

新興証券市場の失敗と制度・政策の貧困

澤田 貴之

1. 新興市場の定義と批判的考察の範囲について
2. 新興市場の「カジノ」化現象：東証マザーズの場合
3. 新興市場の成長と膨張
4. 「新興市場の失敗」と投資環境の未整備
5. 非公開市場は育つのか：グリーンシートの場合
6. おわりに：一提言として

1. 新興市場の定義と批判的考察の範囲について

証券取引における国内新興市場については、そのみを個別に取り扱った研究・論考は極端に少ない。従ってその定義、機能からスタンダードに至るまで、その「あるべき姿」は明確に定まっていないというのが現状である。日本を含む多くの諸国に創設された新興市場は米国ナスダックを一つの手本としつつ、実態はナスダックと乖離したものとなっている。

それ自体の歴史が浅いということも上述の大きな理由であるが、既存の証券市場が世界的に統合化の動きを見せる中で、日本のように国内に複数の新興市場が設立され運営されることで、むしろ世界的な潮流に逆行することで、歴史の浅さに加えて新興市場の本来の役割から乖離した一種の混乱状況を生み出しているような側面もある。

敢えて新興市場というものを本稿で暫定的に、(かつ日本の設立時の想定と現状から)定義するとすれば、新興企業に対する資金調達の便宜を図るための2次的な証券市場であること、従って既存市場に比較して上場基準が緩く、その分だけベンチャー企業にとっての資金調達が

容易であること、既存市場におけるボラティリティの高さ、リスクの高さは既存市場以上のものであるため、高い投資収益(様々なプレミアム、譲渡益など)を期待することが可能であること、以上の3点を挙げるができる。これらは特徴であるとともに暫定的な定義でもある。こうした特徴・定義から企業サイドと個人投資家、機関投資家(特にベンチャーキャピタル、以下VCと称する)との間に形成される需給関係が一定範囲内でバランスすることで市場そのものが堅調な成長を遂げることが可能となる。ただし、そのためには情報開示から個別企業・市場そのものに対する広い意味での市場に対する信頼性といういくつかの条件が不可欠になる。また新興企業にとっての資金調達という側面から見る場合、間接金融も含めた資本金融市場全体での新興市場の位置付けも改めて問い直されている。

世界的な金融自由化の進展によって、かつて見られなかった規模で先進諸国の個人リスクマネーが国内及び新興国の証券市場で運用されるようになってきた。わが国でも2002年以降の企業業績の回復過程と政府による03年以降の証券税制優遇措置(譲渡益、配当、投信の分配金に対する税率を一律20%から10%に減税)

をはじめ、官民あげての制度的支援措置によって多額の個人マネーが証券市場へ流れ、株価はITバブル終焉後、急速な回復を示すこととなった。それはあたかも「貯蓄から証券へ」という欧米の金融資本市場と比較して従来「保守的」と見られていた個人マネーの動向に大きな転機をもたらしたかにみえる。

しかし、忘れてはいけないことは、以上の2005年下半期に沸いた証券投資ブームに先立って国内新興市場において急速な成長が見られたことであり、上述の証券投資ブームに乗って新興市場も大きな躍進を見せることになる。新興のネット関連企業が数多く上場していた新興市場では青年層も巻き込んだ株式ブームを引き起こし、にわか成金と「六本木ヒルズ族」という流行語を生み出したことは記憶に新しい。そして同時に06年2月のライブドアショックを契機に新興市場が低迷状態に陥ったこともまだ記憶に新しい。

この間、新興企業の資金調達先としての新興市場の本来のあるべき姿が実務家間でのそれは別としてアカデミックな議論の俎上にのぼることはほとんどなかった。また証券市場研究が主として既存市場を対象としていることも大きく関係して、わが国の新興市場についての議論は僅少であるとともに取引所や証券協会等の関連団体と同様「調整範囲内における制度的改善」の範囲を脱した議論も今までのところ見られない。そうした範囲とは別に一部では新興市場の過剰問題等に対する指摘が行われてきたことも事実である（例えば水野 [2006]、濱田 [2004]）。本稿では新興市場を新興中小企業と投資家の需給から企業価値・株主価値を決定する資金調達市場として位置付け、その位置付け（上述の全体的な位置付けも含む）からわが国の新興市場のあり方をめぐる議論と提言を取って設定するという形をとっていくことにする。

2. 新興市場の「カジノ化」現象：東証マザーズの場合

日本の証券市場には周知のごとくマザーズ（東証）、ジャスダック、ヘラクレス（大証）という3市場がある。これら3市場は旧来の東証1部、2部と異なり、新興企業のための直接金融による資金調達を円滑に進めることができるように設定されたものであり、上場基準は1部、2部よりも緩やかなものに設定されている。この3市場の中でも最も上場基準が緩やかなものがマザーズであり、ライブドアが上場していた市場でもある。ここではマザーズを中心として新興市場の成長と個人投資家との係わり合いを概観していくことにしよう。

一般に伝統的な市場が機関投資家による取引が中心であることに対して、新興市場では投資主体の約8割が個人投資家による取引で占められている（図1参照）。とすれば個人投資家の株式市場への参入増によって同市場では取引高が比例的に拡大していくことになるはずである。この点の統計的な検証については後述することとして、ひとまず個人投資家層の投資動向と投資心理によって大きく左右される市場である、と定義することができる。また個人マネーの市場への流入には中小型株・新興市場銘柄を投資対象とした投資信託を通じた迂回的な流入も加えなければならない。

東証マザーズ（Mothers : Market of the high growth and emerging stocks）の特徴として、マザーズ自身が提示している点は1) 成長性、2) 流動性、3) 迅速性、4) 透明性の4点であり、1) については、企業の成長可能性が高いことを重視している。従って赤字決算企業に対しても上場の道が開かれている。2) については流動性確保の観点から、上場申請日から上場日の前日までの期間に1000単位以上の公募又は公募及び売り出しを行うこと（ただし、最

