマザーズは、成長・拡大が期待される分野や新たな技術・着想に基づく事業を主要事業とする高成長企業の株式を取引するための市場とされる。もともと東証は、1999年2月に発表した証券政策委員会の報告書「東証の将来像について」でもベンチャー株式市場の育成を検討課題の1つに挙げており、ナスダック・ジャパン構想がなくても何らかの措置がとられていたことは間違いない。しかしマザーズの開設が、異例とも言えるスピードで進められた背景には、ナスダック・ジャパン構想に対する対抗意識があったことはいままでもない。また、結果的には、ナスダック・ジャパンへの対抗色を打ち出すことで、新市場に対する注目度が高まるという効果が得られたともいえる。

②株式店頭市場

株式店頭市場の改革も注目に値する。金融ビッグバンによって、株式店頭市場は、取引所市場と対等の立場に立つ有価証券市場であることが明確にされた。他方、米国ナスダックの進出により、市場間競争が本格化する中で、これまではベンチャー企業による株式公開の場と言う位置付けを当然視されてきた株式店頭市場も他の市場との本格的な競争に直面することとなった。この改革では、マーケット・メーカー制度の本格的な導入や登録・登録取引基準の抜本的見直しなど、市場のあり方の本質に関わる重要な措置がとられた。マーケット・メーカー制度は、米国ナスダック市場の発展の大きな要因のひとつであり、株式店頭市場関係者の多くは、マーケット・メイクの強化こそが、店頭市場の流動性を高め、取引所市場と差別化するうえで最大の強みになると考えてきた。しかし、わずか3銘柄の店頭特則市場を除いては、継続的なマーケット・メイクによる取引が全く行なわれてこなかったと言う日本の実情を考えれば、全ての店頭登録銘柄に関して、直ちにナスダック市場並みのマーケット・メイクを実現するのは難しい。そこで日本証券業協会は、マーケット・メイクの対象を会員証券会社が届け出た銘柄に限るなど、比較的自由度の高い制度を設けることにした。マーケット・メーカー制度が、株式店頭市場に登録されているような新興、中堅企業の株式の売買に最も適した取引仕法であるとは一概に言えないし、マーケット・メーカー制度の本家であるナスダック市場においても、ECNの台頭によって制度の実態が変貌しつつあるのも事実である。とはいえ、株式店頭市場に導入されたマーケット・メーカー制度は、対象銘柄の流動性を高めるなど、期待通りの効果を一応発揮しており、ある程度の評価はできる。一方、登録・登録基準の見直しは、市場の流動性確保を重視したと言う点で、マーケット・メーカー制度の強化とも一貫した考え方を背景にしており大きな意義を有する。とりわけ、すでに登録されている企業の既得権を奪うという要素の強い登録取り消し基準の強化に踏み込んだことは、投資家の立場を重視すると言う市場運営者の姿勢にアピールにもつながったと思われる。このような思いきった見直しができるのは、現在では未上場・未登録のいわゆる未公開株の取引が可能になり、登録取り消し銘柄の受け皿が整備されているからである。ベンチャー株式市場としての店頭株式市場のあり方をめぐっては、これまで各方面から批判も強かった。市場運営者である日本証券業界や会員証券会社にも改める点は少なくない。しかし今回の市場改革が、市場の流動性確保という市場の機能にとって最も本質的に重要な側面に焦点を当てる形で実施されたことは高く評価できる。

③未公開株式市場

前述した通り、1997年7月から店頭取扱有価証券制度がスタートした。これによって、取引所市場、株式店頭市場に次ぐ第3の株式市場が誕生した。それまでは、日本証券業界の規制によって、証券会社は未公開株式（未上場・未登録の株式）を証券会社が扱うことが禁止されていた。未公開企業はディスクロージャーが不徹底なた

