

証研

レポート



No.1567

1999年2月

普通社債市場の課題と展望(1) 松尾 順介 (1)

SET導入後の機関投資家の取引費用 吉川 真裕 (13)

中国深圳のA株市場（中）
－「8・10事件」（股市風波）と発展時期を中心に－
王 東明 (27)

米国ATS規制の最終案（上） 清水 葉子 (36)

新規店頭登録株の中期パフォーマンス 岡村 秀夫 (48)

財団法人 日本証券経済研究所

普通社債市場の課題と展望（1）

松尾 順介

国内公募普通社債の発行額が急速に拡大している。すなわち、一九九八年の発行額は、年初から月間一兆円を超える起債が相次ぎ、暦年ベースでは一二兆七八四九億円に達し、初めて一〇兆円を上回るとともに、過去最高の起債額となつた。一九八〇年代においてすら年間発行額が一兆円に満たない市場であつたことを振り返れば、最近の拡大は単に急速だけでなく、平成不況の下、企業の設備投資が冷え込む中で生じていることが注目される。なぜならば、この普通社債市場の拡大は、企業の銀行借入低下と連動しており、直接金融シフトにつながっているからである。

確かに、八〇年代以降大企業の資金調達構造には、間接金融から直接金融へのシフトがみられたが、その際の直接金融手段は、株式発行およびエクイティ関連債であり、バブル崩壊後は急速にそれも低下している。したがって、負債だけをとつてみると、銀行融資主導の構造であることに変わりなく、メインバンク制も維持された。しかし、最近の普通社債発行の拡大は、後述するように負債構造自体が銀行融資から普通社債へとシフトしていることを表しており、メインバンク制そのものを揺るがす可能性をもつていて。なぜならば、それは単に社債発行による調達資金が金融機関借入金返済に充当されるだけでなく、メインバンクからの借入金返済に充当されているからである。例えば、銀行系証券子会社は、親銀行と事業会社とのメインバンク関係を背景に、社債発行の引受主幹事を獲得しており、社債発行にもメインバンク関係が影響を及ぼしている側面があるが、そのような場合でも、その発行会社は普通社債による調達資金の一部をその銀行系証券子会社の親銀行に返済しており、メインバンクとの融資関係は低下している。すなわち、銀行系証券子会社の主幹事による社債発行であつても、それがメインバンク関係を弛緩させる可能性をもつてているのである。⁽¹⁾ したがって、社債発行の拡大は、単に量的な市場拡大ではなく、メインバンク制に代表される企業金融システムそのものの変化を惹起させるものであり、日本型経済システムに対してもインパクトをもつものとなりうるのである。

現在の社債市場の拡大には、このような意味があるが、その具体的な背景として、金利低下による起債環境の好転や償還資金の調達需要といった要因もあるものの、制度的要因を無視することはできない。すなわち、九年商法改正によって、長年にわたつて社債市場を規制してきた社債受託制度が改革され、大幅な規制緩和が実現したことが大きく作用している。なぜならば、この制度改革によつて、社債受託手数料を中心に行きコストの大幅な低下が実現したからである。そして、この制度改革は社債市場の量的拡大の契機となつただけでなく、後述するように社債市場のあり方を変えるという点でも大きな意味をもつものであった。この社債受託制度がどのようにして社債市場を規制し、そこでの役割が何であつたのか、さらにその規制緩和はいかなる力学のもとに実現したのかについては、別稿で詳しく考察したので、それに委ねることとするが、このような制度改革の結果、社債市場の中心的課題は、制度面から市場参加者のあり方に移行したといえる。つまり、発行会社、投資家、引受証券会社および格付け機関といった市場参加者、さらには融資という面で社債と競合する銀行のあり方や行動が、市場原理に即したものとなるかどうかが、市場を展望する上で鍵となる。

このような観点からこれら市場参加者のあり方や行動を見ると、現状では必ずしもそのような行動が貫かれていない側面も見られ、それが発行条件の決定や市場の厚みや広がりを偏つたものとしているが、私見ではこれら

の偏りは徐々に是正される方向にあると考えられる。したがって、本稿では、まず規制緩和後の市場の拡大を簡単に概観した上で、市場参加者の変化を考察し、それぞれの参加者の抱える課題を指摘する。そして、最後に今後の社債市場を展望する。

なお、本稿ではとくに断りのない限り、普通社債は国内公募発行を対象として論議し、私募は対象としない。また、場合によっては、国内公募普通社債を単に社債と略している。

1 規制緩和と市場の拡大

前述のように、九八年国内普通社債市場は一〇兆円市場となり、また残高では四〇兆円を上回る規模となつてゐる。この間の変化を発行額ベースでみると、まずバブル期には社債発行の主流であつた国内転換社債および海外ワランツ債に代わって、普通社債が主流となつたことが注目される。因みに、八九年度のバブルのピーク時には国内転換社債と海外ワランツ債は合計一五兆九〇九三億円に達し、全社債発行の実に七七・九%を占めていたが、九七年度には二七三五億円、二・四%にまで低下し、一〇〇分の三程度に縮小した。これに代わって国内外の普通社債は同じ期間に、一兆八四八九億円から一〇兆三〇六九億円、シェアで九・〇%から九三・二%へと約一〇倍の拡大をみた。言うまでもなく、この背景はバブル崩壊後の株価低迷であるが、かつて株式発行を含めてエクイティ・ファイナンス偏重といわれていた、日本企業の資金調達構造が大きく変化したことは明らかである。

しかし、それ以上に注目されることは、かつて八〇年代の普通社債発行は海外が主流であり、「国内普通社債市場の空洞化」といわれる事態が生じたが、現在では国内に普通社債発行は回帰しており、空洞化といわれる事態は解消したことである。例えば、八九年度では海外発行一兆一一九九億円に対して国内発行七二九〇億円で、海外発行が五〇%程度国内発行を上回つており、この傾向は電力債を除く一般社債についてはさらに顕著で、国内発行はわずか三六〇億円に過ぎず、海外発行七七三六億円の二〇分の一以下であった。いわば一般企業にとつて国内普通社債市場は傍流の中の傍流であり、「存在しないに等しい」状況であった。しかし、その一般債の国内発行は九八年度では六兆八五四五億円へと拡大し、海外発行の六倍以上となると同時に、全社債発行の六一・〇%を占め、一般企業にとつて直接金融手段の主流に位置づけられるに至つている。

このように国内普通社債発行は、わずか一〇年足らずの間に金額ベースで一二倍、社債市場に占めるシェアでは二二倍に拡大し、特に一般債だけを取り出してみると、それぞれ金額で一九〇倍、シェアで三一〇倍と急拡大したことがわかる。

では、なぜ国内普通社債市場はかつての「存在しないに等しい」状況から社債市場のみならず直接金融の主流へと急成長を遂げたのだろうか。その要因として、株価低迷によるエクイティ・ファイナンスの停滞やかつてない長期金利の低下など、普通社債市場を取り巻く環境が大きく変化し、それがプラス要因となつたことも無視できないが、他方で長引く景気低迷のもと、企業の設備投資は低下傾向にあり、企業の資金需要の冷え込みは大きなマイナス要因であつたはずである。因みに、経済企画庁調査局『法人企業動向調査報告』（九八年一一月）によると、全産業の設備投資の伸び率は九一年以降、九五年度と九六年度を除いてすべてマイナスであり、この間の平均伸び率はマイナス二・六%，製造業ではマイナス四・〇%と厳しい冷え込みが続くなかで、普通社債市場は拡大している。

したがつて、この市場拡大の要因は、社債市場内部に求められなければならない。すなわち、九〇年代の社債

制度改革が大きなプラス要因となつてゐることである。九〇年代の社債制度改革は、社債発行限度枠、適債基準、財務制限条項設定、有担保原則など、従来社債市場を規制してきたさまざまな原則や基準の緩和ないし撤廃として推し進められたが、その中でも最も重視されるべきは、九三年商法改正に結実した社債受託制度の改革である。なぜならば、社債受託制度こそが今まで社債市場を規制してきた制度的核心であり、この制度によつて社債市場は外観的には直接金融手段でありながら、その内実において間接金融の一環に組み込まれてきた。すなわち、間接金融優位の戦後日本の金融構造において、社債は直接金融を補完する限界的資金調達手段に位置づけられるとともに、その市場としての自立的発展を阻止されてきた。とくに民間の資産形成が低位であつた戦後復興から高度成長期には、銀行は社債受託制度を通して社債市場をマクロ的かつミクロ的に規制すると同時に、受託銀行を筆頭とした消化構造を形成することで社債を協調融資の変形（社債の協調融資化）とした。そして、高度成長期以降、民間貯蓄が拡大し、銀行中心の消化構造が崩れ、個人投資家あるいは機関投資家中心の消化構造が形成され、また七〇年代後半から各方面で金融自由化が進展するとともに、他方では銀行融資と競合する社債市場の発展を阻害に固執し、一方で高率の受託手数料を徴求するとともに、社債市場は企業金融にとつて「存在しないに等しい」状況を呈したのである。

このような社債市場の低迷を背景として、七〇年代から社債制度改革の必要性が証券取引審議会などでも唱えられたが、その改革は遅々として進まなかつた。なぜならば、社債受託制度は、単に社債市場に対する規制的役割を果たしていただけなく、高率な受託手数料や間接金融中心の企業金融構造の維持といった点で社債受託会社、すなわち興長銀を中心とする大手銀行の既得権益となつていていたからである。そして、八〇年代海外発行の拡大によつて国内普通社債市場が空洞化するにつれ、この既得権益はその性格を変化させた。すなわち、金融制度受託制度による高率の受託手数料回避を目的とした海外シフトであった。⁽³⁾

改革論議の中で、社債受託制度はこれら銀行の交換材料という政治的性格を強め、これら銀行は社債受託制度改革と引き換えに証券業務、なかでも引受業務への参入を要求した。その結果、九三年商法改正で社債受託制度改革が実現したが、それはまさに金融制度改革が業態別子会社相互参入という形で決着し、その参入第一陣として興長銀が選ばれたのと軌を一にしている。したがつて、九三年以降の社債市場は受託制度改革という最大の制度的課題を克服し、その結果従来の受託手数料は大幅に引き下げられることとなり、起債の国内回帰も促進された。もともと八〇年代に国内市場の空洞化が進展した際も、一部の国際優良銘柄を除けばその投資家は国内投資家であつたことからも明らかのように、ユーロ市場などの海外市場は「貸し座敷」に過ぎず、国内の規制、とりわけ受託制度による高率の受託手数料回避を目的とした海外シフトであった。

このようにみると、九三年商法改正以降、社債市場においては従来の制度的障害が克服され、市場は参加者の自由な競争に委ねられたわけであるが、それは引受証券会社にとって銀行系証券子会社を含めた厳しい引受競争を意味するものであり、その結果過当競争ないし横並び的な競争が市場を歪める事態も見られ、また他方では受託制度が改革されたことを契機として、従来のデフォルト債の受託銀行一括買取り処理も行われなくなつたことから、投資家の投資行動が保守的になり、これによつて市場に偏りが見られることにもなつた。したがつて、社債市場の課題の中心は、制度的課題からこれらの市場参加者の行動やあり方そのものに移つたといえる（ただし、後述するように、制度的な課題がなくなつたわけではない）。以下、各市場参加者それぞれの変化と課題を考察する。

表1 企業金融に占める社債の

年度	国内主要企業				
	社債残高(A1)	普通社債残高(推計値)(A2)	短期借入金残高	長期借入金残高(B)	長短合計(C)
1970年	27,093	23,054	84,066	104,180	188,246
1980年	102,094	73,874	230,814	250,824	481,538
1990年	360,484	63,822	367,602	284,124	651,726
1991年	400,061	67,975	379,916	307,049	686,965
1992年	389,606	75,983	387,926	321,661	709,587
1993年	410,798	90,699	366,431	344,066	710,497
1994年	414,511	110,630	359,319	346,131	705,450
1995年	408,244	130,481	344,170	340,122	684,292
1996年	403,250	144,713	335,729	331,582	667,311
1997年	408,693	177,172	338,989	333,211	672,200

(注) 国内主要企業は、年度によって対象企業数が異なるが、約600社の合計。

社債残高(A1)は転換社債・ワラント債、私募債、外債などを含む。普通社債率(=国内公募普通社債残高/国内公募普通社債・転換社債・ワラント債・私募債社債残高に乘じて算出した)。

(資料) 国内主要企業の社債および長短借入金額は三菱総合研究所「企業経営の分析」
普通社債発行額および現在額、転換社債、ワラント債、私募債残高は「公社債
外債残高は日銀『経済統計年報』各号。

比率(企業種、億円、%)

国内市場				国内全社	
A1/B	A2/B	A1/C	A2/C	普通社債発行額	普通社債現存額
26%	22%	14%	12%	6,083	29,108
41%	29%	21%	15%	9,935	87,938
127%	22%	55%	10%	20,660	99,000
130%	22%	58%	10%	24,267	112,465
121%	24%	55%	11%	38,200	142,968
119%	26%	58%	13%	29,790	162,927
120%	32%	59%	16%	32,650	187,102
120%	38%	60%	19%	57,192	231,456
122%	44%	60%	22%	56,360	271,737
123%	53%	61%	26%	87,995	342,079

