

証 研

レポート



No.1559

1998年6月

手数料自由化を控えた証券界

二上季代司 (1)

日本における普通社債消化と生命保険会社

松尾 順介 (11)

ユーロとドル

—南欧諸国はなぜ参加できたのか—

伊豆 久 (30)

新たなA T S 規制の意味するもの

清水 葉子 (39)

ブックビルディング方式によるIPO

岡村 秀夫 (47)

財団法人 日本証券経済研究所

手数料自由化を控えた証券界

一上季代司

委託手数料の完全自由化（九九年未までに予定）を控えて、これを先取りした動きがみられる。昨年、店頭株の売買手数料が自由交渉制であると確認されてから、店頭株の手数料率を半減する業者が拡大、同様の動きは今春、上場株券の委託手数料が五千万円超について自由化されたときにも見られ、業者の価格（手数料）戦略はダンピング的なディスカウント競争の様相を帯びた。この経験から、手数料が完全自由化に移行すると、全面的なディスカウント競争となつて深刻な経営問題になるのではないかと危惧する声もある。

アメリカでは手数料自由化以後、ディスカウント競争に走る業者（ディスカウントブローカー）が一方、さまざまな金融商品の開発や顧客サービスの提供によって手数料収入の減収をくい止めようと努力するフルサービス業者の活躍も健在である。手数料自由化はそれ自体としては、手数料の料率や徴収方法について顧客との交渉制に移ることであり、業者の側から見れば価格（手数料設定）戦略の選択、裁量の幅が広がると言うことでもある。したがって、料率を下げるなど同様にサービスの付加価値を高めて手数料を上げることや、異なったやり方で手数料を徴収することも選択肢の一つである。アメリカでは、事実その様になつてゐるが、わが国の場合、いまのところダンピング的な引き下げ戦略以外の選択肢がでてこないよう見える。以下では、この間に見られたわが国証券界の価格（手数料設定）戦略の特徴とその意味についてまとめてみた。

1 諸手数料の部分的・段階的自由化の進捗

委託手数料の完全自由化は一九九九年未までに行われることになつてゐるが、現在までに諸手数料の部分的・段階的自由化が進行しており、業者の価格戦略の前提条件はすでに大きく変化している。年代順にみると以下の通りである。すなわち、

- ①上場株の委託売買手数料率は、一〇億円超（九四年四月から）、五千万円超（九八年四月から）について自由化されている。
- ②保護預かり口座管理手数料の額は、これまでの日本証券業協会の公正慣習規則では上限規制であり、無料でもよいことが確認された（九六年三月）。これを受け、九七年四月には公正慣習規則から口座管理料の規定条文（年間三千円以内）が削除された。
- ③店頭取引の売買手数料率は、これまでの協会公正慣習規則の条文（「証券取引所の定める委託手数料に準じた額以内の手数料を徴収する」）では上限規制であり、その上限範囲内では自由であることが確認された（九七年一月）。これを受け、九七年四月には前述した店頭取引の売買手数料の規定条文が削除された。
- ④投資信託の販売手数料について、投資信託協会が手数料の割引を禁止する規定を業務規定から削除した（九八年二月）。

2 業者の価格戦略

以上のような諸手数料の制度改革に対してわが国の証券各社が取つた価格戦略は、ディスカウントであった。すなわち、口座管理料の無料化、店頭株の売買手数料率一律五〇%引き下げ、上場株の委託手数料を五千万円超

につきゼロにする等の動きが目立つた。しかも、こうしたディスカウントの価格戦略を採る業者は一社や二社ではなく、これに他社が追随する動きが拡大していくのである。

ここで問題となるのは、このような日本における横並び的なディスカウント波及の理由は何か、その日本の特徴はなにか、ということであろう。

第一に、わが国の特徴として顧客の側に「情報サービスはタダ」という観念が強く、アドバイスやコンサルタント提供の見返りとして手数料を支払うという慣習がないという指摘がある。この指摘は業者の側に強い。このため固定制というタガがはずれると、その瞬間から手数料は顧客側の圧力に押されて引き下げられるというわけである。現在の状況はまさにこれを具現したものと受けとめられている。しかし、こうした考えは説得的ではないのではないか。調査やアドバイス、コンサルタントなどコストをかけたサービスを提供しているのに顧客側がその支払いを拒否すれば、その様なコスト割れの注文を業者は受けなければよいのである。もちろん、一時的な戦略としてダンピング的な競争はあり得ようが、長続きしないだろう。結局、価格（手数料）水準はブローカーサービスに対する需要と供給によって決まるにしかいよいうがない。

このことは第二に、証券会社、投資家双方の側でコスト意識が希薄であるということを意味する。株式の大口取引では五千万円超の部分につきゼロにした業者が多いが、これは業者側では各部門別・顧客別の管理会計的発想が希薄であること、投資家サイドでは調査や執行能力の善し悪しに対する評価が明確ではないことを意味する。特に大口取引では、投資家にとっての執行コストは、手数料だけではなく、取引を決断してから実際に発注するまでに価格が動いてしまう時間コストや証券会社に発注してから執行されるまでに価格が動くマーケットインパクト、取引が成立しなかつた場合のコストがかかっている。証券会社の執行スキル如何では、マーケットインパ

クトや取引不成立コストは縮小できる可能性がある。もしこのコストが縮小できるのなら割高の手数料を支払ってもペイするはずである。ところが、こうしたコストを日本の機関投資家側が明確に意識していないことが、「五千万円超の部分につき手数料ゼロ」に反映しているのであろう。

第三に、自由化された取引がなお依然として証券各社にとって収益的に限界的な部分にとどまっていることが挙げられる。口座管理手数料や店頭株の売買手数料、五千万円超の株式委託手数料は、全体としての受入手数料のなかで大きな比重を占めていない。特に、中堅・中小証券の受入手数料は、大部分が上場株を対象とした小口の売買注文によるものであり、この部分はまだ固定手数料制によって収益が確保されているのである。したがって、中堅・中小証券の多くは、上記のようなディスカウントの戦略を採ったことにより蒙る減収のデメリットが大手証券に比べて相対的に小さい反面、ディスカウントによって取引顧客の拡大というメリットは大きいと判断したのである。同様に、外資系証券はもともと日本の顧客が少なく、手数料のダンピングで失うものは少ないと考える業者が多い。手数料割引が中小・中堅証券と外資系によって先導されたことには以上のようない理由がある。したがって、この限りにおいて、手数料の完全自由化のあかつきには同様なディスカウント戦略が同じような規模で波及する、とは直ちには結論づけられないだろう。

第四に、先鞭を受けた松井証券は社の営業方針として「営業員による外務活動を一切廃止、営業活動は新聞広告のみ」としており、アドバイスなしのディスカウントブローカーを明確に志向、それなりに一貫した経営戦略を掲げている。ところが、必ずしもディスカウンターを志向していない証券会社までがこれに無批判的に迎合している、というところに日本の特徴が見られる。すなわち、日本ではフルサービス業者とディスカウンターとの区別が希薄である。アメリカではフルサービス業者とディスカウンターは、手数料の水準だけではなく、概念的に

も区別される。それは端的に言えば外務員がいるかどうか、顧客に対するFace to Faceでのアドバイス、コンサルタントを提供するかどうかで区別されるのである。顧客も、そのアドバイス、コンサルタントを評価してディスクアンサーよりは高い手数料の支払いを納得するのである。そしてフルサービス業者は、顧客が満足できるようなアドバイス、コンサルタントのサービスが受けられるように外務員に対して様々なサポートを与える。ファイナンシャルプラン作成のためのパソコンソフトやキット、調査レポート、銘柄推奨リスト等の提供、隨時行われる外務員への商品やサービスに関する教育研修は、外務員が顧客へ質の高いサービスを提供できるようにするためのサポートであり、同時にまた優秀な外務員を引き留めるための手段でもある。

日本でフルサービス業者とディスカウンターとの区別が希薄だということは、ディスカウンターとは区別されたフルサービス業者特有の外務員による顧客へのアドバイス、コンサルタントサービスが大したものではない、ということにならないか。もしそうだとすると、手数料の完全自由化に至った場合に、これまでと同様の横並び式のディスカウントが、大規模な形で波及する可能性がある。一部を除きほとんどの業者がディスカウンターになる、という構図である。

これに関連して第五に、わが国の場合には米国のようなコミッションセールス（歩合外務員）の割合が極めて低く、ほとんどが社員外務員であるという事情をもちだす向きが証券界には多い。社員外務員の給与は、コミッションセールスのように手数料収入と直ちに連動するわけではないため、外務員に割引の権限を委ねると横並び式のダンピングを阻止できないという指摘である。もつとも、これに対しては人事政策・給与体系の工夫によって対応可能であり、事実、歩合給の割合を高めて、社員外務員を歩合外務員化する傾向が見られる。

以上のように見ると、手数料の完全自由化以後において全面的なディスカウント、ダンピング競争を避ける道は、対顧客面においてアメリカのフルサービス業者と同様に付加価値を高めたサービスを提供するほかないと結論になる。当然のことながら、価格戦略のあり方は営業戦略、対顧客営業のスタイルのあり方に関係しているわけである。とりわけ今後は、五千万円以下の小口取引の手数料が自由化されるわけで小口の個人営業の展望が問題となってくる。それでは、対個人営業はどうに展開されるべきか。

3 資産管理型の個人営業

そのひとつのは答えは資産管理型の個人営業への転換であった。ディスカウンターを指向する一部の業者が手数料完全自由化を前にインターネット取引でコスト低減に向かったのに対し、多くの業者は預かり資産重視の営業姿勢に転換していく。しかし、大手から中小まで資産管理型営業を指向している業者は多いが、それが内容的に、また収益的に定着したとはいえない状況である。

資産管理型営業とは、内容的には、従来のような個別銘柄、個別商品を推薦しそれによって当該銘柄や特定の投信の販売に結びつけるというやり方ではなく、顧客資産の全般的な相談、年齢や家族構成、保有資産の中身やら見ると、①このようなコンサルタント、資産配分の提案（モデルポートフォリオの作成）自体に対する手数料、②運用報告書を顧客に送付すると同時に運用状況を継続的にモニターし必要に応じて資産の再配分を提案することによる手数料、③資産配分の実行における販売手数料が考えられる。

アメリカでは①簡単なモデルポートフォリオの作成自体ですら一〇〇～一〇〇ドル程度の手数料を徴収したり、⁽¹⁾②顧客資産の運用状況の日々のモニター・管理については残高に応じた手数料を徴収するケースがある。こうし

た手数料を徴収しない場合には、③やや高めの委託売買手数料（株式の場合）や販売手数料（投信の場合）を徴収し、先ほどのコンサルタント料等をそこに含ませている場合が多い。具体的にどのような価格戦略を探るかは業者によつて異なるが、いずれにせよ資産配分のアドバイス・提案、資産状況のモニター・管理のサービスに対しては何らかの形で手数料を取つてゐるし、また徴収できなければ資産管理型営業は難しいのである。モデルポートフォリオの作成では、保険や不動産、銀行預金など証券の垣根を越えた商品も資産配分の対象にする必要があるが、これらの販売は証券会社では取り扱えず収入にはなり得ないからである。⁽²⁾

もつとも、アメリカでも投資信託の販売については価格戦略上やや異なつた位置づけがなされている。投信は複数の投資対象に分散投資されたポートフォリオであり、さまざまな運用スタイルの投信の組み合わせにより擬似的に顧客ニーズに沿つたモデルポートフォリオを作成できるからである。そこで投信の販売手数料は顧客資産の状況やニーズに適つた運用スタイルの投信を選別し売買を取り次ぐことに対する代価、ファンドマネージャーの徴収する運用手数料は投資対象の入れ替えの代価と理解されている。

他方、わが国の証券会社では、資産配分の提案それ自体や資産の継続的管理に対する手数料を徴収する体制ができるいない⁽⁴⁾。ラップ口座はこうしたやり方での手数料徴収を可能にするプログラムであるが、まだ始まつたばかりである。したがつて、日本における資産管理型営業は、それらの手数料がパッケージになつてゐる投信販売とイコールにならざるを得ない。実際、日本で資産管理型営業と言われてゐる中身は投信営業なのである。しかし、投信はこれまで販売証券サイドの手数料稼ぎという圧力に押されてユニット投信を頻繁に設定し、その度に乗り換えを勧めるという悪弊があつた。このことは投信販売が即、資産管理型営業ではなく、投信販売それ自体も旧来のやり方から変わらなくてはならないことを意味する。

すなわち、資産管理型の投信営業では、全方位的に顧客ニーズに応えられる多様な運用スタイルの投信を品揃えしたうえで、特定の投信を売り込むのではなく顧客の事情に即した運用スタイルの投信を選別すべきであり、顧客ニーズに変化ない限り長期保有を顧客に勧めるべきなのである。ところで、この点に関し反省すべき指摘がある。三年ごとに行つてゐる証券広報センター「証券貯蓄に関する調査」（九七年五月）によると、投信保有の世帯数が低下（九四年度調べ一二・一%→八・八%）、投信保有のきっかけは五〇・八%が証券会社の勧めによるもので、投信保有には「はつきりした目的がない」（老後の備え、子どもの進学など明確な目的を持っていない）が五割超となつてゐる。これでは、証券会社の営業サイドで顧客の資産状況、ニーズ、目的に沿つた投信の選別が行われているとはいえないだろう。

また、昨年後半から毎月分配金支払い型やドル建て元本保証型を中心に外国投信が爆発的に売れた⁽⁵⁾が、これほど特定の商品に偏つて売れるといふことも販売サイドのプッシュがあつたことを印象づける。販売好調の原因は、外国投信のリターンが良かつたことと販売手数料が三%と高かつたからだとさへてゐる。ハイリターンであつたのは、円安という追い風もあるが、毎月分配金支払い型には発展途上国の低格付け債（ハイイールド債）が組み込まれてゐたり、ドル建て元本保証型は資産の八〇%以上を確定利付き商品に投じたり外銀の保証を付けることで元本を確保しながら残りを原油や貴金属、株式のデリバティブでリターンを追求するというタイプが多く、信用リスクや価格変動リスクが高いためである。これを単品で購入してもらつても顧客のリスク分散にはつながらず、この集中的販売は資産管理型営業のコンセプトにそつたものとはいいにくいのである。

また、これら外国投信は債券投信の形を取つてゐるが、国内の債券投信で三%もの販売手数料を取れる商品はなかつたし、しかも外国投信の場合は為替売買益が一ドルにつき一円、信託報酬が一%前後とれるのであり、こ

の高い収益性が証券会社が販売に注力するインセンティブになつたのは間違いない。

4 小括

手数料の完全自由化により価格（手数料）戦略は自由になる。ディスカウンターも戦略の一つである。ただ、全ての投資家がアドバイスを不要としているのではない。フルサービス業者の道もあるはずである。資産管理型営業はフルサービス業者にとって、手数料自由化以後の有力な営業手法である。多くの業者では提案機能を高めるために営業員にファイナンシャルプランナーの資格を取らせる努力をしているし、社内研修においても従来のような株、債券、投信など個別商品の知識習得に重点をおくものから、顧客の保有財産、年収、運用動機の把握、こうした情報に基づく投資営業の方法習得に重点を置くものに切り替える業者もでている。

ただ、現状は過渡期であつて資産管理型営業が定着したとはいえない。顧客への資産運用・配分のアドバイス、コンサルタントや資産状況のモニターでは手数料が徴収できる体制が整えられておらず、販売手数料だけに依存せざるを得ない状況では、短期的には収益的に苦しい。と言つて、営業員に販売目標を与えて販売手数料を上げようとすれば、従来のノルマ営業に逆戻りであつて資産管理型営業とはいえなくなる。資産管理型営業で投信を販売するためには、運用スタイル別に投信を分類し各スタイル別にリスクとリターンを評価する必要があるが、わが国では投信の評価機関の活動もまた始まつたばかりであり、⁽⁶⁾このことがまた証券会社のプッシュによる投信販売を許している面もあるう。

証券界としては、顧客への提案機能と同時に信頼を高めて、預かり資産を増やし、徴収すべき手数料は頂いて安定的な収益体制を作るしかない。

（1） サービス内容が高度になるに従い、弁護士の報酬と同じように「一時間いくら」という時間あたりの手数料とする場合もある。

（2） もつとも、だからこそアメリカの証券会社では保険や不動産も取り扱えるよう金融コングロマリット化が進むのだともいえる。

（3） アメリカでは投資信託においても販売手数料の徴収形態に変化が起つてゐる。商品や販売方法によつて異なるが、投資信託の販売手数料は①フロントエンド、②一二bーー、③バックエンドの三種類に多様化している。フロントエンドはごく普通の手数料であり、前取り式に一〇〇〇ドル当たり四〇ドル前後を徴収するものであり、外取りにせよ内取りにせよ、フロントエンドの販売手数料といわれている。バックエンドとは、前取りではなく解約時に差し引くものであり、投信を長く持つてくれると、顧客の販売手数料の負担が軽くなる。バックエンドの手数料は解約手数料と訳されている。一二bーーとは、ミューチュアル・ファンドの広告費用やマーケティング費用をカバーするために、運用会社が顧客に直接販売する際に資産残高から相当分を徴収することが認められているものである。

