

「新店頭市場」とジャスダック証券取引所

（非市場株式市場の歴史的考察）

松尾 順介

はじめに

戦後日本の非市場株式市場（店頭市場）の歴史的な展開をみると、非市場株式市場が拡大すると取引所市場に移行するというサイクルが繰り返されたことがわかる。

第一のサイクルは、一九五一年に店頭売買承認銘柄制度の発足から一九六一年の取引所第二部開設に至る時期である。戦後復興期から高度成長期にかけて店頭売買承認銘柄の銘柄数が増加するとともに、売買も活発になった。この制度は、ソニーやホンダのような当時の新興企業に対して資金調達を提供したといえるが、結果的にこの制度は取引所第二部として、事実上取引所市場に吸収された。

第二のサイクルは、二部市場開設後から二〇〇四年のジャスダック証券取引所開設に至る時期である。二部市場開設後の店頭市場については、一九六三年に店頭登録制度が導入されるが、銘柄数も約一〇〇銘柄程度の横ばい状態で、かつてのような活況は見られない状況が長く続くが、一九八〇年代以降には制度整備が進展するとともに、市場の拡大が見られるようになった。特に、一九八三年の「新店頭市場」といわれる制度改革は、その重要な契機であると思われる。この「新店頭市場」は、銘柄数などが増加し、市場としても拡大し、その名称も「

ASDAQと改められるが、これもまたジャスダック証券取引所として取引所化された。

この二つのサイクルでは、いずれも八非上場市場↓取引所市場↑というパターンが繰り返されたという点では共通性があるものの、前者では既存の取引所に吸収され、後者では新設の取引所設立という差異もみられるように、その背景や要因などについて相違も指摘できる。

拙稿「二〇二三」において、前者の時期について考察したことを踏まえ、本稿では後者の時期を対象として、非上場株式市場が取引所化される経緯をみながら、その背景と要因、さらには前者のパターンとの相違について考察する。

1 新店頭市場の展開…一九八三～一九九二年

(1) 店頭市場の機能拡充（一九八三年）

取引所二部市場開設後、店頭市場に大きな改革の機運が見られるようになるのは一九八〇年代であり、そこでは一九八二年の証取審の動きが注目される。このような変化の背景には、日本経済の安定成長あるいは成熟社会への移行という大きな背景があり、ベンチャー企業の育成などの新産業・新技術の発展とともに、資産運用の効率化や多様化が政策課題となってきたことが指摘できる。以下、この動向について概観する。

証取審では、一九八二年四月以降、「今後の株式市場のあり方について―個人株主問題を中心として」をテーマとした審議が開始された。そこで株式市場の機能拡充について取り上げられ、「株式市場の機能拡充について―中堅・中小企業と株式市場の関連を中心として」（一九八三年六月）と題する中間報告が取りまとめられ、公表された。

この中間報告は、1. 「株式市場の機能拡充の必要性」、2. 「株式市場の機能拡充の基本的考え方」、3. 「取引所市場の機能拡充」、4. 「店頭市場の機能拡充」の四項目によって構成されている。

1では、店頭市場の不活発さと発行市場の機能不足という現状を踏まえた上で、機能拡充の必要性として、①未上場の中堅・中小企業の長期安定資金の調達および資金調達手段の多様化ニーズ、②個人投資家の投資対象の多様化ニーズ、③証券会社における株式市場活性化の意欲の高まりが挙げられている。

2では、①ディスクロージャー制度の充実などによる投資者保護の徹底と投資者の自己責任原則の確立、②取引所市場と店頭市場の適切な役割分担と連携・協調、③市場参加者の市場への健全な参加についての配慮が必要であるとされている。

3では、取引所市場の機能拡充では、上場企業として成長性の高い中堅・中小企業を一層増加させるため、市場基準の見直しを行うこととされている。

4では、店頭市場の機能拡充として、具体的には①株式公開基準の緩和、②流通市場としての機能拡充、③発行市場としての機能拡充、④ディスクロージャー制度の整備が挙げられている。

この中間報告を受けて、日証協は同年九月、「株式店頭市場の機能拡充についての要綱」を決定した。同要綱は中間報告の趣旨に沿ったものであり、具体的には、①登録制度の改善、②公募増資の緩和、③情報の開示、④投資勧誘規制の緩和、⑤自己責任原則の徹底、⑥自己売買規制の緩和、⑦登録銘柄ディーラー制度の導入、⑧売買管理体制の充実、⑨登録銘柄以外の店頭銘柄の取扱いの九項目について改善策を提案し、制度の運用状況の推移をみて適時改善を行うとともに、概ね一年後を目途に見直しを行うものとしている。同要綱の骨子は、図表1の通りである。

図表1 「株式会社店頭市場の機能拡充についての要綱」(抜粋)

1. 目的 (略)
2. 登録制度の改善
 - (1)登録基準の緩和
 - ①発行済株式数基準
発行済株式数は、200万株以上（登録時）で、かつ直前事業年度における平均発行済株式数が100万株以上とする（現行「200万株以上（直前事業年度末）で、かつ直前事業年度における平均発行済株式数が100万株以上」）。
 - ②設立後経過年数基準
設立後経過年数基準を廃止する（現行「設立後2年以上経過していること」）。
 - ③配当基準
配当基準を廃止する（現行「1株当り年5円以上の利益配当を行っていること」）。
 - ④利益基準
利益基準は、一株当り年10円以上（税込み）とする（現行「1株当り年10円以上（税引き）」）。
 - ⑤株主数基準
登録時までに株主数が200人以上となること（新設）。
 - ⑥その他
「純資産額」、「公認会計士の意見」、「単位株制度」、「公告掲載紙」、「名義書換所」、「株券の様式」、「株式譲渡制限」、「登録取消の有無」及び「取引所上場の有無」の諸基準並びに申請協会の数（2社以上）は、現行どおりとする。
 - (2)申請協会の審査体制の充実 (略)
 - (3)登録取消基準の改善
次の登録取消基準を新設する。
 - ①株主数基準
株主数が100人未満となったとき。
 - ②申請協会基準
 - ①一申請協会が皆無となったとき。
 - ②申請協会が一社となり、6か月の猶予期間を経過したとき。
 - (4)登録時の株式の公開方法
現行の株式分売制度に代えて、次により公募・売出しを行う。
なお、現行の株式分売制度は、売出しについての税制上の手当てが行われるまでの間存続する。
 - ①公開株式数
 - ①直前事業年度末における発行済株式数が200万株以下の場合
30万株以上
 - ②直前事業年度末における発行済株式数が200万株超の場合
15万株+発行済株式数の7.5%以上
 - ②公開価格の決定方法
主幹事証券会社は、想定公開価格を定め、これを市場関係者及び各幹事証券会社に提示し、当該価格について、その反応を勘案し、調整のうえ、最終的には主幹事証券会社と発行会社との間で協議して公開価格を決定する。

③公募増資基準

①発行基準

A利益金 一株当たり10円以上（税引き）

B収益性 将来の収益力が高いと見込まれること。

②資金使途の確認

上場会社の場合に準ずる。

④売出株式数の公開株式数に占める割合

売出株式数は、公開株式数の50%以上であることを要する。

⑤募集及び売出しの取扱いの委託

申請協会員は、公開株式の一部について他の協会員に対し募集及び売出しの取扱いを委託する。

⑥公開価格算定方法の開示

申請協会員は、公開価格の算定に関する資料を協会に届け出ることとし、協会はこれを閲覧に供する。

1. 公募増資の緩和

上場の目途を得た登録会社又は一定の公募増資基準を満たした登録会社は、公募増資を行うことができるという趣旨の規定を設ける。

(1)上場の目途を得た登録会社

原則として2年以内に上場する予定があり、具体的な準備を進めている登録会社で、概ね上場基準を満たしているものとする（公募増資の結果、上場基準を満たす場合を含む。）。

(2)公募増資基準を満たした登録会社

公募増資基準は、次のとおりとする。

①利益金 1株当たり10円以上（税引き）

②収益性 将来の収益力が高いと見込まれること。

(3)(1)及び(2)の場合においては、次の条件を満たすこととする。

①資金使途の確認

上場会社の場合に準ずる。

②売買状況

①直近3か月間の月平均売買高 5万株以上

②直近3か月間の月平均値付率 50%以上

③公募株数

年間の公募株数の限度は、発行済株式数の30%以内とする。

④発行価格の決定方法

直前1週間の店頭売買値段（安値の平均）等を基準とする。

2. 情報の開示

(1)リスク情報の開示

登録時及び登録後の公募増資・売出しに当っては、有価証券届出書及び目論見書に、リスク情報（投資者の投資額に重大な影響を及ぼす可能性のあるリスクで、通常かつ一般的なリスク以外のもの。）を開示する。

