

**証 研**

# レポート

No.1681

---

2013年12月

国債危機の回避は財政再建か経済成長か

中島 将隆（1）

デリバティブ市場統合における論点

二上季代司（18）

A T S での N M S 証券の取引状況

清水 葉子（26）

新規公開株の価格形成

岡村 秀夫（35）

# 国債危機の回避は財政再建か経済成長か

中島 将隆

## 1 財政再建か経済成長か

(1) 日本の政府債務には四つの特徴がある

日本の政府債務はOECD諸国の中で最悪といわれているが、その理由は次に四つの点に要約できるだろう。まず、政府債務の規模の大きさである。この数年間、国債発行額は税収を上回っている。政府の財源は税収入で調達すべきだから、これは異常な状態といわねばならない。財政赤字が継続すると政府債務の残高も増加する。政府債務残高の対GDP比は、二〇一三年、二二・八%となっている。政府債務から政府の保有する資産を差し引いた純金融負債でも、一四・五%である。日本の政府債務はフロー、ストック、純債務からみても、OECD諸国の中で最悪である。

次に、政府債務が短期間で急膨張している点である。政府債務の圧倒的比重を占めているのは赤字国債だが、この赤字国債は一九九一年から一九九三年まで発行額はゼロであった。赤字国債が再発行されるのは九四年からであり、今日の規模で発行されるようになったのは九八年からである。僅か十数年の間に、赤字国債発行額と残高が急増した。短期間にこれほど急増した事例は、戦時を除いて、他に例をみない。

第三に、諸外国とは対照的に日本の財政赤字は拡大を続けている。リーマンショック後、アメリカやイギリスなど多くの国の財政赤字は拡大し、一時は、日本を上回った。ところが、リーマンショックが一応の落ち着きを

取り戻すと、財政赤字は縮小している。ところが、日本は英・米と対照的に増加を続けている。IMF等の見通しでも、日本の財政赤字は今後も増加する、と予想されている。

第四に、平時に政府債務が膨張していることである。日本の歴史の中で、戦争の無い時代といえは稀有で、僅かに平安時代と江戸時代、それに現在である。今日の日本は軍事費の膨張から解放され、軍事費の対GDP比は1%と諸外国の中で最低の水準である。国家非常時でもない平和な時代に、短期間で政府債務が諸外国の中で最悪となっている。

以上の特徴をみると、日本の政府債務は異常としかいいようがない。日本は財政危機に直面しているのである。

## (2) 財政危機を如何に回避するか

日本が財政危機に直面していること、この点については全ての人が承認する。意見の相違は、この危機をどのように回避するか、何を優先課題とするか、この点の違いである。すなわち、財政再建を優先するか、経済成長を優先するか、という点である。

まず、前者の論理は次のように要約できるだろう。財政危機によって財政は破綻し、財政の持続可能性を維持できない。財政破綻を回避するには、まず、財政再建である。財政再建のためには財政規律を確立する必要がある。危機を回避するには経済成長も必要だが、経済成長だけでは財政再建は実現しない。好況期にも財政赤字は拡大したではないか。この主張は財政学者に多く、歳出構造の分析に焦点が充てられている。

後者の主張は、財政再建は急ぐべきではない、経済成長こそが最優先課題、というものである。国債危機は過

去二〇年以上も前から叫ばれてきたが、今日まで危機は顕在化していない。財政は危機的状態にあるが、最優先課題はデフレ脱却と経済成長である。経済成長によって財政危機は回避できるから、成長の足を引っ張るような財政再建は急ぐべきではない、というものである。この主張は金融学者に多く、経済成長によって税収入は拡大するという側面を強調する。

財政健全化か、それとも、経済成長か、いずれの課題を最優先するか、この課題は今後の財政金融政策に大きな影響を与える。では、いずれが最優先課題なのか、この課題を考える場合、如何なる視点で検討することがよいか、視点が重要だと思う。

### (3) 歴史の検証が必要

手がかりは歴史の検証である。歴史といっても、今から三〇年前、日本は財政再建に成功した。時の首相大平正芳は財政再建と赤字国債削減を公約し、その結果、赤字国債依存体制から脱却することができた。赤字国債の発行は一九七五年度から始まり、昭和五〇年代は国債大量発行の時代といわれている。ところが、国債発行は一九八〇年度をピークに減少を続け、一九九〇年の当初予算で赤字国債発行はゼロとなった。赤字国債依存体制から脱却し、財政再建の公約が実現したのである。

ここでの最重要な問題は、なぜ、赤字国債依存体制から脱却することができたのか、ということである。当時も現在も、財政危機と赤字国債増発、この点で共通している。従って、なぜ赤字国債依存体制から脱却できたのか、この分析は最優先課題は何かを考えるヒントになる。

次に、赤字国債依存体制から脱却したにもかかわらず、時を経ずして赤字国債が再発行され、更に、赤字国債

発行は無制限に発行されるようになったことである。特に、一九九八年（平成一〇年）以降、国債発行実績は当初予算を上回り、国債依存度は危機ラインを突破し、赤字国債の無制限発行が定着した。デフレが継続しているとはいえ、この間、好況期もあった。にもかかわらず、財政赤字は拡大していった。なぜ、こうした変化が生じたのか、この視点からの分析が必要である。

## 2 「赤字国債依存体制脱却」が実現したのは何故か

### （1）赤字国債の発行と大平首相の苦悩

赤字国債発行は一九七五年度から始まったが、時の蔵相大平正芳は「安易な国債発行は厳に慎むべき」だと考えていた。こうした大平蔵相の財政思想は、赤字国債が発行される直前の「財政危機宣言」にみる事ができる。

赤字国債発行に際して、大平蔵相は赤字国債発行の膨張を抑制するため、二つの歯止装置を設けた。一つは、赤字国債発行を認める特例公債法は恒久法ではなく単年度法としたこと、もう一つは、赤字国債の借換償還を禁止して現金償還としたことである。建設国債の場合、発行限度額は公共事業の範囲内という限度が画されているが、赤字国債については発行限度額がない。財政法では赤字国債発行を禁止しているから、発行限度の法的制限などあるはずがない。このため、赤字国債の発行を抑制するため、現金償還ルールという歯止装置を設けた。現金償還であれば、満期時の償還を考慮して発行額を決定する。満期償還ルールは一九七六年以降の特例公債法で明記され、赤字国債の借換償還は禁止されたのである。

一九七八年一二月、第一次大平内閣が誕生した。大平首相は、赤字国債削減のため、就任と同時に財政健全化

に向けて、三つの課題を掲げた。

一つは、消費税導入の課題である。国債発行額を削減するには「国民に新たな負担をお願いせねばならない」として、首相就任の翌日から記者会見で語りかけ、閣議決定を行い、国会の施政演説で消費税導入を訴えた。

次に、赤字国債発行額の減額である。施政演説で、赤字国債発行額を減額して国債依存度を引下げること、赤字国債の減額は一九八〇年度から開始する、と公約した。

第三に、赤字国債依存体制からの脱却である。赤字国債は子孫に負担を残すものだから、現在の赤字国債依存体制から脱却せねばならない、という主張である。

三つの課題のうち、最初の消費税導入については、与党はもとより野党・マスコミの大反対で完全に孤立し、一九八九年九月の衆議院選挙の最中に消費税導入断念を表明せざるを得なかった。

赤字国債の削減と赤字国債依存体制の脱却は、大平首相の存命中には実現しなかった。一九八〇年六月、大平首相は選挙戦の過労で倒れる。しかし、大平首相亡き後、与党内の対立は解消し大平首相の公約は実現する。図表1でみるように、赤字国債は公約通り一九八〇年から発行額の減額が始まる。発行額と同時に国債依存度も引き下げられた。この間、当初予定と発行実績を比較すると、赤字国債の発行実績は予定額を下回る年度が多い。赤字国債の発行減額の方針の反映である。

「赤字国債依存体制の脱却」目標は、一九九〇年、ついに実現した。当初予算で赤字国債はゼロとすることができた。赤字国債発行からの脱出は一九九三年まで続く。財政再建が成功したのである。

(2) 「赤字国債依存体制から脱却」の軌跡  
 赤字国債依存体制依存体制の脱却と財政  
 再建までの軌跡をたどってみる。まず、大  
 平首相は一九八〇年度から赤字国債発行を  
 減額すると公約した。国会の施政演説等で  
 財政再建と赤字国債減額を繰り返し公約し  
 た。この公約は、一九八〇年度に実現する。  
 一九八〇年度の赤字国債発行額は前年度を  
 大幅に下回り、国債依存度も低下している。  
 その後、赤字国債発行の減額は継続するこ  
 とになる。

次に、一九八二年にはゼロシーリングが  
 初めて設定された。ゼロシーリングとは歳  
 出枠を前年度以下にする、というものであ  
 る。大平首相は他界するが、同時に与党内  
 の対立と混乱は収束し、大平首相の公約を  
 実現する政策が採用された。

更に、一八八三年にはマイナスシーリン

図表 1 赤字国債発行額の推移 (1975~1994)

(単位: 億円、%)

年度	新規公債発行額			うち特例公債発行額			公債依存度 (実績)
	当初	補正後	実績	当初	補正後	実績	
昭和50 (1975)	20,000	54,800	52,805	—	22,900	20,905	25.3
51 (1976)	72,750	73,750	71,982	37,500	36,500	34,732	29.4
52 (1977)	84,800	99,850	95,612	40,500	49,570	45,333	32.9
53 (1978)	109,850	112,850	106,740	49,350	49,550	43,440	31.3
54 (1979)	152,700	140,500	134,720	80,550	69,170	63,390	34.7
55 (1980)	142,700	142,700	141,702	74,850	73,150	72,152	32.6
56 (1981)	122,700	129,000	128,999	54,850	58,600	58,600	27.5
57 (1982)	104,400	143,450	140,447	39,240	73,090	70,087	29.7
58 (1983)	133,450	137,900	134,863	69,800	69,800	66,765	26.6
59 (1984)	126,800	128,650	127,813	64,550	64,550	63,714	24.8
60 (1985)	116,800	124,380	123,080	57,300	61,350	60,050	23.2
61 (1986)	109,460	114,950	112,549	52,460	52,460	50,060	21.0
62 (1987)	105,010	105,390	94,181	49,810	36,590	25,382	16.3
63 (1988)	88,410	79,670	71,525	31,510	17,710	9,565	11.6
平成元 (1989)	71,110	71,110	66,385	13,310	6,810	2,085	10.1
2 (1990)	55,932	73,120	73,120	—	9,689	9,689	10.6
3 (1991)	53,430	67,300	67,300	—	—	—	9.5
4 (1992)	72,800	95,360	95,360	—	—	—	13.5
5 (1993)	81,300	161,740	161,740	—	—	—	21.5
6 (1994)	136,430	164,900	164,900	31,338	41,443	41,443	22.4

(出所) 財務省『財政関係基礎データ』平成24年4月より作成

グが設定され、経常部門については歳出枠を前年度マイナス5%に圧縮する、というものである。

一九八三年八月、「一九八〇年代経済社会の展望と指針」が閣議決定された。この閣議決定は「展望と指針」と人口に膾炙され、一九九〇年度（昭和六五年度）までに赤字国債依存体制から脱却を目指す、というものである。

「展望と指針」が閣議決定された翌年から、毎年、「財政の中期的展望」が作成されるようになった。「展望と指針」で示された目標を実現するため、スケジュール表が作成された。

このような過程をへて、一九九〇年、ついに「展望と指針」の目標は実現された。

### (3) なぜ赤字国債依存体制から脱却できたか

赤字国債の発行額減額、国債依存度の引下げ、赤字国債依存体制からの脱却、こうした財政再建が成功した理由は何であったか。

まず、財政規律を守る政府の強い意志である。予算編成の最終責任者である大平首相は、赤字国債の発行に強い危機感を持っていた。赤字国債の増発を抑制するため、法的措置として、特例公債法で赤字国債の借換発行を禁止した。そして、一九八〇年度から赤字国債の減額に取り組み、と公約した。公約は次の内閣に受け継がれ、財政支出の圧縮、赤字国債発行をゼロにするための目標設定とスケジュール表が作成された。

次に、国債増発の危機感は、国民やマスコミ等にも共有されるようになる。昭和五〇年代中ごろ、国債依存度が三〇%を超えた時、三〇%攻防戦が開かれた。三〇%攻防戦とは、国債依存度が三〇%を超えると危機の領域に入る、というものである。この三〇%には何の理論的根拠も無い。しかし、現実的根拠はある。国債膨張を

抑制するには、せめて三〇%というラインを設けて増発を抑制する、というものである。三〇%攻防戦は、国債増発の危機を国民が共有した証といえるだろう。

第三に、赤字国債発行を抑制する法的措置が設定されたことである。繰り返しになるが、赤字国債発行に際して、特例公債法によって赤字国債の借換発行を禁止したことである。現金償還であれば発行時点で、満期日の償還可能性を考慮せざるをえず、発行額に限度を画されることになる。