（4） むしろ、口座管理手数料を無料にするなど、これと逆行する動きがみられる。

（5） 一九八三年末で外国投信純資産二兆一五八〇億円、この一年間で三・七倍に増えており、その七割以上を毎月分配金支払い型、ドル建て元本保証型で占めていると言われている。

（6） 投信の評価には、少なくとも三年間のデータが必要とされる。したがつて、全ての投信の評価付けには三年待たなければならない。

日本における普通社債消化と生命保険会社

松尾 順介

はじめに

近年国内公募普通社債発行が引き続き増加しており、一九九七年度は五五七銘柄八兆七九九五億円に達している。このような発行市場の拡大を支えている受け皿のひとつは、生命保険の社債投資であり、機関投資家の社債投資が拡大しているわけであるが、日本の社債消化を歴史的に概観すれば、社債投資が機関投資家によって積極的になされたことはほとんどなく、これは近年の変化であるといえる。したがって、近年社債消化先として生保をはじめとする機関投資家の比率が拡大していることは、国内普通社債が純粹な投資に耐えうるものとなりはじめたことを意味するものであると思われる。

そこで、本稿では、国内公募普通社債の消化が歴史的にどのように変化してきたかを概観した上で、生命保険会社の社債投資の歴史的変化を跡付け、最近の生命保険会社の社債消化について考察する。

1 戦前の社債消化構造

日本で社債発行が開始されたのは、一八九〇年の本邦初の商法公布以降であるといわれており、その後逐次社債関連の法整備がなされ、一九一一年の商法改正によつて法的基礎は固められるが、この時期までの社債の消化については資料に乏しく、ほとんど明らかでない。⁽¹⁾したがつて、社債消化に関する統計が利用可能となるのは一

九二二年以降（大正期以降）であるが（表1参照）、それによると、第二次大戦後の一九二〇年の反動恐慌による株式市場の低迷が契機となつて、個人層が社債投資を拡大し、「債券の民衆化」が進展したといわれている。この背景として、金融逼迫による債券利回りの上昇、工業化の進展に伴い電灯・電力および鉄道など知名度の高い銘柄が起債の中心となつたこと、引受機構が整備され公社債業者が進出してきたこと、などが指摘される。⁽²⁾しかし、一九二七年の金融恐慌以降は、金利が低下したため、個人の直接投資は減少し、その反面債券引受を行う大手の銀行および信託会社を中心とした金融機関の保有が拡大している。そして、この傾向は、公社債市場の活況期である一九三三～一九三五年において、信託会社と保険会社の保有が拡大し、いつそう顕著になつてゐる。したがつて、戦前期においては債券の引受者が同時に最大の保有者であつたとされている。⁽³⁾

そして、一九三七年の日中戦争突入を契機に、戦時統制期にはいるが、社債市場については一九三八年から発行調整が始まり、起債計画化が進展すると同時に、消化の計画化も推し進められた。とくに一九四〇年一〇月からは消化三分主義によつて、官庁その他特殊筋、シ団親引けおよび公募によつて消化されることとなつたが、実際には公募は低調であり、預金部資金をはじめ簡易保険、鉄道等共済組合などの政府資金の比率が高く、この時期の社債消化は政府資金の動員によつて支えられていた。⁽⁴⁾

(1) 小林和子「消化・流通・保有の構造」（志村嘉一編著「日本公社債市場史」、一九八〇年、東京大学出版会、第一章第五節、所収）、三五ページ、参照。

(2) 小林和子「消化・流通・保有の構造」（志村嘉一編著「日本公社債市場史」、一九八〇年、東京大学出版会、第二章第五節、所収）、七六ページ、参照。

(3) 前掲、小林和子、七八～九ページ、参照。

表1 敷前の金融機関別社債(含金融債)保有状況

(単位:千円、%)

	私立・普通銀行	貯蓄銀行	特別銀行	橋丘正金銀行	日本勧業銀行	農工銀行	商工銀行	百済銀行	北海道拓殖銀行	日本興業銀行	關西銀行	朝鮮銀行
1888	5,341	740	55	65	65	55	55	55	55	55	55	55
1899	8,121	65	1,174	1,453	1,453	1,453	1,453	1,453	1,453	1,453	1,453	1,453
1900	8,751	69	1,453	1,481	1,481	1,481	1,481	1,481	1,481	1,481	1,481	1,481
1901	8,551	64	1,453	1,481	1,481	1,481	1,481	1,481	1,481	1,481	1,481	1,481
1902	8,653	133	2,127	2,127	2,127	2,127	2,127	2,127	2,127	2,127	2,127	2,127
1903	14,496	3,602	3,602	3,602	3,602	3,602	3,602	3,602	3,602	3,602	3,602	3,602
1904	15,473	3,659	3,659	3,659	3,659	3,659	3,659	3,659	3,659	3,659	3,659	3,659
1905	15,167	3,600	3,600	3,600	3,600	3,600	3,600	3,600	3,600	3,600	3,600	3,600
1906	13,677	6,127	6,127	6,127	6,127	6,127	6,127	6,127	6,127	6,127	6,127	6,127
1907	11,954	7,658	5,142	5,142	5,142	5,142	5,142	5,142	5,142	5,142	5,142	5,142
1908	9,913	6,113	5,411	5,411	5,411	5,411	5,411	5,411	5,411	5,411	5,411	5,411
1909	10,271	8,279	6,023	6,023	6,023	6,023	6,023	6,023	6,023	6,023	6,023	6,023
1910	23,312	13,948	8,750	8,750	8,750	8,750	8,750	8,750	8,750	8,750	8,750	8,750
1911	31,796	15,924	9,652	9,652	9,652	9,652	9,652	9,652	9,652	9,652	9,652	9,652
1912	52,202	7,116	12,527	12,527	12,527	12,527	12,527	12,527	12,527	12,527	12,527	12,527
1913	3,963	18,233	3,33	3,33	3,33	3,33	3,33	3,33	3,33	3,33	3,33	3,33
1914	19,134	9,555	1,613	1,613	1,613	1,613	1,613	1,613	1,613	1,613	1,613	1,613
1915	5,678	5,176	3,220	3,220	3,220	3,220	3,220	3,220	3,220	3,220	3,220	3,220
1916	5,725	8,05	3,422	3,422	3,422	3,422	3,422	3,422	3,422	3,422	3,422	3,422
1917	19,177	3,651	1,614	1,614	1,614	1,614	1,614	1,614	1,614	1,614	1,614	1,614
1918	11,956	11,556	8,023	8,023	8,023	8,023	8,023	8,023	8,023	8,023	8,023	8,023
1919	13,753	6,023	5,214	5,214	5,214	5,214	5,214	5,214	5,214	5,214	5,214	5,214
1920	18,139	12,95	7,622	7,622	7,622	7,622	7,622	7,622	7,622	7,622	7,622	7,622
1921	30,918	9,044	5,176	5,176	5,176	5,176	5,176	5,176	5,176	5,176	5,176	5,176
1922	30,088	18,235	9,201	9,201	9,201	9,201	9,201	9,201	9,201	9,201	9,201	9,201
1923	30,513	22,80	16,59	16,59	16,59	16,59	16,59	16,59	16,59	16,59	16,59	16,59
1924	42,330	15,55	8,023	8,023	8,023	8,023	8,023	8,023	8,023	8,023	8,023	8,023
1925	56,917	16,95	12,516	12,516	12,516	12,516	12,516	12,516	12,516	12,516	12,516	12,516
1926	57,390	17,25	6,114	6,114	6,114	6,114	6,114	6,114	6,114	6,114	6,114	6,114
1927	72,231	19,25	22,608	22,608	22,608	22,608	22,608	22,608	22,608	22,608	22,608	22,608
1928	10,625	23,55	24,713	24,713	24,713	24,713	24,713	24,713	24,713	24,713	24,713	24,713
1929	15,125	6,476	3,220	3,220	3,220	3,220	3,220	3,220	3,220	3,220	3,220	3,220
1930	11,389	22,95	34,476	34,476	34,476	34,476	34,476	34,476	34,476	34,476	34,476	34,476
1931	14,098	22,05	31,983	31,983	31,983	31,983	31,983	31,983	31,983	31,983	31,983	31,983
1932	12,563	21,25	33,022	6,356	6,356	6,356	6,356	6,356	6,356	6,356	6,356	6,356
1933	10,671	6,256	12,457	12,457	12,457	12,457	12,457	12,457	12,457	12,457	12,457	12,457
1934	11,613	31,983	31,983	31,983	31,983	31,983	31,983	31,983	31,983	31,983	31,983	31,983
1935	14,816	6,256	12,457	12,457	12,457	12,457	12,457	12,457	12,457	12,457	12,457	12,457
1936	12,071	22,75	31,983	31,983	31,983	31,983	31,983	31,983	31,983	31,983	31,983	31,983
1937	12,524	17,15	10,518	10,518	10,518	10,518	10,518	10,518	10,518	10,518	10,518	10,518
1938	12,563	22,05	48,101	7,556	7,556	7,556	7,556	7,556	7,556	7,556	7,556	7,556
1939	16,654	8,256	12,457	12,457	12,457	12,457	12,457	12,457	12,457	12,457	12,457	12,457
1940	22,587	24,35	9,076	9,076	9,076	9,076	9,076	9,076	9,076	9,076	9,076	9,076
1941	3,650	6,256	10,361	10,361	10,361	10,361	10,361	10,361	10,361	10,361	10,361	10,361
1942	3,554	23,35	1,621	1,621	1,621	1,621	1,621	1,621	1,621	1,621	1,621	1,621
1943	1,621	8,376	1,621	1,621	1,621	1,621	1,621	1,621	1,621	1,621	1,621	1,621
1944	5,251	19,18	6,356	6,356	6,356	6,356	6,356	6,356	6,356	6,356	6,356	6,356
1945	5,617,000	11,75	1,621	1,621	1,621	1,621	1,621	1,621	1,621	1,621	1,621	1,621
(出所)	志村喜一編著『日本公社債市場史』、東京大学出版会、1980年、29~136											

(表1 続き)

(単位:千円、%)

	信託社 (信託社)	無尽会社	商工組合中央金庫 (信託会)	生じ保険 組合	保険 組合	預金部	簡易保険組合年金	金融機関以外 (参考)	相場推移
1888									
1899									
1900									
1901									
1902									
1903									
1904									
1905									
1906									
1907									
1908									
1909									
1910									
1911									
1912									
1913									
1914									
1915									
1916									
1917									
1918									
1919									
1920									
1921									
1922									
1923									
1924									
1925									
1926	36,256	10%	1,621	1,621	1,621	1,621	1,621	1,621	1,621
1927	11,064	25%	1,621	1,621	1,621	1,621	1,621	1,621	1,621
1928									
1929									
1930									
1931									
1932									
1933									
1934									
1935	44,295	8,4%	6,81	0%	4,95	4,95	4,95	4,95	4,95
1936	46,104	6,5%	20,070	0%	10%	10%	10%	10%	10%
1937	49,762	7,1%	16,99	0%	9,54	9,54	9,54	9,54	9,54
1938	45,135	7,0%	2,890	0%	6,24	6,24	6,24	6,24	6,24
1939	45,284	6,5%	4,814	0%	3,421	3,421	3,421	3,421	3,421
1940	49,513	5,2%	10,221	0%	1,736	1,736	1,736	1,736	1,736
1941	63,729	5,2%	6,076	0%	5,06	5,06	5,06	5,06	5,06
1942	9,124	5,2%	9,124	0%	6,06	6,06	6,06	6,06	6,06
1943	9,253	4,5%	10,221	0%	1,736	1,736	1,736	1,736	1,736
1944	1,075,012	4,0%	3,700	0%	1,736	1,736	1,736	1,736	1,736
1945	691,524	2,1%	3,182,110	0%	9,73%	9,73%	9,73%	9,73%	9,73%

(14)

(13)

2 戦後の社債消化構造

1 戦後復興から高度成長末期まで (金融機関中心の消化構造)

戦後再開された社債の発行市場は、日銀適格担保事前審査制度と公開市場政策（復興金融公庫債のオペレーション）による日銀信用の供給をその背景としていた。すなわち、日銀適格担保事前審査制度とは、銀行が買い入れた社債を担保とする日銀貸出の条件を、国債担保貸出並みに優遇する制度で、対象銘柄は日銀が事前に審査するというものであり、また復金オペとは、新発の社債ないし興業債券に対する投資資金を供給するために、銀行保有の復金債を日銀が買い上げる政策であるが、これによつて社債消化は自ずから金融機関消化が中心となり、都長銀および地銀の消化比率は少なくとも七五%以上、時には九〇%近くを占めることとなつた。この戦後復興期においては、起債そのものが金融機関の資金力に依存していくため融資の変形という性格をもつていたが、その消化は日銀の信用供給に大きく依存していた（表2参照）。

さらに、高度成長期では、日銀の直接的な起債調整は廃止され、民間の自ら調整に委ねられることとなつたが、低金利政策によつて発行条件は低位に固定化されていたため、新発債利回りは全国銀行の貸出利回りを常に下回り、とくに中小金融機関や農林系金融機関にとつてはほとんど採算のあわないものであつた。したがつて、その消化は都銀および地銀が中心であり、その消化はこれら銀行の資金状況に左右されていた。また、個人消化は、個人の側に預貯金の選好が強かつたこと、発行会社もコスト面から本券印刷を要する個人消化を望まなかつたこと、さらに証券会社も小口多数の個人販売体制を整えられていなかつたことなどの理由から微々たるものにすぎ

表2 戦後復興期の事業債消化状況
(単位: %, 百万円)

年 度	都・長銀	地銀	その他の 金融機関	農 中 農協組	個人	其他	資 金 運 用 部	合計 (発行額)
1949年	44.7	45.1	3.3	5.7	0.8	0.4	—	100 (28,145)
1950	36.6	39.0	6.0	16.6	0.9	0.9	—	100 (45,274)
1951	37.9	37.6	8.8	12.8	0.3	1.5	1.1	100 (36,958)
1952	37.0	41.9	8.1	9.3	2.0	0.7	1.0	100 (50,755)
1953	34.7	40.7	9.2	13.3	1.4	—	0.7	100 (42,016)
1954	36.6	41.0	10.3	7.6	2.4	—	2.1	100 (44,520)

(資料) 興銀「第54回全國公債社債明細表」。

なかつた。そこで、一九五五年の金融緩和を契機に、大蔵省を中心にして、業資金拡充という観点から起債促進策が打ち出され、個人消化が推進された。また、証券会社も起債に対する発言力強化を図るねらいもあって、個人消化を促進し、個人投資家に対しては取得価格で買い取る約束を行い、さらに公社債投信を発足させ、銀行以外の消化拡大と自らの買い取り負担軽減を図った。⁽⁶⁾ その結果、個人消化が一〇%程度を占めるに至っている（表3A参照）。

加藤隼人「消化・保有・流通の状況」(志村嘉編著『日本公社債市場史』、一九八〇年、東京大学出版会、第5章第5節、所収)、二四八ページ、参照。

加藤隼人「消化・保有・流通の状況」（志村嘉一編著『日本公社債市場史』、一九八〇年、東京大学出版会、第5章第5節、所収）、一四八ページ、参照。

高度成長末期である一九七〇年代になると、全国銀行の消化は著しく減少し、一九七〇年以降は五〇%を下回り、他方で個人・その他の消化が拡大している。これは、一方では国債発行の開始によって、銀行の社債消化が削減を余儀なくされたためであるが、他方では個人金融資産および銀行外金融機関（系統金融機関・相銀・信金・農協・各種共済など）の資金力の増大による債券投資の積極化などを背景に、一九七〇年頃から起債市場の弾力化が進展したためである。この弾力化は、元々長期国債の低利発行によつて成立している金利体系を前提に

(2) 高度成長末期から低成長期（個人消化の拡大期）

高度成長末期である一九七〇年代になると、全国銀行の消化は著しく減少し、一九七〇年以降は五〇%を下回り、他方で個人・その他の消化が拡大している。これは、一方では国債発行の開始によって、銀行の社債消化が削減を余儀なくされたためであるが、他方では個人金融資産および銀行外金融機関（系統金融機関・相銀・信金・農協・各種共済など）の資金力の増大による債券投資の積極化などを背景に、一九七〇年頃から起債市場の弾力化が進展したためである。この弾力化は、元々長期国債の低利発行によつて成立している金利体系を前提に

表3A 普通社債消化構造

(単位：百万円、%)

