

地方証券取引所活性化についての検討¹⁾

保 田 隆 明

地方証券取引所は、売買代金が細っており、その存在意義について再考する必要がある段階にきている。特に、札幌証券取引所に関しては、年間の売買金額が数十億円程度でしかなく、また、同アンビシャス市場に新規上場を果たした企業は2008年2月を最後に途絶えている。他方、海外に目を向けると、業種に特化する、あるいは海外の企業を誘致するなどの策で特色ある証券取引所に変身し、活性化に成功する証券取引所も存在する。それらを参考に地方証券取引所の活性化策を検討することが本稿の目的である。特にトロント証券取引所などで導入されているSPAC (Special Purpose Acquisition Company : 特定目的買収会社) の上場について検討する。

1. はじめに

わが国では東京証券取引所（以下、「東証」）の他に大阪、名古屋、札幌、福岡の4つの地方証券取引所が存在する。うち、大阪証券取引所（以下、「大証」）については、2010年にジャスダック証券取引所との経営統合を行い、ベンチャー企業、中小企業向けの市場としての地位を確立しつつある。また、同市場は日経平均先物の取引において高いシェアを有し、他市場との差別化を図ってきた。一方、その他の地方証券取引所については、2000年代前半にそれぞれ新興市場を設立することで活性化を図ったが、現在では東証マザーズ、および、ジャス

1) 本研究は、平成22年度小樽商科大学重点領域推進研究より助成を受けている。

ダック証券取引所と大証ヘラクレス市場が統合してできた新ジャスダック市場に大きく水をあけられる状況となっており、新たな活性化策が必要な状況である。

わが国における地方証券取引所の歴史は衰退の歴史であり、2000年には新潟証券取引所、広島証券取引所が東証に、2001年には京都証券取引所が大証にそれぞれ併合や吸収合併されている。このことから、現存する地方証券取引所が何らかの策を講じない場合は東証か大証に一体化されることが容易に想像される。特に、2010年には、金融庁、農林水産省、および経済産業省の共同で総合的な取引所検討チームが発足し、証券市場、金融市場、商品市場の一体化の検討が開始された²⁾。2010年12月22日に公表された「中間整理」では、取引所に関しては「アジアのメインマーケットを目指すのであれば取引所の集約・統合を促すことは避けられない」というA案と、「統合・再編について、政府が特定の方向を議論することは適切ではない」というB案の併記となったが、もしA案が採用された場合、地方証券取引所が東証や大証と一体化される可能性は極めて高いと考えるべきであろう。

そこで、本稿においては、地方証券取引所の方向性が外部的要因によって決定づけられる前に、独自の活性化策を模索する場合の指針となるべく、主に諸外国における新興市場活性化の取り組みをレビューし、わが国の地方証券取引所の活性化策としての導入可能性について検討するものである。中でもトロント証券取引所などで導入されているSPACの上場について掘り下げる。

2. 採りうる証券取引所活性化策

地方証券取引所の活性化策に特化した研究は非常に少ないが、メイン市場との差別化に腐心している新興市場の活性化策やそれについての研究が参考になると思われる。そこで、本項では、世界各地の新興市場の取り組みから、地方

2) 2010年10月28日。

証券取引所の活性化の参考になりそうなものを、その導入可能性と共に検証する。

2. 1. 上場基準, 上場手数料

上場基準については、2000年代前半はベンチャー企業に資金調達手段を提供するために緩和する流れが強かったが、その後、粉飾決算等の副作用が発生したため、単純な緩和策を取りうる状況にはない。これは海外諸市場でも同様であり、近年海外では上場基準は厳格化される方向になってきている³⁾。また、形式基準⁴⁾については、欧米取引所の上場基準は総じて収束してきており、取引所は上場基準で差別化するのではなく、専ら流動性提供の面で競争し合っていると主張する向きも登場している (Treptow and Wagner (2005))。他にも、欧州新興市場の上場基準を比較して、基準に大きな差がないことを示した研究もある (Giudici and Roosenboom (2002))。

そんな中、上場基準を緩和することで成功しているロンドンの AIM のような事例も存在するが、これは外部アドバイザーによる実質的な保証機能を併用させるものである。日本でも Tokyo AIM がロンドンの AIM と同様の仕組みを導入しているが、2010年12月末時点ではまだ1社も上場実績が存在しない。実務家に対するヒアリングをしてみると、実質的に主幹事証券会社が上場企業の質の担保をするという AIM の仕組みが、主幹事証券会社にリスクリターン の面で見合わない映っているようである。

