

動き出す「未公開株」取引

97年7月1日から、証券会社による証券取引所未上場かつ株式店頭市場未登録の株式の売買、投資勧誘が解禁された。これにより、いわゆる「未公開株」の取引がわが国でも認められ、取引所市場、株式店頭市場に次ぐ第三の株式市場が誕生することになった。「未公開株」取引を専門とする証券会社が登場する一方、既存の証券会社の中にも、気配値提示を行うといった動きがみられる。

1. 「未公開株」取引の解禁

投資勧誘、会員間取引の解禁

従来、日本証券業協会は、証券取引所未上場かつ株式店頭市場未登録の株式（いわゆる「未公開株」）については、顧客に対する投資勧誘を禁止するとともに、会員間の流通を目的とする店頭取引を自粛するとの規則を設けていた¹。

7月1日に施行された規則改正、理事会決議によって、未上場・未登録株式のうち、①証券取引法上の継続開示を行っている会社の株式、②公認会計士または監査法人が監査し、総合意見が適正または適法である旨の監査報告書が添付されている財務諸表等の開示資料等を利用できる会社の株式、については、これらの制限が撤廃されることになった²。

証券取引法上の継続開示書類である有価証券報告書を提出している国内企業は 3,700 社以上あるが、このうち約 800 社は、未上場・未登録企業とみられる。これらの企業や継続開示を行っていないとも公認会計士による監査を受けている企業にとっては、証券会社の助けを借りて株式を流通させたり、株式の公募発行によって不特定多数の投資家から資金を集めたりする途が開かれることになったわけである。

¹ 旧「店頭における有価証券の売買その他の取引に関する規則」第 35 条、「協会の投資勧誘、顧客管理等に関する規則」第 8 条の 2。なお、この規制の対象には、株式だけでなく新株引受権証書、新株引受証券、新株引受権付社債、転換社債も含まれており、今回の規制緩和によって株式と同様の扱いがなされたが、以下では株式のみについて記述する。

² 「店頭における有価証券の売買その他の取引に関する規則」第 2 条、第 35 条、「店頭取扱有価証券の会社内容の説明及び気配の提示等の取扱いについて」（平成 9 年 6 月 18 日付け理事会決議）。規制緩和の対象となった株式は、「店頭取扱有価証券」と呼ばれる。店頭取扱有価証券以外の未上場、未登録株式（いわゆる青空銘柄）については、従来通りの取扱いが維持される。

投資勧誘、公募の取扱いにあたっての会社内容説明書作成義務

未上場・未登録株式の投資勧誘に際しては、いわゆる適合性の原則に基づいて顧客を選択するとともに、有価証券届出書の内容に準じて作成される会社内容説明書を作成して顧客に対して発行会社の内容を十分に説明するものとされる。こうした規制が設けられたのは、未上場・未登録株式の発行会社には、創業間もないベンチャー企業なども含まれ、相対的にリスクの高い投資対象となることが予想されるためである。

同じような配慮は、未上場・未登録株式の公募（募集又は売出）が行われる場合についてもなされている。証券会社は、有価証券届出書の提出が義務づけられる総額 5 億円以上の公募については目論見書、届出書や目論見書の作成が義務づけられない総額 5 億円未満の公募については会社内容説明書を作成し、顧客に交付するものとされている。

不公正取引規制の適用

証券取引法では、インサイダー取引規制、相場操縦規制などの不公正取引規制の適用対象を上場、店頭登録証券に限定しており、これらの規制は未上場・未登録株式には適用されない。しかし、適正な価格での注文執行、いわゆるフロント・ランニングの禁止、過当取引の禁止など、協会の公正慣習規則による不公正取引規制は、未上場、未登録株式についても適用されることになっており、証券会社による不公正取引については株式店頭市場と同様の規制の網がかけられることになった。

気配の公表と売買報告

未上場・未登録株式の流通に際しては、証券会社によるマーケット・メイクが期待されている。協会の理事会決議では、投資勧誘を行う証券会社は、未上場・未登録株式の売り買いの気配値を月 1 回以上提示するものとされ、毎月末には直近の気配を協会に報告しなければならないとされる。気配を公表する銘柄の売買については、協会への報告が義務づけられる。

2. 規制緩和の背景

背景となった問題意識

今回の規制緩和の背景には、わが国のベンチャー企業が株式発行によって不特定多数の投資家から資金調達を行うことが困難になっていることや米国などに比べて株式流通市場の裾野が狭い構造となっていることに対する問題意識があった。

