
店頭特則市場の株式公開制度等の在り方について

証券取引審議会・平7. 9. 29

証券取引審議会は、9月29日、去る25日に公正取引特別部会が取りまとめた「店頭特則市場の株式公開制度等の在り方について」と題する報告書を了承し、武村大蔵大臣に提出した。

同審議会では、本年7月に開設された店頭特則市場が我が国経済の新たな発展基盤を支えるニュービジネスの成長を資金面から支援し、その創設の目的に沿って有効に機能するよう同市場の株式公開制度等の在り方について整備する必要があるとして、これまで公正取引特別部会において検討を行ってきた。

同報告書では、特則銘柄を取引する投資家については、リスクテイク能力の要求に応えられるだけの株式投資に対する知識、経験等を有するものが想定されることから、店頭特則市場においては、他の市場に比して、株式公開に伴う公募増資等や公開後のエクイティ・ファイナンスの消化先となる投資家は自ずと限定されるとし、同市場の株式公開制度等の在り方を検討するに当たっては、同市場が資本市場としての本来の機能を十分に発揮し、ベンチャー企業等の株式公開による資金調達円滑化が図られるよう配慮する必要があるとしている。

こうしたことから、特則銘柄にふさわしく、かつ、今回の店頭市場改革の目的に沿うよう現行の株式公開制度について以下のような改善措置を講じることが適当であるとしている。

- ① 対象企業の特別利害関係者等が規制期間内に行う株式移動について、現行規制を適用しない。
- ② 対象企業がその特別利害関係者等を対象として制限期間内に行う第三者割当増資について、現行規制を適用しない。
- ③ 公開価格決定方法について、現行制度の一部入札決定方法は採用しない。
- ④ 株式公開時等における公開株式等の配分について、現行の配分上限規制を適用しない。

また同報告書では、特則銘柄に係る公開価格決定方法について、現在、時価発行公募増資等の場合に用いられているブックビルディング方式がふさわしいとしている。その理由としては、同方式が、対象企業の事業内容、成長性等に即して行われる株式評価を踏まえた仮条件を参考指標としつつ、公開株式に対する投資家の需要を的確に把握することが期待できることをあげている。

なお、本協会では、同報告書の取りまとめ等を受け、10月4日、店頭登録特則銘柄に係る株式の公開をブックビルディング方式により行うこと、1顧客当たりの配分上限規制を適用除外とすること及び登録前の第三者割当増資及び特別利害関係者等の株式移動等の規制に特例等を設けるとともに規定の整備を図るため、「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2号）等を一部改正した。（105頁参照）