(2)タイムリー・ディスクロージャー制度の導入

協会は、登録会社に対し、①決算短信、中間決算短信の作成・公開を積極的に行うこと、②経営方針、経営内容等に重要な変更等があったときは、適時に情報を開示することを要請する。

なお、これらの具体的な開示方法としては、登録会社は協会に報告するほか、報道機関等を通じて一般に公表する。

3. 投資勧誘規制の緩和

協会員に対する投資勧誘の規制を緩和することとし、これに伴い、適正な投資勧誘を図るため、次の措置を講ずる。

(1)登録銘柄等の投資勧誘

①協会員は、登録銘柄の投資勧誘に当っては、顧客の投資経験、投資目的、資力等を慎重に勘案し、顧客の意向と実情に適合した投資勧誘を行う。

②協会員は、登録銘柄以外の店頭銘柄については、投資勧誘を行わない。という趣旨の規定を設ける。

(2)店頭取引開始基準

上記(1)に関連して店頭取引開始基準を設ける。その内容は、次のとおりとする。

①協会員は、次の基準を満たす顧客に対して、登録銘柄の投資勧誘及びその勧誘にかかる注文の受託を行うことができる。

①当該顧客に株式投資について相当の知識と経験があること。

②当該顧客の資産の状況等から判断して、店頭取引を行うことが適当であること。

②協会員は、顧客から積極的に売付け又は買付けの要請があったときは、営業責任者の承認を得てその注文を受託する（登録銘柄以外の店頭銘柄についても同様とする。）。

4. 自己責任原則の徹底

協会員は、顧客に対し店頭取引の仕組み等について十分説明するとともに、店頭取引の開始に際しては、あらかじめ顧客から「店頭取引に関する確認書」を徴求して、店頭銘柄への投資は、顧客の判断と責任において行うべき旨の確認を得るという趣旨の規定を設ける。

5. 自己売買規制の緩和

協会員は、公正な価格形成及び経営の健全性を損うことのないよう留意することを前提に登録銘柄について自己売買を行うことができるという趣旨の規定を設ける。ただし、登録銘柄の保有限度額は、現行の商品有価証券の保有限度額の範囲内とする。

6. 登録銘柄ディーラー制度の導入

登録銘柄について流通の円滑化及び価格の継続性と平準化を図るため、登録銘柄ディーラー制度を導入する。その具体的仕組み等は、次のとおりとする。

(1)登録銘柄ディーラーの要件

①資格及び数

①1号免許を受けている協会員は、登録銘柄ディーラー（以下「TD」という。）となることができる。

②登録銘柄の申請協会員は、すべてTDとなるものとする。

③申請協会員以外の協会員がTDになろうとするときは、協会に事前に届け出る。

④TDは、原則として登録銘柄1銘柄について2社以上とする。

②辞退

①申請協会員は、TDを辞退することができない。ただし、申請協会員を辞退したときは、この限りでない。

㊥申請協会員以外の協会員がTDを辞退しようとするときは、協会に事前に届け出る。

(2)登録銘柄ディーラーの義務

①気配の発表

TDは、継続的に売り気配及び買い気配を発表する。ただし、当分の間は、週一回以上発表するものとする。

②売買義務

TDは、自社が発表する気配に基づき最低売買単位の売買に応じなければならない。

③公募増資の際の気配発表の自粛

登録会社が公募増資を行う場合においては、当該引受証券会社であるTDは、当該銘柄の公募増資の期間中一定の期間、気配の発表を自粛する。

④協会への売買報告

TDは、自社の発表気配に基づく売買状況等を協会に報告する。

(3)発表気配の伝達方法

①TDは、自社の売り気配、買い気配及び株数を店頭に掲示し、協会員からの照会に応ずるとともに、協会に報告する。

②協会は、TDから報告を受けた売り気配、買い気配及び株数を協会員に伝達する。

(注) 今後、相場情報機関によるコンピュータ・システムを利用した伝達方法について検討を進める。

(4)登録銘柄ディーラーにおける売買、受渡方法等

TDにおける売買、受渡し等は、他の協会員と同様、次の方法により行う。

①売買方法

TDは、仕切形式又は委託形式のいずれかの方法により売買を行う。

②受渡し

TDが、日本店頭証券に委託する売買の受渡しは、同社において行い、その他の協会員間の売買の受渡しは、買方協会員の店頭において行う。

③手数料

①TDは、顧客からの売買注文を委託形式により執行したときは、協会が定める委託手数料を徴収する。

②TDは、顧客からの売買注文を仕切形式により執行したときは、売買値段と別枠で協会が定める取扱手数料を徴収することができる。なお、この場合の取扱手数料は、上記の委託手数料に準ずる。

④売買値段の制限

TDが行う売買の値段は、前日におけるTDの売り気配の最安値、買い気配の最高値の平均値等を参酌して協会が定める値段を基準として、別に定める値幅の範囲内の値段とする。

(5)登録銘柄ディーラー制度の適用

登録銘柄ディーラー制度は、すべての登録銘柄に適用するが、申請協会員は、すべてTDになるものとする旨の規定は、新制度による新規登録銘柄について適用する。

7. 売買管理体制の充実

売買管理体制の一層の充実を図るため、次の措置を講ずる。

(1)店頭取引における相場操縦等の禁止（略）

(2)協会の売買管理体制の強化

①株式会社店頭市場監理専門委員会の充実

店頭売買管理の機動的かつ適正な運営を図るため、株式会社店頭市場監理専門委員長の権限を強化するとともに、同専門委員会の構成、運営方法等について整備を図る。

②協会事務局の充実

店頭売買管理担当部門の増員を図るとともに、店頭売買専門の調査員を置く。

8. 登録銘柄以外の店頭銘柄の取扱い

(1)登録銘柄

現行の登録銘柄制度は、次の諸点について改善して、これを存続する。

①名称の変更

登録銘柄の名称を「店頭管理銘柄」に改める。

②指定期間延長の際の売買高基準の強化

①資本金不足等により上場を廃止された銘柄については、直近6か月間の月平均売買高を現行の1万株以上から3万株以上に引き上げる。

②会社更生法等により上場を廃止された銘柄については、直近6か月間の月平均売買高を現行の3万株以上から5万株以上に引き上げる。

③公募増資等の禁止（略）

④自己売買の制限（略）

⑤その他

日本銀行出資証券は、特例により登録銘柄とする。

(2)その他の店頭銘柄

①協会員間売買の自粛（略）

②公募増資等の禁止（略）

9. 制度の見直し

(略)

(出所)『証券業報』1983年9月、393号、112～121頁。

日証協は、この要綱に沿って一九八三年一月から店頭登録基準の緩和、店頭登録銘柄ディーラー制度および公募増資の導入などを実施した。また、同時に東京、大阪をはじめとする各取引所も上場株式数基準等の引き下げなど、上場基準の緩和を実施した。なお、大証は、地元企業の上場を促進するという目的の下、より基準の緩い特別指定銘柄制度（いわゆる新二部）を導入した。つまり、店頭登録のハードルが引き下げられるとともに、上場のハードルも引き下げられ、株式市場全体の参入基準が引き下げられたといえる。

(2) 「新店頭市場」の拡大

一九八三年の証取審報告を受けて大きく改革された店頭市場は、しばしば「新店頭市場」と呼ばれるが、これ以降の店頭市場は顕著な拡大傾向を示すようになった。

まず、銘柄数の推移をみると、以下の図表2の通りである。新店頭市場の発足前は、店頭登録銘柄の会社数は、一一〇社程度であり、東証二部の三割程度に過ぎなかったが、新店頭市場発足後は堅調に増加傾向を示し、一九〇〇年には三四二社に達し、東証二部の四三六社の八割強となり、東証二部に比肩する存在となったことがわかる。

次に、売買高の推移は、以下の図表3の通りである。新店頭市場発足前の売買高は、年によってばらつきがあるものの、概ね一〜二億株程度であり、東証二部との比率も概ね三〜五%程度であったが、新店頭市場発足後は銘柄数と同様に堅調に増加し、一九〇〇年には一〇億株を上回り、東証二部との比率も三〇%を上回るようになった。

このような市場拡大の背景として、より一層の制度的な改善が進められていったことが挙げられ、特にエキイティブファイナンスの規制緩和については、店頭登録時の公募増資（一九八四年）、店頭登録会社の公募増資（一九八六年）、店頭登録会社の公募転換社債発行（一九八七年）、