従来、わが国では、未上場・未登録株式の投資勧誘、業者間取引が厳しく制限されてきたため、株式を公募発行して不特定多数の投資家から資金を調達することや株式を市場で流通させることは、いわば店頭登録以上の会社だけに認められる特権のように見なされて

きた。なお、1983年の証券取引審議会報告「株式市場の機能拡充について」に基づく店頭市場改革が実施され、店頭公開時の公募増資が認められる以前は、この特権は更に狭く、上場企業だけに認められるものだったのである。

これに対して、米国では、株式を公募発行したり流通させたりすることと、特定の市場で株式を上場（登録）することは、直接結び付けられていない。

米国には、全国7つの証券取引所に加えて、取引所と同格の市場として全米証券業協会（NASD）が運営する Nasdaq 市場が存在する。これらの組織された株式流通市場には、一定の上場基準が設けられており、厳しい上場審査が行われる。基準が緩やかと言われる Nasdaq Small Cap 市場においても、公式の数値基準のみにとらわれない質的な審査が行われており、どんな会社でも上場できるというわけではない。しかしながら、これらの市場への上場を認められない会社も、株式を公募発行したり流通させたりすることを法令や規則によって制限されることはない。

米国における株式の公募発行

そもそも株式の公募発行は、証券取引委員会（SEC）への登録などの手続きを踏めば、どんな企業でも自由に行うことができる。実際、米国では、創業間もないベンチャー企業の主たる資金調達手段は株式発行であり、ベンチャーキャピタルやエンジェルと呼ばれる個人投資家を対象として公募を行う企業は数多い。

株式の公募発行は、多くの場合、証券会社による引受を伴うが、証券会社を通じない直接発行（direct offerings）も珍しくない³。公募発行された株式は、多くの場合、取引所もしくは Nasdaq 市場に上場される。これは、法令や規則によって義務づけられているからではなく、公募によって不特定多数の投資家が株主となっている以上、株式を円滑に流通させる仕組みが必要となるからに過ぎない。

ピンク・シートと OTC ブリテンボード

取引所や Nasdaq 市場に上場されない公募株式は、店頭株式（OTC Stocks）として流通することになる。証券会社が店頭株式を取扱うこと自体について、法令や規則による制約は特に設けられておらず、多数の証券会社がマーケット・メーカーとなって店頭株式の売り買い気配値を自由に提示している。流通市場が形成されることで、取引所や Nasdaq 市場に上場していない会社といえども株式を時価で公募発行して資金調達を行うことが容易になる。

マーケット・メーカーが提示する気配情報を取りまとめたものとして National Quotation Bureau Inc. によって毎日発行されているのが、ピンク・シートと呼ばれるものである。ピンク・シートには、約 14,000 銘柄に関する情報が掲載されているが、その多くは Nasdaq

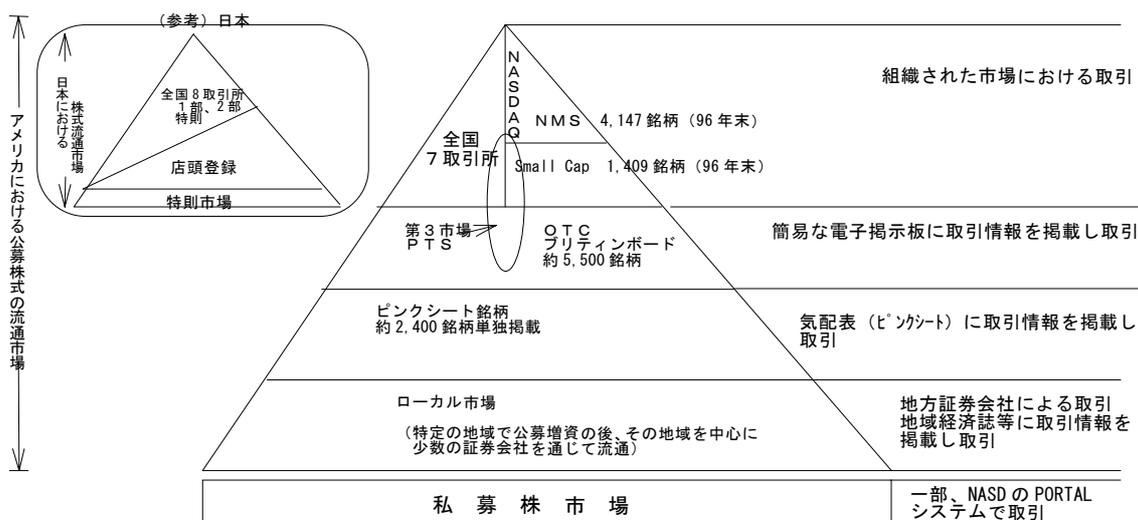
³ 最近では、直接発行をインターネット上で行う会社も登場して話題を呼んでいる。米国における直接発行について詳しくは、大崎貞和『インターネット・ファイナンス』日本経済新聞社（1997）参照。

