

## 株式店頭市場の改革

内田 ふじ子

わが国の株式市場はバブル崩壊後の低迷から抜け出せずにいるが、とりわけ店頭市場の凋落ぶりが深刻となっている。わが国の店頭市場は株式の流通量が少ないため価格形成が円滑に行われない（流動性が低い）という最大の問題点を抱えている。

そのため、店頭市場発足以来様々な改革が行われて全体として東証二部を上回る規模となっても、機関投資家に敬遠される厚みのないリスキイな市場となっている。本年七月に、店頭市場の運営主体である日本証券業協会が具体的な改革案「株式店頭市場改革の方向性について」を発表

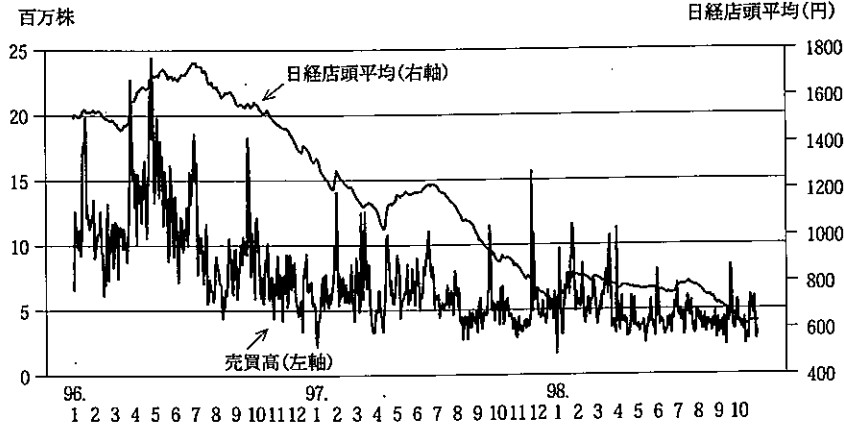
し、それらが一二月から順次実行に移されることになった。本稿では、店頭市場の流動性に焦点を絞って協会の改革案とその背景をレポートした。

### 店頭市場の現状

店頭市場の平均株価指数である日経店頭平均は、九〇年七月九日に最高値（四、一四九・二〇円）を記録したあと、九八年一〇月末には六二七・〇〇円と八割強の下落率となっている（東証一部や二部のピークからの下落率はそれぞれ六割、

図2 店頭登録銘柄売買高

1996年1月4日～1998年10月30日、日別

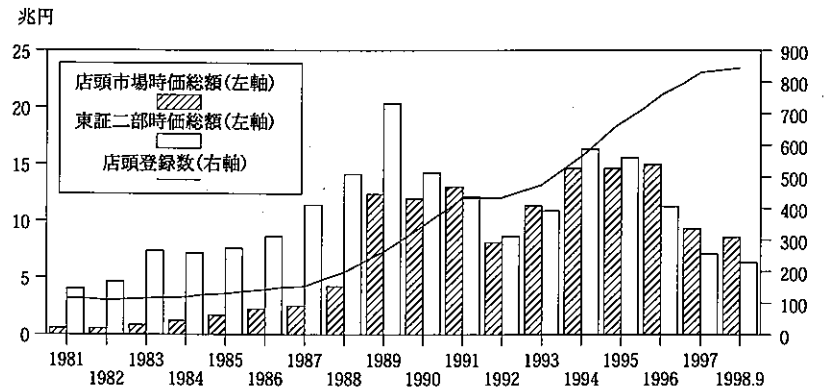


七割強)。とくに九六年七月以降はほぼ一本調子で下げ、本年一〇月には八三年一月の同指数の算出開始以来の最安値（八三年二月一五日の六四九・一一円）をも割り込んだ。登録会社数は年々着実に増加しているにもかかわらず、時価総額はピークの半分となり、売買高、売買代金も低迷している。九六年の一日平均売買高は約九七七万株だったが、九七年は五六一万株に激減し、さらに今年になってからは一日三〇〇万株を割り込む日も目立っている（図1、2）。

このような店頭市場の低迷の原因としては、内需依存型の非製造業が多いため個人消費の落ち込みなど長期景気低迷の影響を受けて業績を悪化させている企業が多いこと、昨年までの四年間一〇〇社を超える新規公開があったうえ、九六年にエクイティファイナンスが盛んに行われて需給バランスが崩れたこと、企業の経営破綻が相次いだ