残高(推計値)(A2)は、各年度の国内公募社債占有率
外債の残高合計)を社債残高に乘じて算出した。

、各年度版。
年鑑、各年度版。

表2 社債発行

	国内市場	
	80年代前半(担保付)	93年商法改正後 社債管理会社設置債・無担保
当初費用	引受手数料: 1円80銭 当初受託手数料: 30銭 当初登録手数料: 10銭 抵当権設定登録税: 25銭	18000万円 3000万円 1000万円 2500万円
	小計	24500万円
期中費用	利金支払手数料: 1円30銭 元金償還手数料: 50銭 信託手数料: 25銭	6370万円 5000万円 17500万円
	小計	28870万円
合計		53370万円
		9200万円

(注) 前提条件として、発行額100億円、期限7年、利率7%とした。

(資料) 「公社債年鑑」各号および野村証券資料による。

手数料比較

国内市場		ユーロ市場	
93年商法改正後 社債管理会社不設置債・無担保			
引受手数料: 40銭 財務代理人費用: 定額 発行事務代行手数料: 定額 当初登録手数料: 9銭	4000万円 100万円 500万円 900万円	引受手数料: 30銭 引受人諸経費払戻金: 定額 財務代理人当初費用: 定額 その他(弁護士費用等): 定額	3000万円 300万円 300万円 1400万円
小計	5500万円	小計	5000万円
期中事務代行手数料: 定額 利金支払手数料: 20銭 元金償還手数料: 10銭 財務代理人費用: 定額	420万円 980万円 1000万円 700万円	利金支払い手数料および 元金償還手数料は財務代 理人当初費用に含まれる	0
小計	3100万円	小計	5000万円
	8600万円		

2 発行会社の変化と課題

発行会社の変化としては、第一に負債構造が銀行借入から社債へと変化していることが挙げられる。そこで、三菱総合研究所『企業経営の分析』にもとづいて、国内主要企業の社債残高⁽⁴⁾と長短借入金残高を年度毎に比較すると（表1参照）、一九七〇年では、普通社債残高の長期借入金残高比（A2／B）は約一二%、また長短借入金残高比（A2／C）も約一二%であり、主要企業の負債構造が圧倒的に銀行借入中心であったことを示している。そして、この比率は八〇年でもそれぞれ二九%、一五%と顕著な増加はみられず、普通社債が限界的な資金調達手段に位置づけられていたことがわかる。九〇年代になると、バブル期のエクイティ関連債の急増から、これらを含む社債残高の長期借入金残高比（A1／B）は一〇〇%を上回り、また長短借入金残高比（A1／C）も五〇%を上回り、直接金融の比重は飛躍的に拡大したが、ただし普通社債残高の比率は、九三年までそれぞれ二〇%台、一〇%台を推移し、依然として拡大していない。普通社債の残高比が上昇し始めるのは、九四年以降であり、九七年にはそれぞれ五〇%、二六%に達している。また、九四年をピークに長期借入金残高は減少に転じている（長短合計でも九三年をピークに減少している）。これは九三年商法改正が市場拡大の契機となつていていることを示すとともに、企業金融が融資から普通社債へとシフトしていることを表している。すなわち、社債受託制度改革によって調達コストの低下した社債発行を拡大するこ

表3 新規銘柄数

	1991年度		1992年度		1993年度		1995年度		1996年度		1997年度		1998年度(上)	
	新規銘柄数	うち銀行系証券子会社 主幹事銘柄数	新規銘柄数	うち銀行系証券子会社 主幹事銘柄数										
1回債	0	0	5	0	16	0	49	17	56	30	46	30	36	12
2回債	2	0	6	0	7	0	37	18	39	25	50	30	29	11
3回債	0	0	4	0	2	0	22	9	25	11	37	23	24	14
計	2	0	15	0	25	0	108	44	120	66	133	83	89	37
総銘柄数	63	0	106	0	88	0	268	87	370	183	557	335	408	196

(資料)『公社債月報』各号より作成。

とによって、企業は銀行融資を圧縮し、「財務リストラ」を推し進めだといえる。因みに、社債受託制度改革によって、これに関連した手数料は、八〇年代前半の担保付社債と九三年商法改正以降の社債管理会社不設置の無担保債とを比較すると、約六分の一に引き下げられている（表2参照）。

第二に、その結果新規に資金調達手段として普通社債を選択する企業が増加していることが挙げられ、それは新規銘柄の増加となつて表われている。各社の普通社債には発行順に回号が付けられており、一回債が新規銘柄であるが、これを年度毎に集計すると、九一年度〇銘柄、九二年度五銘柄、九三年度一六銘柄と、三年間で二一銘柄に過ぎなかつたのに対し、九四年二〇銘柄、九五年四九銘柄、九六年五六銘柄と増加し、九七年は四六銘柄に減少したものの、九八年は上半期だけで三六銘柄と増加に転じている。すなわち、九四年度以降の四年半の期間で、年平均四六社、合計二〇七社が新たに普通社債市場に参入したことになる。これは社債のアベイラビリティが高まつていることを示すと同時に、市場の裾野が拡大していることを意味するものである。また、九七年の新規銘柄四六のうち、銀行系証券子会社を主幹事とする銘柄は三〇に達し、銀行系証券子会社がこの面で積極的に貢献していることも明らかである（表3参照）。

しかし、第三に、このような社債市場の裾野の拡大は、高格付け企業に限定されていることを付け加える必要がある。すなわち、適債基準が撤廃されたにもかかわ

らず、BBB格を下回るジャンク債の起債が行われないのみならず、この間 BBB格銘柄さえもほとんど発行停止状態にあり、BBB格企業ですら普通社債を資金調達手段としていない。この要因として、次の二点が指摘できる。一方では、最近の社債デイフォルト増加のために、機関投資家の投資行動が慎重になり、BBB格投資を忌避する傾向があるという点である。そのため BBB格社債は多少利回りを上乗せしても購入されないといわれている。生損保をはじめ、日本の機関投資家には社内規定などで BBB格以下を投資対象から除外している場合が多いからである。しかし、他方では BBB格企業自体が社債発行でなく融資を運営する傾向があるという側面が見逃せない。すなわち、社債市場における BBB格企業は格付けの低さのために、起債しようとしても高利回りを要求されるが、その反面銀行にとっては貸付を拡大させたい優良貸付先である場合が多く、むしろ貸付競争が生じているといわれている。例えば、AAA格ないしAA格の超優良企業への貸付の場合、銀行の格付けが低下しているために貸出は逆ザヤになる可能性があり、またCCC格以下の不良債権に位置づけられる企業は、早期内に応じた融資レートを算出しているが、それに比べて現実の融資レートは低いといわれている。もつとも、普通社債の利回りが信用不安を背景に急激に上昇しうるのに対して、融資レートは相対交渉によって設定されるために契約更改時にしか引き上げられず、さらに前述のような貸出競争も加わって、引き上げはより一層難しいという側面があるのは確かであるが、銀行がデイフォルト率に基づく金利を設定していないことが BBB格企業の資

金調達を銀行借入にシフトさせ、社債市場の裾野の拡大を阻害していることも確かである。したがって、BBB格企業の起債が低調な現状は、一方では機関投資家の投資行動に起因するものであると同時に、銀行の貸出行動に起因するものであり、発行会社の裾野の拡大は、機関投資家と銀行に委ねられているといえる。

(注)

- (1) 拙稿「普通社債発行とメインバンク」、『証券経済研究』、第一一号、一九九八年一月、参照。
- (2) 拙稿「社債受託制度の歴史的変化と役割の変化」、『証券経済研究』、第一七号、一九九九年一月、および同「金融制度改革と社債制度改革」、『証券経済研究』、第一八号、一九九九年三月（予定）、参照。
- (3) 前出、「金融制度改革と社債制度改革」、II章、参照。
- (4) ただし、同資料では、エクイティ関連債、私募債および海外発行もすべて社債として一括されているため、ここから国内普通社債だけの残高を推計する必要がある。その際、各年度の国内公募社債占有率（＝国内公募普通社債残高／国内公募普通社債・エクイティ関連債・私募債・外債の残高合計）をここでの社債残高に乗じて、主要企業の国内公募普通社債残高を算出した。また、九七年度の普通社債発行会社のうち六割程度がここで的主要企業に含まれている。

SETS導入後の機関投資家の取引費用

吉川 真裕

一九九七年一〇月一〇日のロンドン証券取引所における新取引システムSETS(Stock Exchange Electronic Trading Service)の導入は第一のビッグバンとも呼ばれ、一九八六年のビッグバン以来の大改革と位置づけられている。一九九八年三月には導入後四カ月間の取引状況を振り返り、取引状況の分析とこれに基づいたルール変更に関する協議文書が発行されており、五月にはこの協議文書に対する回答の検討とこれに基づくルール変更スケジュールが明らかにされた。他方、ロンドン証券取引所以外の機関によるSETSに関する二つのアンケート調査結果も公表されており、SETS導入後の取引状況はロンドン証券取引所による評価よりもかなり控えめなものであり、オーダードリブン方式の採用という点での評価は高いものの、実際の取引にあたっての使い勝手という点ではまだ十分に評価される状況には至っていない⁽¹⁾といふものであった。

本稿では、ロンドン証券取引所から公表されたアメリカのコンサルタント会社プレキサス・グループ(Plexus Group)による調査結果に基づき、イギリスの機関投資家にとってもアメリカの機関投資家にとっても一九九八年第一四半期にはSETS対象銘柄の取引費用が大幅に低下していること、そしてロンドン証券取引所による調査でも一九九八年第二四半期と第三四半期には機関投資家の取引費用がSETSを利用する⁽²⁾ことによって削減されていることを紹介する。

1 プレキサス・グループによる調査

機関投資家の取引費用に関する調査・研究を数多く発表しているアメリカのコンサルタント会社プレキサス・グループによる調査結果は、ロンドン証券取引所のインターネットサイトに要約されている⁽²⁾。この調査の経緯や詳細は述べられていないが、SETS導入前後の機関投資家の取引費用を比較するという目的から判断して、ロンドン証券取引所によつて依頼されたものと考へられる⁽³⁾。

この調査は一五社のイギリス機関投資家と二〇社のアメリカ機関投資家のサンプル・データに基づいており、SETS導入前の一九九七年第一四半期とSETS導入後の一九九八年第一四半期および第二四半期を対象期間として行われている。プレキサス・グループの分析では取引費用を目に見える費用としての委託売買手数料、隠れた費用としてのマーケット・インパクトと機会費用、の三つの要因の合計として計測しているのが特徴となつている⁽⁴⁾。

プレキサス・グループの調査結果によると、イギリスの機関投資家の取引費用はSETS導入前の一九九七年第一四半期の六〇ベーシスピントからSETS導入後の一九九八年第一四半期には一〇七ベーシスピントまで上昇していたが、一九九八年第二四半期には二五ベーシスピントに急激に低下しており、SETS導入前の一九九七年第一四半期の四二%の水準であった。他方、同様にして調べたアメリカの機関投資家の取引費用は一九九七年第一四半期の一三四ベーシスピントから一九九八年第一四半期の六六ベーシスピント、一九九八年第二四半期の五〇ベーシスピントへと傾向的に低下していた。

この結果から、イギリスの機関投資家の取引費用が一九九八年第一四半期に上昇していたのはオーダードリブン方式のSEAQに慣れ親しんできたイギリスの機関投資家がオーダードリブン方式のSETSに迅速に適応で

きなかつたためであり、逆にアメリカの機関投資家の取引費用が一九九七年第一四半期に高かつたのはオーダードリブン方式に慣れていたアメリカの機関投資家がクオートドリブン方式のSEAQにうまく対応できていなかつたためとも解釈できる。

ロンドン証券取引所による説明では、マーケットメーカーがSETTS 対象銘柄のマーケットメーカーの義務から開放され、選択的に顧客注文に対応するようになった結果、イギリスの機関投資家が慣れ親しんできた迅速な取引の費用が上昇したこと、そしてイギリスの機関投資家がSETTSを通さない従来通りの取引方法で取引しようとする比率が高かつたこと、の二つの要因が結果的に一九九八年第一四半期におけるイギリスの機関投資家の取引費用を高めることになつたと述べられている。他方、一九九八年第二四半期にイギリスの機関投資家の取引費用が急激に低下したのは、イギリスの機関投資家のSETTSを通じた取引の比率が大幅に上昇したこと、そしてイギリスの機関投資家がオーダードリブン方式に慣れ、より洗練された取引戦略を採用するようになつたこと、ロンドン証券取引所は紹介している。⁽¹⁵⁾