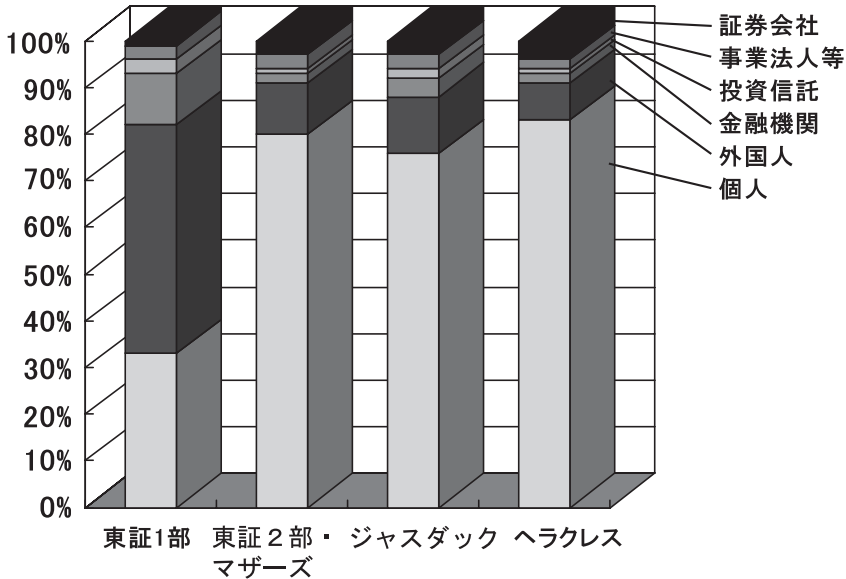


図1 新興市場の売買参加者各比率 (委託者売買代金%, 2005年)
出所) 東証マザーズ [2006] 『マザーズ市場の動向』より。

低500単位以上の公募を行うことが必要), これにより特別利害関係者を除く1単位以上の株式を保有する株主を新たに300人以上作る見込みがあること, 上場日における時価総額(上場時公募価格×予定上場株式数)が10億円以上となる見込みのあること, が条件となっている。

3)の迅速性については, 1)と大きく関連してくる特徴であり, 株式会社としての設立経過年数と利益などの財務数値に関する基準がなく, 上場対象となる事業売上高が上場申請日前日までに計上されていることが求められているだけである。また上場審査期間も東証1, 2部が約3カ月要するのに対して, マザーズでは約1カ月半ば程となっており, 1, 2部のような詳細な有価証券報告書(Ⅱの部)の提出を求めている。4)の透明性については, 1)から3)までの特徴を補う意味であろうか, ディスクローチャーの要求度は1, 2部よりもむしろ高いものとなっている。すなわち通常の法廷開示, タイムリーディスクローチャーに加えて, 四半期(第一及び第三四半期)業績の開示を義

務付け, 年2回以上の投資説明会の開催も義務付けている。

以上のごとく, マザーズ市場に関する4つの特徴から判断できることは市場への新興中小企業の参入が相対的にも絶対的にも容易であることから, ブーム期にはIPO(新規公開)の年間件数が増加しやすいことにつながり, 成長性を重視するという性格からIPOの初値が公募価格を簡単に上回り, 銘柄によっては将来的な成長性が折り込まれて数倍の高値をつけるということも珍しくなくなる。こうしたIPO銘柄については公募の段階から個人投資家である申し込み者が殺到し, 既に公募の段階から投機が始まっていると言っても過言ではない。

反面上場する企業側からみれば, 資金調達に極めて容易であることと, 短期間に東証1, 2部市場より時価総額を増大させる可能性が高くなるため, 規模の小さなベンチャー企業はむしろのこと, 東証1, 2部市場への上場が可能な比較的規模の大きい企業でさえもマザーズや他の新興市場への上場を選択する可能性が出てく

ることになり、実際にそうしたケースも過去見られてきた。このようにマザーズに代表されるように値幅制限があるものの（他方一部の銘柄ではマーケットメイキングが許されている）、新興市場では一銘柄当たりで取引される株式時価総額が小さいため、株価は旧来の市場よりもボラティリティが高くなる。その結果、ネット取引を通じた短期取引（いわゆるデイトレード及びスウィングトレード）に特化した多数の個人投資家を引き付けることで、「投機性」をより強く内包したものとなっている。

05年1月に発生したライブドア事件を契機として株式分割に対する社会的批判が強まったが、元来IPO以後の一株当たり、もしくは単位株当たりの株価は非常に高くなる事例が多く、個人投資家が買いやすくするための処置として東証も間接的に株式分割を推奨してきた経緯がある。ただこの場合でも市場が成長を継続していれば、株式分割後、例えば一株60万円を三分割して一株20万円にしたとしても、一定の期間が過ぎれば一株20万円から60万円への上昇が起り、再び分割が行われることになる。理論的には株式分割によって株価は上がらず、むしろ下げ要因となるはずであるが、実際には一定期間売りが制限されることで需給にインバランスが生じ、買い需要が高まり、それを見越した投資家側による買い需要はより高まる。こうして株式分割を複数繰り返すと当該銘柄の時価総額は必然的に高くなるということが起る。

むろんこうした株価の上昇サイクルは当該企業の成長性に対する期待収益率のあらわれでもあり、すべての企業・銘柄にあてはまるわけではない。ただこうしたサイクルにおいて当該銘柄のPERは非常に高くなっているにもかかわらず、株価上昇が持続するという過熱化が生じやすくなる。例えば05年夏頃から翌年の1月頃までのライブドアショックに至るまでの期間がこれに該当しよう。企業の業績回復と小泉政

権による衆院総選挙と構造改革の継続を外国人機関投資家が確認し、外国人買とともに個人投資家が東証1、2部市場での買いを強め、株価堅調の推移を受けて新興市場のボラティリティを上方へ向かわせる大きな契機となった。とりわけ上げ圧力は新興市場では秋以降強まり、10月12日時点でマザーズ指数は1800ポイントであったが、その後、翌年の1月16日のライブドアショック直前日までにピークの2800ポイントにまで達した。約3カ月間で実に36%上昇したことになる。同様の加熱はジャスダック、ヘラクレスでも生じた。例えば、ジャスダック指数はライブドアショック直前まで16日間連騰していた。

ライブドアショック後、戻りの遅かった新興市場から企業業績の堅調な東証1、2部へ個人マネーがシフトし、日経平均については急速な戻りとともに高値更新が続くことになった。ただショック以前には主力株を中心とした東証1、2部の価格が高くなっていることが嫌気され、市場は既に「調整」段階を迎えつつあったとはいえ、いわばショックが偶発的に重なって、結果としてスピード調整効果を持ったことになる。このように既存市場と新興市場では連動する側面がある一方で、他方で非連動的な側面も持っているため、国内証券市場全体からみた場合には、時間差を通じた調整を相互に持ち合うことで、その性質を通じて裁定取引(arbitrage)と同じような一種の国内マーケット全体に対する自動調節作用を期待できる反面、売り仕掛けが横行し上値を重くするという反作用効果もありうる(cf. 澤田 [2006])。ただし新興市場銘柄に対する市場の不信感が高まった場合は新興市場のみの一方的な下落が続くことになり、それは実際に生じたのである。

新興市場への新規上場の容易さとボラティリティの高さ、上述の諸要因による個人投資家のプレゼンスの高さと株式マーケット全体におけ

る新興市場の位置付けはこのように規定することができるが、他方上場企業側に目を転じれば、市場からの「退場」という問題にも触れておかねばなるまい。先に述べた上場基準と上場廃止基準については今後も見直しを含めた議論が展開していくことが予想されるが、06年1月末現在の上場廃止基準については、一方で上場基準が緩やかであるのに対して、他方で上場廃止基準が必ずしも厳格なものではないということである（上場と廃止基準については注を参照のこと）⁽⁴⁾。上場基準及び上場廃止基準について、東証は02年3月に見直しを行い同年5月からこれを実施している。こうした見直しは証券取引に関する株式分割をはじめとする一連の規制緩和を東証が受けて実施したものを見なすことができ、その改正趣旨として東証は次のように述べている。