これらからは、地方証券取引所の活性化策として、上場基準の緩さで差別化

3) 具体的な厳格化の動きは岩井・保田 (2010) 参照。

4) いわゆる通常の計数面での上場基準。ただし、実質基準 (審査基準) なるものも存在すると言われており、計数面では上場基準を満たしていても、上場が許可されない場合も存在する。例えば、東証マザーズでは形式基準上は赤字企業でも上場が可能であるが、実質基準ではほぼ不可能である。2010年12月22日の日本経済新聞によると、東証は「足元の業績が赤字や減益でも、将来の成長性があれば積極的に上場させるように審査基準を緩和」する方向で検討とのことであるが、これはまさに実質基準の存在を示唆するものである。

を図ることを第一の戦略として考えることは、今のところ得策ではなさそうである⁵⁾。

他方、業種別の上場基準を設けることで差別化を図っている新興市場として、トロント証券取引所の新興市場である「TMX」が挙げられる。鉱業、石油・ガスの業種に関しては、業種特有の上場基準を設けている。これにより、メイン市場も含めたトロント証券取引所に上場する企業に占める鉱業および石油&ガス業種は約半分を占める。

この業種別上場基準のお陰もあり、世界各地から企業の上場を誘致することに成功しており、トロント証券取引所では豪州企業が33社、中国企業が50社、そしてアフリカ企業が20社上場している（2008年12月末時点）。

図表1：トロント証券取引所の新興市場における業種別上場基準・企業数

(1) 業種別上場基準

鉱業	<ul style="list-style-type: none"> ・ Tier 1 の鉱山資産を有すること ・ Tier 1 の鉱山資産に対して50万ドル以上の投資を行っていること ・ 一般管理費、および Tier 1 鉱山資産を維持するための支払いの18か月分以上の資金手当てができていないこと ・ 地質調査報告書によって、保有する鉱山資産にプラスの価値がある可能性が提示されていること
石油&ガス	<ul style="list-style-type: none"> ・ 200万ドル相当以上の資源リザーブを有すること ・ 油田、ガス田を有すること ・ 地質調査報告書（資源価格を一定、割引率15%のもとで資源リザーブからのキャッシュフローの現在価値を算出すること） ・ 適切な水準の運転資金（最低50万ドル）を有すること
その他産業	収益基準、手元流動性基準など計数面での上場基準は存在するが、業種の特殊事情を考慮した上場基準は存在しない

(注) Tier 1 市場のもの（より基準の緩い Tier 2 市場も存在）。

5) 例外として、2009年10月に中国の深セン証券取引所にオープンした「創業板」という新興市場がある。この上場基準は比較的緩く、開設以降多数の企業が上場し市場として賑わっているが、経済成長の著しい中国の市場であること、また、開設してまだ1年半ほどしか経っておらず、その評価を下すには時期尚早であろうことから、今回は評価の対象外とする。

(2) 業種別企業数

	上 場 企 業 数	割 合
鉱業	1,424	37.2%
多業種複合企業	421	11.0%
石油&ガス	403	10.5%
テクノロジー	286	7.5%
CPC	281	7.3%
ストラクチャード商品	254	6.6%
金融サービス	134	3.5%
ライフサイエンス	130	3.4%
クリーンテクノロジー	110	2.9%
不動産	99	2.6%
製造業	93	2.4%
ETF	84	2.2%
通信メディア	56	1.5%
電力, パイプライン	29	0.8%
林業製品	28	0.7%
	3,832	100.0%

(注) トロント証券取引所（メイン市場）と TSX Venture Exchange における上場企業業種別内訳（2008年12月時点）を示す。

(出所)(1)(2)ともに岩井・保田(2010)から抜粋。元はトロント証券取引所 TMX の「Guide to Listing」。

鉱業、石油・ガス業種はカナダが比較的強い産業であり、かつ、鉱山、油田、ガス田の将来キャッシュフローの予測は、特殊である。トロント証券取引所は、地域の特性と業種の評価の特異性を上手く逆手に取り、市場活性化につなげているケースと言えよう⁶⁾。

これを日本に当てはめて考えてみると、製造業、中でも今後は特にクリーンテクノロジーや環境技術での業種別の上場基準を設けるなどが考えられるが、まだそれらの新たな技術自体が過渡期にあるため、現時点ではなかなか難しいと思われる。ただ、札幌証券取引所については、農業、漁業、酪農についての

