

我が国における株式店頭市場改革の動き

日本証券業協会は、98年11月2日付けで「株式店頭市場の改革に向けて（報告書）」を発表した。この報告書は、7月に発表された「株式店頭市場改革の方向性について」を受けて、マーケットメイク機能の活用や登録基準の見直しについての具体策をまとめたものである。提言の主要部分は、12月1日の「金融システム改革法」施行に合わせて行われた協会の規則改正によって実施に移された。

1. 株式店頭市場改革をめぐるこれまでの経緯

我が国の株式店頭市場は、83年6月に提出された証券取引審議会中間報告を受けて、登録基準の引き下げや登録時の公募増資の解禁などの改善策が実施されて以降、中堅・中小企業の資金調達場として発展を遂げてきた。しかし、近年は、登録銘柄数、登録会社による資金調達ともに伸び悩んでおり、株価の低迷もあって流通市場における売買も不活発となっている（表1）。発行、流通の両面にわたって株式店頭市場における制度改革の必要性を指摘する声は根強い。

表1 株式店頭市場の推移

暦年	登録銘柄数		登録会社の有償増資		新規公開時公募		売買代金 (百万円)
	新規登録	件数	件数	調達額 (億円)	件数	調達額 (億円)	
1982	108	6	N. A.	N. A.	-	-	25,092
83	111	4	7	123	N. A.	N. A.	52,526
84	116	10	21	465	N. A.	N. A.	169,550
85	127	15	10	192	13	81	186,721
86	140	22	16	231	15	97	440,472
87	151	19	16	384	16	84	376,152
88	196	53	14	507	49	464	683,035
89	263	73	25	1,280	70	2,221	2,045,300
90	342	86	18	2,100	85	3,535	6,040,841
91	430	95	9	664	94	3,277	5,009,137
92	436	15	7	110	14	248	1,082,521
93	477	55	6	80	54	2,127	2,863,274
94	568	107	20	707	105	2,974	5,371,517
95	678	137	17	1,312	137	2,243	5,884,229
96	762	114	76	326	112	2,531	5,899,601
97	834	105	22	61	103	1,537	2,657,458
98. 1~9	851	42	21	820	39	499	1,142,847

（出所）日本証券業協会『証券業報』より作成。

近年、指摘されてきた株式店頭市場の主要な問題点としては、次のようなものがあげられる。

- ①成長性の高いベンチャー企業による株式公開が活発に行われていない。
- ②値付率が低く、公開後半年位経過すると人気が離散して売買高が激減するなど市場の流動性が低い。
- ③公開時の価格形成が不透明であったり、市場の実勢を十分に反映しなかったりする。

表 2 株式店頭市場改革をめぐる最近の動き

年 月	事 項
94年12月	・大蔵省、全国8証券取引所、日証協、「新規公開の社数制限の撤廃について」を正式発表。週当たり3～5社とする公開社数制限の撤廃と登録基準のより緩やかな市場の創設などを内容とする。
95年6月	・日証協の「店頭登録基準検討等懇談会」が報告書を発表。研究開発型企业等を対象とする新たな登録基準を設けるよう提言。 ・大蔵省が日証協会長宛てで株式店頭公開に関する「実質基準」が存在しないことを確認する通知を发出。
7月	・店頭特則市場（第二店頭市場）開設。
9月	・証券取引審議会が報告書「店頭特則市場の株式公開制度等の在り方について」を提出。特則銘柄に関する公開前株式移動規制の緩和、公開価格決定におけるブックビルディング方式の導入などを提言。
10月	・店頭特則銘柄の登録時に必要な監査報告書を直前事業年度分で足りることとする経過措置実施。
96年2月	・通産省の「店頭登録制度改革ワーキンググループ」中間報告発表。ブックビルディング方式の採用、マーケットメイカー制度の拡充などを提言。
6月	・日証協の「株式店頭市場ワーキング・グループ」が「株式店頭市場の流通面における改善策について」を取りまとめる。信用日取引制度、発行日取引制度、借り株制度の導入を提言。本則銘柄のマーケットメイク機能については引き続き検討する。
12月	・エーティーエルシステムズが店頭特則市場で初めて株式を公開。
97年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	・証券取引審議会が報告書を提出し、株式店頭市場の補完的市場としての位置づけの見直し、マーケットメイク機能の活用、未上場・未登録株式の取扱い解禁などを提言。
7月	・日証協の規則改正、理事会決議により、店頭取扱有価証券（未上場・未登録株式等）の投資勧誘解禁。
9月	・店頭本則銘柄において、ブックビルディング方式による公募価格決定を初めて実施。
12月	・「未公開株」専門の証券会社として開業したディーブレイン証券が、店頭取扱有価証券の取引を開始。
98年3月	・通産省の「店頭市場研究会」が緊急提言「今後の店頭市場のあり方について」を発表。本則銘柄へのマーケットメイクの義務づけ、新たな運営主体による新店頭市場の創設などを提言。
7月	・日証協が「株式店頭市場改革の方向性について」を発表。
11月	・日証協が「株式店頭市場の改革に向けて（報告書）」を発表。

