

大阪における店頭売買承認銘柄

昭和二〇～三〇年代の非上場株式市場

松尾 順介

はじめに

近年、米国などにおけるユニコーン企業の登場など、非上場株式市場への関心が高まっており、わが国でも昨年一月、日本証券業協会において「非上場株式の発行・流通市場の活性化に関する検討懇談会」が設置され、非上場株式市場の活性化について様々な視点から検討が重ねられた。⁽¹⁾

ところで、わが国では戦後の取引所閉鎖期間中から店頭での株式取引が活発に行われ、取引所再開後も二部市場開設に至るまでかなり活発な非上場株式市場が存在していたことが知られている。特に、東京、大阪、名古屋において、それぞれの地区の証券業協会によって「店頭売買承認銘柄制度」が運営され、地区ごとに銘柄の承認が行われるとともに、売買制度なども定められていた。⁽²⁾

このうち東京での取引状況や制度改正などについては、東京証券業協会刊行の『証券會報』（一九四九年一月～一九五七年二月）およびその継続誌である、日本証券業協会刊行の『証券業報』（一九五七年三月～）に記録が残されているとともに、日本証券経済研究所編『日本証券史資料』（戦後編）にも多くの関係資料が採録されている。また、これらの諸資料は大学図書館などでも所蔵されている。

その一方、東京以外の取引状況については資料が少なく、その実情を知ることが必ずしも容易ではなかったが、日本証券業協会大阪地区協会のご厚意により、同協会所蔵の「事業報告」(第一期一九四九年以降)および大阪証券業協会刊行の『協会報』(一九五七年五月創刊)の全号を閲覧が可能となった。なお、前者の「事業報告」は同協会以外に所蔵されておらず、後者についても国会図書館や大学図書館の所蔵巻号には、初期の刊行物は含まれておらず、きわめて貴重な資料である。⁽³⁾

大阪地区協会の所蔵資料を調査する過程で、上記『協会報』一九六一年七月号に「店頭承認銘柄の育成状況」と題されたレポートが掲載されていることが確認された。このレポートは、二部市場開設を直前に控え、大阪での店頭銘柄がどの程度成長したかについて、データに基づいて考察しており、きわめて興味深い内容を含んでいる。

したがって、本稿では同レポートの内容を紹介するとともに、当時の大阪の店頭市場の状況を考察する。

1 大阪における未上場証券市場の発足

大阪証券業協会「一九五一」⁽⁴⁾によると、一九四九年春以降、企業再整備計画により増資や第二会社設立が相次いだことが、いわゆる未上場証券取引の活況の背景となった。ここでいう未上場証券とは、証券取引所に上場されていない証券、申込証拠金領収書あるいは権利株を含むものであった。

より厳密には、これらは狭義の未上場証券と非上場証券とに分かれ、前者は①その会社の発行証券の一部が上場されている会社の証券で未上場のもの(例えば、旧株は上場されているが新株は未上場など)、②その会社の発行証券の全部または一部が上場されている会社の証券で、(イ)増資による新株式、その権利あるいは申込証

掘金領収書、(ロ)第二会社の株式、その権利あるいは買受代金領収書など未上場のものを指し、後者はこれら未上場証券以外の株式を総称し、具体的には小型株や将来有望視される会社株式などが含まれていた。

なお、これらの未上場証券取引の大半は、取引所会員によって取り扱われ、取引所構内において行われていたが、企業再建整備計画のもと有力会社の未上場証券は人気化した。さらに、取引所取引では清算取引や店頭仕切り売買が認められていなかったことも、未上場証券取引が投機化する背景となった。

このような状況の下、一九四九年八月一二、三日開催の大阪証券取引所理事会において、以下の事項が取り決められた。

- ① 取引の安全を期するために今後之が監理その他の措置を理事会に一任すること
 - ② 売買開始の銘柄および期日は理事会で決定すること
 - ③ 売買の登録、受渡および保証金その他に関する事務は大阪代行証券株式会社（現在の大阪証券金融株式会社の前身）に委嘱すること
 - ④ 大阪証券代行株式会社に登録した売買については理事会の定める代行手数料、仲立手数料を納付し且つ個人積立として特別積立金を為すこと
- 以上の取り決めをみると、未上場証券について、当初取引所が監理する体制がとられたことがわかる。しかしながら、未上場証券を取引所が監理することは妥当でないとする理由から、その直後の八月一八日、未上場証券の監理は大阪証券業協会がこれに当たることとされ、以下の事項が取り決められた。

- ① 未上場証券の取引は大阪証券取引業協会理事会が監理する
- ② 売買の登録、売買開始日、受渡および保証金の徴収その他の事務は大阪証券代行株式会社に委嘱する

③ 未上場証券の監理、事務の運営等を商議するため「未上場証券処理委員会」なる常設小委員会を設置すること

④ その他重要事項については理事会の決裁を経ること

この決定を踏まえて、上記処理委員会が開催され、未上場証券の売買および受渡に関する諸規定が整備されることとなった。なお、登録銘柄は、当初は東洋紡三新、鐘紡三新、帝人三新、東洋レーヨン三新、鐘紡化学の五銘柄であつたが、一ヶ月後には七〇銘柄以上に達した。