市場などで取引されている銘柄であり、ピンク・シート単独銘柄と呼べるものは、約 2,400 銘柄である。

店頭株式に関する情報を伝達するピンク・シートよりも洗練された手段として 1990 年に登場したのが、OTC ブリテンボードである。これは、NASD が運営する業者向けの気配報道システムであり、Nasdaq 市場用の取引端末の画面上で、約 5,500 の登録銘柄に関する情報を見ることができる。マーケット・メーカーが提示する最良気配が、リアル・タイムで表示されている。Nasdaq 市場におけるマーケット・メイキングのように気配表示に関する厳しいルールは設けられておらず、銘柄の登録もマーケット・メーカーによる申告のみでよく、上場審査のような手続きは必要ない。

このように、米国の株式市場は、重層的で裾野の広い構造になっており、わが国の株式市場は、米国市場のいわば上澄み部分にあたる限定された企業群をカバーする市場にとどまっている（図 1）。

図 1 日米株式市場の構造比較



(出所) 野村総合研究所

規制緩和の経緯

わが国の株式店頭市場の起源は、戦後の証券取引所再開時に上場されなかった銘柄の集団取引にまで遡る（表 1）。こうした店頭銘柄は、取引所市場第二部の創設、店頭登録銘柄制度の創設という市場整備の流れとともに、いわばクラス分けされ、店頭登録されなかった銘柄が「青空銘柄」として半ば取り残されることになった。店頭公開時の公募増資解禁や JASDAQ システムの稼働によって株式店頭市場が組織された株式市場としての色彩を一層強める一方、青空銘柄は、昭和証券、オリックス証券など一部の証券会社が気配値を

発表して売買の仲介を行うという形で、細々と取引が続けられてきた。

株式店頭市場は、一連の改革によって飛躍的な拡大を遂げた。ところが、90年代に入って、店頭登録基準が公式の基準よりも厳しい「実質基準」によって運用されており、ベンチャー企業の早期の公開を困難にしているという批判が強まった。また、92年5月に株式市場における需給調整を主たる目的として、新規公開社数を「週1社」に制限するという規制が導入されたことから、店頭公開の手続きに極めて長時間を要するという「順番待ち」の問題も発生した。

こうした中で、産業界、通産省などを中心に「第二店頭市場」の開設を求める声が高まり、95年7月、登録基準を大幅に引き下げ、赤字企業でも株式公開を可能にした店頭特別市場が開設された。特別市場では、96年12月、二社が株式を公開した。

