

正念場を迎えた店頭株式市場

金融研究部門 黒木文明

1. はじめに

長期にわたって低迷を続けてきた国内株式店頭市場が、昨年末より息を吹き返しつつある。指数ベースでは、98年10月の安値から99年3月末までに70%近く上昇し、他の市場を大きく上回るパフォーマンスを示している。

上昇要因の一つとして、金融システム安定化策などを好感し、財務基盤や事業基盤の脆弱さを懸念して大きく売り込まれていた中堅・小型企業の株価が、反発に向かったことを挙げることができる。その一方で、「ユニークな事業内容を持つ企業の出現」や「数年来の市場改革の効果」など、店頭市場特有の要因も見逃すことができない。

現在の活況が一過性のブームで終わってしまうのか、それともNASDAQ¹のように大きな転身を遂げて継続するのかは、日本経済にとっても重要な意味を持っている。そこで、近年実施された市場改革の効果を中心に、店頭市場の現状を探ってみた。

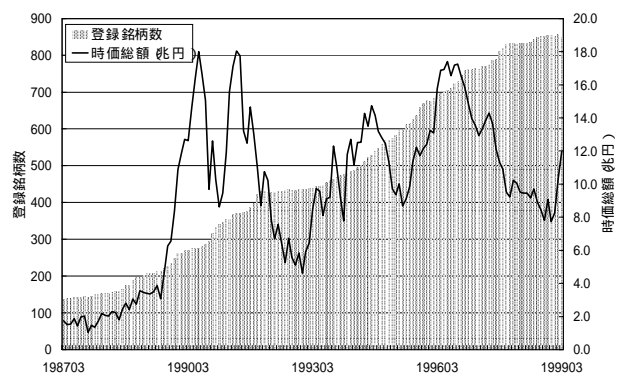
2. 株式店頭市場改革の取り組み

(1) 改革の背景

90年代、店頭株式市場は極度の不振に喘いで

いた。景気低迷に加え、公開企業の開示姿勢に対する不信感の高まり、新規公開銘柄の株価不振、優良銘柄の取引所上場など、向い風の連続であった。この間も、旺盛な公開意欲に支えられて、公開企業数は着実に増加を続けたが、株価下落により市場規模は縮小し、株式市場におけるプレゼンスは大幅に低下していった(図表-1)。

図表-1 登録銘柄数と時価総額の推移

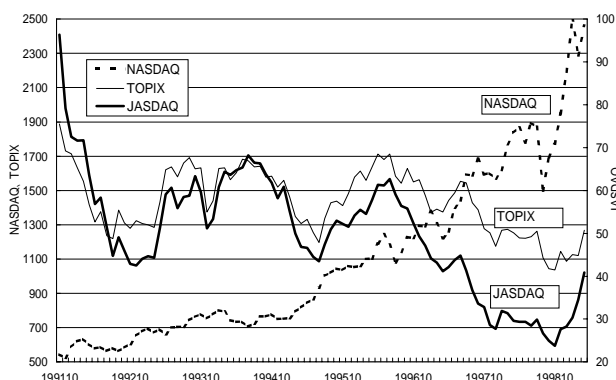


特に流通市場の低迷は顕著で、「一部証券会社による売買委託手数料引き下げ²」や「信用取引制度の導入」も虚しく、投資家は流動性が確保できない店頭市場から次第に遠ざかり、「成長途上にある企業に対する資金提供の場」という店頭市場本来の機能が不安視されるに至った。

一方、米国の店頭市場であるNASDAQでは、Microsoft、Intel、Ciscoなど、今日の米国産業を代表する企業が活躍し、米国株式市場の時価総

額上位に顔を揃えている。こうした企業を牽引役とし、NASDAQ がニューヨーク証券取引所（NYSE）に肩を並べる世界有数の取引市場へと著しい発展を遂げたため、わが国の店頭株式市場（JASDAQ）の不振は一層際立つこととなった（図表 - 2、3）。