め、投資家が企業の内容やリスクを十分に把握しないで投資して、予測し得ない損害を与えてしまう恐れがあるからだ。ということであれば、ディスクロージャーが徹底しているのだあれば、未公開企業であっても証券会社に取り扱えるようにしてもよいのではないかと、言うことで規制緩和が行なわれた。どんな企業であってもディスクロージャーさえ徹底すれば、公募増資による資金調達が可能になったのである。ただ、もちろん投資家にとって魅力がなければ投資は入ってこない。投資家にとっての魅力は将来の成長性である。現在の決算状況が赤字であっても、債務超過であっても、将来の事業計画の魅力によっては、投資家からの資金調達ができる可能性がある。そこで重要となるのが、未公開株式を扱う証券会社の役割である。株式発行企業がどんなことをしてきて、現在どのような状態で、これから何をしようとしていて、どのようなリスクがあるかをわかりやすく投資家に説明するデューデリジェンス力が必要なのである。この力がないと未公開株式を投資勧誘することができない。

97年7月、68年の証券免許制移行後初めて、銀行子会社以外の新設証券会社、ディー・ブレイン証券が誕生した。ディー・ブレイン証券は、VIMEX (Venture Investment Mart Exchange system; ベンチャー投資マート取引システム) と呼ばれる私設の未公開株式専門の証券市場を運営している証券会社である。ベンチャー企業にとって上場企業並みのディスクロージャーをおこなうのは非常に難しい。VIMEXでは、登録のために必要なディスクロージャーを、スキルを持った公認会計士らが請け負うことによって、未公開株式市場の大前提であるディスクロージャーを徹底している。VIMEX 銘柄では、すでに倒産したり、株価が急落した企業もあるが、一方で、大化けする企業も含まれていると考えられる。2001年1月現在、VIMEX 登録銘柄は15社、まだまだ登録社数は少なく、流動性不足、不公正取引の防止などといった課題もあるが、未公開株式市場は拡大する傾向にある。VIMEX を含めた未公開株式市場の活性化は、株式公開の活発化をもたらし、ゆくゆくはナスダック・ジャパン市場等のベンチャー株式市場の成長にもつながってゆく。

④ECN

新市場設立の構想ばかりでなく、インターネットを利用したオンライン取引に代表される金融 IT (情報技術) の進歩が、市場間競争を促進していることも見逃せない。米国では、個人投資家がインターネットを通じて株式の売買発注を行なうオンライン証券取引が急速な広がりを見せている。機関投資家や証券会社に広く利用されてきた ECN をはじめとする電子取引システムは、オンライン証券取引の拡大を背景としながら急速に勢力を伸ばしており、ECN はナスダック市場の約 2 割の取引で利用されており、ナスダック市場の伝統的な構造を揺るがせているほどである。日本においても、最近、オンライン証券取引が本格的な広がりを見せ始めている。日本で最初のオンライン証券取引システムは、1996年4月に登場した大和証券のホームトレードであ

り、米国に比べて導入がそれほど遅れたわけではない。しかし、99年11月末の時点で、日本の証券会社が保有するオンライン取引口座数は約40万口座と推計されており、1000万口座を超えたとも言われる米国の状況とはまだ大きな開きがある。これは、パソコンやインターネットの利用が米国ほど盛んではなかったこともあるが、株式売買委託手数料が自由化されていなかったため、オンライン取引でも通常の店頭や電話での取引でも同じだったという事情があった。しかし、株式売買手数料自由化後、状況は一変し、格安のオンライン取引サービスを売り物にする本格的なディスカウントブローカーが次々と誕生した。こうした格安な手数料に惹かれて、初めて株式投資を手がけてみるという投資家も少なくないだろう。オンライン証券取引は急速に拡大する可能性が非常に高い。

ナスダック・ジャパン構想を受けて、東証はマザーズ市場の開設を推進し、株式店頭市場を運営する日本証券業協会も抜本的な改革に着手した。いよいよ日本にも、株式店頭市場、東証マザーズ、ナスダック・ジャパンの三つ巴の市場間競争がいよいよ本格的に始動した。この3者の競争は、上場・登録企業の獲得を主眼として展開されている。各市場は生き残りのために市場を利用する投資家と登録する企業、そして証券会社にとってより利用価値の高い市場を目指し、他の市場との差別化を図っている。つまり、魅力の高い銘柄、市場の流動性や取引システムの使いやすさ、そしてコストの面で他の市場より優れた市場が生き残っていく。これまで、証券市場は、企業が上場してくるのを待っているだけという受身の立場にあった。そしてそこには競争もなかったのである。しかし、これからは、証券市場が公開される企業を選ぶ時代から、企業が公開する市場を選ぶ時代になっていく。これまで上の立場にあった東証をはじめとする証券取引所も、証券取引所間の生き残り競争に加えて、ナスダック・ジャパンをはじめとする株式店頭市場との競争にさらされる。