「上場会社の倒産件数が戦後最高を記録するなど企業の淘汰が進行する中で、わが国経済の構造改革のためには、新規産業の早急な育成がますます重要な国民経済的課題となっている。東京証券取引所では2年前に、我が国初の新興企業向け市場としてマザーズを開設し、投資者に対する魅力的な投資物件の提供と新興企業に対する資金調達手段の提供に努め、一定の貢献をしてきたが、最近では上場会社数が伸び悩むなど、必ずしも所期の目的を達しているとはいいにくい状況にある。そこで、マザーズに対する投資者の信頼回復と魅力向上を図るとともに、新興企業の上場を促進し、もって構造改革の一層の進展に資するため、退出ルールの強化や上場要件の緩和など、マザーズの上場制度について所要の整備を行うこととする（02年3月19日東証「マザーズの上場制度の見直しについて」）。

上記の改正が行われた02年3月は、01年にはじけたITバブル以降、日経平均株価、TOPIXが下降トレンドを描いていたときであり、翌年から日経平均、TOPIXは上昇トレンドに転じ、東証の売買高も増加へ向かうようになった。例えばTOPIXは03年初頭750ポイントに接近するほど下降し、一応この時点で底を打って上昇に転じ、同年末までに1000ポイントを超えていくことになる。この間、マザーズのみ注目すれば、売買代金が飛躍的に増加し増加ペースも加速していくことになる。02年の東証の売買代金は月平均16兆円だったが、03年には20兆円、04年には28兆円、05年には38兆円にのぼっており3年で倍以上に膨らみ、マザーズも同様に03年には6000億円を超える月がなかったのに、翌年には全ての月において上回り、ピーク時には1兆6000億円（4月）に接近するようになった。そして05年を迎えると全ての月で1兆円を下回る月はなく、6月には2兆2000億円に接近している（12月を除く、データは東証マザーズ[2006]、マザーズWeb-site）。

こうしてマザーズをはじめとした新興市場は個人のリスクマネーの参入増を伴い、次第に過熱化の様相を強め、「カジノ」化していくことになる。時価総額の増大は個別銘柄においてM&A材料を浮上させやすくなり、最早膨張を止めるには暴落を引き起こす何らかの「悪材料」を待つしかなくなるが、「悪材料」が浸透すれば市場は過剰な上場企業を抱えたまま、構造的に長期低迷せざるをえない状況に落ち込まざるをえない局面を迎えることになる。

3. 新興市場の成長と膨張

1) 日本の新興市場と欧米の新興市場

各国の上場企業数の増減については、その国の市場構造の特質に沿った特徴がみられる。

WFE (World Federation of Exchange) の統計を一覧すれば、北米の証券市場の場合、NYSE、ナスダック、TSX グループ (トロント証券取引所とトロントベンチャー取引所) のように年々の新規上場企業数に対して上場廃止企業数も一定の水準に達しており、外国企業の新規上場も多い。いわば一定の新陳代謝を促す仕組みが相対的に機能しているといえるが、こうした取引所でも上場企業数の膨張は過去避けられなかった。

2005 年末時点でエレクトロニクス、ベンチャー銘柄の多いナスダック上場企業数は約 1 割の外国企業を含めた約 3,200 社 (NYSE は約 2,300 社、その内外外国企業は約 450 社) となっているが、90 年代の米国の IT 好況を反映して 98 年時点でナスダック上場企業数は実に 5000 社以上に達していた。そして、その後の IT バブル崩壊によって上場企業数は 02 年の約 3,600 社へとドラスチックな減少を示し、株価も堅調な動きを取り戻していくことになる。「市場からの退場」について注意しなければならないのは、公開基準を満たせなくなって退場するだけでなく—この場合、退場企業は未公開市場である OTC ブリテンボードに移るケースも多い—、M&A による企業合併を通じて上場企業数が減少するケースもあり、M&A による市場活性化が促されてきたという経緯がある。また WFE のリストではナスダックは中小企業市場に分類されておらず、そもそも年間取引額では NYSE に次ぐ世界 2 位の取引所である。日本のようにグレード別にランクの高い市場—ジャスダック、マザーズから東証 1、2 部へ移るケースが多い—に移るというのではなく、ハイテク分野が多い銘柄市場として NYSE とほぼ対等なステータスを勝ち得ている。

表 1 は各国の新興市場の時価総額、上場企業数、新規上場企業数と廃止企業数を比較したものである。同表で比較対象として最も適切と思

われるのはロンドン証券取引所の AIM であろう。特に新規公開数も多いながら退場数も多いことに格段の注意を払う必要がある。これは外国企業も含めた入退出の頻度が高いことを示しており、アジアの新興市場に目を移した場合でも、シンガポール証券取引所の Sesdaq が近年外国企業の新規公開・資金調達役割を増していることがわかる。これに対してマザーズ、ヘラクレスの場合、退場数は極端に少なく、新陳代謝機能、自浄作用を望むにはほど遠い状況となっている。外国企業の上場についても 2004 年にマザーズに上場した初の外国企業である新華ファイナンス (中国) のように例外的な存在を除けば無きに等しい。

基本的に当該企業が上場廃止基準を満たした場合、監理・整理ポスト入りになるものの、その数は僅少であり、上述したナスダックと違い、むしろステータスの高い東証 1、2 部への上場によって退場が生じているのが現状である。また同様にして M&A による再編を通じた上場企業数の減少も限られたものである。とすれば入り口のみが野放図に開放された状況というのが日本の新興市場の姿であるにもかかわらず、ブームが持続する間は「退場問題」も「市場統合問題」も忘れ去られたものとなっていた。そして、この間に生じたのが市場の膨張・過剰問題と言って差し支えなからう。

2) 新興市場の膨張と過剰問題

新興市場の膨張と過剰についてまず需要側 (上場企業数) の問題として、2005 年ブーム期に至るまでのマザーズ上場企業数の推移をみてみよう (以下データはマザーズ)。規制緩和の流れを受けて実際にマザーズ活性化のためのアクションプログラムが実施された 02 年 5 月以降、特に 02 年末以降、上場会社数は増加テンポが顕著になった。それまでは 40 社に満たなかった上場企業が年々増加していくことにな

表1 各国の新興市場（2004年，2005年）

時価総額）100万ドル

取引所	市場の名称	2005年(a)	2004年(b)	(a)/(b)%
東証	マザーズ	59341,0	31486,7	+88.5%
大証	ヘラクレス	37292,3	19994,9	+86.5%
シンガポール証券取引所	Sesdaq	3533,9	3550,6	- 0.5%
香港証券取引所	GEM	8590,2	8583,4	+ 0.1%
ユーロネクスト	Alternext	967,6	NA	-
ロンドン証券取引所	AIM	97199,1	60958,7	+59.5%