年度	全行額	都市・長期銀銀行	地方銀行	信託銀行	保険	集中・團結組	商中・借用金庫	相互銀行(第二地銀)	個人	投資貸付	その他	
1957	102,600	54,429	34.7%	28,971	20.5%	1,319	1.3%	6,782	7.5%	3,333	3.7%	
1958	72,440	37,923	49.5%	22,820	23.5%	1,317	1.7%	4,822	2.5%	1,753	1.7%	
1959	101,550	45,620	37.5%	41,142	34.1%	1,455	1.2%	5,753	0.5%	10,821	8.5%	
1960	67,526	31.2%	51,723	28.6%	3,385	1.9%	3,138	1.7%	16,738	9.5%	4,220	3.5%
1961	107,500	76,522	20.1%	56,861	14.9%	4,531	1.1%	2,969	0.8%	14,022	2.5%	
1962	121,920	67,320	33.9%	32,446	17.3%	3,023	1.6%	9,811	0.5%	5,620	3.1%	
1963	269,130	15,683	59.2%	44,281	26.1%	4,539	2.7%	1,142	0.7%	7,238	4.7%	
1964	272,930	126,400	50.8%	59,221	21.8%	10,153	4.1%	1,776	0.7%	9,922	3.7%	
1965	301,720	19,958	33.3%	87,736	22.9%	16,216	4.1%	2,865	0.7%	6,541	2.6%	
1966	415,820	19,724	33.4%	90,799	21.5%	24,076	6.0%	7,621	1.8%	3,747	3.7%	
1967	49,820	175,833	32.0%	106,029	19.1%	35,932	6.5%	20,372	3.7%	3,458	5.2%	
1968	165,500	32,0%	100,715	20.5%	31,138	6.5%	15,856	3.2%	23,310	2.2%		
1969	45,120	16,250	32.9%	82,121	18.0%	3,079	6.4%	1,761	3.0%	10,477	14.0%	
1970	68,520	14,297	23.7%	56,655	15.9%	29,773	4.9%	14,933	2.5%	22,093	3.0%	
1971	15,535	15,535	100.0%	126,500	47.7%	16,985	2.0%	32,128	1.7%	24,060	4.6%	
1972	65,250	111,883	17.0%	71,573	10.5%	24,939	3.5%	1,476	1.8%	11,405	2.1%	
1973	55,000	14,549	16.9%	86,617	10.1%	12,653	1.5%	22,121	2.6%	4,174	4.5%	
1974	161,784	9,420	16.5%	93,420	9.5%	35,440	3.7%	24,930	2.2%	7,143	2.7%	
1975	1,564,200	21,035	16.4%	179,959	12.6%	7,127	4.7%	35,657	4.1%	10,743	4.7%	
1976	1,166,400	172,236	14.8%	70,057	6.2%	37,581	3.2%	15,186	1.3%	33,028	2.9%	
1977	1,240,900	127,999	13.9%	93,817	7.3%	32,925	2.3%	16,199	1.3%	31,249	2.3%	
1978	1,513,300	188,952	14.4%	101,972	7.7%	42,925	3.3%	19,715	1.4%	36,219	2.8%	
1979	1,281,100	155,767	12.8%	74,401	5.7%	31,251	2.4%	11,083	0.9%	32,076	2.5%	
1980	93,120	14,402	14.1%	62,652	6.3%	23,242	2.0%	23,066	2.3%	30,556	2.8%	
1981	1,250,000	18,128	14.5%	94,453	7.2%	39,535	3.1%	16,205	1.3%	37,520	3.0%	
1982	1,097,500	13,791	13.3%	81,207	8.0%	32,977	3.1%	12,035	1.3%	37,520	3.0%	
1983	92,000	9,634	14.1%	39,913	4.5%	19,156	2.8%	19,322	0.8%	62,557	4.5%	
1984	72,000	9,725	13.5%	26,815	4.0%	15,951	2.3%	16,199	1.3%	31,249	2.3%	
1985	13,575	14.4%	36,350	4.1%	26,140	2.7%	20,261	2.1%	33,950	3.6%		
1986	98,000	14,500	14.6%	52,653	5.3%	30,829	3.1%	19,705	1.3%	35,338	3.6%	
1987	91,500	9,721	13.8%	9,804	1.1%	9,804	1.1%	21,658	1.3%	55,923	4.4%	
1988	78,900	25,549	3.8%	3,063	0.5%	4,525	0.6%	5,755	0.5%	43,027	4.1%	
1989	72,000	13,906	1.9%	5,265	0.7%	740	0.7%	4,036	0.5%	10,250	1.0%	
1990	206,600	53,320	2.8%	27,613	1.8%	32,928	1.5%	8,183	0.5%	28,625	2.4%	
1991	242,600	19,205	0.5%	22,140	0.6%	24,659	1.2%	66,777	0.5%	14,441	2.0%	
1992	323,000	32,220	0.9%	32,650	1.0%	76,740	0.6%	24,016	0.4%	20,261	2.1%	
1993	2,979,000	21,150	0.7%	24,135	1.0%	13,820	0.5%	24,690	0.6%	29,913	2.0%	
1994	326,000	20,180	1.1%	18,715	3.6%	26,940	0.8%	18,742	0.5%	41,185	3.8%	
1995	57,191,154	100,220	1.8%	108,340	3.5%	19,810	0.5%	750,930	21.3%	36,020	1.1%	
1996	5,636,000	71,700	1.3%	62,320	3.6%	20,082	3.5%	11,155	1.2%	60,959	1.7%	
1997	8,729,500	157,310	1.5%	115,250	1.3%	44,150	5.1%	971,230	11.0%	57,200	0.7%	

(出所) 公社債引受協会「公社債年鑑」各号。

表3B 普通社債消化構造(その他を除く)

(単位：百万円、%)

年度	発行額	その他の証券額	都市・長期銀銀行	地方銀行	信託銀行	保険	集中・團結組	商中・借用金庫	相互銀行(第二地銀)	個人	投資貸付	
1957	915,000	223,819	57,231	202,736	9,994	3.5%	3,968	1.1%	21,168	7.5%	13,371	47.3%
1958	745,000	303,494	13,922	133.3%	3,063	2.1%	5,740	3.9%	43,579	28.3%	2,761	0.4%
1959	266,000	14,521	14,521	5,265	5.1%	740	0.7%	17,220	12.5%	15,388	11.2%	
1960	2,925,700	1,521,017	33,230	2.2%	30,950	2.6%	24,006	16.0%	33,776	1.2%	11,634	12.5%
1961	2,979,000	1,701,173	21,930	1.7%	29,135	2.3%	26,940	19.5%	33,230	0.3%	25,037	6.6%
1962	3,265,000	3,083,015	100,220	3.3%	108,340	3.5%	19,810	5.8%	750,930	21.3%	971,230	11.0%
1963	5,719,154	2,355,779	71,700	2.8%	62,250	3.6%	20,082	8.0%	67,793	23.7%	60,850	1.1%
1964	8,729,403	137,310	115,250	2.4%	115,250	9.3%	44,150	31.2%	1,261,100	14.3%	971,230	11.0%

(資料) 公社債引受協会「公社債年鑑」各号。

しかもこれらは既に限界のあるものであり、石油危機に張りを発した金融市場から起債調整が復活したりといひて中断されたが、個人の消化比率は一九七一年に五〇%を超えて、七〇年代の個人消化比率は年平均五・五%であります。以降八〇年代半ばまで高水準で推移してくる(表3A参照)。ところが、電力債と一般債における個人消化比率が圧倒的に高い(表4A、表5A参照)。これは、電力債の知名度と安全性が高く、ロットの大あれゆえに流動性も高かったから、個人投資家に選好され、また電力会社・証券会社も個人消化に注力したことがあつた大きな要因といつていい。その反面、一般債の消化は以前に比べると低下してくるものの、都長銀・地銀の比率が高く、七〇年代の年平均消化比率は三八・七%であった。この理由は、都長銀にとっては、大口消化先であると同時に受託銀行を兼ねる」といって、受託手数料が取得できたりといひて預金赤字もありによって実質利回りの上昇が期待された、これが指摘されている。

(17)

表4A 一般債消化構造

(単位：百万円、%)

年度	発行額	都市・長距離用銀行		地方銀行		信託銀行		保 険		集中・農業組		集中・信用金庫		相互銀行/第二種貸		銀 人		投資組		その他の		
		都市	長距離	地方	銀行	信託	銀行	保 険	会社	組合	集中	農業組	集中	信用金庫	相互銀行	第二種貸	銀 人	人	組合	その他の		
1956	56,901	19,319	31,075	19,319	31,075	1036	1,635	3,981	7,055	3,938	6,959	1,771	3,175	1,011	1,535	5,621	9,935	—	840	1,535		
1957	37,800	15,934	41,356	30,355	31,044	1,184	3,176	1,740	4,635	6,635	1,765	1,059	2,535	1,266	3,355	—	595	1,635				
1958	63,150	19,104	30,611	44,373	31,345	518	6,036	8,182	12,076	2,349	3,475	2,020	3,055	3,130	4,675	—	—	943	1,435			
1959	118,850	38,103	33,076	41,225	34,835	3,232	2,735	2,944	2,353	14,580	12,355	3,287	2,555	3,939	3,375	6,644	5,635	1,450	1,276			
1960	241,400	46,755	18,776	42,123	1,776	4,213	1,756	2,984	2,955	15,567	15,567	2,055	2,055	11,118	4,635	10,932	42,725	4,068	1,755			
1961	160,700	3,832	200%	205,12	21,570	2,676	0,05%	5,694	5,694	1,535	3,112	2,055	1,122	1,122	1,122	1,122	1,122	1,122	1,122	1,122		
1962	93,240	30,014	40%	32,552	34,9%	4,255	4,656	1,120	1,23%	6,374	6,374	3,099	3,355	4,119	4,119	4,119	4,119	4,119	4,119	4,119		
1963	165,320	55,956	32,3%	34,376	34,376	6,384	4,436	1,476	1,35%	5,956	5,956	5,075	3,355	5,281	3,355	1,701	8,05%	36	0,05%			
1964	132,250	51,530	37,4%	43,538	31,6%	8,530	6,526	1,763	1,37%	8,090	5,956	5,745	3,075	13,323	9,705	1,176	1,050	1,176	1,050	1,050		
1965	243,570	74,159	30,4%	71,421	29,3%	13,955	5,535	2,781	1,13%	27,582	11,355	16,034	6,655	7,281	3,075	25,544	10,735	1,629	0,735			
1966	166,700	24,950	23,5%	70,694	23,3%	19,081	7,676	6,887	12,076	13,547	5,545	2,555	2,555	2,599	10,435	10,435	636	0,375	2,891	1,235		
1967	333,450	10,383	26,4%	35,782	24,3%	28,257	8,075	18,271	5,276	31,783	9,075	13,459	3,875	8,778	2,555	4,905	13,075	15,104	4,33%	8,189	1,155	
1968	302,310	87,819	20%	81,357	26,6%	23,780	7,95%	13,825	4,63%	25,659	8,55%	10,899	3,055	6,010	2,35%	41,139	13,75%	6,651	2,25%	5,197	1,735	
1969	277,210	88,597	30%	69,036	24,0%	23,623	8,2%	12,979	4,45%	18,212	6,375	12,690	4,26%	4,619	1,535	48,628	16,375	4,323	1,15%	7,671	2,775	
1970	330,650	84,739	25,7%	77,595	23,6%	22,883	12,520	14,733	3,2%	20,414	6,25%	5,332	16,5%	16,955	21,315	3,189	1,15%	5,120	16,65%	1,720	0,45%	
1971	466,530	97,294	20%	102,188	21,9%	30,631	6,65%	14,733	3,2%	20,211	6,2%	47,932	10,35%	10,914	2,35%	12,097	26,5%	1,720	0,45%	8,801	1,935	
1972	277,210	52,281	22,7%	49,725	21,5%	16,629	7,2%	6,983	3,05%	10,792	4,75%	15,228	6,65%	4,794	2,15%	6,310	29,6%	1,368	0,65%	4,574	2,075	
1973	280,000	65,777	22,8%	58,429	23,5%	35,461	8,1%	10,783	3,55%	18,386	6,375	22,715	7,65%	5,943	2,05%	17,922	26,25%	1,194	0,45%	4,745	2,035	
1974	332,700	71,956	21,6%	61,101	18,4%	24,369	7,3%	10,975	3,3%	18,854	5,75%	32,953	9,95%	6,911	2,05%	9,215	27,75%	—	—	13,865	4,135	
1975	300,900	174,900	19,3%	154,094	16,1%	61,223	6,5%	32,986	3,35%	58,191	9,75%	46,957	9,635	38,457	14,780	1,05%	29,268	32,4%	468	0,15%	28,901	3,235
1976	324,400	70,126	21,7%	38,700	12,0%	23,235	7,2%	10,924	3,4%	20,119	9,3%	30,956	12,785	4,594	1,45%	34,394	22,545	20	—	22,422	6,235	
1977	428,800	7,612	17,7%	60,479	14,4%	25,583	6,2%	12,159	2,9%	29,257	7,0%	30,076	7,1%	5,978	1,47%	16,2575	38,6%	—	—	20,501	4,535	
1978	435,900	83,449	18,1%	61,751	15,4%	28,151	6,4%	15,637	3,55%	35,523	8,15%	34,611	7,95%	6,531	1,55%	12,434	28,5%	800	0,25%	40,585	14,935	
1979	224,000	30,911	17,4%	30,927	13,8%	12,821	5,25%	21,521	2,11%	15,792	7,05%	34,221	7,05%	3,400	1,55%	5,763	25,3%	400	0,25%	32,360	14,935	
1980	205,500	43,160	21,0%	32,176	15,7%	16,130	7,8%	7,915	3,9%	22,695	11,0%	18,337	8,95%	3,081	1,55%	30,297	19,4%	—	—	22,246	10,835	
1981	333,000	67,593	20,0%	50,562	15,7%	22,588	7,0%	11,975	3,55%	34,088	10,18%	42,346	12,55%	4,439	1,45%	5,4207	16,0%	—	—	46,624	13,835	
1982	349,500	57,581	16,4%	56,469	16,1%	21,294	6,1%	9,001	2,6%	34,088	10,18%	42,346	9,95%	4,430	1,45%	14,808	23,375	29,551	8,535	—	—	
1983	347,000	30,883	21,0%	15,892	10,8%	10,638	7,2%	3,340	2,3%	14,471	9,5%	11,106	7,6%	1,449	1,05%	33,108	22,5%	26,112	17,835	—	—	
1984	301,000	22,121	21,9%	7,579	7,5%	6,880	6,7%	2,150	2,15%	10,025	11,549	11,455	6,65%	6,65	0,05%	19,522	19,935	—	—	20,315	20,285	
1985	55,500	26,260	5,7%	54,133	5,7%	7,576	9,75%	1,076	8,950	9,95%	8,050	3,100	0,05%	19,111	20,075	19,487	20,075	—	—	—	—	
1986	160,000	32,971	20,5%	11,895	12,542	7,53%	2,623	1,53%	5,032	3,18%	8,419	5,33%	1,169	0,13%	17,943	11,125	—	—	68,405	42,835		
1987	19,000	—	—	206	1,146	4,2%	30	0,15%	4,901	1,53%	3,255	12,15%	1,00	0,05%	1,983	7,035	18,059	66,995	—	—	—	—
1988	66,000	4,447	6,9%	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	
1989	6,000	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	
1990	36,000	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	
1991	351,700	840	0,2%	5,690	1,1%	5,515	1,0%	12,965	2,3%	23,788	4,3%	35,919	6,55%	8,80	0,25%	5,275	1,0%	—	—	—	—	
1992	145,000	1,980	1,0%	17,880	1,2%	19,700	1,4%	37,511	4,0%	11,575	7,75%	26,991	19,75%	2,298	0,13%	19,222	13,375	—	—	—	—	
1993	442,000	4,950	0,3%	14,453	1,0%	80,935	5,6%	83,604	5,6%	22,652	18,2%	20,703	15,45%	13,000	0,05%	18,434	8,3%	—	—	—	—	
1994	2,930	0,2%	157,180	3,7%	10,830	7,1%	11,030	7,1%	12,944	12,4%	18,300	12,78%	2,265	17,275	17,275	—	—	—	—	—	—	
1995	31,414,504	21,000	0,5%	86,850	2,2%	147,190	3,8%	44,850	11,0%	61,105	16,4%	58,153	16,4%	7,450	1,0%	17,616	4,5%	—	—	—	—	
1996	493,000	33,700	0,5%	12,822	1,4%	45,533	1,1%	15,150	1,1%	56,105	13,85%	50,478	13,85%	16,4%	1,05%	17,278	3,075	—	—	—	—	
1997	64,530	58,000	1,1%	169,780	1,7%	14,453	1,0%	80,935	5,6%	22,652	18,2%	20,703	15,45%	18,194	1,05%	18,434	8,3%	—	—	—	—	
1998	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	
1999	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	
2000	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	
2001	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	
2002	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	
2003	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	
2004	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	
2005	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	
2006	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	
2007	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	
2008	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	
2009	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	
2010	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	
2011	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	
2012	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	
2013	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	
2014	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	
2015	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	
2016	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	
2017	—	—	—	—</td																		