「店頭特則市場の株式公開制度等の在り方について」の全文及び同報告書の取りまとめに対し本協会が発表した会長談話は、以下のとおりである。

平成7年9月29日

大蔵大臣 武村正義 殿

証券取引審議会

会長 加藤一郎

当審議会は、店頭特則市場の株式公開制度等の在り方について、別紙のとおり報告書を取りまとめましたので、ここに提出いたします。

~~~~~  
店頭特則市場の株式公開制度等の在り方について

平成7年9月29日

証券取引審議会

当審議会は、公正取引特別部会において店頭特則市場の株式公開制度等の在り方について審議することを決定し、同特別部会は、平成7年9月1日及び9月25日に審議を行った。

今般、その審議結果が報告書「店頭特則市場の株式公開制度等の在り方について」として取りまとめられ、総会において報告、了承されたので、当審議会の報告書としてここに提出する。

当審議会としては、本報告書で示された考え方にに基づき、所要の整備が速やかに進められることを望むものである。

I. はじめに

店頭市場は、これまで当審議会の報告等を踏まえ、逐次その環境整備が図られてきており、特に近年の状況をみると、中堅・中小企業向けの証券市場として重要な役割を果たしている。

一方、近年の我が国経済情勢を踏まえ、ベンチャー企業等の資本市場における資金調達途を広げるため、店頭市場における株式公開の促進に対する期待が高まっており、昨年来、店頭市場の在り方をめぐって様々な議論が行われている。

こうした状況に対応し、我が国経済及び証券市場の活性化に資する観点から、本年7月、店頭特則市場が開設されたところである。

今回の店頭市場改革は、我が国経済の新たな発展基盤を支えるニュービジネスの成長を資金面から支援することによって、証券市場としても経済構造改革の一翼を担う重要な意義をもつものと考えられる。

この店頭特別市場が、その創設の目的に沿って有効に機能するためには、その対象とする特別銘柄の特性にふさわしい株式公開制度等を整備する必要がある、当審議会は、同市場の株式公開制度等の在り方を検討し、以下のような報告書を取りまとめた。

## II. 店頭特別市場の株式公開制度等に関する基本的考え方

### 1. 店頭市場改革の意義

- (1) 近年の経済成長率の著しい鈍化、円高の進行等に伴う産業空洞化への懸念といった、我が国経済が直面する問題に対処し、産業構造の転換を通じた経済活性化を図るためには、将来性あるニュービジネスを育成することが急務であると考えられる。
- (2) こうした観点から、中小企業等の成長を支援するための環境整備の一環として、資本市場における資金調達のを途を広げる必要がある、米国のNasdaq市場の実情に照らし、とりわけベンチャー企業等が店頭市場で容易に株式公開できるよう、同市場の改革への期待が高まってきている。
- (3) このような状況の下で行われた今回の店頭市場改革は、本年4月の「緊急円高・経済対策」に盛り込まれるなど、我が国経済及び証券市場の活性化を図る上で緊要性の高い施策と位置づけられ、本年7月、現行の株式公開制度等の下で店頭特別市場が開設されたところである。
- (4) 店頭市場は、近年の新規公開会社数の増加、投資信託に係る運用規制自由化の実施による店頭登録銘柄を運用対象とする株式投信商品の増加などによって、順調に発展を続けている。  
さらに、今回のベンチャー企業等向けの店頭特別市場の創設が店頭市場の一層の拡大に資することが期待される。

### 2. 店頭特別市場の特性

- (1) 店頭特別市場は、従来の登録基準には達していないものの、新規事業を実施する企業で一定の要件を満たしたものを対象に、大幅に緩和された特別基準に適合したものとして登録された株券が取引の対象となる。  
特に、新規事業に将来性があるものの、成長過程の初期段階にあつて利益を計上するに至っていないベンチャー企業等の株式公開を容易にする観点から、特別基準では、利益の額に関する基準を設けず、赤字決算であることのみをもって登録が認められないという制約はない。このような点も相俟って、特別銘柄は、上場銘柄や店頭本則銘柄（従来の登録基準に適合したものとして登録された株券）に比べ、いわばハイ・リスク、ハイ・リターンな投資という性格を有していると考えられる。
