



レポート

No.1710

2018年10月

金融資産分布の地域的变化
～リーマンショック後～

二上季代司（1）

アメリカのメイカー・テイカー手数料とパイロット・プログラム

清水 葉子（13）

上場企業を対象とするMBOの株式取得プレミアムの決定要因

志馬 祥紀（23）

地方証券とそのビジネスの変遷

深見 泰孝（44）

金融資産分布の地域的変化

～リーマンショック後～

一二上季代司

一〇年前のリーマンショック後、金融環境を取り巻く様々な変化（異次元金融緩和の深化に伴う超低金利の継続や少子高齢化等）を背景に、地方金融機関はもちろん地方証券会社の経営環境は非常に厳しくなっている。

ところで、地方の金融機関や証券会社のビジネスの「タネ」となっている「金融資産」（預貯金や株式・債券・投信等）の地域的分布状況が、この間、どのように変化していったのか、あまり知られていない。都道府県別の預金・貸金の動向については日本銀行がホームページ上で公開しているが、家計が保有する有価証券（株式や債券、投信）の地域的分布状況については、ほとんどみる機会がないのである。

そこで以下では、総務省統計局の『全国消費実態調査』⁽¹⁾を用いて、上記の問題に取り組んでみようと思う。

1 『全国消費実態調査』にみる家計の金融資産残高

全国消費実態調査（以下、単に総務省『調査』と略す）は、家計の構造を「所得」、「消費」、「資産」の三つの側面から総合的に把握することを目的としている。調査方法としては、対象家計に地域的な隔たりがないように、全国を約四千七百調査区にわけ、各区より一一世帯を系統抽出、選定し、調査事項を記載した調査表に記入を依

頼して、これを回収し分析する、というものである。調査事項としては、家計の収入・支出のほか、貯蓄・負債、耐久消費財、住宅・宅地などの家計資産も含んでおり、五年ごとにおこなわれている。⁽²⁾リーマンショック後では二〇〇九年と二〇一四年に実施されている。

また、調査項目のうち「年間収入及び貯蓄・借入金残高に関する事項」では、預貯金や有価証券（信託、株式及び債券など）につき、一世帯当たりの平均残高（調査年の十一月末）が都道府県別に公表されている。そこで、この平均残高に都道府県別の世帯数を掛け合わせれば、家計の持つ金融資産残高の都道府県別内訳が得られるだろう。⁽³⁾そして、〇九年と一四年の時点比較をおこなえば、この間の都道府県の金融資産の移動状況が把握できると期待できる。

そこでまず、単身世帯を含めた全国総世帯の持つ金融資産残高を算出してみた（表1）。これによると、この五年間で貯蓄総計は五三兆円（約七・六％）増加、うち株式・株式投信が二二兆円（四〇％）増えている。つまり一二年末からの株式市況の好転が保有動向に反映していることがわかる。また、単身世帯が急速に増えている（二三三万世帯の増加）。総世帯数に占める単身世帯の割合も二九・六％から三一・二％へ上昇しており、金融資産残高の増加分の六割（三一兆円）は単身世帯によるものである。

ところで、本題に入る前に、注意すべきことがある。それは日本銀行『資金循環統計』（日銀『統計』と略す）との相違である。日銀『統計』によると、家計金融資産は同じ期間に一四九二兆円（〇九年末）から一六九四兆円（一四年末）へ、二〇二兆円の増加となっている。世上、用いられる「家計金融資産」はこの数字であるが、表1の数値と比べ大きな開きがある。この違いはどこから生じるのだろうか。これを最初にみておかなければならない。

【総務省『調査』と日銀『統計』】

総務省『調査』は、冒頭みたように、全国から五・二〇五・三万世帯（うち約八％は単身世帯）を系統抽出し、調査表を渡して記入してもらい、これを一定期限後に回収して整理・分析する手法をとっている。つまり表1の数値は、「自己申告」の平均値に世帯総数を掛け合わせて積算したものである。選定した世帯数は総世帯数のわずか千分の一であり、全体の平均的な姿を反映していない可能性がある。⁽⁴⁾