卷之三

到了此處，我便想起我所說的那句話：「我說過，我會來找你！」

年度	名古屋	その他の新規	新規預貸料			新規預貸料			新規預貸料			新規預貸料			新規預貸料			
			都市銀行	地方銀行	信託銀行	都市銀行	地方銀行	信託銀行	都市銀行	地方銀行	信託銀行	都市銀行	地方銀行	信託銀行	都市銀行	地方銀行	信託銀行	
1987	27,000	—	8,911	1,540	21,356	—	2,06	2,256	11,95	12,286	9,356	403	4,156	3,256	36,475	—	1,155	
1988	—	—	16,500	4,447	27,186	—	—	2,200	13,43	1,200	7,356	5,680	35,656	16,17	9,285	—	1,124	
1989	6,000	52	—	—	—	—	—	—	—	100	16,956	33,526	100	16,956	—	—	32,476	
1990	36,000	4,917	—	—	—	—	—	—	—	—	800	16,336	1,250	25,416	—	—	58,376	
1991	55,700	90,592	840	0.9%	5,930	6.5%	5,515	6.1%	12,905	14,236	23,758	26.1%	35,919	38,575	5,930	—	—	
1992	145,000	69,007	1,060	0.2%	17,980	2.6%	19,700	2.9%	57,511	8.3%	111,755	12.5%	220,713	20,656	18,232	—	—	
1993	142,000	65,329	4,680	0.7%	14,425	2.2%	83,345	12.3%	83,460	12.5%	17,862	18.0%	13,500	2.1%	18,324	18.2%	—	
1994	156,000	65,329	2,950	0.3%	18,750	2.0%	51,180	6.0%	110,830	11.9%	228,650	29.7%	192,844	20.2%	—	—	—	
1995	391,454	217,059	21,000	1.0%	86,350	4.0%	147,190	6.5%	61,105	20.5%	291,536	58,130	74,650	3.4%	16,164	8.1%	—	
1996	649,100	21,105	33,700	1.5%	79,060	3.7%	172,882	8.2%	485,333	23.0%	597,000	28.3%	227,022	12.2%	—	—	—	
			68,400	1.8%	109,700	2.5%	384,580	10.2%	1,115,910	30.0%	916,600	24.5%	894,450	26.7%	45,500	1.2%	109,170	2.0%

(3) 八〇年代後半以降（機関投資家の消化拡大期）

(8) 第四節、所収、三〇七、三一五ページ、参照。
岩井宣章「消化・保有・流通の状況」、(志村嘉一編著「日本公社債市場史」、一九八〇年、東京大学出版会、第六章
第五節、所収、三一三ページ、参照。

一九八六年一二月に出された証券取引審議会報告「社債販行市場の在り方について」を契機として、いわゆる社債発行の「プロポーザル方式」が導入され、従来の起債会格付けを基準とした発行条件の一律的決定方式が廢止された。この方式は、起債に先立つて発行会社は証券各社から発行条件などに関する提案書の提出を求め、発行会社はこの提案書およびその他の事情を勘案して主幹事を決定するというものであり、従来固定的であった主幹事決定に競争原理を導入させたという積極的な一面をもつものの、他方では主幹事獲得を企図した市場実勢無視の条件設定が広がり、募残が続出し、募集期間後の值引き販売が横行するに至った。さらには、募集期間後の

表5A 電力債消化構造

年次	発行額	基幹・長期用銀行		地方銀行		信託銀行		保険		農中・農協組		商中・民間企		相互銀行・第二種銀		個人		投資團体		その他					
		新規	既存	新規	既存	新規	既存	新規	既存	新規	既存	新規	新規	既存	新規	既存	新規	既存	新規	新規	既存				
1956	46,700	16,036	34,673	9,573	20,73%	233	0.5%	2,341	5.0%	3,864	8.33%	2,022	4.7%	733	1.6%	8,211	17.6%	—	—	3,522	7.3%				
1957	30,550	22,359	56,226	10,881	21.4%	146	0.4%	2,341	0.2%	3,99	0.9%	457	1.1%	539	1.4%	6,232	15.5%	—	—	920	2.3%				
1958	32,400	26,499	50,303	10,881	21.0%	91	0.2%	2,341	0.2%	2,000	0.5%	1,861	3.6%	619	1.2%	8,211	17.6%	—	—	2,055	3.9%				
1959	62,500	28,313	46.1%	10,497	16.8%	154	0.2%	2,341	0.3%	2,178	3.5%	1,210	1.9%	767	1.2%	2,632	20.2%	3,550	5.7%	2,506	4.0%				
1960	139,190	29,587	21.3%	9,225	6.6%	138	0.1%	2,341	0.0%	3,861	0.7%	1,135	0.8%	1,430	1.0%	19,657	13.7%	7,2475	52.1%	5,078	3.6%				
1961	35,468	8,835	45.3%	8,835	11.3%	208	0.3%	0	0.0%	156	0.2%	532	0.7%	888	1.1%	3,732	4.9%	26,259	33.7%	1,832	2.1%				
1962	77,890	51,170	69.3%	12,029	15.5%	304	0.1%	2,341	0.0%	1,024	1.3%	1,865	2.3%	1,405	1.5%	4,831	6.0%	272	0.3%	1,350	2.5%				
1963	122,730	29,183	66.3%	18,125	19.3%	333	0.7%	91	0.1%	1,766	1.4%	2,175	1.8%	1,788	1.5%	15,761	12.3%	65	0.1%	2,893	2.4%				
1964	110,000	74,310	67.7%	16,284	14.8%	1,653	1.3%	14	0.1%	872	0.5%	1,837	1.7%	1,933	1.8%	11,751	10.7%	3	0.0%	1,159	1.3%				
1965	147,800	75,709	51.2%	18,335	12.4%	271	1.8%	2,341	0.0%	4,337	2.9%	7,366	5.0%	2,199	1.3%	26,257	20.7%	245	0.3%	3,191	2.2%				
1966	161,200	73,932	44.8%	20,196	12.2%	5,685	3.4%	631	0.4%	5,573	3.4%	5,775	3.5%	2,191	1.3%	30,283	71.3%	1,251	1.7%	2,751	1.7%				
1967	195,300	75,455	19.2%	19,247	9.8%	7,625	3.5%	2,101	1.1%	2,835	1.4%	2,565	1.3%	2,627	1.3%	6,261	33.8%	4,082	2.1%	3,511	1.8%				
1968	192,900	75,241	32.3%	20,338	10.0%	7,658	4.0%	2,021	1.0%	2,681	1.4%	3,228	1.7%	2,984	1.5%	7,234	37.8%	2,322	1.2%	3,074	1.6%				
1969	208,000	74,221	35.1%	20,115	9.7%	8,174	3.3%	2,182	1.0%	2,313	1.1%	4,178	2.0%	2,444	1.2%	8,916	42.5%	2,193	1.1%	2,904	1.3%				
1970	237,200	59,358	21.4%	18,739	17.8%	6,570	2.5%	2,051	0.5%	1,171	0.5%	6,077	2.2%	3,480	1.3%	15,748	60.2%	240	0.1%	2,476	0.5%				
1971	307,100	60,219	15.6%	22,442	6.1%	8245	2.1%	2,232	0.5%	2,097	0.5%	16,665	4.3%	6,167	1.5%	29,217	57.0%	459	0.3%	8,477	2.2%				
1972	424,500	59,358	14.0%	21,548	5.8%	8,270	1.8%	2,236	0.5%	2,138	0.5%	15,742	3.6%	5,811	1.4%	30,283	68.5%	—	—	5,930	1.4%				
1973	561,000	78,273	14.9%	27,184	4.8%	10,654	1.9%	2,955	0.5%	3,785	0.7%	19,999	3.5%	6,233	1.1%	38,406	68.5%	1,280	0.2%	27,233	4.3%				
1974	651,000	89,948	13.7%	32,319	4.5%	12,971	1.9%	3,405	0.5%	4,195	0.5%	38,480	5.9%	7,489	1.1%	42,381	64.8%	886	0.1%	41,711	6.3%				
1975	599,500	72,439	12.1%	25,885	4.3%	10,024	1.7%	3,270	0.5%	2,215	0.4%	2,126	0.4%	2,444	1.2%	8,916	42.5%	2,193	1.1%	2,904	1.3%				
1976	676,000	102,210	10.2%	10,476	4.1%	14,149	1.7%	4,232	0.5%	3,551	0.4%	2,126	0.4%	7,259	1.5%	35,345	55.3%	—	—	56,238	11.4%				
1977	820,000	98,937	12.0%	30,333	3.7%	13,282	1.6%	4,081	0.5%	1,992	0.2%	2,170	1.5%	5,839	0.5%	34,163	65.3%	—	—	11,154	14.1%				
1978	876,500	105,333	12.0%	33,511	3.8%	14,784	1.7%	4,078	0.5%	1,395	0.2%	11,690	1.3%	6,834	0.5%	35,815	66.8%	—	—	11,273	12.0%				
1979	1,074,000	127,755	11.9%	43,474	4.0%	18,730	1.7%	4,483	0.4%	5,075	0.5%	14,716	1.4%	7,661	0.7%	67,945	65.0%	—	—	17,140	16.0%				
1980	783,000	97,242	12.3%	30,465	3.6%	13,216	1.7%	3,619	0.5%	1,057	0.3%	1,736	0.2%	1,736	0.2%	12,942	63.5%	—	—	12,948	15.0%				
1981	681,000	112,255	12.3%	38,406	4.1%	15,957	1.7%	4,420	0.5%	3,531	0.4%	13,577	1.5%	6,918	0.7%	59,391	63.4%	—	—	13,306	15.0%				
1982	82,310	27,438	4.0%	11,993	1.7%	3,091	0.5%	2,446	0.5%	3,870	1.2%	5,350	0.5%	45,430	62.5%	—	—	11,154	14.1%						
1983	586,000	65,465	12.2%	18,021	3.4%	8,318	1.6%	4,465	0.5%	4,861	0.5%	5,120	1.0%	2,929	0.5%	31,163	62.3%	—	—	11,534	16.3%				
1984	619,000	75,174	12.1%	21,166	3.4%	9,791	1.6%	2,837	0.5%	4,416	0.7%	7,512	1.2%	4,955	0.5%	30,427	63.7%	—	—	9,912	16.0%				
1985	588,000	62,959	11.3%	19,667	3.5%	8,798	1.6%	2,412	0.5%	8,244	0.5%	4,557	0.8%	3,591	1.1%	64,747	61.4%	—	—	9,132	16.0%				
1986	483,000	59,529	12.3%	19,623	4.0%	8,322	1.7%	2,108	0.4%	771	0.2%	5,274	1.1%	4,750	1.0%	22,227	60.4%	—	—	9,133	16.0%				
1987	688,000	35,065	5.2%	9,248	1.3%	4,238	0.3%	2,878	0.4%	10,252	1.5%	16,683	2.3%	5,356	0.8%	12,912	16.5%	—	—	43,337	70.2%				
1988	505,000	11,044	2.2%	1,433	0.3%	429	0.1%	2,940	0.5%	19,954	3.3%	14,644	2.9%	1,811	0.4%	11,683	22.8%	—	—	44,482	87.6%				
1989	633,000	12,163	1.8%	4,975	0.7%	240	0.0%	16,910	2.4%	35,006	5.2%	11,910	1.7%	21,525	0.5%	20,932	15.5%	60,000	86.6%	—	—	14,815	81.3%		
1990	1,180,000	43,842	2.4%	24,697	1.3%	31,198	1.7%	76,383	4.2%	69,215	3.3%	70,841	3.9%	2,320	0.5%	23,066	1.3%	—	—	13,387	80.7%				
1991	1,255,000	9,955	12.3%	12,370	0.7%	15,944	0.5%	44,722	2.6%	17,411	4.2%	36,600	5.2%	80,755	5.0%	—	—	1,338,760	66.7%						
1992	1,440,000	11,210	0.8%	45,355	3.2%	13,550	0.5%	60,980	4.2%	4,756	1.7%	17,434	8.4%	1,230	0.1%	9,543	6.8%	—	—	1,338,760	66.7%				
1993	1,355,000	43,950	3.2%	13,590	1.0%	52,065	3.9%	10,110	0.7%	80,250	5.3%	123,340	9.1%	14,620	1.1%	17,917	12.7%	—	—	70,707	55.0%				
1994	1,656,000	68,430	7.5%	13,590	1.0%	43,300	3.2%	17,256	1.7%	187,25	10.7%	123,340	6.9%	14,620	1.1%	17,917	12.7%	70,733	45.7%	—	—	70,733	45.7%		
1995	1,567,000	68,430	8.3%	13,590	1.0%	43,300	3.2%	17,256	1.7%	187,25	10.7%	123,340	5.0%	14,620	1.1%	17,917	12.7%	70,733	45.7%	—	—	70,733	45.7%		
1996	1,369,000	33,000	2.8%	7,190	0.5%	43,200	3.4%	256,760	3.1%	188,755	10.7%	123,340	13.5%	22,810	2.8%	16,771	1.6%	17,917	12.7%	70,733	45.7%	—	—	70,733	45.7%
1997	1,195,000	60,410	3.4%	3,951	0.2%	49,150	5.4%	324,555	25.7%	288,930	3.7%	72,780	3.7%	12,000	0.5%	18,068	6.1%	—	—	1,029,077	52.9%	—	—	—	—

(資料) 表3Bに同じ。

(単位：百万円、 %)

(21)

値引・販売を終了して売却手数料を計上するが、値引・販売手数料によってこれまでの取扱手数料を計上する限り、かが、主幹事獲得競争のボイントが高まっていたのである。その後、新たな改善が加えられたものの、プロポーザル方式の比率が高まつてこないといふのが分かる。しかし、「その他」項目の比率が著しく増加し、一九八九年には八

(22)

五・八%に達しており、統計として利用しなくなっている（表3A、4A、5A参照）。このように「その他」項目が増加した最も大きな要因は、前述のようにプロポーザル方式による募残が募集期間明けに既発債として販売されたりといふことのないと思われ（(1)）、九一年の均一価格販売方式の導入以降徐々に減少している。しかし、なおも「その他」の比率が四〇%以上を占めていることは、第一に銀行系証券子会社の参入以降主幹事獲得競争

表6 生保の運用資産内訳（1910年-1980年）

(単位：千円、%)

年度	現金・預貯金		コールローン		有価証券		貸付金	
					国債		社債	
1910	15,328	25.2%	0	0.0%	27,408	37.7%	12,151	16.7%
1915	33,456	22.0%	0	0.0%	60,919	31.8%	13,151	7.5%
1920	102,579	25.6%	0	0.0%	179,454	44.7%	47,491	11.5%
1925	161,675	20.7%	0	0.0%	416,316	46.6%	78,722	8.5%
1930	217,812	14.0%	0	0.0%	79,103	50.7%	91,512	5.5%
1935	267,741	11.5%	0	0.0%	1,429,806	57.0%	187,187	7.5%
1940	350,855	5.1%	0	0.0%	1,479,083	70.8%	807,869	16.4%
1945	1,450,760	11.7%	0	0.0%	7,431,007	60.0%	3,634,545	31.0%
1950	2,653,229	7.7%	413,100	1.1%	13,442,416	36.7%	2,162,325	0.7%
1955	7,174,656	3.7%	3,770,000	2.0%	61,215,123	33.3%	191,784	0.1%
1960	9,955,630	1.3%	9,184,000	1.2%	185,259,233	24.6%	278,525	0.0%
1965	25,321,653	1.1%	25,643,000	1.1%	533,181,100	21.0%	3,532,752	0.2%
1970	59,239,635	1.0%	35,002,000	0.6%	1,274,500,439	21.8%	33,421,284	0.5%
1975	161,588,193	1.3%	63,582,000	0.5%	2,791,820,005	21.7%	21,665,627	1.6%
1980	452,189	1.7%	21,914,000	0.5%	7,976,014,533	30.4%	1,422,293,560	5.4%

(資料) 山中宏著「生命保険金融発展史[増補版]」、有斐閣、1986年、巻末付表。

表7 生保の運用資産内訳（1986年以降）

(単位：百万円、%)

年	有価証券						貸付金	
	国債	地方債	社債	株式	外国証券	その他の証券		
1986	3,651,782	14.4%	718,833	2.7%	3,265,675	12.2%	11,100,544	41.4%
1987	4,055,657	12.9%	652,543	2.4%	3,597,017	10.7%	15,577,739	44.6%
1988	5,635,853	13.0%	955,679	2.1%	3,929,460	8.5%	19,591,179	43.8%
1989	4,581,329	8.4%	866,445	1.6%	4,573,840	8.7%	25,339,985	46.3%
1990	4,735,689	8.3%	669,670	1.2%	4,765,550	8.2%	23,765,572	49.8%
1991	5,951,790	9.5%	713,001	1.1%	5,640,602	10.3%	30,625,417	49.1%
1992	11,151,982	16.2%	981,384	1.4%	7,199,107	10.4%	31,506,831	45.7%
1993	12,243,069	17.3%	1,993,114	2.8%	8,035,010	11.4%	33,070,751	45.8%
1994	19,558,229	24.6%	2,933,042	3.7%	9,593,978	12.1%	33,121,142	41.7%
1995	26,565,412	29.6%	4,877,217	5.4%	10,957,553	11.8%	32,021,521	35.7%
1996	27,650,361	28.3%	4,955,006	5.2%	12,111,160	12.7%	31,859,170	33.3%