図表 - 2 市場代表株価指数の推移



市場関係者は、こうした事態に危機感を抱き、店頭市場をめぐり様々な検討が行われてきた³。その結果、98年12月の証券取引法改正により、店頭市場が取引所市場と対等な有価証券市場として位置づけられた⁴。このことは、店頭市場が「取引所の補完的機能と位置づけられ、登録後も上場することが望ましい」とされた84年の証券取引審議会報告から開放され、独立した取引市場として一歩踏み出したことを意味している。

この流れの中で、98年11月には、店頭株式市場を運営する日本証券業協会により、抜本的な改革を目指した報告書（「株式店頭市場の改革に向けて」）が取りまとめられた。当報告書では、広範かつ抜本的な改革の必要性が訴えられ、その一部が既に実施に移されている。

図表 - 3 市場規模の比較

	店頭株式市場	東証1部	NASDAQ	NYSE
公開企業数	856	1,340	5,068	3,114
時価総額(兆円)	7.7	268	298	1,251
月間出来高(百万株)	149	7,898	19,494	15,241
月間売買代金(億円)	1,619	65,220	702,780	734,575

注 データは98年12月末時点（\$ = 115.195円で換算）

(2) 改革の主な内容と評価

報告書に盛り込まれた改革内容は、大きく、流通市場に関わるものと、新規登録に関わるものに分けられる（図表 4）。以下では、既に実施に移されている流通市場に関する改革内容を紹介し、その現状を検討する。

図表 - 4 主な改革内容と実施時期

流通市場関係	
マーケットメイカー制度	98年12月
登録取消基準の強化	99年月
銘柄区分制度の導入	未定
新規登録関係	
選択制登録基準の導入	99年月
登録基準の見直し	99年月
登録前増資規制の緩和	未定

マーケットメイカー制度

従来、店頭株式市場のほとんどの取引は、ジャスダック・サービス（旧、日本店頭証券）を経由し、取引所と同様のオークション方式⁵により行われてきた。しかし、流通量が少ない銘柄では、注文自体が少なすぎて、取引が成立しないことが多いといった問題が生じていた。

今回導入されたマーケットメイカー制度は、各銘柄のマーケットメイカーになった証券会社に対し、「売りと買いの気配値を常に提示し、一定規模の注文に応じること」を義務付ける制度である。従って、必ず一定量の流動性が確保されるため、店頭株式のような流通量が少ない銘柄の取引には、特に適した制度といえる。実際に、NASDAQ はマーケットメイカー制度の採用により、高い流動性をほこっている。

さて、99年3月末現在で、14の証券会社によ

り 28 銘柄が当制度の対象として取引されている。証券会社別では「野村」の 26 銘柄が最高、銘柄別では「エイベックス」の 7 証券会社が最高である。これに対し、NASDAQ では登録要件として 3 社以上のマーケットメイカーを義務づけていることもあり、1 銘柄に対して平均 10.8 社の証券会社が値付けを行っているなど、制度の規模は大きく異なっている（図表 - 5）。

図表 - 5 日米マーケットメイカー制度の比較

	日本	NASDAQ
対象銘柄	28銘柄	全銘柄
マーケットメイカー数	14社	479社
銘柄平均	3.3社	10.8社

（注）日本は 98年3月末、NASDAQは 98年12月末

マーケットメイカー制度の対象となった銘柄のうち、対象銘柄となる以前の取引データが観測可能な 22 銘柄について、マーケットメイク初日を基準に、前後 30 営業日の出来高を比較した。これらの銘柄は、マーケットメイク前の平均値付き率⁷が 92%と、そもそも流動性の高かった銘柄群であるが、マーケットメイク後の平均値付き率は 99%にまで上昇している。また、22 銘柄中 18 銘柄について出来高の増加が観察され、当制度導入による流動性の向上が確認される⁸。

一方、マーケットメイク開始後から 3 月末日までの、超過リターン（対日経店頭平均）を観察すると、対象 28 銘柄中プラスであったのは 12 銘柄にとどまっており、マーケットメイク制度は必ずしも直接的な株価押し上げ要因とはなっていないようである。

現在でも、「売り買い気配の乖離幅が大きい」「取引の円滑さに欠ける」といった批判も残っており、順風満帆というわけでもない⁹。ただ、株式手数料の完全自由化を控え、売り買い気配の幅が収益源となるマーケットメイク業務には、新たな収益機会として証券会社からの関心は高い。このため、将来的には、業者間競争を通して効率性