他方、日銀『統計』はこれとは異なる。⁽⁵⁾ 日銀は各部門の金融資産残高や金融取引の計数を確定する際に（1）基礎データとして各部門の財務諸表などを用いる方法（「垂直的アプローチ」と）（2）金融取引に関する統計データなどから取引項目ごとの総額を、それぞれ保有する各部門の資産あるいは負債として割り当てていく方法（「水平的アプローチ」）を併用している。家計はもちろん個人事業主（農林業を含む）に関しても、財務諸表などの基礎データがないため、取引相手（金融機関、証券会社、保険会社など）や証券取引所の投資部門別売買データ、保有主体別データなどを参考にして計数を割り当てる「水平的アプローチ」をとっており、これらが「家計部門」

表1 家計の保有金融資産残高

（単位：世帯、兆円）

	2009年(H21)		2016年(H26)		増減	
	うち単身		うち単身		うち単身	
世帯数	50,011,071	14,815,125	51,756,435	16,147,636	1,745,364	1,332,511
貯蓄総計	699	163	752	194	53	31
内訳						
預貯金	438	108	473	127	35	18
生命保険など	151	26	154	31	3	5
有価証券	98	27	110	34	13	7
株式・株式投信	55	14	78	24	22	10
債券・債券投信	34	10	26	7	-8	-3
貸付信託・金銭信託	9	2	7	2	-2	0
その他	12	2	13	3	1	1
(参考)						
年金型貯蓄	33	8	36	9	3	1
外貨預金・外債・外国株式	12	4	16	4	4	0

（出所）総務省統計局『全国消費実態調査』平成21年、平成26年より作成

（注1）1世帯当たりの平均残高に世帯数を乗じて算出。残高は調査年の11月末現在。

（注2）右は単身世帯の数値で内数である。

の計数となる。

たとえば、家計金融資産の三割近くを占める「保険・年金」の場合、日銀『統計』では保険会社の「責任準備金」を、顧客属性から家計部門の計数を算出し、それを割り当てているが、総務省『調査』では、世帯主に保険加入期間中の払込総額（掛け捨てを除く）を記入させている。結果は近似した額になるはずとはいえ、アプローチは全く異なっている。

また日銀『統計』の家計部門には個人事業主も含まれる。総務省『調査』の調査対象にも個人事業を営む世帯が含まれるが、その場合には家計用のほか営業用も含めて調査する建前ではある。つまり農家も含め個人営業用の金融資産も含んでいる。しかし、自己申告であるだけに、所得税の税務申告と同様に、過少申告の恐れがあるように思われる。

総務省『調査』には以上のような制約があるのだが、都道府県別の数値が得られるのは、現状、総務省『調査』のみと思われる。以上に留意しつつ、次に都道府県別の資産移動をみよう。

2 都道府県別の金融資産移動

表2は、二つの時点（〇九年、一四年）における地域別の金融資産残高とその間の増減をみたものである。なお、総務省『調査』では、地域別の貯蓄額は「二人以上の世帯」しか開示されていないため、ここには単身世帯の部分は含まれていない。

これによれば、この五年間で「二人以上世帯」の貯蓄総額は二二兆円弱の増加をみているが、その九割以上の約二〇兆円は三大都市圏が占める。また東京を除く関東六県が九兆円、大阪を除く近畿一府四県が一兆円の純増

表2 家計（2人以上世帯）の地域別保有金融資産残高

(単位：100億円)