6) 実際のトロント証券取引所の業種別上場基準については、岩井・保田(2010)参照のこと。

業種別上場基準を設けることを検討する余地があるかもしれない。特に今後農業法人の上場が出現する可能性があることを考えると、その潜在性は小さくないであろう。

次に上場手数料は、引き下げる動きが散見されている。岩井・保田（2010）によると、「NASDAQは2004年に、NYSEからの上場企業の引き抜きを企図し、両市場に重複上場する企業に対して上場手数料を1年間猶予すると公表した。また、ロンドン証券取引所は2003年に、英国AIMの上場手数料を大幅に引き下げることを公表している。また、ドイツ証券取引所も、海外企業の上場に対して上場手数料を全額猶予する措置を導入した経緯がある。」とのことである。国内でも似たことが起こっており、札幌証券取引所は2009年12月に、他の証券取引所に上場している企業の上場手数料を無料化した。それを受けて、2010年には東証1部に上場しているアークスとアインファーマシーズが札幌証券取引所にも上場をする動きが出てきており、上場手数料の無料化は上場企業数の増加には一定の効果はあると思われる。ただし、株式の売買そのものはほとんど東証で行われており、札幌の抜本的な改革や収益向上にはつながっていない。ドイツ証取のように、海外企業の誘致をすることや、新商品の上場を促進するなど、他の証券取引所が行っていない取り組みを実施して、本当の意味での地方証券取引所の活性化をする必要がある。

なお、世界主要取引所の収益における上場手数料が占める比率は低下してきており、札幌の上場手数料の無料化はその流れとは整合的である。Treptow and Wagner（2005）によると、世界主要取引所の収益における上場手数料が占める割合は90年代初頭には約4分の1であったものが、2003年には約10%にまで低下しているとのことである。世界取引所連合（World Federation of Exchanges）の2007年のデータでは、その割合は8%にまで低下している。他方、最も大きな割合を占める収益源は取引手数料（Trading Revenue）であり、58%となっている。証券取引所にとっては、いかに多種多様な金融商品を取引所経由で売買してもらうかが重要な時代となってきている。上場企業数の維持、増加も重要だが、その後売買されないことには証券取引所の収益にはつながら

ない。その意味では、札証の取り組みはまだ入り口であり、次は売買手数料の増加につながる施策を考える必要がある。他の証券取引所でメインに取引されている金融商品のダブル上場では、それは叶わない。独自に金融商品を発掘する、あるいは作り出すことが必要であろう。例えば、日本では大証が日経平均先物の売買シェアの大部分を握っているが、これはまさに取引手数料で稼ぐという世界各国の証券取引所の収益構成の変化と合致している。このように、上場手数料以外の収益源を育成することに成功をすれば、たとえ上場企業数が増加しなくとも証券取引所の活性化にはつながる。

2. 2. 情報開示制度

企業は上場すると決算情報や経営に重要な影響を及ぼす情報の適時開示が求められる、これは、企業と投資家間の情報の非対称性の緩和につながる。情報の非対称性が小さいと投資家にとっては売買コストの低下につながり、売買量は増大する傾向となる。情報には企業が直接発信する一次情報とメディアや証券アナリストなどが発信する二次情報が存在するが、新興市場や地方証券取引所に上場する規模の比較的小さい企業の場合は、企業が独自に発信する一次情報以外の情報は非常に限られている。国内の上場企業のうち、証券会社の株式アナリストがレポートを書いている銘柄の割合は半分以下であり、半分以上の企業はアナリスト・カバレッジが全くない状況である。

これに対し、NASDAQでは、中小銘柄への投資拡大を図るため、2005年9月にロイターが合弁でインディペンデント・リサーチ・ネットワーク（IRN）を設立し、中小銘柄の株式レポートが増加する仕組みを導入した。これは、レポートを書いて欲しい上場企業と株式アナリスト間を仲介するものである。経済産業省が2008年に取りまとめた報告書⁷⁾では、同様の仕組みを日本で導入することで新興市場における機関投資家の投資拡大が計ることができるのではな

7) 『ベンチャー企業の創出・成長に関する研究会最終報告書』～ベンチャー企業の創出・成長で日本経済のイノベーションを～ 2008年4月30日 経済産業省 ベンチャー企業の創出・成長に関する研究会。

いかと指摘しており、また2009年の日本証券業協会の報告書⁸⁾でもアナリスト・カバレッジを高める施策の必要性が言及されている。これらを受けて、2010年に誕生したジャスダックとヘラクレスが統合をして誕生した新生ジャスダック市場では、この取り組みを導入した。具体的にはレポートを書いてくれるアナリストに対して30万円を支払うものであるが、そのうち15万円を企業が、残りを大証が負担するものである。これによりアナリストの執筆に関わる経費負担を軽減し、レポート量を増大しようとするものである。この新ジャスダック市場の取り組みの今後の効果検証は、他の証券取引所にとっても興味深いものである。

また、情報開示は近年議論の高まっている内部統制の観点からも重要な論点として扱われるが、内部統制に関わる費用は、企業にとっては負担が大きくなりつつある。特に新興市場や地方証券取引所に単独上場をするような、比較的規模の小さい企業の場合はその負担は大きい。NASDAQでは、上場後1年間は企業の内部統制を規定するサーベンス・オクスリー法の適用を免除しており、企業の負担を軽減している。内部統制の重要性については疑いの余地はないが、企業にとっての上場の費用対効果を考える上では、NASDAQのように内部統制費用を猶予するような措置を講じる証券取引所が国内に登場してもおかしくはなく、むしろ表面的な上場手数料の引き下げ競争よりは企業に対する訴求力は大きいと思われる。