図表2 店頭登録会社数の推移

年	登録会社	店頭管理銘柄発行会社	合計(A)	東証二部(B)	A/B(%)
1980	109	34	143	442	32.4
1981	110	29	139	438	31.7
1982	118	27	135	445	30.3
1983	111	26	137	438	31.3
1984	116	23	139	412	33.7
1985	127	22	149	424	35.1
1986	140	21	161	424	38.0
1987	151	21	172	431	39.9
1988	196	20	216	441	49.0
1989	263	16	279	436	64.0
1990	342	15	357	436	81.9

(資料) 日本証券業協会および東京証券取引所。

同中間発行増資（一九八八年）が実現し、さらに一九八九年には公募増資ルールが緩和された。このような措置によって、以下の図表4に示されるように、店頭登録会社の資金調達は、新店頭市場発足後、堅調な増加傾向を示している。新店頭市場発足前は、概ね年間一〇〇億円を超えない状況であったが、新店頭市場発足後は年によってばらつきがあるものの、年間二〇〇〜四〇〇億円となり、バブル経済の膨張を背景に一九八九年約一二八〇億円、一九九〇年約二一〇〇億円と

図表3 店頭銘柄売買高の推移

年	店頭登録銘柄	店頭管理銘柄	合計 (A)	東証二部 (B)	A/B (%)
1980	41,381,500	181,502,300	222,883,800	2,025,479,000	11.0
1981	33,617,100	57,991,600	91,608,700	1,619,159,000	5.7
1982	32,673,800	35,898,200	68,572,000	2,094,561,000	3.3
1983	68,923,000	60,859,300	129,782,300	4,234,548,000	3.1
1984	102,032,500	83,586,000	185,618,500	4,501,946,000	4.1
1985	118,206,000	74,034,000	192,240,000	3,657,939,000	5.3
1986	203,722,200	65,995,000	269,717,200	4,097,260,000	6.6
1987	181,445,200	171,157,000	352,602,200	4,200,956,000	8.4
1988	290,103,200	187,545,000	477,648,200	4,029,185,000	11.9
1989	529,276,964	134,849,000	664,125,964	4,247,075,000	15.6
1990	1,065,583,496	197,522,000	1,263,105,496	4,064,606,000	31.1

(資料) 日本証券業協会および東京証券取引所。

図表4 店頭登録会社の資金調達状況

(単位：百万円)

年	有償増資総調達額		株主割当		公募		第三者割当	
	件数	金額	件数	金額	件数	金額	件数	金額
1980	14	9,735	5	718	0	—	9	9,017
1981	16	4,724	9	722	0	—	7	4,001
1982	13	9,300	3	410	0	—	10	8,890
1983	7	12,256	2	1,020	0	0	5	11,236
1984	21	46,515	2	384	0	0	19	46,131
1985	10	19,245	1	100	0	0	9	19,145
1986	16	23,116	2	1,120	4	7,888	10	14,108
1987	16	38,424	0	0	4	10,287	10	28,137
1988	14	47,567	0	0	7	35,189	7	12,378
1989	25	128,031	1	900	19	116,654	5	10,477
1990	18	209,963	2	30,277	4	78,152	12	101,534

(資料) 日証協の資料による。

なった。

また、登録銘柄ディーラー制度については、一九八三年一月に日証協は店頭気配伝達室を開設した。ここでは、登録銘柄ディーラーの売買気配の伝達業務、伝達された気配の発表業務、売買業務は電話と手作業であり、関係者によると、これらの作業はいわば人海戦術で行われていたようである。したがって、効率的な事務処理が行えるコンピュータ・システムを構築することは、新店頭市場発足時からの重要な懸案事項であったといわれる。そこで、日証協は、一九八四年七月、株式会社市況情報センター（現在の株式会社JICX）のコンピュータ・システムを利用した気配伝達、発表および売買管理の機械化とともに、証券会社から日証協への売買値段等の報告および日証協の売買管理業務についても機械化を図ることを決定し、所要の規則を改正、同年七月七日から実施した。この店頭株式情報伝達システムによって、登録銘柄ディーラーが自社の端末機から気配等を入力するとリアルタイムに各証券会社の店舗等に設置されている端末機に出力されるシステムが構築された。

このようなシステムが稼働したにもかかわらず、実際には売買の大半は、従来の日本店頭証券を通じた委託売買であり、マーケットメイカー制度を基本とした登録ディーラー制度の利用は、きわめて限定的なものにとどまった。

(3) 店頭市場改善策（一九八九年）

一九八八年六月、いわゆるリクルート事件が発覚し、公開前の株式取引について大きな社会的関心が集まるとともに、株式公開の公正性や透明性が強く要請されるようになった。このような状況を背景として、証取審不正取引特別部会は、緊急に株式公開制度に関する問題を審議テーマとして取り上げ、一九八八年一二月「株式公

開制度の在り方について一問題点とその改善策」と題する報告書を取りまとめた。同報告書は、現行の株式公開制度について様々な問題点を指摘した上で、その改善策を提言した。これを受けて各証券取引所、日証協および大蔵省において規制の見直しが行われ、一九八九年四月から新株式公開制度が実施された。この新公開制度は、①公開株式の価格決定方法等の改善、②公開前の株式移動および第三者割当増資等に関する規制、③特別利害関係者等への株式移動の開示を含むものとなった。

また、日証協は、前述の「株式会社店頭市場の改善策要綱」において、株式公開制度の改善とともに、株式店頭市場の活性化についての措置を講ずることを公表した。その主な内容として、①発行市場としての機能整備として、公募増資制限の撤廃などによる公開株数の増大等を実施するとともに、既登録会社に関する公募増資ルール等についての見直しを行うこと、②売買値段等の発表方法の改善として、発表値段等の充実などを行うこと、③日本店頭証券の機能の充実として、処理能力の向上やオンライン・リアルタイム・システムの導入、④外国株式の国内店頭取引の促進が盛り込まれた。

このうち機械化改善策については、前述のように店頭株式情報伝達システムが構築されたものの、日証協では、引き続き機械化改善は重要課題とされていた。そこで、一九八九年四月一九日の日証協理事会は「株式会社店頭市場の機械化改善策の骨子」について審議し、具体案の検討については、同業務委員会および証券業務のシステム化等に関する特別委員会の合同で取りまとめることを決定した。これを受けてワーキング・グループが設置され、検討が重ねられた結果、新システムが導入された。これが後の「JASDAQシステム」である。

なお、日証協はこのような措置を講ずる一方、店頭登録制度の運営管理を行うための費用の一部に充当するため、登録銘柄の発行会社から登録料および登録管理料を徴収することとした。

2 JASDAQの発足と展開…一九九一～二〇〇四年

(1) JASDAQの発足(一九九一年)

一九八〇年代の店頭市場の拡大を背景として、効率的な売買システムの構築が要請されるようになった。店頭市場で売買される株式は、取引所上場株式とは異なり、相対取引によって売買されることになるが、顧客から証券会社へ発注される売買注文の大半は、日本店頭証券株式会社に取次いで売買されていた。その際の発注や約定連絡はすべて電話で行われたため、円滑性や効率性などの観点からオンライン処理による売買システムの開発が進められた。具体的には、日本店頭証券の売買システムと日証協の店頭株式情報伝達システムとの両システムからなる株式会社店頭市場システム(JASDAQ: Japan Securities Dealers Association Quotation)が一九九一年一〇月から稼働することとなった。この売買システムとは、店頭登録銘柄、店頭管理銘柄および店頭転換社債について、証券会社と日本店頭証券との間の売買処理をオンライン・リアルタイムで行うシステムであり、情報処理システムとは、①登録ディーラーの気配および証券会社の売買値段の日証協への申告、②値段等の問い合わせに対する情報提供、③証券会社や情報会社等への店頭市況情報などをオンライン・リアルタイムで行うシステムである。また、このシステムの導入にともない店頭株価指数(JASDAQ INDEX)も開発された。

さらに、一九九一年一〇月に株券等保管振替システムが稼働したことに伴い、一九九二年一〇月から、店頭売買有価証券(ただし、店頭転換社債を除く)も保管振替制度の対象とされ、一九九四年三月末時点で保管振替に同意した銘柄は、四五二銘柄中四四四銘柄となった。¹⁾