上場企業数，新規公開数，廃止数

取引所	市場の名称	2005年	2004年	新規公開数		廃止数	
				2005年	2004年	2005年	2004年
東証	マザーズ	151 (1)	123 (1)	37	57	3	1
大証	ヘラクレス	125 (1)	110 (0)	22	18	7	11
シンガポール証券取引所	Sesdaq	171 (40)	163 (0)	19	31	1	0
香港証券取引所	GEM	201 (0)	204 (0)	10	21	13	2
ユーロネクスト	Alternext	20 (0)	-	20	-	0	-
ロンドン証券取引所	AIM	1399(220)	1021(116)	519	355	141	88

出所) WFE [2005] pp. 118-120. より作成。

注) () は外国企業数。

り、05年11月末には140社に達するようになったのである。そしてこうした増加テンポは既存市場や他の新興市場と比較して、02年以降の新規上場会社数に占めるマザーズへの直接上場割合を必然的に高めることにつながった。その比率は00年33%、01年27%だったものが、02年35%、03年47%、04年57%、05年54%というように実に新規の直接上場企業数の半分以上をマザーズが占めるようになった。また同時にジャスダック、ヘラクレスも新規上場数において大きな位置を占めていくことになる。

先に言及したようにこうした新興市場を支える供給側、すなわち投資家層は個人投資家であって、売買代金のおおよそ8割近くを占めていることを大きな特徴としている。04年時点で新興三市場のいずれも取引の中心が個人投資

家によって占められおり、東証1部では個人投資家の比率は30%に満たないのに対して、東証2部・マザーズ、及び残り二つの新興市場では個人投資家が売買の中心になっていた。そして、この傾向は東証1部を含めて05年になると一層強まることになる。また一定比率を保ちながら外国人による買いが新興市場に入っていることも新興市場の取引を活発にし、ボラティリティを高くしてきた。

以上の点をさらにジャスダック市場での投資部門別売買推移をジャスダック証券取引所市場企画部の「投資部門別売買状況表」(各年)から確認しておくことにしよう。委託取引における3年間(03-05年)の状況であるが、売買双方において個人による取引高は60%前後の比率から一段階比率を高めて70%に達している。そ

の際注目されるのは個人による信用取引の増大である。現物（現金）取引自体の比率がほぼ変わらないのに対して、信用取引は売買共に03年の1%台から05年には各々8.9%、10.1%と大幅に増加している。つまり個人の一段階高い比率の上昇はこの信用取引の増大によるものと考えて差し支えなからう。むろん取引高そのものにおいても大きく増大していることから、新たに市場に参入した個人投資家の数も無視することはできない。ただここでは信用取引を欲する個人が増大し、信用取引の個別審査自体もかなり緩和されてきたことがこうした売買の推移に反映されていることを見逃すべきではなからう。

05年秋から翌年1月の間に露呈したのは誤発注、一日当たりの約定件数に対する処理能力の限界であったが、ここで主に東証に対する批判はシステム処理能力の拡大に対する後手に回った対応であり、この点がまず各メディア、多くの証券アナリストたちによって批判されてきた。ニューヨーク証券取引所や欧州の証券取引所の処理能力の高さと比較してのことであり、世界有数の証券取引所にふさわしくない対応が行われてきたためである。既述のごとく株式分割が緩和されることで処理能力の拡充という対応が必要であったわけだが、東証自体もライブドアの100分割や各社の頻繁な分割を十分に予想できていなかったことも大きかった。また誤発注においては単元株数が7種類もあるため、政府側もこれを簡素化する方策を模索し始めるようになった。

1 売買単位あたりの会社の純資産額5万円以上という規制が撤廃された01年の改正商法によって、株式分割は一挙に増加傾向を辿っていくことになった。後に05年3月には東証自身、分割の行き過ぎに自粛を求めるような態度を示さざるをえなくなるが、政府法制審議会などによる一連の規制緩和を東証は歓迎してきた経緯

がある。こうした規制緩和と連動して東証はマザーズにおける上場基準を緩和してきた。また05年にM&A（敵対的買収）が相次いだときも政府側研究会の限定的な黄金株導入案に反対を示してきた（後に賛同、またジャスダック側は当初から導入案に好意的態度を示していた。その理由は新興市場の投資家は短期的売買が中心となっているからという認識がある）。

表2は個人株主数の推移を示したものである。比較的長期にわたる推移のため新興市場は除外されているが、ここから1980年代半ば以降から05年までの長期的な趨勢を知ることはできる。日経平均株価が史上最高値3万8915円（TOPIXは3000台）をつけた89年12月を一つの起点としてみれば、バブル崩壊後の経済の長期低迷に合わせて株価も長期低迷を続けることになった。平均株価最高値をつけた2年後には約三分の一に落ち込んでいる。ただし市況の低迷と呼応して個人株主数が一方的に減少していない点には注意を払わなければならない⁽²⁾。

株主数全体の数はむしろ93年まで増加しているが、前年度増減で見ると90年以降さすがに急速に増加数が鈍っている。そして94、95年には初めて前年度比マイナスを記録するまでになった。ここまでの統計が既存市場対象であるために株主も比較的長期保有を行っており、ゆえに個人株主数が大きく減少しない一つの要因と考えられるが、それでも86-89年までの増加数と比べればその低迷ぶりは際立ったものとなっている。転機となったのは東証のマザーズと大証のヘラクレス（当初ナスダックジャパン）の創設である。99-01年にかけて株主数の増加数がバブル崩壊以前の水準に戻ってきたのである。投資単元の引き下げとネット取引の普及、株価のボラティリティの高さなどの新規要因が加わったことで個人投資家を証券市場へ吸引してきたわけで、いわば「新興市場」効果がここで

表2 個人株主数の推移

年度	個人株主数(人)	前年度増減(人)	備考	調査対象 会社数(社)	投資単位引 き下げ等実 施会社数 (社)
1985	16,285,419	-	調査対象が株数ベースから単元 数ベースへ移行	1,833	未集計
1986	17,673,503	1,388,084	NTT株上場	1,881	未集計
1987	20,040,423	2,366,920		1,924	未集計
1988	21,644,062	1,603,639		1,975	未集計
1989	24,087,831	2,443,769	株価指数最高値を記録	2,030	未集計
1990	25,601,162	1,513,331		2,078	未集計
1991	26,008,324	407,162		2,106	未集計
1992	26,851,876	843,552		2,120	16
1993	27,335,458	483,582		2,161	14
1994	27,208,726	▲126,732		2,211	42
1995	27,038,789	▲169,937		2,277	26
1996	27,373,177	334,388		2,339	34
1997	27,856,278	483,101		2,387	40
1998	28,300,049	443,771		2,426	28
1999	30,224,358	1,924,309	マザーズ市場等開設、インター ネット株取引の普及	2,472	41
2000	32,150,005	1,925,647		2,587	108
2001	33,517,534	1,367,529	商法改正により、投資単位引き 下げ実施条件緩和	2,656	127
2002	33,771,262	253,728		2,661	162
2003	34,005,017	233,755		2,679	78
2004	35,392,256	1,387,239	新規上場会社、投資単位引き下 げ実施会社が大幅増加	2,775	219
2005	38,079,336	2,687,080	同上	2,843	273