図1 店頭登録市場の規模

1981年～1997年末、98年は9月末



月末ベースの時価総額のピークは18兆8千億円（91年5月）

ため、売買の多くを占める個人投資家が経営基盤の脆弱な店頭株への投資に慎重になっていること、などがあげられている。しかし、わが国の店頭市場の活性化を阻んでいる最大の原因は株式の流通量が少ないため値付き率が低いことにある。今年一～八月についてみると、東証一部、二部の月間平均値付き率はそれぞれ九六～九八%、七〇～八〇%であるのに対して、店頭登録銘柄では営業日数一六五日のうち一〇〇日以上（六〇%以上）値がついたのは四一%にすぎず、五〇日未満しか値がつかなかったのが二〇%もある。その背景として、取引所市場との関係や売買の方法、公開制度のあり方など、店頭登録市場の構造的な問題点が指摘されている。

## 店頭市場の位置付けについて

わが国の店頭登録企業は上場志向が強く、成長した優良企業は取引所へ取引市場を移す傾向がある。とくに取引所の上場基準が緩和された九六年以降は店頭市場経由で取引所に上場する企業が急増し、昨年は過去最高の二八社となった。日本経済新聞社が主要店頭企業一五〇社を対象に今年一〇月上旬に行った調査でも、日本証券業協会の市場改革に八割が期待すると答えているものの、取引所への上場を計画している企業は七四%、そのうち「店頭市場改革が進めば店頭市場にとどまる」と答えた企業はわずか一九%であり、四九%が「とどまらない」と答えている。(日本経済新聞一〇月二十九日)店頭市場を取引所上場までの予備的市場とする傾向は、八三年六月の証券取引審

議会報告書で示された基本認識に依っている。同報告書では、「店頭市場は、基本的には、ひきつづき取引所市場の補完的機能を果たしていくことが適当であり、上場基準を満たした企業は取引所市場に上場することが望ましい」としている。

当時は店頭市場の規模も小さく、各種制度も整っていないかったため、投資家保護の徹底および自己責任原則の確立という観点から、店頭市場を未熟なりスクの大きい市場であることを周知徹底させる必要があったのである。その後、店頭市場では規制緩和の結果転換社債や新株引受権付社債の発行等資金調達手段も多様化されたため登録企業も増加し、また、株式会社店頭市場機械化システム(JASDAQ)の導入等により市場機能も強化され、流通市場の規模においても東証二部市場に匹敵するものとなった。さらに、株価操作やインサイダー取引規制等不公正取引規制も店頭市場に適

用されるようになった。このような現状から、今回の改革に先立ち、昨年六月の証取審総合部会最終報告書では、従来の店頭市場の位置づけについての基本認識を見直し、取引所の予備的市場ではなく、並列的、競争的市場として位置づけることが明記された。店頭市場がマーケットメイク機能(証券会社による流動性供給機能)を活用した相対売買という取引所市場にはない独自性を発揮し、取引所との健全な市場間競争を通じてともに公正で効率的な使い勝手のよい市場になることが期待されることとなった。そして、その独自性を強化するための改革が行われようとしているのである。

## 日本店頭証券の存在とマーケット

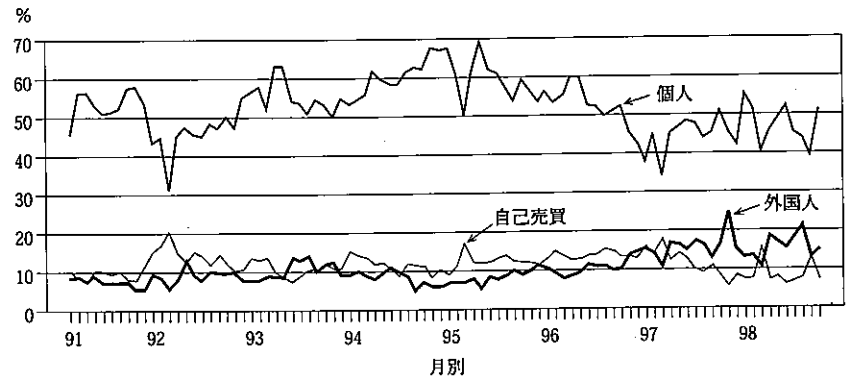
## メーカー制度

前述したように、規制緩和や各種制度整備の結

果、資金調達手段などで店頭登録企業は上場企業とほとんど同じ条件下にある。そのうえ取引の九割が日本店頭証券を通じて取引所と同様のオークション方式で執行されており、店頭市場と取引所の違いは登録基準と上場基準の違いだけということになる。日本店頭証券は、価格の平準化と株式流通の円滑化を図ることを目的に七六年六月に全国の証券会社一八七社等の均等額拠出で創設され、以後証券会社間の店頭株の需給統合の場として機能してきたが、オークション制度をとっているため、発行済み株数が少ない店頭銘柄は値付き率が低くなりがちとなっている。流通量の少ない店頭銘柄の売買には証券会社と投資家の相対売買が適しており、とくにマーケットメーカーを伴う相対取引であれば、マーケットメーカーが提示する気配値で取引が執行されるので、規模の小さい銘柄でも取引の成立が容易となる。したがって店頭