2. 3. 売買制度

市場での売買量を増大させるために、流動性を向上させることは1つの対応策である。実際、海外の多くの市場ではマーケット・メイカー制度あるいはリクイディティ・プロバイダー制度（流動性提供制度）を導入している。これは取引を常時成立させるために、証券会社などが自己勘定において投資家の売買

8) 『新興市場のあり方を考える委員会報告書』～新興市場の機能と信頼の回復に向けて～ 平成21年5月19日 日本証券業協会 新興市場のあり方を考える委員会。

の相手方となるものである。売買を成立させるには、売りたい投資家と買いたい投資家が同時に存在することが必要であるが、マーケット・メイカーが介在すれば、そのどちらかはマーケット・メイカーが行うため、投資家はほぼ常に売買を行うことが可能となる。先行研究でも流動性向上にそれらが有効であるという報告が多い。例えば、Anand et al. (2009) は、ストックホルム証券取引所の上場株式を対象に分析し、取引量の少ない銘柄、スプレッドの大きな銘柄、情報の非対称性の大きい銘柄ではリクディティ・プロバイダーを利用することによって、資本コストの低下、流動性改善を享受できると指摘し、Venkataraman and Waisburd (2007) もパリ・ボーズ市場に上場する比較的流動性の低い銘柄を対象に、リクイディティ・プロバイダーを導入する前後で、株価は5%程度の超過リターンを示し、流動性も向上すると報告している。

日本でも、ジャスダックが一時1998年までマーケット・メイカー制度を導入していたが、現在は廃止している。ただし、ジャスダックで導入していた制度と海外の制度では1つ大きな違いが存在する。それは海外（特に欧州）の多くの国では、マーケット・メイカーに対して企業が報酬を支払っていることである。日本のマーケット・メイカー制度では証券会社に対してそのようなインセンティブは存在しなかった。上の中小企業のレポートを書くアナリストに対する費用負担同様に、マーケット・メイクをする証券会社に対して報酬を支払うような形で、再度マーケット・メイカー制度を検討してみることは、国内の新興市場や地方証券取引所活性化の1つの案だと思われる。ただし、もともと売買量が極端に少ない市場でマーケット・メイカー制度を導入しても、売買向上にはつながりにくいと思われ、まずは売買量を向上させる仕組みを導入し、さらにそれを加速化させるという順番でのマーケット・メイカー制度の検討ということになる。

2. 4. 上場廃止基準

市場が全体としてその質を低下してしまうと、投資家にとっては逆選択コストが大きくなり、売買量が低迷する可能性がある。実際、近年の日本の新興市

場で起こった取引量の減少の一要因は、粉飾決算などの不祥事による市場の質の低下に起因するものであろう。このような市場にとっては質の悪い企業を市場から退出させる機能である上場廃止基準の厳格化は、市場の評判向上のために重要な役割を果たす。実際、近年になって東証やジャスダックでは株価が大きく下落した企業を退出させる上場廃止基準の導入し、ジャスダックでは5年連続営業赤字の場合に上場を廃止させることになった。

名古屋、福岡、札幌の地方証券取引所もこの動きに追随しないことには、相対的にこれら3市場の質が劣っているということになってしまう。したがって、どこかのタイミングでは導入する動きになると想像されるが、そもそも上場企業数の維持、増加が至上命題となっているこれら地方証券取引所の場合は、上場廃止基準の厳格化はジレンマでもある。したがって、上場廃止基準に関する議論は地方証券取引所の場合は最後にやむなく行うものであり、証券取引所活性化策として積極的に議論されるものではないであろう。

以上、いくつか制度面から証券取引所の活性化策を見てみたが、やはり証券取引所にとっては市場で売買される金融商品を増加させないことには、制度面のテコ入れだけでは限界があることが伺える。そこで、次章ではIPOが活発なトロント証券取引所の事例を参考として、SPACという新たな上場形態について紹介し、日本への導入可能性について検討してみることにする。

3. トロント証券取引所のケース

トロント証券取引所の新興市場であるTSX Venture市場は、日本ではあまり知名度は高くないものの、IPOの件数ベースでは世界1位の新興市場である。図2はリーマンショックによってIPO件数が急激に低下する2009年の前年2年間の2007年と2008年のIPO件数について見たものであるが、アメリカ(Nasdaq)、イギリス(AIM)、カナダ(TSX Venture)の3市場が突出してIPOの件数が多いことが見てとれる。そして、東証マザーズの上場件数が突出して低いことも明らかである。

