

米国における IPO 市場の特徴について

国際局 武田洋子*
藤原文也**

1. はじめに

新規株式公開 (initial public offering、以下 IPO) とは、企業が新規に資本市場 (株式市場) に参入し、市場の一般投資家に対して初めて公募増資ないしは保有株式の売り出しを行うことである。IPO の実施を選択した場合、文字どおり「公」の場である資本市場での企業評価がどうなるか、またその評価を企業戦略上活用できるかどうかにより、その後の企業の競争力・成長力が大きく左右されることとなる。このため、企業がどのように IPO を位置付けて選択し、その効果を最大化するような行動をとっていくかは、経営戦略上の重要なポイントである。また、マクロ経済成長の持続には「適切な資本配分」が重要であるが、この観点からは、資本市場の入り口である IPO 市場が全体として正常かつ活発に機能することが鍵となる。

こうした問題意識を踏まえ、本稿では、米国の IPO 市場の特徴を整理することとする。すなわち、近年、米国では数多くのベンチャー企業が勃興し、新規産業分野の牽引役を果たしている。そして、同企業の多くが、草創期のリスクキャピタルファイナンス、その後の IPO および株式流通市場での活発な売買等を通じて、企業成長を実現してきている。こうした米国において、(1) 企業・投資家にとって IPO はどのような効果を持つものと位置付けられているのか、また(2) IPO 市場が活発である背景にはどのようなことがあるのか、について整理する。

予め本稿の要点を述べると、以下の通り。

本論文中で示された内容や意見は筆者個人に属するもので、日本銀行の公式見解を示すものではない。

* 日本銀行国際局国際調査課 (E-mail:youko.takeda@boj.or.jp)

** 日本銀行国際局国際調査課 (E-mail:bunya.fujiwara@boj.or.jp)

[要旨]

1. 米国において、IPO を通じて企業が期待する効果は、**資金調達機会の拡充**という面のみでなく、**創業者利潤の獲得、ビジネス・チャンス拡大、人材活用の仕組み拡充**等幅広いものである。一方、IPO は、株主構成やコーポレート・ガバナンスの在り方が変化することによる経営面への影響、公開企業となることの諸コスト発生と公開失敗のリスク、敵対的 M&A に晒されるリスク等、ネガティブな面をも持ち得るため、これら両面を総合的に考慮して、企業は IPO の是非を選択していく。
2. 一方、既存投資家にとって IPO は、投資収益確定のための重要な手段である。また、一般投資家にとって IPO 市場とその後の流通市場が正常かつ活発に機能することは、より成長性が高い可能性のある株式銘柄への投資選択余地を広げるという意味で、大きな効果を持つ。
3. 米国の IPO 市場は、近年、株価の上昇もあって、ベンチャー企業を中心に、件数・金額とも順調に拡大している。IPO 市場は、株価動向によっては一時的に低迷する局面もあるが、基本的には、**投資家からリスクキャピタルが継続的に流入する層の厚い市場**である。こうした背景としては、まず、相対的に低いキャピタル・ゲイン税率やベンチャー企業への投資を促すような制度整備が進んでいることが挙げられる。また、ベンチャーキャピタルは、投資先企業のビジネス全般につき専門的な分析力を持ち、新技術の市場性を的確に評価するノウハウと同時に、企業成長を支える様々な経営資源を提供する仕組みも兼ね備えることが少なくない。さらに、IPO の際の引受・販売証券会社の層が厚く、かつ IPO 前後を含めた各種のサポートスキルの提供や、IPO 後の流通市場でのマーケットメイク面での機能も高い。こうした投資家・証券会社の行動が、米国 IPO 市場の活発さの源泉になっている。
4. また、米国では**ディスクロージャーが徹底されている**。その特徴としては、引受証券会社と監督当局の企業に対するスクリーニングの実施が、企業のディスクロージャーを促していること、ディスクロージャーの内容が充実していること、が挙げられる。また、投資家は、ディスクロージャー内容に照らし、公開企業としての責務が達成され資本が有効に活用されているか否かにつき、厳しい企業選別を行う。これらにより **IPO 市場および流通市場の「質」が保たれている**が故に、活発な取引が継続しているといえる。
5. 一方、我が国においても、95 年頃より店頭市場改革が推し進められ、登録基準・店頭市場制度の面では米国との相違は縮まりつつある。しかしながら、

米国の例を踏まえると、日本の資本市場が「新規企業の円滑な育成」や「適切な資本配分」といった観点で十分に活用されるためには、(i)リスクキャピタルに関する制度整備を進めるとともに、ディスクロージャーの徹底により投資家の市場に対する信認を確保することで、リスクキャピタルの供給拡大を図ること、(ii)機関投資家のリスク分散・ポートフォリオ投資技術の高度化や投資先ベンチャー企業の専門的評価能力の向上を図ること、(iii)機関投資家、一般投資家の投資対象となり得る、質・流動性の高い銘柄グループを設けること、そして(iv)公開を果たす企業が、「公開企業」としての意識を高め、かつ「公開企業」としての責務を果たしていくこと、等が重要と考えられる。

2. 企業・投資家にとっての IPO の位置付けと期待される効果¹

(1) 企業にとっての IPO の位置付けと期待される効果

IPO とは、「企業が新規に資本市場（株式市場）に参入し、市場の一般投資家に対して初めて公募増資ないしは保有株式の売り出しを行うこと」である。こうした IPO を通じて企業が一般的に期待する効果とは、下記のとおり、資金調達機会（規模・手段）の拡充という面のみでなく、創業者利潤の獲得、ビジネス・チャンス拡大、人材活用の仕組み拡充等、幅広いものがある。ただし、IPO は企業にとってプラスの効果のみならず、経営者によってはネガティブな側面とも捉え得る効果（企業支配力の共有ないし、経営と所有の分離等）をももたらす。このため、企業が IPO の選択の是非を検討する場合には、経営戦略としてどの効果をどの程度プラス・マイナスであると位置付けるか、明確にすることが必要である。

(IPO の多様なプラス効果)

まず、IPO の多様なプラス効果を列挙すると、次の通り。

資金調達機会（規模・手段）の拡充

IPO を行った場合、(a)公募増資（＝新株発行）、または (b)保有株式の譲渡（＝既存株主からの売り出し）が行われる。特に (a)の公開時の時価発行公募増資は、一般に価格のレベルが公開前に比べ大きく上昇することが予想され

¹ 本章は、NASDAQ[1998]、青山監査法人・プライスウォーターハウス[1998]等を参考に作成した。

る環境下で行われるため、資金調達額の「規模拡大」が期待できる。こうした公開時の株価上昇は、当該株式に流通性や換金性が付与されること、当該株式が公開企業としての体制を有する企業の株式であること、が株式市場で認識され評価されることによるものである。

さらに、(a)公募増資の場合、自己資本が拡充するという財務体質強化の効果があるため、これらがその後の資本市場・銀行市場での資金調達条件を有利化することに繋がる。

また、IPO後は、転換社債や新株引受権付社債の発行が可能になるなど、資金調達手段のメニューも多様化する。

創業者利潤の獲得

IPOに際して上記(b)保有株式の譲渡で対応する場合には、創業者や創業期以来の従業員といった既存株主が、一般投資家に対して公開後の時価により株式を売却する。当該売買の過程で、公開前までの株式購入価格よりも公開時の株価が上昇した場合にはその差額分だけ、既存株主は「創業者利潤」を獲得する。

株式公開企業としての信用度・知名度上昇によるビジネス・チャンス拡大

株式公開を成功させた企業として、信用度が上昇することや企業名・商品名・戦略等の知名度が上昇することにより、販路・市場拡大が期待されるほか、事業提携の可能性も増大するなど、ビジネス・チャンスが拡大する。

インセンティブ・プランを通じた人材活用の仕組み拡充

従業員持ち株制度や、ストック・オプションプランといった、従業員報酬と企業の株式価値をリンクさせる仕組みの導入は、従業員に株式価値最大化を達成するような労働サービスの提供を促すほか、従業員の志気高揚、優秀な人材確保等の効果をもたらすことが期待できる²。これらの仕組みは、IPOの実施を前提として導入され、IPOが成功して初めてその効果を挙げていくことができる。

² 詳細は、有泉・山岸[1998]を参照。

（ネガティブな効果をも持ち得る点についての考え方）

コーポレート・ガバナンスの在り方の変化

公開時の公募増資、創業者等の保有株式の譲渡、のいずれにおいても、株式保有シェア上の外部依存度が大きく上昇する形で、株主構成が変化する。この結果、外部一般株主が株主総会において議決権や提案権を行使することを通じて、「コーポレート・ガバナンス」³の在り方や、企業経営そのものが影響を受けるようになる。これらは、「資本の有効活用を促し、より競争力の高い企業になる」という長期的にみれば企業にとってプラスの側面を持つ一方、株主構成によっては、経営陣の企業支配力が低下ないし喪失する可能性を孕んでいる。

ディスクロージャーの徹底要請によるコスト増大

公開企業として SEC (Securities and Exchange Commission、証券取引委員会) の定めた要件 (財務諸表等) を定例的 (四半期報告および年次報告等) に報告・公開する義務・コストが生じる。これは、公開企業となることを選択した企業の責務である。

敵対的な M&A に晒されるリスク

株式価格が市場で決定されることにより企業価値の客観的評価が容易になるため、株式交換等 M&A に関する手段も多様化する。これは、当該企業が積極的に M&A による事業提携等を志向する場合はプラスの効果と位置付けられる反面、敵対的な M&A を回避したいと考える企業にとっては、ネガティブな効果を持つ場合がある。

³ 「コーポレート・ガバナンス」には、様々な概念や側面があるが、代表的な定義を引用すると、広くは「公開会社は何をするのか、誰が会社を支配するのか、その支配はどのように行われるのか、企業の活動から生じる危険やその収益はどのように負担・配分されるのか、といった問題を決定するような、法律的・文化的・制度的配置の枠組全体を指す」(M. M. Blair) が、狭くは「取締役会の構造と機能や取締役会の意思決定における、株主の権利の問題を指す」(同)。本稿で、IPO によりコーポレート・ガバナンスの在り方が変化する、と記述する場合は、狭義の概念を念頭においている。

因みに米国では、NASDAQ 登録基準の中に、株主の権利や外部からの経営監視体制を強化することを定めた「コーポレート・ガバナンス基準」(詳細は後掲図表 21 の注を参照) が含まれており、IPO と同時に同登録を行う企業はこれらを遵守することが求められる。

公開時のコスト、公開失敗のリスク

IPO に際しては、そのための幹事証券会社への手数料、弁護士報酬、会計士報酬、ファイリング費用等の諸コストが発生する。また、IPO と同時に NASDAQ 市場へ上場しようとする場合には、登録手数料等も加わってくる。これらコストは、一般的に、公開規模 5,000 万ドルで 410 万ドル程度（410 万 / 5,000 万 = 約 8%）となり、企業にとってかなりの負担になる（図表 1）。