市場の流動性を高めるためにはマーケットメーカーの存在が不可欠である。八三年一月にナスダックのマーケットメーカー制度に倣った登録ディーラー制度が導入されたが、登録ディーラーの証券会社にとって収益が上げにくい制度上の制約があったり、ナスダックのマーケットメーカーほど厳しい義務もないため<sup>(注1)</sup>ほとんど機能してこなかった。総合証券の総売買高に占める投資部門別のシェアをみると、証券会社の自己売買は一〇%前後で推移しており、近年では外国人よりも小さくなってきている。(図3) 証券業務を取り巻く環境が厳しいこともあって、証券会社は自己勘定で取り引きするのを避け、日本店頭証券に注文を取り次いでいるのが現状となっている。マーケットメイク業務は価格変動リスクなどの負担を伴うので、少なくともリスクに見合うメリットが見込まれない限り証券会社のインセンティブは喚起され

図3 投資部門別売買高構成比  
1991年3月～1998年9月



単位数ベースの売りと買いの合計。総合証券総売買高に対する比率。

ないであろう。昨年相次いで導入された借株制度や発行日取引、信用取引制度は、十分機能すれば流動性を高め、マーケットメーカーのリスク負担を軽減することができる。また、マーケットメーカーによる収益機会を広げるため、これまで行われていた値幅制限を原則廃止したり、証券会社が提示する売りと買いの価格差にも制限を設けないなどの規制緩和措置も施された。登録ディーラー制度に代わるマーケットメイク制度は、一月から試験的に導入される。まだ業務開始の意向を表明した証券会社や対象銘柄は少ないが、ナスダックのように複数のマーケットメーカーが競って相対取引に応じ、値付け業務が強化されれば、流動性が高まり、取引所のない独自の機能を持った店頭市場の活性化につながる。

一方、日本店頭証券は、一月一日の証券取引法の改正により、現在行っている取次業務が証券

業務として認められなくなるため、証券業務の免許を返上し、一般事業会社「ジャスダック・サービス」として日本証券業協会から業務委託を受けるかたちで、マーケットメイク対象銘柄以外の銘柄についてこれまで通り売買仲介を行うことになっている。(日本経済新聞五月二〇日、日刊工業新聞八月二日)

### 流動性を重視した新たな登録基準と登録取消基準

一月一日に第二店頭市場(店頭特則市場)が本則市場に統合されたうえで、新しい登録基準・登録取消基準が導入されることとなった。特則市場は九五年七月にベンチャー企業育成の必要性から創設されたが、実際に登録企業が現れたのは九六年一月二日になってからであり、結局三社しか登

録されなかった。特別市場で公開するには利益基準がないなど登録基準は緩くても登録申請時の事務手続きの負担が重いうえ、資金調達ルールや利益配分ルールなどで本則市場でも規制緩和が進み、特別市場の優位性がなくなつたためとみられる。新しい登録基準は一般企業向けの基準とベンチャー企業向け基準の選択制となっており、発行済み株式数に関する基準が廃止され、流動性基準が導入された。また、登録取消基準は株主数基準や売買高基準が厳しくなつたうえ、値付き率基準が導入されることになった。取消基準に該当しそうな企業は全体の一角にも達すると予想されている。

#### 発行価格の決定方法―ブックビルディング方式

店頭市場に新規公開した企業については、公開直後から株価が下降線をたどり、売買も極端に減

されている。これまで同方式で店頭公開した銘柄については、直近価格が公開価格を上回るものも多く、公開価格の抑制などの点でとりあえず一定の成果はあつたとされている。<sup>(注)</sup>しかし、主幹事証券会社の裁量権が大きいため、発行企業の意向が公開価格の決定に反映しやすいことや、入札方式と同様に投機的な個人投資家を排除できないなどの問題はなお残されている。主幹事証券会社に公開後の一定期間マーケットメイクを義務づけるなどの改善策もあげられている。

### 流動性による市場区分

店頭市場は上場基準に比べて登録基準が緩やかなため、玉石混濁の市場といわれている。新規事業展開に必要な資金の調達や優秀な人材の確保を目的に株式を公開した企業は、業績を伸ばすため