上場・登録企業の獲得に関しての競争が激しくなる一方で、同じ銘柄をめぐる競争という点では、98年12月に解禁された上場株式の取引所外取引を機関投資家が積極的に利用していることが目立つ程度である。複数の証券取引所に上場されている株式も少なくないが、実際の取引は特定の取引所に集中してしまっているのが現状であり、市場間競争が活発に行なわれているとは言いがたい。しかし、すでに金融システム改革法によって取引所に類似した機能を提供するECNを証券会社が開設することは法的に可能になっており、個人投資家によるオンライン証券取引が拡大している。また米国の先進の技術を有したECNが日本市場に積極的に進出しており、ECNが東証上場銘柄の売買を取り扱う可能性もないとはいえない。取引所銘柄を取り扱う場合、価格についての制約が課せられるが、通常取引時間外であればその規制も適用されない。オンライン取引の拡大に注目したECNが登場し、日本における市場間競争

はいっそう促進されるであろう。この市場間競争は、直接金融市場に対する多くの人々の関心を集め、市場全体の拡大につながる。特に全国に120万社ある中小企業、創業間もないベンチャー企業が資金調達的手段として直接金融を積極的に活用する環境ができれば、市場の爆発的な拡大につながる。ナスダック・ジャパンは、逆三角形型の日本の証券市場を米国のように中小企業の粗野の広い構造に変える大きな転機となり得る。成長中小企業向けのマーケットが大きく広がり、日本経済に新たな成長力を吹き込むことになる。

V. 日本の証券業界の課題と展望

1. ナスダック・ジャパン誕生

2000年6月19日、ナスダック・ジャパンは取引を開始した。上場企業は8社で、マザーズ上場のときのような過熱感は全くなく、投資家の銘柄選別が行なわれる無難なスタートとなった。その後の値運びについても4銘柄が同時に新規上場されたことで、人気二分されて銘柄ごとに極端な値動きが形成されることもなかった。また、ディスクローズに関しても、ホームページに各社の細かい内容が公開されており好印象を持つマーケット関係者が多かった。順調にスタートしたナスダック・ジャパン市場はその後、8月の出来高と売買代金で先発のマザーズ市場を上回り、9月末で上場銘柄数でもマザーズの19銘柄に比べて28銘柄と逆転した。9月には12銘柄が新規上場を行ない、時価総額・売買代金がともに最高値に達した。その後、米国ナスダック指数の下落などにより、時価総額・売買代金は落ちこんだが、徐々に回復してきている。ナスダック・ジャパン市場がここまで順調にきているのは、銘柄数の増加や信用取引の導入などの要因もあるが、ソーテックなどのような知名度の高い企業の上場が功を奏しているといえる。しかし、ナスダック・ジャパン市場はスタートしたばかりであり、まだまだ課題も多く、短期間で評価できるものではない。

2. ナスダック・ジャパンの課題

①流動性不足

現時点でのマーケット参加者の最大の課題は流動性の問題である。現在のナスダック・ジャパン市場では、上場する銘柄の時価総額などのサイズが小さく、年金資金の買いニーズがほとんどない。出来高についても順調に増加してきているが、十分な流動性を確保できるところまではきていない。また特定の銘柄に商いが集中する傾向になっており、売買回転率も一桁台で非常に少ない。個人投資家向けの市場ではある