第四に、金融機関が国債引受を拒否したことである。当時、国債は金融機関に対する強制割当によって発行されていたが、一九八一年六月、金融機関は国債の引受を拒否し、政府は国債を発行することが不可能になった。国債引受を拒否したのは、一つには国債が低利で発行されていること、もう一つは、大銀行の国債引受額が預金純増額を上回って引受資金が枯渇したことによる。クラウディング・アウトが発生し、その結果、休債が日常化していった。休債を契機に国債管理と金融政策は大転換をとげるが、一〇年物国債発行が困難になったこと、このため国債発行額を減額せざるを得ない状況に追い込まれた。

第五に、税収入が拡大し、国債減額が可能になった。バブルは一九八六年一月から一九九一年二月まで五ヶ月続く。この間、税収は拡大し、他方で歳出の抑制政策を継続した。その結果、赤字国債依存体制から脱却することが可能になった。

### 3 今日の財政危機は何時から始まったか

#### (1) 赤字国債の発行再開―減税特例公債の発行―

赤字国債は一九九三年まで発行額がゼロであった。日本の財政は赤字国債依存体制から脱却し、この時点から

政府債務残高は減少に向かうはずであった。ところが、現実には逆の展開となり、一九九四年度から減税特例公債という名称の赤字国債が再発行される。図表2でみるように、減税特例公債は九四年度に引き続き九五年度、九六年度と連続して発行された。

減税特例公債とは、減税によって収が減少した部分を赤字国債発行によって補填するものである。

図表2 赤字国債発行の再開と膨張

(単位：億円、%)

年度	国債発行額 (実績)			うち赤字国債発行額			公債依存度 (実績)
		当初	実績	減税特 例国債	臨時特 別国債	震災特 例国債	
平成2 (1990)	73,120	0	9,689	0	9,689	0	10.6
3 (1991)	67,300	0	0	0	0	0	9.5
4 (1992)	95,360	0	0	0	0	0	13.5
5 (1993)	161,740	0	0	0	0	0	21.5
6 (1994)	164,900	31,338	41,443	33,337	0	8,106	22.4
7 (1995)	212,470	28,511	48,069	28,511	0	0	28
8 (1996)	217,483	119,980	110,413	18,796	0	0	27.6
9 (1997)	184,580	74,700	85,180	0	0	0	23.5
10 (1998)	340,000	71,300	169,500	0	0	0	40.3
11 (1999)	375,136	217,100	243,476	0	0	0	42.1
12 (2000)	330,040	234,600	218,660	0	0	0	36.9
13 (2001)	300,000	195,580	209,240	0	0	0	35.4
14 (2002)	349,680	232,100	258,200	0	0	0	41.8
15 (2003)	353,450	300,250	286,519	0	0	0	42.9
16 (2004)	354,900	300,900	267,859	0	0	0	41.8
17 (2005)	312,690	282,100	235,070	0	0	0	36.6
18 (2006)	274,700	244,890	210,550	0	0	0	33.7
19 (2007)	253,820	202,010	193,380	0	0	0	31
20 (2008)	331,680	201,360	261,930	0	0	0	39.2
21 (2009)	519,550	257,150	384,440	0	0	0	51.5
22 (2010)	443,030	379,500	347,000	0	0	0	44.4
23 (2011)	442,980	382,080	344,300	0	0	0	42.5
24 (2012)	442,440	383,350	360,360	0	0	0	48.9
25 (2013)	428,510	370,760		0	0	0	

- (注) 1. 公債依存度は、公債発行額／一般会計歳出額。  
 2. 平成2年度赤字国債発行額9,689億円は、湾岸戦争負担金の臨時特別公債金分。  
 3. 平成6年度震災特例国債8,106億円は阪神大震災の復興経費の財源として発行。  
 4. 年金特例債が平成24年度25,842億円、25年度26,110億円、復興債が平成23年度112,500億円、24年度24,033億円、25年度19,026億円それぞれ発行されているが、図表の国債発行額の中には含まれていない。

(出所) 財務省『財政基礎データ』・『日本国債ガイドブック』、『債務管理レポート』等より作成

る。この間、特別減税、恒久的減税、累進税率のフラット化という減税が行われる。この減税分に相当する税収不足分を赤字国債の発行によって補填したのである。

国債による資金調達とは、通常、税収不足分を補填するためである。ところが、減税特例公債は、まず、減税によって税収不足を人為的に発生させ、次いで不足分を赤字国債で補填するものだから、逆転した国債発行の論理である。これを財政規律の喪失といわずして、何と表現すればよいのだろうか。

## (2) 一九九八年度以降の国債発行の特徴

赤字国債の再発行は九四年度から開始されるとはいえ、発行額が飛躍的に膨張するのは九八年度からである。この年、当初の発行予定額七・一兆円が発行実績は一六・九兆円となり、国債依存度は前年の二三・五%から四〇・三%に倍増した。

九四年度以降の特徴を拾い上げてみると、まず、赤字国債が無制限に発行されるようになった。赤字国債の増発によって国債発行額は飛躍的に増加し、国債依存度も四〇%を超えるようになった。次に、当初予定額と発行実績を比較すると、発行実績が予定額を上回る年度が過半を占めている。これは、「展望と指針」にみるスタンスと異なり、財政支出の抑制努力が放棄されたことを示している。更に、近年では国債発行額が税収を上回っている。

#### 4 なぜ赤字国債の増発が続くのか

##### (1) 赤字国債の無制限発行を可能にしたルールの変更

では、なぜ、赤字国債の無制限発行が可能になったのだろうか。赤字国債発行の歯止装置を外したからである。建設国債の場合、発行限度額は公共事業費の範囲内、という制約がある。ところが、赤字国債については、財政法で発行が禁止されているから、発行限度額の規定はない。この点に危機感を抱いた大平蔵相は、前述したとおり赤字国債の発行を抑制するため、特例公債法で赤字国債の現金償還ルールを設け、特例公債法を単年度法としたのであった。

赤字国債の歯止装置は、次のプロセスを経て外されてしまった。まず、財政制度審議会は、一九八四年一月一日、「中期的財政運営に関する諸問題についての中間報告」を答申した。報告の要点は、一九九〇年度までに赤字国債依存体制から脱却するためには、「過渡的措置」として、赤字国債の借換償還が必要だ、というものである。一九七五年度から開始された赤字国債は一九八五年度から償還が開始される。現金償還すれば償還財源が必要となり、そうなれば「展望と指針」の目標が達成できない、従って、「過渡的措置」として償還ルールを変更し、赤字国債も建設国債と同様、借換償還すべきだ、と答申した。

続いて、同年二月二日、「国債の償還財源問題についての中間報告」においても、赤字国債償還ルールの変更を再確認し、現金償還ルールではなく借換償還すべきだ、と答申した。

この答申に基づいて、赤字国債の償還方法が変更される。特例公債法が改正され、従来の赤字国債の借換禁止規定は努力目標に変更された（一九九四年以降）。

赤字国債依存体制から脱却した時点で、一九九〇年三月一日、財政制度審議会は「平成二年度特例公債依存体

制脱却後の中期的財政運営の在り方についての報告」を答申した。報告の要点は次の点にある。

「特例公債依存体制からの脱却という目標が達成されたことをもって財政が健全体に復したとは到底いえない」  
「六〇年償還ルールを直ちに現金償還の本則に戻すことは現実的でない」

理屈は何とでもつけられる。赤字国債の償還ルール変更は、まず、「過渡的措置」として、次いで、「恒久的措置」として、現金償還から借換償還に変更されたのである。

なぜ、財政制度審議会は赤字国債の無制限発行を可能にする国債管理政策の変更を答申したのであるか。また、なぜバブル景気によって税収入が拡大を続けている時期に、特例公債法の禁止規定を破棄して財政規律を破ったのだろうか。答申を繰り返し読み返しても、その理由は不明である。明確なことは、経済成長によって税収入が拡大している局面で財政規律を喪失したことである。

## (2) 国債費の低下が国債増発の危機感を希薄にしている

一九九〇年以降、長期金利の低下が継続している。長期金利の低下が続くと国債の利払費は低下する。利払費が低下すると国債発行残高が急増しても国債費は相対的に低下し、財政危機は生じない。その結果、国債増発に対する危機感が希薄となり、危機意識の低下が赤字国債の増発を容易にしている。

長期金利の低下が続くと、単に新規に発行する国債金利が低下するだけではない。今日では、毎年、新規債の数倍の借換債が発行されている。満期を迎えた国債は、現時点での金利で借り換えられるから、過去に発行され

た高金利の国債は低利で借り換えられる。すなわち、低利借換による利払費の軽減というボーナスを手にすることができるのだ。

低利借換による利払費の軽減が継続すると、発行残高が急増しても財政支出に占める国債費の割合は相対的に縮小する。その結果、国債増発に対する危機意識が希薄となる。借金をしても返済は六〇年、利子は年々低下していく、このような状態が続けば、予算編成に責任が問われない限り、赤字国債の増発は継続することになる。

なぜ予算編成の責任が問われないのか、この問題について、田中秀明氏は明快な分析を行っている。田中氏の分析に学びながら、次にこの問題を考えてみたい。

### (3) 不透明な予算制度と財政ガバナンスの問題

田中秀明『日本の財政―財政再建の道筋と予算制度』（中公新書 二〇一三年）では、財政赤字の問題は予算制度と政治家などのガバナンスの低下に起因するとして、次のように述べている（四八頁）。

まず、日本の予算制度は諸外国と比較して、極めて不透明だと指摘する。補正予算の多用、当初予算と対照的な決算の軽視、一般会計と特別会計の会計操作、隠れ借金や埋蔵金等、予算の実態が不透明である。また、中期財政展望もOECD諸国では拘束力があるが、日本は単なる見通しにすぎない。予算・財政の透明性をOECD諸外国と比較すると、図表3でみるように、日本の場合、著しく低い（一五〇～一五九頁）。

注目すべきは、予算制度の透明度の低い国ほど財政赤字の対GDP比率が高い点である。図表4は、図表3の合計点数とOECDのアウトロックスの純政府債務残高を組み合わせた表である。これをみると、透明度の高い国ほど純政府債務残高は低くなっている。日本の場合、透明度が一番低く、純債務残高が一番高い。図表3、4を

詳細に検討すると、予算制度の透明度と財政赤字は密接に関係していることがわかる。

財政ガバナンスについてはどうか。著者は、予算編成の意思決定のプロセスを分析し、財政ガバナンスの低下を招く制度的枠組みを分析している。以下、要点を整理してみよう（一七〇～一七七頁）。

まず、予算編成に際して各大臣は拒否権をもっている。この大臣を支えるのが、省庁に強い帰属意識をもつ公務員と関係

図表3 OECD主要国における予算・財政の透明性

項目	米	英	豪	NZ	加	独	仏	伊	蘭	ス	日
1 経済予測・前提についての分析	○	○	○	○	○	△	○	△	○	○	△
2 中期財政フレーム	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	△
3 財政ルール	△	○	○	○	○	○	○	○	○	○	△
4 財政状況を示す包括的な指標	△	○	○	○	○	△	○	○	○	○	△
5 予測と結果の比較検証	○	○	○	○	○	○	△	△	○	○	×
6 財政上のリスクの分析	○	○	○	○	△	×	○	×	○	○	×
7 成長率に関する感応度分析	○	○	○	○	○	×	○	×	○	○	△
8 財務諸表（発生主義）	○	○	○	○	○	×	○	○	×	○	×
9 業績評価情報	○	○	○	○	○	×	○	×	○	○	×
10 偶発債務	○	△	○	○	○	○	○	×	○	○	×
11 租税支出	○	△	○	na	○	△	○	×	○	○	△
12 疑似財政活動	○	△	×	na	×	△	×	×	△	○	○
13 新規施策の明確化・影響分析	○	△	○	○	△	×	○	○	○	△	×
14 成長率などの前提を独立機関が検証	○	○	×	△	×	△	△	△	○	△	×
15 財務諸表を独立機関が監査	○	○	○	○	○	△	○	○	○	○	×
16 予算前報告	△	○	×	○	×	×	×	×	×	○	×
17 年央報告	○	×	○	○	○	×	○	○	○	△	×
18 決算報告（6ヵ月以内に提出）	○	△	○	○	○	△	○	○	○	△	○
19 選挙前報告	×	×	○	○	×	×	×	×	○	×	×
20 長期推計報告	○	○	○	○	×	○	○	○	△	○	×
合計点数	17.5	15.5	17	17.5	14	8.5	16	10.5	17	17	5

(注) 国会に提出する予算書類に記載することが原則。○は該当（1点）、×は該当しない（0点）、△は一部該当する（0.5点）。NZのnaは租税支出などがそもそも存在しないため。