- (2) したがって、店頭特別市場における株式投資に当たっては、投資判断に影響を与える企業内容等（主たる事業の核となる新技術等の内容、当該事業の将来見通し等）に係る発行企業の情報開示を前提とした上で、投資家の自己責任原則の徹底が一層強く求められることとなる。また、その際、投資家としては、中長期的に株式を保有することによって、ベンチャー企業等の

成長、発展によるリターンを株主として獲得するという姿勢が期待される場所である。

他方、証券会社においても、こうした特則銘柄の特性を十分認識するとともに、店頭特則市場への登録を予定している企業（以下「対象企業」という。）の株式公開を引き受けるに当たっては、適正な引受責任を負うことが従来にも増して要請される。

- (3) 特則銘柄を取引する投資家としては、リスクテイク能力が要求され、それ相応の株式投資に対する知識、経験等を有する者が想定されよう。こうした点を踏まえれば、店頭特則市場においては、他の市場に比して、株式公開に伴う公募増資等や公開後のエクイティ・ファイナンスの消化先となる投資家は自ずと限定されるものと考えられる。

### 3. 店頭特則市場の株式公開制度等についての考え方

- (1) 現行の株式公開制度等は、公開株式等の取引における公平性、公正性を確保するため、自主規制機関（証券取引所及び日本証券業協会）の規則に基づき、実施されているものである。

すなわち、公開前一定期間内における株式移動や第三者割当増資については、これらを利用した不正な利益獲得又は利益供与を防止するため、所要の規制を設けている。また、公開価格と公開後の初値の乖離を是正する観点から、公開価格決定方法として一部入札制が採られている。さらに、公開株式等を不特定多数の投資家に公平に配分するため、証券会社に対して一定の配分制限が課されている。

これら株式公開等に係る一連の規制は、かつて、特定の投資家のみが値上がりの蓋然性が極めて高いと見込まれる公開株式等を取得し、短期間のうちに売却することにより、大幅な値上がり益を享受した事例が生じ、これが一般投資家の不公平感を招き、ひいては証券市場に対する国民の信頼を損なう結果となったことを踏まえ、導入されたものである。

- (2) 他方、店頭特則市場の株式公開制度等の在り方を検討するに当たっては、同市場が資本市場としての本来の機能を十分に発揮し、ベンチャー企業等の株式公開による資金調達円滑化が図られるよう配慮する必要がある。
- (3) しかるに、店頭特則市場について、現行の株式公開制度等を適用したまま運営した場合には、ハイ・リスク、ハイ・リターンな投資のために不特定多数の投資家の参加が期待しづらい同市場の特性からみて、かえってベンチャー企業等の円滑な株式公開を阻害することとなると考えられる。したがって、店頭特則市場の株式公開制度等については、特則銘柄にふさわしく、かつ、今回の店頭市場改革の目的に沿うように整備する必要があるとあり、現行制度について所要の改善措置を講じることが適当である。

## Ⅲ. 店頭特則市場の株式公開制度等の改善措置

### 1. 公開前の株式移動及び第三者割当増資に対する規制

- (1) 現行制度の概要

#### イ. 公開前の株式移動に対する規制

規制期間（公開日の直前決算期末の2年前～公開日の前日）における株式移動（登録申請会社の株式の譲受け又は譲渡）について、以下の規制が行われている。

- ① 特別利害関係者等による株式移動の原則禁止
- ② 例外的に特別利害関係者等に認められる株式移動に係る取引価格の制限（原則として類似会社比準価格の80%以上）
- ③ 登録時における特別利害関係者等の株式移動状況の開示

ロ. 公開前の第三者割当増資に対する規制

公開前の第三者割当増資について、以下の期間区分に応じて所要の規制が行われている。

(イ) 制限期間（公開日の直前決算期末の2年前～6ヶ月前）

- ① 特別利害関係者等に対する割当ての原則禁止
- ② 発行価格の制限（原則として類似会社比準価格の80%以上）
- ③ 割当先の登録後1年間の継続保有及び株券の預託
- ④ 登録時における第三者割当増資の実施状況の開示

(ロ) 禁止期間（公開日の直前決算期末の6ヶ月前～公開日の前日）

第三者割当増資の一律禁止