また、SETTS導入後にイギリスの機関投資家とアメリカの機関投資家の間で取引費用の格差が縮小したことについては、SETTS導入前には従来のマーケットメーカー制における透明性の欠如や当該制度に関する不慣れさ、他の先進国市場の二倍近いスプレッドの存在から、アメリカの機関投資家にとってイギリスは最も取引費用の高い市場であったが、SETTS導入後には取引費用は六三%低下し、一九九八年第三四半期にはSETTSを通じた取引の増加から取引費用がさらに低下していると推定される、というプレキサス・グループの調査結果を、ロンドン証券取引所は紹介している。

2 ロンドン証券取引所による調査

一九九八年一二月にロンドン証券取引所から発行された文書『SETTSを通じた機関投資家の取引費用分析』は六節からなり、第一節で分析結果の要約、第二節で分析手法が述べられた後、続く三つの節で当日中の取引費用（第三節）、数日にわたる忍耐強い取引（第四節）、取引銘柄（第五節）の分析結果がそれぞれ紹介され、第六節では問い合わせ先等の説明が追記されている。⁽¹⁶⁾

この調査は複数の会員業者の注文管理システムのデータをもとにして、一九九八年第二四半期と第三四半期における機関投資家の注文の追跡調査を行い、SETTSを通じた取引費用とマーケットメーカーとの取引費用を比較し、SETTSを通じた取引がどのような場合に有利であるかを特定することが目的とされている。ただし、いくつの会員業者から注文管理システムのデータを入手したのか、注文数や注文量はどれぐらいであったのかといった点は明らかにされてはいない。

（1）分析手法

機関投資家の注文が発注される際には、SETTSを通じて取引するか、マーケットメーカーとの間で取引を行うか、一部はSETTSを通じて取引し、残りはマーケットメーカーと取引するか、の三つの方法に分類できる。この調査では、注文の執行期限が当日前の場合、執行期限が数日に入る場合、および取引対象銘柄の性質によって区別した場合の三つのケースで三通りの発注方法による取引費用の比較を行われている。その際に比較される取引費用は、①機関投資家がブローカーに支払った委託売買手数料、②発注が開始された時点における気配値の中値と取引価格の差として計測されたマーケット・インパクト、そして③すべての注文が執行されなかつた場合

には発注が開始された時点における気配値の中値と執行期限における気配値の中値の差として計測された機会費用、の三つの費用の合計として定義されている。

(2) 執行期限が当日前中の場合

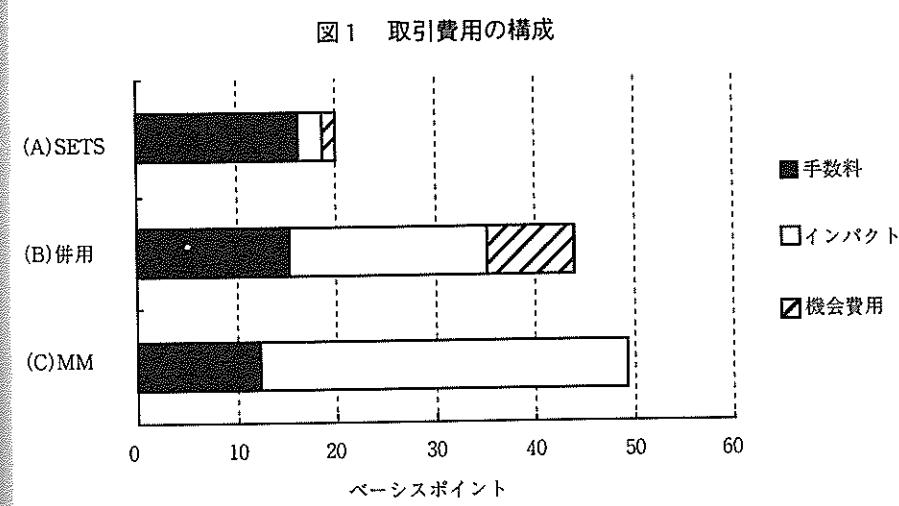
機関投資家の注文の取引費用を注文の執行期限が當日前中の場合について、(A) SETSを通じて取引する場合、(B) 一部はSETSを通じて取引し、残りはマーケットメーカーと取引する場合、(C) マーケットメーカーとの間で取引を行う場合、の三つに分けて調べると、(A) で二〇ベーシスポイント、(B) で四四ベーシスポイント、(C) で四九ベーシスポイントという結果であり、(A) SETSを通じて取引する場合の取引費用は、(C) マーケットメーカーとの間で取引を行う場合の四一%という結果が得られた(図1)。

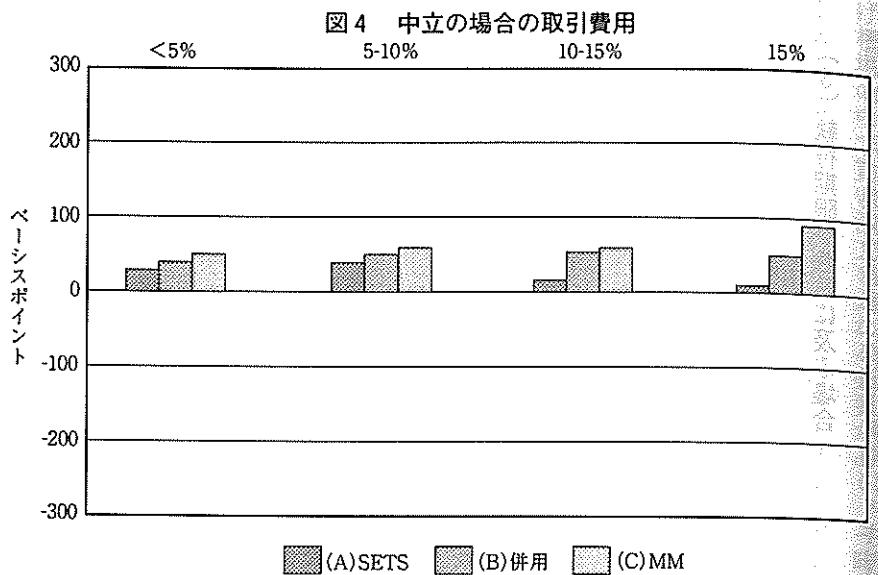
この取引費用をさらに、①委託売買手数料、②マーケット・インパクト、③機会費用、の三つに分解してみると、(A) SETSを通じて取引する場合では、①委託売買手数料八一% (一六・四〇ベーシスポイント)、②マーケット・インパクト一三% (一・六

〇ベーシスポイント)、③機会費用五% (一・〇〇ベーシスポイント)、(B) 一部はSETSを通じて取引し、残りはマーケットメーカーと取引する場合では、①委託売買手数料三五% (一五・四〇ベーシスポイント)、②マーケット・インパクト二三% (二〇・一四ベーシスポイント)、③機会費用一九% (八・三六ベーシスポイント)、(C) マーケットメーカーとの間で取引を行う場合では、①委託売買手数料二五% (一一・一五ベーシスポイント)、②マーケット・インパクト七五% (三六・七五ベーシスポイント)、③機会費用〇% (〇・〇〇ベーシスポイント)、という内訳であった(図1)。

各構成要素の大きさを比較してみると、①委託売買手数料では(A)・(B)・(C)、②マーケット・インパクトでは(C)・(B)・(A)、③機会費用では(B)・(A)・(C)という順で大きかったが、③の機会費用で(B)が(A)よりも大きかったのは(B)の注文サイズが(A)の注文サイズを大幅に上回っていたためであり、①の委託売買手数料で(C)が(A)や(B)とそれほど違わなかつたのはリサーチ費用が含まれていたためと説明されている。

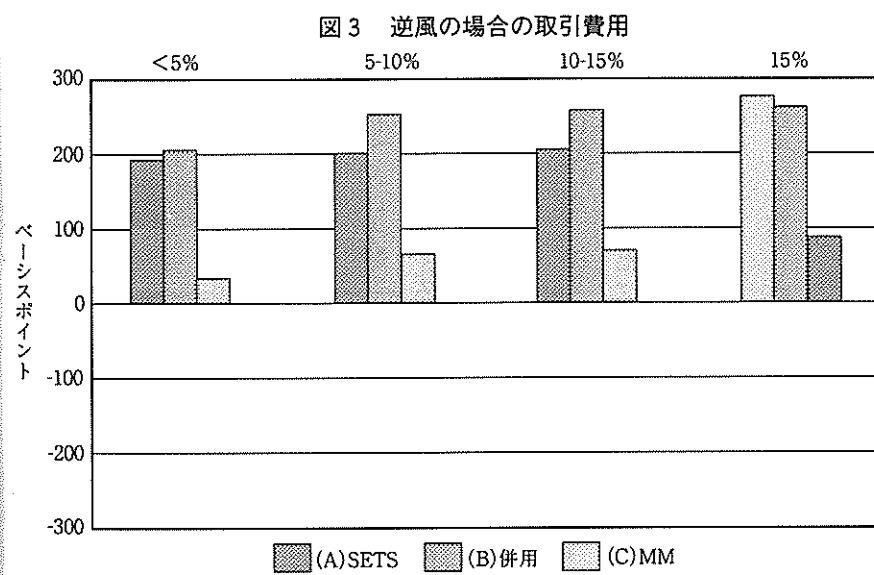
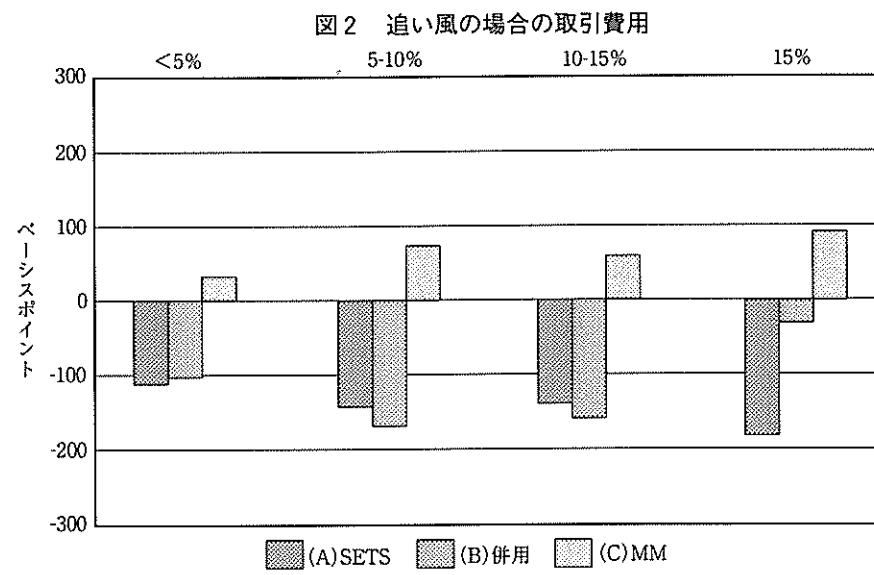
次に、(I) 追い風の場合、(II) 逆風の場合、(III) 中立の場合の三つに分けて、注文サイズが当該銘柄の当日の売買高に占める比率に応じて、①五%未満、②五%以上一〇%未満、③一〇%以上一五%未満、④一五%以上、の四つのグループに区別して、(A)・(B)・(C)の取引費用がすべての注文の取引費用の平均値との差の形でそれぞれ計測されている(図2・図3・図4)。ただし、(I) 追い風の場合とは買い(売り)注文発注時の気配値の中値よりも当日の取引終了時の当該銘柄の価格が二%以上低下(上昇)している場合、(II) 逆風の場合は買い(売り)注文発注時の気配値の中値よりも当日の取引終了時の当該銘柄の価格が二%以上上昇(低下)している場合、(III) 中立の場合とは追い風でも逆風でもない場合をそれぞれ表している。





追い風の場合（図2）には、(C)のマーケットメーカーとの取引のみがいずれのグループでも平均費用を上回っており、SETSの利用が取引費用の削減に役立つてることがわかる。そして、(A)のSETSを通じて取引する場合と(B)の一部はSETSを通じて取引し、残りはマーケットメーカーと取引する場合では、注文サイズのグループによってばらつきが見られ、とりわけ④一五%以上のグループでは(B)の取引費用が高かったこともわかる。

他方、逆風の場合（図3）では、(C)のマーケットメーカーとの取引が平均費用を上回っているものの、いずれのグループでも最も小さく、SETSの利用は逆風時には取引費用の削減に役立たっていないことがわかる。また、(A)のSETSを通じて取引する場合と(B)の一部はSETSを通じて取引し、残りはマーケットメーカーと取引する場合では、④一五%以上のグループでの追い風の場合とは逆に(A)の取引費用の方が高かつたこともわかる。



そして、中立の場合（図4）では、（A）・（B）・（C）のいずれも平均費用を上回っていたが、（A）・（B）・（C）の順で取引費用は小さく、SETSの利用が取引費用の削減に役立つたことがわかる。

これらの結果によると、三つのうち二つの状況（追い風と中立）でSETSの利用が取引費用の削減に役立つており、とりわけSETSを通じてのみ取引する場合の取引費用が小さいことがわかる。しかも、この二つの状況がサンプル・データの八一%を占めおり、SETSの利用が取引費用の削減に役立つていたことが確認できる。