が向上していくことが期待される。

登録取消基準の見直し

登録銘柄数が増加する一方で、従来、ほとんど取引が成立せずに、公開会社としての役割が不明確な銘柄が存在していた。それが、店頭市場構造の特色をわかりにくくしているとの批判にこたえて、登録取消基準が強化された（図表 - 6）。

図表 - 6 新旧登録取消基準の比較

	旧	新
株主数	100人	150人
売買高	2000株 / 月	10000株 / 月
値付き率	なし	20% / 月

（注）売買高と値付き率は 6ヶ月間の平均

売買高と値付き率について、登録取消基準に抵触する銘柄数を新旧の基準で比較したところ、新基準の採用により、該当する銘柄が大幅に増加することが確認された。

また、同じ基準について、新基準の採用前後（98 年 12 月までの 3 ヶ月間と、99 年 3 月までの 3 ヶ月間）を比較したところ、取消基準に抵触する銘柄数は大幅に減少しており、基準の強化を受けて、発行企業や証券会社が流動性向上策を実行し始めた可能性が伺える（図表 - 7）。

図表 - 7 取消基準に抵触する銘柄数

	98年12月まで	99年3月まで
旧 売買高 2000株未満	4 (0.5%)	3 (0.4%)
売買高 1万株未満	97 (1.8%)	50 (6.0%)
値付き率 20%未満	99 (2.1%)	52 (6.2%)
新 かつ 新基準抵触	78 (9.5%)	36 (4.3%)

（注）以内は、全登録銘柄に占める割合

猶予期間があるため、新基準により登録取消企業が現れるのは 2000 年からである。しかし、基準の強化によって、公開維持を望む企業が安穩としていられなくなったのは間違いない。流通市場に対する直接的な働きかけに加えて「IR 活動の強化」など、投資家を呼び込むための積極的な働きかけが必要であろう。

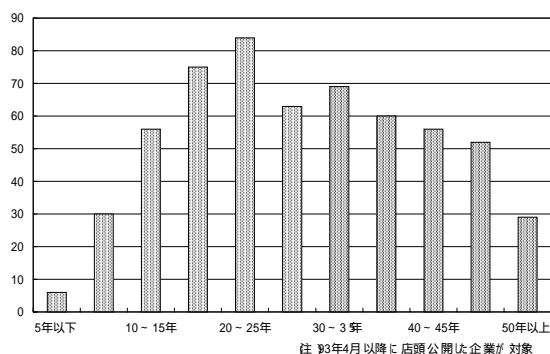
3. 店頭株式市場の現状

(1) 新規公開と店頭市場を経由した上場

98年度の公開銘柄数は65社と低水準にとどまった。一方、当年度中には41社が取引所へ上場し、合併や倒産などによる登録取消企業(9社)を差し引くと、98年度末の登録企業は849社(前年度末比+16社)と登録企業の増加ペースには陰りが見られる。

また、設立から2年程度で公開を果たす企業が現われ始めた一方で、公開所要期間の平均は23.3年(98年度)と長く、ベンチャー企業群のイメージとは程遠い存在である(図表-8)。

図表-8 公開所要期間別の企業数



一方、店頭公開から取引所への上場に要する期間の平均は4.3年(98年度)と短い。これらの企業も店頭公開までは長い期間を要しているため、「飛躍のステップ」としては、店頭市場が機能していると言えるだろう(図表-9)。

ただし、NASDAQの主要銘柄は、設立から公開までの期間が短く、また、上場基準を満たした後もNASDAQにとどまり続けているのとは対

照的である。これは、相対的に公開維持費用が割安である¹⁰だけでなく、NASDAQの持つ成長企業のイメージ、及び、高い流動性をほこる取引システムなどのインフラ、が総合的に評価された結果であると思われる。

(2) 登録企業の顔ぶれ

玉石混交といわれるだけあって、店頭登録企業の顔ぶれはまさに様々である。

以前は、「ノンバンク」「パチンコ機器製造」など、社会的認知が遅れていた業態に属する企業が存在感を示していた。しかし、こうした企業の多くが取引所に上場していく¹¹一方で、「情報通信サービス」「特定商品小売り」など新たな業態の企業が次々に公開しているため、構成業種の中身も徐々に変化しつつある(図表-10)。