ハ. 規制期間内に上記イ又はロの規制に違反して、特別利害関係者等が株式移動を行ったり、又は第三者割当増資を行ったときは、その後一定期間経過しないと登録が認められないこととなる。

(2) 特則銘柄に係る規制の在り方

イ. 規制期間内における株式移動

(イ) 創業後日が浅い対象企業にとっては、特別利害関係者等からの資金供給が、従来の公開予定企業にもまして一層重要な役割を果たしている。しかるに、現行規制を対象企業にも適用した場合、ベンチャー・キャピタル等当該企業の育成を目的として投資している特別利害関係者等にとっては、規制期間を通じて、投下資本の回収が著しく制限される。その結果、いたずらに投資リスクが高まることとなり、未公開段階のベンチャー企業等に対するベンチャー・キャピタル等の投資意欲を阻害するおそれがある。

(ロ) したがって、対象企業の特別利害関係者等が規制期間内に行う株式移動については、現行規制を適用しないことが適当である。

ただし、登録時における株式移動状況の開示義務については、昭和63年12月の当審議会報告の趣旨を踏まえ、取引の公正性確保の観点から、特則銘柄についても同様に適用することが適当である。

ロ. 制限期間内における第三者割当増資

(イ) 対象企業は立ち上がり段階にあつて、新規事業の基盤固めに必要な資金需要が旺盛である一方、登録前のエクイティ・ファイナンスの調達先としては、役員等縁故者やベンチャー・キャピタル等の特別利害関係者等が自ずから中心とならざるを得ない。このため、現行規

制を対象企業にも適用した場合、制限期間内におけるエクイティ・ファイナンスが困難となるおそれがある。

(ロ) したがって、対象企業がその特別利害関係者等を対象として制限期間内に行う第三者割当増資については、現行規制を適用しないことが適当である。

ただし、制限期間内における第三者割当増資に係る、割当先の登録後1年期の株式保有義務及び実施状況の開示義務並びに禁止期間における第三者割当増資の禁止については、昭和63年12月の当審議会報告の趣旨を踏まえ、取引の公正性確保の観点から、特則銘柄についても同様に適用することが適当である。

## 2. 公開株の価格決定方法

### (1) 現行制度の概要

株式公開に伴う公募増資又は売出し（以下「公募増資等」という。）に当たっては、その対象となる公開株式数の一部（50%以上）を入札に付し、入札後に実施する残余の公募増資等の価格については、入札における落札加重平均価格を基準として、当該入札の実施状況、登録日までの間の相場変動リスク、当該公募増資等の需要見通し等を総合的に勘案して決定することとされている。

また、入札の下限価格については、原則として類似会社比準価格の85%とされている。

### (2) 特則銘柄に係る公開価格決定方法

イ. 対象企業は立ち上がり段階にあり、公開株式数の規模が他の公開銘柄（上場銘柄及び店頭本則銘柄）に比べ、相対的に小規模に留まるものと見込まれる。

また、登録基準上、主たる事業の内容に新規性があることを要件としており、かつ、利益基準が設けられておらず、赤字企業であることのみをもって登録が認められないという制約はない。

こうした点に鑑みれば、当該企業の財務指標を基準とした株式の価額の評価や、入札下限価格を算定する上で必要となる既公開の類似会社の適切な選定が技術的に困難である場合が生ずることが見込まれる。

ロ. 類似会社比準方式による株価の算定が困難な場合には、対象企業の有する先端技術の内容や新規事業の将来予測等を勘案しつつ、その公開価格の水準の妥当性を評価せざるを得ないと考えられるが、そのためには企業評価に関する専門知識が要求されることとなる。

ハ. こうした点を勘案すれば、特則銘柄においては、現行制度のような一部入札制による公開価格決定方法はなじまないと考えられる。

他方、入札制と並ぶ価格決定方法としては、現在、時価発行公募増資等の場合に用いられているブックビルディング方式があげられる。

この方式においては、有価証券届出書提出日以降発行条件決定日までの間において、主幹事証券会社が仮条件（複数の価格、価格帯等）を提示した上で、引受シ団メンバーの各証券

会社が個別投資家の需要動向を積み上げていき、その需要予測をもとに、市況の動向等も勘案しつつ、公開株式数、公開価格等を決定する仕組みとなっている。