表1は（I）追い風の場合にSETSを利用して削減された取引費用と（II）逆風の場合にSETSを利用して追加された取引費用を、注文サイズに応じた四つのグループごとに集計した結果であり、それぞれマイナス三ベーシスポイント、マイナス六〇ベーシスポイント、マイナス四六ベーシスポイント、マイナス六六ベーシスポイントといずれのグループでもSETSの利用が取引費用の削減に役立つており、とりわけ五%以上のグループで削減効果は大きかったことがわかる。また、中立の場合も加えて加重平均した結果では、SETSを利用した方が取引費用は三五ベーシスポイント小さかつたはずであると推定されている。

（3） 執行期限が数日に及ぶ場合

歴史的に見て機関投資家は株価上昇期にイギリス株式を買い越す傾向にあるので、上

げ相場の中で買い注文を入れる必要があり、一時的な追い風を利用して忍耐強く注文執行を行う必要があるはずである。そして、その兆候はこのサンプル・データにも反映されているという。詳細は示されていないが、注文の執行期限が数日に及ぶ場合についても注文の執行期限が当日中の場合とほぼ同様な結果が得られたと述べられている。

表1には執行期限が同日中の場合と同様にして、執行期限が数日に及ぶ場合に、（I）追い風の状況でSETSを利用して削減された取引費用と（II）逆風の状況でSETSを利用して追加された取引費用を、注文サイズに応じた四つのグループごとに集計した結果も示されており、それぞれマイナス一四七ベーシスポイント、マイナス一七〇ベーシスポイント、マイナス八五ベーシスポイント、マイナス六八ベーシスポイントといずれのグループでもSETSの利用が取引費用を大幅に削減していることがわかる。そして、執行期限が同日中の場合には注文サイズの比率が五%未満の場合には取引費用削減効果は小さかったが、執行期限が数日に及ぶ場合には注文サイズの比率が一〇%未満の場合で一五〇ベーシスポイント近くにも達し、一五%以上の場合には執行期限が同日中の場合とほとんど変わらない点が特徴となっている。

さらに、中立の場合も加えて加重平均した結果では、SETSを利用した方が取引費用は一一五ベーシスポイントも小さかつたはずであると推定されている。そして、ポートフォリオの回転率を三〇%から四〇%と仮定すれば、この取引費用節約効果は運用ファンダの相対的なパフォーマンスに大きく影響し、現在のイギリス株式運用ファンダ・パフォーマンスの数字によれば、一〇分割されたグループにおいて一つ上位のグループへ当該ファンダを押し上げる効果を持ちうるものとされている。

表1 SETS 費用削減効果

単位：ベースポイント

注文サイズの比率		① 5%未満	② 5%～10%	③ 10%～15%	④ 15%以上
同日中	(I)追い風の場合の費用削減	-158	-193	-186	-261
	(II)逆風の場合の追加費用	155	133	140	196
	SETS費用削減効果(I+II)	-3	-60	-46	-66
数日	SETS費用削減効果(I+II)	-147	-170	-85	-68

(4) 取引銘柄の特性

SETSの取引費用削減効果は流動性の低い銘柄ではそれほど大きくないという見方があるが、執行期限が同日中の場合について、時価総額と注文サイズが売買高に占める比率でそれぞれ五つのグループに分けて、取引費用削減効果が計測されている(図5・図6)。

まず、時価総額に応じて、①上位一二五銘柄、②上位二六番目から五〇番目の銘柄、③上位五一番目から七五番目の銘柄、④上位七六番目から一〇〇番目の銘柄、⑤その他のSETS対象銘柄、の五つのグループに分けて、SETSを利用した場合の取引費用削減効果を先と同様にして計測してみると、時価総額が小さくなるにつれてSETSの取引費用削減効果は大きくなっている傾向が見られる(図5)。そして、この点に関しては、時価総額の小さい銘柄をマーケットメーカーに注文すると、スプレッドが大きくなる傾向があるせいではないかと解釈されている。

次に、同様にして注文サイズが売買高に占める比率に応じて、①上位一二五銘柄、②上位二六番目から五〇番目の銘柄、③上位五一番目から七五番目の銘柄、④上位七六番目から一〇〇番目の銘柄、⑤その他のSETS対象銘柄、の五つのグループに分けて、SETSを利用した場合の取引費用削減効果を計測してみると、SETSの取引費用削減効果は時価総額の場合ほどはつきりとした傾向は見られない(図6)。この点に関しては、マーケットメーカーが提示するスプレッドがSETSのものとは異なっていたとしても、マーケットメーカーが実際に注文を受ける際にはSETSの板状況を確認して一定のプレミアムを上乗せしたスプレッドに変更するために、相当大きな注文サイズの場合を除けば、注文サイズの売買高比率に関わらず、SETSの取引費用削減効果が一

図5 時価総額別の取引費用削除効果

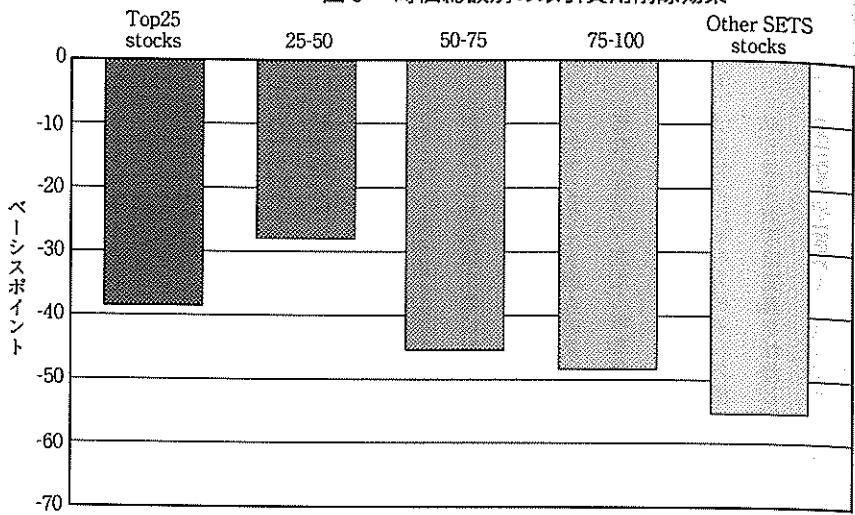
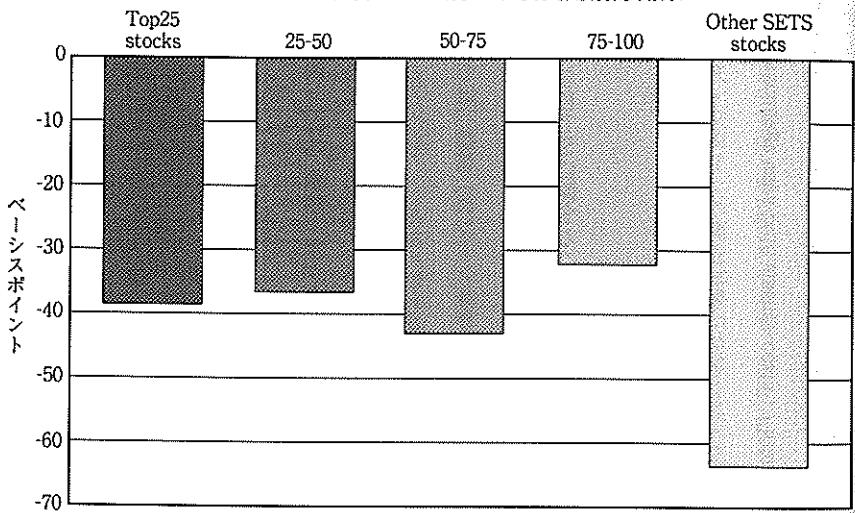


図6 取引サイズ別の取引費用削除効果



定であるのではないかと述べられている。

最後に、この二つの結果を総合すると、SETSの取引費用削減効果を決定するのはマーケットメーカーの自己売買に要する資本であるという解釈が付け加えられている。

主

- (1) SETSの導入決定に至る経緯については、拙稿「ロンドン証券取引所における新取引システムの導入（上）」〔証券経済研究〕一一号、一九九八年一月、SETSの仕組みの詳細に関するには、拙稿「ピックバンロード・ロンドン証券取引所における新取引システム」（本誌一五五二号、一九九七年一月）、SETS導入後の取引状況については、拙稿「ロンドン証券取引所におけるSETS導入後の取引状況」（本誌一五六〇号、一九九八年七月）、ロンドン証券取引所のSETS協議文書に対する回答状況（本誌一五六一号、一九九八年八月）、ロンドン証券取引所以外の機関によるSETSに関する二つのアンケート調査結果については、拙稿「ロンドン証券取引所のSETSに関する二つのアンケート調査」（本誌一五六二号、一九九八年九月）を参照。

(2) London Stock Exchange, "Dramatic cut in costs" (<http://www.sets.co.uk/sets/perfor/clut.htm>)

(3) フィナンシャル・タイムズ紙は一九九八年一〇月五日付でプレキサス・グループの調査結果はロンドン・フィナンシャル・ニュースに発表されたと伝えられる。Vincent Boland, "Stock exchange says Sets slashes costs", *Financial Times*, October 5, 1998.

(4) マーケットインパクトと機会費用の定義は、後で紹介するロンドン証券取引所による定義と同じものと考えられる。

(5) ただし、前掲のフィナンシャル・タイムズの記事によれば、プレキサス・グループの調査結果では一九九八年九月はじめやや多いETTを通じた取引比率は三五%、一重計算を調整しても五〇%強と報告されており、SETSを通じた取引比率はロンドン証券取引所等が報告した従来の取引比率とそれほど異ならない。もちろん、この数字は取引全体であり、イギリスの機関投資家のSETS利用比率が上昇し、その他の投資家のSETS利用比率が低下していれば整合的であるが、これを裏付ける証拠は示されていない。

(6) London Stock Exchange, *SETS Institutional transaction cost analysis*, November 1998.

中国深圳のA株市場（中）

—「八・一〇事件」（股市風波）と発展時期を中心にして—

王 東明

1 はじめに

前回の「証研レポート（N.O.一五六五）」は八〇年代後半の深圳A株（国内投資家向け株式）市場生成の初期段階および九〇年代初頭の証券取引所誕生前後の状況を紹介し、主に取引所成立以前の株式ブーム、店頭市場および闇市場の混乱などの状況を考察し、市場の生成から取引所の設立に至るまでの経緯を見てきた。今回は取引所成立以後の状況を中心に、新株発行をめぐる問題と各発展時期の変化を紹介することにしよう。

2 「南巡講話」

九〇年一二月一日深圳証券取引所は一社を選んで試営業が開始し、翌年七月三日正式に開業した。九〇年代初頭の深圳、上海証券取引所の誕生は新中国成立以来四〇年余りの新しい出来事であり、また五〇年代の「社会主義的改造運動」の影響で消えてしまった旧中国の証券取引所の復活でもあり、中国の社会に大きな反響を呼んだ。特に、株式会社制度の導入と証券取引所の設立をめぐっては、一時的に“姓資姓社”（資本主義か、社会主義か）というイデオロギー的な議論が高まつており、株式制は社会主義の社会で利用できるかどうかを問われていた。

九〇年初頭、“姓資姓社”的議論が激化していた時期でもあるが、鄧小平は深圳特区を含む幾つかの南方都市を視察し、著名な「南巡講話」を発表した。鄧氏は「計画経済イコール社会主義ではない。資本主義にも計画がある。市場経済イコール資本主義ではない。社会主義にも市場がある。……株式会社制度の導入と実験をもつと大胆に進めよう。間違つたら、ストップすればよい」とし、要するに生産力の促進と発展に有利であれば、資本主義国の優れた生産管理方法と経験を吸収すべきであると指示した。⁽¹⁾

「南巡講話」で鄧氏が強調しているのは、一部の人人が先に豊かになる（先富論）ことを認め、最終的に社会全体は「共同富裕」を実現することがわれわれの目標であり、それを達成するためには生産力の発展が重要で、それは社会主義の本質でもあるということ、また生産力を発展させるため、資本主義先進国の経験を利用し、証券市場を育成すべきであるということである。鄧氏の「南巡講話」をうけて、株式会社制度の導入に関する“姓資姓社”的議論は次第に沈静化し、それ以後の株式市場の確立と発展に拍車を駆けたと思われる。

3 「八・一〇事件」（股市風波）

九一年末取引所正式開業後わずか五ヶ月後、深圳地元の企業六社が上場を果たした。上場企業六社のうち宝安企業（集團）を除けば、その五社が元の店頭銘柄であり、いえは店頭取引から取引所取引へと切り換えられて、取引所市場は順調のスタートであった。九一年取引高は三五・六〇億元で前年（一七・六一億元）より倍増、時価総額は八〇・七六億元、前年（一八・五八億元）の四倍、上場企業の累積資金調達額は七・八億元、前年（一・〇三億元）の七倍以上になつた。⁽²⁾