(2) 行為規制などの制度整備（一九九一～二年）

店頭市場の拡大と相まって、店頭市場に対する行為規制の必要性が議論されるようになった。具体的には、証券取引特別部会は、一九九一年四月「店頭市場の行為規制の適用について」と題する報告書を取りまとめ、店頭市場における相場操縦的行為の禁止および内部者取引の禁止が提言された。

また、同報告書では、上記の行為規制の適用に関連した法令上の規定の整備を具体的に提言するとともに、日証協および証券会社における審査・管理等の充実についても提言された。

この報告書に基づく制度整備は、同年一〇月「店頭売買銘柄の登録及び値段の発表に関する規則」（公正慣習規則第二号）の一部が改正・施行により実施、また、証券取引法上の行為規制が店頭市場にも適用されることになったことに伴う所要の整備は、一九九二年七月「店頭売買有価証券の登録及び価格の公表等に関する規則」（公正慣習規則第二号）の一部が改正・施行により実施された。

なお、行為規制以外の制度整備も進められ、一九九〇年には、株券等の大量保有に関する開示制度については、店頭登録銘柄および店頭管理銘柄に対する五％ルールが適用されることとなった。

また、登録の審査体制により一層の強化・充実を図るため、一九九三年二月には「登録審査に関する研究会」が設置され、登録審査の方法、審査内容の充実策等について検討が重ねられた。その際、店頭登録銘柄の倒産事案において不正理事事件（アイペック事件）が発覚したことを受けて、登録審査の充実およびディスクロージャーの徹底が図られた。

図表5 店頭市場および上場市場の推移

(単位：千株、百万円)

年	店頭				東証2部				東証1部		マザーズ		A/E	B/F	C/G	D/H
	登録社数 (A)	時価総額 (B)	売買株数 (C)	売買代金 (D)	上場社数 €	時価総額 (F)	売買株数 (G)	売買代金 (H)	上場社数	時価総額	上場社数	時価総額				
1989	263	12,231,590	529,276	2,045,300	436	20,243,078	4,247,075	6,788,837	1,161	590,908,794	—	—	0.6	0.6	0.1	0.3
1990	342	11,824,916	1,065,583	6,040,841	436	14,076,248	4,064,606	10,356,200	1,191	365,154,865	—	—	0.8	0.8	0.3	0.6
1991	430	12,880,904	1,034,794	5,009,137	418	11,985,564	1,883,322	3,789,092	1,223	365,938,798	—	—	1.0	1.1	0.5	1.3
1992	436	7,943,210	436,581	1,082,521	422	8,477,823	969,308	1,229,110	1,229	281,005,655	—	—	1.0	0.9	0.5	0.9
1993	477	11,228,166	1,076,182	2,883,274	433	10,794,108	2,315,024	3,203,337	1,234	313,563,357	—	—	1.1	1.0	0.5	0.9
1994	568	14,558,324	2,221,462	5,371,517	454	16,251,524	3,382,085	4,838,344	1,235	342,140,944	—	—	1.3	0.9	0.7	1.1
1995	678	14,535,417	2,431,086	5,884,229	461	15,478,583	3,132,688	4,946,639	1,233	350,237,510	—	—	1.5	0.9	0.8	1.2
1996	762	14,904,429	2,412,234	5,889,601	473	11,193,232	4,000,592	4,795,330	1,233	336,385,108	—	—	1.6	1.3	0.6	1.2
1997	834	9,227,695	1,375,518	2,657,458	478	7,022,085	2,033,913	2,073,057	1,327	273,907,955	—	—	1.7	1.3	0.7	1.3
1998	856	7,742,438	1,244,054	1,552,739	498	7,397,556	1,602,803	1,390,305	1,340	267,783,547	—	—	1.7	1.0	0.8	1.1
1999	888	27,410,876	4,142,251	12,193,876	526	13,583,816	3,963,088	7,445,847	1,364	442,443,338	2	813,694	1.7	2.0	1.0	1.6
2000	886	10,283,273	3,457,403	11,432,759	579	7,134,378	4,548,672	5,660,021	1,447	352,784,685	29	635,663	1.5	1.4	0.8	2.0
2001	926	8,927,031	3,297,280	5,012,628	576	5,424,255	4,494,489	2,065,284	1,491	290,668,537	36	696,234	1.6	1.6	0.7	2.4
2002	939	6,983,484	4,153,545	3,668,323	581	4,427,006	5,811,576	1,979,378	1,465	242,939,136	43	494,506	1.6	1.6	0.7	1.9
2003	943	9,384,516	5,625,313	6,346,385	569	5,643,864	874,031	2,158,892	1,533	309,290,031	72	1,549,648	1.7	1.7	0.6	2.9
2004	944	12,355,628	10,749,746	12,568,059	559	7,770,202	1,833,846	8,177,226	1,595	353,558,256	122	3,226,339	1.7	1.6	0.6	1.5

(資料) 日本証券業協会および東京証券取引所の資料による。

(3) 店頭登録特則銘柄制度 (一九九五年)

一九九〇年代に入っても店頭登録銘柄数は、一九九〇年八月三〇〇銘柄、一九九四年五月五〇〇銘柄、一九九五年五月六〇〇銘柄となり、顕著な増加傾向を示した(図表5参照)。

このような状況を背景として、一九九五年一月、新規事業を実施する研究開発型企業等の資金調達促進に資するという目的の下、日証協会長直轄の「店頭登録基準検討等懇談会」および作業部会が設置され、現行の登録基準に特則を設けることについての検討が開始された。その結果、同年六月「店頭登録特則銘柄について」と題された報告書が公表され、新たに「店頭登録特則銘柄制度（フロンティア銘柄制度、第二店頭市場）」が創設された。⁽²⁾この提言に即して規則改正が行われ、一九九六年二月には、店頭特則銘柄第一号が登録されたが、制度の発足から一年以上が経過していたため、制度のあり方についてさらなる論議を引き起こす契機の一つにもなったといえる。⁽³⁾

(4) 店頭市場の位置づけの見直し（一九九七年）

九〇年代の店頭市場改革においては、産業構造改革やベンチャー育成の観点から改革案を提示した通商産業省（のちの経済産業省）の動きを看過することはできない。また、関係者へのインタビューによると、日証協は同省の動きを契機として店頭市場改革に取り組んだ面もあるとされるため、以下、同省の動向を含めた改革の動きを確認する。

同省は、一九八〇年代初頭からベンチャー育成の観点から店頭市場改革に注目しており、同省が関係機関の協力の下にとりまとめた報告書「研究開発型企業育成策研究会報告書―二一世紀を担う企業の育成振興を旨として」において、上場基準を見直しや店頭市場の整備を提言した。⁽⁴⁾その後、一九九〇年八月には同省および中小企業庁は「中小企業直接金融研究会」を発足させ、店頭市場についての規制緩和を検討するとともに、店頭登録株式の流通を活発にするため、全国の店頭市場のコンピューターネットワーク化計画についても翌年の実施を目的に検

討することが報じられている⁽⁵⁾。さらに、一九九四年五月には、通産大臣の諮問機関である産業構造審議会産業金融小委員会の中間報告において、資金調達環境の整備の一つとして、店頭公開市場の改善が盛り込まれ、登録認定の透明化、公開企業数の制限規制の緩和・撤廃などが提言され、翌一九九五年一月には、店頭登録制度の改革のあり方について産業界の意見を集約する「店頭登録制度改革ワーキング・グループ」を発足させ、大蔵省などに規制緩和を働きかけることが報じられた⁽⁷⁾。したがって、このワーキング・グループの設置は、前述の日証協の「店頭登録基準検討等懇談会」および作業部会が設置と軌を一にするものであり、店頭市場改革にかなりの影響力をもたらしたものと推測される⁽⁸⁾。なお、ここでは、店頭登録の「実質基準」が問題とされた。同ワーキング・グループが直近の一九九四年に店頭登録した企業を調査したところ、純資産は一〇億円以上であり、登録基準の二億円の五倍となっているほか、経常利益では一〇倍以上となっていることから、この登録基準が形骸化し、実際の登録には「実質基準」が存在しており、ベンチャー企業育成を遅らせる原因となっていることが指摘された⁽⁹⁾。

さらに、通産省は、先に導入された店頭登録特則銘柄制度が利用されにくく、この時点では一社の新規登録もないことから、一九九六年一月には、新たに「店頭登録制度改革ワーキング・グループ」（座長・伊藤邦雄一橋大学教授）を設置し、店頭市場の問題点の分析を開始し⁽¹⁰⁾、二月に中間報告が公表された。ここでは、マーケットメイカー制の導入が提言されている⁽¹¹⁾。

