



我が国株式市場のマイクロ・キャップ問題と解決への指針

野村資本市場研究所 研究理事

淵田 康之

1. 多数のマイクロ・キャップを多数の市場に上場する日本

図表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^(注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

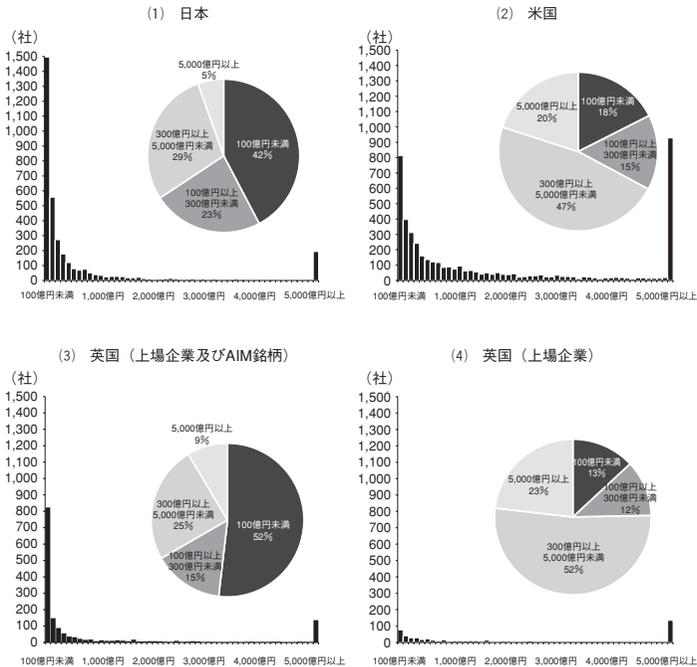
価総額100億円未満の企業の割合は、18%に過ぎない。英国の場合、AIMを含めたベースで見ると日本の取引所取引銘柄の企業規模分布と似ているが、AIM銘柄は、上場企業という位置づけではない^(注2)。そこで、上場企業のみで見ると、英国市場に占める時価総額100億円未満の企業の割合は13%に過ぎない。

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。英国では先述したAIM市場に、マイクロ・キャップが集中している。

〈目次〉

1. 多数のマイクロ・キャップを多数の市場に上場する日本
2. 背景
3. 留意点
4. 政策的インプリケーション

(図表1) 時価総額規模別企業数分布 (2013年末)



(注) 対象銘柄は、普通株。REITやETFなどファンドの性格の銘柄を除く。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野村資本市場研究所作成

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。また東証の新興市場セクションを見ると、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占められる。東証には、この他にTOKYO PRO Marketもある。この他、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。

2. 背景

① 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るか。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4,000万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。

② 魅力ある代替的市場の有無

以上から考えられることは、米国においては、ニューヨーク証券取引所に上場可能な企業であっても、マイクロ・キャップは、ナスダック・キャピタル・マーケット等を選好する傾向があるということである。これは歴史的にナスダックが、ハイテク企業をはじめとする新興企業の市場として評価されていることが一因として考えられる。

さらに米国においては、非上場の市場であるOTCマーケットも存在する（注3）。OTCマーケットでは、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（注4）。従って、非上場のままだと、株式市場へのアクセスがある程度可能であるため、あえて上場を目指さないマイクロ・キャップも少なくないと考えられる。

同様に、英国においても、AIMが文字通り代替的市場としての評価を確立していることから、マイクロ・キャップがあえて取引所上場を選択していないと考えられる。

AIMやOTCマーケットに相当する市場の導入は、わが国でも試みられてきた。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マーケットにおける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。しかし周知のように、現状、どちらの市場も、極めて限定的にしか利用されていない。

その結果、わが国の企業にとって、株式市場にアクセスするためには、取引所上場を目指す以外の選択肢は事実上無い。そして取引所及び市場セクションの間には一定の序列があるため、マイクロ・キャップであっても、可能であれば東証1部上場というステータスを獲得し、これを維持することが重視されていると考えられる。

③ 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（注5）。

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（注6）。すなわち時価総額が7,500万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。

④ わが国における小型IPOの状況

わが国の場合、図表2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、図表3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において、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。

(図表2) 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 (47.4%)	40 (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) 野村資本市場研究所

(図表3) 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) 野村資本市場研究所

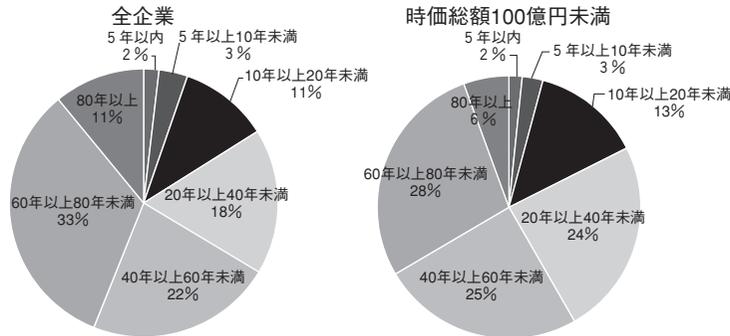
こうしたIPOの傾向も、わが国のマイクロ・キャップ比率の高さにつながっていると考えられる。そして、上場後、着実に企業価値を高める経営力が備わっていなかったと言わざるを得ない企業でもIPOを目指したのは、やはり代替的市場が無いことが一因となっている可能性がある。

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

(図表4) 設立後年数別の企業数内訳



(注) 日本市場。対象は図表1の注参照。

(出所) 各社資料より野村資本市場研究所作成

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。

しかし図表4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。図表3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純資産額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。しかし図表2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マーケッツ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。

第一は、市場セクションのあり方の見直しである。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。

第二は、市場インデックスの工夫である。マザーズやジャスダックにはかなり大型の株も上場されているため、これらを含むインデックスは小型株インデックスとは言えない。

また多くの小型株インデックスは、流動性を重視して構成銘柄を選択しているため、投機的な背景で出来高が急増した銘柄が含まれるケースがある。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小型株インデックスがあれば、マイクロ・キャップ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寄与しよう。

第三は、マイクロ・キャップの質を高める工夫である。例えば上場会社監査事務所登録制度を厳格化し、監査の質を向上させていくことが考えられる。

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。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。

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

(注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。

(注3) OTC Markets Groupという民間企業が運営する店頭銘柄の売買の場。

(注4) Brüggemann, Ulf, Aditya Kaul, Christian Leuz and Ingrid M. Werner, "The Twilight Zone : OTC Regulatory Regimes and Market Quality" ECGI Working Paper Series in Law, No. 224/2013, August 2013.

(注5) Gao, Xiaohui, Jay R. Ritter, Zhongyan Zhu., "Where have all the IPOs Gone?" Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vo. 48, No. 6,

p1663-p1692, December 2013.

(注6) Davidoff, Steven M. and Paul Rose, “The Disappearing Small IPO and the Lifecycle of the Small Firm,” February 24, 2014. Available at SSRN : <http://ssrn.com/abstract=2400488>.