図表 2：世界主要新興市場の年間 IPO 件数

	2007	2008
NASDAQ OMX	290	177
TSX Venture (カナダ)	273	233
AIM (ロンドン)	284	114
マザーズ (日本)	23	13
First North (Nasdaq OMX 北欧)	55	17
Kosdaq (韓国)	68	38

(出所) 岩井・保田 (2010) を一部加工。元データは World Federation of Exchanges

カナダは米国のすぐ隣に位置し、かつ使用言語も英語であり、その位置づけは日本における東証と地方証券取引所に近い存在にもなりうる。実際、企業の中には米国市場にも上場する企業も少なくない。例えば携帯電話のブラックベリーで有名な Research In Motion (RIM) はカナダとアメリカと両方に上場している。投資家層の厚さなどを考えると、すぐ隣に存在する米国市場で全てがこと足り、カナダの市場が形骸化していくことが容易に想像される。しかし、実際にはトロント証券取引所は活況を呈しており、日本で地方証券取引所が全てを東証に奪われてしまっている姿とは対照的である。

トロント証券取引所が成功しているひとつの要因は、上でも紹介したとおり業種別の上場基準を導入することで差別化を図り、海外からも積極的に企業を誘致している点にあるが、その他にもユニークな上場形態を兼ね備えている。それは CPC (Capital Pool Company：資金プール会社) および SPAC (Special Purpose Acquisition Company：特定買収目的会社) と呼ばれるものである。

3. 1. CPC について

CPC とは、その名の通り、キャピタル (資金) を先にプールしておく会社であり、設立および上場当初は現金および 3 名以上の経営陣のみの会社である。

CPCは上場時に集めた資金をもとに未上場の企業や事業資産を買収し、事業実態のある上場企業となる。

CPCの上場時点でも上場審査が行われるが、実際はこのM&A時に本格的かつ実質的な上場審査が行われる。CPCは上場時に調達した資金で、2年以内に買収事業を選定しM&Aを実施する。もし2年以内で買収先が見つからない場合は株主に返金し、CPCは解散となる。

上場時に調達した資金は信託勘定で管理され、経営陣の悪用を防止する仕組みが講じられている。資金の10%までは運転資金としてCPCの経営陣が活用してよいが、経営陣自身もCPCに出資をする一方、ファンドの運用報酬のようなものは存在しないため、経営陣が他人の資金を勝手に使いこむことを目的としてCPCを設立するという悪用は防げる仕組みとなっている。

トロント証券取引所では、1987年以来2,000以上のCPCが上場し、うち、79%は事業の買収に成功している。また、かつてはCPCだった247の企業がメイン市場に上場中であり、メイン市場へのステップとしての機能も果たしていることがうかがえる。ちなみにこの247社という数値は、現在東証マザーズに上場する企業数よりも多く、マザーズに上場する企業がすべて東証2部や1部に移行したとしても、トロント証券取引所のCPC経由のメイン市場への移行数には及ばない。

前掲の図1でも分かるが、トロント証券取引所のIPO企業の内訳をみると、CPCは7%強の割合を占めており、業種別でみた場合は第5位である。また、2004年以降、毎年の新規上場企業のうち平均8%はCPCということである。

CPCは、当初は最低3名以上の経営陣によって設立される。これら経営陣は上場企業の経営陣の経験者などいわゆるプロの経営者であり、彼ら自身が最初に10万ドル以上の出資を行う。その後株式公開を行うに当たっては、目論見書を作成し経営陣のこれまでの実績やどのような事業や企業を買収する予定かを公表し投資家に対して出資依頼を行う。信頼するに足る経営陣であれば、投資家はCPCの株式を購入し無事に株式公開がなされることになる。株式を公開するには200以上の投資家に株式を販売する必要がある。また、上場時の株

価は設立当初の2倍というのが慣行となっている。IPO時の資金調達額は最低20万ドル、最高475万ドルである。

このCPCの仕組みは日本の産業再生機構や産業革新機構にやや似ている。これらは企業を買収するための組織と人材で会社（機構）を作り、先に資金を調達し、買収先の選定はその後という順序である。CPCは流れとしてはそれらと同じである。違いは、機構が国の組織であり、上場はしていないという点である。

日本でCPCの仕組みを導入しようとする場合は、Tokyo AIMであれば可能であろう。ただし、他の市場については上場前2年間の決算報告書が必要であるという金融商品取引法の縛りなどが制約となり、何らかの手当てが必要になろう。ただ、既存のベンチャー企業に経営のプロとCPCの有する資金を注入して成長を加速化させるという仕組みは、未熟だと言われる日本のベンチャー企業の経営を補完するものとして潜在的な可能性を有すると思われる。