	全 国	東京	大阪	愛知	三大都市圏 への集中度	関東（東 京除く）	近畿（大 阪除く）	中部東海 （愛知除く）	北海道・ 東北	北陸・ 甲信越	中・四国	九州・ 沖縄
【2009年、H21】												
貯蓄総計	53,530	5,602	3,503	3,518	23.6%	13,633	5,490	3,557	4,748	3,752	5,159	4,565
内訳												
預貯金	32,968	3,521	2,201	2,171	23.9%	8,231	3,347	2,235	2,966	2,329	3,172	2,796
生命保険など	12,502	1,174	821	694	21.5%	2,935	1,233	805	1,356	930	1,292	1,241
有価証券	7,103	796	434	554	25.1%	2,182	809	464	354	425	631	452
株式・株式投信	4,143	506	275	330	26.8%	1,205	512	282	180	223	396	235
債券・債券投信	2,341	223	120	186	22.6%	779	223	140	136	171	187	175
貸付信託・金銭信託	619	67	39	38	23.3%	197	74	41	38	31	49	43
その他	957	110	47	99	26.8%	285	101	54	72	49	64	75
(参考)												
年金型貯蓄	2,531	250	165	177	23.4%	650	269	174	205	165	262	214
外貨預金・外債・外国株式	813	105	60	64	28.2%	261	96	43	31	30	69	52
【2014年、H26】												
貯蓄総計	55,714	7,068	3,738	3,798	26.2%	14,524	5,599	3,499	4,692	3,513	5,044	4,240
内訳												
預貯金	34,676	4,088	2,326	2,249	25.0%	9,137	3,451	2,232	3,040	2,252	3,239	2,662
生命保険など	12,306	1,325	790	803	23.7%	2,948	1,267	768	1,230	891	1,181	1,103
有価証券	7,688	1,546	559	621	35.5%	2,161	766	440	331	322	549	392
株式・株式投信	5,352	1,117	420	445	37.0%	1,449	559	324	207	208	375	246
債券・債券投信	1,859	346	103	150	32.2%	575	157	94	89	97	136	111
貸付信託・金銭信託	481	83	36	27	30.3%	137	50	23	35	16	38	35
その他	1,043	109	62	125	28.4%	278	115	58	90	48	75	82
(参考)												
年金型貯蓄	2,713	305	182	202	25.4%	704	274	178	232	185	228	222
外貨預金・外債・外国株式	1,207	235	79	84	33.0%	360	126	73	59	43	85	64

次ページへ続く

		全 国	東京	大阪	愛知	三大都市圏 への集中度	関東（東 京除く）	近畿（大 阪除く）	中部・東海 （愛知除く）	北海道・ 東北	北陸・ 甲信越	中・四国	九州・ 沖縄
【増減】													
貯蓄総計		2,184	1,466	235	281	90.7%	892	109	-58	-57	-240	-115	-325
内訳		1,708	567	126	78	45.1%	907	104	-3	74	-78	67	-133
預貯金		-195	150	-31	109	(-116.9%)	13	34	-37	-126	-58	-111	-138
生命保険など		585	750	125	67	161.0%	-21	-43	-23	-23	-103	-82	-61
有価証券		1,209	611	146	115	72.1%	243	47	42	28	-15	-20	11
株式・株式投信		-482	123	-17	-36	(-14.4%)	-204	-66	-47	-47	-73	-51	-64
債券・債券投信		-139	16	-3	-12	(-0.9%)	-60	-24	-19	-3	-15	-11	-8
貸付信託・金銭信託		86	-2	15	26	45.8%	-7	14	5	18	-1	11	7
その他													
(参考)													
年金型貯蓄		183	55	17	26	53.7%	54	5	4	28	20	-34	9
外貨預金・外債・外国株式		394	131	19	20	43.0%	99	30	29	28	12	16	12

（出所）表1に同じ

（注1）2人以上の世帯のみの数値。単身世帯は含まない。

（注2）生命保険、債券・公社債投信、貸付信託・金銭信託は純減であるが、東京では純増であり、このため増減シェアはサッソでくくってある。

東北：青森、岩手、宮城、秋田、山形、福島
 関東：茨城、栃木、群馬、埼玉、千葉、神奈川
 北陸：富山、石川、福井、甲信越：新潟、長野、山梨
 中部東海：岐阜、静岡、三重
 近畿：滋賀、京都、兵庫、奈良、和歌山
 中国：鳥取、島根、岡山、広島、山口。四国：徳島、香川、愛媛、高知
 九州：福岡、佐賀、長崎、熊本、大分、宮崎、鹿児島