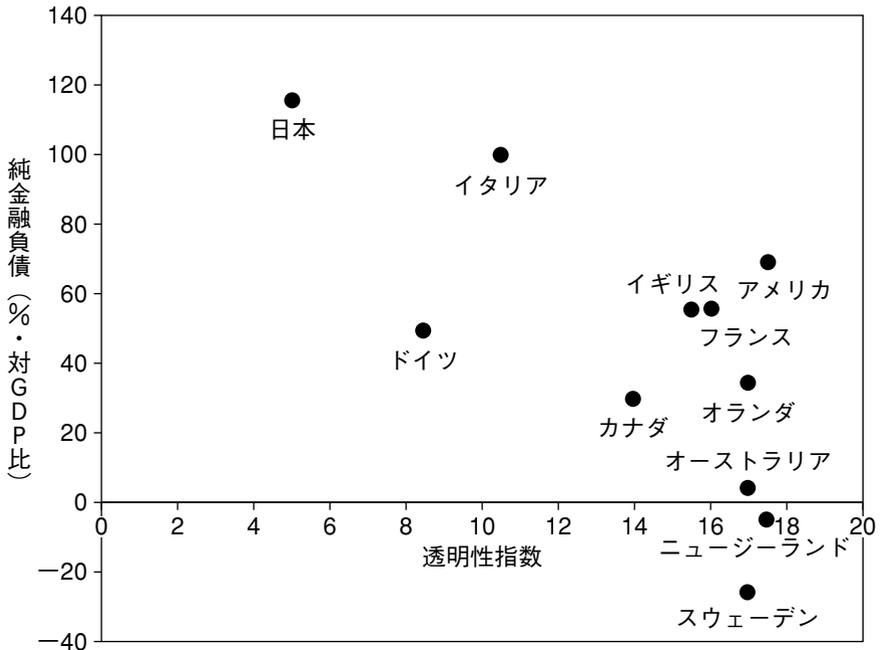
(出所) 田中秀明『日本の財政』中公新書 2013年 130頁

分野に利害をもつ与党の部会である。財政規律を維持するためには、各省大臣が予算を専ら使うことに関心がある「スペンダー」ではなく、内閣の一員として財政赤字の問題や予算編成のあり方に参画していくべきだが、各省大臣は通常国務大臣というよりは各省の利害代弁者である。

次に、首相や財務相、そして内閣が予算や税制についての意思決定に十分な権限を行使できない、時には自ら行使しない。内閣が予算編成に正式に関与し、利害を調整するとともに意思決定しない、あるいはそうしたメカニズムがないこと、誰も責任をとらない仕組みが問題だとしている。

三つ目に、予算査定者（財務省・主計局）と予算要求者（自民党・各省庁）との間の戦いを指摘する。予算要求者は利益団体の抵抗があり、既得権益に踏み込めない。各省庁は問題を熟知

図表4 OECD主要国の透明性と純金融負債



(出所) 田中秀明『日本の財政』中公新書 2013年 131頁

していても主計局に伝えない。

四つ目に年度内の予算消化など、執行面の軽視を指摘している。

以上にみたように、財政赤字の問題は予算制度と財政ガバナンスの低下にあるとし、財政赤字を解消するには予算制度の透明性を確保すること、予算執行の責任を明確にするため政治制度を改革すること、公務員制度を改革して財政当局の政治化を排除すること、財政再建には制度の改革が必要だと述べている。

## 5 歴史と現実から学ぶこと

日本の財政は短期間で危機的状況に陥った。その根本原因を辿ってみると、まず、国債発行の法的制約を解除したことである。赤字国債発行の歯止装置を外した結果、国債の無制限発行が可能になった。可能性を現実性に転化したのは、財政規律の弛緩と危機感の喪失である。長期金利の低下によって利払費が軽減しただけではない。満期の到来した高金利の国債を低利で借り換えると、国債残高が増加しても金利低下によって国債費を軽減できる。長期金利の低下が続く限り、国債費膨張による財政破綻は生じない。国債増発に対する危機感が希薄となり、財政規律が失われてしまった。更に、田中氏が指摘したように、日本の予算制度は不透明で財政ガバナンスが低下している。この制度が財政赤字を拡大している。

国債危機を回避するには、以上の歴史的現実から学ぶ必要がある。まず、財政規律の回復である。国債発行の法的制約を回復すべきだ。赤字国債償還を現金償還の本則に戻せば無制限発行の歯止になる。法的制約は新規に発行される赤字国債から適用すればよい。次に、国債利払費の問題である。アベノミクスによってデフレ脱却の明るい展望が開けてきたが、デフレ脱却過程で国債に対する信頼が失われると国債は暴落し、利払費は急増し

て財政危機が顕在化する。デフレから脱却した時点で長期金利が上昇し、国債相場は下落するからである。暴落を回避するには財政規律を維持して国債に対する信頼を維持する他ない。利払費急増の危機感を共有することが必要である。更に、予算制度の透明性を高め財政ガバナンスの低下を阻止できれば、財政再建の道筋がみえてくる。情報の共有によって国民の理解も高まってくる。

経済成長は財政危機を回避する最良の手段である。しかし、バブルによって税収が拡大している時、赤字国債無制限発行への道を開き、財政規律が失われたことを忘れることはできない。経済成長は財政危機を回避する必要条件ではあっても十分条件ではない。歴史と現実から学ぶこと、それは以上の諸点にあると思う。

(なかじま まさたか・特別嘱託研究員)

# デリバティブ市場統合における論点

二上季代司

日本取引所グループでは、今年の七月に現物市場の東証への統合を終えた後<sup>(1)</sup>、来年三月を目途にデリバティブ市場を大証に統合する予定である。そして、この統合と同時に大証は「大阪証券取引所」から「大阪取引所」へ商号変更する。ちなみに、来年三月といえは、改正金融商品取引法の施行によって「総合的な取引所」が可能になる時期である。すなわち、デリバティブ市場を運営する大証は証券デリバティブだけではなく、金融デリバティブ、コモディティ・デリバティブについても市場を開設できることになる。

こうして、来年以降のデリバティブ市場において大きな変化が予想されるが、以下では、デリバティブ市場統合に関連して特に重要と思われる論点について整理してみた。

## 1 システム統合

第一は、市場統合に伴って着手されるシステム統合のありかたである。現在の取引所市場では、取引のシステム化が高度に進展している。アルゴリズム取引やHFT（高頻度取引）など取引執行がシステム化されていなければ対応できない発注方法が増えており、システム開発費やメンテナンス費用も巨額に上っている。

この結果、市場統合において、各市場の取引システムが異なっていれば、取引参加者にとって新たな専用端末や専用回線を接続するなど追加的に多額の費用がかかることになる。システムを統合し、同一のプラットフォーム

ムで取引することができれば、取引所にとって業務・コストの両面で効率性が向上するし、取引参加者にとっても既存の設備で接続可能な市場が拡大することを意味し、メリットが大きい。こうして取引所・取引参加者双方にとってシステム統合は必要不可欠になっている。

日本取引所グループでは、本年七月に大証の現物市場を東証に統合したが、その際、売買システムを東証の「Arrowhead」に統合した。他方、来年三月予定のデリバティブ市場の統合では、取引システムを大証の「J-GATE」に統合する。

東証のデリバティブ市場では、取引システムとして現在、「Tdex+」と呼ばれるシステムを使っている。これはNYSE lifeが開発した「LIFFE CONNECT」をベースにしている。他方、大証では「J-GATE」と呼ばれる取引システムを使っており、これはNASDAQ OMXが開発した「Click/X-Stream」をベースにしている。

ちなみに金融デリバティブ市場を運営する東京金融取引所の取引システムは東証と同様に「LIFFE CONNECT」をベースにしており、コモディティ・デリバティブ市場を運営する東京商品取引所は、大証と同様にNASDAQ OMX社のシステムをベースにしている。

つまりわが国のデリバティブ市場では、この間、NASDAQ OMXとNYSE lifeのいずれかのシステムをベースにしてきたのである。そして市場統合により、日本取引所グループのデリバティブ市場はNASDAQ OMXのシステムをベースに統合を図っているのである。

ちなみに、世界の主要なデリバティブ市場のシステムを簡単に整理すると表1のようになる。これらの取引所グループも、統合の過程で、現在のシステムに一本化してきたのである。

たとえば、CMEグループでは、中核のCMEが一九九二年に世界初の電子取引システム「Globex」を開発し

た。二〇〇六年には、電子取引所ICE (Intercontinental Exchange) による買収攻勢をうけたNYMEXがこれに対抗して「Globex」を導入したことが、〇八年のCMEによるNYMEX（および傘下のCOMEX）買収へとつながる。また、その前年の二〇〇七年に、長年のライバルだったCBOTがCMEと合併して、世界最大のデリバティブ総合取引所が誕生した。そしてCBOTは自らの電子取引システム「e-dot」を放棄し「Globex」へ移行させ、CMEグループの取引システムは「Globex」に、清算システムは「Clearing21」に一本化、統合することになった。

次に、NYSE Euronextでもシステム統合は取引所再編と前後しながら進められてきた。NYSEと統合前のEuronextでは、現物はパリ証券取引所の取引システム「NSC : Nouveau Systeme de Cotation」が傘下の他の取引所に導入されていた。他方、二〇〇二年にイギリスのLiffeを買収して以降は、傘下のデリバティブ市場の取引システムは次々に「LIFFE CONNECT」へ移行していった。

ところが、二〇〇七年にNYSEとEuronextが合併すると、NYSEの開発した取引システム「UTP」が傘下の各国現物取引所市場に導入され、「NSC」と交替していった。次いで、同様に傘下のNYSE Liffeの各国デリバティブ取引所市場にも「UTP」が導入され、「LIFFE CONNECT」から徐々に移行しつつある。NYSE Euronextもまた取引システムは「UTP」、清算システムは「UCP」へと一本化しつつある。そうであればICEによる買収後は、再び、システム統合が始

表1 デリバティブ市場のシステム

	CMEグループ	NYSE Euronext	NASDAQ OMX
取引システム	・ Globex	・ UTP (Universal Trading Platform) ・ LIFFE CONNECT	・ X-Stream Trading ・ Genium INET Trading
清算システム	・ Clearing21	・ UCP (Universal Clearing Platform)	・ X-Stream Clearing ・ Genium INET Clearing (IHSECURE)

(注) NYSE Euronextでは、2011年12月より、デリバティブ取引システムを「LIFFE CONNECT」から「UTP」へ移行させている。

(出所) 各取引所、アニュアルレポートその他により作成。

まるものと思われる。

最後にNASDAQ OMXのシステムを見ておこう。ここでは、OMXがシステム開発を主導しており、「Genium INET」と呼ばれる取引および清算システムが利用されていた。NASDAQによる買収以降も、システム開発はOMXが主導し、現在は新しいシステム「X-Stream」も開発され、利用されている。

## 2 清算業務、清算機関

デリバティブ市場の統合では、システム統合と並んで清算業務、清算システムの統合も重要な論点となる。

デリバティブ市場では、現物市場と異なって、ポジション（建て玉）が、取引終了後も反対売買によって手仕舞わないかぎり、決済期日まで残ることになり、相手側双方に債務不履行リスクが恒常的に発生する。しかもそれが日々の価格変動に応じて増減するのである。このためデリバティブ市場では、清算機関が売買当事者の債務を引き受けることによって、この債務不履行リスクを、CCP（Central Counter Party、中央カウンターパーティ）として集中的に引き受けて債務履行保証を行うとともに、この引き受けたリスクをカバーするために、証拠金や預託金等の担保金の受け入れ等のリスク管理を行うのが慣行となっている。

もちろん現物市場でも売買当事者の債務不履行リスクはゼロではなく、そのリスクを債務引き受けの形で清算機関は引き受けている。しかし、リスク累積額は受け渡し期日までの三日間（四日目決済）にすぎず、積み上がるリスク量はデリバティブ市場の比ではないのである。この結果、デリバティブ市場では、現物市場以上に、清算業務が重要な役割を果たすのである。<sup>(3)</sup>

日本取引所グループでは、グループ内の「日本証券クリアリング機構」が、市場統合以前から各証券取引所の現物取引のほか東証デリバティブ市場取引の清算業務を担当していた。日本取引所グループ発足に伴い、この七月には、大証デリバティブ市場の清算業務も移管された。これによって証券デリバティブでは取引証拠金の一本化、証拠金・資金決済事務の一元化が可能になった。

ところで、わが国のデリバティブ市場は、取引所と同様に清算機関も縦割りになっており、そのありかたも多様である。

金融デリバティブは、東京金融取引所が市場運営をしており、清算業務は取引所内清算部門（インハウス清算機関）が担当している。他方、証券デリバティブでは、市場統合前は、大証がインハウス型、東証がグループ内子会社型の清算機関になっていた。これが市場統合に伴い、グループ兄弟子会社の「日本証券クリアリング機構」へ統合された。また、コモディティでは外部独立型の「日本商品清算機構」が東京商品取引所と大阪堂島商品取引所の取引を集中的に清算している。