このようにコストをかけて実施を試みる IPO も、実現するとは限らず、また実現しても当初期待していた効果を挙げることができないような公開価格や投資家構成での着地となり、実質的には失敗に終わる、等のリスクがある。

（企業による IPO 選択の是非）

以上のような諸般のプラス効果および留意点を総合的に勘案して、企業は IPO の是非を検討することとなる。ここで、改めて、ベンチャー企業⁴の IPO による諸効果の位置付けを整理しておくのと以下のとおり。

ベンチャー企業は、急成長を支える資金調達ニーズが極めて強いことから、創業者は経営権の維持を意識しつつも、資金調達はリスクキャピタルへ依存することを選択し、長期的な資金調達計画の中へ、IPO を組み入れていることが多い。すなわちベンチャー企業は、創業間もない時期から、一般的に期間 5 年間程度の事業計画を複数のベンチャーキャピタルに提示し、リスクキャピタルの供給を仰ぐ。ベンチャーキャピタル側は、投資先企業選定の際に、「創業者の公開意欲の強さ」を投下資金の回収可能性判断基準として重視するため、提示される事業計画において IPO に対する考え方が銘記されることを確認した上で、投資を決定する。こうして無事にベンチャーキャピタルからリスクキャピタル供給を獲得したベンチャー企業の大半の先が、その後、IPO が実現可能な経営状態になった時には、ほぼ IPO を実施するとともに、上場・登録を果たすことが多い。

しかしながら、こうしたベンチャー企業の場合でも、資金調達の機能拡充以外の効果については、企業により位置付けが区々である。各企業が、IPO の目的

⁴ ベンチャー企業は、一般に、高い収益性や成長力を有する反面、高い事業リスクを抱える、事業拡大のための資金ニーズが強い一方でキャッシュフローが安定的でない、借入のための担保に乏しい一方、企業の有する独自のアイデアや技術は外部からの客観的な評価が容易でない、等の特徴を有する（日本銀行[1995]）。

を明確にした上で、公開後のオーナー等の持ち株比率・時価総額の目標、インセンティブ・プランを含む報酬制度の総合的な策定、公開後の安定株主対策、等を総合的に検討し、ベストな IPO の時期や規模・形式を探り、実行に移すこととなる。

一方、こうしたベンチャー企業以外についてみると、創業者が経営権の維持に対する意識が強く、ファイナンスは銀行借入ないし私募による割当増資で賄うことによって、公開をせずに経営を続けている企業もみられるほか⁵、同登録・上場基準をクリアするためのコスト負担や経営面への制約を忌避して、NASDAQ、NYSE 等への登録・上場を行わないケースも少なくない。

（IPO はどのように企業経営を変えるか）

IPO は株式「公開」であり、その後は、文字通り企業がパブリックな場に置かれ、一般投資家という多数の利害関係者が発生し、これら投資家との関係を含めてコーポレート・ガバナンスの在り方が前述のとおり変化してくる。こうした変化の方向として、明確であるのは、「資本の有効活用を促す」ことである。言い換えれば、これら投資家が資本市場で行う企業評価がどうなるか、またその評価を企業戦略上活用できるかどうか、により、その後の企業の競争力・成長力が大きく左右されることとなるのである。

したがって、IPO 後の企業は、資本市場に受け入れられ、高い評価を受ける経営、すなわち「投資家のリターン（配当利益＋キャピタルゲイン）を最大化する＝株式価値を最大化する」ような経営を志向する。そのためには、中期的な事業計画策定の上で、自社の比較競争力をどの部分に設定し、どのような投資を行い、事業編成を行い、資本を有効活用するのか、等について明確なメッセージを一般株主に送り、その実現可能性につき評価を得ることが必要である。また、実際の事業実績の上で、ROE（自己資本利益率）や株価が上昇する、という成果を着実に挙げていくことが重要である。

⁵ 例えば、インベストメントバンクの Goldman Sachs 社は、97 年までは、ファイナンスニーズを公募増資には頼らずにパートナーシップ制の導入等で賄い、経営陣による経営権の維持等を優先して IPO を選択してこなかった。もっとも、同社も、98 年には IPO 実施を計画し（98 年秋の市況不安定化等を眺め、延期中）、現在実施のタイミングを図っている。これは公募増資による財務体質改善や、インセンティブ・プランを通じた人材活用を企図したものとみられる。

(2) 投資家にとっての IPO の位置付けと期待される効果

一方、IPO により投資家が期待する効果は、エンジェルやベンチャーキャピタル等の既存投資家、および一般投資家に分けて整理することができる。

(既存投資家にとっての効果)

既存投資家（米国では、「エンジェル」や「ベンチャーキャピタル」が主体。これら投資家の特徴は 3.(3)を参照）にとって、投資先企業の IPO 実現は、投資収益確定のための重要な手段である。具体的には、保有株式の売却により、投資利益を確定することができるほか⁶、保有株式の流動性が増大することにより、いつでも換金が可能、といったメリットが考えられる。ベンチャーキャピタルの投資回収手段としては、投資先の IPO 達成、M&A、他の株主への売却、投資先企業による買い戻し（buy-back：自社株買い）が挙げられるが、中でも IPO の平均投資収益率が、他の投資回収手段を大きく上回るとの研究結果もある。このため、IPO による投資回収は、ベンチャー企業投資の上では“home run”とされ、重要な位置付けとなっている。

(一般投資家にとっての効果)

一般投資家が、ベンチャー企業の発行株式へ集中投資を行うことは、当該投資がハイリスク・ハイリターン型であるが故に、一般的には想定し難い。ベンチャー企業が資本市場を通じて円滑な資金調達を行うためには、リスクを小口分散させたい多数の投資家から如何に纏まった所要資金を確保するか、機関投資家からリスクキャピタル投資を如何に確保するか、が必要である。特に小口の一般投資家を前提とした を実現するためには、一般投資家が未公開株に投資するのは情報制約も大きく困難であるため、広範囲の投資家がオープンな市場（= IPO 市場とその後の流通市場）においてアクセス可能であり、かつ投資家自身がリスクや収益性を判断できる仕組みが必要である。

すなわち、小口の一般投資家からみて、IPO 市場とその後の流通市場が正常かつ活発に機能することが、高成長する可能性がある株式銘柄への投資選択余地を広げる、という意味で大きな効果を持つのである。

⁶ 未公開段階での株式売却は、新たな投資家を探す必要が生じるほか、流動性が低いため、価格も割安になる可能性が高く、未公開段階では株式を保有し続けるのが一般的である。

3 . 米国 IPO 市場の活発さとその背景

米国では、以上でみたような位置付けの下、企業・投資家ともに企図する効果の最大化を狙いながら、IPO を広く活用している。以下では、米国 IPO 市場の厚みや、企業財務にみる IPO 活用の普及を概観した後、活発な IPO 市場の機能に大きく寄与しているリスクキャピタルの継続的流入の仕組みや、証券会社の機能の高さについて触れることとしたい。

(1) 米国 IPO 市場の概観

米国では、IPO の際に NYSE 等の取引所に上場する場合や、NASDAQ 等の店頭市場に登録するケースが多いほか、これら上場・登録をせず IPO のみを行う通称「OTC Bulletin Board 銘柄」、「ピンクシート銘柄」、「ローカル銘柄」⁷ も存在し、これらが裾野の広い重層的な市場を形成してきた(図表 2)。なお近年では、ベンチャー企業の多くが、IPO と同時に、取引量、知名度の高い NASDAQ 店頭市場登録を目指すため、これら企業を中心に近年 IPO 件数が一段と増加している(図表 3)。

なお、企業はより有利な資金調達条件を目指し、かつ既存投資家はより高い収益を要求するため、IPO の実施時期は株価動向に大きく左右されることになる。実際に、80 年代末には株価が弱地合いを続ける中で IPO 市場も低迷したが、90 年代初からは、GDP 成長率がマイナスとなる中であっても、株価が景気に先行する形で回復に転じたことから、IPO 件数・金額はこれを眺めて急増している(図表 4)。こうしたコストコンシャスな動きは、昨秋にも看取された。すなわち、ロシア金融混乱をきっかけとするエマージング・マーケットの金融環境の悪化や企業収益悪化懸念等を背景とした 98 年 8~9 月の株価調整時には、米国株式市場における IPO はほぼ停止し、その後株価回復と歩調を合わせて回復した(図表 5)。このように、厚みのある米国 IPO 市場においてすら、株式市場に何らか

⁷ OTC Bulletin Board とは、証券会社に設置されている NASDAQ 端末でリアルタイムにマーケット・メイカーの気配や連絡先をみることができる、90 年に稼働したシステムである。93 年以降、売買高等の報告義務が課され、売買を行った証券会社は端末を通じて 90 秒以内に NASD (National Association of Securities Dealers、全米証券業協会) へ売買報告を行わなければならないことになっている。また、ピンクシート銘柄とは、広く州をまたいで IPO を行った企業のうち、日刊業界紙に気配値情報が掲載される銘柄を、ローカル銘柄とは、その他の株式で主として同一州内で IPO を行った銘柄を指す。

のショックが生じた場合には IPO の瞬時の停止が起こり得る。

(2) 企業財務にみる IPO 活用の普及

ここで実際に、米国ベンチャー企業の成長段階別資金調達動向をみると(図表6)、開業時の資金調達では自己資金に大きく依存しているが、その後、商品供給開始期にあたる2次調達においては、「エンジェル」と呼称される個人投資家やベンチャーキャピタル等からの資金調達に大きく依存しているほか、IPOによる資金調達も目立っている。さらに、一段の販路拡大や設備投資の拡充期にあたる3次調達においては、銀行借入比率が高まる一方、引き続きIPOによる資金調達のウエイトも高い。また、IPOによる調達資金の主な用途についてのコメントを整理すると(図表7)、運転資金充当、債務返済といった短期的な資金用途のほか、設備投資資金といった長期的用途も散見された。このように、ベンチャー企業は成長2次、3次段階における資金調達の一手段として、広くIPOを利用している。

(3) 投資家からのリスクキャピタルの継続的流入の仕組み

米国では、まず、企業家として成功した資産家が、他の企業の創業期の資金供給や経営アドバイスを積極的に行い、企業の創業・成長を支援しているケースが多くみられる。これら資産家は通称「エンジェル」と呼ばれ、その資金供給総額は、後述するベンチャーキャピタルの投資額を上回っているとも言われる⁸。