また、通産省のベンチャー資金調達環境整備研究会は、同年七月に店頭株式市場改革案を前面に打ち出し、流通性向上のために、マーケットメイカー制を導入し、証券会社が積極的に売買を行うことで株価形成を促進することや、オーナーが株を放出しやすい環境をつくり流通株式数を増やすことで、年金資金などの機関投資家の資金が吸収できる市場環境整備を提案した⁽¹²⁾。

一九九六年一月、当時の橋本総理は金融システム改革（日本版ビッグバン）の取り組みを開始したが、これに伴って翌一九九七年二月、通産省も産業構造審議会の産業金融小委員会も審議を再開した。審議項目は多岐にわたっていたが、ここにはベンチャー企業の資金調達に関連して、店頭登録市場の抜本的改革や未登録・未上場株式の流動性確保などが盛り込まれた。⁽¹³⁾ 同年六月、同小委員会は中間報告をとりまとめた。この中間報告書では、円滑なリスクマネー供給のための環境整備として、①店頭市場の活性化に向けたさらなる改革、②未登録・未上場株式への投資を促進する観点からの市場の整備、③ベンチャーへの資金供給源の多様化が掲げられ、このうち店頭市場については、流通性の向上による店頭市場の活性化が不可欠であるとした上で、公開価格決定方式を入札方式からブックビルディング方式に変更する必要があると主張するとともに、マーケットメイカー制度を支える借株制度導入や情報インフラ整備の必要性についても指摘している。さらに、店頭市場は取引所市場の補完的な位置づけとされているが、店頭市場の発展を期する観点からは、両市場を同等の存在として位置づけ、市場間の競争を促進することが必要であるとした。⁽¹⁴⁾

このような通産省の動きを受けて、一九九六年一月、日証協も業務委員会（委員長・藍沢基弥・藍沢証券社長）において独自に検討を開始し、同年六月「株式会社店頭市場の流通面における改善策等について」と題する中間的な取りまとめを公表した。その後、この趣旨に沿って、信用取引制度、発行日取引制度および借株制度の導入について実務面の検討が行われ、一九九七年三月、その検討結果が要綱として取りまとめられ、その後施行された（借株については六月施行、信用取引および発行日決済取引については九月施行）。同時に、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についても検討が行われ、同じく一九九七年三月に要綱として取りまとめられ、同年九月に施行された。ただし、ここでは主幹事証券会社が現行の入札制度を選択できるものとされた。

また、この間、証取審は、金融システム改革の趣旨を達成するために必要とされる証券市場改革案を作成すべく審議を重ねた結果、一九九七年六月「証券市場の総合的改革―豊かで多様な二一世紀の実現のために」を公表した。この報告書は、「漸進的規制緩和から抜本的市場改革へ」を基本的方向としており、投資対象、市場および市場仲介者にわたる広範な内容が含まれているが、店頭登録市場については、「取引所市場の補完との位置付けを見直すとともに、流通面の改善策を実施することにより、その機能の強化を目指す」とされ、未上場・未登録株の証券会社による取扱いについては、「取引の公正性確保のためのルール整備を図った上で認めることが適当」とされた。この未上場・未登録株の取扱いについては、日証協の規則において企業内容の開示および当該株式等の流通に関する必要なルールを定めた上で、一九九七年七月から投資勧誘等が解禁されることとなった。⁽¹⁵⁾

この証取審報告を踏まえて、日証協は店頭市場の抜本的な見直しに着手し、一九九八年七月「株式会社店頭市場改革の方向性について」を取りまとめた。この報告書は、冒頭に「株式会社店頭市場の広範かつ抜本的な改革」を標榜していることから明らかなように、その後の店頭市場のあり方に大きな影響を与えるものとなった。その具体的な内容は、以下の通りである。

まず、株式会社店頭市場の構造改革として銘柄区分の全般的な見直しが挙げられており、①現状の本則銘柄と特則銘柄のうち、特則銘柄については米国のナスダック市場の登録基準等を参考にしながら、会社の特質や成長過程に応じた登録基準の選択が行えるよう複数の区分を設ける、②流通市場の整備として、登録後一定期間が経過した後、売買高、値付率等を勘案し、流動性の高いグループとこれに該当しないグループとしての銘柄区分を設けるなど多段階の銘柄区分を設ける、③売買高および値付率等の数値が極端に低く公開会社としての役割が不明確になった銘柄については、登録取消を含めた措置を講じるとともに、登録取消となった銘柄の受け皿となる銘柄

区分を設ける、という内容となっている。

次に、流通市場における改善として、①マーケットメイカー制度の活性化、②日本店頭証券の位置づけの見直し、③一般貸借取引の整備と信用取引制度の見直し、④新インデックスの開発、⑤次期JASDAQシステムの開発、⑥売買停止措置の弾力的な運用、⑦時間外取引制度の導入、⑧受渡決済制度の見直し、である。

第三に、登録制度の改善については、①登録基準の見直し、②登録審査内容を見直し、③株式公開前規制の見直し、④店頭登録審査の取扱い、⑤申請手続等の簡素化、⑥登録取消基準の見直し、⑦新有価証券等にかかる登録基準の新設、である。

第四に、適時開示の充実および開示環境の改善については、①登録会社の決算短信の充実と四半期報告制度の導入、②アナリスト情報の活用、③ディスクロージャーシステムの充実、である。

第五に、株式店頭市場を巡る環境整備および市場参加者に対するサービスの提供については、①投資家啓蒙活動、②対外的な店頭市場PRの必要性、③登録銘柄の発行会社に対する様々なサービスの提供、④証券取引の電子化の進展に伴う対応、である。

最後に、その他法制度の整備等については、①法律改正等に関する要望¹⁶、②機動的な株式公開の実現と信頼のある市場作りの方策、③気配公表銘柄制度等の整備・拡充、である。

この報告書では、マーケットメイカー制に対する期待感が強いように思われるが、オークション制度の拡充は当時禁止されていた「市場類似施設」とされる懸念があり、マーケットメイカー制を取引所とは異なる市場属性として取り入れざるを得ない事情もあったと思われる。

これ以降の店頭市場改革は、この報告書に沿って進められることになる。これ以降の主な動向について時系列

でまとめると以下の図表6の通りである。

(5) ナスダック・ジャパンの創設

この時期に全米証券業協会（NASD）の運営するNASDAQとソフトバンクが「ナスダック・ジャパン」を創設し、二〇〇〇年六月から取引を開始したことは、店頭市場改革論議に対して相当な影響を与えたと思われる。

同市場は、一九九九年六月に公表され、メディアによっても大きく取り上げられた。同市場の目的として、米国のナスダック銘柄の円建て売買を可能にするだけでなく、日本の新興成長企業の株式も売買対象とすることが報じられたため、これによって既存の上場市場や店頭市場との市場間競争が高まることが予想される事態となった。

このような動きを受けて、一九九九年八月、日証協は、全米証券業協会との提携交渉開始や店頭株式市場の改革計画を発表した。この提携では、「双方の市場に登録する株式の価格などの情報を交換するほか、双方の店頭株をお互いの市場で取り引きすること」によって、ソフトバンクとNASDAQが計画している「ナスダック・ジャパン」に対抗すると報じられた。⁽¹⁹⁾

このナスダック・ジャパン構想に対しては、特に関西の経済界が強い関心を示し、大証との提携構想につながっていくこととなり、一九九九年二月には大証と全米証券業協会は包括的な提携関係を結ぶことで合意した。⁽²⁰⁾その後、ナスダック・ジャパンは、市場開設に向けて様々な取り組みを進め、既存の取引所および店頭市場との市場間競争が進展することになる。特に、既存の店頭公開会社に対して上場誘致を行い、一部には移行の表明もみ