出所) 東証他 [2005] 『平成 17 年度株式分布状況調査の調査結果について』 3 ページ。

注) ジャスダックを除く全国 5 証券取引所の個人株主数(延べ人数)である。

は大きな役割を果たしたことになる。

しかしながら、周知のごとく IT バブル破綻後は株主数の増加ペースは再び以前の状態に戻ってしまい、日経平均は一時 7000 円台という落ち込みを示す。ここから証券税制優遇、日銀によるゼロ金利政策、量的緩和措置、銀行保有の株式買い上げ措置、そしてさらなる一連の

規制緩和措置が採られていく。いわば緊急避難的な要素の色濃い政策・措置であったわけだが、企業業績の回復につれてやがて 2005 年に至る株式市場の活況を迎えることになる。不安定な売買主体（個人、外国人）に加えて、新興市場では総じて浮動株比率の高い銘柄が多く、単元株数の引き下げ、株式分割などが繰り返された

たために、急騰する銘柄が多く新興市場の株価指数もブーム期には際立った上昇を示すことになった。

上述の第2期（ITバブル崩壊以降から2005年まで）の全体的な企業業績の回復期に生じたのは個人投資家の熱狂であり、それは05年秋の衆院選後の日経平均、TOPIXの上昇に先立って、既に新興市場で生じていた。先行した新興市場ブームの過程で個人投資家の成功が雑誌媒体などを通じて伝えられていたこともあって、同年秋以降のブームは新興市場も巻き込んだものとなり、双方の市場は株価の連動と乖離を繰り返しつつ急上昇していった。

4. 「新興市場の失敗」と投資環境の未整備

1) 新興市場活性化策と新興市場の失敗

ここでは今一度、新興市場の活性化策の経緯について振り返っておくことが必要であろう。しかもこれは証券市場全体の活性化の問題でもあるため、全体的な経緯も絡めて振り返っておく必要がある。家計金融資産の貯蓄から証券へのシフトを促すために90年代後半以降、金融庁、証券取引審議会などによって様々な規制緩和計画が公表され実施されてきた。また2003年以降からは2008年3月までの時限的な措置として証券優遇税制が施行されている（その後1年延長が決定された）。こうした規制緩和措置は90年代後半から2000年代前半期に至るまでにおよそ二つの時期に区分して見る必要がある。99年12月にマザーズ、2000年6月からはナスダック・ジャパン（現大証ヘラクレス）で取引が開始され、ジャスダックも合わせて、これら新興3市場では米国のIT好況を背景にしたドット・コムブームに乗って個人投資家の資金を引き寄せ、新興市場を含めて日経平均は2万円を突破するという局面を迎えた。そして株

式市況の好調さを見据えて日銀の金利引き上げが実施されたが、米国市場の株価下落とほぼ時を同じくして株価下落局面に陥ることになった。ここまでが第1期である。

第1期において株価上昇を支えた牽引役はIT関連企業であって、この時は光通信、ソフトバンクなどの企業を中心とした一過性のブームに過ぎなかった。ここでいう「一過性」とは2002年以降重厚長大産業、製造業、銀行を含む全体的かつ持続的な企業業績と景気回復過程に入っていた第2期とは明らかに異なっていた、という意味で用いている。既に見たようにこの第2期に入ってから、一時期、日経平均7000円台にまで落ち込んだ市場に対する活性化措置として、また緊急避難措置的な意味合いも込めて規制緩和措置は一層の進展を見せることになった。なかでもゼロ金利政策と証券優遇税制の実施は投資家のリスクマネーを呼び込む大きな契機となった。こうした二つの柱ともいえる政策に対応して各取引所でも上場審査の迅速化、証券会社ではネット取引の普及による手数料の引き下げ合戦、個人の信用取引の拡大等が進行していった。

以上の事情に加えて、「長期不況」の中で年々の企業倒産件数と起業数の前者における優位を逆転し起業家の育成を図ることも急務の課題であった。このため新興3市場だけでなく、地方新興企業の資金調達市場として名古屋証券取引所ではセントレックスが、福岡証券取引所ではQボードが、札幌証券取引所ではアンビッシュが、というように地方証券取引所でも次々と新興市場が創設された。また後述するように非上場新興企業のためのグリーンシート市場の育成と活性化も図られていくことになる。地方証券取引所での新興市場開設については多分に地方経済振興という目的を嗅ぎ取ることができるが、その結果、「合成の誤謬」ともいえるような失敗を第二期において生じさせることになっ

た。

どういふことかといへば、相次ぐ新興市場創設によって国内には総計6市場という世界的にも前例のない、また国内外の証券取引所の統合化という世界的傾向に逆行する国内新興市場過多の状況を創り出してしまったからである。このことは地方企業・経済の振興という個別目的と便益の確保にとらわれ、総和の次元で矛盾を創り出してしまったといえる。東証の時価総額がNY市場に次いでいかに大きくとも複数の新興市場が存在している場合、中長期的な観点から見れば明らかに新興市場全体の活性化につながるとはいえず、むしろ市況そのものを需給面から低迷させる可能性が極めて高いことは自明である。しかしながら第2期では新興市場での個人の取引参入増を通じた株式ブームとIPO（新規公開）ブームによって新興市場の過多問題—同時に上場企業とIPOの過多問題でもある—は市場の過熱化の前にかき消された形になってしまった。

既に述べたように、新興市場での株式取引は元々個人投資家が売買主体であって、個別銘柄では浮動株比率が低いことで知られている。そのため1部市場に比較してボラティリティが高く、IPO銘柄になればこれはさらに高くなる。ブーム期において上値は常識的な範囲を超え、高PERに反映された高価格によって市場の時価総額全体が押し上げられることになる。そして、こうした過熱化が単なる調整局面（加熱の沈静化）を超えた「構造的停滞」に陥る可能性は高い。この場合、停滞局面は構造問題（需給問題という重石、過剰な上場企業数と業績低迷企業の市場における滞留、これら構造問題を抱えたままのIPO数の増加など）に起因するがゆえに長期化せざるをえない。

活性化策（規制緩和）のみでは初期的な段階でブームを誘発することができても、構造的問題、過剰問題に直面して制度変更の大鉈をふる

うことを難しくし、長期的な停滞局面ではIPO銘柄の初値公開価格割れ、公開直後の持続的な株価下落などの兆候を生み出し、新興企業にとっての資金調達市場としての役割を果たすことが困難となってくる。市場からの退場も市場の重層性、ランク付けによってむしろ新興市場からの「脱却」という形で個別優良企業が東証1、2部への上場を果たすことで主として果たされることになる。ただこれは同時に、より上位の市場で中小型株というセグメントを新興市場と連動させて低迷させる危険性も孕むことになる。この局面に至ったとき新興市場の失敗は濃厚なものとならざるをえないのである。