図表-10 主な構成業種(東証33業種分類)

	94年3月		99年3月		
	時価総額 ウエイト	銘柄数 ウエイト	時価総額 ウエイト	銘柄数 ウエイト	
その他金融	18.5%	1.6%	サービス	25.2%	18.9%
卸売	16.5%	15.2%	小売	14.8%	17.5%
機械	10.2%	8.6%	卸売	12.3%	10.3%
小売	10.1%	11.3%	機械	9.1%	5.1%
サービス	10.0%	12.9%	電気機器	6.9%	8.4%

99年3月末時点での時価総額上位10社をみると、いずれも上場銘柄では代替困難な事業を営む業界トップクラスの企業が並んでいる。これらの特徴として、比較的最近に公開された企業が多いことと、個人投資家には手が届きにくいほどの値高株が多いことが挙げられる(図表-11)。

図表-9 新規公開および店頭市場経由の上場企業

年度	新規公開企業		店頭市場経由の上場企業			年度末 公開企業数
	新規公開 企業数	設立~公開 所要年数	上場 企業数	公開~上場 所要年数	設立~公開 所要年数	
1993	68	28.9	14	5.9	30.6	489
1994	113	32.1	16	3.8	24.1	584
1995	127	33.2	13	3.3	30.8	690
1996	109	27.7	32	3.8	31.6	762
1997	98	25.3	25	4.5	20.4	833
1998	65	23.3	41	4.3	27.4	849

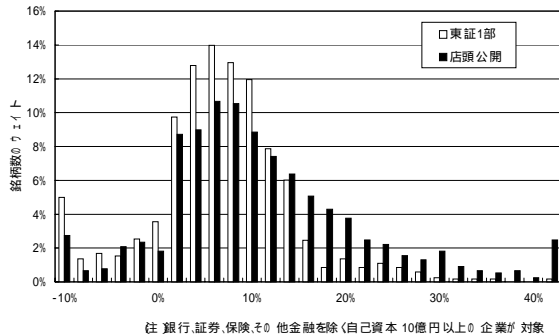
図表 - 11 時価総額上位の公開企業（99年3月末）

順位	コード	銘柄名	主な事業内容	株式公開日	株価(円)	最低売買金額(万円)	時価総額(10億円)
1	4716	日本オラル	データベース管理ソフト	99/2	12,800	640	908
2	9435	光通信	携帯電話販売代理店	96/2	20,900	209	617
3	6425	アレザ	パチスロ機器製造	98/9	5,250	525	446
4	4689	ヤフー	インターネット検索サービス	97/11	2,400万	2,400	312
5	4704	トレンドマイクロ	コンピュータウイルス対策ソフト	98/8	13,600	680	285
6	8595	ジャフコ	ベンチャーキャピタル	87/6	5,520	552	265
7	6481	THK	直線運動用の転がり案内製造	89/11	1,760	17	203
8	4921	ファンケル	無添加化粧品チェーン	98/11	13,500	1,350	195
9	9821	日本アムウェイ	家庭用品訪問販売	91/4	1,070	11	154
10	8186	大塚家具	総合家具小売り	80/6	13,000	130	140

注 最低売買金額 = 1単位の株式数 (1株、100株、500株、1000株) × 3月末株価

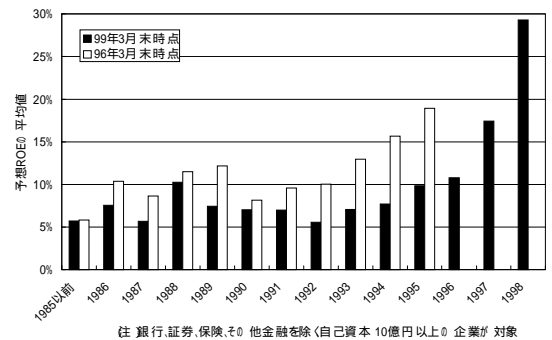
企業の収益性も、店頭市場全体で見れば高い傾向がある。99年3月末時点の予想ROE（自己資本経常利益率）につき、東証1部との比較を行ったところ、店頭市場には裾野の広い分布が観察でき、予想ROE20%以上の高い収益性を示す銘柄が全体の15%に達している（図表-12）。