一方、ベンチャーキャピタルは、78、81年のキャピタル・ゲイン税率の引き下げや、その他の政府による制度的枠組みの整備もあって、80年以降飛躍

⁸ 青山監査法人・プライスウォーターハウス [1998] では、「ベンチャーキャピタル投資が年間35億ドルであるのに対して、エンジェルの投資は年間300億ドルとも言われている」との見方を紹介している。こうしたエンジェルの台頭には、78、81年における個人キャピタル・ゲイン税率の引き下げのほか、「個人のキャピタル・ロスは3,000ドルを限度として当期の他の所得と相殺可能 (Sec.1211(b))であり、かつ限度超過額は無期限に繰り越し可能である」といった税制が寄与しているとみられる。さらに、比較的小規模な法人の資本調達を容易にすることを目的として、「93年8月11日以降、適格小規模法人である一般法人が新規に発行した株式を、法人以外の株主がその発行時から5年超保有した場合、譲渡益の50%相当額は非課税とする (Sec.1202)」と定められたことも背景にあるとみられる。

的に拡大している⁹(図表8)。特に、後者については、79年のERISA法(Employee Retirement Income Security Act、従業員退職所得法)の規則改正によって、年金基金のベンチャーキャピタルへの投資が容認されたことを契機に、年金基金はベンチャーキャピタルに対する投資額を拡大し、95~96年平均でベンチャーキャピタルへの資金供給全体の約4割を占めるなど、最大の資金供給主体となっている。また、米国のベンチャーキャピタルは潤沢なりスクキャピタルを供与するのみでなく、投資先企業のビジネス全般につきアナリストを擁して専門的な分析を行い、新技術の市場性を的確に評価するノウハウを持っていることが多いほか、様々な経営資源をも供与できる仕組み(企業が銀行借入を行う場合の保証を行う、共用オフィスを提供する、人的資源を供給する、等)を整えている場合も少なくない。

これらベンチャーキャピタルの投資回収手段としては、前述のとおり、投資先のIPO達成、M&A、他の株主への売却、投資先企業による買い戻し(buy-back: 自社株買い)が挙げられるが、中でもIPOの平均投資収益率が、他の投資回収手段を大きく上回る傾向があるとの研究結果もある。すなわち、Berlin[1998]では、投資収益率はIPOで+60%、M&Aで+15%、償却・倒産で80%というサーベイ結果が紹介されており、ベンチャーキャピタルは複数の企業に投資してリスク分散を図り、倒産企業の多額の損失分をIPO成功企業の高収益でカバーしている姿が窺われる。実際に、ベンチャーキャピタルの投資先企業がIPOを果たした件数は買収件数を上回って増加しており(図表9)、こうした結果、米国株価の上昇もあって、ベンチャーキャピタルは95年時点で年率約50%もの高収益率を達成した姿となっている(図表10)。

さらに、上記のとおりベンチャーキャピタルは中長期的な投資スパンでの高収益獲得を目指していることから、一時的な株価調整局面にあっても企業に対する中長期的な成長期待が崩れない限り、ベンチャー企業への投資を続けるとみられる。例えば、前述の98年3Qの株価調整時において、ベンチャーキャピタルの企業向け投資は件数・金額ともに高水準を維持しており(図表11)、リスクキャピタルが供給され続けていた様子が見て取れる。

このほか米国では、年金等の機関投資家が、アセットアロケーションの理論構築を進めた上で、運用規制も存在しないことから、巨大なポートフォリオのうち一定割合をリスクキャピタルとして市場に供給している。特に、未公開株

⁹ 詳細は、日本銀行[1995]、竹内・武田[1998]を参照。

式の段階では、前述のとおりベンチャーキャピタルを経由して投資し、公開後は一般市場で投資する、といった形で寄与している。

このように、米国で多額の資金がリスクキャピタルとして潤沢に供給され続ける背景には、相対的にキャピタル・ゲイン税率が低いことのほか、ベンチャーキャピタル投資に関する制度整備が進んでいること等が寄与している。これら制度面にも支えられたエンジェル、ベンチャーキャピタル、機関投資家の行動が、米国 IPO 市場の厚みの源泉になっているといえよう。

(4) 証券会社の層の厚さ

IPO の際の引受・販売証券会社の層が厚く、専門性を有する証券会社が多数存在することも米国の特徴の一つである。すなわち米国では、大手の証券会社が国際的・全国的に活動を展開する大企業に幅広いサービスを提供する一方で、中・小規模証券会社は、顧客企業を特定業種や地域に絞り込むことにより、専門性の高いサービスを提供し、特に無名であっても成長性のあるベンチャー企業の IPO の取り扱い実績を挙げてきている¹⁰。実際に、NASDAQ 市場での公開引受件数の上位には中堅証券会社が入っている¹¹ (図表 12)。

また、米国では IPO を扱う証券会社は、IPO 引受機能のみではなく、流通市場でのマーケットメイク機能も担う場合が多い。特に、NASDAQ 市場でのマーケットメイクを専門に行う中堅・中小証券会社も存在する。こうした証券会社によるマーケットメイク機能が高いことが、IPO 時やその後の流通市場における「株価形成」を支える大きな要因となっている。

4 . 米国 IPO 市場の機能を支える仕組みと厳しい選別

以上では、米国 IPO 市場が活発に機能していることをみてきたが、以下に

¹⁰ 例えば、件数ベースでの引受実績で第 6 位の Hambrecht & Quist 社は、金額ベースでの上位には入っておらず、小規模ディールを中心としていることがわかる (前掲図表 12)。また、同社は顧客をテクノロジー (96 年中の同社引受額に占めるシェア 56%)、ヘルスケア (同 28%) 等の高成長業種に特化しているが、投資収益は、98 年度 (9 月末) で年率 +7.79% と、他の大手証券会社の同 40% ~ +7% を上回る利益率を確保している。

¹¹ これは、我が国の店頭登録市場での引受件数において、主幹事証券会社上位 3 社により、全体の約 8 割が占められていることと対照的である (図表 13)。

挙げるディスクロージャーの徹底や投資家による厳しい企業選別により、市場の「質」が確保されているが故に、こうした活発な取引が継続しているということができる。

(1) ディスクロージャーの徹底

米国におけるディスクロージャー制度の特徴としては、以下の二点が挙げられる。

第一には、引受証券会社と監督当局による公開企業に対するスクリーニングが、企業のディスクロージャーを促している点である(図表 14)。まず、引受証券会社が行うスクリーニングについては、デュー・ディリジェンス調査(法律上要請される調査)が、大きな役割を果たしている。これは、公開後、引受企業のディスクロージャーに問題があったことが発覚したとしても、引受証券会社がデュー・ディリジェンス調査を徹底していた場合、その審査責任が免除されることから、引受証券会社に同調査を徹底するインセンティブが働くためである¹²。また、公開企業には、そもそも第一義的な責任が課せられていることから¹³、適切なディスクロージャーを行うインセンティブとなる。次に、監督当局が行うスクリーニングについては、SEC の審査がある。これは、ディスクロージャーが適正になされているかという観点に基づくものであり、公開予定企業の価値に関する評価は主に投資家に委ねられているという点で、適正なディスクロージャーとともに投資家の自己責任を促進するものといえる。

第二に、ディスクロージャーの内容が充実している点がある。まず、発行時に、企業は SEC に対し、届出書を提出する義務があるが、その第一部の目論見書については、GAAP (Generally Accepted Accounting Principles、米国会計基準) に基づく財務諸表のみならず、経営方針や経営成績に関する分析が示されているほか、リスク要因に関し、相当詳細な記載が要求される¹⁴。また、企業は、IPO

¹² また、引受証券会社には、そもそも引き受けた公開企業が提訴されることで、自身の引受能力を市場からチェックされることから、デュー・ディリジェンス調査を徹底するインセンティブが働くといえる。

¹³ NASDAQ 市場における登録廃止理由の内訳をみると、強制的な取消しの中では、「定例報告義務の怠慢」も高い比率を占めている(後掲図表 20)。

¹⁴ 例えば小池 [1999] は、米国のリスク情報開示の特徴として、文章による記述が多いこと、環境等の変化に伴う企業への悪影響について、予測できる範囲で記載されている

後も、年次報告、四半期報告、臨時報告等の継続開示を要求されることから、このようなディスクロージャーの徹底は維持される¹⁵。

(2) 企業の財務内容と市場での厳しい選別

次に、公開企業が公開メリットを享受しつつ、公開企業としての責務を達成しているのか否か、市場では、投資家によるチェックを通じて、厳しい選別が行われる。例えば、94年以降についてみると、IPOを実施してから間もない銘柄の平均的な株価上昇率は、成長段階の企業を対象とするという属性もあって、NASDAQ指数等を上回るパフォーマンスを示している。しかし、IPO後の個別銘柄でみていくと、公開当初から厳しい選別が行われていることが、株価動向から確認される。

まず、公開時から一年間の株価を株式時価総額で加重平均した株価指数（IPOインデックス）と市場平均株価指数（NASDAQ指数）を比較すると、データがavailableな94年以降、一貫して前者が後者を上回るパフォーマンスを示している（図表15）。また、株価上昇局面では、前者の上昇テンポが後者を大きく上回る一方、株価下落局面では、前者が後者以上に下落テンポを強めている点が特徴的である。すなわち、市場は、公開直後の企業に対し、市場平均以上に高い成長期待を抱き、中でもこうした期待は株価上昇局面では一段と強化する傾向がみられる。

一方、個別銘柄毎にみると、公開当初から厳しい選別がみられる。例えば、92年1月にIPOを行った28社をサンプルとして、公開日から3年後までの株価の変化率をプロットしてみると、公開日終値でみても、必ずしも

こと、等を挙げている。一方、日本のリスク情報開示については、開示される量が少ないこと、規則の例示以外の項目についての記載が少ないこと、表などでの記述が多く文章による記述が少ないこと、将来情報の記載が欠如していること、等の特徴点を挙げ、その問題点を指摘している。このように、日本と比較し米国においてディスクロージャーの内容が充実している背景としては、企業や関係者に対する訴訟の多さが指摘できる。実際に、95年には、証券賠償訴訟の乱訴抑制を目的とした証券訴訟改革法が、大統領の拒否権を覆し上院で可決されている。

¹⁵ この点、日本の店頭登録基準（第一号基準）では、四半期報告は義務付けられていないため、ほとんどの企業が年次報告のみを行い、四半期報告を自主的に行っている先はかなり限定的である。実際、98年末時点では、店頭登録企業約850社のうち、四半期報告を自主的に行った企業は15社のみとなっている（日本証券業協会）。

全ての公開企業が公開価格を上回るパフォーマンスを達成しているわけではない（図表 16）。また、その後もパフォーマンスの乖離幅は拡大しているほか（図表 17）、公開から 1～3 年後に市場から退出を余儀なくされた企業も 4 社みられた（これは、4/28=約 14%の先に相当）。