2) 新興市場の特質を活かした再編について

個人投資家や機関投資家が新興市場だけでなく、証券市場全体に対して持続的な取引を行えるかどうかは市況が堅調であることはむろんのことだが、「取引コスト」の面も無視できない。証券取引においては通常は売買手数料が、迂回的投資である投信等では手数料の他に信託報酬などの様々なコストがこれに含まれることになる。これらコストは証券会社・販売会社間の競争を通じて下がる傾向が見られ、個人マネーの証券市場への流入に資するところが大きかったといえるが、「取引外コスト」として譲渡益、配当、分配金等に対する税負担にも「取引コスト」以上に注意を払う必要がある。

まず株式譲渡益課税率を国際的に比較してみると、米国では（総合課税）、株式保有期間が1年以下の場合、約17-45.5%、1年超の場合、07年まで約12-25.5%、08年から約7-25.5%の軽減税率（2010年までの時限措置）が適用されており、配当課税も同様となっている。英国（総合課税）の場合は10-40%、配当課税は10-32.5%となっており、受取配当についての一定の控除制度がある。またドイツでは原則非課税で、保有期間1年以下で譲渡益二分の一プラス土地

等の譲渡益の合計が512ユーロ超で譲渡益の二分の一を総合課税（約15.8% -44.3%）としている。配当課税も同率であるが配当所得控除制度も設けられている。総じて株式の長期保有に対しては個人投資家にとって税制上有利になるように設計されている（以上各国データについては財務省、金融庁 Web-site）。

ここから欧米諸国の株式譲渡益・配当課税については株式の長期保有を誘導するような課税の仕組みが意図されていることがわかる。これに対して日本の場合、時限的な優遇税制（10%）が実施され、2006年末現在で大筋として、自民税調が1年間延長という決定を下している。これに先立って政府税調は社会格差の拡大と金融税制の一体化、簡素化という理由で08年中の廃止を提言し、自民税調は証券市場の混乱回避を理由として延長を決めている。いずれにしても国民の財形という視点は不在のままになっている。自民税調の場合でも、軽減措置の廃止理由については、金融一体課税という課題に加えて富裕層への不公平減税という不満回避の側面を否定できず、年金運用等も含めた課税制度構築という配慮に欠けていることを特徴としている。課税方式が仮に複雑になったとしても株式の長期保有を誘導するような優遇措置が導入されるべきであろう。

このことは、とりわけ過去投機性を強くしてきた新興市場では重要である。短期的な譲渡益を目的とした個人・機関投資家の取引スタンスでは株主による議決権行使だけでなく、それ自体の実質的な放棄が浮動株比率の少なさから生じやすくなっているからである。延いてはコーポレートガバナンスに関わってくるため、浮動株比率規制と並行した長期保有を前提とした、既存市場よりも一段と軽減比率を高めたリスク比例型の税制構築の方が望ましい。

以上の税制措置は上場企業の高い投資リスクに対する優遇であって、リスク度に応じて税率

を調整することで、単に個人投資家だけでなく、機関投資家に対しても投資モチベーションを高めることにつながる。06年1月の東証による『東証マザーズに関する機関投資家向けアンケート調査結果』（アンケート発送05年11月末、回答期限同年12月14日、58名回答、以下複数回答）によれば、マザーズ銘柄への投資を行なうに当たっての投資判断基準に対する回答で最も多かったのはバリエーション42であり、以下成長性41、経営者の資質、ビジネスモデル29と続いている。バリエーションの指標としてはPERが多く、成長性指標としては利益成長率、売上成長率が、ビジネスモデルでは独自性と非参入障壁の高さが多く挙げられるという結果になっている（同6ページ）。

こうしたアンケート調査結果が示唆しているように、機関投資家は運用収益率を高めるためにポートフォリオに一定の中小型・新興市場銘柄を組み入れなければならず、それゆえにボトムアップアプローチをとる機関投資家やVC向けにリスク度に応じた証券税制の再構築・優遇策（個人投資家も含む）が望まれるところであろう。

6. 非公開市場は育つのか：グリーンシートの場合

間接金融方式を別にして一般的に起業家は当初二つの「市場」から資金調達できる可能性を持っている。一つは非オープンマーケット、もう一つはオープンマーケットである。この場合のオープンマーケットとは言うまでもなく公開株式市場のことを指す。他方で、単なるビジネスプランとアイデアだけを持っている者から一定の業績を既に積み上げた者まで「起業家」（entrepreneur）の範囲は非常に広い。

特に非公開市場の場合、米国のようにエンジェル（投資家）と起業家志望者が対面してイ

ンフォーマルな資金需給市場が形成されるケースも多々見られるが、この場合の相対取引は投資家サイドにいわば目利きの能力が備わっていないければならず、エンジェルには企業経営者として成功を収め引退した者も少なくない。出資した相手のうち、10人中1人でも企業として成功を果たすことができれば—ここで言う「成功」とは顕著な企業業績をあげるか、上場を果たすか、または両方によって投資家に利益還元を行えることである—、投資家は通常公開市場で得られるより高いリターンを期待することができる。

むろん金融機関でさえも投資・融資の区別なく企業としての有望性を見極めるのは困難であり、それが個人投資家であれば、より高いリスクを伴うことになろう。現実には個々の投資家がボトムアップアプローチを行うことは一部の例外を除けば不可能と言ってよい。そこでプロフェッショナルとしてのVCへの投資を通じて、個人投資家は「投資判断力」と「調査時間」を委任することで個人的なリスク要因を軽減することができる。同時に「ファンド」の形態をとることでベンチャーキャピタルの資金力と企業に対する影響力は格段に強まることになる。

先進諸国、成長しつつある途上国を問わず、新興企業の成長にとってVCの果たす役割が重要であることは疑い得ないが、VC自体も新興市場がなければ非上場企業への投下資金の回収ができない。従って市場そのものがインフラとして整備されていなければ、起業そのものが阻害されてしまうことになる。ここでは日本の「非公開市場」そのものに目を向けてみることにしよう。問題は「非公開市場」の定義であるがここではあくまで暫定的であるが、既存の取引所に上場していない企業のための資金調達市場として位置づける³⁾。わが国で最初に制度的な非公開市場（非上場会社の株式取引所）が創設されたのは1997年7月の「グリーンシート」

市場に始まり、日本証券業界によって運営されている。創設以来10年に満たない非常に若い「市場」である。なお後述するようにグリーンシートは気配公表銘柄制度のことであるが、ここでは実質的に「市場」として取り扱う。