図表 - 12 予想ROE水準別にみた銘柄数の割合



次に、99年3月末および96年3月末を観測時点とし、公開年度別に分類して予想ROEの平均値を算出した（図表-13）。99年3月末の観測結果からは、97、98年度に公開した企業が、極めて高い収益性をもつことがわかる。ただ、2時点の観測結果を合わせてみると、いずれも公開からの経過年数に伴い、卓越したROE水準が失われていく傾向が認められる。これは、公開時の業績是好調であっても、その後は業績が伸び悩む企業が多く存在しているためであろう。

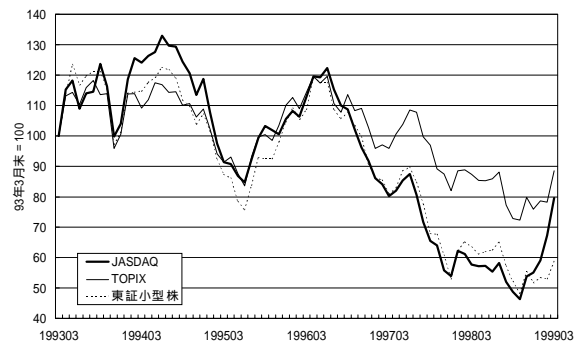
図表 - 13 公開年度別にみた予想ROE平均値



(3) パフォーマンスと流動性

市場改革を背景に、業績好調な新規公開銘柄の株価に引きずられる形で、店頭市場は、昨年後半から目覚ましいパフォーマンスを実現している（図表-14）。

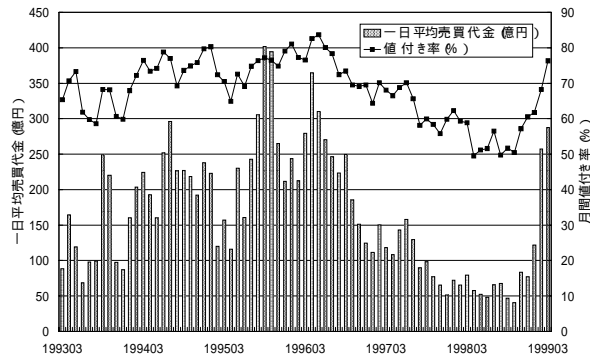
図表 - 14 近年のパフォーマンス比較



特に、市場関係者にとっては、取引量の増加が福音であろう。なぜなら、今回の市場改革策は流動性向上を強く期待したものであるし、取引量の

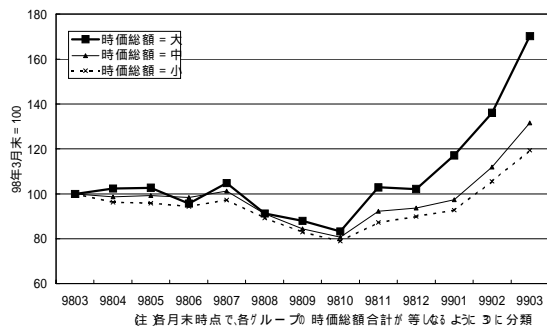
増加は、すべての市場関係者（公開企業、投資家、証券業者）の効用増大につながるためである（図表 - 15）。

図表 - 15 近年の流動性指標の推移



次に、店頭登録銘柄を各月末時点で時価総額の大きい順に、各グループの時価総額合計を等しくする3つのグループに分類し、各グループのパフォーマンス（グループ内では時価総額加重平均値）を観察した。その結果、株価上昇が見られる98年10月以降、時価総額の大きい銘柄と、その他とでは、パフォーマンスに大きな格差が生じていることが認められた（図表 - 16）。

