
証券取引審議会中間報告「株式市場の機能 拡充について—中堅・中小企業と株式市場 との関連を中心として—」について

証取審・昭58. 6. 1

証券取引審議会は、去る6月1日、総会を開き、「株式市場の機能拡充について—中堅・中小企業と株式市場との関連を中心として—」の中間報告を取りまとめ、発表した。

同審議会では、昨年12月以来、株式市場の機能拡充について中堅・中小企業と株式市場との関連を中心として検討を進めてきたが、同日の総会において、中間報告を取りまとめたものである。

同中間報告は、(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4つに分かれており、(1)では、株式市場の現状について述べたあと、①中堅・中小企業の資金調達、②投資者の投資運用、③市場仲介者の各観点から株式市場の機能拡充の必要性を述べている。(2)では、株式市場の機能拡充の基本的考え方について述べ、機能拡充を図る場合には、①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市場関係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している。(3)では、取引所市場の機能拡充策として、一定水準以上の中堅・中小企業に上場の途を拡大するため、上場基準の見直しを行うこと等を提言している。最後に、(4)では、店頭市場の機能拡充についての基本的考え方として、市場整備は、漸進的、段階的に進めていくことが適当であると述べ、具体的には、

①株式公開基準の緩和、②流通市場の機能拡充策として、(イ)投資勧誘の規制緩和、(ロ)自己売買の規制緩和、(ハ)登録銘柄ディーラー制度の導入、(ニ)売買管理の充実、③発行市場の機能拡充策として、中堅・中小企業に対して公募増資を認めること、④ディスクロージャーの充実などを提言している。

同中間報告の全文は、次のとおりである。

株式市場の機能拡充について

——中堅・中小企業と株式市場との関連を中心として——

58. 6. 1

証券取引審議会

1. 株式市場の機能拡充の必要性

(1) 株式市場の現状

わが国の株式流通市場は、大別して、証券取引所の開設する取引所市場と個々の証券会社の店頭における店頭取引によって形成される店頭市場とから成るが、株式流通量の圧倒的部分は、取引所市場を通じるものとなっている。

取引所市場を構成する全国の証券取引所への上場会社数は、逐年増加し、昭和57年12月末現在で合計1,769社となっている。これらの上場銘柄は、わが国の主要企業をほとんど網羅しており、さらに未上場の企業についても上場への意欲はあいかわらず強いものがある。全国の証券取引所の年間株式売買高は、昭和57年には91,241百万株であり、1日平均でも320百万株に達し、国際的にも有数の規模を持つに至っている。

店頭市場においては、未上場の中堅・中小企業のうち証券業協会に

登録された店頭登録銘柄の取引が行われているが、店頭登録銘柄は、一般的に発行株式数、流通量が少ないこと等から、店頭市場における投資は、取引所市場における投資に比べて相対的にリスクが大きい。このため、店頭市場の運営に関する証券局長通達及び証券業協会の公正慣習規則により、これまでは証券会社による店頭登録銘柄の投資勧誘及び自己売買について慎重な態度が要請され、これが事実上の禁止と受けとられるとともに、公募増資も原則として認められていない。このような事情もあって、店頭登録銘柄数は、昭和57年12月末現在で108銘柄にすぎず、その年間株式売買高も昭和57年には33百万株にとどまっている。なお、店頭市場においては、上場を廃止された銘柄について株主に一時的な換金場を提供する観点から、別途27銘柄が店頭登録銘柄として取引されているが、これを加えても店頭市場における年間株式売買高は、全国の証券取引所の日分の株式売買高にも及ばず、不活発な状態が続いている。

他方、株式発行市場においては、上場銘柄については、取引所市場で形成される時価に基づく公募増資が主流を占めるに至り、流通市場との結びつきが一段と強まっているが、店頭登録銘柄については、上記のように公募増資が原則として認められていないことから、発行市場としての役割はほとんど果たしていない。