さらに、株価パフォーマンスと資本効率・収益率（ここでは ROE、EPS）との中長期的な関係について特定のサンプルを用いて確認すると、EPS、ROE が上昇、ないしは高水準で安定している企業については、一貫して良好な株価パフォーマンスを維持している一方で、EPS、ROE が下落、ないしは低水準で推移している企業については、概ね株価は低迷しており、公開後の株主資本効率・収益率の動向が企業価値評価と密接に関係している様子が窺われる（図表 18）。

これらの結果を踏まえると、企業は公開によって多くのメリットを享受する反面、IPO 自体が成功したとしても、その後は市場からの厳しいチェックに晒され、一般投資家から相応のリターンを要求され続けることから、絶え間ない収益改善・資本効率上昇努力を強いられる。そして、市場の期待する成長率が実現されない場合には、株価の大幅な下落を招き、市場退出を余儀なくされる可能性が存在するといえよう。実際に、NASDAQ 市場では、新規公開企業が多数存在する一方で、登録廃止企業数も近年高まりをみせており、活発な新陳代謝が行われている（図表 19）。また、強制的に登録廃止となった理由をみても、「株主資本未達」、「価格低下」が高い比率を占めている（図表 20）。

5 . おわりに

以上みてきたように、米国では、リスクキャピタルの継続的流入、引受証券会社の層の厚さ、等を背景に、流動性の高い厚みのある IPO・流通市場が形成されてきた。また、徹底したディスクロージャー体制や、市場での厳しい企業選別により、同市場の「質」が保たれてきたことも極めて重要な点として指摘できよう。こうした米国における資本市場の機能は、「適切な資本配分」を促すことで、マクロ的に「資本効率性の上昇」を実現する方向に寄与してきた可能性も考えられよう。

一方、我が国においても、95 年頃より店頭市場改革が推し進められ、登録基

準・店頭市場制度の面では米国との相違は縮まりつつある¹⁶(図表 21、22)。これまで、我が国では、「店頭市場は取引所の補完的市場」と位置付けられていたが、98年12月の証券取引法の改正により、「取引所と同等の有価証券市場」との位置付けへ変更されたほか¹⁷、店頭市場に登録されていても公開企業としての役割を果たしているかどうか不明確である企業を選別・淘汰する仕組みも前進しつつある¹⁸。しかしながら、米国の例を踏まえると、日本の資本市場が、潤沢なリスクキャピタルを集めつつ、厳格な企業選別が行われ、その結果として「新規企業の円滑な育成」や、「適切な資本配分」、「資本効率性の上昇」といった観点で十分に活用されるためには¹⁹、企業・投資家・証券会社・監督当局、といった関係者が、更なる改善・発展をする余地が多く残されていると考えられる²⁰。特に、(i)リスクキャピタルに関する制度整備を進めるとともに、ディスクロージャーの徹底により投資家の市場に対する信認を確保することで、リスクキャピタルの供給拡大を図ること、(ii)機関投資家のリスク分散・ポートフォ

¹⁶ 近年の我が国における主な店頭市場改革としては、95年の店頭特則市場の創設、公開価格決定方式としてブックビルディング方式の導入(本則銘柄では97年9月)が挙げられる。では、利益の額に基準を設けないことによって、赤字でも将来性のある企業に公開の道を開いたほか、では、企業の実態に沿った公開価格の設定が可能となった。その後、98年12月には、マーケット・メイカー制度の「試験的」導入、登録基準の見直し(本則銘柄と特則銘柄の区分をなくした上で、一般企業向けとベンチャー企業向けの2つに区分)、登録取消し基準の引き上げ、が実施された。

¹⁷ また、同変更を受け、各市場が競争を意識した改革を行っており、これらを通じた証券市場全体の活性化が期待される。例えば、大証では、IPO時の店頭登録市場との競争を意識して、二部市場よりも上場基準の緩い、「成長企業向けの新市場」を98年12月に創設した。

¹⁸ 前述の店頭市場改革(98年12月)では、登録取消し基準の引き上げや店頭管理銘柄制度の見直し(登録廃止となった銘柄が管理銘柄として登録された後、6ヶ月を経ると自動的に管理登録が取消される)が施行された。

¹⁹ 日本証券業協会が、98年9月末～10月上旬に実施した調査によれば、店頭登録会社(851社)のうち、現在の店頭市場に対する満足度について、不満とする回答が57.9%を占め、その主な理由としては、市場全体の流動性の低さ(34.8%)、上場よりも世間のイメージが低い(20.8%)とする回答が多かった。

²⁰ 日本証券業協会では、昨年11月に報告書「株式店頭市場の改革に向けて」を公表。その後も、ワーキンググループの活動を続け、登録審査内容の見直し(公認会計士審査と証券会社審査の重複排除と責任範囲の明確化、を含む)などを盛り込んだ、同報告書第二弾の取りまとめを検討中である模様。

リオ投資技術の高度化や投資先ベンチャー企業の専門的評価能力の向上を図ること、(iii)機関投資家、一般投資家の投資対象となり得る、質・流動性の高い銘柄グループを設けること²¹、そして(iv)公開を果たす企業が、「公開企業」としての意識を高め、かつ「公開企業」としての責務を果たしていくこと、等が重要と考えられよう。

以 上

²¹ なお、特に流動性が高い銘柄グループを設けることについては、現在日本証券業協会ワーキンググループにおいて検討がなされている（99年4月導入予定）。

[参考文献]

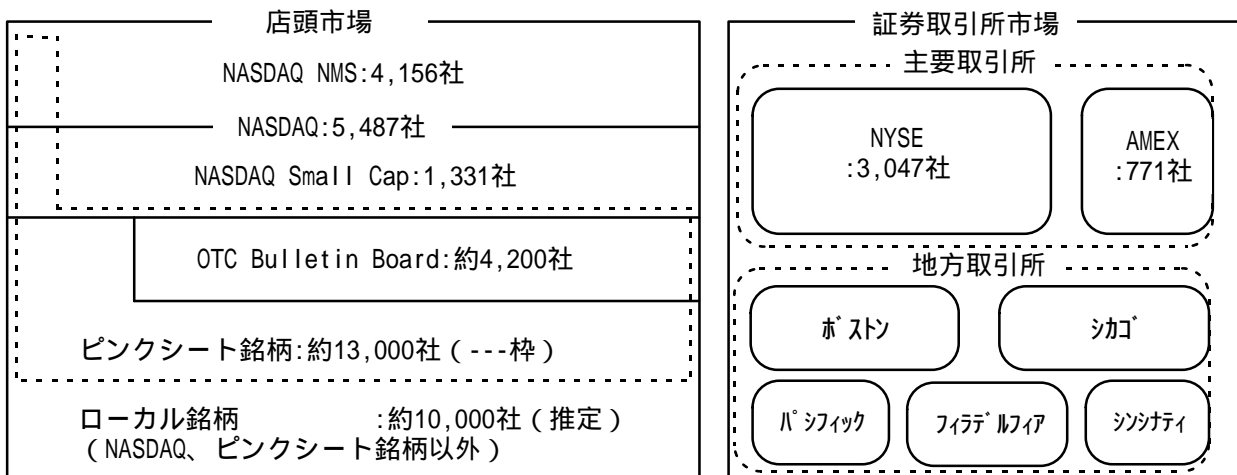
- アーンスト アンド ヤング LLP 編、『日本企業のための NASDAQ 公開マニュアル』、日本経済新聞社、1996 年
- 青山監査法人、プライスウォ - タ - ハウス編、『株式公開テキストブック 改訂版』、日経 B P 社、1998 年
- 有泉池秋、山岸徹久、「米国におけるストック・オプションについて」、『日本銀行調査月報』、1998 年 12 月号
- 小野正人、『ベンチャ - 起業と投資の実際知識』、東洋経済新報社、1997 年
- 家守総合法律事務所編、『米国株式店頭市場[NASDAQ]上場ガイド』、中央経済社、1995 年
- 忽那憲治、「中小企業金融とベンチャー・ファイナンス」、東洋経済新報社、1997 年
- 小池一弘、「米国におけるリスク情報開示の実態」『JICPA ジャ - ナル』、日本公認会計士協会、1998 年 1 月
- 「アメリカにおけるリスク情報の開示 - 日本もここまで開示できるか - 」、税務経理協会、1999 年 2 月
- 五内川拓史、近藤哲矢、大谷貞教、「株式公開制度の改革に向けた提言」『財界観測』、野村総合研究所、1995 年 6 月
- 近藤光男、吉原和志、黒沼悦郎、『証券取引法入門』、商事法務研究会、1995 年
- 須田徹、「アメリカの税法（改訂 6 版）」、中央経済社、1998 年
- 竹内淳一郎、武田洋子、「米国のサプライサイド政策と労働市場の変貌について」、『日本銀行調査月報』、1998 年 10 月号
- 日本銀行、「米国ベンチャー企業の資金調達について」、『日本銀行月報』、1995 年 8 月号
- 日本証券経済研究所、「図説アメリカの証券市場」、1998 年
- Mitchell Berlin, " That Thing Venture Capitalists Do, " *Business Review* ,Federal Reserve Bank of Philadelphia, January/February 1998
- NASDAQ, "Going Public," <http://www.nasdaq-amex.com/> ,1998
- Richard A.Brealey and Stewart C.Myers,*Principles of Corporate Finance*, The McGraw-Hill Companies, 1996

(図表 1) IPOにかかるコストの概算

Estimated Cost of Going Public		
Offering Value:	\$25 million	\$50 million
Total Shares outstanding:	5,880,000 shares	5,880,000 shares
Item	Estimated Fee	Estimated Fee
Underwriting Discounts & Commissions	\$1,750,000 ¹	\$3,500,000 ¹
Item 13 from Registration Statement		
SEC Fees	9,914 ²	19,828 ²
NASD Fees	3,375 ³	6,250 ³
Printing and Engraving	100,000 ¹	100,000 ¹
Accounting Fees & Expenses	160,000 ¹	160,000 ¹
Legal Fees & Expenses	200,000 ¹	200,000 ¹
Blue-Sky Fees	15,000 ¹	15,000 ¹
Miscellaneous	34,200 ¹	34,200 ¹
NASDAQ listing Fees	63,725 ⁴	63,725 ⁴
Transfer Agent & Registrar Fees	5,000 ¹	5,000 ¹
Total	\$2,341,214	\$4,104,003
<p>¹ Mean value; issuers should be aware that all aspects of the relationship, including underwriting, can be negotiated.</p> <p>² 1/29 of 1 percent of the offering value, inclusive of over-allotment shares.</p> <p>³ \$500 + .01 percent of the offering value, inclusive of over-allotment shares, not to exceed \$30,500.</p> <p>⁴ Includes a \$5,000 one-time company initial fee and a fee based on 5,880,000 total shares outstanding.</p>		