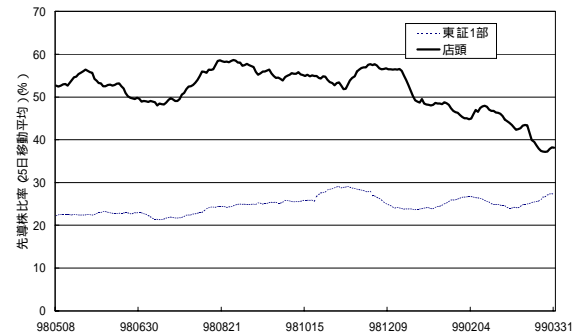
図表 - 16 時価総額グループ別のパフォーマンス比較



一方、先導株比率（売買代金上位 10 銘柄が市場全体の売買代金に占める割合）の 25 日移動平均値を見ると、これまでは 50～60%で推移していたものが、99年3月には40%弱の水準まで低下している。東証1部との比較では、依然として高水準ではあるが、新規公開銘柄など一部の銘柄への偏重から、その周辺へと、取引対象の幅は

次第に広がりを見せつつある（図表 - 17）。

図表 - 17 先導株比率（25日移動平均）の推移



4. 魅力的な市場に向けて

景気が低迷する中で高い ROE を維持している企業や、産業構造が変化の中で既存の投資対象にない事業内容を持つ企業を擁する店頭市場は、株式の投資対象として魅力的に映る。

しかも、マーケットメイカー制度のスタートによって、流動性に改善がみられる。しかしながら、主要投資家は、未だ店頭市場を投資対象として十分に認知するには至っていないと思われる。

(1) 公開企業の意識改革

店頭市場が投資対象から除外される主な理由は、流動性不足と情報不足にあり、この点で公開企業の果たすべき役割は大きい。店頭公開企業には、創業者一族や親会社によって大部分の株式が保有されているケースが多く、「投資家重視 = 経営者重視」の姿勢になりかねない（図表 - 18）。

しかし、投資家重視が、ROE など経営指標を高めることにとどまらないことは、言うまでもない。特に、市場に流通する株式が限られている状況を改善するためには、「売買単位の引き下げ」や「(価格引き下げのための)株式分割」などを、企業が積極的に行い、投資家が投資しやすい環境を作り上げる努力も必要である。

図表 - 18 主体別株式保有比率の比較

	単純平均		時価総額加重平均	
	店頭市場	東証1部	店頭市場	東証1部
役員	18.8%	2.4%	19.0%	1.6%
上位10大株主	61.4%	44.4%	61.0%	43.2%
金融機関	14.2%	35.9%	16.0%	41.0%
個人	48.5%	27.6%	41.8%	18.6%
外国人	4.0%	7.7%	15.5%	14.5%

注 株式公開後の保有比率が取得可能な企業 銀行、証券、保険、その他金融を除くが対象

また、上場企業に比べて相対的には、財務基盤が脆弱で、投資情報にも乏しい店頭企業には、徹底したディスクロージャーは当然のこと、「決算発表日の分散」「四半期決算の導入」など、その方法に工夫があってしかるべきである。しかし、98年3月期決算の実績を見る限り、ディスクロージャー姿勢の不十分さ（決算発表日の集中傾向）が垣間見られる（図表 - 19）。

図表 - 19 決算発表日の集中度合い

決算発表日	東証1部	店頭登録
1998/5/21	15.1%	11.0%
1998/5/22	19.6%	32.3%
1998/5/25	7.5%	10.8%

注 98年3月期決算の企業が対象

(2) 市場イメージの改革

投資対象として認知を受けるためには、魅力的な市場のイメージを作り上げ、投資家の目を惹きつけるような工夫も必要である。

98年11月の日本証券業協会の報告書には、「機関投資家等のインデックス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」とした、銘柄区分制度（市場2部制）の導入が、市場構造改革の柱として織り込まれていた。

当初は、本年4月の実施予定であったが、企業側からの反発が大きく、また、他の改革が早くも効果を現しつつあることもあって、先送りされている。

発行企業が、より環境の整備された市場を選択

するのは当然の権利であるし、投資家にとっても喜ばしいことである。しかしながら、一定の成長を遂げることができた企業が、次々に取引所へと移行していく現状は、店頭市場のイメージにとって、優良企業という大きな財産を失うことを意味している。