3. 2. SPACについて

トロント証券取引所のCPCの資金調達額は最高475万ドルであるため、規模的にはベンチャー事業の買収に向いていると言えよう。一方、それ以上の規模のものについてはSPACで対応することになる。トロント証券取引所のSPACの場合は、最低事業買収金額が3,000万ドルである。日本ではベンチャーが生まれにくい一方、近年は中堅、中小企業の承継者不足によるM&Aが活発になる状況からは、日本への導入可能性という観点からはCPCよりもSPACの方が適しているかもしれない。

SPACの仕組みは基本的にはCPCと同様である⁹⁾。プロの経営者がSPACを設立し、IPOにより資金調達を行い、その後買収事業を探すというものである。岩谷(2008)によると、これまでに登場したSPACの経営者としては、

9) SPACの場合は、CPCとは細かい制度面での違いは存在するが、コンセプトはほぼ同じである。なお、SPACの経緯や歴史に関しては、岩谷(2008)に詳しい。

スポーツ用品メーカーの K2 の元 CEO や、スターウッド・ホテルズ & リゾーツの創業者などがあるとのことである。イメージとしては、プライベート・エクイティが未上場企業を買収し、その企業を即上場させる形である。上場基準を満たしているものの上場していない未上場企業や、上場企業の一事業部などが最初のターゲットとなろう。

SPAC はもともとはアメリカの American Stock Exchange (以下「Amex」) や OTC Bulletin Board (店頭市場, 以下「OTCBB」) で活用されていたものであり¹⁰⁾, SPAC Analytics 社によると2003年以降, 163件の SPAC がそれら市場で上場し, うち, 95件が事業買収完了した(調達総額は117億ドル)。一方で, 64件は買収先を見つけられずに集めた資金は投資家に返金したとのことである。なお, NASDAQ や NYSE では SPAC の上場実績はない。NYSE については, 売上高や利益などの上場基準が存在することで SPAC の上場ができず, また, SEC が SPAC に対して慎重な見方をしていることが一つの要因であると言われている。おそらくは, NYSE や NASDAQ のような活況を呈しているメイン市場では, 新たな上場形態を模索する必要性はさほど高くないであろう。

Amex や OTCBB は市場として NYSE や NASDAQ に対する差別化を図る必要性がある。また, それら市場の投資家は, 伝統的な金融商品に加えてオルタナティブ投資や比較的ハイリスク投資を好むことも想像される。よってこれら市場で SPAC が導入され, NYSE や NASDAQ が消極的であるというのは理にかなう。また, 隣にアメリカ市場という巨大市場を抱えるトロント証券取引所が導入していることも, 同じく整合的である。特にトロント証券取引所の場合は CPC の素地ができていたため, 導入しやすいという背景もあったと思われる。また, ロンドンの AIM 市場でも SPAC の上場は可能であり, 上場実績も存在する。

10) Amex や OTCBB での SPAC の上場基準等はトロント証券取引所ものとは異なる。たとえば, Amex では400人の株主を SPAC の上場時に集める必要がある。

なお、アジアでは韓国の KOSDAQ が SPAC を導入している。KOSDAQ は IPO で市場を活性化しようという姿勢を明確にしているが、図 2 でも見られるとおり、マザーズよりも年間の上場件数は多い。SPAC の導入で更に上場件数が増えるようであれば、これは日本の各証券取引所にとっても見逃すことができない問題であろう。

3. 3. CPC および SPAC を活用した地域再生策

CPC, SPAC を日本に導入するに当たっては、米国の事例を見ても分かる通り、東証などメイン市場で導入するのではなく、何らかの差別化が歓迎される市場が導入することが現実的であろう。実際、Tokyo AIM では導入可能性について議論がなされたとの話もある。地方証券取引所の活性化策およびその地域の企業にとっての資金調達手段としては、大いに意義深いと思われる。

地方の中堅、中小企業の承継者不足問題を解消するためにこの SPAC の仕組みを活用することは十分に考えられる。また、各地域の特性を鑑みてその活用方法に幅を持たせることも可能であろう。例えば、札幌証券取引所にこの CPC や SPAC の仕組みを導入するケースを考えてみると、北海道のメイン産業の一つである観光分野や食分野での活用が考えられる。観光分野での経営経験がある人材が SPAC を設立し、北海道の観光分野で事業を買収する予定であると目論見所で説明して SPAC を上場させて資金調達を行い、観光分野で事業買収を行うなどである。例えば、札幌ドームや旭山動物園などは、投資家にとっても十分に魅力的であろう。もっとも、これら比較的経営が順調な企業の場合は、わざわざ SPAC や CPC 経由で上場させるのではなく、ストレートに上場させることも可能である。しかし、SPAC や CPC を活用すれば期間短縮が可能であり、かつ、その道のプロの経営者も招聘できる¹¹⁾。それにより、