(資料) NASDAQ [1998]

(図表 2) 米国株式市場の構成・厚み



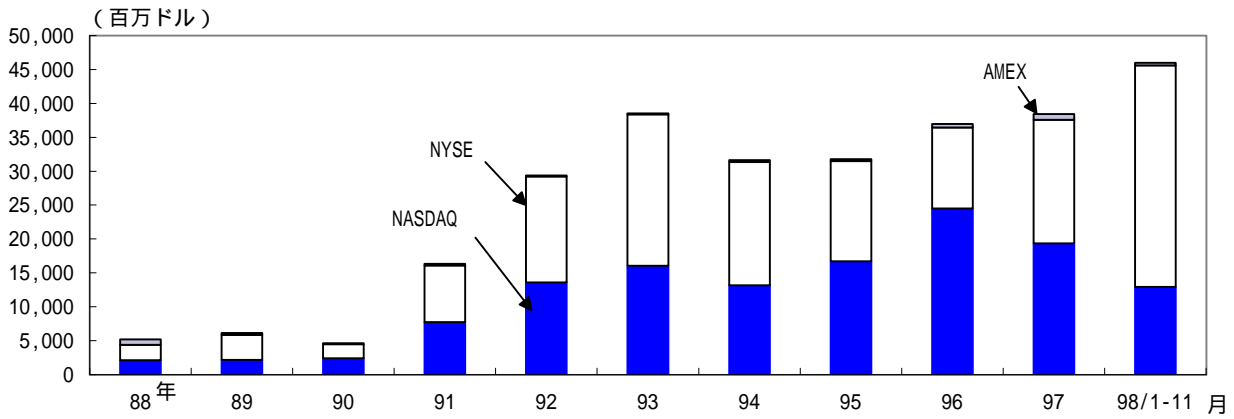
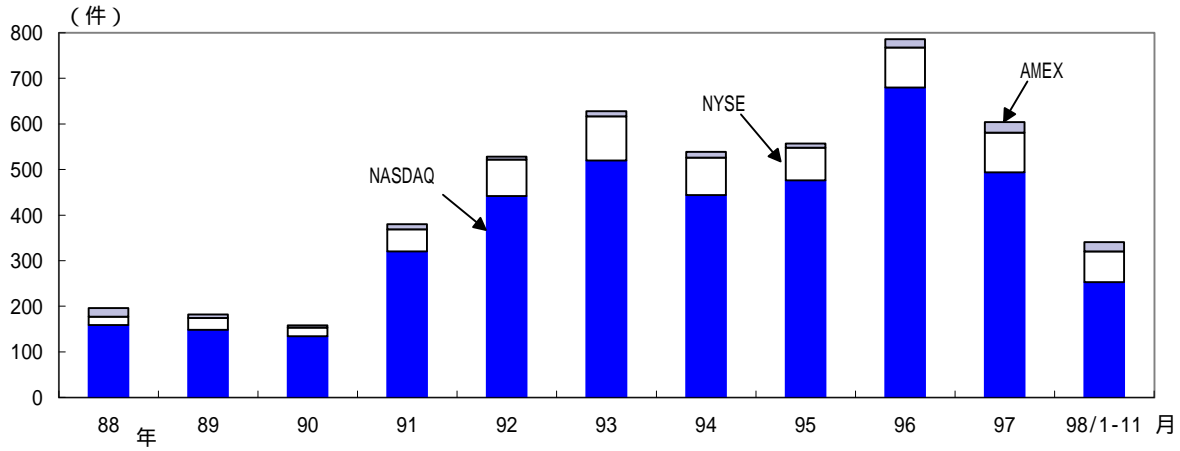
(注1) 上記会社数のうち、OTC Bulletin Board、ピンクシート銘柄、ローカル銘柄については93年末の概算値、その他については97年の値。

(注2) 上記の他、上場銘柄を取引所の非会員証券会社が店頭で売買する第三市場、機関投資家同士が上場・店頭銘柄を私設市場で売買する第四市場がある。

なお、もともとピンクシート銘柄の中から基準を設けてNASDAQをつくったという経緯があり、今でもピンクシートに含まれるNASDAQ銘柄がある。

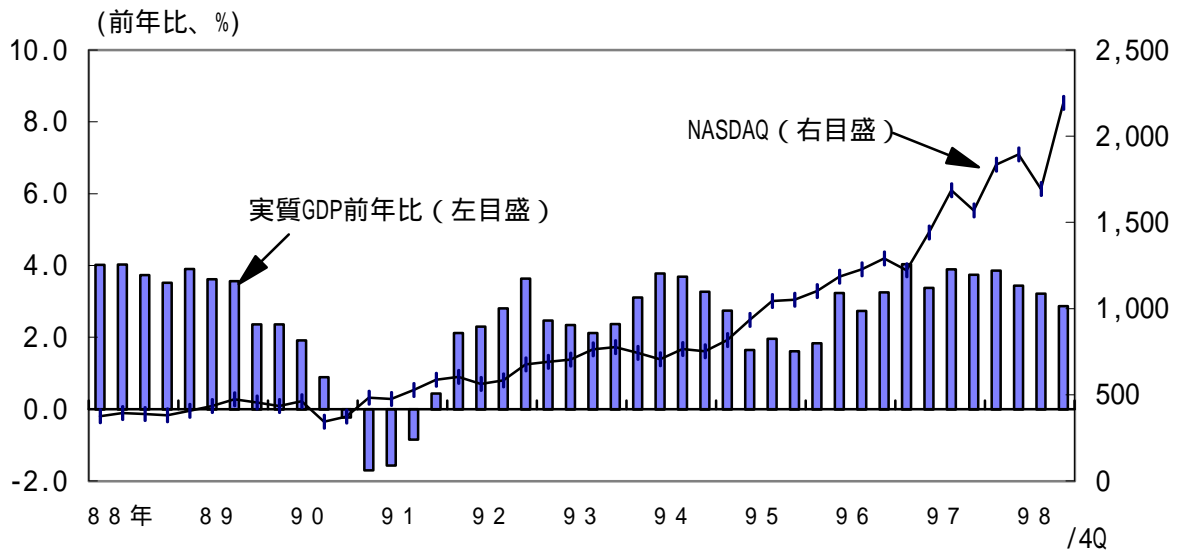
(資料) 日興リサーチセンター、NASDAQ

(図表3) 市場別IPO件数・金額



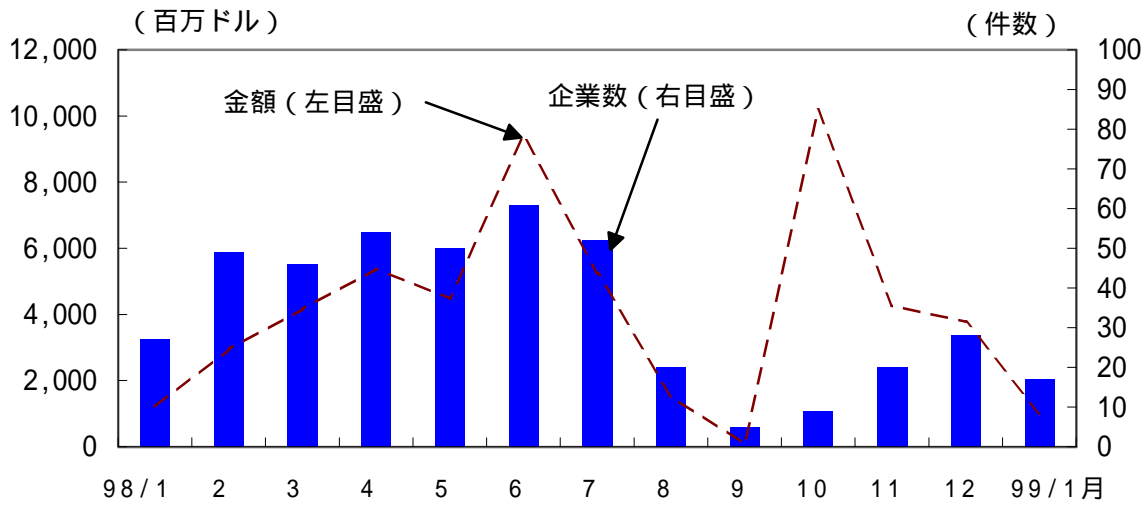
(資料) 93年以前はIDD Information Services、94年から96年はSecurities Data Company、
97年はNASDAQ Issuer Services、98年はCommScan EquiDesk。

(図表 4) 実質GDP成長率と株価指数

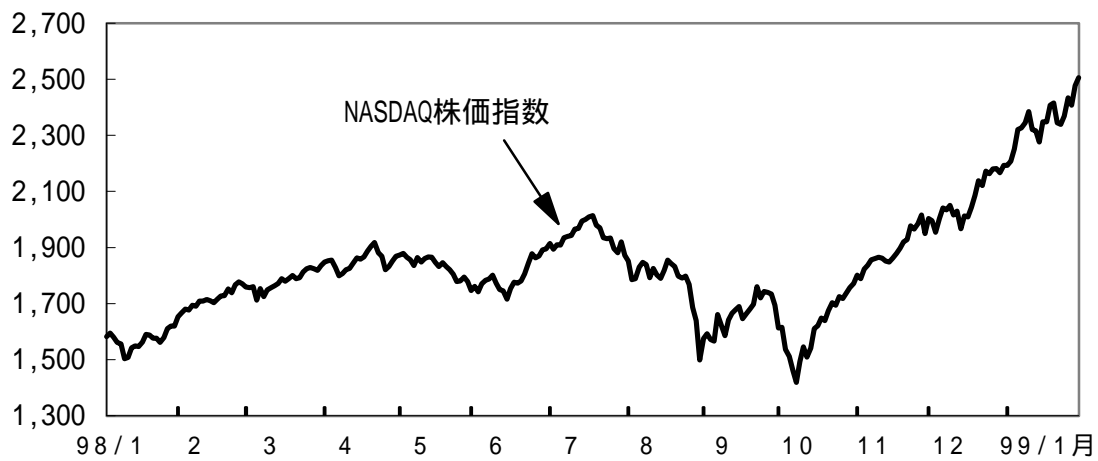


(資料) U.S.Department of Commerce, "National Income and Product Accounts." Datastream

(図表 5) 98年のIPO件数・金額とNASDAQ株価指数



(資料) Bloomberg



(資料) Datastream

(図表6) 米国ベンチャー企業の成長段階別資金調達

(件数、%)

	開業時の資金調達		追加資金の調達			
	1次調達		2次調達		3次調達	
	企業数	構成費	企業数	構成費	企業数	構成費
自己資金	114	74.0	5	7.0	4	12.9
親族・友人	8	5.2	4	5.6	0	0.0
エンジェル	11	7.1	24	33.8	9	29.0
ベンチャー・キャピタル	8	5.2	9	12.7	2	6.5
事業会社	9	5.8	11	15.5	3	9.7
銀行	0	0.0	7	9.9	8	25.8
株式公開	4	2.6	11	15.5	5	16.1
合計	154	100.0	71	100.0	31	100.0

(資料) Roberts E.B., "Entrepreneurs in High Technology," 1991.