表1 未上場・未登録株式の取引解禁までの動き

年 月	事 項
1949年 5月	・東京、大阪、名古屋の証券取引所再開。
6月	・証券業協会が管理・運営する店頭売買承認銘柄制度創設。
61年 10月	・東京、大阪、名古屋に市場第二部創設、店頭売買承認銘柄の多くは二部上場。
63年 2月	・証券業協会の店頭登録制度創設。
76年 7月	・日本店頭証券（株）が設立され、店頭登録株の取引が事実上集中化。
83年 11月	・店頭登録時の公募による資金調達認められる（換金市場からの脱皮）。
91年 10月	・株式店頭市場機械化システム（JASDAQシステム）稼働。
92年 6月	・証券取引法改正により店頭登録銘柄についても証取法上の行為規制を適用。
95年 7月	・店頭特別市場（第二店頭市場）開設。
96年 7月	・通産省のベンチャー資金調達環境整備研究会が未上場・未登録株式の流通性向上を提言。 ・政府の行政改革委員会規制緩和小委員会が、未上場・未登録株式の気配値を流すことが証券取引法に抵触しないことを確認。
9月	・ディー・ブレインが、インターネット・ベンチャー投資マートを開設。
10月	・アーク証券が、未上場・未登録株式の取引仲介業務を開始する意向を表明。
11月	・橋本総理大臣が、「日本版ビッグバン」について指示。
12月	・スプレッド・エムフォーがインターネットを通じた初の株式公募を実施。 ・エーティーエルシステムズが店頭特別市場で初めて株式を公開。
97年 3月	・政府の規制緩和推進計画（再改定）に未上場・未登録株式の投資勧誘解禁が盛り込まれる。
4月	・日本証券業協会が未上場・未登録株式の投資勧誘についての要綱を決定
6月	・トーキョー・アソシエイテッド・キャピタルが未上場・未登録株式の格付け情報の公表を開始。 ・証券取引審議会が報告書を提出し、未上場・未登録株式の取扱いを認めるよう提言。
7月	・未上場・未登録株式の取引を専門的に取り扱うディー・ブレイン証券発足。 ・未上場・未登録株式の投資勧誘解禁。 ・今村証券が、未上場・未登録株式の気配値公表を開始。

（出所）野村総合研究所

しかし、特則市場といえども証券業協会が管理する組織された市場という色彩が強く、創業間もないベンチャー企業が株式発行によって資金を調達する場としては、必ずしも適切でないとも考えられる。また、証券取引法上認められている未上場・未登録株式の流通性が、協会の規則によって否定されること自体にも問題は多い。96年7月には通産省のベンチャー資金調達環境整備研究会が未上場・未登録株式の流通性向上を提言する報告書を発表し、政府の規制緩和計画にも同じ趣旨の内容が盛り込まれたのである。

3. 「未公開株」ビジネスへの取り組みの現状

既存の証券会社による気配表示

未上場・未登録株式をめぐる規制緩和の動きを受けて、既にいくつかの証券会社が、未上場・未登録株式の気配値を表示し始めている。

7月31日から金沢市の今村証券が北陸鉄道、富山第一銀行など11銘柄、翌8月1日から福井市の益茂証券が福邦銀行の気配値公表を開始した。投資家から多数の問い合わせがあるなど、反響は小さくないようである。しかしながら、両社が気配値を公表し始めた銘柄は、いずれも以前から青空銘柄として北國新聞、北日本新聞といった地方紙に情報が掲載されていたものであり、通産省などが想定していたような新興ベンチャー企業ではない。

このほか、名古屋のアーク証券、大阪のKOBE証券が、未上場・未登録株式の取扱い業務に名乗りを上げている。アーク証券は、ニュービジネス協議会などと組んでその会員企業の株式を売買し、KOBE証券は、トップが交流会などで培った中小企業経営者との人脈を駆使して投資先を開拓するという⁴。しかし、株式の受渡・決済の方法をめぐる調整がついていないことなどから、今のところ、両社ともに、取扱い業務開始の目途は立っていない。

ディー・ブレインのベンチャー投資マート

一方、今年7月に設立されたディー・ブレイン証券は、8月19日に大蔵省から証券業務免許を付与され、未上場・未登録株式を専門的に取り扱う証券会社としてスタートを切った。

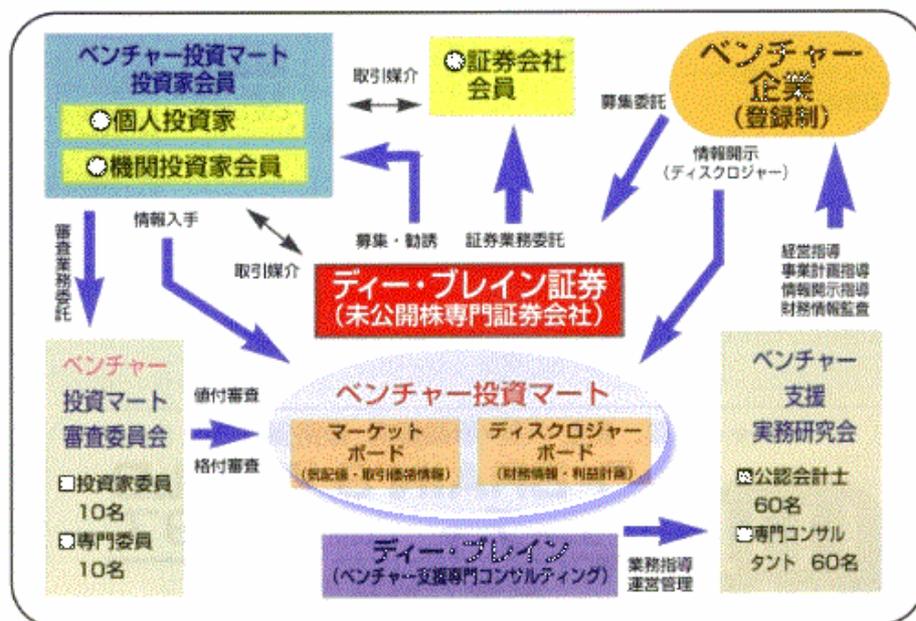
ディー・ブレイン証券の設立母体は、96年9月にインターネット上でベンチャー企業と投資家の出会いの場「インターネット・ベンチャー投資マート」を開設して話題を呼んだ経営コンサルティング会社ディー・ブレイン社である。ベンチャー投資マートの仕組みと特色は以下の通りである。