が、世間一般の評価が固まるころに機関投資家が参戦できるマーケットになっているためには、流動性の確保が不可欠である。企業が上場する企業を選ぶ時代になりつつある今日、企業が株式公開する市場を選ぶ上でもっとも重要な基準は流動性が確保できる市場であるかということである。流動性のない株式は投資家の対象となりにくく、資金調達にも支障がでかねない。流動性確保の問題は、株式公開する企業にとっても、市場間競争の渦中にある証券市場にとっても死活問題なのである。ナスダック・ジャパン市場では現在、大証の既存の売買システムを利用しており、先進の米国ナスダック市場で利用されているマーケット・メーカー制度はまだ採用されていないため、米国ナスダック市場ほどの流動性がないとも見れる。マーケット・メーカー制を基本に、気配値、指値注文、成り行き注文などの情報を統合したハイブリッド型の電子取引システムの導入は2001年6月を予定している。マーケット・メーカー制の導入後すぐに流動性が上昇するとは言いがたいが、徐々に流動性は上昇していくと思われる。また、ナスダック・ジャパンは株式分割や、額面の引き下げ、無額面株式の発行の促進を呼びかけ、流動性の維持・向上に向けた積極的な取り組みを行っており、将来的には流動性の確保の問題は確保されると思われる。

②市場間ネットワーク整備の必要性

ナスダック・ジャパン市場、マザーズ市場が開設され、オンライン証券取引が拡大する中で、今後日本における証券市場間競争がいつそう激化していくことに疑いはない。投資家や証券市場から資金を調達する企業といった証券市場の利用者の立場からすれば、市場間競争は個々の市場の効率性を高めるとともに、利用できる証券市場の選択肢を増やす好ましい現象である。しかし、日本の場合、本格的な市場間競争の時代にふさわしいインフラ整備が遅れているという側面も見逃せない。米国の全国市場制度(NMS)は、複数の互いに競争する市場を情報ネットワークで結びつけることによって、情報の面ではあたかも一つの市場であるかのように機能させ、市場全体の効率性と公正さを確保しようとするものである。ところが日本では、NMSを構成する仕組みが十分に整理されていない。このことはとりわけ、同一銘柄の取引をめぐる複数の市場が競争する場合には大きな障害となりかねない。つまり、個々の市場ないし取引システムで生み出される価格情報などの情報がそれぞれの取引参加者にしか公開されず、市場の分裂が生じる危険性が否定できない。事実上、日本における株式取引のメイン・マーケットである東証の機能をいつそう向上させることも重要だが、多様な市場参加者の多様な取引ニーズに1つの市場だけで答えていくことは非常に難しい。ゆえに、日本においても米国のECNのような新たな取引システムの躍進が期待されるが、そうした新しいシステムがその機能を十分に発揮するためにも、市場間ないしシステム間を結ぶインフラとしての役割を果たすネットワークの整備が望まれる。

③公共性の問題

日本では取引所は公共的なもの、独占禁止法の適用が除外される特別な存在、証券業協会は営利目的であってはならない、という考え方を前提にして証券取引法が成り立っている。しかし、取引所同士や、取引所と ECN、あるいは証券会社の場外取引など、市場を提供するもの同士が相互に競争する市場間競争が世界で活発化してきている。こうした中で、米国や英国では、取引所は特別な存在ではなく、独占禁止法が適用される民間会社、つまり株式会社として扱い、法律的にも株式会社による取引所の運営を認めている。ニューヨーク証券取引所やロンドン証券取引所は、取引所そのものの株式公開を計画している。また、NASD そのものも株式を公開し、ディスクロージャーで経営の透明化を図る計画である。日本では、公共性の性格が強い取引所が株式会社化することで、公平性が保たれるのか、という意見が根強い。ナスダック・ジャパン市場も、ソフトバンクという株式会社が運営に参加するという点で、非常に風当たりが強い。これは、戦前、株式会社の形態であった取引所が、自社株式の清算取引など投機的売買を通じて売買高の拡大を図るといったことがあったことも影響している。しかしながら、戦前期における取引所市場の投機化の原因は、取引所が株式会社であったということのみに求められるべきではないと思われる。また、最近の取引所の株式会社化をめぐる議論は、膨大なシステム投資を円滑に進めるための資本力増強、会員とその他の市場参加者の利害対立、取引所のグローバルな競争、といった新たな状況への対応策のひとつとして提示されているものであり、戦前期とは取引所をめぐる環境が大きく変化している点を見逃してはならない。日本における取引所に対する考え方は、世界の潮流からすれば時代遅れになっているのである。現に、地方取引所では経営危機で閉鎖が続いており、取引所といえども利益を追求していかなければ成り立たないのが現実である。むしろ、株式会社化を解禁して、第三者に経営内容を明らかにしたほうが、今より透明性が確保できるのではないかと思われる。1999年2月、東証の証券政策委員会は、「東証の未来像について」の中で、株式会社形態への移行を将来の検討課題のひとつとして提示した。長らく、半ば公共機関としての位置付けを当然視してきた証券取引所が、自ら株式会社化を検討課題として提示したことは、取引所の意識の高さを示すものとして高く評価するべきではないだろうか。