図表6 「株式会社店頭市場改革の方向性について」（1998年7月）以降の動向

1998年7月	市場運営委員長の諮問機関として株式会社店頭市場における流通制度、登録制度およびシステム構築などの5つのワーキンググループ設置
同年11月	マーケットメイカー制度を導入するための関係諸規則の改正および説明会開催
同年11月	日本証券業協会インターネット開示システム（JDS）稼働開始
同年12月	マーケットメイカー制度の試験的導入
同年12月	登録基準の見直し（本則銘柄と特別銘柄の区別の廃止）
同年12月	日本店頭証券がジャスダック・サービスに改組
1999年6月	公開前規則の緩和
同年7月	JASDAQ-Bloomberg Indexの算出・公表開始 ⁽¹⁷⁾
同年9月	マーケットメイカーのリーブオーダー制度実施
1999年8月	JASDAQ市場運営諮問会議設置
1999年8月	店頭市場改革「市場改革の行動計画」を公表
1999年11月	日証協事務局内に店頭市場プロモーション室を設置し、店頭市場のプロモーション活動（ポスター、リーフレット、テレビCMなど）を本格化
2000年2月	JASDAQ売買システム稼働時間外取引制度を導入
同年2月	登録基準の見直し実施
同年3月	「株式会社店頭市場の運営組織見直しのための特別委員会」を設置
同年3月	JASDAQマーケットメイクスシステム稼働
2000年4月	「市場改革の行動計画Ⅱ」公表
2000年8月	店頭登録会社株価・企業情報検索システム（TIRS：ティルス）稼働
2000年10月	店頭登録会社の情報開示が東証TDnetと連携
2001年2月	市場運営機能をジャスダックに委託
同年5月	JASDAQシステムの全面リプレースを実施
2002年4月	J-Stock銘柄を選定し、J-Stock Index算出開始
同年6月	「四半期開示促進について」公表
2003年2月	「JASDAQ市場の在り方に関する研究会」設置
2003年5月	新しいマーケットメイク制度の導入（裁量執行環境の提供）
2003年6月	JASDAQ市場の在り方に関する研究会、「JASDAQ市場の在り方について」取りまとめ
2003年8月	JASDAQ市場の運営及び機能の効率化等に関するWGを設置
同年10月	「JASDAQ市場の運営及び機能の効率化等に関する今後の方向性について」公表
2003年11月	「JASDAQ市場の在り方に関する研究会PARTⅡ報告書」取りまとめ
同年12月	「JASDAQ市場におけるIR活動の推進について」公表
2004年4月	制度信用取引および貸借取引導入
2004年4月	店頭登録（JASDAQ上場）会社のIR活動を制度化
同年6月	「株式会社ジャスダック証券取引所の創設に関する基本要綱」公表
同年12月	ジャスダックが証券取引所免許を取得し「株式会社ジャスダック証券取引所」に商号変更

（資料）日本証券業協会の資料により作成。

られたことは、既存の店頭市場にとっては看過できない事態であったと思われる。⁽²¹⁾

大証とナスダック・ジャパンは、同年四月に開設に向けて最終的に合意し、前者が決済システムなどを含め市場運営全般を担い、後者が取引システムの開発、マーケティングなどを担当することとなった。⁽²²⁾ 他方、この間に多数の企業がナスダック・ジャパンでの公開を表明した。⁽²³⁾ 同市場は、同年六月一九日から取引を開始したが、上場八社のうち二社は店頭銘柄から移行した銘柄であった。⁽²⁴⁾

ナスダック・ジャパンは、多くの注目を集めるとともに新規上場は着実に増加した。⁽²⁵⁾ その一方、取引システムの構築・維持に必要な設備投資資金が数十億円規模に膨らみ、経営を圧迫するという事情も抱えていたことから、二〇〇二年二月には翌二〇〇三年三月末を別途としたジャスダック市場との統合協議が開始されることになった。当時は、ジャスダック側も株式市場の低迷によって赤字が続き、システム投資の負担が大きかったといわれている。⁽²⁶⁾ その後もナスダック・ジャパンの上場社数は増加し、同年七月には一〇〇社に達する規模となったもの⁽²⁷⁾、同年八月にナスダック・ジャパンは上場企業の誘致などの営業活動停止を突然に発表し、結果的にNASDは大証との提携を解消した。これによって、二〇〇二年一二月、ナスダック・ジャパンは大証ヘラクレスとして始動することとなった。⁽²⁹⁾

(6) JASDAQ証券取引所開設(二〇〇四年)

わが国の株式市場は、一九八九年末に最高値をつけた後、右肩下がりにより株価は推移し、「バブル崩壊」といわれる時期を経験することになるが、そのような状況下において店頭市場は、前述のような諸施策を背景として、拡大傾向を示した。特に、東証二部と比較すると、登録社数では一九九一年以降一貫して、東証二部を上回り、

ジャスダック証券取引所開設直前の二〇〇三年末時点では九四三社となり、東証二部の五六九社を大きく上回った。また、時価総額でみると一九九六年以降は東証二部を上回り、一九九九年には二倍に達している。さらに、売買株数では一九九九年だけは東証二部を上回ったが、それ以外は概ね六〇八割程度で推移したものの、売買代金では東証二部をかなり上回っている。これは人気のある値嵩株に売買が集中していたことも一因となっているものと思われる(図表5参照)。³⁰⁾

このような市場拡大とともに、市場の利便性を巡る議論も高まるとともに、証券市場のグローバル化に伴う市場間競争が注目されるようになり、さらなる改革が求められるようになった。なかでも証券取引所の株式会社化は、特に関心の強い課題であった。

まず、二〇〇〇年二月に金融審議会が「証券取引所等の組織形態の在り方について」と題する報告書を公表し、店頭市場の運営についても株式会社組織の活用を検討する必要がある旨の提言を行ったことから、同年三月、日証協は「株式会社店頭市場の運営組織見直しのための特別委員会」を設置した。その設置要綱には、「株式会社店頭市場の開設者である本協会が、市場運営の責任者として、基本的な役割を果たすことを前提に、株式会社に業務を委託することにより、株式会社店頭市場運営の機能を一層向上させる方向で検討する」ことが設置目的として掲げられていた。

同特別委員会は、同年六月「株式会社店頭市場の運営組織見直しに関する中間報告」(PART I 報告書)を公表した。同報告書では、株式会社機能の具体的な活用方法として、従来から協会の市場運営業務の一部を業務委託している(株)ジャスダック・サービスを引き続き活用した上で、市場運営会社の自主性・経営判断を極力尊重するという方向性が示されるとともに、証券取引法で許容される範囲において、市場運営業務をできる限り大幅に市場

運営会社に委ねることが適当であるとされた。また、同報告書では、市場運営会社の株主構成について、市場開設者として一定の発言権を有する必要性があることから、協会による一定の株式保有が望ましいとするとともに、最新鋭システムの導入等の資金調達のためには、新たな出資者の参加を求める必要があることから、出資者の範囲についても具体的な検討が行われている。その範囲は、既存の株主である会員証券会社のみならず、市場参加者、発行会社、機関投資家、ベンチャー・キャピタル、コンサルタント機関、金融機関、商社等に及んでいる。さらに、株式公開のプロセスも提示し、当初は第三者割当によって幅広い出資者から出資を集めた上で、早期に収益性を確立した上で株式公開を行うことを掲げている。

同中間報告書の結論に沿って、同年一〇月に日証協理事会において、市場運営業務をできる限り市場運営会社に委ねることが基本的に了承され、同年一二月の理事会において店頭登録資料確認業務・ディスクロージャー関連業務等を委託するための規則改正を行った上で、二〇〇一年二月より市場運営業務を（株）ジャスダックに移管した。なお、同社は、経営基盤を盤石なものにするため日証協に対する第三者割当増資を行ったことにより、協会の保有する株式は同社発行済み株式総数の七〇％となった。

その後の店頭市場については、市場機能を巡る議論の進展がみられた。つまり、市場が拡大したにもかかわらず、証券取引法上の店頭売買有価証券市場という制約のために証券取引所が有する先物市場や立会外分売などの機能を具備することができず、機能面の利便性が取引所に劣後することに対する問題意識が高まったことから、二〇〇三年八月、日証協は「JASDAQ市場の運営及び機能の効率化等に関するワーキング」を設置し、議論が重ねられ、同年一月「JASDAQ市場の在り方に関する研究会PARTII報告書」を公表するに至った。

同報告書の提示した基本理念は、「わが国のビジネスモデルに特徴のある企業、成長・ベンチャー企業、投資

家及び市場関係者に対し、マーケットメイク制度を通じた最適な発行・流通市場を通して、円滑な資金調達・運用の機会を提供するとともに、仲介証券会社が積極的な役割を果たすことのできる市場の構築を目指す」というものであり、①ビジネスモデルに特徴のある企業、成長・ベンチャー企業を中核とする市場、②マーケットメイク制度を中核とする市場、③取引所化により多様な商品・取引制度の提供およびアジア各国の新興市場と提携した国際的市場の実現、という三つの市場コンセプトが掲げられている。同報告書では、先のPARTI報告書の検討結果を踏まえた上で、論点整理が行われ、①取引所化による市場機能の強化、新商品の導入および上場審査の一層の充実を通じた市場クオリティの向上並びに利便性の高い市場の構築、②マーケットメイク制度を中核とする特長ある市場づくり、③上記二点を通じた市場コンセプトの確立によるブランド戦略の必要性、④(株)ジャダックの経営改善の必要性および新たなビジネスラインの構築という四つの方向性が提示され、結論として「JASDAQ市場が取引所市場となることにより、競争力のある市場構築の観点から、必要なインフラを基本理念に沿って整備する」および「JASDAQ市場を法的に独立した取引所市場とし、日証協から独立した自主性のある経営主体とすることにより、機動的な意思決定を通じた上場政策等の市場コンセプトを確立する。また、JASDAQ市場は、資本市場における公的機能を有するため、その運営については、透明性・公正性・健全性を維持する観点から、外部からのチェック機能が十分に働くよう配慮する」ことが示された。⁽³¹⁾