⁴ 「未公開株の売買解禁 ベンチャー企業に新たな資金調達の道」『日経ベンチャー』97年9月号。

- ①ベンチャー企業への投資を希望する個人、機関投資家、ベンチャーキャピタルなどは、所定の会費を納めて会員となる⁵。会員には、インターネット上で登録企業の情報にアクセスするためのIDナンバーとパスワードが与えられる。情報をファックスで受け取ることも可能だが、その場合、会費が高くなる。
- ②資金調達を希望するベンチャー企業は、所定の審査を受けた上で、登録企業となる。登録企業は、投資家会員に向けて株式を発行し資金を調達することができる。
- ③登録企業は、インターネットベンチャー投資クラブの会員に対して、企業の経歴、現在の財務状態、経営者の経歴、将来の事業計画といった様々な情報を開示するよう義務づけられる。企業の財務情報については、ディー・ブレイン社が組織する「ベンチャー支援実務研究会」に参加している公認会計士、コンサルタント（約120名）が、経営指導や監査を行う。

当初、ベンチャー投資マートは、証券会社に関与しないことから、企業と投資家が直接交渉を行って株式を発行する場とされていた。新たに設立されたディー・ブレイン証券は、株式の募集に関与するとともに、「取扱証券会社」を組織して投資家会員間の株式売買システム（ベンチャー投資マート取引システム）の整備にも乗り出すことになった（図2）。

図2 ディー・ブレインのベンチャー投資マート



(出所) ディー・ブレイン社ホームページ (<http://www.d-brain.com/venture/>)

⁵ 97年9月末現在、会員数は220人とされる。

取扱証券会社（上の図では「証券会社会員」となっている）は、ベンチャー投資マートで資金を調達した会社の株式についての気配値を提示し、投資家会員間の売買を仲介する。売買の形態は、仕切り売買で行われ、手数料は徴収しないという予定である。ディー・ブレイン証券が取扱証券会社の気配値を集計し、その最良気配をインターネット等を通じて公表する。また、ロイターが構築するシステムを通じて、取扱証券会社間の売買を行う予定である。現在、一吉証券、泉証券、コスモ証券の三社が、取扱証券会社となることになっており、今後、更に数社が加わる見込みである。

未上場・未登録株式の売買を行う場合に大きな障害となるのが株券の受渡・決済である。既に触れたように、アーク証券や KOBE 証券の気配値提示業務の開始が遅れているのもこのためである。ディー・ブレイン証券は、証券代行業大手のだいこう証券ビジネスと提携し、株券の受渡、名義書換、資金決済を全面的に委託することで、問題を解決しようとしている。実際の売買は、11月7日から開始される予定である。

なお、ディー・ブレイン証券が、売買をベンチャー投資マートの会員間に限定しているのは、発行会社側が譲渡制限を付していることや投資家の自己責任を徹底するためなどの理由による。売買に参加しようとする一般投資家は、取扱証券会社を通じて、あるいはディー・ブレイン社に直接申し込むことによってベンチャー投資マートの会員となることができるため、大きな障害とはならないという。