④ベンチャー・キャピタルの質的・量的不足

日本経済の長期的な低迷の原因として、新たな産業を生み出すベンチャー企業が育たなかったことは無視できない。しかし、ナスダック・ジャパンやマザーズといった新市場が開設されたからといって、それが即ベンチャー企業の創世、成長に直結するかといえばそうではないように思われる。ベンチャー企業の成長が、間接金融よりも直接金融によって支えられるほうが適しているという考え方は、基本的には正しい。しかし、スタート・アップ期のベンチャー企業が株式を発行する場としては、大が

りな市場は必要ない。むしろ、投資経験豊富なベンチャー・キャピタルなどの投資家が、個別の企業や経営者の能力を十分に審査して、投資の可否を決定していくことが適切である。もちろんエンジェルと呼ばれるような個人投資家が参加していくことも望まれる。現状では、日本のベンチャー・キャピタルはほとんど既存の証券会社、銀行、生損保系の系列会社であり、米国のように企業の育成を図りながら投資の価値を高め、資金化のために積極的に未公開株式市場も活用する真のベンチャー・キャピタルは少ない。しかし、ナスダック・ジャパン市場や未公開株式市場がこれから成長し、日本の証券業界の裾野が広がっていけば、これらの市場を出口として利用することが容易になっていくので、ベンチャー・キャピタルも成長していくであろう。

⑤求められる価値観の転換

ナスダック・ジャパンは、日本の証券業界に大きな変革の機会を提供した。しかし、実際の証券市場のプレーヤーである企業の経営者、投資家、証券会社、そして市場運営者の意識改革がなければ、1つの新市場が誕生しただけで終わってしまう。

ナスダック・ジャパンは、米国ナスダック市場の株式公開基準を採用するので、日本の店頭市場の株式基準より低くなるのは確かだが、株式公開を目指す企業に厳格なディスクロージャーを求めることになる。経営者にこうした厳格さを求めるのは、投資家本位の資本市場を確立するために極めて常識的な責務なのであるが、日本の経営者の多くが実際には抵抗感を感じている。資本市場に対する真摯な経営姿勢、株主に対するアカウンタビリティなど、株主に顔を向けた経営がこれからの時代には必須であるが、これまでの日本の典型的経営者は、株式公開に対して、キャピタルゲインという形での創業者利得の獲得と創業者から2代目への相続対策という認識しか持っていない。オーナー経営者は株式公開後も「自分の会社」という認識を持ちつづけ、公開にあたって真っ先に検討するのが安定株主工作というケースも少なくない。経営者の多くが新しい時代に対応した経営革新への挑戦に躊躇しているのである。また、会社設立後、株式公開までの期間が短くなっていく傾向にある中で、創業後間もない段階でのベンチャー・キャピタルによる出資に対しても、経営権を奪われるとして消極的な経営者が多かった。こうした日本的経営マインドを米国的経営マインドへどのように変革していくべきかが、ナスダック・ジャパン市場の活況への目に見えない課題になっている。何よりも株式公開を目指すより多くの経営者を集め、株式公開に対応できる経営ノウハウの伝授、いわば日本的経営システムに使った経営マインドの切り替えを成し遂げることが重要である。このため、孫社長は、ナスダック・ジャパン市場での公開を目指す企業の経営者などを会員組織化して、ベンチャー・キャピタルから資金や人材の支援を受けやすい環境を整え、株式公開を後押しする「ナスダック・ジャパン・クラブ」を設立した。幸い、クラブに集まった若い経営者には、多額の投資を行なって急成長を遂げるには、積極的な資本の受け入れが必要であり、株式公開