（出所）野村総合研究所

これらの問題点を解決するために、90年代半ば以降、日証協を中心に様々な改革措置が検討され、順次実施に移されている（表2）。

第一のベンチャー企業による株式公開が不活発であるという指摘に対しては、95年7月に店頭登録基準が改定され、赤字企業を含む研究開発型企業に株式公開の途を開く「店頭特則市場」が開設されることになった。また、形式的に登録基準を満たしている会社でも画一的な「実質基準」に基づいて登録が困難になっているという批判に応える形で、「実質基準」の存在を否定する大蔵省の通知が発出された。一方、97年7月、店頭公開という手続きを踏まずに株式公募による資金調達を可能にする「店頭取扱有価証券」の制度が導入され、証券会社による未上場・未登録株式の取扱いが認められた¹。

第二の流動性の問題については、アメリカのNasdaq市場が活況を続けていることなどを背景として、各方面からマーケットメイカー制度の導入が必要であるとの主張がなされてきた。例えば、日本証券業協会の業務委員会が96年6月に取りまとめた「株式店頭市場の流通面における改善策等について」においては、「マーケットメイク制度は、株式店頭市場の基本的な仕組みとなっている。…証券会社においては、前広にマーケットメイク業務に習熟するよう努力する必要がある。」との提言がなされた。また、97年6月に提出された証券取引審議会の市場ワーキング・パーティー（WP）報告書においても、「競争売買（オーダー・ドリブン）を基本とする取引所市場に対し、店頭市場においては、マーケットメイク機能（自己売買による流動性供給機能）を活用した特徴的な市場を目指すといった方向性が明らかにされることが望ましい。」として、マーケットメイク制度を定着させる必要性が強調された。

第三の公開にあたっての価格形成の問題については、89年4月に導入された入札方式が見直され、まず特則銘柄について、その後97年9月以降は本則銘柄についても、証券会社が機関投資家に対してヒアリングを行って需要を積み上げて公開価格を決定するブック・ビルディング方式が採用された。

98年6月に成立した金融システム改革法は、いわゆる「日本版ビッグバン」を具体化するものであり、取引所市場の補完という店頭市場の位置づけについて法制度を含めて見直し、株式店頭市場を店頭売買有価証券市場として証券取引法上明確に規定した。日証協では、この法律の施行に合わせて株式店頭市場の改革を行うこととし、業務委員会（現在は市場運営委員会）を中心に検討を開始した。

その結果は、98年7月に「株式店頭市場改革の方向性について」として取りまとめられ、流通市場、受渡決済、公開引受、引受審査のそれぞれのワーキンググループにおいて具体的な改善策の検討が進められることになった。今回公表された「株式店頭市場の改革に向けて（報告書）」は、各ワーキンググループ等における検討の結果を取りまとめたものであり、その主要部分は、12月1日施行の規則改正によって実施に移された。

¹ 詳細については、大崎貞和「動き出す『未公開株』取引」『資本市場クォーターリー』97年秋号参照。

2. 今回の改革の概要

1) 流通市場について

流通市場ワーキングにおける検討内容では、①83年の制度改善によって実施された登録銘柄ディーラー制度の導入以来続けられてきたマーケットメイカー制度をめぐる議論に一応の結論が出されたこと、②日本店頭証券㈱（現在は㈱ジャスダック・サービス）の取引システムを通じたクロッシング取引や時間外取引の制度導入が提案されたこと、③銘柄区分と登録取消基準の見直しが提案されたこと、が注目される。

(1) マーケットメイカー制度の導入

83年に導入された登録銘柄ディーラー制度は、週二回以上、売りと買いの気配値を表示するという義務が課されているのみで、実態としては全く機能していない。一方、店頭特則銘柄については、継続的なマーケットメイクが行われてきたが、報告書では、この仕組みを登録銘柄全体に及ぼすこととし、具体的な内容を提案した。この提案は、11月27日に行われた「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」（公正慣習規則第1号）の改正によって実施に移された。