九二年に入ると、深圳特区は額面五億元の株式発行を計画し、しかし新規発行にめぐつて大きな混乱いわゆる

「八・一〇事件」（股市風波）が生じた。

まず新規発行の方法について、深圳市政府の主管部門は当時海外の発行経験を参考に、様々な発行案を検討した。また深圳市証券市場弁公室は「金融早報」という新聞を通じて三つの発行方法（預り金方式、抽選表方式、競売方式）についてアンケート調査を行った。アンケート調査の結果は、回答の五六%が抽選表という発行方法を選んだ。当局はこのような大衆心理に配慮し、結局、抽選表方式の発行案を決定した。

七月下旬、当局は最終的に次の発行案を選定した。すなわち五〇〇万枚の新株購入抽選申請表を発行、申請表は一枚一〇〇元、身分証明書による購入、満一八歳以上の人人が平等で、一人当たり最上限で一〇枚の身分証明書をもつて一〇枚の申請表を購入することができ、抽選率は一〇%、抽選に当たると一枚の申請表は一・〇〇〇株の新株を買うことができるという発行案であった。

発行案を正式に公布する八月七日の前に、一部の内部情報が漏れ、様々なくわさにより全国各地から大量の身分証明書が深圳特区に送られるようになつた。八月七日以前の二〇数日間は、郵送あるいは直接持ち込みで約八〇〇万枚の身分証明書が深圳特区に運ばれた。

八月七日発行案が正式に公布された。抽選申請表の発売が九日から開始し、九日、一〇日の二日連続の販売予定であった。しかし、七日の午後から各営業所で申請表を購入する人の行列が出来ており、八日、深圳市三〇〇余りの販売営業所は既に五〇万人以上の行列になつていた。

九日販売開始後、申請表の購入人数は実に一二〇万人以上に達し、申請表が一日で完売し、行列に参加した人の半数は申請表を買つことが出来なかつた。當時、人を雇つて行列に入り申請表を購入する人がおり、また申請表の闇取り引きも出て、一枚一〇〇元の申請表はもし抽選で当たらなければ紙屑同然にもかかわらず、その闇市

の最高値はなんと二・〇〇〇元まで高騰した。申請表の販売を担当した一部の人はこのような高い利益の前に内部不正に走つていた。外の行列でなかなか申請表を買えない大衆は一部内部不正のことを知り、不満が頂点に達した。

九日午後から一〇日にかけて、申請表の購入をできなかつた大衆は一部の販売営業所の窓ガラスを壊したり、車を燃やしたりなどの過激な行動に走り、いわゆる「八・一〇事件」（股市風波）という大混乱に陥つた。負傷者がでるまでという混乱の状態で、それを少しでも抑えるため、一〇日はさらに五〇万枚の申請表を増発した。⁽³⁾

新株購入抽選表の販売をめぐる大混乱は、その教訓としてまず抽選表の発行が五〇〇万枚に限定され、その限量販売が問題となつた。⁽⁴⁾また定価発行ということもあり、当時の流通市場が好調で、発行市場と流通市場の価格の差が余りにも大きく、新株を買えば儲かるという神話の駆使で抽選表の一日の発売で一二〇万人が殺到するという予測外の展開となり、大ブームになつた。さらに申請表の発売の時、新規発行の会社はまだ発表されておらず、抽選で当たつた申請表でどんな企業の株を購入することができるかさえ知らずに、以上のようなブームになり、言えば投資家は非常に盲目的に投資に走つていたと言える。

このような需給のアンバランスの状況において、主管部門の様々な経験の不足と管理の混乱、申請表の闇市の横行および内部の不正などが大衆の不満に繋がり、それは混乱を引き起こした直接原因となつた。総じて言えば市場経済の経験不足、証券市場の経験不足がこのような事件に遭遇することになつた。同じように九一年には、上海市場にも新株購入予約抽選券の販売をめぐる混乱が生じた。⁽⁵⁾この新株抽選表の販売をめぐる株式ブームと混乱は、まさに二〇世紀九〇年代の中国において一七世紀オランダの「チューリップ現象」が再現されていると言えよう。

「八・一〇事件」（股市風波）の教訓を得て発行市場の管理を強化するため、九三年四月、國務院は「株式發行と取引の管理暫定条例」を公布し、また八月、國務院証券委員会は「一九九三年株式發売と購入弁法に関する意見」も発表した。そして九三年から新株購入抽選表販売の量的制限を取り消し、台灣の新規發行方法を参考にして無制限販売が始まり⁽⁶⁾、その結果九二年のような混乱は終息した。

4 取引所成立後の發展段階

深圳証券取引所は九〇年一二月一日から二社を選んで試験的に上場し営業を開始した。そして翌年九一年七月三日正式に取引開始し、現在まで既に八年の歳月を経ている。店頭販賣から取引所集中取引へ転換した八年間の成長過程を振り返つて見ると、深圳市場は三つの時期に区分することができる。すなわち市場の形成期（一九九〇年一一九九二年）、市場の確立期（一九九三年一一九九五年）および市場の發展期（一九九六年一一九九八年）であり、次に各時期の主な変化を見ていく。

（1）市場形成期（一九九〇年一一九九二年）

市場形成期は取引所市場の創設段階に当たる。この時期は取引所会員組織の創設、会員の募集、新株發行の準備、發行制度の模索および新規上場企業の選別などがあった。

取引所会員数は九〇年試營業期間の一社から九一年の一五社となり、九二年は一気に一七七社（深圳会員一二〇社、深圳以外の会員一五七社）までに増え、特に深圳以外の会員の増加が目立ち、一五七社のうち仲立会員は一六社、取引所準会員は一四一社になった。

上場企業は試營業期間の一社から九一年には六社になり、發展銀行を除けばその全てが地元深圳の中小企業であった。九二年新規上場は一八社、うち深圳企業は一三社、深圳以外の企業は五社となり、上場企業数は一四社に達した。深圳以外の企業も上場を果たすようになり、市場全体は依然深圳企業を中心とする地域市場であった。

この間、株式の新規發行には以上のようないくつかの抽選表販売をめぐる「八・一〇事件」（股市風波）があつた。一方取引システムにはコンピューターシステムの導入、ペーパーレスの実現などが進んだ。九一年のA株時価総額は四五七・五四億元、取引金額は四一七・四四億元に達し、取引所制度面の整備も進められ、取引所市場はかたちとして創設された。

（2）市場確立期（一九九三年一一九九五年）

市場確立期は取引所市場の確立段階である。市場は地域市場から全國市場と發展し、九三年新規上場企業は五三社、うち深圳以外の企業は四二社、全新規上場企業の七九・三%を占め、華南地方を重点に全国一七の省市に分布した。時価総額は初めて一・〇〇〇億元を超えた。九四年末上場企業は一〇〇社を突破し一二〇社になり、うちA株は一一八社になつた。しかしその五年の新規上場は一五社にとどまつた。

取引所会員数は九三年四二六社（深圳以外会員三九八社）、九四年四九六社（深圳以外会員四六六社）、九五年五三二社（深圳以外会員四九八社）に達した。また登録投資家数は九四年初めて五〇〇万人（深圳以外投資家三〇四万人）になり、九五年は五五五万人（深圳以外投資家三五〇万人）に達し、全國的な市場になつた。

しかしその五年市場は低迷が続き、一月一日から株式取引はT+10回転取引制度からT+1へ変更し、過当な投機を抑制することに効果があつたが、但し市場を冷やすことも避けられなかつた。また上海万国証券の「国債先物三二七」違法取引事件の影響もあって、一〇月、中国証券監督管理委員会は取引所の管理を強化するため、新しい人事に取り組み、庄心一氏を総經理に任命した。取引所は市場の確立・拡大に伴つて、一地方市場、地方管理の仕組みから全国市場、中央管理の時代に入った。

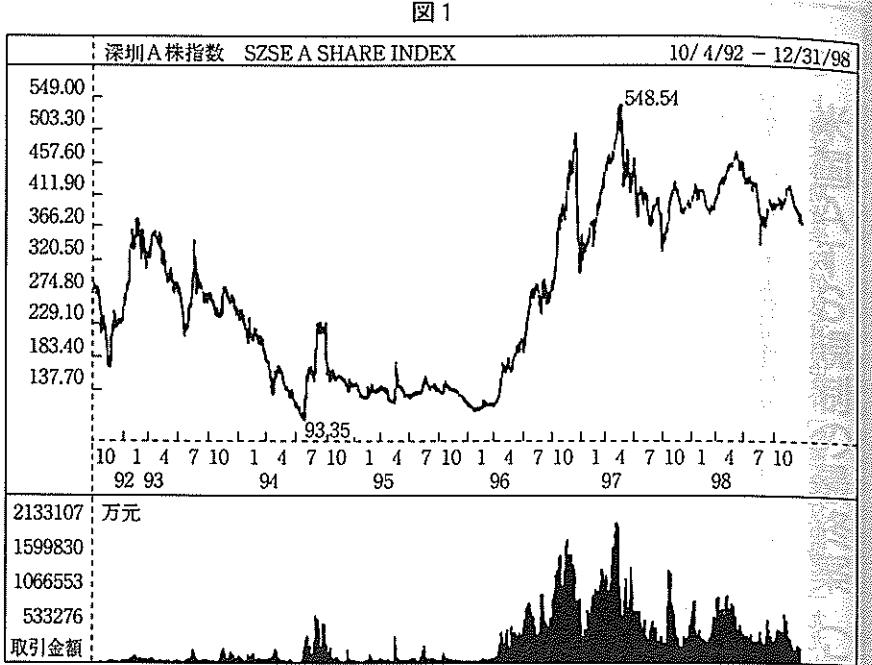
(3) 市場発展期（一九九六年—一九九八年）

市場発展期は取引所市場の規模を大きく発展した時期である。九六年、九七年は二年連続で新規上場は一〇〇社を超え、九八年も五二社になり、市場規模が大きく拡大した。

A株時価総額は九六年四,〇〇〇億元、九七年は八,〇〇〇億元という大台に乗り、九八年は八,七七四億元になつた。一方、取引金額は九六年初めて一兆元を超える（一兆二,〇三三億元）、九七年は一兆六,七四五億元、九八年は一兆一,一一三億元であつた。

投資家数は九六年初めて一,〇〇〇万人を超えて、九七年は一,六一〇万人、九八年は一,九〇一万人になり、三年連続の伸びであった。また九六年は二回の利下げ、九八年は三回連続の利下げという影響もあつて、株価はこの三年間四〇〇台前後という高値に維持していた（図1）。

九七八年八月国务院は中国証券監督管理委員会が上海、深圳両取引所を直接管理することを決定した。それによつて、監督管理委員会は桂敏杰氏を取引所の新しい総經理に任命し、全国市場に管理強化の措置をとつた。九八年取引所は市場規模の拡大に努力すると同時に、投資ファンドの育成に力を注ぐようになった。九八年一二



（出所）深圳証券取引所。

月二九日全国人民代表大会常務委員会第六回会議は「中華人民共和国証券法」を通過させた。長年待望の「証券法」が今年の七月一日から実施される運びとなり、証券市場の法整備に大きな一步を踏み切つた。⁽⁷⁾

この三年間は市場規模の拡大、管理の強化および法制面の整備が特徴で、深圳市場は上海と並ぶ全国市場と発展し、今後は目標としてアジア・太平洋地区の一流の証券市場に成長することが期待されている。

5 むすびにかえて

以上、深圳証券取引所成立以後八年間の各発展時期の変化を見ながら、主に市場創設段階の九二年で新株購入抽選表の販売をめぐるいわゆる「八・一〇事件」（股市風波）を紹介し、事件を引き起こした原因とその背景を検討した。今回十分に検討できなかつた市場の状況、資金調達の状況

および上海市場との比較については別の機会に紹介する」とにしよう。

注

- (1) 鄧小平「鄧小平文選（第三卷）」人民出版社、一九九三年、三七二～三七五頁。
- (2) 「深圳証券取引所（一九九一）年報」、三八頁。
- (3) 中國（海南）改革發展研究院編「中國走向市場經濟中的証券市場——中國証券市場發展國際研討會文集」民主与建設出版社、一九九五年、六五～一〇五頁。
- (4) 郭杰「國內股票發售弁法的演變分析」「証券市場導報」一九九六年四月、四〇～四三頁。
- (5) 拙稿「上海のA株市場（上）」「証研レポート（N°.一五六）」一九九八年三月を参照されたい。
- (6) 蕭灼基編「中國証券全書」中国商業出版社、一九九五年、七九～八〇頁。
- (7) 以上の数字は深E証券取引所各年版の年報・年鑑、九八年の数字は「中國証券報」一九九九年一月一日などによるものである。

参考文献

- (1) 張育軍「中國証券市場發展的制度分析（一九七八～一九九七）」經濟科學出版社、一九九八年。
- (2) 黎笙、孫明黎「中國股市啓示錄」「經濟日報」一九九八年八月二十五日。
- (3) 上海証券期貨學院信息資料中心「股票發行市場」一九九六年六月。