また市場統合とは直接は関係しないものの、時期的に店頭デリバティブ改革と重なったために、清算機関は、市場デリバティブのみならず標準的な店頭デリバティブ取引も清算することとなった。例えば、日本証券クリアリング機構では昨年七月からCDS（クレディット・デフォルト・スワップ、インデックス型）の清算を開始、一月からLIBOR金利スワップの清算を開始、本年二月にはTIBOR金利スワップまで範囲を拡大している。

それでは世界の主要なデリバティブ市場の清算機関はどのようなありかたをしているのだろうか。それを見たものが表2である。

なお、店頭デリバティブの清算では、清算処理（約定確認など）を市場取引とは別組織で行う場合が見受けられる。これは、市場取引とは別組織にしたほうが管理しやすいのか、それとも今後の店頭デリバティブ取引拡大を見込んでのことなのであろうか。

ちなみに、コモディティ・デリバティブでは原資産の現物取引が市場外で大量に行われている。このことから、「EFP (Exchange of Future for Physical)」と呼ばれる取引手法が比較的よく使われる。これは信頼性のある取引所価格を利用するために、市場外で先渡し期日の現物取引をその日の取引所清算価格で締結しておいて、同時に先渡し期日を決済日とする反対方向の先物取引を終値ベースで付け出すのである。こうしておけば、その前後に売り買い双方がさらに反対方向の先物取引を注文することで、自社の期待した価格水準で取引が執行できることになる。

こうした取引手法は、市場外で行われる店頭デリバティブ取引にも転用できることから汎用性の高い取引手法と言え、金融取引にも転用した取引を「EFRP (Exchange of Future for related Positions)」と呼ばれる。

表2 デリバティブ市場の清算機関

	CMEグループ (インハウス型)	NYSE Euronext (外部独立型)	NASDAQ OMX (外部独立型)	EUREX (グループ子会社型)
清算機関	(米国) CME Clearing (EU) CME Clearing Europe	(米国) NYPC (先物) OCC (オプション) (EU－英国除く) LCH Clearnet (英国) ICE Clear	LCH Clearnet	Eurex Clearing
店頭取引の 清算処理	Clearport	B-Clear		Eurex OTC Clear

(注) ICEによるNYSE Euronext買収後、NYSE liffe (英国) では清算機関がLCH ClearnetからICEの子会社であるICE Clearに交替した。

(出所) 表1に同じ

### 3 勧誘規制

最後に、証券および金融デリバティブとコモディティ・デリバティブとは勧誘規制に差異があることについて述べてみよう。前者においては、取引所市場で行われるデリバティブについては「不招請勧誘」は禁止されていないが、後者のコモディティ・デリバティブでは「不招請勧誘」が禁止されている。

商品先物では、二〇一一年一月より商品先物取引法が全面施行され、「不招請勧誘<sup>(4)</sup>の禁止」が導入された（損失限定取引については禁止の対象外）。すでにそれ以前、二〇〇五年改正商品取引所法施行により「再勧誘禁止など不当勧誘行為禁止」が導入され、これに準拠した形で農水省・経産省が「委託者の保護に関するガイドライン」を策定している。

このガイドラインは、勧誘行為をかなり広くとらえ、先物取引のメリットを強調するだけでも「勧誘行為」とみなし、その行為に対してすら「再勧誘」を禁止する、極めて規制色の強いガイドラインである。「不招請勧誘の禁止」が法定化されたことにより、先のガイドラインは、「商品先物取引業者等の監督の基本的な指針」と改められたが、その厳しさはむしろ増している。

他方、金融商品デリバティブにおいても、金商法は「不招請勧誘の禁止」条項を設けているが、その対象は政令にゆだねられている。現状ではFXやCFDなど店頭デリバティブがその対象であり、上場デリバティブについては対象外になっている。その理由は、店頭デリバティブは価格が不透明であるが、取引所取引は透明・公正だから、というものである。しかし商品デリバティブでは、これが支配的な見解とはされていない。

「総合的な取引所」において勧誘規制の異なる二つの市場が混在することには無理があり、この差異の解消が求められるだろう。

- (1) このほか、七月には清算業務の日本証券クリアリング機構への統合、自主規制業務の東証自主規制法人への統合も行われた。
- (2) 東京金融取引所は来年二月にシステム更改を予定している。
- (3) ちなみに現物市場では「信用取引」に伴う証拠金等の受け入れなど、リスク管理業務が付随するが、それは基本的には受注した証券会社のリスク管理の問題であって取引所プロパーの問題ではない。
- (4) 「不招請勧誘」とは、「契約締結の勧誘の要請をしていない顧客に対し、訪問し又は電話をかけて勧誘をする行為」をさす。
- (5) ガイドラインでは勧誘行為について、「商品先物取引の委託契約締結、または契約締結後の個々の取引の委託の意思形成に影響を与える程度に商品先物取引を勧める行為」と定義している（下線部、筆者）。
- (6) 店頭FXは、先のような農水省・経産省策定の厳しいガイドラインは適用外となっている。それは法令と所管官庁が異なるからであるが、不招請勧誘を禁止されているのは店頭FXが学生・主婦層など幅広い層に浸透していったのは、このガイドラインの非適用と無関係ではないと思われる。

(にかみ きよし・客員研究員)

# ATTSでのNMS証券の取引状況

清水 葉子

## 1 はじめに

アメリカでは、ニューヨーク証券取引所やナスダックなどの主要証券取引所に加えて、四〇以上のATTS（おもむね日本のPTTSに相当する取引所外取引の市場）が稼働し、市場が広く分散していることが知られている。また、一定以上の取引高に達したATTSがSECルールに従って公式の証券取引所登録をする事例も少なくなき、現在BATTS証券取引所、ダイレクトエッジ証券取引所がそうした新興証券取引所として知られている。

一方、現実のATTSでの取引状況については、十分な公開資料がそろっていないとは言えない状況である。ATTSは、総合計でアメリカの株式の取引の一〇から一五%を占めるとされているが、こうした統計の多くは、ATTSの自己報告に基づいた民間ベンダーや調査会社の推計であることが多く、公式のものではない。また、ATTSの中には、取引高が極めて小さいために情報開示義務が一定程度免除されているものもあり、どのような取引が行われているのかを知るのは難しい。本稿では、SECの経済・リスク分析部門（DERA、Division of Economic and Risk Analysis）のスタッフペーパーとして発表された調査資料をもとに、アメリカのNMS証券（おもむね取引所上場株式に相当）の取引で、ATTSがどのような位置づけになっているのかを概観してみよう。

なお、元になる調査は期間が極めて限定的で、二〇一二年五月七日から一一日までの五日間のみを対象とし、普通株とETPs（ETFなどの取引所上場商品）のデータを用いて、NMS証券でのATTSの状況を確認したものと

である。

## 2 A T Sに関するデータ状況

本調査は、二〇一二年五月七日から一日までの五日間データに限定し、二つの公式統計をつきあわせることでA T Sでの取引情報を推計したものである。一つは、F I N R Aが行うO A T Sと呼ばれる取引報告に基づくもので、これはF I N R Aが管轄する全店頭市場の取引情報システムである。F I N R Aの全ての会員に報告義務が課されており、N M S証券について発注・気配・取引・回送等、注文が生まれてから最終的に執行なりキャンセルなりが行われるまでのすべてのプロセスを網羅して報告される。

もう一つの統計は、S E Cルールである「レギュレーションA T S」に基づいてA T SがS E Cに対して四半期報告を行うものである。これは四半期ごとに、三〇日以内の報告が義務づけられており、証券の種類ごとの取引高等が報告される。本調査では、調査期間の五日間を含む二〇一二年の第2四半期の報告が使われている。

二〇一二年五月の該当期間に、O A T SではA T S運営会社二六社が報告を行っているが、A T Sの報告とつきあわせて識別できなかった市場が九市場あるとしている。識別できなかった市場のシェアは、A T S全体の一・三〇％に相当すると推計されている。このあたりの詳細は明らかではないが、O A T S報告は、調査期間である五日間に取引が行われなければ報告がなされないことに加え、A T Sの報告識別I Dなどの関係で、A T S取引と通常の店頭取引とが区別できないケースがあること、A T Sに基づく報告が四半期ごとで期間の調整が必要であることなどが原因ではないかと思われるが、詳細は筆者には不明である。

五日間の該当期間中に全体で二九億件の注文が出され、三三二〇万件、金額で二二九一億ドルの取引が行われ

た。なお、OATS情報は売買双方の重複合計になることに注意が必要である。通常は重複して合計された株数や金額を半分にすれば通常の取引高が得られるが、取引サイズ推計は単純ではない。すなわち、売り買いの片方が大口注文、もう片方が複数の小口注文である場合には、単純に半分にしても正しい取引サイズは得られない。サンプル対象となった銘柄数は、全NMS証券六六八六銘柄から、上場廃止・分割等を行った二銘柄と、当該週にATSでの取引がなかった四銘柄を除いた六六八〇銘柄である。

### 3 概要

当該期間には九〇市場のATSがSEC登録を行っていたが、二一市場は取引報告が行われなかったため、残りの六九市場が取引のあった市場であることになる。二〇一二年第2四半期の取引状況は表1のとおりである。NMS証券（株式）を主に扱うATSは市場の数としては最も多い四五市場であるが、取引金額で見ると債券とデリバティブのATSが大きいため、NMS証券を扱うATSは、金額シェアで四％に過ぎない。

NMS証券を扱うATSのうち当該の五日間に稼働していたのは四四市場で、うち三市場がECNに分類される。ATSの運営者は定義上ブローカー・ディーラーであるが、一社で複数ATSを運営するケースがあるので、ブローカー・ディーラーの会社数としては三五社である。今回の調査サンプルに含まれるのはそのうち二六社である（前述のとおり、九社が識別できなかったため）。

表1 取り扱い資産別にみた稼働中のATSの取引高

市場のタイプ	市場の数	取引金額（百万ドル）	金額シェア
農業	2	1	0.00%
債券	8	24,158,681	44.86%
デリバティブ	6	27,486,746	51.04%
特別な資産	6	24,061	0.04%
私募証券	2	364	0.00%
NMS証券	45	2,181,183	4.05%
合計	69	53,851,036	100.00%

(注) 複数の資産を取り扱うATSは多いものについて分類  
(出所) 注1参照。以下同じ。

#### 4 ATSのシェア

以上のような限定をふまえて、OATS報告をNMS証券の全取引報告であるCenter for Research in Security Pricesのデータと比較すると、NMS証券の取引に占めるATSのシェアは一〇・〇四%となる。また、前述のとおりATSでの取引のうち一一・三%がOATS報告では観察できないので、それを加えると、ATSのシェアはおよそ一一・三二%となる。<sup>(3)</sup>

A TSの規模のばらつきはかなり大きく、ATSで最大のものは、取引金額シェアで一・九二%、取引株数シェアで一〇・六四%と、一市場でATS全体の一割を占めるとしている。また、トップ五のATSで取引金額シェア四九・〇二%、株数シェアで四七・〇七%を占める。逆にもつとも小さい一一市場は、合計でも一%にしかない。

#### 5 取引サイズ

A TSは、以前の取引所外取引のイメージから、機関投資家向けの大口取引が主に行われている印象があるが、実際には注文サイズ・執行サイズともに従来市場と大きな違いはない。表3によると、取引サイズの大きい五ATSは確かに一取引あたりの株数は六二二〇株と、他のカテゴリーより一桁大きい。ATS全体に占めるシェアは金額でみても株数でみても約三%と存在感は小さい(表の最下行)。いわゆるブロック注文とされる一万株以上の取引は、全体の〇・三三%にしかない。

また、情報開示義務のないダークATSで大口取引が(隠れて)行われているという印象があるが、

表2 ATSの取引全体に占めるシェア

	取引金額	取引株数
CRSP報告取引高	1,142,300,000,000	34,467,036,007
ATS OATS報告取引高	114,642,981,900	3,704,261,531
識別できなかったATSのシェア	11.30%	11.30%
ATS全体の取引シェアの推定	11.31%	12.12%

TSと明るい（情報開示義務のある）ATSを比べても、サイズの点で大きな違いはない。一〇〇株の取引に占めるダイクATSのシェアは六九・五八％、明るいATSのシェアは七一・二一％。一万株以上のブロック取引に占めるはダイクATSのシェアは〇・一〇％、明るいATSは〇・〇七％であり、ダイクATSの大口取引シェアがやや多いが、大口専門の市場と言えるような状態では決してない。

ただし、調査によると、一四のダイクATSに限定すると、確かに大口取引の多いATSが少数存在する。ただし、対象となる一四のATSのATS内シェアは一％であり、大きな存在感はない。