新しいマーケットメイク制度の特色としては、以下のような点が指摘できる(表3参照)。

- ① 会員証券会社2社以上がマーケットメイクを行うものとして届出た銘柄（マーケットメイク銘柄）を対象とすることとし、公開時の主幹事会社に新規公開する全銘柄のマーケットメイクを義務づけるといった考え方は採用されなかった。
- ② マーケットメイカーは、継続的に売りと買いの気配値を提示する義務を負うが、売り気配と買い気配とのスプレッドには特に制限を設けていない。従来、特則銘柄に課されてきた、いわゆる5%ルール(スプレッドを買い気配の5%以内に抑えるというもの)は適用されない。
- ③ マーケットメイク銘柄については、マーケットメイカー以外の会員に対して最良気配の範囲内で売買を行う義務が課される。これに対して、マーケットメイカーは、自社が提示した最良気配（必ずしも市場の最良気配とは限らない）で売買に応じる義務を課されるだけである。
- ④ 従来、株式店頭市場における取引の90%以上は日本店頭証券が事実上の取引所として機能するオーダー・ドリブン方式の売買によって処理されてきた。しかし、今回の改革では、マーケットメイク銘柄については、ジャスダック・サービス（旧日本店頭証券）を通じた売買を行わないとし、オーダー・ドリブン方式とクォート・ドリブン方式の併用を避けることにした。
- ⑤ 証券引受業者が、同時にマーケットメイカーとして活動する場合、自ら気配値を操作して発行価格に影響を与える可能性もある。アメリカのNasdaq市場では、そうした不

公正な取引を防止するために「パッシブ・マーケットメイカー」の制度を設けている。
これに対して、新規則では、元引受契約者等は気配発表を自粛するという仕組みを採用した。

表3 株式店頭市場におけるマーケットメイクの仕組みと Nasdaq 市場の比較

事項	Nasdaq 市場の現状	我が国の株式店頭市場
マーケットメイクの対象銘柄	二社以上のマーケットメイカーの存在が登録維持基準の一つとされており、全ての銘柄が対象。	マーケットメイカーが届出た銘柄のみが対象。
マーケットメイカーの資格	気配表示停止後 20 営業日は復帰できない。	届出後 1 か月は継続義務。辞退後 3 か月経過しないと復帰できない。
気配の発表義務	取引時間中は継続発表義務。	取引時間中は継続発表義務。
気配に基づく売買義務	提示した株数まで自社が提示した最良気配で売買に応じる義務を負う。小口注文については、自動執行システム (SOES) を通じた売買に応じる義務がある。*1	マーケットメイカーは、端末上に提示した株数まで自社が提示した最良気配で売買に応じる義務を負う。マーケットメイカー以外の会員は、マーケットメイカーが気配を提示している間は、顧客との売買を最良気配の範囲内の価格で行う義務を負う。
ファイナンス引受会社によるマーケットメイクの扱い	引受幹事会社は、最高の買い気配提示の禁止などの制約に服する「パッシブ・マーケットメイカー」として活動する。	元引受契約者等は、気配発表を自粛する。短期間の臨時マーケットメイカーを置く。
表示気配、スプレッドに関する制限	自社の売り気配と他社の買い気配及び自社の買い気配と他社の売り気配が同値または逆転する気配は提示できない。 スプレッドに関する制約はない。但し、NMS 銘柄については、月間の平均スプレッドが、全てのマーケットメイカーの平均スプレッドの 150% を超えた業者に対して辞退命令が出される。*2	自社の売り気配と他社の買い気配及び自社の買い気配と他社の売り気配が同値または逆転する気配は提示できない。 売り気配と買い気配のスプレッドには一定の数値の範囲を設けない。 値幅制限についても、マーケットメイク銘柄には適用しない。*3
報告義務	取引成立後 90 秒以内に報告する義務を負う。	取引成立後すみやかに報告する義務を負う。「すみやかに」とは、公正性を確保し得る実務対応が可能な時間とされる。
顧客指値注文の取扱い	顧客の指値注文がマーケットメイカーの最良気配よりも有利な場合、マーケットメイカーは、自らの気配値を指値に合わせて変更するか、インスティネットなどの ECN に注文を回送するかを選択しなければならない。	指値注文の取扱いについては明確なルールはない。マーケットメイク銘柄については、ジャスダック・サービスを通じたオーダー・ドリブン方式の売買は行わない。