エンゼル証券の構想

大阪の監査法人アイ・ピー・オーは、ディー・ブレイン証券と同じように未上場・未登録株式を専門的に取り扱う証券会社として「エンゼル証券」（仮称）を設立する構想を明らかにしている。年内にも会社を設立し、証券業務免許を取得したいという意向である。同社の発起人は、株式の売買よりもベンチャー企業の成長過程へのコンサルティングやアドバイスを強化することで特色を発揮したいとしているという⁶。

TACの「未公開株」格付け

投資顧問業者のトーキョウ・アソシエイテッド・キャピタル（TAC）が、97年6月から未上場・未登録株式についての格付け情報を提供している。情報は、クイックの情報端末を通じて公表されている。

アジアベンチャー投資バレー

東京に本社を置く有限会社トレンド・アジア・ネットワークスは、97年3月からインターネット上で「アジアベンチャー投資バレー」を開設している⁷。「日本を含めアジア経済圏（中国、インド含む）市場における未公開株式市場の流通を促進させ、ワールドワイド

⁶ 「これから買える未公開株」『週刊ダイヤモンド』97年7月26日号。

⁷ ホームページのアドレスは、<http://www.kakyo.or.jp/avim1.htm>。

な経済効果に寄与すべく、個人投資家の皆様へ有益な未公開株式情報を提供」することが目的とされている。

所定の会費を納めた個人は、このホームページを通じて、資金調達を希望する日本及びアジアのベンチャー企業に関する情報を入手することができる。また、会員は、定期的に関係される企業の「個別プレゼンテーションまたは投資説明会」に参加できるほか、現地の投資先企業の訪問も可能だという。こうした情報を通じて投資判断を固めた場合には、「インターネットを通じ、株式を取得すること」ができる。

一方、登録を希望する企業は、日本、香港、台湾、アメリカの公認会計士、弁護士等によって構成される「アジアベンチャー投資バレー委員会」による審査を受け所定の登録料を支払う。この登録料には、「簡易監査」の費用が含まれているという。登録した企業は、アジアベンチャー投資バレー委員会の公認会計士による「監査および徹底した情報公開の指導」を受け、「月に1度または3カ月に1度の財務諸表や業務報告書の公開をインターネットを通じ」て行わなければならないとされている。

ホームページを運営するトレンド・アジア・ネットワークス社は、証券会社ではなく、投資家はベンチャー企業と直接交渉して投資を行うことになる。

今のところ、アジアベンチャー投資バレーに登録されているベンチャー企業はないが、3月以降、「香港インカムファンド」、「アジアキャピタルファンド」の二本の「ファンド」が登録された。いずれも、ユーラシアベンチャーキャピタル株式会社が香港で設定したりリミテッド・パートナーシップ形態の投資ファンドだとされている。

この仕組みは、今回の規制緩和によって投資勧誘が可能となった未上場・未登録株式を取り扱うものではないが、ベンチャー株式投資への関心の高まりを反映した動きの一つとして注目される。

4. 今後の展望

わが国の株式店頭市場は、会社設立から株式公開まで約二十年を要すると言われるように、創業間もないベンチャー企業による資金調達の場としては十分に機能してこなかった。それだけに、証券会社による未上場・未登録株式の取扱い解禁に対するベンチャー企業の関心は高い。投資家サイドの関心も高く、投資信託や年金による投資も一定の範囲で認められるなど、未上場・未登録株式をめぐるビジネスは、今後、広がりを見せることが予想される。

他方、大手証券会社は、取扱いのためのコストが高く、大きな収益源となることが望みにくいとして未上場・未登録株式には関心を示していない。ビジネスの中心的役割を担うのは、ディー・ブレイン証券やエンゼル証券のような専門会社、中堅証券会社などということになる。

未上場・未登録株式の取引には課題も多い。第一に、株式発行会社によるディスクロージャーの徹底が求められる。今回の規制緩和にあたって、公認会計士による会計監査が一つの要件とされたことは、この点では評価できよう。第二に、株式店頭市場において十分な流動性が確保されていない中で、未上場・未登録株式の取引が円滑に行われるかどうかには大きな疑問がある。取引に参加する証券会社による創意工夫が期待される。第三に、未上場・未登録株式への投資がブーム化し、詐欺的な資金集めの温床となるという懸念も否定できない。米国においても、かつて、いわゆるペニー・ストックに関する不正の横行が大きな社会問題となったほか、現在も主としてOTCブリティンボードを舞台として不公正な取引勧誘に関する調査が進められている。規制当局による監視の強化なども必要となろう。

(大崎 貞和)