(図表 7) IPOを実施した企業の資金用途に関するコメント

企業名	主要な資金用途
Horizon(R) Organic Holding Corp.	債務返済、設備投資、買収。
Adams Golf, Inc.	運転資金充当、資本支出、製品開発。
Broadcast.com Inc.	運転資金充当、資本支出、買収。
Golden State Vintners Inc.	長期債務返済、優先株償還、資本支出。
IDG Books Worldwide Inc.	手形債務の返済、運転資金充当、資本支出。
Enterprise Products Partners LP	債務返済、新規事業への投資。
Giga Information Group Inc.	債務返済、運転資金充当、資本支出。
RailWorks Corp.	債務返済、買収費用充当。

(注) 98年5月にIPOを実施した企業を対象とする。

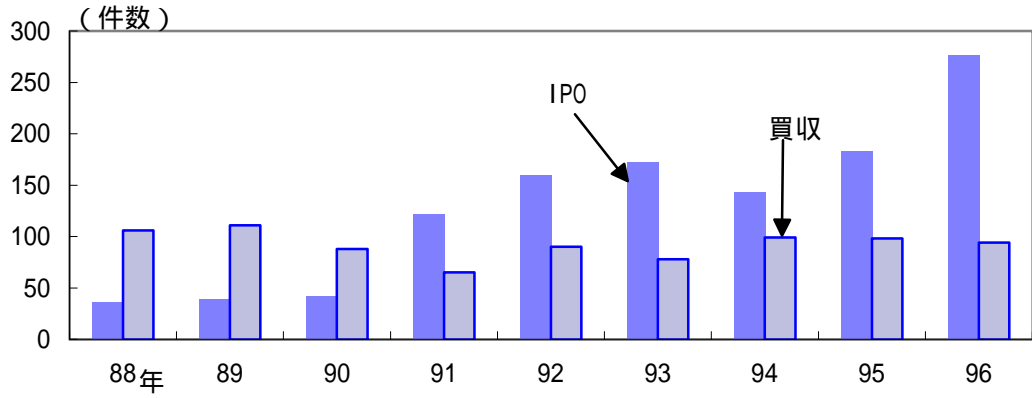
(資料) Bloomberg

(図表8) ベンチャーキャピタル (VC) に関する制度的枠組の整備および中小企業振興策

78年歳入法 (1978 Revenue Act) 改正	・ キャピタル・ゲインに係る税率引き下げ (49.5% → 28%)。
79年従業員退職所得法 (ERISA) 一部改正	・ プルーデントマン・ルール (Prudent Man Rule) を緩和。これにより、年金基金の運用対象として、VCを含めたハイリスク投資を容認。
78-79年 SEC株式公開基準の緩和	・ 株式公開手続き、報告事務等の簡素化。
80年中小企業投資促進法 (Small Business Investment Incentive Act)	・ VCを企業育成会社と定義。これにより、SECの規制対象となる投資顧問業者と明確に区別。
80年ERISA一部改正	・ セーフ・ハーバー (Safe Harbor) 規制の緩和。VCの運用者が年金基金の運用受託者でないことを明示し、運用受託者に課せられる各種規制から解放。
81年経済再建租税法 (Economic Recovery Tax Act)	・ キャピタル・ゲインに係る税率引き下げ (28% → 20%)。
81年中小企業革新促進法 (Small Business Innovation Development Act)	・ 高度の技術を有する中小企業への開発補助金制度の創設。

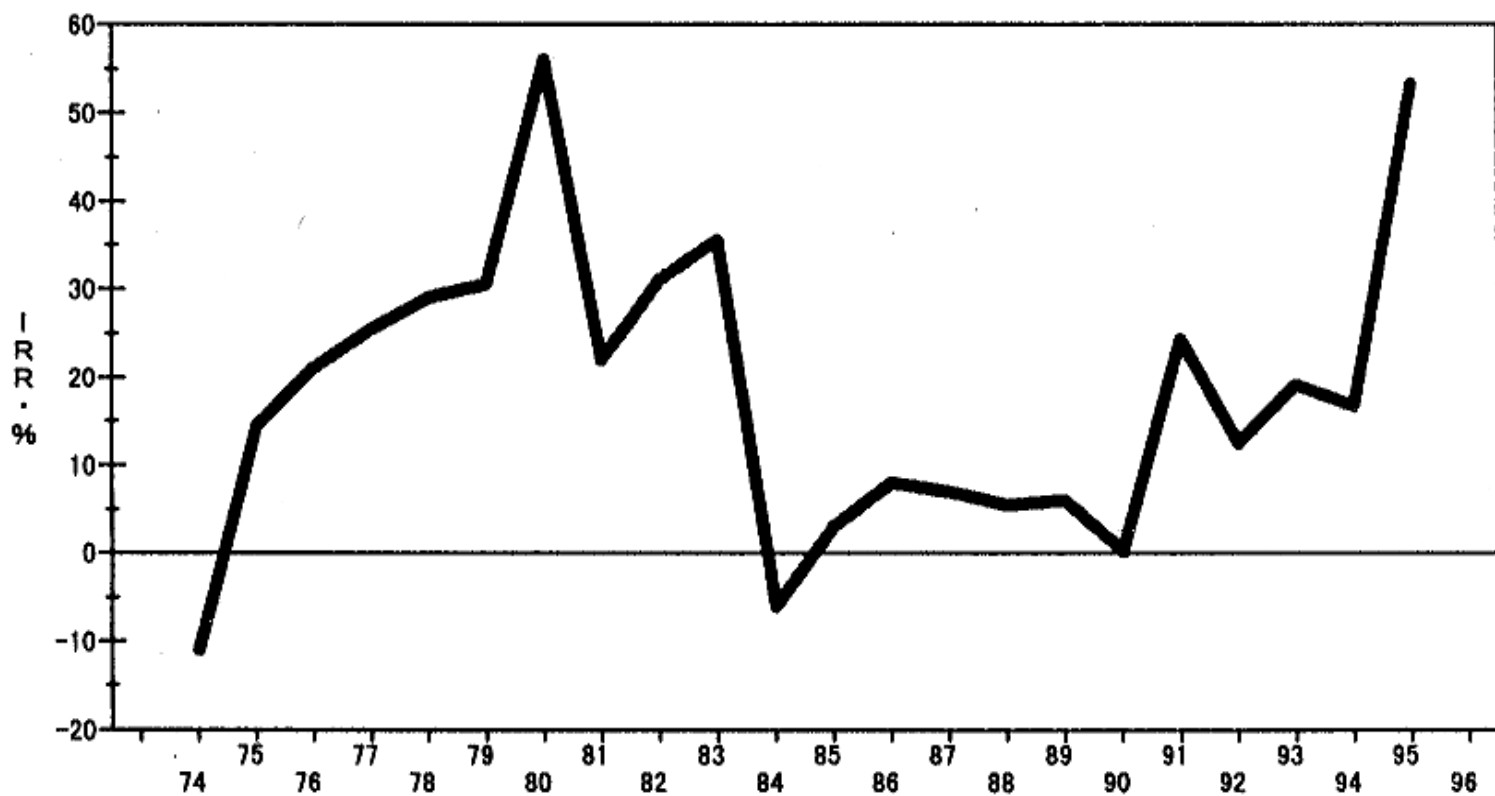
(資料) 竹内・武田 [1998]

(図表9) 米国VCの投資先企業のIPO・買収件数



(資料) 小野 [1997]

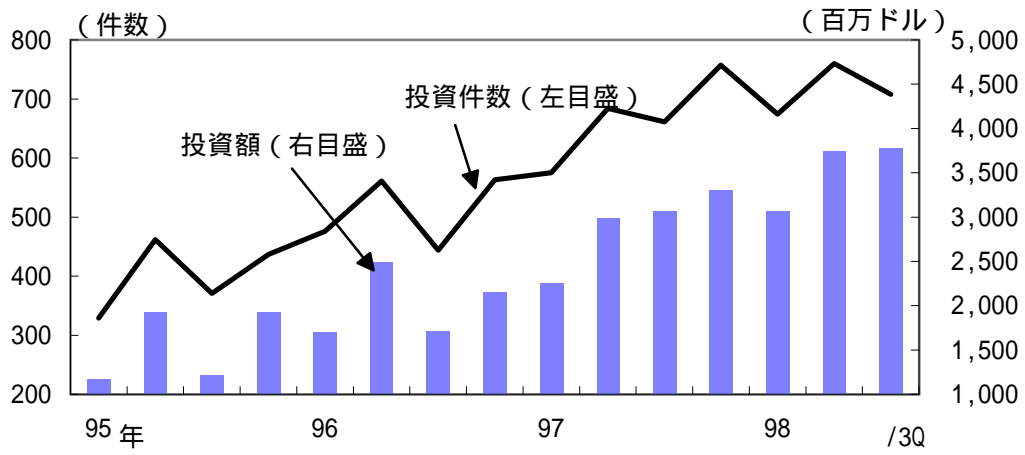
(図表10) ベンチャーキャピタルの収益率



(注) 数値はIRR (内部収益率) ベース。91年以降はVenture Economics社が調査した69～95年に組成された539本のファンドにおけるNet Pooled IRRを使用した。90年以前は、ハーバード大学ラーナー助教授がVenture Economics社のデータを加工した数値を使用した。

(資料) 小野 [1997]

(図表11) ベンチャーキャピタルのベンチャー企業投資



(資料) PriceWaterHouseCoopers

(図表12) NASDAQ新規株式公開における証券会社別引受状況 (97年)

(数、 %)			
	証券会社	発行件数	シェア
1	NationsBanc Montgomery Securities	32	6.5
2	Goldman, Sachs & Co.	20	4.0
3	B.T.Alex.Brown	19	3.8
4	Salomon Smith Barney	18	3.6
5	Morgan Stanley Dean Witter	18	3.6
6	Hambrecht & Quist	16	3.2
7	Lehman Brothers	16	3.2
8	BancAmerica Robertson Stephens	15	3.0
9	Donaldson, Lufkin & Jenrette	13	2.6
	上位9社	167	33.8
	総発行	494	100.0