(2) 株式市場の機能拡充の必要性

株式市場のこのような現状に対して、近年、流通市場としての整備、拡充とその整備、拡充を通じる発行市場としての機能向上等を期待する動きが生じている。具体的には、以下の観点から市場機能を拡充することが求められている。

(1) 中堅・中小企業の資金調達観点

安定成長への移行及び技術革新の進展に伴い、将来性のある未上

場の中堅・中小企業において、企業基盤を強化し、企業活動を活性化
する観点から、長期安定資金を調達したいというニーズ及び資金
調達手段を多様化したいというニーズが強まっている。

(e) 投資者の資産運用の観点

また、個人金融資産が増加するとともに、収益性選好が定着しつ
つあることを背景に、個人を中心とする投資者に投資対象物件を多
様化したいというニーズが強まっている。株式市場においても、成
長性の高い魅力ある中堅・中小企業の株式の公開及びこれら株式へ
の投資に対する関心が高まっている。

(f) 市場仲介者の観点

さらに、市場仲介者としての証券会社には、このような企業及び
投資者のニーズを円滑かつ効率的に仲介することにより、株式市場
を活性化したいという意欲が高まっており、また、証券会社のこれ
に応え得る態勢も整備されつつある。

2. 株式市場の機能拡充の基本的考え方

株式市場は、この際、経済、産業構造の変化とこれに伴う企業及び投
資者の新たなニーズに応じて、その国民経済的役割を高め、もって国民
経済の活性化と個人株主の増大に資するため、その機能拡充を図る必要
がある。しかし、その場合には、①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市場関係者の市場への健全な参加についての配慮が必要である。

(1) 投資者保護と自己責任原則

(i) 投資者保護の内容

有価証券の公正な取引と円滑な流通を確保し投資者保護を図るこ
とは、証券取引法の目的とするところであり、個人株主の増大にも
資する。投資者保護の内容とするところは、①事実を知らされない

ことによって被る損害からの保護、②不公正な取引によって被る損害からの保護、及び③証券会社の不適切な投資勧誘によって被る損害からの保護であって、今後もひきつづき、その一層の徹底を図る必要がある。もとより、投資者保護は、有価証券の価値自体を保証するものではないから、証券価格の正常な騰落によるリスクは、本来、投資者自身の責任において処理されるべきである。

(ロ) 投資者保護の現状

近年、①個人金融資産の増加、収益性選好の高まりを背景に、妙味もあるがリスクも大きい投資への関心の高まり、②ディスクロージャー制度の充実、③不公正取引の防止の徹底、④証券会社の財務内容の充実と投資勧誘に関する「適合性の原則（証券会社は顧客の投資目的、財産状態、投資経験等に適合した投資勧誘を行わなければならないとする原則）」の浸透といった状況が見られ、投資者保護が進展してきている。他方、投資者の自己責任原則は、個人投資者については、必ずしも十分確立されているとはいえない面があるが、一般的には、投資者は、自己の合理的判断の結果として被る損害については、これを受け容れる素地が出来つつある。

(イ) 株式市場の機能拡充と投資者保護

中堅・中小企業の株式への投資は、相対的にリスクが大きい。しかし、上記のように投資者保護が進展してきていることにかんがみ株式市場は、これら企業の新たなニーズに応え得る状況にある。株式市場の機能拡充を具体化するに当たっては、取引所市場及び店頭市場がその性格の違いに応じて適切に対応していく必要がある。

(2) 取引所市場と店頭市場の関係

(イ) 取引所市場の性格

取引所市場は、有価証券の公正な価格形成と円滑な流通を可能に

するため、証券取引法に基づき証券取引所が開設する市場で、有価証券の需給を統合し、競争売買によって売買取引が行われる組織的市場である。取引所市場へは、広く個人を含む投資者が参入することが期待されているため、投資者保護の観点から、証券取引法に基づき、一定の基準を満たす有価証券につき上場を認めるとともに、その公正な価格形成と円滑な流通を確保するための法的整備と運用が図られている。