米国ATS規制の最終案（上）

清水 葉子

1 はじめに

一九九八年十一月八日、SECは懸案となっていた代替的取引システム（Alternative Trading System, ATS）⁽¹⁾のための規制最終案を発表した。⁽²⁾

SECは、一九九七年四月と一九九八年五月の一回にわたってATS規制のためのリリースを発表しており、⁽³⁾それぞれ関係者のコメントを受けて今回の最終案を発表したものである。

規制の全体的な構造は一九九八年のリリースと大きくは変わつておらず、二段階構造の規制となつていて。すなわち、第一に、証券取引所の定義を拡大して、ATSも機能的には証券取引所の定義に含めるよう変更を行う。このことによつて、証券取引所としての規制を望むATSは、自主規制機能も含めて証券取引所としての規制に服するならば、取引所登録を行うことができる」とになる。

一方、証券取引所の定義に免除規定を設け、定義に定めた機能にあてはまる場合でも、免除規定に合致すれば取引所の定義から除外する。免除規定には、ブローカー・ディーラーとして新たにRegulation—ATSに服するケースが規定されているので、証券取引所としての規制を望まないATSは、Regulation—ATSに服する」とを条件に取引所の定義から除外される」とが可能である。

以上の措置によつて、ATSは、取引量がよほど大きいなどの条件を満たさない限り、実質的に取引所規制と

ブローカー・ディーラー規制のいずれかを自身で選択する「」ができないようになる。⁽⁴⁾

また、この規制の導入によって、これまでATSのやBroker Dealer Trading System (BDTS)として規制してきた規則17a-23は廃止される。また、規則17a-23のやブローカー・ディーラーの内部システムの記録保持を定めた部分は、新たに制定する規則17a-3、17a-4に移行される。また、現在自主規制機関が運営している市場について、ATSとの競争条件に配慮して、自動システムの試験的導入 (pilot system) のための規制を緩和する。

本規制は、一部債券に関する部分を除いて、一九九九年四月二十一日に発効し、残りの部分については二〇〇〇年四月一日に発効する予定であるとされている。

本稿では、まず、証券取引所の定義拡大に関する部分と、新たに導入されるATS規制 (Regulation—ATS) の内容に関して概要を紹介する。残りの部分、すなわちATSが証券取引所登録を行う場合の取引所規制の変更と、証券取引所の試験的自動システム導入に関する規制緩和、付隨的な規制変更については次稿で紹介する。

2 証券取引所の定義の変更と登録免除

(1) 証券取引所の定義

本規制では、まず証券取引所法第三条(a)(1)に定められた証券取引所の定義を拡大して、ATSを機能上証券取引所の定義に含めるため、新規則3b-16を導入する。規則3b-16によれば⁽⁵⁾、

(a) いかなる組織、社団、個人の団体であれ、次の条件を満たす場合、証券取引所法第三条(a)(1)

で定める（中略）証券取引所とみなされる。すなわち、こうした組織、社団、個人の団体が、①複数の売手と買手の注文を集め、かつ、②確立された、裁量性のない方法によって（取引施設を提供するのであれ、取引規則を定めるのであれ）、こうした注文が相互交渉され、注文を入れた売手と買手が取引の条件に合意する場合。

(b) 組織、社団、個人の団体は、次の場合、証券取引所法第三条(a)(1)で定める証券取引所とみなされない。すなわち、こうした組織、社団、個人の団体が次の活動の一つもしくは複数に従事する場合：①注文を、国法証券取引所や証券業協会が運営する市場、ブローカー・ディーラーに執行のために回送する、②もしくは、ひとりのディーラーの気配に対し執行するために注文入力を許すものであつて、かつ…（省略）。

この新たな取引所の定義の解釈は、一九九八年のリリースで提案された注文が同じ証券に対してもう一度入力された他の注文と交渉(interact)される機会がある」とを言う。したがって、気配スクリーンのように参加者の取引意図がなんらかの形で表示されるシステムや、指値注文ブックシステムのように参加者の注文を付け合わせや執行のために受け取ついくシステム、インターネット・ブローカーなどが定義に含まれる。しかしながら、複数の売手と買手の注文を集めることが条件があるので、单一の相手との売買に対して注文が入力されるシステムは除外さ

れる。

また、定義で言う「確立された非裁量的な方法」とは、複数の売手と買手の間の取引条件を定めるものであつて、取引条件が決定される手順や優先条件を定めるとか、事前に確立された基準に基づいて将来の指定された時間の取引価格を決めたりするものを指す。従来の証券取引所の価格優先、時間優先といった規則はこうした方法の典型である一方、アップステアーズ取引は確立された非裁量的な方法があるとは考えられないでので定義に含まない。取引施設を提供している場合には、実際の執行の場所やシステムが分離していたり、別の主体に提供されておりしても全体として定義にあてはまつていれば取引所とみなす。取引規則を設定している場合には、売り買い両方の気配を提示する義務を課すとか、執行の優先条件を定めるといったことが挙げられ、Nasdaqもこの定義にあてはまることがある。

規則 3b-16 から明確に除外されているのは、伝統的なプローカー・ディーラー業務を構成しているシステムである、注文回送のためのシステム、ディーラーの気配表示システム、プローカー・ディーラーの内部的な注文管理と執行のシステム、さらに、単に執行のために注文を回送するだけのシステムや单一のディーラーとの執行のために注文を入力するシステムである。一方、価格発見機能のないシステムであっても、市場機能を果たす場合は除外されない。

最後に、SEC は取引量が少ないことを条件に取引所登録を免除するケースを継続する方針を表明している。これは、規模の小さい証券取引所でも、自主規制機関としての活動を行つて いる場合には、後述する ATS の定義にあてはまらないため、そうした小規模取引所に配慮したものであると考えられる。⁽⁶⁾

(2) 取引所定義からの免除

SEC は、以上のように取引所の定義を拡大した上で、証券取引所法三六条の免除権限を用いて規則 3a1-1 を制定し、いくつかの市場には取引所の定義を免除する。規則 3a1-1 によつて取引所の定義から免除されるのは、① regulation—ATS に従う ATS、② Regulation—ATS の規則 301(a)、Regulation—ATS に従う必要がないとされているもの、③ 証券業協会によつて運営されている ATS、の三つである。②で規則 301(a)、Regulation—ATS を免除している ATS とは、取引所として登録を行つた ATS、取引規模が小さいことを条件に取引所登録を免除された ATS、証券業協会が運営する ATS、プローカー・ディーラーないし銀行として登録している ATS で政府債等しか扱わないものである。したがつて、上で実質的に取引所の定義から除外されるのは、登録免除取引所と Nasdaq、政府債等限定 ATS であることとなる。

ただし、右記の条件を満たしていても、四四半期のうち三四半期にわたつて、一銘柄について一日平均取引高が五十%以上かつある種類区分に関して五%以上ある場合、もしくはある種類区分に関して四〇%以上ある場合には、取引所の定義からの免除は許されない。さらに SEC が必要かつ適切と認める場合にも、取引所の定義免除を許さないことがあり得る。

ここで、一九九八年のリリースでは ATS は登録免除取引所とされたのに対し、本最終案では取引所の定義自体から免除とするよう変更が行われている。これは、アメリカ国内だけについてみれば、どちらにしても取引所としての規制を免除され、プローカー・ディーラーとして Regulation—ATS に服するといつ同じ結果となるが、海外市場まで考慮すると扱いに大きな違いが生じるからである。前回のように ATS を登録免除取引所とした場合には、ATS は法律上はあくまでも取引所であることになるため、SEC の免除権限の届かない海外市场

において取引所として規制される」とになりかねず、そもそも不都合が生じるためである。

以上のように取引所の定義に免除規定を設けることによって、ほとんどのATSは取引所規制とATSとしての規制を自身で選択できる」とになる。

ただし、取引量の極めて大きいATSは取引所規制を選ぶほかないが、SEC自身、現時点でそうしたケースはないとしている。

3 Regulation—ATS

(1) ATSの定義

ATSが市場運営を行なうながら十分な規制に服していなかつた現状を是正するために、SECは新たにRegulation—ATSを導入してATSの市場運営活動に相応した規制を行う。もちろん、前節の取引所の定義拡大によってATSは希望すれば取引所規制に服する」ともできる。

SECは、規則1100(a)によつて、ATSを次のように定義している。

組織、社団、個人、個人の団体、システムであつて（1）証券の売り手と買い手を集めむか、その他の方法で証券に関する通常証券取引所法3b-16で言ふ証券取引所の果たす機能を果たす市場または施設を開設、維持もしくは提供するシステムであり、（2）そうした組織、社団、個人または個人の集団またはシステムにおける参加者の取引行為以外の参加者の行為を管理する規則を制定せず、取引から除外する以外の罰則を設けないもの。

（1）の定義によれば、ATSとは、証券取引所法で定める証券取引所の条件を満たしており、かつ自主規制機能を果たさないものを指すことになる。したがつて、自主規制機能を果たすものは証券取引所となるか証券業協会となる必要がある。ただし、現在証券取引所であつても、自主規制機能を放棄してRegulation—ATSに従うことは可能である。また、ATSは自主規制機能を果たさないのであるから、システム外で参加者を監督するような行為を行うことはできない。

ATSは、ブローカー・ディーラー登録をおこなつて、後述するRegulation—ATSに従うことを条件に取引所の定義から除外される。

4 Regulation—ATSのもとでのATSの義務

(a) 自主規制機関の会員となること

ATSは自主規制機能を果たさず、ブローカー・ディーラー登録をしているのであるから、自ら自主規制機関の会員となり、取引監視などの規制に従わなければならない。自主規制機関と市場運営上競合するため、自主規制機関とATSの利益相反が懸念されないわけではないが、十分なSECの監督によつて回避できると考える。

利益相反の懸念が大きい時は、ATS自身が取引所登録をして自主規制機能を担う」とも可能であり、また、ブローカー・ディーラーであるATSが市場運営を行わない自主規制機関を設立する」とが証券取引所法で認められているため、こうした措置をとつてもよい。

(b) 運営開始と変更についての届け出をすること

ATSはForm ATSという形式に従って、最初の運営開始の少なくとも二十日前までにSECに対して届け出を行う。また、運営開始後のシステム変更や取引証券のタイプ参加者のタイプに変更があつた場合も、変更の少なくとも二十日前までに届け出を行うほか、四半期ごとに、以前の報告に変更があつた場合の報告を行う。システム運営を停止する時にもすみやかに届け出を行う。これらのForm ATSによる届け出は、私的情報として非公開とされる。これは、公開すると競争上不利益となる可能性があるだけでなく、秘匿することでより正確な報告が集まると考えられるからである。また、こうした報告の形式については電子的な方法によるものも検討するとしている。

(c) 透明性の確保

すでに一九九七年のオーダー・ハンドリング・ルールなどによって一部のATSがシステム上の裁量気配をQS上に公開しており、気配公開されている銘柄のスプレッドが縮小するなど市場の透明性の向上に一定の成果を挙げている。しかしながら依然として多くのATSがNMSに統合されていないので、新たに規則301(b)(3)⁽²⁾によって、定められた対象証券に関して、銘柄ごとに過去六ヶ月のうち少なくとも四ヶ月の間、一日平均で5%以上の取引高を持つATSは、その銘柄のシステム上の最良価格を公開し、ATSのリンク先の自主規制機関の会員に平等なアクセスを認めることとする。アクセスフリーの設定など間接的なやり方であつても、実質アクセス拒否につながるような行為は禁じられる。ただし、機関投資家のマーケット・インパクトを回避しようとする取引動機に配慮して、ATS参加者自身にも公開されていない場合にはこの限りではない。また、ATS参加者に

最低数量しか公開されない場合にも全数量を公開する必要はない。

注文公開の影響をモニターするため、対象銘柄は、一九九九年四月二一日と八月三十日の2段階に分けて、半分ずつ増やしていくこととする。

(d) 公正な参加

過去六ヶ月のうち少なくとも四ヶ月の間、ある銘柄について二十%以上の取引高がある場合には公正な参加を保証するために、参加者の客観的な認定基準を確立しなければならない。債券については種類ごとに二十%を超える場合に同様の条件が要請される。ただし、他市場価格を利用して執行を行うATSなど一部は除外される。

参加認定基準は記録し、適用は公正におけること、参加に関する決定とその根拠も記録に残すことなどが義務づけられる。また、間接的であつても非合理的な参加拒否は禁じられる。一九九八年のリリースで検討された、参加拒否についてSECに訴える権利については採用されなかつた。

(e) システム容量、統合性、安全性の確保

エクイティーは銘柄ごと、債券は種類ごとにみて、過去六ヶ月のうち少なくとも四ヶ月にわたつて二十%以上の取引高のあるATSは、(1) 現在と将来の適切なシステム容量評価の確立、(2) 定期的なストレステストの実施、(3) システム開発の監督とテスト手法についての手順の確立、(4) システムの弱点の調査、(5) 緊急時の処置と復旧プランの確立、が要請される。