11) なお、買収後の経営権に関しては、米国の SPAC の事例を見る限りまちまちである。そのまま以前からの経営者に経営を任せ、SPAC の経営陣は取締役として経営にアドバイスをするケースや、完全に SPAC の経営者が事業経営も承継してしまうケース、また、買収時に外部から経営者を招聘するケースもある。

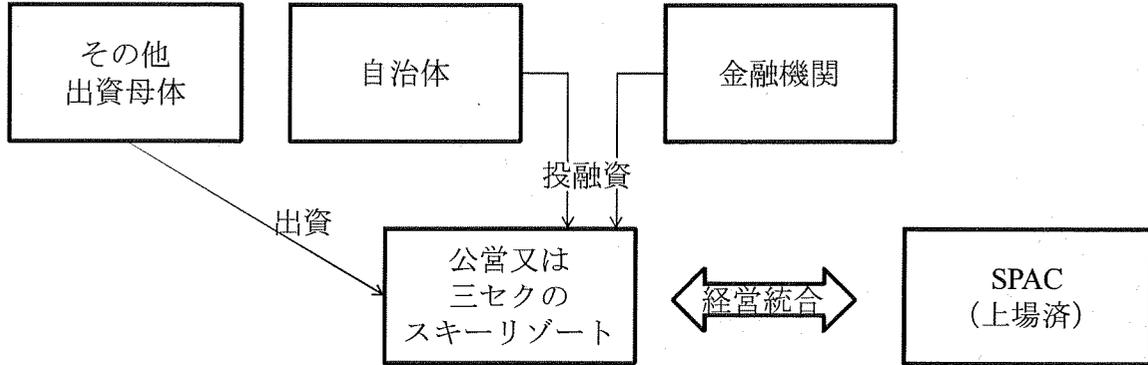
さらなる経営改善に取り組むことも可能であろう。

他方、もっとも効果的だと考えられるのは、かつての産業再生機構のような組織を地方で作り、地域再生と上場とをパッケージで考えるようなものである。地方には、経営が息詰まっている公営企業や第三セクターによる企業が存在するが、それらの経営改革は地方自治体の財政状況が逼迫している状況からも待たなしの状況である。そこで、SPACを三セク企業の買収に活用できるのではないかと考える。対象としては例えば公営の北海道のスキーリゾートなどがすぐに浮かんでくる。公営企業または三セク企業とSPACが経営統合を行うことで上場企業となり、もともと公営企業または三セク企業に出資していた自治体や金融機関などの株主は、経営統合後は上場企業の株式を保有することになる。上場企業の株式であれば売却もしやすく、また、値上がり益も追及可能である。もっとも、経営不振に陥っている公営企業や三セク企業はそのままでは上場企業としては財務体質や業績面で十分でない可能性が高い。その場合は、債務者である金融機関や自治体には事前に債務を一部免除してもらうことや、債務株式化を行ってもらうなどが必要になる。また、業務の効率化のために先にいくつかの公営企業や三セク企業のM&Aを行ったうえでSPACによる経営統合を行うことや、オペレーションを外部にアウトソースするなど考えられる。これまでも、投資ファンドが同様に経営不振に陥ったリゾートを買収するケースも存在したが、多くのケースは実質的に破綻した事業の買収であり、破綻に至る過程ではそれまでリゾートを運営していた母体および融資を行っていた金融機関が大きな損失を計上する結果となっていた。しかし、このSPACによる経営再建手法であれば、手遅れになる前に手を打つことが可能であり、また、自治体、金融機関は一部の債権減免の憂き目にあつたとしても、最終的には一部資金を回収しうるスキームである。

このような地域産業再生型の上場手法としてSPACの活用が根づくこと、以降はその地域以外の企業をも取り込んでいくことが可能である。例えば、札幌証券取引所が北海道以外の東北や北陸など他地域の公営企業や三セク企業の再生に当スキームを活用した上場を誘致していくというような形である。