注) *1 マーケットメイカー以外の会員の執行価格について Nasdaq 自体はルールを設けていないが、マーケットメイカーを含む全ての証券会社に課される、より一般的な義務として最良執行義務がある。最良執行義務の内容については、大崎貞和「最良執行義務とは何か」『資本市場クォーターリー』98 年春号参照。

*2 このほか、顧客に対して登録銘柄を売却する際に取得価格の 5% 以上を上乗せしてはならないとするガイドラインが設けられている。

*3 「直近の約定価格又はそれに準じた価格で、かつ、最良気配の間の価格」を適正な価格とする理事会決議「株式流通市場における売買取引について」はマーケットメイク銘柄には適用しない。

(出所) 野村総合研究所

(2) クロッシング取引、時間外取引の導入

報告書は、株式店頭市場登録銘柄及び店頭転換社債について、通常取引の終値で売買を行うクロッシング取引を導入するとともに、早朝（午後4時～翌日午前9時）及び場間（午前11時～午後0時半）の取引についても検討することを提言した。これらの取引は、日本店頭証券が仲介する形で行われる。

クロッシング取引については、午後3時の取引終了後、3時15分から4時までの間、日本店頭証券がファクス（F-NET）で注文を受け付け、午後4時を約定時刻として売買を成立させる。約定内容は午後5時半までに日証協に報告され、午後6時に公表される。将来的には、注文の受付、日証協への報告にJASDAQシステムを活用することも検討するという。

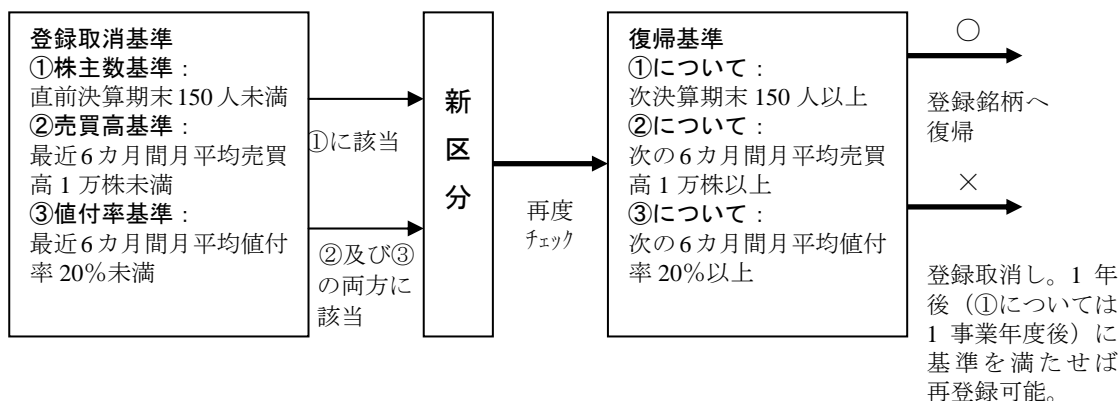
報告書では、早朝及び場間の取引については、取引所外取引におけるルール等を勘案しながら検討することとされた。マーケットメイク銘柄以外についての日本店頭証券を介さない相対取引のルールについても、併せて検討するものとされた。

(3) 銘柄区分と登録取消基準の見直し

報告書は、登録銘柄が約850社に達し、ほとんど売買が行われていない銘柄も混在している現状を指摘した上で、市場参加者にわかりやすい市場構造にするために、機関投資家のインデックス運用の対象となり得るような特に流動性が高い銘柄グループを設けるとともに、流動性が著しく低い銘柄についての取消基準を引き上げるよう提言している。

登録取消基準の引き上げにあたっては、取消基準に該当した銘柄を移行するための区分を新設し、一定期間後に改めて基準の充足状況をチェックし、その際に基準をクリアしていれば、直ちに一般の登録銘柄に復帰できることとする。また、基準をクリアせず登録取消となった銘柄についても、1年後に基準を満たし、再登録申請を行った場合には詳細な審査を経ることなしに復活登録を認めるとしている。

図1 登録取消基準見直しの内容



注) 値付率基準は計算を開始する日から1年間に限り10%とする。

(出所) 野村総合研究所

また、本来、登録廃止または上場廃止となった銘柄を一時的に取引するための区分である店頭管理銘柄のほとんどが、長期に管理銘柄として留まっている銘柄によって占められていることから、今後は6カ月を超えた場合の延長措置を行わず、既に6カ月を超えている管理銘柄については、一定の猶予期間の後に登録を取り消すことを提言した。