(資料) 保険研究所「インシュアランス」各号。

不動産抵当	財團抵当	有価証券担保	保険証券担保	無担保その他	不動産		その他	合計	
4,362	6.0%	4,212	5.8%	4,580	6.2%	1,872	2.6%	3,523	5.3%
9,625	5.6%	22,325	12.9%	8,948	5.1%	7,524	4.4%	8,769	5.0%
14,011	3.5%	17,831	4.4%	25,557	6.0%	12,660	3.2%	8,953	4.9%
31,229	3.4%	56,875	6.4%	45,223	5.2%	44,595	5.0%	32,108	3.6%
67,563	4.3%	71,753	4.6%	76,131	4.9%	15,191	3.0%	45,711	5.1%
82,276	2.7%	75,440	3.0%	109,037	4.2%	27,602	10.2%	116,053	4.6%
50,865	1.0%	83,118	1.7%	254,141	5.4%	317,200	4.9%	170,755	3.5%
25,270	0.2%	88,768	0.7%	310,131	2.7%	454,918	3.8%	167,371	1.4%
218,595	6.0%	1,063,043	2.9%	1,368,999	3.7%	3,202,071	9.0%	3,151,958	8.6%
12,849,247	6.7%	22,916,223	11.9%	8,312,583	4.3%	15,759,733	8.2%	30,583,320	17.7%
35,531,697	4.7%	79,683,932	10.6%	40,840,740	5.4%	56,895,522	7.0%	23,078,583	33.3%
119,311,400	5.3%	278,053,159	12.4%	126,163,755	5.6%	176,801,558	6.7%	75,276,422	10.0%
1,029,933,567				334,863,135	5.7%	327,652,983	6.7%	2,101,612,558	35.9%
2,601,311,552				654,304,821	4.9%	695,208,022	5.1%	4,823,351,355	37.4%
3,338,309,784				536,918,900	2.0%	1,117,382,067	4.3%	10,692,474,274	40.7%
				1,117,382,067	4.3%	10,692,474,274	40.7%	1,547,753,530	6.3%
				1,547,753,530	6.3%	238,788,583	1.1%	25,257,771,222	

現金・預貯金	貸付金	その他	合計			
			コールローン	買入金利償還	直営有価証券	金利の信託
25,791,856	41.9%	7,570,523	11.8%	25,635,644	40.1%	130,130
31,923,650	45.0%	9,405,237	12.1%	25,553,201	36.8%	223,323
44,743,464	47.1%	10,907,019	11.9%	33,482,830	33.3%	218,021
51,772,276	48.2%	6,575,918	5.9%	41,067,660	36.2%	381,883
57,703,553	45.2%	7,245,168	5.7%	49,883,367	30.1%	788,821
62,873,747	44.8%	7,301,296	5.2%	56,287,147	30.1%	155,330
63,945,495	45.0%	7,473,338	4.9%	61,147,523	39.9%	2,410,203
70,711,119	42.4%	12,732,937	7.6%	61,167,020	31.7%	21,472
73,401,385	45.3%	10,648,157	6.1%	66,984,632	38.2%	3,278,199
82,611,032	48.5%	9,446,629	5.1%	67,334,911	34.4%	153,291
95,653,461	51.5%	6,607,550	3.6%	63,255,405	35.2%	34,772,211
						24,837
						4,553,625
						9,725,370
						15,106,058
						15,674,522

はいっそう激化し、依然として募残を前提としたような発行条件設定が行われていること、第二に起債案件によつては消化先を明らかにしたくない場合があること、第三に既出部門に属さない公的金融機関（郵便貯金、簡易保険、共済保険など）消化が増加していること、などが要因として考えられる。しかし、いずれにせよ、「その他」項目に計上されているものの相当部分は、既出部門に消化されているものと考えられる。したがつて、一九八七年以降の「その他」項目分を除外して、既出の各部門だけで比率を計算すると、都長銀、地銀の比率が低下ないし低水準を推移している反面、保険、農中・農協、商中・信金の比率が著しく高まっている（表3B、4B、5B参照）。

(9) プロボーザル方式は、一九八八年五月発行のNTT債から実施され、一九八八年四月から普通社債全般に実施された。また、プロボーザル方式については、拙稿「社債募

(10) 小林和子「社債保有構造と流通市場要求」、「証券経済研究」、第四号、一九九六年一一月、は、日銀の「資金循環勘定」を使って社債保有構造を推計しているが、このデータでは転換社債と新株引受権付社債も事業債に含まれており、普通社債だけの保有を把握できないという難点がある。

(11) この場合、消化先は証券会社となるため、「その他」に計上される。

(12) また、このほかに海外部門および事業法人なども考えられるが、海外および事業法人は、普通社債を購入することは少ないものと思われる。

(24)

(23)

3 生命保険による社債保有

冒頭に述べたように、最近の社債消化の大きな受け皿として、生命保険会社が浮上しているわけであるが、日本的生命保険会社は、戦後の金融システムにおいて、「機関投資家ではなく金融機関として位置づけられた」⁽¹³⁾といわれるよう、その資産構成は極めて貸出しに偏したものであった。

ここで生命保険会社の社債投資について歴史的に振り返ってみよう（表6参照）。

まず、生命保険会社が金融機関としての地位を確立したのは、一九三〇年頃とされている⁽¹⁴⁾が、すでにそれ以前の時期から生命保険会社の資金力は好調に増加しており、いわば機関投資家としての成長を遂げていたといえる。したがって、この時期の生命保険会社の資金運用をみると、有価証券投資が貸付を相当大幅に上回つており、当時の生命保険会社にとって社債は中心的資金運用手段であったといえる。この背景として、社債の利回りが国債と比べて一%程度高かつた（国債五・四%、社債六・四九%）ことと、株式投資が不況の影響で大幅な評価損をもたらしたことが指摘されている⁽¹⁵⁾。しかし、一九三二年から政府は公債主義財政を打ち出し、低金利政策を実施したため、公社債利回りは低下し、生命保険会社は社債投資から景気回復基調に向かいはじめた株式投資へと資金シフトを進めることになる。そして、一九三六年から株式保有が社債を上回りはじめ、さらに一九三七年以降の戦時統制期にはいると、生命保険会社も金融統制のもとに組み込まれ、国策投資を余儀なくされるが、その際運用資金を国債購入に向かわせる申し合わせがなされ、国債の比率が激増することとなる反面、社債のそれは減少をたどり、さらにその相当部分は戦時金融金庫債であり、一般債への投資は消極的なものにすぎなくなっている⁽¹⁶⁾。

戦後の社債投資は、まず戦後発行市場の閉鎖と戦後インフレの下で低迷せざるを得なかつた。そして、インフレ終息後は一九四九年から日銀による国債買いオペが実施され、生保資金は設備融資と株式投資に向かうことになるが、そこでも社債投資はむしろ比率としては減少傾向をたどることになる。これは社債が貸付に比べて低利であり、また流通市場もなかつたためであるが、また戦後復興による企業の資金需要拡大の中では生命保険会社が進出できなかつた優良企業貸付の分野が開かれ、貸付が社債に代位するようになつてきしたことによるものである。したがつて、社債投資は一九五五年や五六六年のように金融緩和期の運用難の時期において、さらなる金利低下が予想される場合に運用余力の一部がまわされるという形で行われるようになつた⁽¹⁷⁾。

さらに、高度成長期になると生命保険会社は、基幹産業への長期融資を拡大させていくことによつて、本格的な長期設備投資資金供給機関としての位置づけがなされるようになると同時に、社債投資にはほぼ一貫して消極的であり、低水準を推移している。しかし、いわゆる人為的低金利政策のもので、社債利回りが貸付に比して低位に固定されている以上、貸付にシフトせざるを得なかつたといえる。

このような貸付中心のあり方が変化するのは、オイル・ショック後の低成長期であり、企業の資金需要減退と内外資金調達の多様化に対応を迫られたためである。その結果、債券投資が活発化するが、投資対象となつたのは一九七五年以降大量発行され、発行条件が弾力化されたとともに流動性の高い国債であり、また国内債に比べて利回りの高い外国債である。このため国内社債投資は依然消極的なままであった。

したがつて、生命保険会社の国内普通社債投資が活発化するのは、早くとも一九九〇年代以降といえるだろう。公社債引受協会の統計によると、一九八九年以降、国内公募普通社債消化のうち保険部門の比率が顕著に拡大し始めている。以下、節を改めて近年の生命保険会社の社債投資について考察しよう。

(13) 川北英隆「機関投資家としての生命保険」、公社債引受協会編『公社債市場の新展開』、東洋経済新報社、一九九六年、所収、四六三ページ。

(14) 高橋亀吉著『日本金融論』、一九三一年、二六一ページ、参照。また、芝垣和夫著『日本金融資本分析』、一九九五年、東京大学出版会、では第一次大戦後、とくに一九二〇年代とされており（同書、三八二ページ、参照）、山中宏著『精兵保険金融発展史[増補版]』、一九八六年、有斐閣、もぼ高橋説に同意している（同書、一二三ページ、参照）。

(15) 麻島昭一著『本邦生保資金運用史』、一九九一年、日本經濟評論社、は一九三〇年頃に生命保険会社が金融機関としての地位を確立したことと承認しつつも、逆にそれまでの正期において生命保険会社の資金力が増加しつつも、その地位が低かった理由を、当時は「銀行預金でも有価証券投資でも容易に高利の運用が確保されるため、リスクを内包する産業資金供給へ積極的に乗り出す意欲を欠いていた」ためであると推測している（同書、一〇七六ページ、参照）。

(16) 山中、前掲書、一一一七ページ、参照。

(17) 山中、前掲書、三〇三ページ、参照。

(18) 山中、前掲書、三三八ページおよび三五六一七ページ、参照。

(19) 総合政策研究会はこの点を批判して、機関投資の推進を呼びかけ、また保険会社が過当競争のために契約者配当率を釣り上げ、保険が長期貯蓄となっているために貸出に依存せざるを得ないと指摘している。これについては、総合政策研究会『資本市場対策への提言』、三五ページ、参照。

4 近年の生命保険会社の社債投資

前述のように、公社債引受協会の統計によると、保険部門の消化率は一九八九年から拡大しており、「その他」項目を除外した比率で見ると、一九九七年には三〇%を超えていている（表3B参照）。しかし、この統計では生命保険と損害保険を区別していないので、保険研究所の統計によって、保有社債残高をみると、一九九六年において生保約一二兆円であるのに対し、損保約三兆四〇〇〇億円であるので、ほぼ八対一である。もつとも、この統計では、社債は国内のエクイティ関連債、金融債などを含んでおり、普通社債のみを抽出することはできないが、この比率を普通社債にも当てはめれば、一九九七年の消化率三一%のうち約八割が生保であり、生保の消化率は二五%となる。また、一般債と電力債を区別すると、一九九〇年代前半については、電力債の比率が一般債に比べてかなり高くなっているが、直近六年および九七年についてはあまり差はないといえる（表4B、5B参考照）。

さらに、保険研究所の統計によって、生命保険会社の運用資産構成（残高ベース）を見ると（表7参照）、有価証券の比率全体は、一九九三年以降高まつており、四一・四%から五一・五%へと増加しているが、有価証券のなかで最大シェアを占めている株式は、この間有価証券に占める比率を四六・八%から三三・三%へとかなり低下させている。また、貸付金全体の比率も一九九一年以降徐々に低下傾向にあり、四〇・一%から三五・二%へと低下している。したがって、かつて生命保険会社の運用の主柱であつた貸付と株式がいずれも減少傾向にあることがわかる。その反面、国債、地方債の比率は上昇傾向にあり、一九九〇年から九六年にかけて、それぞれ八・三%から二八・三%、一・一%から五・一%へと上昇している。そして、社債の比率も、八・二%から二・七%と上昇している。もつとも、この統計にはエクイティ関連債および金融債も含まれているため普通社債

のみを抽出することはできないが、公社債引受協会の統計によると、この期間の保険部門の転換社債消化率は〇・九%から一・四%、割引金融債は恒常的に〇%、利付金融債は四・八%から七・七%とやや増加しているが、金額的にはほとんど変化がないことから、この上昇はもっぱら普通社債の増加によるものと考えられる。したがって、一九九〇年代において生保資産運用に占める普通社債の比率が傾向的に上昇しているといえる。

(20) 一九八〇年代後半も「社債」項目が高い水準を示しているが、前述のように、この統計にはエクイティ関連債が含まれているため、これは主に転換社債投資によるものであると考えられる。

まとめ

以上のように、本稿では国内普通社債市場における生命保険の比率が上昇していること、さらに生命保険会社の資産運用においても普通社債の比率が高まっていることを考察した。このことは社債市場が機関投資家の資産運用の場として定着しつつあることを意味するものであるが、それにもなって新たな課題も浮上しているといえる。また、他方米国社債市場と比較すると、さらに未熟な点も見られる。したがって、これらの点については稿を改めて検討する。

ユーロとドル

（南欧諸国はなぜ参加できたのか）

伊豆 久

1 はじめに

去る五月二一日のEU首脳会議で、九九年一月からの通貨統合に参加する一ヵ国が正式に決定した。欧洲中央銀行の初代総裁も決まり、欧洲統合は新しい歴史を迎えることになった。市場関係者の関心も、今では、新しい通貨決済システムや通貨転換問題などの法的実務的手続き、債券市場、取引所間競争、企業間の競争構造への影響などに移りつつある。

その一方で、依然として通貨統合の行方を懸念する向きも少なくない。通貨統合批判の急先鋒であるフェルド・スタイン（米国NBER会長）は、通貨統合は新たな歐州戦争を引き起こしかねない、との物騒な論文を発表した（「EMUと国際紛争」『中央公論』九八年二月号）。そこまでなくとも、九二、三年の欧洲通貨危機、九五年春の動搖の記憶はまだ新しく、実際、ほんの一年ほど前までは一一ヵ国ものユーロ参加を予想する人は皆無だつたと言つてよい。昨年夏ごろまでは、①通貨統合参加国は、六ないし八ヵ国のEU中心諸国に限り、非参加EU諸国との間には新しい為替レートメカニズム（新ERM）を導入する案、あるいは②ユーロ導入を当面延期する案、が最も現実的と見なされており、いずれにしてもスタート時点でイタリア、スペイン、ポルトガルが参加す

るのは難しいとする見方が大勢を占めていたのである。

では、先日までドイツですら参加基準のクリアが懸念されていた单一通貨が、南欧諸国を含めた一ヵ国で、当初の計画通り九九年一月からスタートすることになったのはなぜか。小稿では、通貨統合に伴う原理的な問題を簡単に見たあと、最近の欧洲經濟・通貨の安定の原因、その持続性について検討してみたい。

2 最適通貨圏論からのEMU批判

EUの通貨統合（EMU：Economic and Monetary Union）への批判・悲観論の中心にあるのは、①EU経済は最適通貨圏でない、②にもかかわらず通貨統合を推し進めるためには政治的統合が必要となるがそれは実現されない、というものである。あるいは冒頭に触れたフェルドスタン論文は、③仮に政治統合を進めたとしても、それは、EU域内ばかりか対米国・対ロシア関係においても政治的緊張を高めかねないとしている。

例えば、米国の景気低迷による輸出低下や石油価格の上昇などの外的ショックが生じた場合を考えてみよう。対外的な経済変動から受ける影響は、EU内でも国によって異なる。外的ショックの影響が不均等である場合に最も有効な政策手段は為替レートの調整である。にもかかわらず、今、通貨統合によってEU諸国は、みずから為替政策・金融政策を放棄しようとしているのである。そうなれば残された選択肢は四つしかない。

ひとつは、外的ショックの影響が均質になるよう経済構造の同質化を進めることである。しかし、インフレ率や財政収支が一定の収斂を見せていくとはい、それでは全く不十分である。むしろ域内市場統合の進展によつて、各企業、各産業がEU域内全体を視野に最適地展開を図るようになれば、国ごとに見た産業構造の偏差はより大きくなり、対外的な経済変動による影響の非対称性はますます強くなると予想される。つまり、EUの経済スポーツコントロールの緩和など法的な環境整備がおこなわれたとしても、言語、風土、生活習慣の異なる地域へ人が簡単に移動できるとは考えにくい。

三つめの選択肢は、財政の統合である。EU予算は、各国GDP合計のおよそ1%に過ぎず、それでも負担比率をめぐつて議論が絶えないので現状である。域内での財政の移転、連邦化が進むことは、EUの政治的統合の大きなステップになるが、例えばイタリアの公共投資のための財源をフランスが負担するといったことが、どこまで可能であろうか。

四つめの選択肢は、景気の悪化による失業などの問題を、労働側に転嫁することである。最近の欧洲各国（というより世界全体での）雇用慣行や社会保障政策の見直しの動きは、こうした方向での問題「解決」を図るうとするものと言えよう。しかし、それに対する欧洲の有権者の回答は、昨年のイギリス・フランスの総選挙で相次いで見られたように、左派政権への回帰であった。経済政策における左右の差異が縮小しつつあるとはいえ、欧洲労働市場の「改革」が簡単に進むとは考えられない。

こうした基本的な条件が解決されていないにもかかわらず、通貨統合を無理に進めれば、それは通貨投機にチヤンスを与えるだけであり、結局は、金融市场・経済全体の混乱を招きかねない、というのが、ユーロ悲観論の大筋と言つてよいであろう。

3 一ヵ国参加の背景

以上のような原理的なレベルでのユーロ批判をも背景にして、実際的なレベルでは、統合延期論や少数国での見切り発車論が強かつたにもかかわらず、一転、一ヵ国でのスタートとなつたのはなぜだろうか。

その理由の第一は、南欧諸国をはじめEU各国の、第一陣でのユーロ参加への強い意思に求められよう。「ユーロへの乗り遅れはEU内での『二流国』化」との意識のもと、ユーロ参加基準のクリアに向けたきびしい努力が重ねられてきた。そうした努力に応えるためか、参加基準内の「政府債務残高GDP六〇%以内」は事实上棚上げされ、実際にハーダルとしての意味をもつたのは「財政赤字GDP三%以内」であったが、各国はそれを満たすために歳出削減、社会保障費の圧縮などを推し進めてきた。中には、イタリアのユーロ税（ユーロ参加国が決定される九七年時点での財政赤字を縮小すべく、九七年に徴収し八年内に還付するといふもの）のように粉飾計算まがいの方法を使う国も少なくなかつたが、こうしたユーロ参加への「政治的熱意」が市場でも一定の評価を受け、インフレ率、為替レート、長期金利の収斂が進んでいった。