以下日本証券業協会のグリーンシート（Website）から制度的な概要と現状を一瞥していくことにしよう。資金の需給面から言うと、まず非上場企業は証券取引法によって規制された上場企業に比較してディスクロージャーが十分と言えず、個人投資家は投資判断基準としての情報を得がたい。このため日本証券業協会は非上場企業の有価証券を証券会社が投資家に対して投資勧誘することを禁じている。ただし公開企業同様のディスクロージャー体制ができて非上場企業に限っては投資勧誘が行えるとしており、こうした非上場企業の取引報告をサイト上、紙媒体で公表している。こうした公表媒体の色がグリーンであることからグリーンシートと名づけられており、そこに掲載されている銘柄をグリーンシート銘柄と呼ぶ。グリーンシート銘柄になるには店頭取扱有価証券（または優先出資証券、投資証券）であり、証券会社が協会に対して届出を行い、当該証券会社が継続的に売り気配・買い気配を提示していることを要件としている。

グリーンシート銘柄の区分は表3及び表4に示したようにエマージング、オーディナリー、フェニックス、投信・SPC（特別目的会社）というように4区分され、法令遵守、適時開示体制の整備状況など6項目が審査対象となる。ただし注意しなければならないのは審査及び判断を行うのは協会ではなく証券会社という点である。これがジャスダック、マザーズなどの新興市場と決定的に違う点である。むろん非上場である限り、より客観的な審査が取引所側によって行われる必要はないが、その分だけグリーンシート市場では個別証券会社の目利き能力が必

表3 グリーンシート銘柄の区分と審査項目

銘柄の区分	
①エマージング	証券会社による審査を行った結果、成長性を有する等によりグリーンシート銘柄として適当であると判断された企業が発行する株券等を指定する銘柄区分
②オーディナリー	証券会社による審査を行った結果、グリーンシート銘柄として適当であると判断された企業が発行する株券等を指定する銘柄区分
③フェニックス	上場廃止又は登録取り消しとなった銘柄のうち、証券会社において流通性を確保する必要があると判断された株券等を指定する銘柄区分
④投信・SPC	優先出資証券及び投資証券のうち、証券会社において審査を行った結果、グリーンシート銘柄として適当であると判断されたものを指定する銘柄区分
審査項目	
①法令遵守状況を含めた社会性	
②適時開示体制の整備状況	
③財務諸表又は連結財務諸表に継続企業の前提に重要な疑義を抱かせる事象又は状況に関する重要な注記がなされておらず、かつ、公認会計士又は監査法人が作成する監査報告書において当該事象又は状況に関する重要な事項が除外事項とされていないこと及び追記情報として記載されていないこと	
④事業計画が合理的な根拠に基づいて作成されており、かつ、その基礎となるビジネスモデルに収益性が認められること	
⑤当該発行会社の属するマーケットの特性、その中での競争力及びそれを支える経営資源等を勘案し、事業の成長性が認められること	
⑥当該銘柄に投資するに当たってのリスク	
備考) ただし、オーディナリーに区分する場合は④及び⑤を、投信・SPCに区分する場合は③から⑤をそれぞれ除く。	

出所) 日本証券業協会グリーンシート Website より作成。

表4 グリーンシート銘柄数の推移

年	銘柄数計	エマージング	オーディナリー	フェニックス	リージョナル	投信・SPC	新規銘柄数計
1997年末	22	-	-	-	-	-	22
1998年末	32	-	-	-	-	-	10
1999年末	41	-	-	-	-	-	10
2000年末	43	15	-	4	24	-	14
2001年末	40	18	-	4	18	-	5
2002年末	63	41	-	4	18	-	24
2003年末	77	54	-	5	17	1	26
2004年末	96	70	-	8	17	1	31
2005年末	90	68	14	7	-	1	19
2006年末	92	57	27	7	-	1	14

出所) 表3に同じ。

注) 2006年は10月末の数字。

要とされる。06年7月現在の取り扱い証券会社数は木村証券、東洋証券、松井証券、SBI証券など16となっており、大手・準大手クラスの証券会社は入っていない。従ってこれらの証券会社にとってグリーンシート銘柄の取り扱いと関連業務は大手証券会社との差別化戦略の一つと考えられよう。

06年11月現在における企業の業種については投信・SPC1つを除いて、エマージング56銘柄中では小売・卸売りが16、サービス業が16、情報・通信業が8、電気機器2、輸送用機器1、建設2、不動産4、証券、商品先物取引1、繊維1、化学1、医薬品1、機械1というように、またオーディナリーでは28銘柄中、小売・卸売りが5、サービス業11、情報・通信2、電気機器1、建設6、不動産1、保険1、金属製品1、というように分布している。そしてフェニックス7銘柄中では化学3、電気機器、輸送、卸売、繊維各1となっている。これらの分布状況から新興企業らしく固定設備・投資の高張る製造業よりもサービス、卸小売業といった業種が多く、他方でマザーズのようにネット・IT関連、いわゆるドットコムカンパニーの数が多いわけでもない。またこれら銘柄は中小証券会社が中心になった個別取引であるため、全体としての商いが大きいわけでもない。

以上のグリーンシートの諸特徴から言えることは、それが新興市場を含む既存市場への上場への唯一のルートでもなく、また主要なルートでもないということである。また米国のOTCブリテンボードのような退場企業の上場再起を期すような市場としての位置付けもない。グリーンシートは未上場企業にとっての資金調達場としての意味は小さくないものの、その存在自体は制度的、量的な側面からいっても依然として小さく、優遇税制などの政策的・制度的支援と情報公開と持続的なアナリストによる分析がなければ、市場自体の堅調な成長と拡大を

見込むことは難しい。

資金調達側であるベンチャー企業については、間接金融を通じた補強と融合のバランスが必要であり、制度としてはドイツ証券取引所のような公法適用外市場（エントリースタダード）を通じたベンチャー企業の資金調達支援の試みも参考になろう（この場合投資家はVC、プロの投資家層になる）（三田村[2006]）。純粋な非公開市場を一般投資家にまで間口を広げることは、証券アナリストの育成と増員を通じたアナリストカバレッジをさらに必要とし、情報の透明性を含めて様々な取引コストの負担の発生につながりやすい。結果的に新興企業がIPO、上場をゴールとしかねないようなことを避けるためにも、ビジネスプランニングとこれに基づいた調達資金の用途等を判断できうる、より成熟したVC主導型の「市場」形成が求められていると言えよう。

6. おわりに：一提言として

ここまで見てきたように日本における新興市場の育成は個人投資家・機関投資家との間での資金需給市場として、本稿で区分した第1期と第2期を通じて多くの面で量的な成長を遂げてきたことについては否定しようがない。また新興市場自体、PERがある程度高くなることもこの市場の特徴であって、成長プロセスの中で起きた「カジノ」化ともいえる過熱現象、新興企業の数多くの不祥事、市場の期待値を下回る企業業績などを経て2006年には長期低迷に入り底入れを模索するという状況が続いた。それらの発端は06年1月のライブドアショックであったが、既に「ショック」以前に多くのテクニカル指標は過熱化を示していたと言ってよい。