2) 受渡決済について

受渡決済については、①JASDAQ システムを通じた取引に係わるクレジット・リスクの顕在化を防止するために損失補償制度を設けること、②将来的にデリバリー・バーサス・ペイメント (DVP) を実施すること、③株券の不発行等の具体的な効果について検討すること、④保管振替制度の全面的利用や振替決済システムの高次化について関係者に働きかけること、⑤受渡決済業務の統合やアウトソーシングの在り方について検討すること、が提言されている。しかし、「内容的に早急に結論を出すことが困難」として、具体化については、今後の検討に委ねることとした。

3) 公開引受について

株式店頭市場への登録については、現行の本則基準と特則基準の区別を廃止し、登録を希望する企業が選択することのできる一般企業向け、ベンチャー企業向けの二つの基準を新たに設けることが提言され、11月27日に行われた「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)の改正によって実施に移された(表4)。

表4 登録基準見直しの内容

	これまでの登録基準		新しい登録基準	
	本則	特則	一般企業向け(1号)基準	ベンチャー企業向け(2号)基準
対象企業	原則制限なし	①利益または純資産の額が本則基準に適合していないこと、 ②主たる事業の内容に新規性があり、将来性があると申請会員が認めたものであること、 ③新規事業の企業化に要する費用が売上高に対して3%以上で	原則制限なし	設立経過年数(もしくは主たる事業歴)が10年以下又は新規事業(もしくは主たる事業)に係る費用の売上高に占める比率が3%以上である会社を選択できる
発行済株式数	登録日において200万株以上、かつ直前期平均100万株	基準なし	円滑な流通が確保されること	
株主数	登録日において発行済株式数2,000万株未満の場合200人以上、それ以外400人以上	50人以上	登録日において発行済株式数1,000万株未満の場合300人以上、1,000万株以上2,000万株未満の場合400人以上、2,000万株以上の場合500人以上	
公開する株式数	申請時の発行済株式数×12.5%+25万株以上かつ50万	50万株以上	公開時の浮動株比率30%以上又は最低公開株式数50万株以上	
利益の額	直前期の1株当たり税引前利益が10円以上	基準なし	当期純利益が連結、単体ともに正である	基準なし
純資産額	直前期末2億円以上	登録時2億円以上	連結、単体ともに直前期末2億円以上	公開時時価総額5億円以上
	現行登録取消基準		報告書が提案した登録取消基準	
	本則	特則	共通基準	
発行済株式数	200万株未満となったとき	基準なし	200万株未満となったとき	
株主数	100人未満となり、その後1年以内に100人以上にならな	25人未満となり、その後1年以内に25人以上にならなかつたとき	直前決算期末の株主数が150人未満となったとき	
経営状態	最近3年間の各事業年度末において債務超過の状態にある	最近5年間の各事業年度末において債務超過の状態にあるとき	最近3年間の各事業年度末において債務超過の状態にあるとき	
株式の流動性	最近1年間の月平均売買高が2000株未満となったとき	基準なし	最近6カ月間の月平均売買高が1万株未満となったとき	
その他	合併、破産、銀行取引停止、法令違反等	合併、破産、銀行取引停止、法令違反等	値付率基準を新設、最近6カ月間の月平均値付率が20%未満となったとき	

(出所)野村総合研究所

公開基準の見直しにあたっては、株主数基準を引き上げる一方、公開時の浮動株比率が30%以上と高い場合には公開時に募集または売出しを行わなくても登録できるようにするなど、登録取消基準の引き上げにおけるのと同様に、株式の流動性を重視する姿勢が示されている。

このほか、公開引受の分野では、以下のような提言がなされた。

- ①新規公開時の業績予想には利益計画作成時に用いた前提条件をわかりやすく記載する。
- ②ベンチャー企業向け基準で登録する銘柄については四半期報告を義務づける。
- ③公開前の第三者割当増資の自粛などを求める公開前規制の緩和を大蔵省へ要望する。
- ④登録審査の取扱いを一部見直す。
- ⑤申請書類を簡素化するとともに連結財務諸表制度の見直しに対応した様式の変更を行う。
- ⑥優先株、DR、クローズドエンド型の会社型投信、SPC 出資証券の登録基準の新設について検討する。
- ⑦公開後の株価の安定のために大株主と引受人との間で一定期間株式を売り出さない旨の契約を結ぶロックアップ制度を導入する。ロックアップ契約締結の事実、有価証券届出書のリスク情報で開示する。
- ⑧応募が予想を上回った場合に引受会社に予定数量を超えて販売を行う権利を認めるオーバーアロットメントオプションの導入について検討する。
- ⑨公開日程未定でも審査小委員会の承認までの手続きを踏み、日程が決定次第、理事会への付議等の手続きを行う。