ATSでの端株取引についての資料もあるが、調査では、伝統的な取引所市場との差はないとして<sup>(4)</sup>いる。

## 6 執行可能性

伝統的な取引所市場でもキャンセルが増加して執行確率が低下する減少がみられるが、ATSでもやはり執行確率は低い。ただし、大口取引の多いATSの執行確率がやや良く、特に執

表3 注文サイズと執行サイズ

	注文 (百万件)	執行 (百万件)	平均注文 サイズ	総執行 サイズ	ATSの取引 金額シェア	ATSの 取引高シェア
全ATS	2,890	32	374	232	88.70%	88.70%
最大5市場	1,495	18	364	219	49.02%	48.16%
最大10市場	2,296	28	360	225	76.27%	75.01%
取引サイズの最大5市場	1.47	0.03	6,220	9,487	2.94%	3.01%

(注) 総執行サイズは、注文が複数に分割されて執行された場合の総合計サイズを指す

表4 市場ごとの取引サイズ

	100	101-199	200-299	300-399	400-499	500-999	1,000-4,999	5,000-9,999	10,000+
最小	33.63%	0.00%	9.48%	4.76%	2.27%	3.71%	1.54%	0.07%	0.02%
最大	75.14%	2.88%	17.01%	10.17%	4.84%	9.62%	10.18%	3.29%	20.60%
平均	65.00%	0.60%	13.33%	6.47%	3.12%	6.06%	3.46%	0.40%	1.57%
中央値	67.17%	0.36%	13.40%	6.05%	3.16%	5.86%	3.23%	0.18%	0.08%
第1四分位	63.77%	0.00%	12.30%	5.33%	2.60%	5.07%	2.02%	0.11%	0.06%
第3四分位	71.23%	0.89%	14.23%	6.77%	3.48%	6.85%	3.80%	0.22%	0.10%

行株数でみた執行確率は当然ながら高いことが分かる。

## 7 時価総額別の取引状況

ATSシェアを取引証券の時価総額別・株価別にみて特徴が見いだせるだろうか。すべての時価総額クラス、すべての価格帯でATSシェアは金額で一・三二%、株数で一・二二%となっている。全体的にみて、株価水準が低いものほどATSシェアが大きい傾向がある。また、執行確率は時価総額の大きい銘柄・株価が低い銘柄は大きい。とくに中規模の時価総額の銘柄で株価の低いものについては、取引サイズが他よりずっと大きく執行確率も高いという特徴があることが分かる。これ以外の点について、時価総額別にみたATSシェアに大きな

図1 端株取引の分布

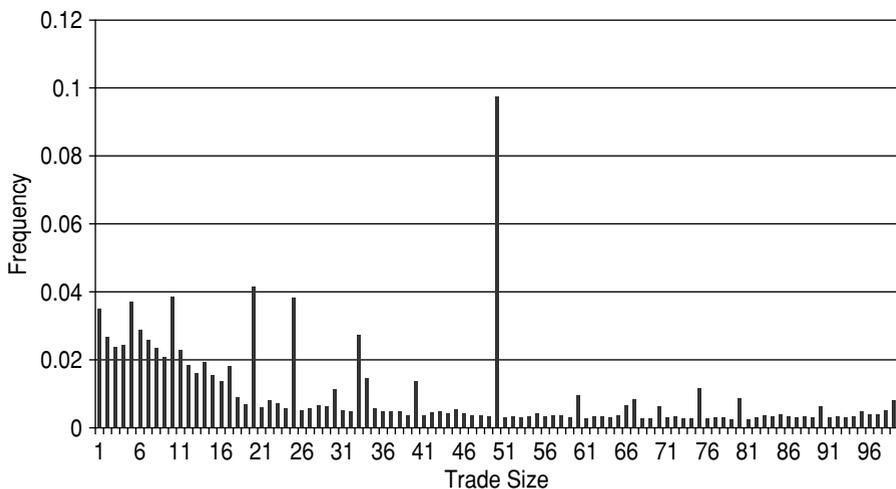


表5 ATSでの執行確率

	執行確率 (注文件数)	執行確率 (株数)	平均注文執行率 の最大、最小*	平均注文執行株 数の最大、最小*
全ATS	1.11%	0.69%	(3.17%、0.73%)	(8.38%、0.03%)
最大の5市場	1.21%	0.73%	(2.56%、0.73%)	(1.21%、0.36%)
最大10市場のうち9市場	1.16%	0.71%	(3.17%、0.73%)	(2.35%、0.36%)
注文サイズが大きい5市場	1.81%	2.76%	(2.96%、0.15%)	(8.38%、0.29%)

(注) \*データ識別に問題があり3市場分を除いている

特徴は見いだせない。

## 8 ETF取引の状況

当該期間にATSで取引されているETFは一一七八銘柄であった。全市場合計では、NMS銘柄取引の中のETF取引のシェアは金額で二七・五〇%であるが、ATSでのETF取引は一六・八五%であり、ATS取引中のETFの割合は小さい。一方、ATSでの注文・執行サイズはやや大きめであった。

## 9 まとめ

SECによる調査は、政策的な含意についてまったく触れず、事実関係を調査したものに過ぎないので、ここから現在のアメリカのATS規

表6 株式の時価総額・株価別のATS取引状況

時価総額	株価レベル	銘柄数	ATSの取引 金額シェア	ATSの取引 高シェア	平均注文 サイズ	平均執行 サイズ	執行確率
すべて	すべて	6,680	11.32%	12.12%	374	232	1.11%
時価総額 (大) 100億ドル より大	すべて	393	10.98%	11.62%	344	233	1.53%
	\$100より大	53	9.58%	8.82%	489	201	0.84%
	\$85-100	19	12.01%	11.81%	210	157	1.10%
	\$20-85	289	11.53%	11.82%	299	216	1.56%
	\$5-20	32	13.26%	12.29%	470	334	2.58%
	\$5より小	0	—	—	—	—	—
時価総額 (中) 1～100億 ドル未満	すべて	1,542	12.30%	12.86%	378	232	1.11%
	\$100より大	54	12.40%	11.61%	203	150	0.48%
	\$85-100	35	11.50%	11.42%	175	148	0.44%
	\$20-85	1,048	11.96%	11.91%	302	182	0.86%
	\$5-20	386	13.33%	13.24%	583	253	1.80%
	\$5より小	19	15.48%	15.49%	1,431	731	4.26%
時価総額 (小) 5,000万～ 1億ドル 未満	すべて	774	10.04%	11.61%	401	222	0.79%
	\$100より大	12	6.43%	5.97%	461	174	0.17%
	\$85-100	6	9.30%	9.23%	341	130	0.17%
	\$20-85	325	9.32%	9.75%	297	186	0.41%
	\$5-20	393	11.11%	11.64%	520	220	1.07%
	\$5より小	38	14.60%	14.37%	421	282	2.44%
時価総額 (マイクロ) 5,000万 ドル未満	すべて	3,971	10.00%	11.37%	400	231	0.58%
	\$100より大	32	5.92%	5.55%	661	168	0.06%
	\$85-100	19	6.29%	6.12%	221	123	0.14%
	\$20-85	946	8.88%	9.31%	358	184	0.16%
	\$5-20	1,674	11.55%	11.93%	433	212	0.69%
	\$5より小	1,300	11.22%	11.51%	386	266	1.70%

制の評価をすることはできないが、全体として、次のような特徴が見いだされたと考えることができるだろう。

- ①二〇一二年五月の対象期間中に、NMS証券を取引対象としてアクティブに稼働していたのは三五社のブローカー・デイラーによるATS四市場であるが、うち、トップ五ないし一〇市場の規模が大きく、他のATSは総じて小さい。
- ②NMS証券の取引に占めるATSのシェアは、金額で一・三二%。株数で一・二二%となり、二〇〇九年のSECリリースの時と比べて、一%程度拡大しているが、拡大は大きくない。
- ③ダークプールとなっている（取引状況が開示されない）ATSでの取引には、全体としては大きな特徴はなく、他市場と類似している。とくに、ダークATSで（隠れた）大口取引が盛んに行われているのではないかと懸念を裏付けるものはない。
- ④平均取引サイズが一〇〇〇株を越える五つのATS（比較的大口の取引が行われるATS）は、ATS全体の二・九四%（金額）、三・〇一%（株数）で、ATSでの取引は小口化している。ATSで機関投資家の大口取引が行われているという一般的な印象にも裏付けはないことが分かる。
- ⑤ATSが受けた注文の執行確率は、部分執行も含めて一・一一%で、他のATSへ回送されて執行されたものが〇・六九%であり、執行確率は高くない。
- ⑥株式の時価総額別でみると、全カテゴリーでみてATSのシェアは金額で一〇%、株数で一

表7 ATSでのETF取引状況

証券のタイプ	銘柄数	ATSの取引 金額シェア	ATSの取引 高シェア	平均注文 サイズ	平均執行 サイズ	執行確率
すべて	6,680	11.32%	12.12%	374	232	1.11%
ETF以外のNMS証券	5,502	12.83%	12.80%	249	222	1.28%
ETFs	1,178	7.39%	8.49%	899	351	0.43%

一・三七%となっている。総じて株価の低い銘柄がATSの取引シェアが高い。また、時価総額でみて中規模の銘柄のATSシェアが最大(一二・三〇%、一二・八六%)で、執行確率も高い。

⑦ETF取引に占めるATSシェアは、七・三九%(金額)、八・四九%(株数)であり、他のNMS証券(普通株など)のATSシェアに比べて少ない。

注

(1) Securities Exchange Commission(2013) "Alternative Trading Systems: Description of ATS Trading in National Market System Stocks" Laura Tuttle, Oct 2013

(2) 全取引に対するATSのシェアが一割強であることから、突き合わせできなかった取引は、全NMS証券の取引のうち一%台前半程度となる。

(3) 注(2)参照。

(4) ATSと従来市場との間に差はないものの、端株取引では取引単位のちょうど半分の五〇株が最も頻繁に取引されていることが分かる。

(しみず ようこ・客員研究員)

# 新規公開株の価格形成

岡村 秀夫

## 1 新規公開株の「勝敗」と「初値天井」

二〇一三年に入り、IPO市場は復活の兆しを見せている。二月二三日マザーズ上場のメドレックから一〇月二二日ジャスダック上場のシステム情報まで、三三社連続して公開価格を初値が上回っており、三三一「勝」〇「敗」となっている。表1には二〇一三年一月から一〇月までのIPOについて、市場別件数と初期収益率（公開価格から初値への上昇率）の平均値・中央値を示している。なお、初期収益率の最大値はiPS細胞関連事業のリプロセル（六月二六日マザーズ上場）の四五六・三％、最小値はサントリー食品インターナショナルの〇・六％である。

IPOに至るプロセスで付けられる一連の「株価」は、順に「想定公開価格」「仮条件」「公開価格」「初値」である。投資家の人気が集まり、仕上げとなる初値が公開価格より高くなることは右肩上がり株の株価を予見させ、一大慶事であるIPOにおいて喜ばしい出来事かもしれない。故に、公開価格を上回る初値が付くことは「勝ち」であり、公開価格と初値の乖離そのものが当該企業の関係者に問題視されることは少ないようである。<sup>(1)</sup>

ところが、初値だけ株価が高騰する「初値天井」という言葉があるように、IPO後の株価はしばしば低迷することが知られている。初値で「勝った」としても、その後の株価が低迷して初値天井と揶揄されるようでは、成功したIPOとはいえないだろう。

IPOが再び注目を集めているこの機会に、新規公開株の価格形成に関して改めて考察することとしたい。

## 2 「アンダープライシング」と「アンダーパフォーマンス」

アカデミズムの世界では、米国を中心として公開価格と初値の乖離に大きな関心が寄せられてきた。売出を行う既存株主や公募増資を行う当該企業などの立場からすれば、獲得できたかもしれない公開価格と初値の差額が生じた理由について、合理的な説明が必要ではないか、という疑問である。株式市場で効率的な価格形成がなされているのであれば、市場で初めて付く初値こそが「正しい株価」であり、公開価格は何らかの理由によって過小値付け（アンダープライシング・underpricing）されていることになる。

そもそも、新規公開株の公開価格と初値の乖離は、一般に継続的に観察されるものなのだろうか。

図1には一九八九年以来の日本における初期収益率（年毎の平均値）と新規公開企業数の推移がまとめられている。初期収益率の水準（左軸・折れ線グラフ）については、一九九七年頃まではおおむね一〇%台であったが、その後二〇%程度の年がある一方で一二〇%を超える年も見受けられ、大きく変動するようになった。新規公開企業数（右軸・縦棒グラフ）は二〇〇〇年の二〇四社

表1 2013年1月～10月のIPO

市場	件数	初期収益率% (平均値)	初期収益率% (中央値)
東証1部	5	28.2	18.0
東証2部	4	35.9	29.9
マザーズ	14	171.1	161.9
JASDAQスタンダード	7	150.1	122.2
JASDAQグロース	1	456.3	(リプロセル)
福証	1	9.2	(アメイズ)
計	32	131.1	104.3