このように未上場証券取引は活況を呈した半面、日本真珠産業株式会社の受渡不能問題が生じたことから、より厳格な制度整備が求められることとなり、具体的には未上場証券の登録審査の厳格化と共同積立金制度の創設が進められるとともに、未上場証券処理委員会は解消され、未上場証券審査委員会および未上場証券受渡委員会が組織され、両委員会が未上場証券取引を監理することとなった。また、受渡決済を大阪証券金融会社が当たることとなり、取引制度が確立された。

この間、未上場証券市場の取引はさらに活況を呈し、投機的な取引も活発化した。そこで発生したのが、旭硝子事件であり、この事件は証券取引委員会が裁定価格を提示し、解合いによって事態が収拾された。また、この事件によって、権利株の集団的売買が規制されるとともに、取引所でも発行日取引制度が導入され、結果的にこれに吸収されることとなった。

2 店頭売買承認銘柄制度

当時、店頭売買の中心的存在であつた未発行証券の取引が取引所に吸収されたことによって、店頭取引は既発

行の非上場証券に移行することになった。それまで既発行の非上場証券取引は微々たるものであったが、これが店頭取引の中心となるとともに、その取引制度の中心となったのが、証券業協会によって制度化された、店頭売買承認銘柄制度であった。

大阪における同制度の創設と変遷については、大阪証券業協会「一九六七」に詳しく記載されており、その記述によると、大阪の取引高は東京ほど多くなかったため、東京での制度整備にやや遅れて監理体制の整備が行われたとされる⁽⁵⁾。

具体的には、東京証券業協会では一九五一年八月八日、大阪証券業協会では一九五二年七月四日、名古屋証券業協会では一九五三年二月一〇日に統一慣習規則「店頭売買銘柄の処理に関する規則」が制定された。ただし、その他の地区では、規則によらず当該地域に本店を置く会社を中心に、適宜承認銘柄として相場を公表していた。店頭売買承認銘柄制度の具体的な運用手続きは以下の通りである。①発行会社は承認銘柄として認められるために、紹介証券会社を通じて「店頭売買銘柄審査願」と添付書類（会社票、定款、最近三期の考課状、株主名簿、株主構成・分布表、株券見本などのほか、借入金内訳書、役員経歴書、労務状況に関する書類を徴求場合もあった）を証券業協会に提出し、申請する、②協会の店頭売買を監理する委員会が会社内容、公開価格等を審査し、適否を理事会に報告する、③理事会においても同様の審査を行い、異議がなければ承認銘柄として承認し、店頭銘柄の売買を開始する。ただし、同制度の審査基準は、店頭取引が活発化するにしたがって引き上げられ（図表1参照）、市場第二部開設直前の三協会の基準は概ね横並びとなっている（図表2参照）。

また、店頭銘柄としての承認に際しては、浮動株を増加させ、公正な価格形成を促すという趣旨から、紹介証券会社に対して株式の提供が義務付けられた。これと合わせて、大阪協会では、店頭売買開始に先立って当該会

社の発行済株式数の一〇%または一五万株以上の株式の公開を求めた（一九六一年三月二七日）。

さらに、東京および大阪では、承認制度の創設前から店頭銘柄として売買されていた銘柄のうち、特に売買高の多い非上場株式について、会社の申請を待たずに、協会が「店頭取扱銘柄」に指定するという措置も採用された。

このほか大阪では、承認銘柄に対する保証制度も採用され、承認銘柄の売買などにおいて違約等により損害を被った場合、協会員積立金規定に基づいて協会の補償を受けることができるとされ、これによって店頭取引の秩序の保持と適正化が促された。

3 大阪の店頭売買承認銘柄

まず大阪での店頭売買承認状況は以下の通りである（図表3参照）。

次に、大阪における承認銘柄は以下の通りであ

図表1 承認基準の推移

	制定当初	1953年11月改正	1961年3月改正
資本金	1,000万円以上	3,000万円以上	5,000万円以上
株主数	100人以上	250人以上	300人以上
株式の偏在度	大株主・役員・縁故者に株式数が偏しないこと		主要株主または役員・縁故者の持株数が発行済株式数の70%以上を占めていないこと
設立後年数	—	2年以上	
配当	—	最近3期（1年1決算期では2期）以上 配当継続	最近3期（同左）以上、 年率10%の配当継続
近畿地方（三重県を含む）の株式分布状況	発行済株式総数の30%以上。ただし、他取引所の上場銘柄については適用しない。		
名義書換所、取次所、連絡所	京阪神地区に所在のこと		
大阪市場公開株数	—	—	発行済み株式数の10%または15万株（50円額面換算）以上

（出所）大阪証券業協会 [1961] 83頁

図表2 店頭売買承認銘柄の承認基準

区分	協会	大阪	東京	名古屋
資本金		5,000万円以上	5,000万円以上	5,000万円以上
発行済株式数		—	100万株以上	100万株以上
株主数		300人以上	250人以上	250人以上
株式の偏在度		主要株主または役員・縁故者の持ち株数が発行済株式数の70%を占めていないこと	大株主・役員・縁故者に持ち株数が偏していないこと	大株主・役員・縁故者に持ち株数が偏していないこと
設立後年数		2年以上	2年以上	3年以上
配当		最近3決算期（1年決算の会社は2決算期）以上年率10%の継続配当を行っていること	最近3決算期(同左)以上年率10%以上の継続配当を行っていること	最近3決算期以上(同左)以上継続配当を行っていること
株式の分布状況		発行済株式総数の30%以上が近畿地方(三重県を含む)に分布すること	発行済株式総数の30%以上が関東地区(静岡、山梨県を含む)に分布していること	発行済株式総数の30%以上が中部地区(愛知、岐阜、三重、静岡県)に分布すること
名義書換所、取次所、連絡所		京阪神地区にあること	京浜地区にあること	中部地区に所在のこと