少する傾向が見られ、公開価格の決定方法に問題があるとされてきた。従来行われてきた入札方式はリクルートコスモス社の未公開株譲渡事件をきっかけに、公開価格と公開後初値の乖離の平準化を図ることと、公開株の公平な配分を行うことを目的として八九年二月に導入された。後者の目的は達成されたものの、「新規公開株は必ず儲かる」という公開株神話を信じる投機的な個人投資家が入札に参加して公開価格をつり上げ、その結果公開価格と初値の乖離現象は結局解消されなかった。九二年の株式公開制度の改善で主幹事証券会社の裁量が増えられることとなったが、公開価格は相変わらず高めに決まり、公開株神話は生き続けた。昨年九月から、公開価格をより実態に合ったものに決定すべくブックビルディング方式が店頭本則市場に導入された(同時に取引所への直接上場にも導入された。特別市場では既に導入に積極的な経営改革などの企業努力を行っており株式も盛んに売買されている。その一方では、相続対策などプライベートな事情のために店頭公開した企業もあり、そのような企業の中には業績を伸ばすための努力の形跡もなく、オーナーの持株比率が高いため一年を通じてほとんど売買がないものもある。両者を区分することで、店頭市場は流動性が低いとの一般認識を改め、成長が見込まれる優良企業に有利で機動的に資金が配分される効率的な市場とするための構造改革が、来年にも行われる。

#### 店頭市場の投資家―投資信託の役割

わが国の店頭市場では、最大の投資主体は個人投資家であり、九七年では総合証券売買高の四五・一%を占めた(月別の図3参照)。上場市場と

同様に、個人投資家のシェアは低下してきているが、上場市場が近年では二〇%未満となっている(東京、大阪、名古屋の三市場合計)のと比べる(個人投資家のウエイトはまだ依然として大きい。機関投資家は流動性を重視するため、店頭銘柄は売買対象となりにくいといわれている(近年シェアを高めているのは外国人である)。店頭市場の活性化のためには、流動性を高めて機関投資家の呼び込みを図る一方、個人投資家の離散に歯止めをかけることも重要であろう。IR活動などを通じて正確かつ迅速なディスクロージャーの徹底や売買監視システムの強化が望まれるが、それでもなお新規産業に属する企業や若い企業の評価には高度な専門知識やテクニックが要求されるため、情報に乏しい一般投資家が自己責任で投資するには店頭銘柄はリスクが大きい。店頭銘柄の成長性の高さ注目して高い収益を狙う個人投資家

## おわりに

昨今の金融機関の貸し渋りは中小企業の銀行借入を困難にしている。不況の長期化で倒産するベンチャーキャピタルも現れ、エンジェル税制など中小企業の支援体制もいまだ十分とはいえない。このような現状にあつて、成長過程にある中小企業の資金調達の間として店頭市場が果たすべき役割は大きくなっており、実際にも店頭公開を希望する中小企業は多い。経済活性化の観点からも、次代を担う新しい産業や成長が見込まれる企業への効率的な資金供給は重要となっている。

東証では一部、二部市場の統合構想や上場基準の緩和などの改革が進められており、昨年は未公開株市場(店頭取扱有価証券市場)も開設された。また、市場集中義務の撤廃により、私設取引シス

のために、リスク分散や専門家による運用といった観点から投資信託の役割はもっと注目されているであろう。店頭銘柄の投資信託への組み入れは八六年七月に制限付きで認められ、九二年四月にはその組み入れ制限も撤廃され、店頭株投信(主として店頭株を組み入れ対象とする株式投信)も設定されるようになった。これまでは、店頭株式全体の二%程度を組み込んでいたにすぎず、売買シェアも六%程度(昨年までの数値)と店頭市場での存在感は薄い。しかし、投資信託市場では九五年以降画期的な改革が相次いで行われており、運用競争も激しくなっている。投資信託は長期的な視野に立った運用を行っており、それは将来的な成長性に期待する店頭株投資と相容れるものであり、魅力的な店頭株投信が多数設定されれば、必ずや店頭市場の活況に繋がるものと期待されるのである。

テムなど多様な取引手法の登場が予想され市場間競争は激しさを増しそうである。国内だけでなく、海外でも各国が店頭市場の育成に注力しており、海外の店頭市場に登録する国内企業もある。市場間競争はグローバルな展開となっている。わが国店頭市場が効率的で使い勝手の良い市場となるための改革は必要不可欠であり、焦眉の急である。

### (注)

(1) 登録ディーラーの義務は、日本証券業協会が定める「適正な価格」(基準価格)から上下に一定の値幅を超えない範囲で、週二回以上、売りか買いの気配値を発表することと、その気配値で投資家の取引の要請に応じること、である。ナスダックでは、株式発行企業は少なくとも二社の登録されたマーケットメーカーを持たなくてはならず、複数のマーケットメーカーが競争的に売り買いの気配を継続的に提示する義務がある。

(2) 岡村秀夫「ブックビルディング方式によるIPO」『証券レポート』九八年六月など。

〔参考文献〕

証券取引審議会・総合部会最終報告書「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―」九七年六月  
一三日

通商産業省産業政策局店頭市場研究会緊急提言「今後の店  
頭市場のあり方について」九八年三月一日

東証正会員協会「使い勝手の良い市場のあり方について」  
九八年四月一七日

（つちだ ふじこ・当研究所主任研究員）