ニ. ブックビルディング方式においては、対象企業の事業内容、成長性等に即して行われる株式評価を踏まえた仮条件を参考指標としつつ、公開株式に対する投資家の需要を的確に把握することが期待できるため、特則銘柄にふさわしい公開価格決定方法であると考えられる。

なお、我が国においては、ブックビルディング方式については、公開価格決定方法として採用された実績がない。この点を踏まえ、この方式の将来に向けての改善に資するとともに、公開企業毎の公開価格及び公開後の株価形成の状況を市場関係者が評価できることが望ましいとの見地から、特則銘柄については、公開価格、登録後一定期間における株価、出来高の推移等を日本証券業協会において定期的に公表することが適当である。

### 3. 株式公開時における証券会社の顧客に対する配分上限規制

#### (1) 現行制度の概要

株式公開に伴う公募増資等及び公開後の時価発行公募増資、転換社債等の発行の引受証券会社は、値上がりの蓋然性が高い株式等の配分をめぐる不公正な取引を排除し、不特定多数の投資家に公平に配分する観点から、一顧客当たりの配分株数等について上限規制（いわゆる「5千株ルール」及び「1万株ルール」）が課されている。

#### (2) 特則銘柄に係る公開株式等の配分

イ. 対象企業は立ち上がり段階にあり、収益基盤が必ずしも確立されていないため、「ハイ・リスク、ハイ・リターン」商品であることが特則銘柄の特性の一つと考えられ、それに対する投資には相応のリスクテイク能力が要求されると考えられる。

ロ. したがって、特則銘柄の公開株式等を購入する投資家は自ずと限定され、一顧客当たりの配分を一定範囲内の株数等に制限している現行規制を特則銘柄にも適用した場合には、公募増資等による資金調達に制約が生じることが懸念される。そうなれば、店頭特則市場に期待される資金仲介機能が十分に発揮し難いこととなり、ベンチャー企業等の資金調達の円滑化という、店頭特則市場創設の趣旨にそぐわないと考えられる。

ハ. ごうした問題点を踏まえれば、店頭特則市場については、現行の配分上限規制を適用しないことが適当である。もとより、特則銘柄についても、その配分をめぐる、不公正な取引との疑念をいやしくも生ぜしめることのないよう、引受証券会社をはじめ市場関係者が十分配慮すべきことはいうまでもない。

## IV. 結 び

店頭特則市場の株式公開制度等の在り方についての当審議会の審議結果は、以上のとおりである。行政当局及び日本証券業協会は、本報告を踏まえ、店頭特則市場の環境整備を図るため、早急に具体的な措置を実施すべきである。

今回、審議の対象となった現行の株式公開制度等は、リクルート事件を契機とする昭和63年の当審議会の報告、その後の損失補填事件を踏まえて自主規制機関の規則の整備が図られ、現在に至っている。本報告においては、店頭特則市場の特性に鑑み、同市場の円滑な運営を確保する見地から、現行制度の改善措置を提言した。

社会経済情勢の推移に適応し、公正かつ効率的な市場形成に努めていくことは、証券行政の課題として、常に不変であることね論を俟たないところであり、株式公開制度等をはじめとする証券市場に対する規制についても、常に市場の実態を踏まえつつ不断にその見直しを継続していくことが必要であることは言うまでもないとする。

~~~~~

会 長 談 話

本日開催された証券取引審議会において、報告書「店頭特則市場の株式公開制度等の在り方について」が取りまとめられたが、同報告は、去る7月に発足した店頭特則市場に関し、その特性にふさわしい制度の在り方を検討したうえ、特則銘柄については、公開価格の決定に際し一部入札制による公開価格決定に代えてブックビルディング方式を導入すること、株式公開時等における証券会社の顧客に対する配分上限規制は適用しないこと等の内容を具体的に示している。

その内容は、本協会の店頭登録基準検討等懇談会の検討結果を踏まえたものであり、誠に適切なものとする。

本協会と証券界では、10月中に今回の報告書の趣旨に沿った所要の規則改正を行うとともに、店頭特則市場（フロンティア市場）が各方面の期待に応じて十分機能するよう、引き続き最善の努力を行う所存である。