この報告書の提言を受けて、協会は二〇〇四年六月「(株)ジャダック証券取引所の創設及び当該創設に伴う本協会規則の見直しについて」を公表するとともに、同年九月にはパブリックコメントを募集した。このパブリックコメントの結果を踏まえて、「店頭売買有価証券市場に関する諸規則の廃止について(理事会決議)の制定について」を公表し、二月二三日付でJASDAQ市場(店頭売買有価証券市場)は廃止され、新たに(株)

ジャスダック証券取引所が開設された。

なお、急速に取引所開設に向かって議論が進展していった背景について、当時の関係者へのインタビューなどを総合すると下記のような背景があったとされる。

まず、JASDAQ市場の運営コストの負担が大きなものとなった点が挙げられる。つまり、市場規模が拡大していく中、市場運営に従事する職員数増加が余儀なくされたことやコンピュータ・システムに係る初期費用および維持・補修費の増加とともにかなりのコスト負担が必要になり、これを協会の内部資金だけで充当するのが難しくなった。そのため大手証券会社や関係機関などからの支援を仰がざるを得なくなったが、それにも限界があった。

次に、店頭市場が取引所市場に比べ流通市場としての機能面での利便性が低いという点である。前述のように、証券取引法上の店頭売買有価証券市場という制約のために証券取引所が有する先物市場や立会外分売などの機能を具備することができず、信用取引についても制度信用取引が利用できず、市場としての機能面の利便性が取引所に劣後する状態であった。

第三に、市場間競争の進展という点である。特に東証マザーズが拡大するとともにナスダック・ジャパンが登場したことは市場間競争を激化させた。さらに、地方証券取引所も相次いで新興市場を開設したことで競争は一層激化した。その際、各地の証券会社や業界が地元の証券取引所を支援する場合も見られ、JASDAQへの支援が得られにくくなった面もあった。

これらの要因が重なり合って、JASDAQの取引所化に向けた機運が急速に膨らみ、証券業界からも特段の異論や反対意見は出ず、取引所開設へと進展した。

まとめ

ここでは、「新店頭市場」の展開からジャスダック取引所の開設までの約二〇年間（一九八三年～二〇〇四年）の推移を概観し、かつて店頭売買承認銘柄制度が二部市場に移行したのと同様に、店頭市場が取引所市場に再編され、八非上場市場→取引所Vというパターンが繰り返されたことを確認した。以下、両者の共通点と相違点を考察する。

まず、第一のサイクルと第二のサイクルの共通点としては、以下の点が挙げられる。

①市場規模の拡大…第二のサイクルでは、一九八三年の証取審報告書を契機として、その後の店頭市場が拡大し、二部市場を上回る市場規模を有するに至ったことである。このような市場規模の拡大は、第一のサイクルと共通しており、このような市場規模の拡大なしには取引所化はあり得なかったと考えられる。

②迅速な取引所化…取引所二部市場開設も短期間で結論が示され、二部市場が開設されたのと同様に、ジャスダック取引所も短期間の議論のうちに取引所が設立された。いずれの場合でも、行政や業界などのアクターからの強い抵抗がなく、むしろ一致して取引所化が推進されたことが迅速な取引所化の要因と考えられる。

③取引所移行に対する評価…二部市場開設後の市場は「二部ブーム」といわれるような活況であったことが知られているが、ジャスダック取引所開設後も銘柄数は増加するとともに、市場機能も向上したことが評価されており、市場関係者からの否定的な評価はみられず、取引所化に関して肯定的に受取られたと思われる。

次に、両者の相違点としては、以下の点が挙げられる。

①問題の所在…第一のサイクルでは、店頭市場の管理・運営のあり方が問題とされた。つまり、店頭市場が拡大したことによって、当時の証券取引法によって禁止されていた「市場類似施設」とみなされ、法的な問題となる

ことが懸念されたのに対し、第二のサイクルでは、市場としての利便性が低いことが問題視され、より利便性の高い市場を目指すことが課題とされた。ここでは、取引所化の基本となる問題意識は両者間で大きく異なっていた。

②コスト要因…第一のサイクルでは、店頭市場の運営に係るコストの問題が取り上げられたという形跡はみられない。むしろ店頭市場の管理・運営は、当時の証券業協会の重要な使命であり、そのコストが表立って取り上げられることはなかったと思われるが、第二のサイクルでは、JASDAQシステムの導入などシステム関連の費用負担が大きくなり、それが課題となった点が異なっている。

③背景的政策課題…第一のサイクルで取り交わされた論議をみると、当然のことながら国際競争力強化といった政策課題が議論の俎上に挙げられることはなく、議論はあくまでも証券界の問題として進められたのに対し、第二のサイクルでは、金融ビッグバンに象徴されるように、グローバル化の進展を背景として、ベンチャー育成や金融における競争力強化といった政策課題が重視され、議論の枠組みそのものが異なっている。

以上のように、第一のサイクルと第二のサイクルでは、△非上場市場↓取引所▽というパターンは共通しているものの、その要因や背景は大きく異なっている。

さらに、ジャスダック取引所開設以降、非上場市場では一九九七年にグリーンシート制度が創設され、その後これは、二〇一五年に創設された株主コミュニティ制度に取って変わられるわけであるが、この展開については別稿に期したい。

「謝辞」本稿を作成するに際して、日証協から貴重な資料を提供していただくとともに、関係者の方々から様々なご助言やご教

示をいただきました。厚く御礼申し上げます。また、本稿は、桃山学院大学共同研究プロジェクト（二三連二九五…デジタル・ファイナンスによる地域活性化の可能性Ⅱ）の成果の一つです。同プロジェクトによる支援に厚く御礼申し上げます。

注

- (1) 日証協『平成四年度事業報告書』、四七頁。
- (2) 同制度の創設に関する議論については、堀越健男「店頭登録特則銘柄制度の創設について」『証券業報』一九九五年七月、一〇〇～二〇頁、参照。また、当時の日証協副協会長・関要氏は、このような制度が創設される背景として、以下の四点を指摘している。①「製造業の空洞化」問題があり、新規ビジネスの育成が大きな課題となり、そのためには株式店頭市場の活用が重要となること、②競争促進策という面から規制緩和が政策課題となっており、株式店頭市場へのアクセスについても見直し論議が浮上してきたこと、③株式市況が低迷する中で、相対的に株式店頭市場が活況であったことから、証券市場の活性化策として店頭市場に取り組みたいという問題関心があったこと、④米国NASDAQ市場の活況や英国のAIMをはじめとする欧州の動向からも株式店頭市場に対する期待が高まったことである。関要「店頭登録特則銘柄制度の新設について」『証券業報』一九九五年八月、二七～二九ページ、参照。
- (3) 同制度の登録第一号は、業務用ソフト開発のエーティーエルシステムズ（甲府市）であった。「動き出す第二店頭株市場（上） 来年にも一〇社公開―赤字VB、積極活用」『日本経済新聞』一九九六年一月二八日、朝刊、一五頁。
- (4) 「研究開発型企業育成策研究会報告書―二世紀を担う企業の育成振興を旨として」財団法人研究開発型企業育成センター研究開発型企業育成策研究会、一九八一年、参照。なお、同報告書の背景的な状況については、「ベンチャー育成へ躍り出た株式店頭市場改革論『次世代の大企業を生む』と通産省が火付け役」『日経ビジネス』一九八一年一