は公募増資を可能にしたり、ベンチャー・キャピタルに投資回収の機会を与える機会と考えている者もいる。こうした、いわば公開マインドが高い経営者が増加すれば、おのずと公開までの期間が短縮され、有望な企業による株式公開の件数が増加していくものと考えられる。それが、ナスダック・ジャパン市場を含めた日本の証券業界を良い方向に向けるともいえるであろう。

発行体であるベンチャー企業のマインドばかりを育成しても、それらに投資する肝心の投資家を育成しなければ、ナスダック・ジャパン市場は成り立たないことになってしまう。固い自己責任意識を持った賢い投資家が育ってくるかが、ナスダック・ジャパンが成功するか否かの決め手のひとつになる。米国ではハイリスク・ハイリターンをよく理解する投資家が多く存在する。これに対して、日本の場合は、1200兆円もの個人金融資産を持っている国民の大半がハイリスク・ハイリターンをあまり理解していない。リスクとは何かをしっかりと把握し、自分が証券市場における重要な役割を果たしていることを認識している賢い投資家が増えてこなければならない。個人投資家が少ない日本では、現在の投資家の意識改革も重要であるが、将来の投資家に関しては、その数を増加させるとともにその教育が非常に重要になってくる。一朝一夕で解決する問題ではなく、長い時間が必要ではあるが、賢い投資家が増えていけば、1200兆円もの死んでいる個人金融資産は生きたものになるであろう。

ディスクロージャーが徹底される時代になってくるということは、証券会社の役割で本来重要なデューデリジェンス能力が要求されるようになる。証券を発行する企業が提供する情報をきっちりと把握して投資家に伝えなければ、せっかくの情報が無駄になってしまう。日本では、未公開企業のデューデリジェンスを行なえる力を持った証券業者が少ないのが現状である。これまでの日本の証券会社は特色がなく、横並び状態でどことなく危機意識が薄かった。ナスダック・ジャパン市場が創設された今が変革のチャンスである。米国ナスダック株がナスダック・ジャパン市場で取引されるようになるのであるから、米国株を専門に取り扱う業務に特化する証券会社を目指すという手段もある。また、株式市場の底上げが重要課題であるのならば、未公開株式や社債をデューデリジェンスできるように証券会社はどんどん専門化していかなければならない。このような専門性の高い証券会社の誕生が日本証券市場の活性化には必要である。

ナスダック・ジャパン市場、マザーズ、株式店頭市場を運営する立場にある、ナスダック・ジャパン株式会社、東証、日本証券業協会などの市場運営者がより高い意識をもつことも重要である。新しい市場を開設することは、他の証券市場のプレーヤーや他の既存市場に大きな影響を与える。市場運営のあり方や仕組みの違いは、実際の市場の活用される度合いに大きくするので、様々な市場運営者が工夫を凝らして競い合うことは、よりよい市場の形成のために不可欠である。もっとも、競争が行なわれれば、必ずよい結果がもたらされるとは限らない。競争参加者は、どうしても目先の

顧客のニーズだけに目を奪われやすく、競争による影響を間接的に受ける関係者の存在を忘れがちになる。ベンチャー株式市場間の競争に即して言えば日本のナスダック・ジャパン、マザーズ、株式店頭市場の場合、目先の顧客である株式公開を目指すベンチャー企業に対する配慮ばかりが先に立ち、広く投資家の利益を守るという観点が見失われがちになってしまうという懸念がある。経営者の公開マインドも重要だがその反面、株式公開が容易になると、市場で株式を放出してしまえば、その後の経営には責任を負わないというタイプの経営者もあらわねかねない。株式公開は、単なる錬金術に成り下がらないよう、投資家の立場に立った慎重な市場運営が求められる。世界的に証券取引所の運営自体が、株式会社へ転換するなど、ビジネス色を強めているのは事実だが、株式市場が経済活動全般に大きな影響を及ぼす公的な器であることに変わりはない。市場間の競争においては、公共財としての市場の役割が、なおざりにされることがあってはならない。このような懸念が浮上するのは、これまでのところ、ナスダック・ジャパン、マザーズなどが、企業に対しては株式公開のしやすさを強調する一方、公開にあたっての審査は、基本的には、引き受け主幹事を務める証券会社の責任であり、ベンチャー株式市場への投資にあたっては、投資家の自己責任が強調されるべきだとする姿勢をとっているからである。もちろん証券会社は、株式公開にあたって慎重な審査をつくす、デューディリジェンスの義務を負っている。この義務は、あくまで手続きの適正さを担保するものであり、必ずしも将来的な企業の成長までを考慮にいたしたものではない。広く一般投資家の付託を受けた、公的な存在である取引所が、異なる観点から公開希望企業に対する審査や指導を行なうことは、必要不可欠であると考えられる。