(百万ドル、 %)			
	証券会社	発行金額	シェア
1	Goldman, Sachs & Co.	2,080	10.7
2	Morgan Stanley Dean Witter	1,594	8.2
3	Salomon Smith Barney	1,527	7.9
4	NationsBanc Montgomery Securities	1,318	6.8
5	Friedman, Billings, Ramsey & Co.	1,169	6.0
6	B.T.Alex.Brown	940	4.9
7	Merrill Lynch & Co.	925	4.8
8	Lehman Brothers	854	4.4
9	Donaldson, Lufkin & Jenrette	795	4.1
	上位9社	11,201	57.8
	総発行	19,367	100.0

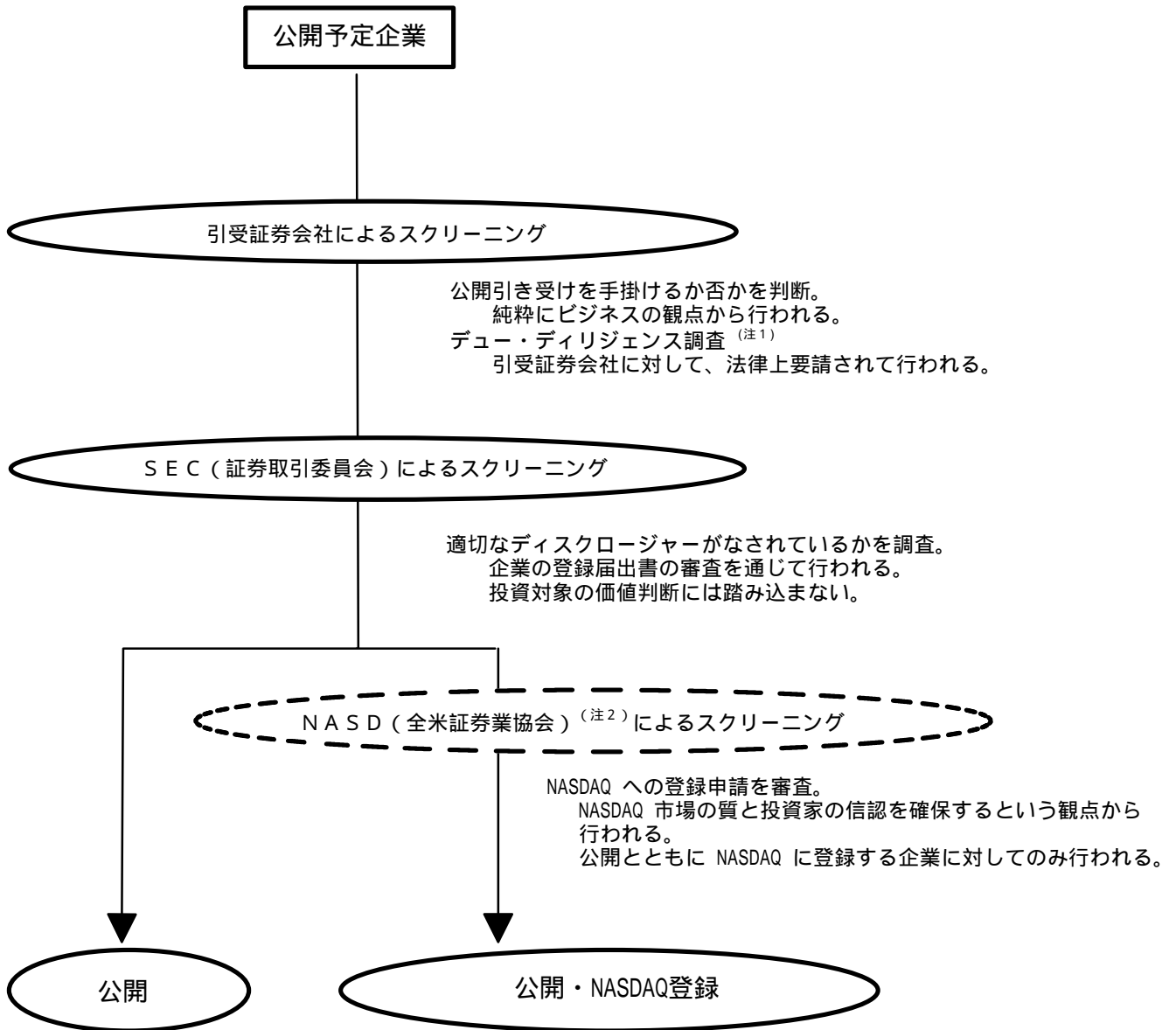
(資料) NASDAQ [1998]

(図表13) 日本の店頭登録における証券会社別引受状況 (98年)

(数、 %)			
	証券会社	発行件数	シェア
1	日興証券	20	32.3
2	野村証券	19	30.6
3	大和証券	11	17.7
4	国際証券	4	6.5
5	新日本証券	2	3.2
6	勸角証券	1	1.6
	その他	5	8.1
	総発行	62	100.0

(資料) 野村証券

(図表14) 公開予定企業のスクリーニング・プロセス



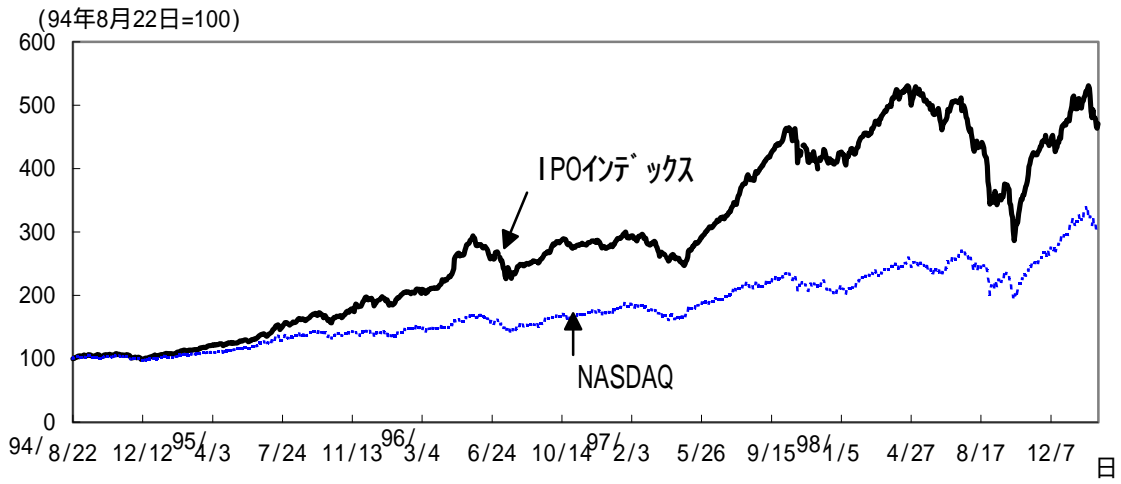
(注 1) 1933年証券法11条a項では、公開企業のディスクロージャーに不備があった場合、公開企業と並んで引受証券会社も原則として損害賠償の責任を負うと規定されているが、同条b項により、引受証券会社は、合理的な調査を行い、かつ、登録届出書の内容について重要事項が記載されていないことや不実記載がないことを信じるだけの合理的な理由がある場合には、責任を免除されている。こうした免責をうけるために行われるのがデュー・ディリジェンス調査といえる。

(注 2) NASD はこの他、会員証券会社に対しても規制・監視を行う。

(注 3) 上記スクリーニングの他、州証券監督局も、"Blue Sky Law" と呼ばれる証券関係法を制定し、州内で販売される有価証券の登録を求め、審査を行う。