銘柄区分制度を早期導入することで、優良企業が店頭市場にとどまれる環境を整備し、「成長企業を中心とした市場の中で存在感を示し続ける」という選択肢を提供することが、店頭市場のイメージ改革には不可欠と考えられる。

ところで、米国株式のベンチマークとして用いられることの多いS&P500指数には、NASDAQ公開銘柄が40銘柄も含まれている。このように、公開市場に関係なく、投資家が無視することのできない銘柄群を多く育成していくことが、店頭市場にとって喫緊の課題であろう。

5. おわりに

今秋に迫った取引所株式に対する委託手数料完全自由化により、取引所株式と店頭株式の取引条件は同一になる。また、上場基準の緩和や、ベンチャー企業向け新市場の創設検討など、各証券取引所も改革に余念がない。さらに、成長が期待されるネット関連ビジネスには国境がない上、外為法の改正や情報通信の発達により、海外投資の利便性は向上している。つまり、競争相手となる市場は、国内取引所だけにとどまらない。

わが国の証券市場には、根本的な改革を先送りする悪しき慣習がある。しかし、店頭市場の将来を考えると、投資家の関心が集中している今こそ、重要な時期である。

幸いにも、日本マクドナルドが 2002 年を目処とした店頭市場への株式公開を表明するなど、店頭公開の話題には事欠かない¹²。投資家に注目される銘柄を中心に店頭市場の情報を広く発信し、注目対象の幅を拡大していくといった好循環を作り上げることが重要である。

取引所との競争に巻き込まれながら、マーケットメイカー制度などを柱とした付加価値の提供により、取引市場として独自の発展を目指すのか、「ベンチャー企業育成市場」と割り切り、中小型企業専門のミニ取引所としての発展を目指すのか、店頭市場の改革は、今まさに正念場を迎えている。

¹ The National Association of Securities Dealers Automated Quotation system：コンピュータネットワークをベースとした、米国を代表する店頭株式取引のための市場。

² 証券会社が店頭市場における委託注文を受けた場合に、顧客から徴収すべき手数料については、「証券取引所の定める委託手数料額以内」と定められている。

³ 大蔵省：「証券取引審議会」（平成 9 年 6 月答申）、通産省：「店頭登録制度改革ワーキンググループ」（平成 7 年 6 月、平成 8 年 2 月報告書）、「店頭市場研究会」（平成 10 年 3 月緊急提言）

⁴ 改正証券取引法第 67 条 2 項にて、「店頭売買有価証券市場」として定義された。

⁵ 顧客からの注文が、ジャスダック・サービスの JASDAQ 売買システムに集約され、注文が付け合わさった場合に約定が成立する仕組み。

⁶ 当面は試験期間と位置付けられ、証券会社よりマーケットメイクを行いたい旨の届出がなされた銘柄のみが、マーケットメイク制度の対象として取引されている。

⁷ 取引日数に占める、商い成立日数の割合。

⁸ 投資家がマーケットメイカーでない証券会社と取引を行う場合に、制度上、見かけの取引量が大きくなる点に注意が必要である。

⁹ 例えば、マーケットメイク対象であった「ホクト産業」株式は、取引に不都合があるとの理由による企業側の要請で、99 年 3 月 8 日で取りやめになっている。

¹⁰ 公開株式数が 4000 万株の場合を例にとれば、公開維持費用は NYSE = 34,840 \$ に対し、NASDAQ = 26,625 \$ である。

¹¹ 94 年 3 月末時点での時価総額上位 10 企業のうち、99 年 3 月末までに 6 社が取引所へ上場している。

¹² ただし、日本マクドナルドの藤田社長は、「公開後数年で上場を目指す」とコメントしている。

- ・ 本レポート記載のデータは各種の情報源から入手、加工したものです。その正確性と完全性を保障するものではありません。
- ・ 本レポート内容について、将来見解を変更することもあります。
- ・ 本レポートは情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、契約の締結や解約を勧誘するものではありません。なお、ニッセイ基礎研究所に対する書面による同意なしに本レポートを複写、引用、配布することを禁じます。

Copyright © ニッセイ基礎研究所 1996 All Rights Reserved