(ロ) 店頭市場の性格

店頭市場は、証券会社の店頭における証券会社間又は証券会社と顧客との間での相対売買によって形成される市場であり、市場管理は、証券業協会によって行われている。相対売買であるため、同一銘柄について同一時刻に2以上の異なる価格が形成されることもある。

売買対象銘柄は、証券業協会に登録された店頭登録銘柄等である。これらの銘柄は、発行株式数、流通量が少ないこと等から、店頭市場における投資は、取引所市場における投資に比べて相対的にリスクが大きい。また、店頭市場については、証券取引法第191条（市場類似施設開設の禁止）の趣旨につき慎重な配慮が必要である。

(ハ) 取引所市場と店頭市場の関係

株式市場に対する新たなニーズには、取引所市場及び店頭市場が、その性格の違いに応じて適切に対応していく必要がある。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ので、両市場の機能拡充に当たっては、相互の連携、協調にも十分配慮していく必要がある。

(3) 市場関係者に望まれる姿勢

株式市場の機能拡充に当たり、市場関係者は、特に次の諸点に留意して市場に参加することが望まれる。

(イ) 中堅・中小企業の立場

中堅・中小企業の経営者は、株式を公開することに伴う経営者の責任、特に株主に対する責任を強く自覚する必要がある。資金調達に際しては、投資者の期待を裏切ることのないよう、長期的観点に立った慎重かつ着実な姿勢が望まれる。

(ロ) 投資者の立場

投資者は、中堅・中小企業の株式への投資が相対的にリスクが大きいことを承知して市場に参加することが望まれる。

(ハ) 証券会社の立場

証券会社は、中堅・中小企業と投資者の間に立って、誠実、公平かつ円滑に市場仲介者としての役割を果たすべきである。このため、短期的な収益向上を優先することなく、長期的観点に立って、投資者の信頼の確保、企業への支援及び株式市場の整備、育成に努める姿勢が望まれる。

このような基本的考え方に基づき、取引所市場及び店頭市場について、具体的には以下のような措置を講ずることが適当である。また、今後状況の推移に応じて適宜必要な改善を図っていくことが望ましい。

3. 取引所市場の機能拡充

(1) 基本的考え方

取引所上場企業の構成を産業構造の変化によりの確に対応させるとともに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、投資者にとって魅力ある投資対象の範囲を拡大するため、ひきつづき

投資者保護に配慮しつつ、取引所市場にふさわしい中堅・中小企業に上場の途を拡大し、取引所市場の機能拡充を図る。

(2) 具体的措置

証券取引法における上場制度の意義及び上場に関するこれまでの取扱い経緯を踏まえながら、一定水準以上の中堅・中小企業に上場の途を拡大するため、上場基準の見直しを行う。

また、この機会に、上場審査の運営のあり方についても必要な見直しを行う。

4. 店頭市場の機能拡充

(1) 基本的考え方

株式市場に対する新たなニーズにかんがみ、将来性のある未上場の中堅・中小企業に対して株式の公開、流通及び資金調達場を提供するとともに、投資者に対して魅力ある投資対象を提供する観点から、店頭市場の整備を図る。

この場合、店頭市場における投資は、取引所市場における投資に比べて相対的にリスクが大きいかんがみ、投資者は、そのリスクを十分承知して市場に参加することが望まれるが、投資者の自己責任原則が必ずしも十分確立されているとはいえない現状では、市場整備は、漸進的、段階的に進めていくことが適当である。具体的には、以下の諸点を中心に所要の措置を講ずる。

(2) 株式公開基準の緩和

中堅・中小企業の店頭市場への株式の公開を容易にするため、投資者保護、売買管理の充実に配慮して、登録基準の緩和を行う。なお、登録基準に満たない企業については、ひきつづき金融機関、ベンチャー・キャピタル等による適切な対応が望まれる。