また、取引高の条件を超えたATSは独立した専門家による調査も義務付けられる。

(f) 自主規制機関による検査、監督などへの協力

ATSは参加者に関するSECと自主規制機関の検査、監督に協力しなければならない。特に記録保持義務のもとで保存されている取引情報などの記録は、要請に応じて提出する」とが義務づけられる。これは、ATS参加者のうち非ブローカー・ディーラーに対してはSECや自主規制機関の権限が直接には及ばないため、重要である。

(g) 記録保持

ATSは audit trailのために必要な記録を保持する」とが義務付けられる。特に日々の取引の概要と注文情報の時系列記録、加えて参加者やその関連会社に関する情報、ATSが参加者に出した通達など多くの記録保持義務が課される。そうした記録はすくなくとも三年間保管しなければならない。こうした記録についても電子媒体による保管を進めていく。

(h) Form ATSによる取引報告

ATSは四半期ごとに取引報告を行わなければならない。報告は Form ATSに基づいて、証券の分類ごとに総取引高のほか、現行の規則 17a-23 で行われているものを踏襲して詳細に行う。一九九八年のリリースに比べて報告範囲が拡大され、報告先はSECが除かれて自主規制機関のみとなつた。取引報告についても電子媒体の利用促進を検討する。

(i) 取引情報の機密性の保護

参加者の取引情報がブローカー・ディーラー活動に使われるなど機密情報の濫用の可能性があるため、参加者の取引情報を保護する必要がある。従つてATSは、システム運営やコンプライアンス、自己勘定での取引といった業務に關わる従業員に対する管理や監督を行ふ」とが要請される。

注

(1) ATSという呼称は、私設取引システム (Proprietary Trading System, PTS) を含めたより広い概念として、一九九七年のリリースから正式に使われている。清水葉子 (一九九八) (注3) 参照。

(2) Exchange Act Release No. 34-40760; File No. S7-12-98.

(3) SECが過去に発表した「の規制案の概要に關しては、それぞれ清水葉子 (一九九七) 「アメリカの代替的取引システムの規制について」『証研レポート』一五四八号、一九九七年七月、同 (一九九八) 「ATS規制に関するSECの新提案」『証研レポート』一五五八号、一九九八年五月参照。

(4) SECはATS規制のリリースを発表するたびに、ATSの取引量の伸びを公表しているが、今回のリリースでは、ATSの取引が上場証券の四%、Nasdaq 証券の一十%にまで達したことが述べられている。

(5) 本稿の翻訳は筆者が行った試訳であって、法的に正確なものではない。原文を末尾に掲載した。

(6) 現在、取引量が一定以下であることを理由に登録免除取引所となつてているのは、アリゾナ証券取引所である。

(7) 対象証券として、上場証券、Nasdaq-NM証券、Nasdaq SmallCap が指定されている。

付加

証券取引所の定義の原文：

(a) An organization, association, or group of persons shall be considered to constitute, maintain, or provide "a market place or facilities for bringing together purchasers and sellers of securities or for otherwise performing with respect to securities the functions commonly performed by a stock exchange," as those terms are used in section 3(a)(1) of the Act, (15 U.S.C. 78c (a)(1)), if such organization, association, or group of persons: (1) Brings together the orders for securities of multiple buyers and sellers ; and (2) Uses established, non-discretionary methods (whether by providing a trading facility or by setting rules) under which such orders interact with each other, and the buyers and sellers entering such orders agree to the terms of a trade.

(b) An organization, association, or group of persons shall not be considered to constitute, maintain, or provide " a market place or facilities for bringing together purchasers and sellers of securities or for otherwise performing with respect to securities the functions commonly performed by a stock exchange," solely because such organization, association, or group of persons engages in one or more of the following activities: (1) Routes orders to a national securities exchange, a market operated by a national securities association, or a broker-dealer for execution; or (2) Allows persons to enter orders for execution against the bids and offers of a single dealer; and..... (省略)

A T S の定義の原文：

(a) Alternative trading system means any organization, association, person, group of persons, or system.

(1) Constitutes, maintains, or provides a market place or facilities for bringing together purchasers and sellers of securities or for otherwise performing with respect to securities the functions commonly performed by a stock exchange under Exchange Act Rule 3b-16; and (2) does not set rules governing the conduct of subscribers other than the conduct of such subscribers, trading on such organization, association, person, group of persons, or system, or discipline subscribers other than by exclusion from trading.

新規店頭登録株の中期パフォーマンス

岡村 秀夫

1 はじめに

一九九七年九月からブックビルディング方式が新規公開株式の公開価格決定に用いられるようになつて、一年四ヶ月余りが経過した。従来の入札制度の下では、一般投資家による入札結果に基づいて公開価格が決定されたために概して公開価格が高くなり、そのため公開後の円滑な流通に支障をきたす場合が少なくないとの指摘があつた。また、証券会社の引受業務における重要な要素である価格発見機能や流通市場に配慮した適切な配分機能が著しく損なわれているとの指摘もあつた。⁽¹⁾ 従つて、ブックビルディング方式導入の目的としては、妥当な水準での公開価格決定、そして公開後の円滑な流通、即ち流動性の確保とそのための適切な価格形成、を挙げることができる。日本証券業協会から、「証券会社及び投資家が個々の株式公開を評価するうえでの材料を提供するため、ブックビルディングによる株式公開を行つた銘柄について、公開後六か月までの間、株価、売買高等を本協会の「証券業報」等において公表」⁽²⁾ されることとなつており、新規店頭登録株のパフォーマンス評価を行い得るよう配慮されている。

ところで、公開価格水準の妥当性を検討するには、ただ単に初値との比較を行うだけでは不十分であると考えられる。なぜなら、日本にのみならずアメリカ・イギリスをはじめとする多くの国々で比較的大きな初期収益率が観察されており、初値に比べて公開価格が割安な水準で決定している可能性とともに、初値が一時的な相場

の過熱などによって割高になつてゐる可能性も否定しきれないからである。つまり、公開後の中長期的なパフォーマンスを分析するという位置づけの中で、公開価格や初値の水準の妥当性を検討することがより適切だと思われる。

以下、本稿ではブックビルディング方式導入の目的とされる、公開価格水準の妥当性、そして公開後の円滑な流動性と価格形成の二点に注目して、新規店頭登録後六ヶ月間の中期的なパフォーマンスを検討する。

2 新規店頭登録株の中期パフォーマンス

日本証券業協会から毎月発行されている『証券業報』には、「最近の新規公開状況」として、直近六ヶ月以内に新規店頭登録された銘柄の主幹事、公開の方法、公開株式数、公開価格、初値および公開初日の売買高・時価、六ヶ月後まで一ヶ月毎の株価・(一ヶ月ごとの)一日平均売買高・時価総額、そして六ヶ月間を通じた高値・安値および六ヶ月間累計売買高などが掲載されている。以下では、これらのデータを用いて主幹事シェア、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、流動性の推移について検討する。なお、サンプルには、六ヶ月分のデータを得ることができた四二銘柄を用いた(一九九七(平成九)年九月三〇日登録のフォトロンから一九九八(平成一〇)年六月一〇日登録のO B A R Aまで)。

(1) 主幹事シェア

サンプルに用いた四二銘柄の主幹事シェアは一位から順に次の通りとなつてゐる。野村証券一五銘柄(三五%)、日興証券八銘柄(一九%)、大和証券八銘柄(一九%)、新日本証券三銘柄(七%)、国際証券二銘柄(五%)、和

光証券一銘柄(五%)、その他(山一証券、コスモ証券、勧
角証券、東海丸万証券、各一銘柄ずつ)四銘柄(一〇%)。野村証券のシェアが三五%と二位の日興証券、大和証券の二倍弱のシェアとなつてゐる。また上位三社で全体の七割以上のシェアを占めている。⁽³⁾

(2) 初期收益率

図1は初期收益率(公開価格から初値への上昇率)の分布を示したものである。平均で一二・〇%、中央値で五・五%となつてゐる。初値が公開価格を下回つたのは四二銘柄中四銘柄だけである。初期收益率の分布を多い順に見ると、〇%以上五%未満が一七銘柄と最も多く、次いで一〇%以上一五%未満の八銘柄となつており、五銘柄については二五%以上の初期收益率が得られている。さらに、五%以上一〇%未満および一五%以上二〇%未満がそれぞれ三銘柄ずつ、二〇%以上二五%未満が二銘柄となつてゐる。

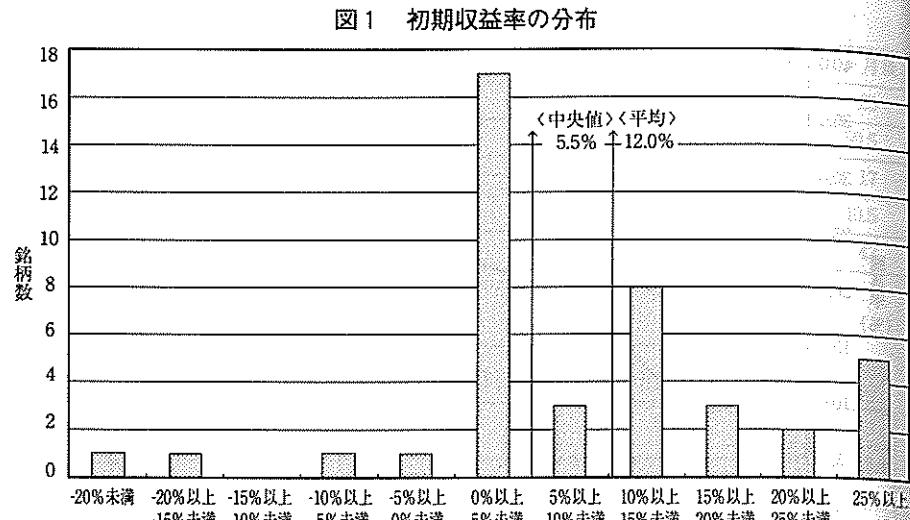


図1 初期收益率の分布

表1 公開価格からの騰落状況

	公開時	1ヶ月後	2ヶ月後	3ヶ月後	4ヶ月後	5ヶ月後	6ヶ月後
上昇銘柄数(注)	38	24	27	28	27	26	25
比率(%)	90.5	57.1	64.3	66.7	64.3	61.9	59.5
下落銘柄数	4	18	15	14	15	16	17
比率(%)	9.5	42.9	35.7	33.3	35.7	38.1	40.5
全銘柄数	42	42	42	42	42	42	42

(出所)『証券業報』(日本証券業協会)

(注)上昇率0%の銘柄も含む

表2 6ヶ月間最高値・最安値と公開価格の比較

最高値／公開価格		最安値／公開価格	
平均(%)	71.9	▲12.4	
中央値(%)	30.0	▲12.0	
標準偏差(%)	130.7	32.1	
分散	17,073.8	1,029.4	
最小(%)	▲34.9	▲85.6	
最大(%)	777.1	120.0	
銘柄数	42	42	

(出所)『証券業報』(日本証券業協会)

図2 公開価格からの騰落状況

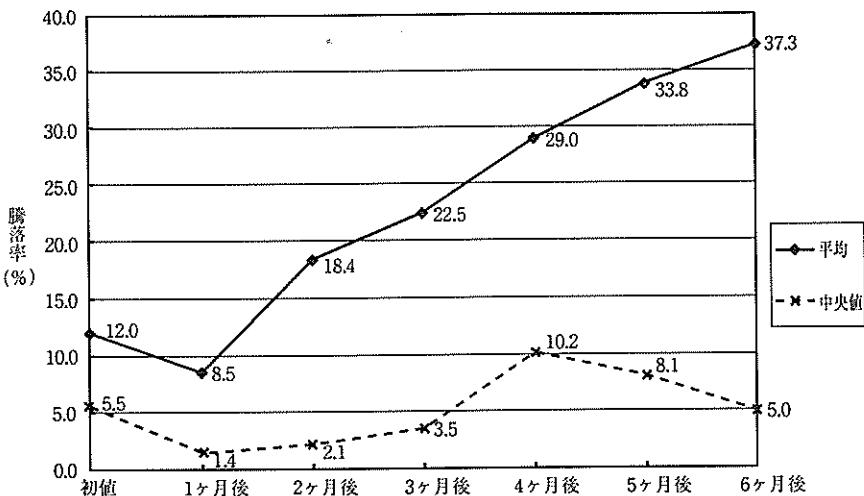


図2は公開価格からの騰落状況について一ヶ月毎の推移を示すものである。四二銘柄の平均(実線)および中央値(点線)で示したものである。

公開価格からの騰落状況について四二銘柄平均の推移を見ると、公開時(初値)では一二・〇%、一ヶ月後では八・五%、二ヶ月後では一八・四%、三ヶ月後では二三・五%、四ヶ月後では二九・〇%、五ヶ月後では三三・八%、そして六ヶ月後では三七・三%、それぞれ上昇しており、公開から一ヶ月目に若干落ち込み、その後四ヶ月目まで上昇傾向を示すものの、五ヶ月後、六ヶ月後には再び落ち込む傾向が見られる。