だが、愛知を除く中部東海では約六千億円弱の純減となっている。これを除く地方圏は七・四兆円の純減である。表2では、紙面の制約で、大まかなくなっているが、これをより細分化すると、地方圏でも、九州、北陸・甲信越、東北、四国の純減額が大きくなっている。その要因の大部分は、世帯数の増減によって説明できる。すなわち上記の地方圏において世帯数が減少し、都市圏で世帯数が増えているのである。

また、家計金融資産のポートフォリオ（全国ベース）の二〇〇九年から一四年の変化は、預貯金がやや上昇（六一・六％↓六一・二％）、生命保険が下落（二三・四％↓二一・一％）、そのうち年金型は上昇（四・七％↓四・九％）、有価証券はやや上昇（二三・三％↓二三・八％）だが株式・株式投信は上昇し（七・七％↓九・六％）、債券・公社債投信は下落（四・四％↓三・三％）している。なお、外貨建て商品も上昇している（一・五％↓二・二％）。

そこで、主な商品種類別に地域的移動状況を見ると以下のようなものである。

【預貯金】

預貯金は全国ベースで一七兆円の純増をみているが、九州・沖縄、四国、北陸・甲信越、東北で純減し、逆に東京・関東、大阪・近畿、愛知、中国、北海道などが純増となっている。純増、純減の上位一〇県をみると表2-1のとおりである。

東京、神奈川、千葉、埼玉の首都圏一都三県で一二・三兆円（全体純増額の八四％——以下同じ）を占める。これに、大阪、北海道、愛知、兵庫と続く。他方、純減となった地域は、福岡、新潟、香川、秋田、青森、長崎と続き、この六県で三兆円の純減となる。純減は九州、四国、甲信越、東北の各地域に集中している。

表2-1 増減上位10（預貯金）

（単位：100億円）

純増上位10			純減上位10		
1	東京都	567	1	福岡県	-59
2	神奈川県	347	2	新潟県	-58
3	千葉県	316	3	香川県	-52
4	埼玉県	208	4	秋田県	-49
5	大阪府	126	5	青森県	-47
6	北海道	101	6	長崎県	-45
7	愛知県	78	7	群馬県	-40
8	兵庫県	76	8	奈良県	-35
9	山口県	66	9	徳島県	-30
10	広島県	61	10	大分県	-24

（出所）表1に同じ

（注）全国ベースでみた預貯金の純増額は17兆円である。

【有価証券】

総理府『調査』では有価証券を三種類（株式、債券、信託）に分けているが、ここでは株式と債券の二種類をみる。

まず「株式・株式投信」をみると、預貯金に次いで純増額が多い（全国ベースで一二兆円の純増）。表2および表2―2にみるように、株式・株式投信の三大都市圏への集中度はもともと高いのだが、この五年間で東京、大阪、愛知の合計で八・八兆円（七二％）の純増となり、更に集中度を高めている。また、これに埼玉、神奈川、千葉、兵庫の関東・近畿の四県を加えると一一兆円となり、純増額のほぼ全額を占める。他方、純減した地域は、広島、岡山、福岡、徳島、山梨、新潟、長崎、宮崎、鹿児島など中国、九州、四国の西日本各県に多くみられる。

他方、「債券・公社債投信」をみると、株式とは逆に純減となっている（全国ベースで四・八兆円のマイナス）。この間、異次元金融緩和の影響が続き、債券・公社債投信の利回りが異常に落ち込む中、これら債券関連商品から引き上げられた資金は株式・株式投信へシフトしていったと思われる。たとえば、埼玉、神奈川、愛知、京都、兵庫の三大都市圏およびその周辺では、債券・公社債投信は大きな純増を示しているが（表2―3）、それとは同額あるいはそれを上回る額で株式・株式投信は純増をみせている（表2―2）。この中で、東京だけが一・二兆円の純増である。もともと純増額は株式・株式投信の純