(出所) 大阪証券業協会 [1967] 241頁

図表3 店頭売買承認状況

年	新規承認	削除			年末現在数
		上場	取消	計	
1951年	—	—	—	—	—
1952年	21	2	0	2	19
1953年	38	12	1	13	44
1954年	15	14	6	20	39
1955年	13	8	2	10	42
1956年	24	6	3	9	57
1957年	13	4	2	6	64
1958年	7	4	3	7	64
1959年	19	3	0	3	80
1960年	27	8	1	9	98
1961年	66	11	1	12	152
計	243	72	19	91	659

(注) 新規承認には、店頭売買承認銘柄と店頭売買取扱銘柄を含んでいる。

(出所) 大阪証券業協会 [1967] 243頁

る(図表4参照)。
第三に、大阪証券業協会「一九六一」には、承認銘柄表が掲載されており、そこには大阪単独承認または他地域における重複承認が明記されていることから、両者を区別すると以下となる。なお、同表は一九六一年六月二五

図表 4 承認銘柄一覧

1952年	大阪特殊製鉄所	大阪製鋼	協和カーボン	石川製作所	日本航空
	新光製糖	富士車両	大阪酸素工業	葡萄鉾山	増田製粉所
	村上化学工業	新愛知起業	富士工業	大和製鋼	太平精糖
	川上塗料	日本水力工業	又一	積水化学工業	日本電装
	由良精工				
1953年	日商	日本ハリコブター輸送	イソライト工業	灘珠瑛	芝浦精糖
	塚本製煉	安藤製油	富山化学工業	大阪セルロイド	津田駒工業
	大和	富士火災海上保険	産業会館ビル	三菱地所	神戸生絲
	グリコ	日本罐詰	大阪アイヌ興業	証券代行	大阪愛玉器
	駿河屋	タツタ電線	中川電機	金門製作所	第一紡績
	藤田興業	東洋精糖	岩田商事	東亜バルブ	阪神内燃機工業
	大阪メーカー	トヨタ自動車販売	日本瓦斯化学工業	久保田製作所	三洋電機
	月島機械	黒崎製作所	新大阪ホテル		
	川崎機械	川崎岐阜製作所	川崎航空機工業	大屋紡績	遠州織機
1954年	横河電機	日野ゼーゼル工業	東映	京都映画	摂津酒造
	湯浅乾電池	湯浅蓄電池	中越バルブ工業	三井木材	第一物産
1955年	興亜石油	大阪印刷インキ製造	紀州製紙バルブ	大阪車輛製造	日動火災海上保険
	ビオフェルミン製薬	東邦チタニウム	富士重工業	日清製油	大洋物産
1956年	栗村鋳業所	高野精密工業	日本ブレッツトパットク		
	協立汽船	安宅産業	大王製紙	北辰電機製作所	富士セロファン
	国際電信電話	日本製箔	本田技研工業	河合楽器製作所	ゼーゼル機器
	東化工	山陽化学	玉井商船	日本油槽船	中外製薬
1957年	阪急不動産	吳造船所	巴川製紙所	西日本バルブ	大洋漁業
	三ツ星調帯	浦賀玉島デイナーゼル	共栄クソカー	大阪アルミニウム製作所	日新海運
	大鉄工業	四日市倉庫	金商	東洋酸素	京三製作所
	播磨耐火煉瓦	日本発条	摂津板紙	井波経編興業	
	薬理	大林組	白洋堂		
1958年	高岳製作所	川崎化成工業	太平洋炭砒	九州耐火煉瓦	立正電機製作所
	駒井鉄工所	日本ビクター			

1959年	美津濃 東京日産自動車販売 寺田紡績 大同工業	日本工具製作所 椿本鋼球製造 香本鉄工所 阪田商會	近畿相互銀行 井関農機 特殊製鋼 富山紡績	ソニー 小糸電機 大和ハウス工業 リツカーミシン	福徳相互銀行 長兵樹脂 関東特殊製鋼
1960年	シチズン時計 東洋運搬機 富士通信機製造 佐藤造機 大和工業 川崎化成工業	北陸軽金属 三興製紙 東洋化学 島清畜産工業 東京機器工業 日本蓄電池製造	神戸発動機 大日本インキ製造 朝日放送 佐藤工業 失作製鉄	タキロン化学 高野建設 竹岸畜産工業 宝幸水産 日立電線	徳島ハム 藤倉電線 樫山 大阪土木工業 阪急共栄物産
1961年	興亜火災海上保険 大谷魚市場 長谷川工務店 ブルドーザー工事 関西帆布化学防水 中越印刷製紙 木村鉛鉄化学機械 日本コソデンサ工業 野田産業 扶桑軽合金 大倉組 日和産業 阪神築港 太平洋海運	東洋数物 伊藤ハム栄養食品 日本信號 稲畑産業 瀬戸田造船 扇興運輸 小林産業 淀川ゾレム製作所 日本開発機製造 高崎製紙	日伸製鋼 大阪海運 日本コンベヤ 指月電機製作所 不二製油 日本燃糸精器 日本ギア工業 日立金属工業 高島屋工作所 藤田組 兼松 富士ホーニング工業 東三洋電機 中部工業 川南工業	栗田工業 ワシノ機械 森下仁丹 日本バルカー工業 佐伯建設工業 錢高組 改源 日本研紙 くろがね工作所 立花製菓 昌運工作所 ロート製菓 山村硝子 東急くろがね工業 日平産業	日本ナショナル金銭登録機 大阪ベアリング製造 サンフエーゾ工業 フリヂスタントイヤ 千代田化工建設 三共生興 神鋼商事 オリエンタルチエン工業 サンスター齒齧 不動建設 ゼニスコンクリート工業 アラビヤ石油 神船自動車 京神倉庫