(注) 初期収益率：公開価格から初値への上昇率。なお、JASDAQグロースと福証は各1社のため、初期収益率と企業名（カッコ内）を記載。

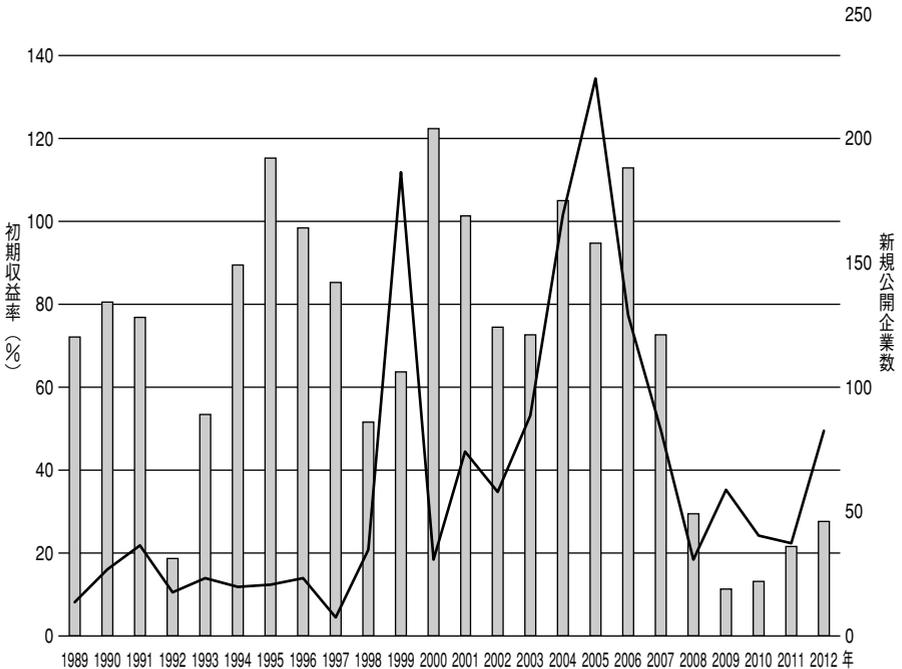
(出所) 東京証券取引所ならびに福岡証券取引所ホームページ、各社の有価証券報告書等より筆者作成。

が最多、二〇〇九年の一九社が最少となっており、年毎に大きく増減していることが分かる。

また、表2には各国の初期収益率が整理されている。一〇%台から数十%の初期収益率が日本に限らず世界中で幅広く観察されていることから、公開価格と初値の乖離はIPOにおける特徴的な現象といえるだろう。

次いで、図2には日本の新規公開株の長期パフォーマンスとして、TOPIXをベンチマークとしたBHAR (Buy-and-Hold Abnormal Return) の平均値と中央値が示されている。長期パフォーマンスの平均値はベンチマークのTOPIXを上回っており、良好であるように見受けられる。だが、中央値では新規公開後六〇〇営業日(二五〇営業日≒約一年)を超える時期までパフ

図1 初期収益率(折れ線)と新規公開企業数(縦棒)



(出所) 『株式公開白書』(プロネクサス)、『株式上場白書』『株式店頭上場白書』『株式ジャスダック上場白書』(亜細亜証券印刷) 『商事法務(臨時増刊、増資白書)』(商事法務研究会)より筆者作成。

オーマンスが悪化し続けており、その後もマイナス三〇%を下回る水準で推移している。このことは、一部の銘柄の収益率が非常に高くなっている影響で平均値が引き上げられている一方で、半数以上の銘柄の長期パフォーマンスが低迷していることを表している。すなわち、多くの新規公開株で「初値天井」に近い状態が生じていることが示唆される。

新規公開株の価格形成をめぐる上記の特徴的な事象は、短期的なアンダープライシングおよび長期的なアンダーパフォーマンス (underperformance) という一

種のパズルとして研究者、実務家、投資家たちの強い関心を集めてきた。国際的かつ継続的に高い初期収益率が観察されるという事実を引きつけられるように、理論・実証両面から数多くの研究が蓄積されている。

行動ファイナンスを取り入れた近年のIPO研究の展開をふまえて、短期的な「アンダープライシング」というよりは、むしろ初値が効率的な水準よりも過大に形成されている可能性を指摘する研究結果が多くなっているように見受けられる。そして、初値が過熱して形成されていると考えれば、長期パフォーマンスの低迷も説明し

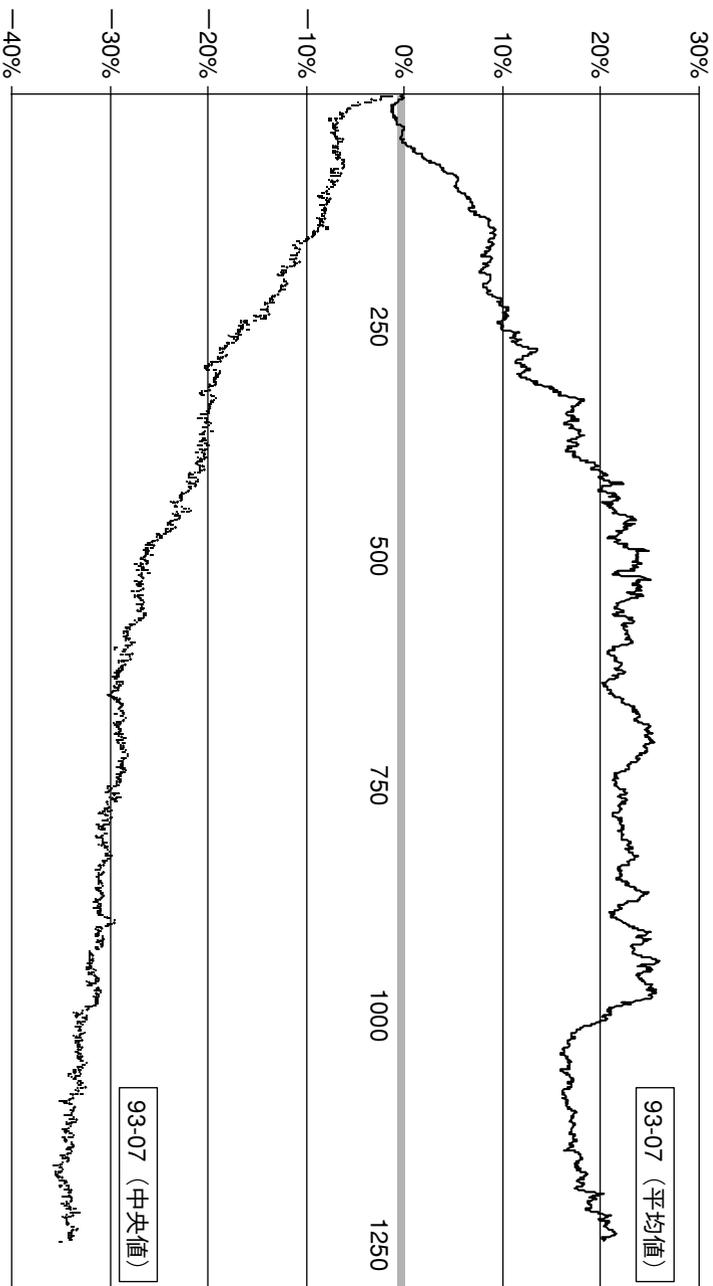
表2 各国の初期収益率

国名	サンプル数	期間	平均初期収益率
中国	2,102	1990-2010	137.4%
インド	2,964	1980-2011	88.5%
マレーシア	413	1980-2009	62.6%
韓国	1,593	1980-2010	61.6%
日本	3,136	1970-2011	40.2%
台湾	1,312	1980-2006	37.2%
タイ	459	1987-2007	36.6%
ブラジル	275	1979-2011	33.1%
スイス	159	1983-2008	28.0%
スウェーデン	374	1980-2011	27.2%
シンガポール	519	1973-2011	26.1%
インドネシア	410	1990-2012	25.7%
ドイツ	736	1978-2011	24.2%
オーストラリア	1,562	1976-2011	21.8%
米国	12,340	1960-2012	16.8%
イタリア	273	1985-2009	16.4%
英国	4,877	1959-2011	16.1%
香港	1,259	1980-2010	15.4%
フランス	697	1983-2010	10.5%
トルコ	355	1990-2011	10.3%
カナダ	696	1971-2010	6.7%
ロシア	40	1999-2006	4.2%

(出所) Loughran et al.(1994) Table 1 (2013年3月1日update版) より筆者作成。

(参考URL) <http://bear.warrington.ufl.edu/ritter/ipodata.htm>

図2 新規公開株の長期パフォーマンス (BHAR：対TOPIX)



(注) 1993～2007年の間にジャスダック市場において新規公開を行った銘柄のうち、1481社をサンプルとし、公開初日終値を基準として、1250日(営業日ベース)までのBHARを算出した。

(出所) 『NEEDS (日本経済新聞デジタルメディアの総合経済データバンク)』より筆者作成。

やすい。従来から直感的には認識されていたことに、研究の枠組みがようやく追いついてきたともいえよう。

次に、IPO研究の展開について、価格形成に関する議論を中心に整理検討していくこととしたい。

### 3 価格形成をめぐる議論…情報の非対称性

IPO研究が最も盛んな米国を中心に、一九八〇年代初頭から情報の非対称性に着目した研究が活発に行われるようになった。先述したように、株式市場における初値が効率的に形成されているなら、新規公開時に観察される高い初期収益率は、公開価格の過小値付けにより生じていると考えられる。公募を行う新規公開企業、および売出を行う創業者等の既存株主の立場からすれば、 $(\text{初値} - \text{公開価格}) \times (\text{公募} \cdot \text{売出株数})$  を得る機会を失うことになる。

新規公開市場における新規公開企業、引受証券会社、投資家など各プレーヤーが合理的に行動しているなら、公開価格と初値の乖離には何らかの理由があるはずである。そこで、短期的なアンダープライシングの問題に取り組むにあたって、合理的な市場参加者を前提に、情報の非対称性を導入して理論的説明が試みられるようになった。

#### (1) 逆選択回避

逆選択のアイデアをアンダープライシングの理論的分析に応用した代表的な研究としては、「勝者の呪い (winner's curse)」で知られるRock[1986]<sup>(2)</sup>を挙げる<sup>(3)</sup>ことができる。

Rockは、投資家の間で企業価値に関する情報の非対称性、すなわち情報格差が存在するために、一種の逆選択

問題が生じる可能性があると考えた。情報を保有する投資家達は、真の企業価値から過小値付けされた新規公開株の場合にのみ公募・売出に参加する。従って、彼らは常に正の収益率を獲得できる。一方、情報を保有しない投資家達は、新規公開株を取得した場合の平均的な収益率しか知り得ない。そのため、過小値付けされた新規公開株の場合には一部が割り当てられるに過ぎないが、真の企業価値よりも過大に値付けされている場合には、情報を保有しない投資家達が全ての新規公開株を取得することになる。皮肉なことに、情報を保有しない投資家達が新規公開株を十分に取得できた場合、すなわち勝者となった場合には、結果的にマイナスの収益率に直面することになる。

そこで、情報を保有しない投資家達が新規公開市場から退出してしまふことを避けるために、プラスの収益率を保証すること、つまり新規公開株全体に平均して過小値付けを行う必要性をRockは指摘したのである。<sup>(3)</sup>

## (2) シグナリング

Allen and Faulhaber[1989]等は新規公開企業と投資家の間に存在する情報の非対称性が、新規公開株の過小値付けによって軽減される可能性について分析している。<sup>(4)</sup> 企業価値の高い企業があえて公開価格を低くすることによって、費用をかけて将来の収益力が高いというシグナルを投資家に伝達し、将来の増資の際に有利な条件で市場からの資金調達を可能にするという仮説である。

ただし、その後の実証研究によれば、シグナリング仮説が新規公開株のアンダープライシングを十分に説明できるとは言い切れない。IPO後に資金調達手段の選択肢が広がる可能性を考えれば、将来の増資を有利に実施することを主な目的にアンダープライシングを行うと考えるのは難しいかもしれない。

### (3) エージェンシー問題

Baron and Holmström[1980]等は引受証券会社と新規公開企業とのエージェンシー問題に注目した<sup>(5)</sup>。引受証券会社は新規公開株に対する投資家の需要について情報優位に立っており、しかも引受業務が非競争的なビジネスだとすれば、引受証券会社が新規公開株の流通・販売にかける労力が最適水準を下回る可能性がある。