表2―2 増減上位10（株式・株式投信）
（単位：100億円）

純増上位10			純減上位10		
1	東京都	611	1	広島県	-24
2	大阪府	146	2	岡山県	-22
3	愛知県	115	3	福岡県	-14
4	埼玉県	88	4	徳島県	-12
5	神奈川県	72	5	山梨県	-12
6	千葉県	69	6	新潟県	-12
7	兵庫県	25	7	長崎県	-8
8	熊本県	23	8	宮崎県	-6
9	静岡県	22	9	鹿児島県	-6
10	三重県	18	10	奈良県	-5

（出所）表1に同じ

（注）全国ベースでみた株式・株式投信の純増額は12兆円である。

増額の二割にとどまる。

【保険】

保険は全国的にみても純減となっているが（全国ベースで約二兆円の純減）、年金型貯蓄は純増となっている（同一・八兆円の純増）。このことは養老保険のような満期時に一括して受け取る貯蓄性保険商品の純減が、なお一層多かったことを意味する。そこで、年金型貯蓄の地域的分布状況を見ると、純増額は、東京、千葉、愛知、北海道と続き、大阪は神奈川とほぼ同じ五、六位となっている。総じて、年金型貯蓄の都市圏への集中度はさほど高くなく、地方圏においても純増の県がみられる。

【外貨建て預金・外債・外国株式】

外貨建てについても全国ベースで四兆円の純増をみている。このうち、預金、債券、株式の内訳は明らかではないが、純減はわずか七県のみで、その額も比較的小さい。他方、東京の純増額が際立って多いが、他の道府県

表 2－3 増減上位10（債券・公社債投信）

（単位：100億円）

純増上位10			純減上位10		
1	東京都	123	1	埼玉県	－69
2	熊本県	2	2	神奈川県	－69
3	和歌山県	2	3	愛知県	－36
4	宮城県	1	4	長野県	－32
5	山形県	1	5	福岡県	－31
6	山口県	1	6	広島県	－28
7	長崎県	0	7	栃木県	－27
8	石川県	0	8	京都府	－26
9	鳥取県	－1	9	兵庫県	－24
10	愛媛県	－1	10	静岡県	－22

（出所）表1に同じ

（注）全国ベースでみた債券・公社債投信の純減額はマイナス4.8兆円である。

表 2－4 増減上位10（年金型貯蓄）

（単位：100億円）

純増上位10			純減上位10		
1	東京都	55	1	広島県	－33
2	千葉県	32	2	京都府	－20
3	愛知県	26	3	福岡県	－8
4	北海道	19	4	香川県	－7
5	神奈川県	18	5	徳島県	－5
6	大阪府	17	6	三重県	－4
7	滋賀県	12	7	愛媛県	－4
8	熊本県	12	8	新潟県	－4
9	岐阜県	11	9	茨城県	－3
10	長野県	11	10	静岡県	－3

（出所）表1に同じ

（注）全国ベースでみた年金型貯蓄の純増額は1.8兆円である。

もおしなべてふえており、外貨建て貯蓄が全国的に浸透しているように思われる。

以上を振り返ってみると、この間における貯蓄の増加は、東京および関東圏に集中していること、商品別にみると、預貯金は関東圏での増加が著しく、株式・株式投信の純増は東京において著しいことである。他方、純減は福岡・長崎などの九州、新潟・山梨・長野の甲信越、青森・秋田等の東北、徳島・香川などの四国に多いことがわかる。

3 証券会社の店舗状況

以上のように、二〇〇九年と二〇一四年の二時点と比較することによって、この間の金融資産の地域的移動状況をみてきた。このうち株式、債券、投信は証券会社の伝統的商品であり、保険商品の販売も兼業が可能である。そこで、販売拠点である証券会社の店舗数の都道府県別増減は、上記の貯蓄商品の残高増減と並行しているのか、最後にこれをみておこう。