通貨統合において、参加国政府の政治的意図が重要であることは当然のことであるが、しかし、それは必要条件であつて十分条件ではない。目標が達成された背景にはそれを可能たらしめた客観的な条件が存在したはずである。それは何だったか、そしてそれがEUに根付いた持続的なものであつたか否かという点こそが、ユーロの将来を考える上で最も重要なポイントになるのではないかと思われる。

一ヵ国でのスタートを可能にした客観的な条件とは、九七年における大方の予想を上回る勢いで景気回復であり、欧洲通貨の安定であったと思われる。いくら各國が強い姿勢で望んだとしても、九六年前半までの景気低迷が続いていれば、一ヵ国が財政赤字三%のハーダルをまがりなりにも越えることは難しかつたであろう。

ではその景気の回復はどのような理由でもたらされたのか、それが次の問題となる。

4 九七年の好景気の理由

図1が示すように、EU経済は九四年後半を山に九五年から六年前半まで低迷していたが、九六年春を底に予想外の回復過程を迎えることになった。その理由について、EU委員会は次のように述べている。「九六年春から

の上昇過程は勢いを増して

おり、自立的な拡大に

転じつつある。景気の反

転は、域外への輸出需要

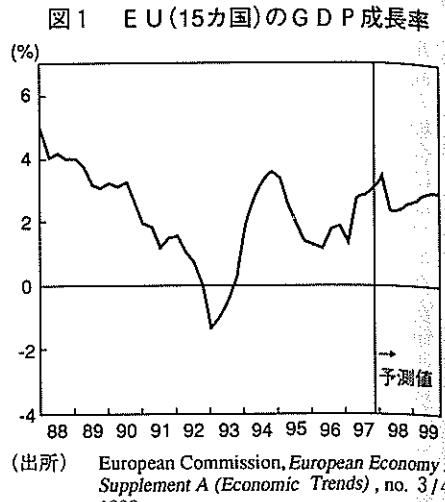
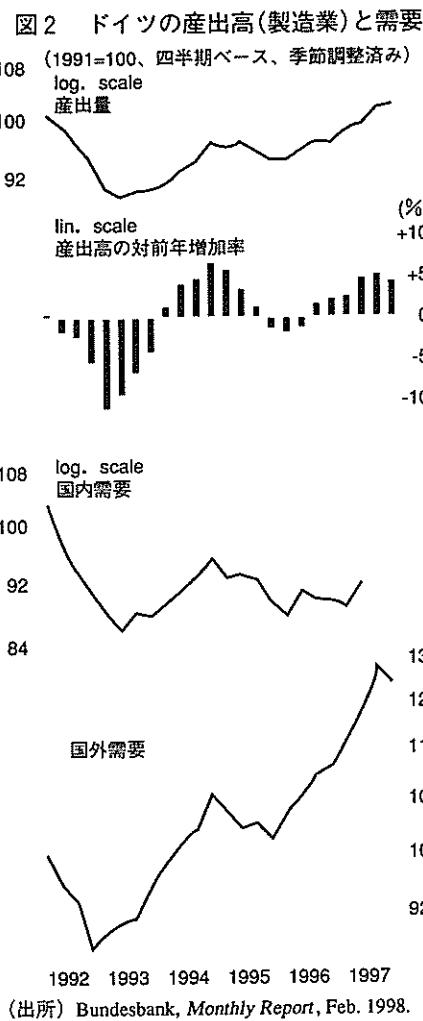
の高まり、対ドル為替レ

ートの低下による对外競

争力の目覚ましい改善、

賃金上昇率の安定、生産

性の上昇にけん引されて



上昇、予想される輸出市場の成長を前提とすれば、輸出は短期的には今後も景気を押し上げるものとなる。その後は、国内需要からの成長推進力が徐々に強くなると予測される」(European Commission, *Growth and Employment in the Stability-Oriented Framework of EMU (1998 Annual Economic Report)*, 1998, p.1) の通り、米国経済の成長とドル高がEUからの輸出を刺激し、それが内需の拡大も生み出してEU経済全体を引き上げたのである。

EU経済の中心であるドイツ経済においては、同じことがより強い形で現れている。ドイツの成長率と内外需構成の推移を示した図2を見ると、九六年後半から的好況が外需主導型であり、九七年後半に内需も拡大はじめたことがわかる。

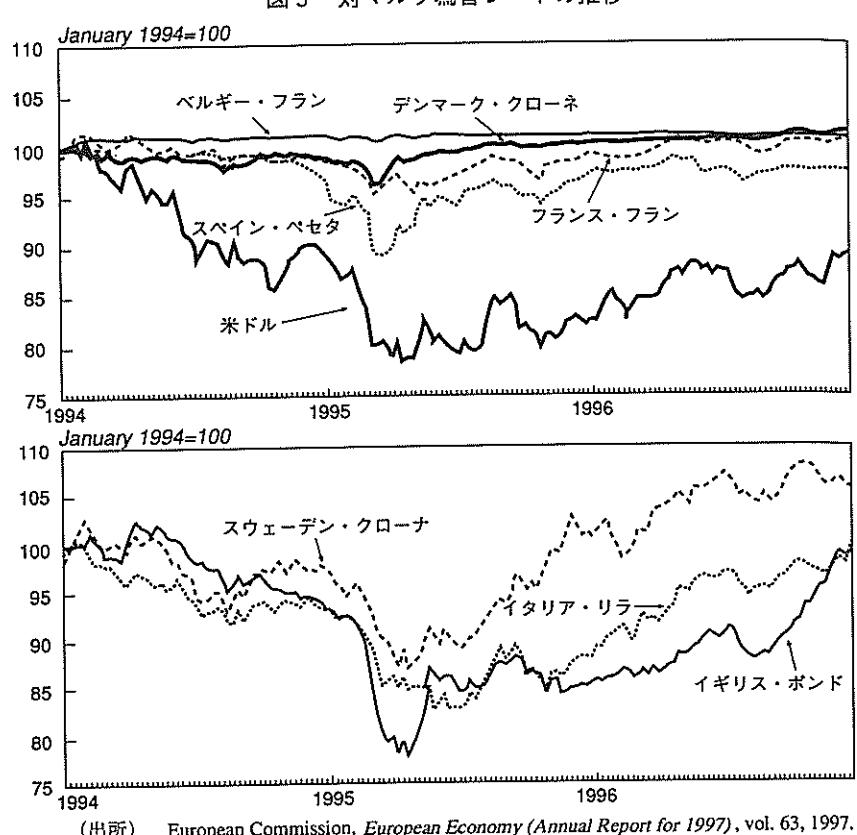
ということは、九七年のEU経済の拡大は、域内経済の活性化に起因とするものとは言い難く、ましてや、EU経済の構造的な諸問題の改善や市場統合の成果によるものではないのであって、域外からの需要拡大に大きく依存したものだったということになる。そしてこうしたEUの輸出拡大をもたらしたものは、米国経済の好調とドル高である。空前の株高に沸く米国経済は外国からも大量の資金を吸収し、ドルレートを引き上げ、貿易赤字を拡大させている。それが、歐州経済(だけでなく世界経済全体)を支えているのである。

そしてドル高は、貿易からの需要拡大という側面のみならず、歐州通貨の安定という点でも極めて重要な意味をもつていて、ドイツ・マルクは、ドルにつぐ世界第二の国際通貨であるとともに、歐州の最強通貨であるという二重の性格をもつ。ドルに次ぐ通貨であるため、何らかの理由でドルが軟化し始めると代替通貨マルクへ資金が流入し、歐州そのものには何の変化もなくマルクは高く域内他通貨は相対的に安くなることが多い。逆にドル高の場合にはマルク安他通貨高となる傾向がある。こうした米国に起因する歐州域内の為替の混乱、それを

防ぐことが歐州で通貨統合が求められてきた最大の理由でもあった。

その一方で、歐州域内には「固有」の為替事情がある。南ヨーロッパ諸国は比較的インフレに寛容であり、対照的にドイツは世界で最も反インフレ的な中央銀行(ブンデスバンク)を戴いてきた。その結果、南欧諸国の通貨はマルクに対して常に下落リスクをかかえているのである。

したがって、ドルが上昇する時は、相対的なマルク安が生じて歐州通貨は安定しやすい。マルクの二つの性格それぞれからのモメントが互いに打ち消しあうからである。反対にドルが下落する時にはマルク高への二重の力が重なり、歐州通貨間の緊張が高まる。



(出所) European Commission, *European Economy (Annual Report for 1997)*, vol. 63, 1997.

では、最近の為替レートはどのように推移してきたのだろうか。図3を見ると、九四年末から九五年春にかけての急激なドル安（当時の中南米通貨危機がその主因である）が、欧州各国通貨の対マルクレートを急落させていることがわかる。先に述べたドル安時の典型的なケースである。この時の為替レートの動搖によって、EU経済は、九三年後半からの年率三・五%という高率成長をストップさせられてしまう（図1参照）。域内強通貨は輸出競争力の低下、軟化通貨は金利の上昇に見舞われたからである。

しかし、九五年春を境に歴史は逆に回転はじめる。ドルは上昇に転じ（それは現在も続く）、欧州各国通貨の対マルクレートを引き上げている。これによつて、欧州各国とりわけ南欧諸国は、為替レート維持のための政策上の負担を大幅に軽減しているのである。

すなわち、米国の好景気は株高→資金流入→ドル高・さらなる株高、を生み、ドイツを中心とする欧州からの輸入を拡大することで需要面から欧州の景気回復を促すとともに、為替に關しても欧州域内通貨の安定をもたらしているのである。同じドル高が、ドルとの固定制をとつていた東アジアに対しても対外競争力の低下によつて経済危機の一因となつたのと反対に、欧州では景気回復への梃子の役割を果たしたのである。

5 おわりに

以上のように考えれば、現在の欧州の好景気・通貨の安定は、これまでのEMU計画、EU統合の成果によるものとは言いがたい。むしろ、これまで繰り返し見られた景気回復の典型的なパターンとしての性格のほうが強いのである。にもかかわらず、こうした外来の要因による好環境の上にさらに統合への政治的熱気が積み上げられて、南欧諸国を含めたユーロが誕生することとなつたのである。それはどこまで持続可能だろうか。

もちろん、どのような背景をもつスタートであつたとしても、ユーロの開始ということそのものが各國経済のさらなる収斂・必要な構造改革の推進力となる可能性は小さくない。しかし、現時点の好環境を内在的な統合メカニズムに転換する力は、制度的にはともかく経済的にはまだ十分とは言えないのではないだろうか。

最大の懸念は、ドル高・米国の輸入拡大、それらを支えている株高がいつまで続くのかということにある。現時点では自國の経済状況が絶好調にあるため、貿易赤字拡大に対する米国の不満はそれほど大きくはない。しかし、ひとたび株価・国内景気が調整局面を迎えるれば、貿易赤字批判からドル高は正論が強まるのは間違いない。そうした反転がいついかなる理由で生じるのかを予測することはできないが、米国株価の永続的な上昇を前提にすることは現実的ではないだろう。その時、ユーロは域内で高まる緊張を独自に解消する政治的経済的メカニズムを備えているだろうか。

また、南欧諸国通貨を含むユーロは、当初想定されていたマルクを中心とする数カ国でのユーロに比べて「ソフト」なものとなる。九七年のような景気回復局面であれば、ドイツにもソフト・ユーロを厭う理由はない。しかし、インフレ圧力が高まつてくれば、それをどこまで容認するか各國間で微妙なズレが生じるさるをえない。その時、欧州中央銀行は、各國が納得する妥協点を見いだせるであろうか。課題はあまりに大きいように思われる。

新たなATS規制の意味のあるもの

清水 葉子

1 はじめに

SECは一九九八年四月、新しい代替的取引システム（ATS）規制案をリリースした。新提案では、ATSは、（1）証券取引所法第五条・第六条に定める国法証券取引所として登録し、可能な限り取引所と同等の規制を受けるか、（2）ブローカー・ディーラーとして登録し、追加的に新たに制定される「ATS規制（Regulation ATS）」に従うかのいずれかを、ATS自らが選択する」とができるとしている。⁽¹⁾

SECはすでに昨年、ATS規制に関する最初の包括的なコンセプト・リリースを発表しており、その中で、ATSをブローカー・ディーラーとして規制するか取引所として規制するかの二つの案を二者択一の形で並記し、関係者のコメントを募るという提案を行った。二案並記の形をとっているものの、コンセプト・リリース発表時点ではSECはATSに対して取引所規制を行う方向に比重をおいていたといつてよく、取引所規制の方が選ばれた場合、ATSは規模などに応じて段階的な規制緩和がなされるものの、基本的に取引所としての規制義務を負うことになるはずであった。

SECは昨年のコンセプト・リリースで、以前の規制方針の混乱を排し、分かりやすいシンプルな形でのATSを規制を実現することを目指していたと考えられる。ATSは、コンピューター・システムによって注文の付け合わせを行うという点で取引所と同様の機能をはたしているのであるから、規制上も取引所として位置付けることが規制体系上は望ましかったと思われる。

しかしながら今年の新提案では、すでに述べたように、取引所規制とブローカー・ディーラー規制の自由選択制があらためて提案されており、ATSの多くが規制義務のより軽いブローカー・ディーラー規制の方を選択すると予想できるため、シンプルな規制という点では、SECの方針はある種の「後退」を余儀なくされたといつてよいと考えられる。本稿では、こうしたATS規制の意味と既存市場との関係を改めて考察したい。

2 ATS規制の経緯

ATSの規制の問題は、最も早く運営を開始し、現在も取引量で最大規模とされるInstinetが運営を開始した一九六九年にさかのぼる。以降のATSに対するSECの対応はおおまかに三つに分ける」とができる。

一つめの規制方針は、一九六九年にInstinetが運営を開始した時点で提案された規則「五c一一〇によるもの」で、Instinetをブローカー・ディーラーとも取引所とも違う「自動取引情報システム」という第三のカテゴリーとして位置付け、システムの内容をSECに登録するとともに取引記録の保存を義務づける」とが骨子となっていた。しかしながらこの規則は採択されず、Instinetはブローカー・ディーラーとして登録された。この提案は一九八九年にも再び提案されたが、新たな規制カテゴリーを創設するところの方針は、既存の規制との重複などの問題から結局採択されることはなかつた。

第一の規制方針は、PTSがブローカー・ディーラーであるとの認識の下でノー・アクション・レターに基づく規制を行うというものである。ノー・アクション・レターは適法性に関する判断をしないままSECがATSに対する制裁を行わないための条件を個別に示すところのものである。ノー・アクション・レターは、個別のAT

Sに対し、自主規制機関への報告と記録保持義務などを課したが、一九九五年に以前の個別規制を一律化するかたちで、規則一七a—一三が導入された。現在のATS規制はこの規則一七a—一三によつている。

第三の規制方針は、PTSを取引所として認めるものの、取引量が一定以下であることを条件に国法取引所としての登録を免除するものであり、アリゾナ証券取引所がATSとして唯一の免除取引所となつていてる。

これらに加えて、現在の規則一七a—一三に基づくブローカー・ディーラー規制のままでは気配情報などの透明性が十分でないとして、一九九七年一月にECN上の注文の透明性を高めることを目的としたオーダー・ハンドリング・ルールを導入しており、ATS上のマーケット・メーカーなどの取引に関しては透明性の向上がはかられている。

3 ATSへのオーダー・フロー

ATSは昨年のコンセプト・リリースでの推計で、NYSE取引量の4%、Nasdaqの二〇%を占めるまでに成長しており、取引量に関していえば、小規模の地方取引所に匹敵するまでの規模に成長している。このようにATSが無視できない規模のオーダー・フローを引き付けている理由はどのように考えられているのだろうか。

既存市場からATSに注文が流出する大きな理由の一つは、執行コストの安さにあることは否定できない。ATSの多くはコンピューター・システムによって執行を自動化しており、既存取引所のフロアで人手を介した注文執行に比べればたしかに低コストでの付け合わせが可能である。

しかしながら、自動執行のためのシステムは、今や多くの取引所が注文取り扱いの効率性の向上のために導入しており、とくに地方取引所の小口取引の自動執行システムは著しく向上している。現在もそうした自動システムの改善が継続されているのであって、コンピューター化された高度なシステムだけをもつてATSの優位性を論じることはできない。

また、ATSが投資家の直接アクセスを許容している点も優位性のひとつとして数えられる。多くのATS上では、投資家はスペシャリストやマーケット・メーカーといった市場仲介者の手を経ることなく注文をスクリーン上で直接付け合わせることができるため、そうした市場仲介者が投資家に課す手数料やスプレッドを支払う必要がない。

しかしながら、こうした理由に加えて、市場参加者の取引動機という観点にたつて見ると、ATSがブローカー・ディーラーであるために、取引についての情報の多くを私的ビジネス上の情報として秘匿することができたことが重要性を持つと考えられる。