4) 引受審査について

報告書は、上場審査の在り方を土台にした現在の登録審査の内容を競争的市場としてふさわしい内容に改めるために検討を開始するよう提言している。具体的な検討項目としては、以下の三つがあげられている。

- ①証券会社が協会に対して報告を審査報告書の見直し
- ②発行会社が作成する登録申請のための報告書の見直し
- ③公認会計士監査と証券会社の審査の重複の排除と責任範囲の明確化

3. 評価と展望

今回の日証協の報告書とそれに基づく規則改正の実施は、株式店頭市場を取引所市場と対等の市場として位置づけた金融システム改革法の施行に合わせて、株式店頭市場の在り方を発行、流通の両面にわたって見直そうとするものであり、時宜を得たものと評価することができる。その内容についても、従来ともすればとられがちであった、「流通市場改革の切り札はマーケットメイクの義務づけ」、「発行市場改革の切り札は登録基準の緩和」という硬直的な見方を放棄し、現実を直視した実際的な改革として高く評価することができよう。

1) マーケットメイクの一律義務づけを避けた流通市場改革

これまで、株式店頭市場における流通の在り方をめぐっては、「ベンチャー企業のための市場=Nasdaq 市場=マーケットメイカーによる市場」という単純化された理解に基づいて、マーケットメイカー「制度」を証券会社の義務として導入することによって活性化を図るという議論が行われがちであった。

しかし、Nasdaq 市場のマーケットメイカー「制度」は、一片の法令や制度改革によって導入されたものではなく、米国の証券会社が自発的、伝統的に行ってきた取引仕法を制度化したものに過ぎない。Nasdaq 市場のマーケットメイカーは、誰かに強制されて「公益」のためにマーケットメイクを始めたのではなく、単に私的な収益機会を求めてビジネスとして行っているだけである。

一方、我が国の株式店頭市場においては、ジャスダック・サービス（旧日本店頭証券）を通じたオーダー・ドリブン方式による売買が長く定着しており、この仕組みがマーケットメイカー制度に比べて絶対的に劣っていると判断される理由はない。市場の流動性が低下しているのは事実だが、その原因を取引仕法のみを求めることは合理的でない。

確かに、マーケットメイカーが気配値を提示するクォート・ドリブン方式と証券取引所やジャスダック・サービスのようなオーダー・ドリブン方式は、異なる価格決定の方式として、それぞれの長所、短所を有している。従って、我が国には事実上存在しないクォート・ドリブン方式を新たに導入しようと試みることには一定の意義が認められよう。とはいえ、そうした試みは、あくまでクォート・ドリブン方式による価格形成が、価格発見の効率性、公正さを向上させ、投資家保護と企業の資金調達効率化に資すると信ずる市場とその構成員たる証券業者の総意に基づいて開始されるべきであり、「義務」として押し付けられるべき筋合いのものではない。

こうした観点からは、今回の報告書が、マーケットメイク銘柄の選択を証券会社の意思に委ね、スプレッドの制限やジャスダック・サービスの取引システムを通じたオーダー・ドリブン方式による売買といったマーケットメイクを困難にするような仕組みを排除する

よう提言したことは、大きな意義を有すると言えよう。

なお、マーケットメイクが必ず市場の流動性向上につながるのか、Nasdaq 市場がマーケットメイカー「制度」の存在ゆえに発展した、といった理解はいずれも正しいものとは言えない。株式の流動性は、マーケットメイカーの有無以上に、その株式の投資対象としての魅力や浮動株式の数とその分布、時価総額などによって左右される。Nasdaq 市場においても、流動性の低い銘柄ではマーケットメイカーの気配のスプレッドが拡大し、取引は決して円滑に行われていない。高流動性銘柄についても、マーケットメイカーの談合疑惑が指摘され、ECN と呼ばれるオーダー・ドリブン方式の仕組みを導入することで、顧客の指値注文を保護することの重要性が強調されているのが実態である。最近の欧州の新しいベンチャー株式市場は、こうした問題点を解決するために、マーケットメイカー制度とオーダー・ドリブン方式を様々な組み合わせるハイブリッドな取引仕法を模索しているのである（表 5）²。Nasdaq 市場の飛躍的発展は、単にマーケットメイカー制をとったからと言うよりはいち早く電子取引に移行するなど技術革新に積極的に取り組んだこと、上場手続きの簡素化や上場維持費用の引き下げに努めたこと、引受証券会社が魅力あるベンチャー企業の発掘、誘致に努めたこと、などによるとみるべきであろう。