表3は、証券業協会に所属する証券会社店舗の都道府県別内訳を、二〇〇九年末と二〇一四年末の二時点で比較し、その増減上位各一〇をみたものである。この間、証券会社は三〇七社から二五三社へ五四社減少し、支店営業所数（本店除く）は一九四七店から一八五四店へ九三店減少した。

これによると福岡が二一店の増加であり、愛媛、広島などむしろ貯蓄残高が純減であった県で証券会社店舗が

表2-5 増減上位10（外貨建て預金・外債・外国株式）

（単位：100億円）

純増上位10			純減上位10		
1	東京都	131	1	徳島県	-2
2	神奈川県	32	2	石川県	-2
3	千葉県	29	3	宮崎県	-1
4	埼玉県	21	4	岩手県	-1
5	愛知県	20	5	秋田県	-1
6	大阪府	19	6	岡山県	-1
7	茨城県	16	7	群馬県	-1
8	三重県	13	8	山梨県	0
9	北海道	11	9	長野県	0
10	京都府	9	10	鹿児島県	0

（出所）表1に同じ

（注）全国ベースでみた外貨建て貯蓄の純増額は3.9兆円である。

増えている。他方、東京、埼玉、兵庫、大阪、愛知など貯蓄額とりわけ株式、投信の残高純増が著しかった地域で営業所が減っている。これをどのように解釈したらよいだろうか。

一つの手がかりは、証券会社店舗の純増県では地銀系証券会社が設立され、その営業所が増設されたケースが多いということである。地銀系証券会社の店舗網は九州、中国、四国など西日本に多い。これらは、銀行の本業である預貸金ビジネスでもとりわけ厳しい地域である。それが投信の募集手数料など役務収益の増加を狙って証券業務に進出、やや過当競争が起こっているのではないか、という仮説である。

では、東京、埼玉などの首都圏や兵庫、大阪、愛知などの都市圏では貯蓄額の純増が著しいのに証券会社の営業店が純減に陥っているのはなぜか。投信は銀行でも販売できることやインターネットによる証券取引の普及などが影響している可能性がある。

もっとも、以上は限られた資料の中で整理したものに過ぎない。この制約を軽減させるためには、たとえば本稿で試算した都道府県別預貯金残高を日本銀行の都道府県別預金残高にサヤ寄せする形で全体を修正することなどが考えられる。しかし、その場合でも都道府県別にみた家計のポートフォリオが正しい姿を反映しているかどうかは検証していないから限界は残っているわけである。より詳しい検討が必要である。

表3 証券会社店舗数増減上位10

純増上位10			純減上位10		
1	福岡県	21	1	東京都	-65
2	三重県	6	2	埼玉県	-13
3	愛媛県	6	3	長野県	-12
4	広島県	2	4	兵庫県	-12
5	鳥取県	1	5	大阪府	-10
6	宮崎県	1	6	愛知県	-9
7	青森県	0	7	岐阜県	-7
8	秋田県	0	8	奈良県	-5
9	山形県	0	9	徳島県	-5
10	福島県	0	10	京都府	-5

(出所) 日本証券業協会「会員の都道府県別営業所数一覧」より作成

(注) 2009年末と2014年末の店舗数を比較したもの。本店を含む。

注

(1) 家計の貯蓄動向に関しては、総務省統計局の『家計調査 貯蓄・負債編』が一般的に使われる。ただ、これは調査対象世帯が約八・七千世帯と少なく、一世帯当たりの地域別平均貯蓄額は都道府県庁所在都市などに細分されている。これはこれで有用な調査ではあるが、今回は都道府県別に集約された数値が掲載されている『全国消費実態調査』を利用する。

(2) <http://www.stat.go.jp/data/zensho/2014/index.html>

(3) もっとも、都道府県別にみた世帯の保有金融資産額は「二人以上の世帯」についてのみ開示されており、単身世帯については開示されていないようである。

(4) もっとも、総務省『家計調査 貯蓄・負債編』でも一世帯当たり平均貯蓄額は一八百万円前後であり、総務省『調査』の一六百万円弱（二〇一四年）とあまり違わない。

(5) 日本銀行調査統計局『資金循環統計の解説』<https://www.boj.or.jp/statistics/outline/exp/data/exsj01.pdf>

