

簡訊

日本 JASDAQ 市場的改革及未來的方向

俞芳芳（證期會查核員）

目前日本證券交易市場可分為兩種場所，交易所市場及店頭市場，其中日本證券業協會管理的 JASDAQ 市場為日本唯一的股票店頭市場並成為風險性企業（Venture Business）籌資的最大市場，截至平成 11 年（西元 1999 年）11 月 22 日止，店頭市場規模為 877 檔股票，市價總額日幣 27 兆丹。而我國店頭市場規模至西元 2000 年 2 月底為 280 檔股票，總市值約新台幣 1.89 兆元，今為加強推動國內店頭市場的深度及廣度，日本市場近來的改革措施或可供為參考，以下介紹其改革背景、內容及未來發展方向。

一、市場改革背景

JASDAQ 市場歷經昭和 58 年（西元 1983 年）徹底改革後急速成長，除了提供中小企業籌措資金的場所外，也達成投資人有更多選擇投資標的的機能。平成 9 年（西元 1997 年）證券交易審議會明確表示將 JASDAQ 市場定位為「店頭買賣有價證券市場」，並建議成為與證券交易所競合的特色市場。平成 10 年（西元 1998 年）7 月及 11 月日本證券業協會提出「有關股票店頭市場改革方向」及「針對股票店頭市場改革」等報告書，希望藉由證券交易法的修訂，確保市場的流動性、透明性及公正性，以擔負培育風險性企業及成長性產業的機能。平成 11 年（西元 1999 年）因全美證券業協會（NASD）及日本軟體銀行發表將合作推出「日本那斯達克市場」的構想，使得日本證券業協會認為有必要加速改革 JASDAQ 市場，故於平成 11 年 8 月 25 日發表「JASDAQ 市場改革行動計劃」。

二、具體改革內容

平成 10 年主要的改革項目有如下八項：(1)設置登錄分類；(2)提高取消登錄標準；(3)推動造市商（Market Maker）制度；(4)重新檢討股票公開標準；(5)簡化登錄手續及申請文件；(6)改善資訊揭露制度；(7)提出投資人保護及市場參加者的各種服務；(8)推廣 JASDAQ 市場。平成 11 年 8 月 25 日具體改革內容有如下八項：(1)重新檢討放寬店頭登錄標準：為順應國際資本市場發展潮流並讓企業容易利用證券市場籌措資金，應重新檢討登錄標準，如活用企業的流動性標準、資產性標準、收益性標準及成長性標準等各項特色作為登錄標準，並採行富選擇性的複選登錄標準制度，以便讓登錄標準更具彈性。現在店頭市場中第 1 類登錄標準及第 2 類登錄標準各訂有流動性標準、資產性標準及收益性標準，企業要達到各項標準相當困難，即有可能收益性數值非常高，但流動性數值太低，

而無法達到登錄標準，現已檢討針對其中 最好的項目給予加權計分，使其通過登錄考評制度，當然登錄門檻降低的同時，也會顧及並確保投資人權益。(2)縮短店頭登錄輔導期間：所謂「登錄輔導期間」係指股票發行公司確定開始接受推薦證券商指導準備股票公開起至完成登錄掛牌的期間。根據調查自平成9年11月11日起至平成11年7月止已登錄的100家公司來看，其平均登錄輔導期間為3.5年，短則2.5年，最短的案例為1年9個月。有關平成11年10月20日公佈的「標準登錄時程」如下述，(A)營運中企業：1.查核契約締結時確立內部控制制度及每月決算制度者，登錄輔導期約需1年5個月。2.查核契約締結時未確立內部控制制度及每月決算制度者，登錄輔導期約需1年11個月。(B)新設立企業：1.為店頭登錄而成立之企業，因自設立起即依據證券交易法實施查核並確立內部控制制度及每月決算制度者，登錄輔導期約需1年4個月。2.資本額日幣1億元以下的小企業，因決算董事會至股東常會期間可縮短5週，登錄輔導期約需1年3個月。(3)縮短店頭登錄審查期間：平成11年10月20日公佈審查登錄手續從申請登錄日起至核准登錄期間由9週縮短至7週。另，一併檢討簡化申請文件，研擬「申請登錄報告書」的記載重點及將與其他文件內容重複的項目予以刪除，並且大幅縮短現行表格中記載的年限，以減輕發行公司的負擔。有關審查的觀點，應從著重審查過去經營狀況改變為重視企業的將來性發展。(4)促進未登錄股票的流通（即活絡GREEN SHEET市場）：所謂未登錄股票（類似管理股票）係指經營管理不善、財務不健全的登錄企業，其股票被從登錄降轉下來，GREEN SHEET市場為其交易市場名稱。GREEN SHEET市場自平成9年7月開始營運，為不受證券交易法規範的有價證券市場，證券公司需在資訊揭露的前提下，才能接受投資人買賣該類股票，目前市場現況有股票數40檔，仲介交易的證券公司家數17家。現今欲活絡GREEN SHEET市場，雖然並非是直接改革JASDAQ市場的手段，但為擴大至JASDAQ掛牌的範疇，活絡該市場是必要的，具體作法為將建立股票行情公佈制度，每週持續公佈一次以上的行情及買賣數量，以提供投資人更多的資訊。(5)加速更新JASDAQ作業系統：為應付市場間競爭的態勢，將原預定西元2001年3月執行系統改革，提前於西元2000年中完成更新目前使用中的作業系統。(6)改革造市商制度：截至1999年11月止市場創造（Market Make）股票計有46檔，平均每檔股票的造市商約增加為5.2家，未來為提高流動性，將考慮增加每檔股票的造市商數目。另外，為讓投資人買賣交易獲得最佳成交價格，將於西元2000年3月以前實施市場創造股票的小額買賣執行系統。(7)充分揭露資訊：基本上店頭股票的資訊揭露程度與上市股票相同，今後為充分揭露JASDAQ市場登錄公司的資訊，將推動每季財務報表申報制度及鼓勵發行公司參與資訊整合活動。(8)設置JASDAQ市場營運諮詢委員會：為讓發行公司及投資人等表達其對JASDAQ市場營運發展意見，於1999年11月3日設置JASDAQ市場營運諮詢委員會，委員人數由10名以內的專業人士組成。

三、JASDAQ 市場未來發展方向

關於 JASDAQ 市場未來發展方向，日本證券業協會將朝三方面著手，(1)為因應日本證券市場間競爭態勢，JASDAQ 市場必須採取差異化策略以爭取投資人認同。(2)推廣 JASDAQ 市場。(3)組織型態將朝股份有限公司發展，以建構理想的 JASDAQ 市場營運主體。

參考文獻：

1.平田公一，JASDAQ 市場\F09766;現狀\F09760;改革\F09763;\F09856;\F09724;\F09758;

，資本市場月刊，第 171 期， 1999 年 11 月。

2.平田公一，JASDAQ 市場\F09766;現狀\F09760;改革\F09763;\F09856;\F09724;\F09758; ，資本市場月刊，第 172 期，1999 年 12 月。

3.日本證券業協會，<http://WWW.JSDA.OR.JP>