表 5 ハイブリッドな取引仕法を模索する各国市場

市場	取引仕法の特徴
AIM(英国)	マーケット・メーカー制度と板上の継続的な付け合わせを併用。 マーケット・メーカー不在の場合にも売り手と買い手をつなぐ指定ブローカーを置く。
ヌーボー・マルシェ(フランス)、ユーロ NMベルギー、ノリア・マルクト(ドイツ)	1日1回または2回の板寄せとマーケット・メーカー制を組み合わせる。 ヌーボー・マルシェは、板寄せの回数をマーケット・メイクの活発さに応じて調整。
NMAX(オランダ)	オーダー・ドリブンの継続取引を原則としながらスペシャリストを設置(NYSEなどと同じ)。
EASDAQ(ベルギー)	マーケット・メイク制が原則。単独マーケット・メーカーの場合、1日1回の板寄せ。
トレードポイント(英国)	オーダー・ドリブンの継続取引が原則だが、売買高が少ない場合、一定時刻のオークションを行う。
ロンドン証券取引所	FT100指数採用銘柄について、オーダー・ドリブン方式の新取引システムSETSでの取引へ移行。
Nasdaq市場	マーケット・メーカー制だが、ECNという「板」を導入。

(出所) 野村総合研究所

² Nasdaq 市場及び欧州新市場の動向については、大崎貞和、落合大輔「欧米ベンチャー株式市場の新潮流」『財界観測』97年7月号参照。

2) 株式の流動性を重視した発行市場改革

企業規模が比較的小さいベンチャー企業の株式を取引するベンチャー株式市場が直面する最大の課題は、市場の流動性の欠如である。各国のベンチャー株式市場は、この問題の解決に懸命に取り組んでおり、取引仕法面での工夫もその一つの表れである。流動性を向上させる上で重要となるもう一つのポイントは、市場の登録基準（上場基準）そのものを流動性を重視したものとし、株式公開を望む企業に対して、流動性を高めるような財務政策を促していくことである。97年8月に承認されたNasdaq市場の登録基準引き上げも、浮動株式数基準を大幅に引き上げたり、登録申請に必要なマーケットメイカー数を引き上げるなど、流動性の確保に力点を置くものであった（表6）。

表6 Nasdaq市場の新旧登録基準比較

	新基準				旧基準		
	NMS			Small Cap	NMS		Small Cap
	基準1	基準2	基準3		基準1	基準2	
総資産(万ドル)	—	—	—	—	—	—	400
純資産(万ドル)	600	1,800	—	*1 400	400	1,200	200
最低買気配値(株価、ドル)	5	5	5	4	5	3	3
株式時価総額(万ドル)	—	—	*3 7500	*1 5000	—	—	—
浮動株数(万株)	110	110	110	100	50	100	10
浮動株時価総額(万ドル)	—	—	—	500	300	1,500	100
株主数(人)	400	400	400	300	400	400	300
営業経過年数(年)	—	2	—	*2 1	—	3	—
税引前利益(万ドル)	100	—	—	*1 75	*4 75	—	—
純利益(万ドル)	—	—	—	—	*4 40	—	—
マーケット・メーカー数	3	3	4	3	2	2	2
コーポレート・ガバナンス基準	適用	適用	適用	適用	適用	適用	不適用

注) *1 いずれか1つを充足。

*2 または時価総額5,000万ドル。

*3 総資産または総収入7,500万ドルでも可。

*4 登録直前期または登録前三期中二期において充足。

(出所) Nasdaq資料より作成。

こうした観点からは、登録基準及び取消基準に関する今回の報告書の提言内容は高く評価できる。とりわけ、公開企業側からの批判を浴びかねない取消基準の強化を提言した点には、市場の質の維持を重視する姿勢が鮮明に表れている。97年7月には、いわゆる「未公開株」の取引を解禁する店頭取扱有価証券制度がスタートしており、仮に登録を取り消される企業が現れたとしても、投資家の取引機会を確保するための一定の受け皿は用意されている。報告書の提言内容自体、一定期間後の登録復活や取消後の再申請の可能性も認めるなど柔軟なものであり、バランスの取れた対応と評価できよう。