- (注) 1. 太字は店頭売買承認銘柄、それ以外は取扱銘柄を示す。
2. 1961年の銘柄数は図表3によると66銘柄であるが、ここでは75銘柄となっている。この異動の理由は不明であるが、この年に関しては、取扱銘柄9が含まれていない可能性がある。
(出所) 1952年から1961年の伊藤ハム栄養食品までは大阪証券業協会 [1961] に掲載された銘柄表による。日本ギア工業以降の銘柄については、同協会「協会報」各号に記載された承認銘柄を抽出した。

日までの集計値であるため、銘柄数は二〇九銘柄である。

① 大阪単独銘柄

銘柄数は一〇六銘柄であり、上記二〇九銘柄のうち五〇・七%を占めている。具体的な銘柄としては、大阪府下に本社の所在する会社としては、大阪特殊製鉄所、大阪製鋼、大阪酸素、グリコ、大阪アイヌ興業、新大阪ホテル、湯浅乾電池、安宅産業、阪急不動産、蝶理、大林組、美津濃、近畿相互銀行、福徳相互銀行、椿本、長谷川工務店、森下仁丹、佐伯建設、錢高組、三共生興などが挙げられる。また、近隣地域に所在する会社としては、紀州製紙などがある。さらに、地域を広げると、呉造船所、中川電機、富山紡績、徳島ハム、北陸軽金属などがある。

② 他地域との重複銘柄

銘柄数は一〇三銘柄であり、四九・三%を占めている。その内訳は、東京地区が九一銘柄に達し、ほとんどがこの地区の銘柄である。具体的には、日本航空、三菱地所、三洋電機、月島機械、横河電機、日野ディーゼル工業などが挙げられる。また、東京地区以外は一三銘柄であり、ピオフェルミン（神戸）、富士ゼロファン（名古屋）、三ツ星調帯（神戸）、神戸発動機（神戸）などである。

以上のように、承認銘柄の概況は、約半分が大阪を中心とした関西圏の銘柄であるとともに、残りの半分は東京で承認された銘柄を大阪でも重複承認した銘柄と大別できる。

前述のように、これらの承認銘柄について、大阪証券業協会「一九六一」はデータに基づいた分析を試みている。次節ではその分析結果を概観する。

4 大阪証券業協会「一九六一」の概要

この調査は、同年一〇月一日の取引所第二部開設を目前に控えた時点で、これら「承認銘柄の育成状況をあとづけ」という目的をもって実施されたとされる。つまり、それまで証券業協会に委ねられてきた株式店頭売買が中堅企業の育成などの目的に沿って運営され、その役割がどの程度達成されたかについて、同協会が自己評価・点検したものと解せられる。

この調査の内容は、資本金、株主数、株主の偏在度、配当率および株価成長率の観点から育成状況を考察している。以下、内容を概観する。⁽⁶⁾

(1) 承認時の状況

この調査の前半では、承認時の状況を資本金、株主数および配当率の三点から考察している。

① 資本金

承認基準では、資本金基準が設けられ、二度にわたってこの基準が引き上げられ、当初の一〇〇〇万円から最終的に五〇〇〇万円とされた。この引き上げは、承認希望会社の企業規模が拡大したことによるものと説明されている。図表5をみると、基準を満たさず承認されたのは、黒崎製作所(二五〇〇万円)のみで、それ以外については、どの時期においても承認会社はかなり基準を上回る資本金を有していることがわかる。

当時は、資本金一億円未満を小型企業、一〇億円未満を中型企業、それ以上を大企業と区分していたようであるが、その区分に従うと、小型企業…七十二社(六・二%)、中型企業…一二四社(五九・三%)、大企業…一三社(六・二%)となっている。このように中型企業が六割を占めている理由として、「同族会社的な色彩の濃い小型

企業から脱皮して、資本を外部に求め、大企業への成長を意図しているものが多いため」と説明し、承認制度の意義が「中型企業株式等未発育株を育成し、その資金調達を円滑にすることにあった」という点を強調している。

② 株主数

まず、株主数については、承認の「絶対要件」ではなかったため、基準以下の会社が一定程度含まれていると説明している。株主数が絶対要件でなかったのは、「公開によって株主数を増加させるのが通常であり、承認に際し株主数の基準をあまり高く置くことには問題が多い」ためと説明している。基準を満たさなかった社数は、承認基準一〇〇人以上の場合四社、同二五〇人以上一五社、同三〇〇人以上三社であった。

