

# 大証・ジャスダック合併の意義と 新興市場の将来

大証とジャスダックが合併し、2010年10月には新生ジャスダック市場がスタートする。新興市場は、2006年のライブドア・ショック以来、低迷を続けているが、今回の合併と市場統合が、上場審査や市場監理のノウハウが共有化されるなど、市場の公正性向上につながることを期待される。

## 大証がジャスダックを吸収合併

2010年4月、大阪証券取引所（大証）が子会社であったジャスダック証券取引所を吸収合併した。大証は、10月にも、ヘラクレス市場とジャスダック市場を統合し、新生ジャスダック市場をスタートさせる予定である。新市場は、上場会社数1,000社超と日本を代表する新興市場となる。

大証は、東京証券取引所（東証）とともに国内で最も古い歴史を有する証券取引所だが、東証一部に代表される成熟した企業の株式取引は、東証一極集中の色合いが濃い。大証は株式現物取引以外の分野に活路を求めざるを得なかったが、1988年に取引を開始した日経225株価指数先物取引等が成功を収め、証券デリバティブ取引では高いシェアを獲得するに至った。

ともすれば証券取引所は公的機関のように見られがちだが、大証は事業体としての経営戦略の面でも積極的で、2000年には米国ナスダック市場と提携してナスダック・ジャパン（現ヘラクレス）市場を開設、2001年には会員制組織から株式会社へと組織変更、2004年には国内の取引所としては初めて株式を自市場に上場した。

ナスダック・ジャパン市場は、短期間で100社を超える新規公開（IPO）を実現し、国内新興市場ブームの火付け役としての役割を果たした。その後、同市場は、米国ナスダックの日本撤退でヘラクレス市場へと衣替えしたが、新興市場とデリバティブ取引を取引所の経営を支える二本柱としたい大証は、2008年12月、かつての株式店頭市場を受け継ぐジャスダック証券取引所への株

式公開買付（TOB）を実施し、子会社化したのである。

## 新興市場ブームとその崩壊

今回の合併は、以上のような大証自身の経営戦略に加え、市場環境の変化に後押しされた面がある。

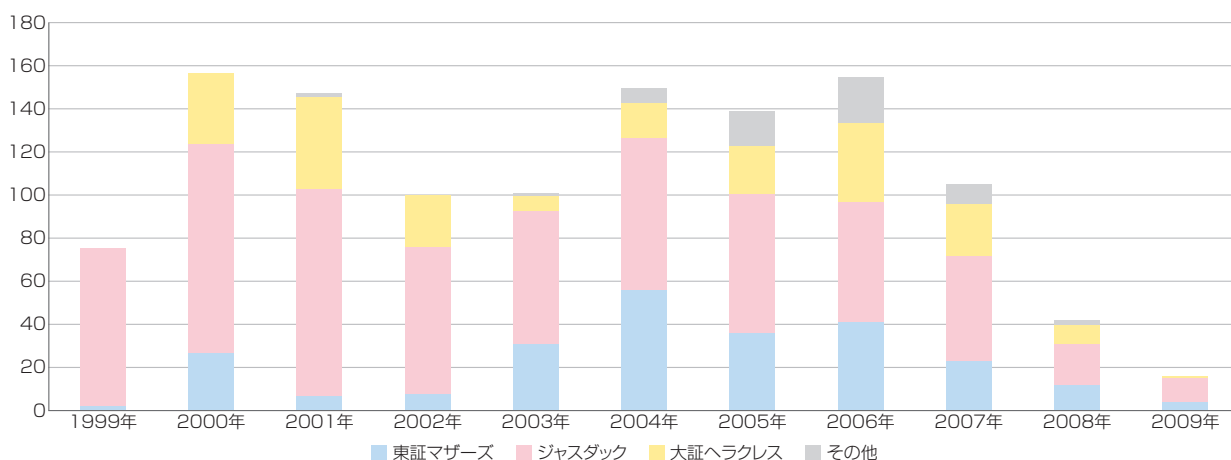
1999年6月のナスダック・ジャパン構想発表がきっかけとなり、国内の各取引所は、競って従来の本則市場（東証一部、二部など）に比べて緩やかな上場基準を設定した新興市場を開設した。各市場はIPO候補企業の発掘や支援活動も積極的に行い、2000年以降、毎年100~150社ものIPOが実現することになった（図表）。新興市場におけるIPO社数は、2009年までの累計で1,100社を超える。

こうした新興市場ブームは、新規産業の育成と投資機会の多様化という観点から大きな役割を果たした。しかし同時に、ブームの過熱は一部で証券会社の引受審査の形骸化や企業経営者のモラル低下にもつながった。不正会計や投資家の利益を著しく損なう資本政策の実施など、不祥事も続発した。

とりわけ2006年1月、新興ベンチャー企業の雄として知られたライブドアが、検察当局による強制捜査の対象となったことは、新興市場全体に対する投資家の信頼を揺るがせ、新興市場における取引の減少、株価の低迷、IPO件数の急減につながったのである。

こうした中で、新興市場に対する投資家の信頼を回復するためには「乱立」する市場の整理・統合が必要との声が高まった。多くの市場が競合することで、上場審査や市場監理の質の低下が生じたのではないかとこののである。こうした指摘の妥当性には議論の余地もあるが、

図表 新興市場における新規公開社数の推移



(注1) 大証ヘラクレスは2002年12月、ナスダック・ジャパンから名称変更。  
 (注2) ジャスダックの社数にはNEOを含む。  
 (注3) 「その他」はセントレックス(名古屋)、アンビシャス(札幌)、Q-BOARD(福岡)の合計。  
 (出所) 各取引所資料等より作成

市場統合への期待が大証・ジャスダック合併の推進力となったことは確かだろう。

### 市場振興策への期待

大証とジャスダックの合併は、新興市場の再活性化につながるのだろうか。

確かに、競合する市場数の減少は「過当競争」的状况を緩和する。上場審査や市場監理のノウハウが共有化されれば市場の公正性確保に資するだろう。

もっとも、それだけで市場が活性化するほど物事は単純ではない。近年の新興市場低迷の要因は、投資家の市場に対する信頼の低下だけがもたらしたものではない。世界的な金融危機やその後の景気後退、投資家のリスク回避志向の高まりとベンチャーキャピタル投資の低迷など、様々な要因が複雑に絡み合っている。

他方、新興市場を取り巻く閉塞感は、株価の上昇や注目銘柄のIPOなどで短期間で大きく変化することも考えられる。

新興市場をめぐるのは、ブームの真っ只中であっても、機関投資家の取引参加が進まない、アナリスト情報など投資情報が足りない、東証一部への「昇格」で注目企業が市場を去るといった構造的な課題が指摘されていた。合併後の大証は、真の市場活性化が、単なる株価上昇や取引高・IPO数の増加などではないことを十分認識して、愚直に市場振興に取り組んでもらいたい。

### Writer's Profile



大崎 貞和 Sadakazu Osaki

未来創発センター  
 主席研究員  
 専門は証券市場論  
 focus@nri.co.jp