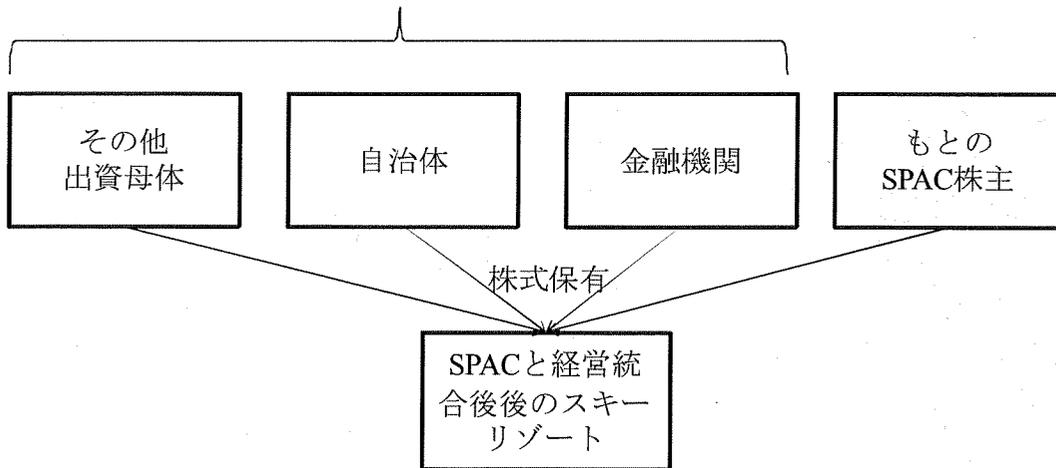
図表3：SPACを活用した経営再建手法（案）

(1) SPACによる事業買収（経営統合）



(2) 経営統合後の株主構成

上場企業の株主となるため、持分の売却がしやすくなり値上がり益も追求可能



4. ま と め

本稿では、地方証券取引の再生策として参考になりうる海外事例を主に制度面について検討するとともに、IPOを通じて市場の活性化が図られているカナダのトロント証券取引所で活用されているCPCやSPACの日本での活用の可能性について触れてきた。海外事例で日本の地方証券取引所の活性化策として活用できそうなものとして、まずは業種別上場基準の導入について触れた。

具体的にはトロント証券取引所が鉱業、石油・ガス業種向けの上場基準を導入していることを参考に、日本でも同様の取り組みを導入することで差別化を図ることができないか検討した。いざ実現した際は、海外企業の誘致材料としても用いることができると思われる。

次に、内部統制費用の削減のために、J-SOX法の適用を上場直後のある一定期間猶予することを検討した。これは、米国NASDAQでとられているものであり、日本でも同様の動きで企業の上場に伴う負担を軽減することが考えられよう。新規公開企業の負担が軽減されれば、株式公開をする企業数が多少なりとも増える可能性はある。我が国では2009年、2010年ともに上場企業数はピーク時の10分の1程度に低迷しており、何らかの対策が喫緊に必要な状況である。

最後に新たな上場形態を作り出すという観点でCPCやSPACを検討した。これは、市場で取引される新たな金融商品の導入という観点で捉えることも可能である。先に資金をプールする企業を上場させ、事業買収を行うことで実質的な上場企業となる仕組みであり、アメリカのAmexやOTCBB、ロンドンのAIM、カナダのトロント証券取引所や韓国のKOSDAQ市場等で導入されているものである。

国全体としては、総合取引所構想が検討される中、今や地方証券取引所はなにもせずに吸収消滅の道を歩むか、なんらか独自の活性化策を見出し、地域経済のカンフル剤となるかのどちらの道を選択するタイミングに差し掛かっている。地方企業にとっては、東京市場における金融機能の強化も歓迎すべきことであろうが、地方の特性や事情を勘案した上での資金調達手段の確立が可能であれば、それもまた歓迎すべきことだと考えられる。その観点からは、地方証券取引所については安易な吸収消滅論に傾く前に、今一度その活用方法について業界関係者の意見を議論させるべきであり、海外事例から学べる点は少なくないと思われる。

参考文献

- 岩井浩一・保田隆明 (2010) 「新興市場と新規株式公開のレビュー」 Financial Research and Training Center Discussion Paper Series 2009-13, 金融庁金融研究研修センター。
- 岩谷賢伸 (2003) 「米国における SPAC の活用を巡る議論」『資本市場クォーターリー2008年冬』野村資本市場研究所。
- 経済産業省 (2008) 「ベンチャー企業の創出・成長に関する研究会最終報告書－ベンチャー企業の創出・成長に関する研究会」。
- 日本証券業協会 (2009) 「新興市場のあり方を考える委員会報告書～新興市場の機能と信頼の回復に向けて～」。
- Anand.A., Tanggaard.C., and Weaver.D.D. (2009), "Paying for Market Quality," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.44, Issue.6, pp.1427-1457.
- Giudici.G., and Roosenboom.P. (2002), "Pricing Initial Public Offerings on 'New' European Stock Markets," (http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=314275).
- Treptow.F., and Wagner.S. (2005), "Stock Exchanges and Issuers: A Changing Relationship," *Vierteljahrshefte zur Wirtschaftsforschung*, Vol.74, 4.S., pp.125-139.
- Venkataraman.K., and Waisburd.A.C. (2007), "The Value of the Designated Market Maker," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.42, No.3, pp.735-758.