逆に、大幅に上回った会社は、株主数一〇〇〇～三〇〇〇人…五八社（二八・八％）、三〇〇〇人以上…三三社（一五・八％）である。なお、これらの会社は他市場上場または公開会社が大阪で承認された場合がほとんどであるとされている。

③ 株主の偏在度

承認基準は、当初大株主、役員、縁故者に持ち株数が偏していないこととされ、一九六一年三月改正において、

図表5 資本金別にみた承認会社数

資本金	資本金基準の推移	1,000万円以上	3,000万円以上	5,000万円以上	計
1,000万円未満					
2,000万円未満		12	1		13
5,000万円未満		13	4		17
7,000万円未満		6	16	1	23
1億円未満		5	13	1	19
1億5,000万円未満		7	17		24
2億円未満		5	6	4	15
3億円未満		5	18	3	26
5億円未満		3	29	1	33
10億円未満		1	24	1	26
10億円以上			11	2	13

(注) 資本金基準1,000万円以上は、1952年8月1日～1953年11月24日、3,000万円以上は1953年11月25日～1961年4月14日、5,000万円以上は1961年4月15日以降
(出所) 大阪証券業協会 [1961] 84頁

これらの株主によって総株式数の七〇%以上が占められていないことと改められた。

承認申請時点の二〇三社分の提出資料（資料不備の六社を除く）によると、役員持ち株比率五〇%以上一九社（九・四%）、取引先・縁故者持株比率五〇%以上四一社（二〇・二%）となっており、「左程の偏りは見られない」としている。ただし、一般株主ないし証券会社による持株比率三〇%未満はそれぞれ一八社（五八・一%）、一九四社（九五・六%）となっており、「育成の必要」がある指摘している。なお、一般株主持株比率五〇%以上は四〇社（一九・七%）を占めており、ここには他市場公開会社が含まれている。

④ 配当

配当については、無配二六社（二二・四%）となつて

いる。このうち一五社は、当初の基準において配当についての規定がなかったため承認されたと説明されている。ただし、その後継続配当が「絶対的要件」とされたため、一九五七年六月以降は無配会社が承認されることはなくなった。逆に、配当率一〇～二〇%の会社は、一三〇社（六二・二%）を占めており、「まず妥当なところ」と評価し、さらに三〇%以上が三一社（一四・八%）を占めていることは「注目される」と指摘している。

図表6 株主別にみた承認会社数

株主数	株主数基準の推移	100人以上	250人以上	300人以上	計
50人未満		2	4		6
100人未満		2	2		4
150人未満		2	2		4
200人未満		5	2	1	8
250人未満		6	5		11
300人未満		3	16	2	21
400人未満		5	10	4	19
500人未満		4	9	1	14
1,000人未満		11	18	2	31
3,000人未満		16	40	2	58
5,000人未満		1	15		16
10,000人未満			11	1	12
10,000人以上			5		5
計		57	139	13	209

(注) 株主数基準100人以上は、1952年8月1日～1953年11月24日、250人以上は1953年11月25日～1961年4月14日、300人以上は1961年4月15日以降

(出所) 大阪証券業協会 [1961] 84頁

ただし、このような高配当率は、過少資本を背景としており、公開後の増資によって、三〇％以上の会社は一二六社中五社（四・〇％）となっている。

（2）育成状況

大阪証券業協会「一九六一」の後半では、その後の承認会社の状況について、一九六一年七月一日時点を基準に資本金および株価成長率の観点から考察している。その際、調査対象銘柄は、店頭売買承認銘柄二〇九社のうち、合併による消滅一一社と承認廃止一〇社（計二二社）を除く一八八社であり、各銘柄の承認時点と一九六一年七月一日時点とが比較されている。

① 株主数

株主数が増加していない会社は三四社（一八・一％）であり、うち直近の一九六一年に承認された二四社を除くと一〇社（五・三％）のみである。具体的には、以下である。

- 一九五三年公開…灘珪瑯、富山化学工業、月島機械
- 一九五五年公開…日動火災海上保険、富士重工
- 一九五六年公開…阪急不動産、大阪アルミニウム製作所

図表7 配当率よりみた承認会社

配当率 (%)	配当基準の推移	配当に関する基準なし	3期以上継続	3期以上10%継続	計
無配		15	11		26
1~9			5		5
10		1	18	1	20
11~19		8	54	6	68
20		12	26	4	42
21~29		5	11	1	17
30以上		16	14	1	31
計		57	139	13	209

（注）配当に関する基準なしは、1952年8月1日～1953年11月24日、3期以上継続は1953年11月25日～1961年4月14日、3期以上10%継続は1961年4月15日以降

（出所）大阪証券業協会 [1961] 85頁

一九五八年公開…九州耐火煉瓦

一九五九年公開…近畿相互銀行

一九六〇年公開…大日本インキ製造

これらの一〇社のうち五社は東京上場または承認銘柄であり、「発行会社としては、積極的に株式の分散を意図しているようである」と指摘している。逆に、これらを除く一五四社については、株主数の増加がみられることから、「店頭公開の一つの目的は果たしたものと評価している。