また同様に四二銘柄の中央値の推移を見ると、公開時(初値)では五・五%、一ヶ月後では一・四%、二ヶ月後では二・一%、三ヶ月後では三・五%、四ヶ月後では一〇・二%、五ヶ月後では八・一%、そして六ヶ月後では五・〇%、それ以上上昇している。公開から一ヶ月目に若干落ち込み、その後四ヶ月目まで上昇傾向を示すものの、五ヶ月後、六ヶ月後には再び落ち込む傾向が見られる。

また、表1は公開価格からの上昇銘柄数・下落銘柄数について一ヶ月毎の推移をまとめたものである。公開時には公開価格から値上がりしたものが四二銘柄中三八銘柄と九割以上を占めており、値下がりしたものは四銘柄だけであった。ところが、一ヶ月後では公開価格と比べて値上がりしているものは二四銘柄に減少し、公開価格よりも低い株価がついたものが一八銘柄となつた。二ヶ月後では上昇二七銘柄に対し下落一五銘柄、三ヶ月後では上昇二八銘柄に対し下落一四銘柄、四ヶ月後では上昇二七銘柄に対し下落一五銘柄、五ヶ月後では上昇二六銘柄に対し下落一六銘柄、六ヶ月後では上昇二五銘柄に対し下落一七銘柄となつてている。初値をつけた時点では大半の銘柄が公開価格を上回っているが、一ヶ月目以降は公開価格を上回っている銘柄は六割前後、下回っている銘柄が四割前後で推移している。

表2は六ヶ月間最高値・最安値と公開価格を比較したものである。各銘柄の公開後六ヶ月間最高値の公開価格からの上昇率は平均で七一・九%、中央値で三〇・〇%となつてゐる。また公開後六ヶ月間最安値は公開価格から平均で一二・四%、中央値で一二・〇%の下落となつてゐる。

以上の結果から公開価格に対する騰落状況を検討すると、初値をつけた時点で一割程度株価が上昇し、一ヶ月後には若干株価が低下するものの平均的には二ヶ月目以降上昇傾向が見られる。だが、公開価格を上回る株価をつける銘柄が六割前後であること、また最高値の公開価格からの上昇率の分散が大きいことなどから、値上がり銘柄は比較的大幅な上昇をする一方で、値下がり銘柄は公開価格を下回った状態が続く傾向にあることが分かる。従つて、値上がり銘柄と値下がり銘柄の間にはパフォーマンスに大きな差があり、公開価格水準設定の適切さがあらわれていると言えるだろう。

(4) 初値からの騰落状況

図3は初値からの騰落状況の推移を一ヶ月毎に示したものであり、実線が平均を、点線が中央値をそれぞれ表している。

まず四二銘柄平均の推移について見ると、一ヶ月後には三・九%の下落と平均的には初値を下回る水準となつてゐる。二ヶ月後には三・〇%の上昇となり初値を上回つてゐる。その後、三ヶ月後には七・八%、四ヶ月後には一一・四%、五ヶ月後には一四・六%、六ヶ月後には一六・八%とそれぞれ上昇しており、二ヶ月目以降は平均的には初値を上回り上昇傾向にあることが分かる。

次に四二銘柄の中央値の推移について見ると、一ヶ月後には四・三%の下落と初値を下回る水準となつてゐる。

二ヶ月後には一・九%、三ヶ月後には一・二%、四ヶ月後には〇・七%、五ヶ月後には二・二%、六ヶ月後には三・三%とそれぞれ下落しており、中央値について見る

と一ヶ月目以降一貫して初値を下回る水準となつてゐる。

表3には公開後一ヶ月後から六ヶ月後までの上昇銘柄数・下落銘柄数の推移がまとめられてゐる。一ヶ月後では初値を上回つたものが二七銘柄であったのに對して、初値を下回つたものが二五銘柄であつた。二ヶ月後では上昇一八銘柄に対しても下落二四銘柄、三ヶ月後では上昇二〇銘柄に対しても下落二二銘柄、四ヶ月後では上昇二一銘柄に対しても下落二一銘柄とちょうど半数ずつに、五ヶ月後では上昇一八銘柄に対しても下落二四銘柄、六ヶ月では上昇一八銘柄に対しても下落二四銘柄となつてゐる。四ヶ月後に初値を上回つてゐる銘柄と下回つてゐる銘柄が半数ずつになつてゐる以外は、すべての時点で初値を下回つてゐる銘柄の方が多い。

表4には六ヶ月間最高値・最安値と初値を比較した結果がまとめられている。六ヶ月間最高値の初値に対する

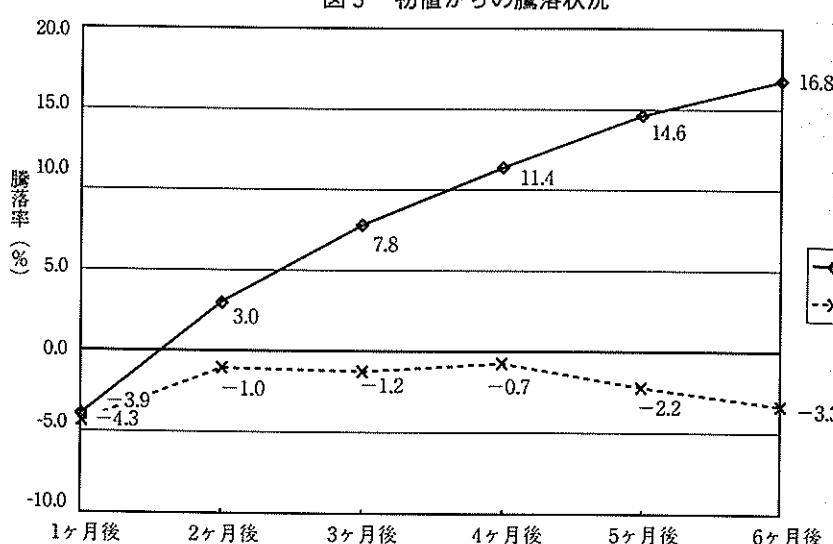


図3 初値からの騰落状況

表5 流動性(1日平均売買高/公開株式数)の推移

	公開時	1ヶ月後	2ヶ月後	3ヶ月後	4ヶ月後	5ヶ月後	6ヶ月後
(平均) (%)	39.6	5.4	1.2	1.0	0.8	0.6	0.5
対公開時 (%)		13.6	3.0	2.5	2.0	1.5	1.3
(中央値) (%)	32.8	4.8	0.6	0.5	0.4	0.3	0.3
対公開時 (%)		14.6	1.8	1.5	1.2	0.9	0.9

(出所)『証券業報』(日本証券業協会)

(注)ジャストシステムおよび土屋ツーバイホームの2銘柄を除く

表3 初値からの騰落状況

	1ヶ月後	2ヶ月後	3ヶ月後	4ヶ月後	5ヶ月後	6ヶ月後
上昇銘柄数	15	18	20	21	18	18
比率 (%)	35.7	42.9	47.6	50.0	42.9	42.9
下落銘柄数	27	24	22	21	24	24
比率 (%)	64.3	57.1	52.4	50.0	57.1	57.1
全銘柄数	42	42	42	42	42	42

(出所)『証券業報』(日本証券業協会)

表4 6ヶ月間最高値・最安値と初値の比較

最高値/初値	最安値/初値
平均 (%) 47.1	▲ 22.4
中央値 (%) 20.4	▲ 18.8
標準偏差 (%) 65.5	19.8
分散 4,286.9	390.4
最小 (%) 0.0	79.2
最大 (%) 228.3	0.8
銘柄数 42	42

(出所)『証券業報』(日本証券業協会)

上昇率は平均で四七・一%、中央値で二〇・四%となっている。また六ヶ月間最安値の初値に対する下落率は平均で二二・四%、中央値で一八・八%となっている。

以上の結果から初値に対する騰落状況を検討すると、一ヶ月後には全般的に初値を下回るが、二ヶ月目以降は平均的には初値を上回って上昇する傾向がある。だが、中央値が一貫して初値を下回る水準で推移していること、そして初値からの下落銘柄数が半数以上を占めていることから、一部の銘柄は比較的大幅な値上がりを見せるものの、多くの銘柄については横這いか値下がり傾向であり、パフォーマンスが二極分化する結果となっている。従つて、横這いあるいは値下がり傾向を示す銘柄については、公開時点で一時的に過大な初値がついている可能性も考えられる。

表5は(1日平均売買高/公開株式数)を流動性として、その推移を公開時から六ヶ月後まで一ヶ月毎に示したものである。公開時には平均で公開株式数の四割弱の売買が行われているが、一ヶ月後には五・四%、二ヶ月後には一・二%、三ヶ月後には一・〇%、四ヶ月後には〇・八%、五ヶ月後には〇・六%、六ヶ月後には〇・五%と一ヶ月目以降急速に流動性が低下している。中央値で見ても、公開時は公開株式数の三三%程度の売買が行われているが、一ヶ月後には四・八%、二ヶ月後には〇・六%、三ヶ月後には〇・五%、四ヶ月後には〇・四%、五ヶ月後には〇・三%、六ヶ月後には〇・三%となっている。

また表6には六ヶ月累計売買高(公開時を除く)と公開株式数の比率が示されている。⁽⁴⁾平均では一八八・五%、中央値で一七六・六%と六ヶ月累計でも公開株式数の二倍未満の売買しか行われておらず、流動性が十分に確保されているとは言えないと見える。

いだらう。

(6) 小括

本稿でサンプルに用いた四二銘柄のブックビルディング方式による新規店頭登録株は、初値で公開価格から平均で一二%の値上がりを示した後、一ヶ月目には初値から四%程度の値下がりを見せており、二ヶ月目以降は平均的には一貫して値上がり

り傾向を示しているものの、パフォーマンスの良い銘柄と悪い銘柄に二極分化していることに注意する必要がある。また、流動性については、公開時点には比較的活発な取引が行われるもの、公開から二ヶ月目以降は極端に流動性が低下している。

表6 6か月間累計売買高と公開株式数の比率

6ヶ月間累計売買高／公開株式数
平均 (%) 188.5
中央値 (%) 176.6
標準偏差 (%) 107.5
分散 11,558.0
最小 (%) 51.9
最大 (%) 427.0
銘柄数 40

(出所)『証券業報』(日本証券業協会)

(注)ジャストシステムおよび土屋ツーバイホームの2銘柄を除く

公開価格の水準については、公開後の騰落状況の推移が平均的には一貫して上昇し、また中央値でも公開価格を上回る水準で安定した動きを見せていていることから、ブックビルディング方式は現段階ではおおむね目的を果たしていると言えるだろう。一方、公開後の価格形成については、初値をつけた後に一旦株価が下落し、中央値で見ると常に初値を下回る水準にあることから、比較的多くの銘柄については初値が割高な水準で形成されている可能性がある。公開後の円滑な流通の確保という点については、一ヶ月目までは多少の流動性があるものの、二ヶ月目以降は流動性が大幅に低下しており目的が達成されているとは言えないだろう。

3. さいごに

一部に、ブックビルディング方式によつて公開価格が低く抑えられ、その結果初値が高く決まるとの指摘もあるが⁽⁵⁾、公開後の株価の推移を

見る限りでは公開価格はおむね妥当な水準に設定されていると考えられる。むしろ問題であるのは、取引がある程度行われるのが公開時からせいぜい一ヶ月後までであり、そのため流動性が最も高い公開時に株を入手せざるを得ないために初値が割高な水準となることであろう。事実、店頭登録企業の四四%が株式の流動性不足を店頭市場への不満として挙げ、また八八%がマーケットメークの実施を望んでいるとのアンケート結果もあり⁽⁶⁾、マーケットメークの充実やそのために必要な貸株制度の整備が望まれている。店頭市場の発展のためには発行市場と流通市場の両者の整備・改革が必要であり、そのため当面は流通市場における流動性を高めることが最重要課題だと考えられる。

注

(1)「株式公開制度の改善策」について、「証券業報」平成九年四月号

(2)「株式公開制度の改善策」について、「証券業報」平成九年四月号

(3)平成一〇年一二月二九日付「日経金融新聞」では、一九九八年（一～一二月）の新規店頭登録銘柄（全六二銘柄）の主幹事シェアについては、日興証券が二三%ぶりに首位になつたと報じられている。首位の日興証券は二〇銘柄（三三%）、以下野村証券一九銘柄（三一%）、大和証券一一銘柄（一八%）となつてゐる。上位三社合計では八割以上のシェアを占めている。また一吉証券はエイブルで初の主幹事を獲得している。

(4)ジャストシステムと土屋ツーバイホームの一銘柄については、流動性の値が非常に高かつたので、サンプル全体の傾向を見るために除外した。

(5)平成一〇年二月二一日付「日経金融新聞」

(6)「日本経済新聞」平成一〇年一〇月二九日付