(資料) 野村総合研究所

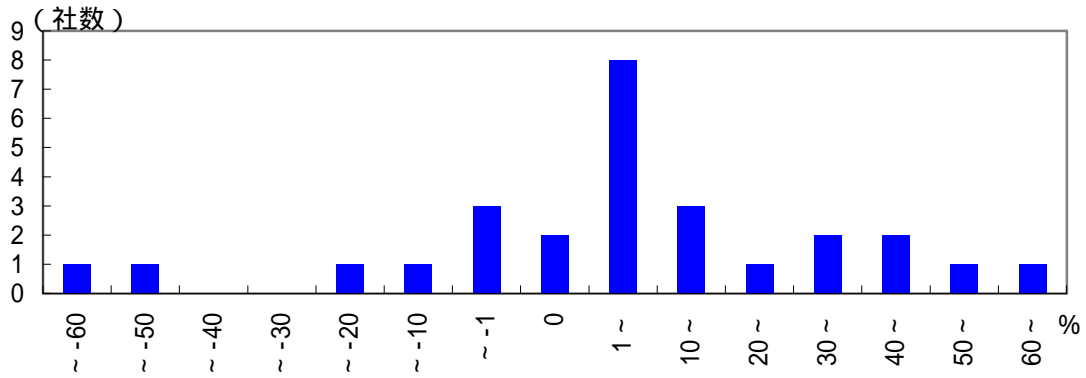
(図表15) IPO株の相対パフォーマンス



(注) IPOインデックスとは、IPO実施企業の公開時から一年間の株価パフォーマンスを株式時価総額で加重平均し、指数化したもの。

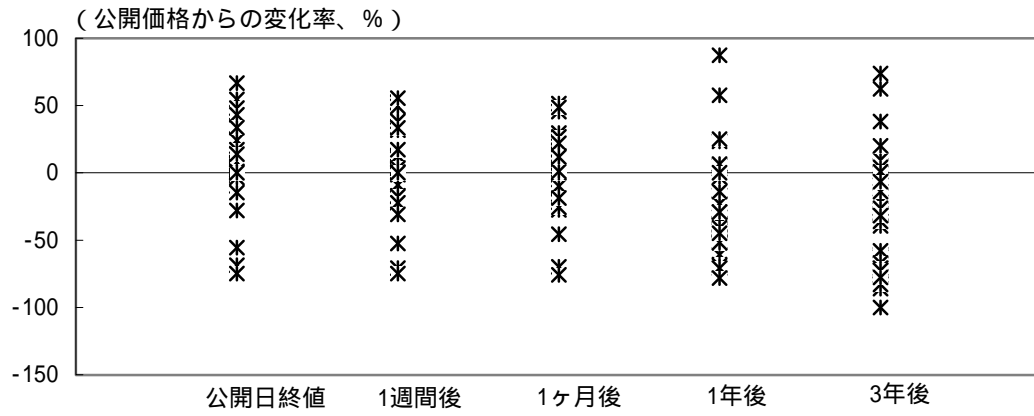
(資料) Bloomberg

(図表16) 初日終値の公開価格からの変化率



(注) サンプルは、92年1月にIPOを実施した企業28社。
(資料) Bloomberg

(図表17) 公開価格からの変化率

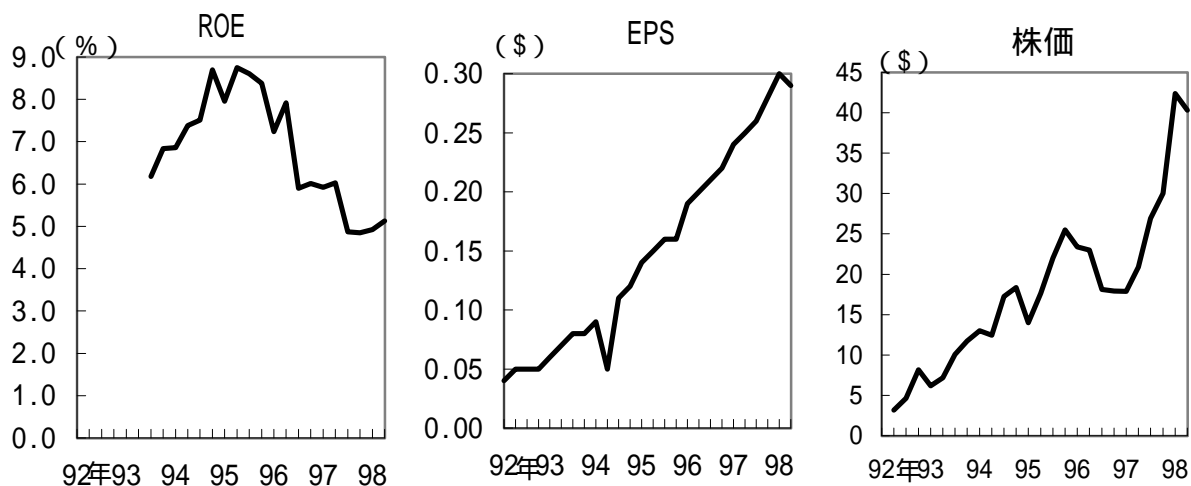


(注) サンプルは、92年1月にIPOを実施した企業28社。うち、5年後には消滅した企業4社を含む。
(資料) Bloomberg

(図表18) IPO後のパフォーマンス

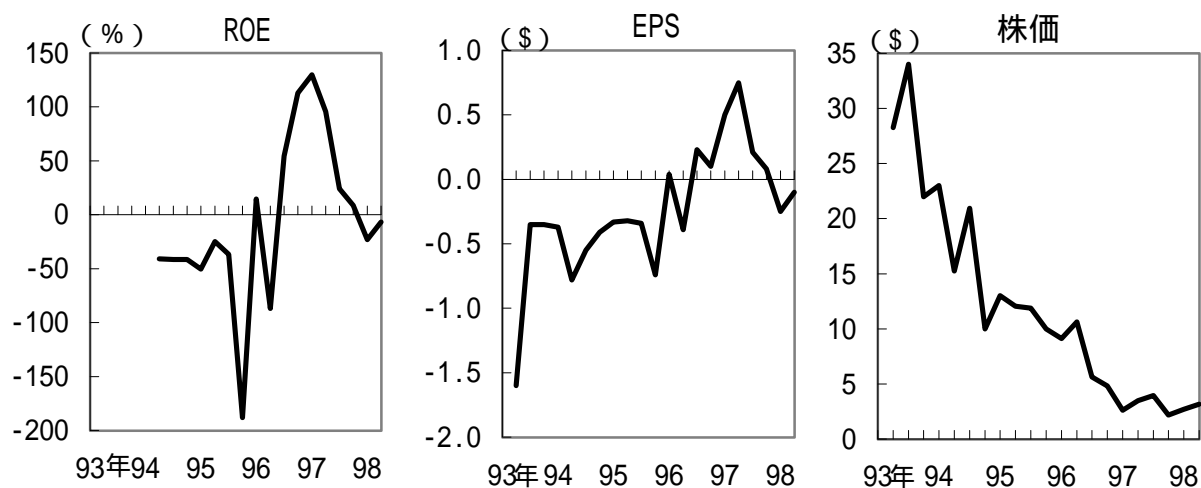
< IPO後パフォーマンスが良好な企業 >

EXPRESS SCRIPTS(92年)



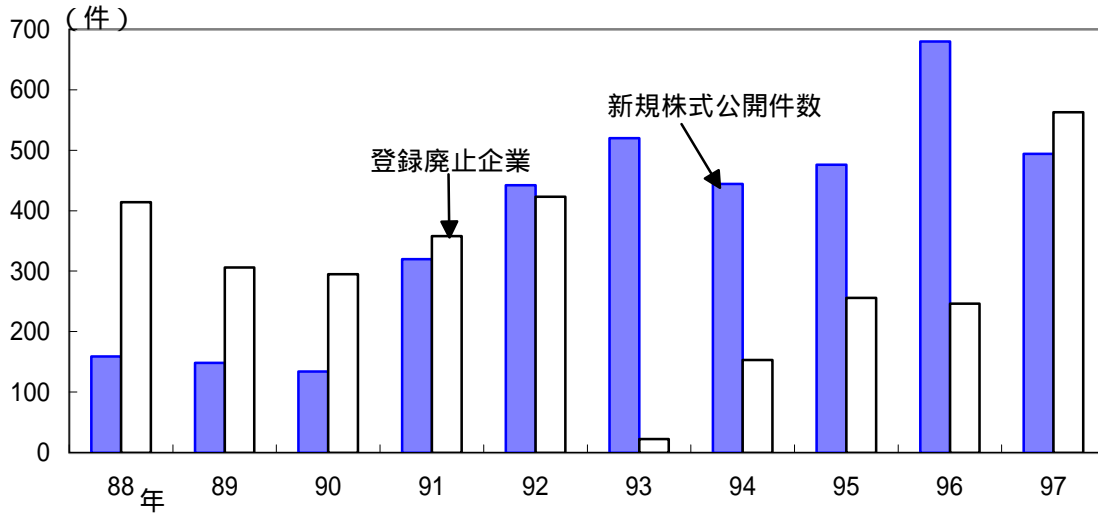
< IPO後パフォーマンスが不振な企業 >

THE 3DO COMPANY(93年)



(注) サンプルは、アレックス・ブラウン証券会社が引受幹事となった企業より抽出。
 なお、()内は公開年、直近は98年2Q。

(図表19) NASDAQにおける退出入件数



(注) 登録廃止企業は、データ制約から、各年の新規株式公開件数から登録企業増加数を差し引き算出しており、正確な登録廃止企業数とは異なる。

(資料) 93年以前はIDD Information Services、94年から96年はSecurities Data Company、97年はNasdaq Issuer Services、98年はCommScan EquiDesk。

(図表20) NASDAQ登録取り消し理由(93年)

(%)

(自主的)	
被買収	32.9
企業自身の希望	7.8
NYSEに移行	10.6
AMEXに移行	4.7
(強制的)	
株主資本未達	17.3
価格低下	8.1
総資本未達	3.3
マーケットメーカー不足	1.9
株主数未達	0.8
定例報告義務の怠慢	9.5
手数料未払い	1.7
その他	1.4
合計	100.0

(資料) 野村総合研究所

(図表 21) NASDAQ 登録基準

	National Market			Small Cap
	(基準 1)	(基準 2)	(基準 3)	
純資産等	純資産:600 万ドル	純資産:1,800 万ドル	株式時価総額 または総資産 及び総収入が 7,500 万ドル	純資産:400 万ドル、 株式時価総 額:5,000 万ドル、税 引き前利益:75 万ド ルのいずれか
税引き前利益	登録直前期、また は登録前 3 期中 2 期において、100 万ドル以上	-	-	
浮動株式 (内部者以外 の投資家によ る保有株式)	株式数:110 万株 時価:800 万ドル	株式数:110 万株 時価:1,800 万ドル	株式数:110 万株 時価:2,000 万ドル	株式数:100 万株 時価:500 万ドル
株主数 (100 株以上保有)	400 人	400 人	400 人	300 人
事業活動年数	-	2 年	-	1 年または株式時価 総額:5,000 万ドル
最低売り 気配値	5 ドル	5 ドル	5 ドル	4 ドル
マーケットメ ーカー	3 社以上	3 社以上	4 社以上	3 社以上
コーポレート ガバナンス基 準	適合	適合	適合	適合

(注) NASDAQ 市場への登録基準は、97 年 8 月に改訂され、基準値が従来より全体的に若干強化されたほか、従来は National Market だけに適用されていたコーポレート・ガバナンス基準が Small Cap にも適用された。一方、National Market では、純資産ではなく株式時価総額や総資産・総収入を基準とする選択肢が増えたほか、Small Cap では純資産、株式時価総額、利益のいずれかを選択できるようになった(従来より、利益未計上の企業も上場可)。

< 参考 > 主なコーポレート・ガバナンス基準

- 年次報告書と中間報告書の配布
- 社外取締役 (少なくとも 2 名)
- 監査委員会の設置 (過半数が社外取締役であること)
- 年次株主総会の開催
- 株主総会の定足数 (少なくとも 3 分の 1 以上)
- あらゆる株主総会で委任状の招請を行うこと
- 利益相反取引チェック (監査委員会または同様の機関により適切に監査)

(図表 22) 日本店頭登録基準

	第 1 号基準	第 2 号基準
純資産等	直前事業年度の純資産:2 億円以上	公開時の時価総額が 5 億円以上
利益	直前事業年度において当期純利益金額が正であること	-
最低公開 株式数	50 万株以上 (登録に際しては株式の公開を行わなければならない。但し、第 1 基準登録では、浮動株式数 ¹ が、登録日において発行済み株式数の 30%以上となる場合はこの限りではない)	同左
発行済み 株式数別 株主数	1,000 万株未満 ² : 300 人以上 1,000 万株以上 2,000 万株未満: 400 人以上 2,000 万株以上: 500 人以上	同左
事業活動 年数	-	株式会社として設立された後の経過年数・主たる事業の営業活動年数が 10 年以下、または事業の企業家に要する費用の売上高に対する比率が 3% 以上であること。
最低売り 気配値	-	-
マーケットメー カ 数	-	-
公認会計 士監査	直前事業年度及び前々事業年度に係る財務諸表等に公認会計士または監査法人が作成した監査報告書が添付され、かつ直前期の監査意見が「適正」であること。	同左

(注)98 年 12 月「店頭における有価証券の売買その他の取引に関する規則」の改正においては、登録銘柄について、本則銘柄と特則銘柄の区分をなくした上で、登録基準として、新たにベンチャー企業等成長段階にある企業向け基準と、その他の一般企業向けの 2 つに区分することとした。

¹ 登録申請会社の役員及び発行済株式数に対する所有株式数の比率が 5% 以上の株主が所有する株式以外の株式総数。

² 1 単位の株式数が 1,000 株以外の場合、1,000 万株に当該 1 単位の株式数の 1,000 分の 1 を乗じて得た株式数に、また、単位株制度の適用を受けない場合には、1,000 万株に 1,000 分の 1 を乗じて得た株式数に読み替える。