また、登録時に店頭登録銘柄に流通性を付与するための方法として

は、株式の売出しを原則とするが、新規発行株式の供給による方法をも併用することを認める。これらの方法の具体的運用については、今後さらに検討を行う。

さらに、登録申請を行う幹事証券会社の審査体制を確立するため、証券業協会規則の整備を行う。

(3) 流通市場としての機能拡充

店頭市場を公正な価格形成と円滑な流通が確保される厚みのある流通市場として活性化するとともに、あわせて発行市場としての機能拡充にも資するため、以下のような措置を講ずる。

(イ) 投資勧誘の規制緩和

店頭取引に伴うリスクに耐え得ると認められる一定の基準（店頭取引開始基準）を満たした投資者に対しては、投資勧誘の規制を緩和する。

なお、証券業協会及び証券会社は適正な投資勧誘を図るため、

①「適合性の原則」をさらに徹底するとともに、②店頭取引の仕組み等について顧客に十分な説明を行うこと等に必要な措置を講ずる。

(ロ) 自己売買の規制緩和

店頭登録銘柄は、一般に流通性が低く、価格変動が大きくなるおそれがあるため、その流通の円滑化についての配慮が必要である。

近時、証券会社の財務内容が相当充実してきていることにかんがみ、公正な価格形成を阻害したり、証券会社の経営の健全性を損なうことのないよう十分配慮しつつ、証券会社に店頭登録銘柄の自己売買を認める。

(ハ) 登録銘柄ディーラー制度の導入

店頭登録銘柄は、一般に流通性が低いため、流通の円滑化及び価

格の継続性と平準化を図り、流通市場としての機能を高める観点から、登録銘柄ディーラー制度（証券会社が特定の店頭登録銘柄につき、ディーラーとして店頭売り気配・買い気配を出し、顧客の売買に応ずる制度）を導入する。

なお、その制度の導入に当たっては、米国のマーケット・メーカー制度も参考にしながら、わが国の店頭市場の実情に合致するように具体的な検討を行う必要がある。

(二) 売買管理の充実

店頭取引の活発化、投資者層の拡大に伴い、現行売買管理の一層の充実を図る観点から、相場操縦の禁止等の禁止行為に関する証券業協会規則を整備するとともに、証券業協会の売買管理体制の充実を図る。

(4) 発行市場としての機能拡充

中堅・中小企業に対して多様な資金調達手段を与えるとともに、より広い投資者に魅力ある株式投資の場を提供するため、店頭市場における価格形成及び流通状況を十分考慮して、公募増資を認めることとする。

公募増資の運用に当たっては、公募適格企業は、株式売買高、株価動向、企業収益等からみて、上場の目途を得た企業又は店頭市場において公募増資を認めることが適当な一定の基準を満たした企業とする。とともに、公募の際の顧客勧誘については、投資勧誘に関する上記(3)、(1)と同様の取扱いとする。なお、今後、幹事証券会社の引受責任を明らかにする観点から、例えば、証券会社に公募株の一部を相当期間自己保有させることも検討の余地がある。

また、額面及び中間価格による株主割当増資並びに第三者割当増資についても、ひきつづきその利点を生かした活用を図るべきであり、

その際はベンチャー・キャピタル等にも有効な役割が期待される。

(5) ディスクロージャー

店頭市場における投資は、取引所市場における投資に比べて相対的にリスクが大きいため、投資者の合理的投資判断に必要な情報を正確、公平かつ適時に開示する必要性が高い。

このため、①公募増資に当たっては、有価証券届出書及び目論見書にいわゆるリスク情報（例えば、店頭登録銘柄である旨の記載。現在までの営業実績や営業利益、経営者の状況、会社と経営者の間の取引等に関する情報。）を記載させること、②証券業協会がタイムリー・ディスクロージャー制度（経営方針、経営内容等に重要な変更があった時に適時開示する制度）を導入することのために必要な措置をとることが適当である。

*

*

*