株主数の増加倍率を承認された年別にみると、一九五三年一四・八倍、一九五五年三六・七倍、一九五七年一・六倍、一九六〇年一三・三倍となっており、目立って高い数値を示している。その要因は、五〇倍以上の増加銘柄が含まれているためと説明されている。したがって、五〇倍以上の銘柄を除いた修正倍率をみると、承認年度の古いものほど倍率が高くなる傾向がみられる。なお、一倍超〜三倍未満は八八社（四六・八％）であり、五〇倍以上は以下の五社である。

東邦チタニウム三六六・七倍

三洋電機二五五・七倍

日立電線一六一・九倍

阪急共栄物産一三九・六倍

摂津板紙八九・五倍

このうち、東邦チタニウムについては、承認時六名から二二〇〇名に増加したが、株価成長率は、売買開始日最終気配との比較で一・一六倍、公開価格との比較で一・五四倍であり、「さほどでない」とされている。また、

日立電線については、承認時一七名で、大半の株式は親会社の日立製作所によって保有されていたが、東西同時公開によって約半年間で二七五二名に増加し、「異例の成功を収めた例」とされている。

さらに、一九五九年以降に承認された会社のうち二〇倍以上となった会社として、井関農機（三四・五倍）、大和ハウス工業（二九・八倍）などが挙げられるが、これらは「店頭市場の花形株として、人気の集中した銘柄」であったという。

他方、株主数によって分類したものが図表9であり、承認時一〇〇名未満の会社が一〇社（四・八％）あったものの、一九六一年七月時点では〇社となっている。五〇〇名未満は八七社（四一・六％）から二三社（一二・二％）となっている。逆に、三〇〇〇名超は三三社（一五・八％）から八四社（四四・七％）に増加しており、「育成のあとをうかがうことができる」と評価している。

② 資本金の増加倍率

資本金の増加倍率についてみると、承認年次の古いものほど増加倍率が高く、一九五二年二・一倍から一九六一年一・四倍となっており、平均倍率は六・九倍である。また、最高倍率は、一九五三年承認の三洋電機八八倍であり、積水化学工業七六倍、本田技研工業七二倍、大阪酸素工業六四倍、日本航空五五・四

図表8 株主数の増加倍率

年	増加倍率 (倍)	修正倍率 (倍)	1倍 未満	3倍 未満	5倍 未満	10倍 未満	20倍 未満	20倍 以上	計
1952	11.8			5	3		4	3	15
1953	14.8	7.0	3	10	5	5	6	3	32
1954	6.8			4	3	1	2		10
1955	36.7	6.7	2	6		1	1	2	12
1956	5.6		2	13	1	3	2	1	22
1957	11.6	5.1		9	1	1		2	13
1958	3.9		1	3		1	1		6
1959	5.8		1	12	2	2		2	19
1960	13.3	2.3	1	19	3	2		2	27
1961	1.3		24	7	1				32
平均計	10.5	5.2	34	88	19	16	16	15	188

(出所) 大阪証券業協会 [1961] 85頁

倍、三菱地所五一・六倍、富士車輛三〇倍、富士火災海上保険二〇倍、中川電機二〇倍などとなっている。なお、本田技研工業は一九五六年承認、その他は一九五二〜三年承認であり、日本航空を除いて短期間で大証上場銘柄に移行していることが指摘されている。この点について、上場後に発展した面もあるものの、「承認銘柄から出発したものととして注目される」と述べ、店頭承認の意義を指摘している。

全体としてみると、一〇倍以上増加した会社は三三社（一七・六％）に達しており、このうち一九五四年末までの承認は二六社（一三・八％）で、うち二五社はすでに上場している。二〜五年で一〇倍以上に増加したのは、本田技研工業（一九五六年承認）、安宅産業（同）、大王製紙（同）、河合楽器製作所（同）、井関農機（一九五九年）、大和ハウス工業（同）、リッカーミシン（同）の七社である。なお、一九五九年承認の三社は東西同時承認であり、増資状況は以下の通りである。

井関農機（一九五九年四月二二日承認）、承認時資本金一億円、増資回数四、現在の資本金一三億円、平均増資額三億円、平均増資期間約六・五ヶ月

大和ハウス工業（同一〇月一四日承認）、承認時資本金五〇〇〇万円、増資回数三、現在の資本金七億円、平均増資額二・二億円、平均増資期

図表 9 承認時と現在の株主数の比較

育成状況 株主数	承認時		1961年7月1日現在			
	社数(社)	比率(%)	上場移行会社	現存会社	計	
					社数(社)	比率(%)
100人未満	10	4.8				
300人未満	44	21.1		11	11	5.9
500人未満	33	15.8		12	12	6.4
1,000人未満	31	14.8	2	23	25	13.3
3,000人未満	58	27.7	11	45	56	29.8
5,000人未満	16	7.7	14	19	33	17.6
10,000人未満	12	5.7	18	8	26	13.8
10,000人以上	5	2.4	17	8	25	13.3
計	209	100.0	62	126	188	100.0

(出所) 大阪証券業協会 [1961] 84頁

間約六・七ヶ月

リックカーミシン（同一二月二二日承認）、承認時資本金一億円、増資回数三、現在の資本金一〇億円、平均増資額三億円、平均増資期間約六ヶ月

また、一〇三倍の増資を行った会社は六三社あり、うち四一社は一九五九年以降の承認会社である。その背景には、一九五八年後半以降の好景気による店頭売買銘柄への関心の高まりがあるとともに、「企業もまたその期待に十分応えることができたため」としている。