4 取引参加者の取引動機

市場で取引を行う取引参加者には、新規情報を得て取引証券の価値の変化を予想して売買を行ふものと、新規情報に基づかないで単に流動性要因から売買を行っているものの二つに分けることができる。ATSでの取引は、主に後者の流動性要因のみに基づく取引参加者によるものであるとされてきた。

理論上、完全情報市場では、新規情報に基づく取引は証券価格にマーケット・インパクトを与えることができ、流動性要因に基づく取引は、どんなに規模が大きても証券価値に対する評価に影響を与えないためマーケット・インパクトを与えることはない。このため、市場分裂をめぐる議論の中には、流動性要因のみに基づく取引がATSに流出して既存市場での価格形成に加わらないことは、既存市場での効率的な価格形成上望まし

いという意見もみられた。

しかしながら、実際の市場は完全情報市場ではありえず、また新規情報に基づく取引が完全に分化することも考えられないため、流動性要因に基づく取引も規模が大きい場合にはマーケット・インパクトを持ち得てしまう。

こうした二種類の取引参加者が市場に混在していることは、スペシャリストやマーケット・メーカーといった市場仲介者にとってどのような意味を持つているだろうか。市場仲介者にとって、新規情報に基づいて取引を行っている取引参加者と取引を行う場合には、その後の価格変動リスクを自らが負担することを意味する。その場合、市場仲介者は、そうした情報リスクを考慮して売買気配スプレッドを広めに提示する必要がある。しかしながら、相手が流動性要因のみに基づいて取引を行っている場合には、価格変動リスクは理論上は存在しないから、より小さいスプレッドで対応することが可能である。

ところで、市場仲介者が相手の取引動機を見分けることができない場合には、新規情報に基づく取引にも流動性要因に基づく取引にも同じスプレッドを提示することしかできない。したがって市場仲介者は、市場の平均的な情報リスクを考慮したスプレッドを両者に対して平等に提示することになる。

しかしながら、これは流動性要因のみに基づく取引を行う者にとっては、本来負担する必要のないコストであるため、そうした取引者は自分が新規情報に基づかない取引を行っていることを市場仲介者に見分けてもらい、より低いコストで取引を行うためのさまざまな工夫をするインセンティブを持つと考えられる。流動性要因のみに基づく参加者が、取引が新規情報に基づかないことを示すには、従来の市場では、取引サイズが小さいことや、取引規模が大きい場合でも小口に分割して執行すること、執行の遅延を許容すること、ロック・トレードなど

で取引主体を明かし市場仲介者に取引理由を示すこと（年金基金などの機関投資家であればキャッシュ・イン・フローがあったことを示すなど）、取引が確定するまでサイズを明かさないなどの方法がとられていたと考えられる。既存市場でのupstairs取引きやクロス取引きなどの定型的ではない取引形態のいくつかは、こうした市場仲介者に相対もしくはその他の方法で取引動機を明かすためのものであると解釈することができるのではないだろうか。

5 市場の機能

ところで、ATSの場合には、既存市場から流出したオーダー・フローの多くが、こうした流動性要因に基づく取引きであると言われている。これはATSのどのような特徴がこうした取引きを引き付けたといえるのだろうか。

ATSは、システムによってさまざまな違いがあるので、多くのシステムが取引成立するまで匿名性が保たれる仕組みとなっている。また、スクリーン上で取引量を示してマッチングを行い、サイズに関してはその後別途交渉を行うシステムや、スクリーン上で価格のみを示してマッチングを行い、サイズに関してはそのだけを表示すればよいものもある。また、システムによっては機関投資家のみのフェーズを設けて、他の参加者に知られない形で相対交渉ができるものもある。さらに、執行に関しても、取引相手と取引量が合致しなかつた場合には、合致したぶんに限つて執行し、残りはスクリーン上に継続して表示することも選択できる。こうしたシステム上の仕組みは、まさにこうした流動性要因に基づく取引参加者のために用意されたものであると考ええることができる。

ATSの競争上の優位性は、高度なテクノロジーやコンピューター・ネットワークによるシステムにあることが強調されてきた傾向があるが、このように見ると、ATSの優位性は、テクノロジーによるものよりもむしろ特定の取引動機に基づく取引参加者にカスタマイズした市場サービスを提供していることにあると考へる」とがである。そして、この優位性は、ATSがブローカー・ディーラーとして私的な取引内容を秘匿で保つという、まさに規制上の優位性に還元する」とがである。

これに対して、既存市場においても、スペシャリストやマーケット・メーカーといった仲介者がATSにはなじみのない機能を果たしていると考える」とができる。市場仲介者の機能が取引きの相手方を見つけ出す」とだけであれば、ATSとの競争上の優位点は特にないことになるが、既存市場でも、市場仲介者はある種のプロック取引やupstairs取引などの相対取引に近い取引形態を通じて、取引相手の取引動機を見分けている可能性がある。⁽²⁾しかしながら、こうした取引動機は完全に見分けられることはありえないため、流動性動機に基づく取引参加者は、スプレッドや手数料の形で新規情報に基づく取引参加者の分まで情報コストを負担する」とを避けるためにATSへと取引を移していくのである。

6 JATS規制は何を意味するのか

Marcy & Kanda（一九九〇）によれば、取引所は上場や取引きに際して手数料を徴収する代わりに企業にとってさまざまなコストを削減するようなサービスを提供している一種の企業であるとしている。取引所の提供サービスとは、（1）上場企業への流動性の供給、（2）上場企業の取引きの監視・コーポレート・ガバナンス、（3）上場証券に関して取引契約を定型化する」として証券の取引コストを低減、（4）上場企業の評判という経営資本の維持⁽³⁾の四つであるところ。

このよだんな考え方に基づけば、証券取引の場が取引所であるかを問わず、それぞれの市場がさまざまなサービスのパッケージをそれぞれの顧客向けに提供していると見る」とができる。

見てきたようにATSが、流動性要因に基づく取引参加者のニーズを満たす」としてこれまでのオーダー・フローを獲得してきたのであれば、それはブローカー・ディーラーとしての規制の下で取引情報を公開する義務がなかったという理由による可能性が大きいと考えられる。その場合、今回の新提案によって、ATSの規制形式がたとえ自由選択制となつても、多くのATSは取引所規制を選択しないであろう。

今回の規制ではブローカー・ディーラーとしての規制を選択したATSでも、規模の大きいものは気配情報の開示など、実質的に取引所規制に近い負担の重い規制義務が課される。しかしながらこの規制義務の下でも、今回提案ではATSはATS参加者以上に外部に取引情報を公開する必要はない」とされている。すなわち依然としてブローカー・ディーラーとしての營利性に配慮して、取引の匿名性が一部維持できることになる。ATSと既存市場との、いわば規制ギャップによるすみわけが、今後どのように変化していくのが、興味深い。

(1) 新提案の概要は、清水葉子「ATS規制に関するSECの新提案」『証研レポート』、一五五八号、一九九八年五月参考。

(2) Lawrence M. Benveniste et al (1992), "What's Special about Specialists?", *Journal of Financial Economics*, Vol32, No1はペニヤリストが取引相手の取引動機を見分けてくる可能性を検討する興味深い研究である。

(3) Jonathan Marcy & Hideki Kanda (1990), "The Stock Exchange as a Firm: The Emergence of Close Substitutes for the New York and Tokyo Stock Exchange", *Cornell Law Review* 1007.

ブックビルディング方式による IPO

岡村 秀夫

1 はじめに

昨年九月より、新規公開株式の公開価格決定にブックビルディング方式が用いられるようになった。(店頭特別銘柄については平成八年一二月から用いられている。)ブックビルディング方式は、需要積み上げ方式とも呼ばれ、主幹事証券会社が機関投資家や個人投資家の需要を集計し、新規公開会社と協議の上公開価格を決定する方式である。投資家の需要集計に際しては募集のための仮条件を提示するが、仮条件は当該会社の経営状態の他に機関投資家やアナリストなどの意見を総合的に勘案して決定される。

ところで、ブックビルディング方式導入の目的としては、公開価格を妥当な水準で決定すること、そして流通市場での取引を円滑にすることが挙げられている⁽¹⁾。その背景には、従来の入札方式では、個人投資家中心の入札結果に基づくために企業実態に比べて公開価格が高くなりがちであったこと、そのため公開後の流通に支障をきたしていたことがある。

また、ブックビルディング方式の導入に伴い、公開株式の配分規制(配分上限株式数五〇〇〇株以内、一事業年度四銘柄以内)も適用されなくなった。このことからも、公開価格の決定過程に機関投資家の意見を反映させるとともに、公開株式の配分においても機関投資家が容易に取得できるようによることによって、新規公開時のみならず公開後においてもより適切な価格形成を目指していることが理解できる。言い換えると、機関投資家や

証券会社の企業評価能力をできる限り引き出す条件を整えることが、ブックビルディング方式導入の目的と言えるだろう。

以下、2ではブックビルディング方式の概要、3では、昨年九月以後の新規店頭登録銘柄について、主幹事シエア、月別登録状況、初期収益率、公開価格からの騰落状況、初値からの騰落状況、流動性の推移、などについて述べる。最後に、4ではブックビルディング方式導入の目的が達成されたかどうか検討する。

2 ブックビルディング方式

ブックビルディング方式による公開価格決定は、次のような手順で行われる。⁽²⁾

(1) 仮条件の決定および公表

主幹事証券会社は、新規公開会社と協議の上、以下の点を総合的に勘案して、仮条件およびその決定理由、発行価額を公表する。

- ①新規公開会社の事業内容、経営成績、財政状態
 - ②新規公開会社の事業内容等について類似性が高いと幹事証券会社が判断する会社との比較
 - ③有価証券に対する投資に係わる専門的知識および経験を有すると幹事証券会社が認めるものの意見
 - ④売買価格または気配が公表されている場合の当該売買価格または気配
 - ⑤その他仮条件の決定に関して参考となる資料または意見
- ### (2) 需要の調査

各幹事証券会社は仮条件をもとに、投資家からの需要の調査・集計を行い、主幹事証券会社は各幹事証券会社

からの報告を集計し、需要の積み上げを行う。

(3) 公開価格の決定

主幹事証券会社は、新規公開会社と協議の上、投資家からの総需要、市場の状況、期間リスクなどを総合的に勘案し、公開価格を決定する。

上記の手順を見ると、公開価格の決定に関して、入札方式において（少なくとも制度上は）副次的な役割しか果たしていなかつた主幹事証券会社が、ブックビルディング方式においては中心的な役割を期待されていることが明らかである。また（1）の③や（2）から、ブックビルディング方式では機関投資家が公開価格決定に関与する余地ができたことが分かる。つまり、価格決定の透明性と公開株式配分の公平性に主眼をおいた入札方式では個人投資家が中心的な役割を果たしていたが、価格水準の妥当性を重視するブックビルディング方式では、企業評価能力がより高く、市場状況を熟知している機関投資家や主幹事証券会社に公開価格決定の主役が移ったと考えることができるだろう。

3 ブックビルディング方式による新規店頭登録銘柄について

本節では、店頭本則銘柄について初めてブックビルディング方式が用いられた平成九（一九九七）年九月三〇日から平成一〇（一九九八）年四月九日の間に新規店頭登録された銘柄について、主幹事シェア、月別登録状況、初期收益率、公開価格からの騰落状況の推移、初値からの騰落状況の推移、流動性（＝売買回転率）などについて述べる。なお、使用したデータは「証券業報」の各月号に掲載されている「最近の新規公開状況」を用いた。^{〔3〕}また、上記の期間に新規登録された銘柄数は三三三であった。（なお、特別銘柄が一つ含まれる。）

（1）主幹事シェア

図1は平成九（一九九七）年九月三〇日から平成一〇（一九九八）年四月

九日までの間に、新規店頭登録された銘柄の主幹事シェアを示したものである。主幹事シェアが最も高かつたのは野村証券であり、四〇%（一三銘柄）を占めている。次いで、大和証券の一八%（六銘柄）、日興証券の一二%（四銘柄）、新日本証券の九%（三銘柄）、国際証券と和光証券はそれぞれ六%（二銘柄）ずつ、その他九%（三銘柄）（山一証券、コスモ証券、勧角証券が各一銘柄ずつ）となっている。野村証券のシェアが四〇%と群を抜いて大きく、大和証券、日興証券の三社を合計すると、七割ものシェアを占めている。

（2）登録銘柄の状況

表1は平成九（一九九七）年九月三〇日から平成一〇（一九九八）年四月九日までの間に新規店頭登録された銘柄について、公開株式数・公開価格・

初値・公開価格からの騰落率・公開日の売買高・公開日の売買回転率（＝売買高／公開株式数）・公開日の時価総額、および一か月後から六か月までの株価・公開価格からの騰落率・初値からの騰落率・各月ごとの一日平均売買高・売買回転率（＝一日平均売買高／公開株式数）をまとめたものである。

店頭本則銘柄でブックビルディング方式が初めて用いられたのは「フォトロン」である。平成九年九月は「フォトロン」一銘柄だけであったが、同年一〇月には一一銘柄、同年一一月には一〇銘柄、同年一二月には七銘柄

表1 ブックビルディング方式による新規店頭登録銘柄
(平成9年9月30日から平成10年4月9日までの新規登録分)

(出所)『証券業報』各月号より作成

銘柄名	日本パレット ホール	モンテカルロ	橋本紡業	かねもり	モリタックス	秋川牧園	大洋基礎工業	フェゴテクス 二十一	コモ	共信電気
主幹事証券	国際証券	野村證券	大和証券	野村證券	新日本証券	野村證券	新日本証券	野村證券	野村證券	野村證券
公開日	H9.11.7	H9.11.7	H9.11.10	H9.11.11	H9.11.13	H9.11.19	H9.11.20	H9.11.21	H9.12.2	H9.12.3
公開株式数(千株)	1,200	800	900	1,050	758	700	750	1,125	600	850
<公開価格>(円)	370	550	410	300	1,300	600	400	1,500	420	920
<初値>(円)	375	561	460	245	1,450	615	410	1,600	450	960
<公開価格-初値>(円)	5	14	50	▲55	150	15	10	100	30	40
公開価格からの騰落率(%)	1.4	2.5	12.2	▲18.3	11.5	2.5	6.7	7.1	4.3	-
(売買高)(千株)	165	125	220	133	573	82	131	359	198	308
(売買高/公開株式数)×100%	13.8	15.6	24.4	12.7	75.6	11.7	17.5	31.9	33.0	26.2
時価総額(千円)	3,187,500	1,815,460	2,698,293	1,702,750	6,670,000	2,570,085	1,680,180	12,000,000	1,350,000	3,820,800
<1か月後騰価>(円)	310	548	699	306	1,470	610	350	1,290	430	735
公開価格からの騰落率(%)	▲16.2	▲0.4	70.5	2.0	13.1	1.7	▲12.5	▲14.0	2.4	▲20.1
初値からの騰落率(%)	▲17.3	▲2.8	52.0	24.9	1.4	▲0.8	▲14.6	▲19.4	▲4.4	▲23.4
(1日平均売買高)(千株)	19.5	13.8	47.1	42.6	61.7	9.3	13.4	54.0	23.6	25.9
(1日平均騰落率/公開株式数)×100%	1.6	1.7	5.2	4.1	8.1	1.3	1.8	4.5	3.9	3.0
<2か月後騰価>(円)	272	550	751	308	1,430	610	400	1,560	510	1,300
公開価格からの騰落率(%)	▲26.5	0.0	83.2	2.7	10.0	1.7	0.0	4.0	21.4	41.3
初値からの騰落率(%)	▲27.5	▲25	63.3	25.7	▲1.4	▲0.8	▲2.4	▲2.5	13.3	25.4
(1日平均売買高)(千株)	7.8	3.1	4.6	2.7	11.2	2.3	3.7	21.1	3.2	42.0
(1日平均騰落率/公開株式数)×100%	0.7	0.4	0.5	0.3	1.5	0.3	0.5	1.9	0.5	4.9
<3か月後騰価>(円)	320	570	960	310	1,670	605	400	2,120	590	1,310
公開価格からの騰落率(%)	▲13.5	3.6	134.1	3.3	28.5	0.8	0.0	41.3	40.5	42.4
初値からの騰落率(%)	▲14.7	1.1	108.7	26.5	15.2	▲1.6	▲2.4	32.5	31.1	36.5
(1日平均売買高)(千株)	4.1	5.5	1.7	2.9	28.9	2.2	3.7	24.9	9.6	16.7
(1日平均騰落率/公開株式数)×100%	0.3	0.7	0.2	0.3	3.8	0.3	0.5	2.2	1.6	2.0
<4か月後騰価>(円)	370	470	1,000	335	1,800	623	398	1,950	600	1,230
公開価格からの騰落率(%)	0.0	▲14.5	143.9	11.7	38.5	3.8	▲0.5	30.0	42.9	33.7
初値からの騰落率(%)	▲1.3	▲16.7	117.4	36.7	24.1	1.3	▲2.9	21.9	33.3	28.1
(1日平均売買高)(千株)	14.2	3.6	2.6	3.5	8.4	1.1	1.1	4.8	2.6	9.7
(1日平均騰落率/公開株式数)×100%	1.2	0.5	0.3	1.1	0.2	0.1	0.4	0.4	0.4	1.1