新興市場の低迷は多くの証券アナリストが予想したとおり、長期化の局面に入ったことにな

る。要するにこれは本稿で概観してきたように、この低迷は単なる「調整」局面ではなく、市場の過剰と退場を伴わない「構造的な欠陥」を市場が持っていることに起因している。これに基づく兆候は、低迷期にIPO初値の公開価格割れや、仮に上回ったとしてもその後、堅調な価格推移を見せる銘柄も急速に減少してきたによくあらわれていると言えよう。明らかに資金調達市場としての新興市場の持続的発展に危険信号が灯っていることを意味しているが、官民ともに政策レベルでは無為無策の状況になってきている。市場の取引主体が空洞化し規制緩和の先に規制強化という方策（緩和と規制の最適組み合わせ）がとれない以上、市場自体にも当初期待されたような未来は期待し難いということになる。ただ、もしも期待されたような市場の成長展望を見出すとすれば、以下のような規制強化と緩和のポリシーミックスに基づいた「市場の再構築」をめぐる議論が必要となろう。

- ・証券会社における個人の信用取引審査の規制強化
 - ・証券優遇税制の継続とリスク度の高い新興市場銘柄の譲渡益、及び株式の長期保有者に対する優遇課税措置、配当所得に対する非課税措置、現行のエンジェル税制の公開市場（新興市場）への適用
 - ・業績に反して無配もしくは配当比率の低い企業の退場（信頼性、IRの構築）
 - ・新興市場上場企業の退場の明確化と促進
 - ・投資銘柄に対するアナリストの配置と分析の持続性
 - ・現在過多に陥っている複数の新興市場の統合化
 - ・浮動株比率改善のための上場規制
 - ・非公開市場の活性化と法制度的な優遇策
- 以上の点に関しては、現状では政策レベルでも個別取引所レベルでも合意を見出し対応していくには極めて困難である。ただ世界的な市場

統合化の動きと一連の流れからして、それを待つ余裕はなく、証券市場全体の相対的地盤沈下が目前で進行しつつあることも確かなのである。（2006年12月18日）

注

- (1)・売上高（連結損益計算書に掲記されたもの）：最近1年間に終了する事業年度（上場申請日の属する事業年度を除く）において売上高が1億円に満たないことになった場合。ただし利益の額（連結損益計算書に掲記される経常利益金額）が計上されている場合を除く。
- ・上場時価総額（月間平均時価総額又は月末時価総額×当該末日における上場株式数）：時価総額が5億円未満となった場合で、9か月間（事業の状況、今後の展開、事業計画の改善その他取引所が必要と認める書面を3か月以内に提出しない場合は3か月）以内に5億円以上とならない場合、又は上場株式数に2を乗じて得た数値に満たない場合において、3か月以内に当該数値以上とならない場合。
- ・株主数（1単位以上の株式の数を所有する株主の数で、大株主上位10名及び役員並びに上場会社が自己株式を所有している場合には当該上場会社を除く）：株主数が150人未満となった場合で、1か年以内に150人以上とならなかったとき。
- ・売買高：最近1年間の月平均売買高が10単位（1単位は単元株制度を採用する場合には1単元の株式の数をいい、単元株制度を採用しない場合には1株をいう）未満又は3カ月売買不成立。
- ・債務超過：債務超過となった場合において、1か年以内に債務超過の状態でなくならなかったとき（：原則として連結貸借対照表による）（上場後3年間に終了する連結会計年度及び事業年度は参入しない）。
- ・その他：銀行取引の停止、破産手続き・再生手続き・更生手続又は整理、営業活動の停止、不適当な合併等、有価証券報告書等の虚偽記載等、宣誓事項についての重大な違反、上場契約違反、株式事務代行機関への不委託、株式の譲渡制限、完全子会社化、その他（公益又は投資者保護）。以上東証Web-siteより。

- (2) 別の統計（株主数）を参照すれば、個人投資家の比率はもっと高くなる。ジャスダックの『株式分布調査』隔年版（各年版とも調査企業 900 社以上）によれば、01 年から 05 年にかけて単元数ベースでみた所有者別株主数では全体の 95% 以上を占めている。さらに遡って店頭登録会社の所有者別分布を日本証券業協会『店頭登録会社の株式分布状況調査』から見れば、97、98 年の個人所有比率は各々 90.1% と 91.0% である。ナスダックジャパン（現ヘラクレス）設立以降、新興市場では個人保有比率が高まり、高止まりしたことが窺え、最も歴史のあるジャスダックでさえもこうした極端に高い個人所有の比率を示している理由としては、最も確実な長期安定保有者としてオーナーとその周辺者に保有されているからだと考えられる。ここから浮動株比率の上昇、機関投資家による保有増が大きな課題として浮上してこよう。
- (3) 米国の場合ナスダック、OTC プリティンボードは米国証券取引所法第 3 条第 1 項（1934 年）によって取引所の定義からはずされている、全米証券業協会が運営しているためだが、機能面と公開性からすれば、実質的な公開市場であり、わが国のグリーンシートとは全く異なっている。

参考文献

- 澤田貴之 [2006] 「ゼロ金利政策下における金融資産選
択行動の歪み（上）（下）」『名城論叢』名城大学経
済・経営学会、第 7 巻第 1 号、第 2 号。
- JASDAQ 『JASDAQ 上場企業の株式分布状況調査』
各年版。
- 証券経済学会 [2006] 水野満「新興市場は期待された
役割を果たしたか」、三田村智「ドイツにおけるベン
チャー企業と資本市場問題」（以上第 66 回証券
経済学会全国大会報告レジュメ、於名城大学）。
- 東京証券取引所 [2006] 『東証マザーズに関する機関投
資家向けアンケート調査結果』1 月 19 日。
- 東証マザーズ [2006] 『マザーズ市場の動向』9 月。
- 東京証券取引所 [2006] 『東証マザーズに関する機関投
資家向けアンケート調査結果』1 月 19 日
- 日本証券業協会 [1998] 『店頭登録会社の株式分布状況
調査』
- 濱田康行 [2004] 「ベンチャーキャピタルの新局面」
『CUC View & Vision』No. 17, 千葉商科大学経
済研究所。
- 三菱 UFJ 証券 [2006] Equity Market Weekly, No. 026,
4 月 10 日号。
- World Federation of Exchanges [2005], *Annual Re-
port and Statistics 2005*.
- Web-site
大阪証券取引所ヘラクレス (hercules.ose.or.jp/)
ジャスダック (jasmaq.co.jp)
東京証券取引所マザーズ (tse.or.jp/mothers)
日本証券業協会 (jsda.or.jp/)
日本証券業協会グリーンシート (jsda.or.jp/html/
greensheet)
Nasdaq (nasdaq.com)
WFE (World Federation of Exchanges) (world-
exchanges.org)