なお、増資しなかったのは三七社であり、このうち二八銘柄は直近の一九六〇～六一年に承認されたものである。ただし、そのほかの九社は「公開の意図に反する結果となったもの」とされている。具体的には、安藤製油、大阪アイス興業、京都映画、国際電信電話、阪急不動産、日新海運、太平洋炭鉱、近畿相互銀行、富山紡績である。ただし、増資しなかった理由としては「投資家への公正な価格提供を意図している場合」もあるため、これをもって「一概に育成が不成功とはいいきれない」と説明している。ただし、これらの会社には、「業績不振の無配会社も含まれ、株価成長率の低い銘柄が多い」と指摘している。

図表10 資本金の増加倍率

年	平均倍率	1倍(社)	3倍未満(社)	5倍未満(社)	10倍未満(社)	20倍未満(社)	20倍以上(社)	計
27	22.1			1	6	4	4	15
28	13.8	2	2	6	8	9	5	32
29	8.5	1		2	3	4		10
30	3.9		4	6	2			12
31	8.0	2	6	7	3	3	1	22
32	3.1	1	6	4	2			13
33	2.3	1	4	1				6
34	3.7	2	12	1	1	3		19
35	2.0	6	19	1	1			27
36	1.4	22	10					32
計	6.9	37	63	29	26	23	10	188

(出所) 大阪証券業協会 [1961] 86頁

他方、承認時とその後の資本金の変動は、図表11の通りである。承認時五〇〇〇万円未満は三〇社（一四・四％）であったが、一九六一年七月には〇社となっている。また、承認時一億円未満七二社（三四・五％）であったが、一一社（五・八％）となっている。逆に、承認時一〇億円以上は一三社（六・二％）に過ぎなかったが、六一社（三二・四％）に増加し、「小企業から大企業に発展した承認会社が多数に上っている」ことを指摘している。

これら一〇億円以上の六一社については、資本金が一〇倍以上となったのが二二社、五〇一〇倍七社、五倍未満二四社、増資なし八社となっている。また、五〇億円以上は八社あり、日本航空（非上場）一一〇億八四六二万円を筆頭に、三洋電機、本田技研工業、太洋漁業（非上場）、トヨタ自動車販売、第一物産、日野ディーゼル、三菱地所である。このうち六社は上場に移行している。なお、五億円以上についてみると、上場移行五三、非上場五三となり、両者は拮抗している。

③ 株価成長率

株価の上昇については、株価成長率という指標を用いることによって考察されており、その計算式は下記の通りである。

図表11 承認時と現在の資本金の状況

資本金	区分		1961年7月1日			
	承認時 社数	比率	上場移行会社	現存会社	計	比率
1,000万円未満						
3,000万円未満	13	6.2				
5,000万円未満	17	8.1				
7,000万円未満	23	11.0		7	7	3.7
1億円未満	19	9.1		4	4	2.1
1億5,000万円未満	24	11.5		7	7	3.7
2億円未満	15	7.2		12	12	6.4
3億円未満	26	12.4	4	25	29	15.4
5億円未満	33	15.8	5	18	23	12.2
10億円未満	26	12.4	18	27	45	23.9
10億円以上	13	6.2	35	26	61	32.4
計	209	100.0	62	126	188	100.0

(出所) 大阪証券業協会 [1961] 87頁

株価成長率Ⅱ（一九六一年七月時点の最終気配×持株増加率－払込金額合計）／売買開始日の最終気配

この指標は「店頭公開当日（売買開始日）に市場において購入した承認銘柄を、現在まで持ち続けた場合、何倍になったかを知る」ための指標であるとされる。

図表12に示されているように、一九五八年後半以降の株価上昇によって、売買開始から上昇した銘柄は、一八八銘柄中一六四銘柄（八七・二％）を占めている。また、承認時点の古いものほど株価成長率が大きい傾向を示している。

また、資本金増加に伴って持ち株数も増加している。ここで持ち株数と表記されるのは、当時の株式発行が株主割当増資であったことを反映している。

なお、株価成長率の倍率別の内訳は、一～三倍・六一銘柄三二・五％、五～一〇倍・三九銘柄二〇・七％、三～五倍・二九銘柄一五・四％となっている。ここで、一～三倍銘柄が一九六〇～六一年承認銘柄で急増（各一八銘柄、二〇銘柄）しているのは、この時期の公開価格の上昇およびそれに伴う売買開始時の最終気配の上昇によるものと説明されている。具体的には、最終気配の平均値は、一九五六年一七〇・二六円、一九五九年一八七・三七円であったものが、一九六〇年三〇八・七六円、一九六一年五八二・二八円と急騰し、このことは一倍未満銘柄増の要因（一九六〇年四銘柄、一九六一年一二銘柄）となったことも指摘されている。他方、一〇倍超の銘柄は、三五銘柄（一八・六％）となっており、うち二〇倍超は一六社（八・五％）である。これらを承認年度別に分類すると、一九五二年承認七銘柄（二〇倍超四銘柄）、一九五三年承認一三銘柄（同七銘柄）で、この両年で半数以上を占めている。この両年以外では、一九五六年承認五銘柄（同三銘柄）となっている。一九五六年承認の株価成長率は平均一二・〇倍に達しており、成長性の高い銘柄が多数含まれていたことが指摘されている。