引受証券会社の立場からは、アンダープライシングを大きくすることで、公募・売出が失敗に終わる可能性を引き下げることができる上に、流通・販売に要する労力は少なくて済む。一方、引受業務による報酬は公募・売出総額の一定比率（スプレッド）とされていることが多いため、大幅なアンダープライシングは報酬額を減少させることにつながる。このような状況に直面した新規公開企業は、アンダープライシングの大きさとスプレッド幅を組み合わせたメニューを引受証券会社に提示し、選択させることが考えられる。

上記のエージェンシー問題からのアプローチでは、新規公開企業と引受証券会社の間で企業価値に関する情報の非対称性が大きいほど、引受証券会社は新規公開株のマーケティング・販売等に多くの労力を要することになり、その結果、公開価格がより低く設定されることになる。

### (4) 情報顕示

現在多くの国で用いられているブックビルディング方式では、新規公開企業の価値を正確に反映させて公開価格を決定するには、継続的にIPOに参加している情報生産能力の高い投資家から、正確な情報を引き出すことが重要である。

Benveniste and Spindt[1989]の情報顕示仮説<sup>(6)</sup>では、アンダープライシングとともに、裁量的配分を行うことによ

って、引受証券会社は投資家から正確な情報を引き出そうとすると考えた。彼らのモデルにおいて、投資家のタイプは、新規公開市場に常時参加している投資家と一時的に参加している投資家の二種類である。常時参加の投資家は、新規公開市場の状況や新規公開株の価値に関する質の高い情報を私的情報として保有している。仮条件が新規公開株の本来の価値よりも大幅に低く設定されているときに、常時参加の投資家がブックビルディングで虚偽の申告を行えば、公開価格と初値の乖離から利益を獲得できる可能性がある。

そこで、引受証券会社は、ブックビルディングで集約した情報に基づいて公開価格を設定する際に、仮条件からの調整を部分的にとどめて一定のアンダープライシングを行う。そうすることで、投資家に対して私的情報を正直に申告させる誘因を与え、また正確な良い情報を申告した投資家に対しては需要の高いIPOにおいて新規公開株を優先的に配分することで情報提供に報いることが可能となる。常時参加の投資家にとっても、一回限りの虚偽の申告で利益を獲得するよりも、継続的な取引関係のなかで正直に情報を申告する方が望ましいと考えられる。

なお、Loughran and Ritter[2004]が指摘したように<sup>(7)</sup>、スピニング（spinning：IPOの意思決定を行う経営者の個人口座に、人気のある他の新規公開株を割り当てる慣行）の問題を無視することはできない。一般的に、株主にとって公開価格は高いことが望ましい。経営者がスピニングによる見返りを期待して、公開価格を低めに設定しようとする引受証券会社を選択することは、エージェンシー問題を生じさせることにつながる。

#### 4 価格形成をめぐる議論・行動ファイナンスからのアプローチ

現実には、公開価格を上回る初値を付けたIPOに対して、アンダープライシングへの疑問を呈するよりも、

むしろ「成功」として新規公開企業その他の関係者が好意的に受け止めている状況が見受けられる。すなわち、IPOに対する評価が、公開価格や初値等の株価水準よりも株価の変化に大きく影響されている可能性が考えられる。

近年、行動経済学、行動ファイナンスの発展に伴い、投資家の限定合理性を導入して新規公開株の価格形成問題を説明しようとする研究が展開されている。3節で紹介した議論が、最初の市場価格である初値の効率性を前提としているのに対して、本節で紹介する議論は初値が効率的に形成されているとは必ずしも想定していない。

Miller[1977]は、新規公開株には空売り制約があり、短期的に供給量が一定であることから、公募・売出された株式がごく一部の投資家の需要で吸収される状況を考えた<sup>(8)</sup>。投資家間の評価の分散が大きくなった場合には、樂觀的な投資家の存在が結果的に価格をつり上げることを示した。そして、長期的には評価が収斂するとともに株価が下落することになる。Miller[1977]は、投資家の行動・評価のあり方が新規公開株の価格形成に影響を与える可能性を指摘した先駆的な研究として位置づけられ、近年再評価されている。

二〇〇二年にノーベル経済学賞を受賞したカーネマンとトベルスキーが提唱したプロスペクト理論によれば、人々の意思決定は富の増減に敏感に反応して行われるとしている。プロスペクト理論を応用してアンダープライシングの説明を試みたLoughran and Ritter[2002]では、ブックビルディングにおける仮条件の上限価格と下限価格の中間値を、既存株主にとって、IPOを評価する際の基準点として考えた<sup>(9)</sup>。そのため、公開価格と仮条件中間値の差、初値と公開価格の差、既存株主の売出株数・継続保有株数、公募による希薄化の程度、などの関係によつては、必ずしもアンダープライシングを「失敗」とは感じないことを示している。

Ljungqvist, Nanda and Singh[2006]は、樂觀的な見通しを持つている一部の非合理的な投資家の気持ちを利用し

て、新規公開企業はファンダメンタル価値を上回る部分の最大化を試みると想定した<sup>(10)</sup>。公開価格は「初値√公開価格√ファンダメンタル価値」となるように設定される。ここで、楽観的投資家が過大評価された初値（またはIPO後の市場価格）を受け入れるなら、公開価格で新規公開株を取得した常時参加の投資家は楽観的投資家に市場を通じて売却可能となる。長期的には株価はファンダメンタル価値に戻ると考えられるが、継続保有を期待され新規公開株を割り当てられた常時参加の投資家は、「公開価格ーファンダメンタル価値」×（継続保有株数）の補償として「（初値ー公開価格）×（楽観的投資家への売却株数）」を獲得していると見なすことができる。

本研究は、短期のアンダープライシングと長期のアンダーパフォーマンスの関連を説明している点で大変興味深いものといえよう。

## 5 価格形成の状況：公開価格決定方式との関連

ここまで新規公開株の価格形成をめぐる議論について述べてきたが、日本のIPO市場の状況を再度確認してみよう。先出の図1には初期収益率の推移が示されていたが、公開価格決定方式に入札方式Iで導入された一九八九年からブックビルディング方式に移行した一九九七年までは比較的低水準で、その後大きく変動していることが読み取れる。

表3には、一九八九年四月から二〇一一年二月までのジャスダック市場における初期収益率の状況が整理されている。全期間の平均値は三四%弱、中央値が一〇%である。入札方式Iでは一八・三二%と四・八五%（平均値と中央値）、入札方式IIで一五・三五%と九・二五%（同）、入札方式IIIで一・四%と七・二四%（同）であり、入札方式下では平均値で一〇%台、中央値が一桁の水準となっている。ブックビルディング方式では五

二・六％と一九・三％（同）であり、入札方式下に比べて大幅に上昇している。

図3には、一九八九年から二〇一二年までのジャスダック市場におけるIPOの初期収益率の分布（縦軸：初期収益率、横軸：年月日）が示されている。図3からも、入札方式からブックビルディング方式に移行した一九九七年一〇月頃を境として、初期収益率は上昇し、その分散が大きくなっていることが読み取れる。

初期収益率は公開価格から初値への上昇率であるので、公開価格決定方式の変更が初期収益率に影響した可能性は十分に考えられる。そこで、公開価格決定方式の概要を整理する。

入札方式Ⅰ（一九八九年四月～一九九二年三月）は公開価格決定方式に入札方式が導入された最初の時期であり、入札上限価格が入札下限価格の一・三倍に設定されていた。短期間で改正された入札方式Ⅱの後、一九九三年以降のIPOで用いられた入札方式Ⅲでは、入札上限価格は廃止され、落札加重平均価格を基準として、主幹事証券会社が入札状況や需要動向等を勘案して公開価格を決定することとなった。

ブックビルディング方式の下では、最初に想定公開価格が目論見書で提示された後、ロードショーと呼ばれる機関投資家等への需要動向

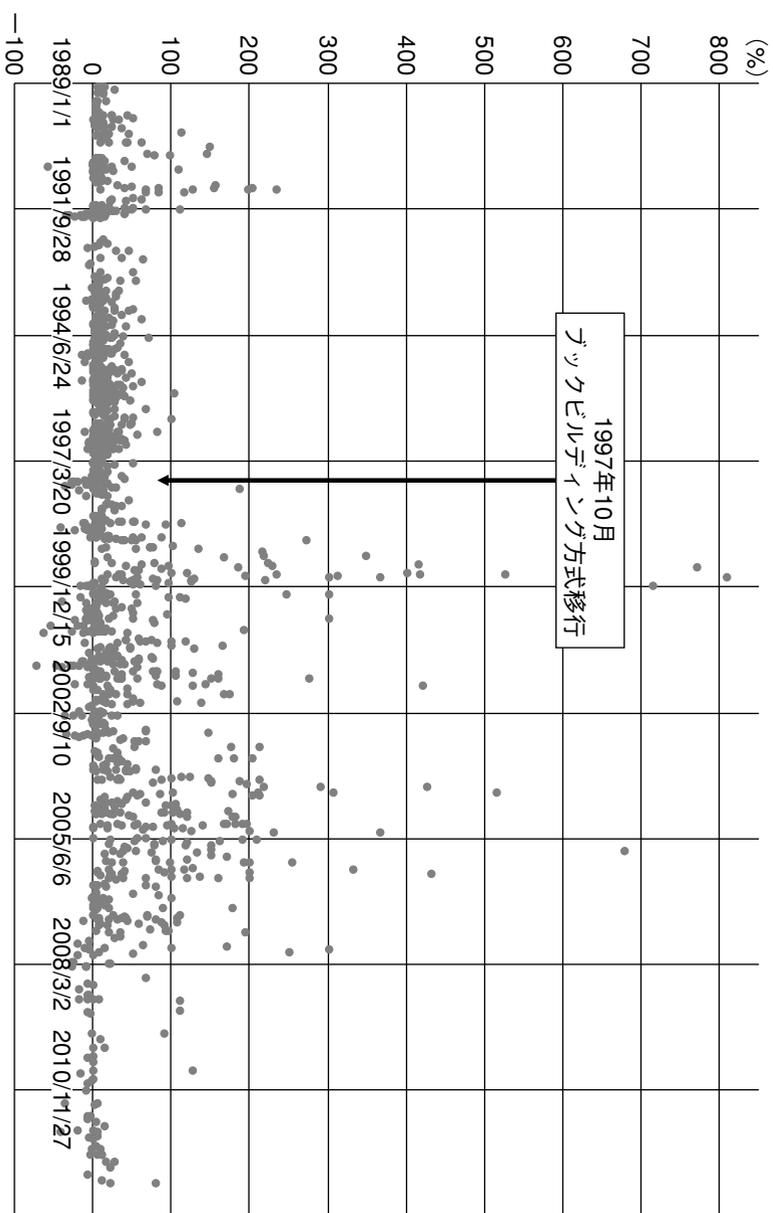
表3 公開価格決定方式と初期収益率（ジャスダック市場）

	平均値	中央値	最小値	最大値	標準偏差	サンプル数
全期間 (1989年4月～2011年12月)	33.86	10.00	-72.50	809.09	71.38	1,516
入札方式Ⅰ (1989年4月～1992年3月)	18.31	4.85	-59.16	233.33	37.39	237
入札方式Ⅱ (1992年12月～1993年12月)	15.35	9.25	-7.76	63.49	20.89	14
入札方式Ⅲ (1993年1月～1997年9月)	11.40	7.24	-29.88	103.39	15.46	481
ブックビルディング方式 (1997年9月～2011年12月)	52.68	19.30	-72.50	809.09	92.40	784

(注) 入札方式は1992年4月と同年12月に改正されている。詳しくは岡村 [2013] 参照。

(出所) 「NEEDS」(日本経済新聞デジタルメディアの総合経済データバンク)、「日本株式ポートフォリオマスター」(金融データソリューションズ)、『株式公開白書』(プロネクサス)より筆者作成。

図3 初期収益率の分布 (1989～2012年：ジャスダック)



(出所) 表3に同じ。

調査が行われ、仮条件が決定される。仮条件決定後、投資家からの需要積み上げであるブックビルディングが実施され、公開価格が決定される。ただし、一旦設定された仮条件は、米国とは異なり、日本では修正されないことが通例とされている。

入札方式の下では、公開価格には入札を通じて投資家評価・需要が相当程度反映されていたと考えられる。だが、日本のブックビルディング方式では仮条件は通常修正されないため、投資家の強い需要が確認された場合であっても、基本的に仮条件上限価格を超えて公開価格が決定されることはない。

筆者の調査では、日本における二〇〇一年から二〇一二年の一三九銘柄のIPOのうち、八七%の一〇七二銘柄で仮条件上限価格と公開価格が一致していた。二〇一三年についても、一〇月までの三三銘柄のうち一銘柄を除いて、すべて仮条件上限価格と公開価格が一致している。

投資家の強い関心や高い評価を集めた場合、入札方式では高めの公開価格として反映されるために初値との乖離は相対的に小さくなると考えられる。一方、ブックビルディング方式では仮条件上限価格が制約となり、投資家の評価は十分には反映されない。従って、公開価格と初値の乖離が大きくなり、高い初期収益率につながると考えられる。