このように、証券市場のプレーヤーである企業の経営者、投資家、証券会社、そして市場運営者の意識改革の一つでも欠けてはならない。それぞれの足並みがそろうことがナスダック・ジャパン、ひいては日本の証券業界の成長の大前提となる。

VI. おわりに

日本の景気が回復軌道に乗ったという確信がまだ持てないまま、ベンチャー・ブームを巻き起こし、日本経済を回復軌道に乗せられるのか。そのカギを握っているのが、ナスダック・ジャパン市場である。ナスダック・ジャパン市場がスタートして約半年。時価総額は2000年11月末で約9兆7000億円、上場企業は2001年1月現在で45社。本場米国ナスダック市場に比べれば、まだまだ足元にも及ばない数字である。しかし、米国ナスダックもスタート直後からずっと順調に成長してきたわけではない。幾多の苦難を乗り越え、現在の地位を築いてきたのである。この短期間でナスダック・ジャパン市場を評価するのは非常に難しい。前述したように、すでに多くの

課題を抱えているが、これらの課題はすべて解決不可能なものはないように思われる。米国ナスダックは現在の地位を築くのに30年の年月を要した。情報化、電子化がすみ、1日ごとの進歩が目覚ましい現代にスタートしたナスダック・ジャパン市場は、米国ナスダック市場よりも目覚ましい進歩を遂げ、低迷する日本経済に光明を与えるものであると思われる。しかしそれは、市場参加者の意識改革がなされることが前提である。たとえ不動産担保がなくても、その能力と将来性を買うくらいの度胸を持って、市場参加者がそういった企業を育成していかなければならない。ベンチャー・ブームを巻き起こすには、大きな一歩を踏み出すしかない。アメリカのベンチャー企業の中には、ノーベル賞受賞者を何人も抱えてその将来性が買われている企業がある。今はまだ収益をあげる段階になく収支は赤字であっても、ノーベル賞受賞者の能力が買われているのである。日本のベンチャー企業の中には、そのような会社はない。それでもなおベンチャー企業の育成によってしかこの平成大不況を抜け出し、前途を切り開いていくしかないとすれば、ベンチャー企業に対してこれまでと全く違う積極的な姿勢で望まなければならない。

これからは、自分の資産を自分で守らなければならない時代がやってくる。1 社会人として、日本の証券業界がこれからどのような方向に向かっていくのか、その中でナスダック・ジャパンはどのような進展を見せるのかにこれからも注目していきたいと思う。

参考文献

1. 出縄良人（1999） 「図解 日本版ナスダック早わかり」 中経出版
2. 出縄良人（1999） 「図説 ベンチャー株式市場のすべて」
PHP研究所
3. 大崎貞和（2000） 「株式市場間競争 ナスダックの世界戦略と日本」
ダイヤモンド社
4. 和光経済研究所編（1997） 「図解 株式を読む事典」
東洋経済新聞社
5. 仁科剛平（1998） 「東証を脅かすナスダック その実力と正体」
祥伝社
6. 板垣英憲（1999） 「ナスダック・ジャパン」 日本実業出版社
7. 水野隆徳（2000） 「ナスダックの脅威 ここまで来たネット資本主義」
PHP研究所
8. 霧生廣（1999） 「ナスダック・ジャパン 孫正義の証券革命」
日本能率協会マネジメントセンター
9. 淵田康之（1997） 「証券ビッグバン」 日本経済新聞社
10. 長谷川慶太郎、水野隆徳他（2000）
「トップエコノミストの株式市場大予測」 ビジネス社
11. 野村総合研究所資本市場研究部（1999）
「資本市場クォーターリー・1999夏号」 野村総合研究所資本市場部