新海運（一九五七年承認）、太平洋炭鉱（一九五八年承認）、特殊製鋼（一九五九年承認）、藤倉電線（一九六〇年承認）、東洋化学（同）、朝日放送（同）、日本蓄電池（同）の一二銘柄である。なお、一九六〇年承認の四銘柄のうち、東洋化学を除く三銘柄の場合、公開価格と比較すると、これを上回っている。また、一九五六年承認の銘柄は、全体としては成長性の高い銘柄が多いが、上記の三銘柄はいずれも海運業であり、当時の状況から「やむを得ないところ」と説明されている。

まとめ

上記のように、大阪証券業協会「一九六一」を中心に、当時の大阪の店頭市場の状況を概観したが、ここからは下記の点が示唆される。

第一に、大阪地区では大阪証券業協会が独自の審査・承認を行っていた点である。前述のように、一九四九年八月一八日大阪証券業協会の監理とすることが定められ、未上場証券審査委員会（委員長一名、委員六名）および未上場証券受渡委員会（委員長一名、委員四名）が常設され、重要事項については理事会の決裁を経ることと

図表12 株価成長率

年	1倍未満	3倍未満	5倍未満	10倍未満	20倍未満	20倍以上	計	平均成長率(倍)	持株増加率(倍)
1952		1	2	5	3	4	15	21.0	14.3
1953	1	7	1	10	6	7	32	16.0	10.3
1954	1	1		5	1	2	10	10.3	4.1
1955		2	4	3	3		12	6.4	3.8
1956	3	3	5	6	2	3	22	12.0	7.8
1957	1	2	5	4	1		13	5.1	2.8
1958	1		2	3			6	4.3	2.2
1959	1	7	5	3	3		19	4.6	2.9
1960	4	18	5				27	2.0	1.8
1961	12	20					32	1.0	1.3
計	24	61	29	39	19	16	188		
平均	12.8	32.5	15.4	20.7	10.1	8.5	100	8.2	5.3

(出所) 大阪証券業協会 [1961] 88頁

なった。承認基準などはかなり横並びの面が強いものの、審査・承認機関という面では、地域の自治的規制による運営が行われていた面がある。

第二に、地域独自の銘柄開拓が行われていたこともうかがえる。大阪での承認銘柄をみると、大阪中心に関西圏や西日本の銘柄が数多くみられ、地元の証券会社が積極的に銘柄開拓に注力していたものと思われる。

第三に、地域間の協調関係があったことも示唆される。つまり、承認銘柄をみると、東西の重複銘柄が半分程度を占めているだけでなく、公開後に東京などにおいて承認された銘柄もある。これらは地域で銘柄を囲い込むのではなく、他地域との協調的な関係が形成されていたことを示唆するものと思われる。

〔謝辞〕本稿作成に際し、犬伏敏之氏（日本証券業協会大阪地区協会）からは資料閲覧等に関して多大なお力添えを賜りました。心より御礼申し上げます。また、本稿は、桃山学院大学共同研究プロジェクト（二〇連二七七・デジタル・ファイナンスによる地域活性化の可能性）の成果の一つです。同プロジェクトによる支援に厚く御礼申し上げます。

注

- (1) 同検討懇談会の検討内容と報告書については、日本証券業協会「非上場株式の発行・流通市場の活性化に関する検討懇談会」https://www.jsda.or.jp/about/kaigi_jisyukisei/gijigayou/hujokon.html、参照。
- (2) 拙稿「二〇二二」参照。
- (3) 主な図書館の所蔵状況は、以下の通りである。国会図書館：二四―一九四号、東京大学経済学図書館：三二―一一五、一七―一四〇、一八九―一九四号、京都大学経済学部図書館：九〇―一二三、一二五、一二九―二三〇、一三二―

一四三、一四五―一六四号、神戸大学経済経営研究所図書館センター…五七―六五、六七、七八、八〇、八三、八五―八九、九一―一九四号、一橋大学経済研究所資料室…七八―七九、八三、八六、九〇―一一六号、大阪市立大学学術情報総合センター…六九―九二号、など。

- (4) 以下、本節の記述は大阪証券業協会「一九五二」による。煩雑さを避けるため、注記を省略した。
- (5) 以下、本節の記述は大阪証券業協会「一九六七」による。煩雑さを避けるため、注記を省略した。
- (6) 以下、本節の記述は大阪証券業協会「一九六一」による、煩雑さを避けるため、注記を省略した。

参考文献

- ・大阪証券業協会「一九五二」『証券十年史 一九四〇―一九五〇』大阪証券業協会
- ・大阪証券業協会「一九六七」『續証券十年史 一九五〇―一九六〇』大阪証券業協会
- ・大阪証券業協会「一九六一」『店頭承認銘柄の育成状況』『協会報』N. 五二、一九六一年七月、八三―一〇一頁
- ・大阪証券業協会「一九五七―一九六一」『協会報』（各号）
- ・大阪証券業協会「一九四九―六二」『事業報告』および『業務報告書』（各年版）
- ・松尾順介「二〇二二」『非上場株式市場と取引所第二部開設』『証研レポート』一七二四号、二〇二二年二月号、一―二八頁

（まつお じゅんすけ・桃山学院大学教授）