## 6 やむを得ない

高い初期収益率は、公開価格で取得し、IPO直後に高値で売り抜けることのできた投資家にとっては好都合かもしれない。だが、高値で新規公開株を購入してしまった投資家は、その後の長期パフォーマンス低迷に直面することになる。岡村「二〇一三」では、初期収益率の大きさと四分割したサブサンプル毎の長期パフォーマンス

ス(二五〇〜二二五〇営業日・約一年〜五年)を先述のTOPIXをベンチマークに用いたBHARとして計測している。ブックビルディング方式導入後のIPO銘柄(ジャスダック)をみると、初期収益率最大のサブサンプルは平均してマイナス二〇%から三〇%程度、TOPIXを下回っている。初期収益率が高い場合に長期パフォーマンスが低迷する傾向は、初値が効率的というよりは「過熱」して形成された可能性を示唆するものである。

オーバーアロットメントのようにIPO直後の株価形成をスムーズにする手法は評価すべきであろう。だが、投資家の合理性は限定的で、IPOにおける評価の分散が大きいと想定するなら、新規公開プロセスにおいて評価を収斂させる仕組みを検討することも必要と考える。

注記：本稿の議論の詳細については、岡村秀夫『日本の新規公開市場』、東洋経済新報社、二〇一三年一〇月を参照のこらる。

#### 注

- (1) 公開価格と初値の乖離が常態化している場合、新規公開予定の未公開株の配分を受けることができれば、利益獲得・実現の可能性が極めて高くなる。リクルート事件におけるリクルートコスモス株譲渡問題は、このような状況下で社会的に大きな関心を集め、その後の新規公開制度改正へとつながった。
- (2) Rock, K. [1986] "Why New Issues are Underpriced?" *Journal of Financial Economics* 15, pp. 187-212.
- (3) ただし、投資家毎のタイプの特定、新規公開株の申込状況・配分数などを把握することは難しいため、Rockが示した

仮説を検証する際には困難が伴う。本仮説の検証を試みた数多くの実証研究については、支持・不支持双方が相半ばする結果となっている。

- (4) Allen, F. and Faulhaber, G., [1989], "Signaling by Underpricing in the IPO market," *Journal of Financial Economics* 23, pp. 303-332.
- (5) Baron, D. and Holmström, B., [1980], "The Investment Banking Contract for New Issues Under Asymmetric Information. Delegation and the Incentive Problem," *Journal of Finance* 35, pp. 1115-1138.
- (6) Benveniste, L. M. and Spindt, P. A., [1989], "How Investment Bankers Determine the Offer Price and Allocation of New Issues," *Journal of Financial Economics* 24, pp. 343-361. 『情報顯示仮説』に関する多くの実証研究は、本仮説が支持されている。
- (7) Loughran, T. and Ritter, J., [2004], "Why Has IPO Underpricing Changed Over time," *Financial Management* 33(3), pp. 5-37.
- (8) Miller, E. M. [1977], "Risk, Uncertainty, and Divergence of Opinion," *Journal of Finance* 32, pp. 1151-1168.
- (9) Loughran, T. and Ritter, J., [2002], "Why don't Issuers Get Upset about Leaving Money on the Table in the IPOs?," *Review of Financial Studies* 15, pp. 413-443.
- (10) Ljungqvist, A., Nanda, V. and Singh, R., [2006], "Hot Markets, Investor Sentiment, and IPO Pricing," *Journal of Business* 79, pp. 1667-1702.

(おかもろ ひでお・関西学院大学教授)

# 証研レポート既刊目録

<b>No.1667 (2011.8)</b>	執筆者	<b>No.1674 (2012.10)</b>	執筆者
復興債発行の政治経済学	中島	日銀の「危機対策」と「最後の貸し手」機能	伊豆
再生可能エネルギーファンドの現状	松尾	ナイト・キャピタルのアルゴ暴走	吉川
証券市場のテクノロジーと規制に関するIOSCOの報告について	清水	一超高速コンピューター取引のリスク	
信用取引の議決権行使	福本	米国ボラティリティ商品市場の拡大とトラブル	志馬
		一クレディ・スイス発行のETNを巡る問題	
<b>No.1668 (2011.10)</b>		米国投資顧問業(RIA)の自主規制機関(SRO)をめぐる論議	坂下
日米証券界の収益状況比較	二上	<b>No.1675 (2012.12)</b>	
米国における「受託者責任(Fiduciary Duty)」の展開について	坂下	繰り返される国債日銀引受発行の議論	中島
一SECの調査報告書を中心に		地域再生ファンドの取組と課題	松尾
欧州中央銀行とELA(緊急流動性支援)	伊豆	統合取引追跡システムに関するSEC最終提案	清水
LESGによるTMX買収合意の撤回	吉川	アジア債券市場育成の取り組みと成長過程	西尾
わが国CDS市場の価格形成	志馬	イギリス金融規制改革のゆくえ	築田
一株式市場との比較を中心に			
<b>No.1669 (2011.12)</b>		<b>No.1676 (2013.2)</b>	
なぜ欧州の国債相場は急落し日米相場は安定しているか	中島	取引所再編成の背景と意義	二上
市場機能のパフォーマンス評価	二上	日本銀行法と「最後の貸し手」機能	伊豆
ドイツ版フラッシュ・クラッシュ	吉川	ICEによるNYSEユーロネクスト買収合意	吉川
一フラッシュ・クラッシュとは何か		独自性を発揮するNYSE Arca取引所	志馬
証券市場の新しいテクノロジーをどう考えるか	清水	一米国で拡大するETP市場の開拓者	
		SECのフォームF4に関連する問題	福本
<b>No.1670 (2012.2)</b>		<b>No.1677 (2013.4)</b>	
ソーシャル・ビジネスと証券市場	松尾	アベノミクスは国債相場に如何なる影響を与えるか	中島
欧州中央銀行の危機対策	伊豆	社会的責任投資とその評価手法	松尾
ドイツ取引所とNYSEユーロネクストの合併撤回	吉川	欧州証券市場はどの程度分裂しているか	清水
レバレッジETFを巡る議論	志馬	中国の合会と日本の無尽の銀行化	西尾
一デリバティブを組みこんだETFの紹介とSECの動き		一中国の中小企業金融への示唆として	
		韓国のカバードボンド法制案と住宅金融市場	築田
<b>No.1671 (2012.4)</b>		米国における受託者責任(Fiduciary Duty)のRRへの適用と証券業界の見解	坂下
国債取引の決済期間の短縮化とレボ市場の整備	中島	<b>No.1678 (2013.6)</b>	
一二つのワーキング・グループの最終報告書と工程表		リテール・ビジネスのバリュー・チェーンとアンバンドリング	二上
外務員資格試験制度の改革と課題について	坂下	金融危機と日本銀行	伊豆
米国のダブル・ボトムライン投資ファンド	松尾	一特融・預金保険機構向け貸付・出資	
高頻度取引をめぐる規制動向	清水	ツイッター・クラッシュ	吉川
株式マーケット・ニュートラル戦略のリスク・リターン比較	坂本	一ハッカーの誤情報による米国株価急変動	
		米国株式オプション市場の拡大とその背景	志馬
<b>No.1672 (2012.6)</b>		<b>No.1679 (2013.8)</b>	
投資勧誘規制の在り方をめぐる論点	二上	長期金利の変動はなぜ生じたか	中島
ユーロ危機とECB	伊豆	ソーシャルインパクト債と社会貢献型投資	松尾
ダーク・プールの陥落	吉川	アメリカのティックサイズ拡大議論	清水
一SECによるパイプライン処分		アベノミクスと機関投資家行動	志馬
香港取引所のグローバルIPO市場	志馬	投資家保有構造から考える日本国債の安定性	西尾
新たな注目を集めるカバード・ボンドの特徴と市場急拡大の背景	築田	イギリスの個人貯蓄口座(ISA)の現状と展開	築田
<b>No.1673 (2012.8)</b>		<b>No.1680 (2013.10)</b>	
FM(金融市場インフラ)の強化によるアジア債券市場の活性化	宿輪	世界の「上場」取引所の収益動向	二上
一資金決済(PVP)と証券決済(DVP)のリンクが大事		東日本大震災復興におけるファンドの取組	松尾
日本の国債相場を支えているものは何か	中島	ペイアウトとペイルイン	伊豆
アメリカのダークプール規制のその後	西尾	BATSとダイレクトエッジの合併合意	吉川
インドの金融システムの構造は変化したのか?	西尾	一米国株式市場の再編	
日本の地方債制度とその格付け	江夏	五月二三日の株式市場クラッシュと先物市場	志馬
一地方債市場の持続可能性に焦点を当てて		クラウドファンディングによる岡山県・西栗倉村の地域活性化の取組み	坂下

# 公益財団法人 日本証券経済研究所

## ホームページのご案内

<http://www.jsri.or.jp/>

(YAHOO、Googleなどの検索サイトで、「証券経済研究所」、「jsri」ですぐ検索できます。)

### I. 研究所の紹介等

**J S R Iについて** 当研究所の概要や事業活動を紹介しています。

**出版物案内** 『証券レビュー』『証研レポート』『金融商品取引法研究会研究記録』の全文、『証券経済研究』の各論文要旨を掲載しています。また、定期刊行物のバックナンバー一覧、単行本の内容紹介と目次もご覧いただけます。

**証券図書館** 証券図書館の概要や利用の手引きを紹介しています。

**講演会録** 「資本市場を考える会」「証券セミナー」の講演会録（全文）をお読みいただけます。

**研究会** 当研究所が主催する研究会の概要と活動状況を紹介しています。また、金融商品取引法研究会研究記録（全文）をご覧いただけます。

**株式投資収益率** 株式投資収益率（東証第一部、第二部）の年別・月別のデータ（概要）や産業別・銘柄によるランキングを掲載しています。

**トピックス** 海外の論文の翻訳・紹介や証券経済関係の小論文を掲載しています。

### II. データベース検索

**研究所出版物** 出版物案内に掲載している出版物を書名・論文名または著者名等により検索できます。

**証券図書館の蔵書** 証券図書館（東京）所蔵の蔵書を書名、著者名等により検索できます。また、新規受け入れ図書を紹介する新着資料案内もあります。

**証券関係の論文・記事** 証券図書館（東京）が受け入れている国内雑誌に掲載された証券関係の論文・記事を論文名、著者名及びキーワードにより検索できます。

**証券年表** 新聞、雑誌等の記事を「証券」「金融」「一般」に3分類し、月単位で更新しています。日付ごとに記事を一覧することができるとともに、探したい用語を含む記事の検索もできます。

# 証券図書館

証券・金融・経済関係の資料をご覧になりたい方はどなたでも、ご利用いただけます。

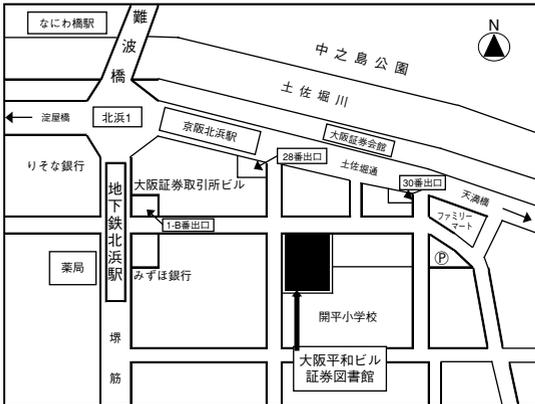
**所在地** 大阪市中央区北浜1-5-5 大阪平和ビル地下1階  
TEL (06) 6201-0062

**開館時間** 午前9:30 ~ 午後5:30  
土曜、日曜、祝日、年末、年始および館内整理の日は休館します。

**図書** 証券(経済、制度、取引法)関係の専門書をはじめ、金融、財政、経済、経営、会計関係の図書および、年報、年鑑、上場会社の社史等を集めております。

**雑誌** 取引所、協会、証券会社、銀行、官庁、大学等の刊行物、一般雑誌、産業関係資料ほか、海外の新聞、雑誌等を集めております。

(みなさんのご利用をお待ちしております。)



**道順**  
地下鉄堺筋線・京阪本線  
北浜駅1-B番出口又は  
28番出口より徒歩2分

日本証券経済研究所のホームページ (<http://www.jsri.or.jp>) から図書の検索ができます。ご利用ください。

証研レポート第一六八一号  
二〇一三年十二月九日発行  
(偶数月第二月曜日発行)

2013年12月号

発行所

公益財団法人 **日本証券経済研究所**  
大阪研究所

〒541-0041 大阪市中央区北浜 1-5-5 大阪平和ビル  
電話 (06) 6201 0061 (代表) Fax (06) 6204 1048  
<http://www.jsri.or.jp>

定価(本体381円+税)