一月三〇日、二二七―二二〇頁、参照。

- (5) 「通産省・中小企業庁、店頭登録の緩和検討―中小企業金融研を設置」『日本経済新聞』一九九〇年八月三〇日、朝刊七頁、参照。

- (6) 「産構審基本問題小委報告の要旨」『日本経済新聞』一九九四年五月三〇日、朝刊三頁、参照。

- (7) 「店頭登録制度改革、産業界の要望募る―通産省が作業グループ」『日経金融新聞』一九九四年二月二九日、三頁、参照。

- (8) 「通産、店頭市場改革に満足感―強気の要求、次々通る」『日経金融新聞』一九九五年七月三日、によると、通産省は大蔵省および日証協との折衝を繰り返し、「実質基準は存在しない」ということを確認することで合意を得るとともに、「特別の対象となる研究開発型企業の条件の交渉では日証協が対売上高研究開発費比率を一〇%にする案を提示した。これに対して通産省は三%を主張、大蔵省は間をとって五%案を提示した。通産省が三%を主張した根拠は四月に施行した中小創造法で研究開発型企業の認定条件を研究費比率三%としていたためだ。大蔵省も法案調整の過程で一度認めたものだけに、通産省に歩み寄らざるを得なかったようだ。」(二頁)

- (9) 「通産省、店頭登録基準の形がい化―研究会設け調査」『日本経済新聞』一九九五年二月一日、朝刊七頁、参照。

- (10) 「通産が研究会、第二店頭株市場活性化策など探る」『日経産業新聞』一九九六年一月一〇日、二頁。

- (11) 「店頭市場の改革を提言、通産省―「需要予測」方式など」『日本証券新聞』一九九六年三月一日、一四頁。

- (12) 「店頭市場、年金資金の流入、本格化へ道半ば―流動性の向上課題」『日本経済新聞』一九九六年七月二九日、一四頁。

- (13) 「日本版ビッグバン、大蔵主導けん制、通産省―産構審金融小委を再開」『日本経済新聞』一九九七年一月一九日、三頁。

- (14) 通商産業省産業政策局産業資金課編『通商産業省版ビッグバン構想―産業構造審議会産業資金部会産業金融小委員会中間報告書』通商産業調査会、一九九七年、一一二頁、参照。
- (15) 未上場・未登録株式（店頭取扱有価証券）の地理扱いスキームについて、①ディスクロージャーについては、証券取引法上の継続開示会社においては、有価証券報告書等によることとし、それ以外については当該株式の投資勧誘を行う際に、公認会計士の監査がなされた財務諸表等の投資情報の提示が義務付けられた。②価格情報の提示については、証券会社が投資勧誘等にあわせて気配情報を継続的に店内等で提示することとし、また、証券会社の店外で気配を提示する場合には、提示する価格情報について当該情報の素性（その提示者の所在、名称、当該気配の提示時点等）を協会ルールで義務付けることとされた。
- (16) 具体的には、商法上、店頭株式の評価方法に差異が設けられていること、また税法上店頭株式の評価損に対する損金算入において上場銘柄に比して不利な規定となっていることなどが指摘されている。
- (17) 従来のJASDAQ INDEXが登録銘柄全銘柄を対象とする時価総額加重平均方式であり、流動性の面で幅のある市場実勢を必ずしも的確に反映していないとの指摘があったことから、この指数は時価総額と売買代金によって構成銘柄を選定したうえで、修正平均株価方式により四種類の指数を算出するものである。
- (18) 『ナスダック・ジャパン』創設発表、米の五〇〇〇銘柄、円建て取引『日本経済新聞』一九九九年六月一六日、朝刊一頁。
- (19) 「ナスダックジャパンに対抗、日証協、ナスダックと提携交渉―店頭株市場の改革促進」『日経金融新聞』一九九九年八月二六日三頁、参照。なお、この記事では、当時の副協会長の関要氏のインタビューが掲載されている。そこでは以下の点が報じられている。①ナスダック・ジャパン構想の発表後、従来からのパイプを活用して意見交換を続けて

いた。提携はどちらからというのではなく、お互いに同じ気持ちがあったということ、②NASDAQ銘柄の情報提供の規模について、大ぶろしきを広げるのではなく、最初は数銘柄から始める。まずは一般の投資家に外国株に関する情報提供、③外国株の情報提供はナスダック・ジャパンの支援になるのではないかという質疑に対して、ライバル関係がどうのこうののではなく、一般の投資家に外国株式への関心を持ってもらうには着実に努力していく。協会の重要な仕事でもある。結果的にライバルになったとしても意識しない、④NASDAQはソフトバンクと日証協に二股（ふたまた）をかけることになるのかという質疑に対して、どちらがいいかはNASDAQが判断することだ、⑤店頭株式市場の改革はナスダック・ジャパンを意識した結果かという問いに対して、市場改革のスピードが早まっている。市場間競争が激しくなるなかで、これまで打ち出した改革では不十分と認識している。

(20) 「大証・NASDAQ、ナスダックジャパン、世界の新興株取引可能に―六月末開設合意」『日本経済新聞』一九九九年一月二四日、夕刊一頁。

(21) 「ナスダック・ジャパン、店頭三〇社集め、きょう説明会」『日本経済新聞』二〇〇〇年四月六日、朝刊一八頁。

(22) 「ナスダック・ジャパン、大証と開設調印」『日本経済新聞』二〇〇〇年四月九日、夕刊一頁。

(23) 「ナスダック・ジャパン上場予備軍、八割が最終黒字」『日本経済新聞』二〇〇〇年六月一五日、朝刊一六頁は、帝国データバンクの調査では、上場予定の企業は七四社であり、そのうち五五社は経常黒字、五九社は最終黒字を確保しており、一〇億円以上の経常利益を計上している企業が四社ある一方、赤字の企業も一〇社あるが、一億円以上の経常赤字を出している会社はないと報じている。

(24) 「新興株市場ナスダック・ジャパン、落ち着いたスタート―まず八社が上場」『日本経済新聞』二〇〇〇年六月一九日、夕刊一頁。

- (25) 「ナスダック・ジャパン設立から一年―上場社数、着実に拡大」『日経金融新聞』二〇〇一年五月一日、一頁。
- (26) 「新興株ニ市場統合、店頭とナスダック・ジャパン―来春めど検討、運営を効率化」『日本経済新聞』二〇〇二年二月二七日、朝刊一頁。
- (27) 「ナスダック・ジャパン、上場一〇〇社に」『日本経済新聞』二〇〇二年七月八日、夕刊一頁。
- (28) 「ナスダック・ジャパン、営業停止きょう発表、取引は継続」『日本経済新聞』二〇〇二年八月一六日、朝刊一頁。
- (29) 「ナスダック・ジャパン改称―大証へラクレス」、きょうスタート」『日本経済新聞』二〇〇二年二月一六日、朝刊一頁。
- (30) その代表格はヤフーであろう。一九九七年一月に株式公開した同社の初値は二〇〇万円だったが、二〇〇〇年二月二二日には、一億六七九〇万円をつけた。「日本株史上最高値、ヤフー、一億六七九〇万円」『日本経済新聞』二〇〇二年二月一九日、夕刊、二頁、参照。
- (31) 日証協市場運営委員会「JASDAQ市場の在り方研究会 PARTII 報告書（JASDAQ市場の運営及び機能の効率化等に関するワーキング）（JASDAQ市場の運営及び機能の効率化等に関する今後の方向性について）」二〇〇三年一〇月一七日、二二頁。
- (32) 拙稿「二〇二二a」「非上場株式市場と取引所第二部開設」『証研レポート』（日本証券経済研究所・大阪研究所）、No. 一七二四、二〇二二年二月、一～二八頁、参照。

参考文献

・拙稿「二〇二二a」「非上場株式市場と取引所第二部開設」『証研レポート』（日本証券経済研究所・大阪研究所）、No. 一七

二四、二〇二二年二月、一～二八頁

・拙稿「二〇二二b」「大阪における店頭売買承認銘柄―昭和二〇～三〇年代の非上場株式市場」『証研レポート』（日本証券経済研究所・大阪研究所）、N°．一七二七、二〇二一年八月、一〇～三三頁

・拙稿「二〇二二c」「東京における店頭売買承認銘柄―昭和二〇～三〇年代の非上場株式市場」『証研レポート』（日本証券経済研究所・大阪研究所）、N°．一七二八、二〇二一年一〇月、八～三三頁

・拙稿「二〇二二」 「名古屋における店頭売買承認銘柄―昭和二〇～三〇年代の非上場株式市場」『証研レポート』（日本証券経済研究所・大阪研究所）、N°．一七三一、二〇二二年四月、一一～三七頁

・拙稿「二〇二三」 「取引所二部開設と店頭売買銘柄登録制度―株式店頭市場の歴史的考察―」『証研レポート』N°．一七四〇、二〇二三年一〇月、一～三〇頁

（まつお じゅんすけ・桃山学院大学教授）