銘柄名	日本ライフイン	パスポート	オリジン東秀	ローヴェ	マスターnett (附割)	新興通信建設	ニチリヨク	ウヂエスコ	富士テクニカ
主幹事証券	コスマ証券	大和証券	勤販証券	野村證券	野村證券	大和証券	日興証券	和光証券	
公開日	H9.12.8	H9.12.10	H9.12.18	H9.12.24	H9.12.25	H10.2.20	H10.3.10	H10.3.12	
公開株式数(千株)	1,650	860	850	760	1,220	1,350	800	850	1,100
<公開価格>(円)	1,060	230	290	1,700	200,000	250	360	430	570
<初値>(円)	1,100	250	321	1,550	236,000	361	450	500	705
<公開価格-初値>(円)	40	20	31	▲150	36,000	111	70	70	135
公開価格からの騰落率(%)	3.8	8.7	10.7	▲8.8	18.0	44.4	18.4	16.3	23.7
(売買高)(千株)	323	396	388	190	776	683	552	423	1,269
(売買高/公開株式数)×100%	19.6	46.0	45.6	25.0	63.6	50.6	49.8	53.1	115.4
時価総額(千円)	13,460,656	1,317,500	1,701,942	6,835,500	1,534,000	3,501,700	2,016,337	1,800,000	5,216,961
<1か月後騰価>(円)	940	230	293	1,710	345,000	362	401	480	790
公開価格からの騰落率(%)	▲11.3	0.0	1.0	0.6	72.5	44.8	5.5	11.6	36.5
初値からの騰落率(%)	▲14.5	▲8.0	▲8.7	10.3	46.2	0.3	▲10.9	▲4.0	10.6
(1日平均売買高)(千株)	32.9	30.5	27.0	47.4	134.6	103.7	58.7	52.1	179.1
(1日平均騰落率/公開株式数)×100%	2.0	3.5	3.2	6.2	11.0	7.7	7.3	6.1	16.3
<2か月後騰価>(円)	1,360	322	415	1,600	305,000	370			
公開価格からの騰落率(%)	28.3	40.0	43.1	▲5.9	52.5	48.0			
初値からの騰落率(%)	23.6	28.8	29.3	3.2	29.2	2.5			
(1日平均売買高)(千株)	68.6	41.6	24.8	6.7	12.7	4.9			
(1日平均騰落率/公開株式数)×100%	4.2	4.8	2.9	0.9	1.0	0.4			
<3か月後騰価>(円)	2,030	240	695	1,450	317,000				
公開価格からの騰落率(%)	91.5	4.3	139.7	▲14.7	58.5				
初値からの騰落率(%)	84.5	▲4.0	116.5	▲6.5	34.3				
(1日平均売買高)(千株)	90.5	14.0	20.1	1.7	11.6				
(1日平均騰落率/公開株式数)×100%	5.5	1.6	2.4	0.2	1.0				

(内、特則銘柄を一つ含む)となつてゐる。

しかし、平成九年秋以降の店頭市場の低迷、

そして同年一一月の山一証券の破綻などの

影響もあり、公開の延期も相次いだ。平成

一〇（一九九八）年については、通年で五

年ぶりに新規店頭登録銘柄が一〇〇社を下

回ることが予想されており、また五月の新

規登録銘柄は一二年ぶりにゼロになる見通

図2 初期收益率の分布
(サンプル数: 33)

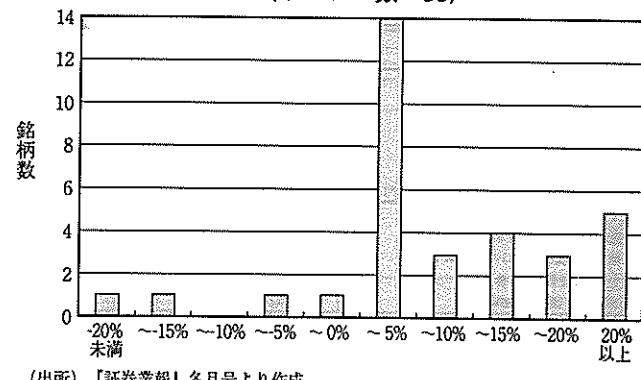


表2 基本統計量 (公開価格からの騰落率)

初期收益率	1か月後	2か月後	3か月後	4か月後	5か月後	6か月後	
平均	12.03	9.26	18.50	29.89	33.90	42.89	-14.14
標準誤差	5.93	7.62	11.99	12.61	20.26	40.19	24.76
中央値	4.11	1.03	1.88	3.64	12.44	6.61	-0.37
標準偏差	34.05	43.76	65.65	67.93	99.27	150.37	49.52
分散	1,159.58	1,914.87	4,309.37	4,614.24	9,854.14	22,610.23	2,452.69
尖度	22.43	12.60	17.61	7.43	14.71	11.22	2.51
歪度	4.31	3.04	3.74	2.36	3.50	3.20	-1.46
範囲	221.43	262.14	390.86	355.86	524.62	618.94	114.17
最小	-35.71	-56.43	-63.71	-63.00	-71.76	-76.08	-85.00
最大	185.71	205.71	327.14	292.86	452.86	542.86	29.17
標本数	33	33	30	29	24	14	4

(出所)『証券業報』各月号より作成

しと伝えられている。⁽⁶⁾

(3) 初期收益率と分布状況

図2は初期收益率の分布状況を示したものである。また、表2には公開価格からの騰落率についての基本統計量がまとめられている。ブツクビルディング方式により公開価格が決定された三三銘柄についての初期收益率は、平均で一二・〇三%となつており、中央値は四・一%である。また、初期收益率の最大値は一八五・七一%（ヤフー）であり、最小値はマイナス三五・七一%（アトラス）となつていて。図2を見ると、初期收益率が二

〇%以上であつたものが五銘柄ある一方で、初期收益率がマイナスであつたものが四銘柄であつた。最も多く分布している区間は〇%以上～五%未満の間で一四銘柄となつておき、次いで一〇%以上の区間の五銘柄、一〇%以上～一五%未満の四銘柄、五%以上～一〇%未満、一五%以上～二〇%未満のそれぞれ三銘柄、マイナス二〇%未満、マイナス二〇%以上～一五%未満、マイナス一〇%以上～マイナス五%未満、マイナス五%以上～〇%未満のそれぞれ一銘柄ずつとなつていて。

(4) 公開後の価格の推移

① 公開価格からの騰落状況

表2は公開価格からの騰落率について基本統計量をまとめたものである。また、図3は公開価格からの騰落率の月別推移を、騰落率の平均値（実線）および中央値（点線）それについて示したものである。なお、公開からの経過期間が長くなるに従つて、サンプルとなる銘柄数が減少していることに注意する必要がある。

公開価格からの騰落率について平均値の推移を見ると、公開時の初値との比較（初期收益率）では一二・〇三%の上昇、一ヶ月後の株価との比較では九・二六%の上昇、二ヶ月後では一八・五〇%の上昇、三ヶ月後では二九・八九%の上昇、四ヶ月後では三三・九〇%の上昇、五ヶ月後では四二・八九%の上昇、六ヶ月後では一四・一四%の下落となつていて。また公開価格からの騰落率について中央値の推移を見ると、初値との比較では

四・一・一%の上昇、一か月後では一・〇三%の上昇、二か月後では一・八八%の上昇、三か月後では三・六四%の上昇、四か月後では一二・四四%の上昇、五か月後では六・六一%の上昇、六か月後では〇・三七%の下落となっている。

ただし、平均値および中央値の推移を検討するにあたって、本稿作成時点ではブックビルディング方式を用いた新規店頭登録銘柄で六か月以上経過していたものが四銘柄と少なかつたこと、そのうち一銘柄（アトラス）が大きなマイナス値を示していた影響に注意する必要があるだろう。

次いで、表5には公開価格からの月別騰落状況がまとめられている。公開時点では、公開価格からの上昇銘柄は二九銘柄と九割近くが上昇していたのに対して、下落銘柄は四銘柄であった。一か月後では、上昇していたものが一九銘柄であつたのに対して下落していたものが一三銘柄である。二か月後では、上昇が二〇銘柄に対しても下落が一〇銘柄、三か月後では上昇が二三銘柄に対しても下落が七銘柄、四か月後では上昇が一七銘柄に対しても下落が七銘柄、五か月後では上昇が九銘柄に対しても下落が五銘柄、六か月後では上昇が二銘柄に対しても下落が二銘柄となっている。

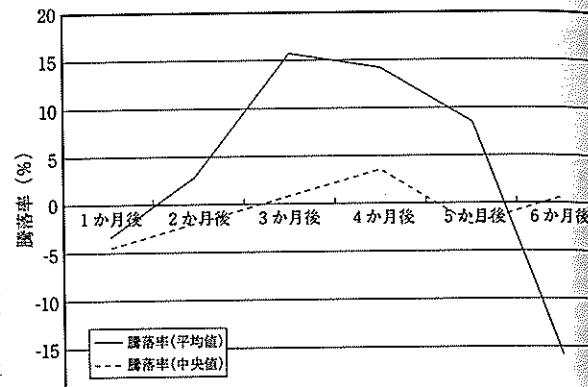
公開価格からの騰落率の推移について検討すると、サンプルが特に少なかつた六か月後を除いて、平均値、中央値ともに公開価格を下回るマイナスの収益率を示すものはなかつた。また、公開価格からの月別騰落状況について見ると、期間が長くなるに従つて下落銘柄の比率が高くなる傾向がある。この点については、ブックビルディング方式導入当初の銘柄に公開当初から公開価格を下回る株価を付け続けているものが一銘柄含まれていることを考慮すると、導入初期の銘柄を除けば公開価格を一貫して下回る銘柄は少ないことが分かる。

表3 基本統計量（初値からの騰落率）

	1か月後	2か月後	3か月後	4か月後	5か月後	6か月後
平均	-3.19	3.48	15.80	14.33	8.74	-15.68
標準誤差	3.49	4.76	7.33	8.48	14.07	20.57
中央値	-4.44	-1.20	1.06	3.52	-2.18	0.61
標準偏差	20.08	26.05	39.46	41.57	52.66	41.14
分散	403.05	678.35	1,557.16	1,727.81	2,772.94	1,692.83
尖度	1.28	-0.19	0.97	1.00	0.59	3.55
歪度	1.07	0.21	1.07	0.56	0.66	-1.86
範囲	84.18	108.46	158.96	189.15	201.08	89.39
最小	-32.22	-45.20	-42.44	-71.76	-76.08	-76.67
最大	51.96	63.26	116.51	117.39	125.00	12.73
標本数	33	30	29	24	14	4

(出所) 表2に同じ

図4 初値からの騰落率



(出所) 『証券業界』各月号より作成

② 初値からの騰落状況

表3は初値からの騰落率について基本統計量をまとめたものである。また、図4は初値からの騰落率の推移を、騰落率の平均値（実線）および中央値（点線）それれについて示したものである。なお前項と同様に、公開からの経過期間が長くなるに従つて、サンプルとなる銘柄数が減少していることに注意する必要がある。

初値からの騰落率について平均値の推移を見ると、一か月後の株価との比較では三・一九%の下落、二か月後では三・四八%の上昇、三か月後では一五・八〇%の上昇、四か月後では一四・三三%の上昇、五か月後では八・七四%の上昇、六か月後では一五・六八%の下落となつてある。また初値からの騰落率について中央値の推移を見ると、一か月後では四・四四%の下落、二か月後では一・二〇%の下落、三か月後では一・〇六%の上昇、四か月後では三・五二%の上昇、五か月後では二・一八%の下落、六か月後では〇・六一%の上昇となつてある。

ただし前項と同様に、初値からの騰落状況の推移を検討するにあたって、本稿作成時点ではブックビルディイン

グ方式を用いた新規店頭登録銘柄で六か月以上経過していたものが四銘柄と少なかつたこと、そのうち一銘柄（アトラス）が大きなマイナス値を示していることに注意する必要がある。

表4 公開価格・初値からの騰落状況

	公開時	1か月後	2か月後	3か月後	4か月後	5か月後	6か月後
上昇銘柄数(%)	29	19	20	22	17	9	2
下落銘柄数(%)	4	14	10	7	7	5	2
初値からの上昇銘柄数(%)	12.1	42.4	33.3	24.1	29.2	35.7	50.0
初値からの上昇銘柄数(%)	11	13	15	14	7	2	
下落銘柄数(%)	22	17	14	10	7	2	
全銘柄数	33	33	30	29	24	14	4

(出所) 表2と同じ

次いで、表4には初値からの月別騰落状況がまとめられている。一か月後では、初値と比較して上昇していたものが一銘柄であったのに対しても下落していたものが二銘柄である。二か月後では、上昇が一三銘柄に対して下落が一七銘柄、三か月後では上昇が一五銘柄に対して下落が一四銘柄、四か月後では上昇が一四銘柄に対して下落が一〇銘柄、五か月後では上昇が七銘柄に対して下落が七銘柄、六か月後では上昇が一銘柄に対して下落が二銘柄となっている。

初値からの騰落率の推移について検討すると、公開から一か月後は平均値、中央値とともにマイナスの収益率を示しており、初値から若干の下方調整が一旦なされる傾向にあると思われる。平均値については、一か月後から五か月後までの間、別騰落状況を見ると、一か月後には約三分の一の銘柄が下落している。その後、二か月目以降は、上昇銘柄と下落銘柄はほぼ半数ずつである。以上から、初値が付いた後、一か月後には一旦下落するものの、その後平均的に見ると初値を若干上回る程度で安定な株価を付ける傾向にあることがうかがわれる。

表5 基本統計量(流動性)
* 流動性 = (1日平均売買高)/(公開株式数)(= 売買回転率)

	公開時	1か月後	2か月後	3か月後	4か月後	5か月後	6か月後
平均	430.42	5.33	1.19	1.15	0.93	0.71	0.53
標準誤差	395.05	0.25	0.26	0.25	0.26	0.26	
中央値	32.37	4.47	0.55	0.49	0.44	0.40	0.33
標準偏差	2,269.39	3.72	1.36	1.40	1.23	0.98	0.51
分散	5,150,133.41	13.83	1.86	1.95	1.50	0.95	0.26
尖度	32.99	2.68	2.54	3.21	7.77	11.30	3.14
歪度	5.74	1.55	1.88	1.91	2.80	3.26	1.76
範囲	13,064.69	14.95	4.76	5.34	5.08	3.84	1.12
最小	6.74	1.33	0.18	0.15	0.15	0.11	0.17
最大	13,071.43	16.28	4.94	5.48	5.22	3.96	1.28
標本数	33	33	30	29	24	14	4

(出所) 表2と同じ

表6 流動性の推移

	公開時	1か月後	2か月後	3か月後	4か月後	5か月後	6か月後
売買回転率	430.42	5.33	1.19	1.15	0.93	0.71	0.53
対公開時(%)		1.24	0.28	0.27	0.22	0.16	0.12

(出所) 表2と同じ

(5) 流動性の推移

表5は流動性(= 売買回転率)の基本統計量についてまとめたものである。また、表6は流動性の推移について示したものである。

表5から公開時には一日で公開株式数の四倍以上の売買が行われているが、一か月後の時点では(一か月平均の)一日当たりの平均売買高は公開株式数のわずか五・三三%、二か月後には一・一九%、三か月後には一・一五%、四か月後には〇・九三%、五か月後には〇・七一%、六か月後には〇・五三%しか売買が行われていない。ブックビルディング方式導入の目的の一つに、流通市場での取引を円滑にすることが挙げられているが、上記の数値を見る限りでは、目的が十分に達成されたとは言い難い。

ブックビルディング方式による新規店頭登録銘柄について、導入目的の達成状況はどのように評価できるだろうか。ブックビルディング方式導入当初のいくつかの銘柄については、貫して公開価格や初値を下回っているものもあるが、公開価格や初値と比較して安定した株価の推移を示す銘柄が徐々に多くなっており、ブックビルディング方式によって妥当な価格水準を達成・維持しようという目的については、ある程度達成されていると言えるだろう。一方、流通市場での円滑な取引を実現するという目的については、公開時点を除いて流動性は大変

低く、目的が達成されたとは言い難い。現在、日本証券業協会が店頭株のマーケットメーカーを主幹事証券会社に義務づけることを検討しているが、意見の集約は進んでいない模様である。⁽⁷⁾今後、流通市場におけるマーケットメーカー制が機能するようになつて、発行市場におけるブックビルディング方式と併せて、店頭市場を活発化させる車の両輪となることが期待される。

- (1) 「株式公開制度の改善策」、「証券業報」平成九年四月号、など参照。
- (2) 前掲文献、および「株式公開制度の改善策に係るブックビルディング方式の導入等に伴う「店頭売買有価証券の登録および価格の公表等に関する規則」(公正慣習規則第二号)⁽⁸⁾等の一部改正について」、「証券業報」平成九年九月号、など参照。
- (3) ブックビルディング方式による株式公開を行つた銘柄に関しては、公開後六か月までの間、株価、売買高等が「証券業報」等において公表されることになっている。(「株式公開制度の改善策」、「証券業報」平成九年四月号、など参照。)
- (4) 平成九年九月一七日付「日本経済新聞」、同年一〇月一五日付「日本経済新聞」など参照。
- (5) 平成一〇年四月二四日付「日本経済新聞」
- (6) 平成一〇年五月八日付「日経金融新聞」
- (7) 平成一〇年四月九日付「日本経済新聞」