多様な企業が登録している株式店頭市場においては、単に流動性の著しく低い銘柄を排除するのではなく、流動性の高低に応じて売買仕法など市場の仕組みを整えることが重要である。今後は、報告書では詳細が明らかにされなかった「特に流動性が高い銘柄グループ」に関する具体的な検討が進められることを強く期待したい。

3) 報告書の問題点

一方、報告書の内容に問題点が残されていることも見過ごすことはできない。

第一に、マーケットメイク銘柄の選択を完全に会員証券会社の自由に委ね、いったんマーケットメイク銘柄に指定された場合には、ジャスダック・サービスのオーダー・ドリブン方式の取引システムを利用しないとしているが、従来の取引仕法の下で、かなり高い流動性を維持してきた銘柄がマーケットメイク銘柄に移行し、かつ少数のマーケットメイカーのみが名乗りを上げた場合には、かえって流動性が低下する可能性もあることは否めない。もちろん、この事態は、多くのマーケットメイカーが競合するようになれば解決するわけだが、過渡的には問題が生じることも懸念される。

第二に、マーケットメイク銘柄については、ジャスダック・サービスのシステムが利用されなくなるため、マーケットメイカーの提示する気配値の内側で顧客指値注文同士を付け合わせることが困難となる。もちろん、証券会社が自己勘定で、そうした指値注文に対応することは可能だが、規則上の義務ではなく、顧客の注文保護という観点から問題が生じる可能性も否定できない。もっとも、この点については、アメリカの Nasdaq 市場においても、近年になって問題視されるようになったという経緯もあり、マーケットメイクがこれから本格化しようとする我が国において対応を講じようとすることは現実的でないという見方も成り立ち得る。

4) 楽観できない改革のゆくえ

このように内容的には多くの点で評価できる今回の報告書だが、これらの提言が実行されれば直ちに株式店頭市場が活性化に向かうとまでは楽観視できない。

最大の問題は、株式店頭市場に投資家を惹き付ける魅力ある企業が集積していないことにある。たとえ魅力ある企業が店頭公開しても、多くの場合、株式店頭市場を取引所上場へのワンステップとしてしか位置づけておらず、店頭市場に長く留まることにメリットを感じない。市場の担い手たる証券会社も、取引所、店頭市場ともに同じ顔ぶれであり、株式店頭市場の振興一辺倒でまともまっているというわけではない³。

しかも、東京証券取引所を始めとする各取引所は、特則市場などを開設してベンチャー企業の誘致を図る姿勢を示している。先日、東証は、配当基準や一株当たり利益基準の撤廃など上場基準を大幅に緩和する方針を決定したという⁴。今のところ、こうした取引所の姿勢が、現実のベンチャー企業の上場に結び付いている徴候はあまりないが、ベンチャー

³ この点で、Nasdaq 市場においては、マーケットメイカーが市場の担い手として重要な役割を果たしてきた。これらの業者の中には、取引所市場では目立った活動をしていない者が少なくない。もっとも、最近では、マーケットメイカーの「専横」が批判される傾向にある。

⁴ 『日本経済新聞』98年11月16日付け。

企業の株式公開が株式店頭市場の専売特許ではなくなっているという現実には直視すべきであろう。株式店頭市場の運営者である日証協とその構成員たる証券会社に課せられた課題は依然として重いと言わざるを得ない。

もともと、企業の株式形態による資金調達を活発化と株式市場の全体としての拡大を是とする立場からは、株式店頭市場の改革だけに過度に期待する必要はないということもできる。ベンチャー企業の株式公開を推進しようとする証券会社があれば、「店頭取扱有価証券」の枠組みを利用することも取引所特則市場を利用することも可能である。更には、Nasdaq 市場を始めとする海外市場での公開も机上の空論とは言い切れない。日証協の運営する市場に不満があれば、新たな協会を設立して店頭売買有価証券市場を開設することも法律上は可能である。新たに証券業務として認められた PTS（私設取引システム）の枠組みを利用することもできるかも知れない。

現状では、実態経済の低迷が続く中で、我が国のベンチャー株式市場が不活発であるのは当然だという見方もあり得る。金融システム改革法の施行により、市場間競争の枠組みがようやく整う。株式店頭市場の改革が奏功するか。その真価が試されるのは、これからである。

(大崎 貞和)