(にかみ きよし・主任研究員)

アメリカのメイカー・テイカー手数料とパイロット・プログラム

清水 葉子

1 はじめに

アメリカでは、市場間競争によって証券市場が分散し、一つの銘柄の株式の取引が多数の証券市場に分散して行われている。現在、アメリカには二一の国法証券取引所と、多数の取引所外の市場が存在しており、市場参加者（証券会社およびその顧客である投資家）は、多くの市場から最も有利な市場を選択して証券の取引を行っている。

それぞれの証券市場（取引所）は、市場参加者から注文を獲得するため、手数料の低さ、取引執行の早さ、市場の流動性の高さ、マーケットインパクトの低さ（大口取引の執行コストの低さ）、注文の出し方のバリエーションなど、多様な側面で競争を行っているが、手数料の低さは当然ながら競争の大きな要素となっている。このため、証券市場が市場参加者から徴収する手数料の形態も大きく多様化し、欧州をはじめとして海外に広く広まっている。

手数料制度の多様化は、証券市場が多くの取引を集めるためのビジネスモデルとして有効である一方で、手数料の複雑化に伴って、手数料を考慮した最良執行が行われているかどうかについては疑問の声が上がっており、手数料の低さ（あるいは市場からのリベート）を目当てにした注文回送が一般化しているとする懸念が指摘されている。こうした批判を受けて、アメリカでは、SEC（証券取引委員会）が手数料制度の影響を確かめるため

のパイロット・プログラムの導入についての提案を行っている。

2 メイカー・テイカー手数料

海外の証券取引所の手数料形態に関して日本と大きく異なるのは、「メイカー・テイカー手数料」と呼ばれる手数料の存在である。⁽¹⁾日本の証券取引所の現物株式取引では、売り手側、買い手側の双方から決まった手数料を徴収するのが通例であるが、「メイカー・テイカー手数料」を採用する海外の証券市場では、取引が成立した時に、指値注文を出していた参加者（証券会社）には取引所側からリベートを支払い、指値に対当する（成行）注文を出して指値を消化した証券会社からは手数料を受け取るという手数料の形態が一般化している。証券取引所としては、証券会社から受け取った手数料と、証券会社に支払ったリベートとの差額が収入となる。

メイカー・テイカー手数料は、指値注文を出した証券会社を市場に流動性を供給したとみなし、流動性供給の対価としてリベートを支払うことで、指し値注文を増やすことを目的としている。リベートを目当てにした指値注文を集めることができれば、取引高や取引シェアが拡大し、結果としてリベートを支払っても取引所としては収入を増やすことができる。

二〇〇〇年代半ば頃から、ECNとして登場したBATSなどの新興市場が急激に取引高シェアを伸ばし、二〇〇八年前後に相次いで国法証券取引所のステータスを得るまでになったことの背景には、こうした特殊な手数料体系があったとされている。また、この時期は、コンピューターのアルゴリズムを利用して、極めて早い速度で自動的に売買注文を出すハイ・フリクエンシー・トレーディング（HFT）が登場した時期でもある。HFTは、コンピューターの判断で早い速度の注文を出すことで、市場間の価格の歪みをいち早く利用して素早い裁定

取引をすることができるが、それに加え、メイカー・テイカー手数料を採用する市場で指値注文を出してリベートを得ることも重要な収益源になっている。メイカー・テイカー手数料は、HFTのニーズにも合致していたため、リベートをてこに、アメリカの証券市場全体の取引高が大きく拡大した時期ともなった。

なお、メイカー・テイカー手数料とは逆に、「テイカー・メイカー手数料」と呼ばれる手数料体系も存在し、こちらは指値を出した証券会社から手数料を徴収し、成行注文を出して指値と対当させた証券会社に対してリベートを支払うものである。

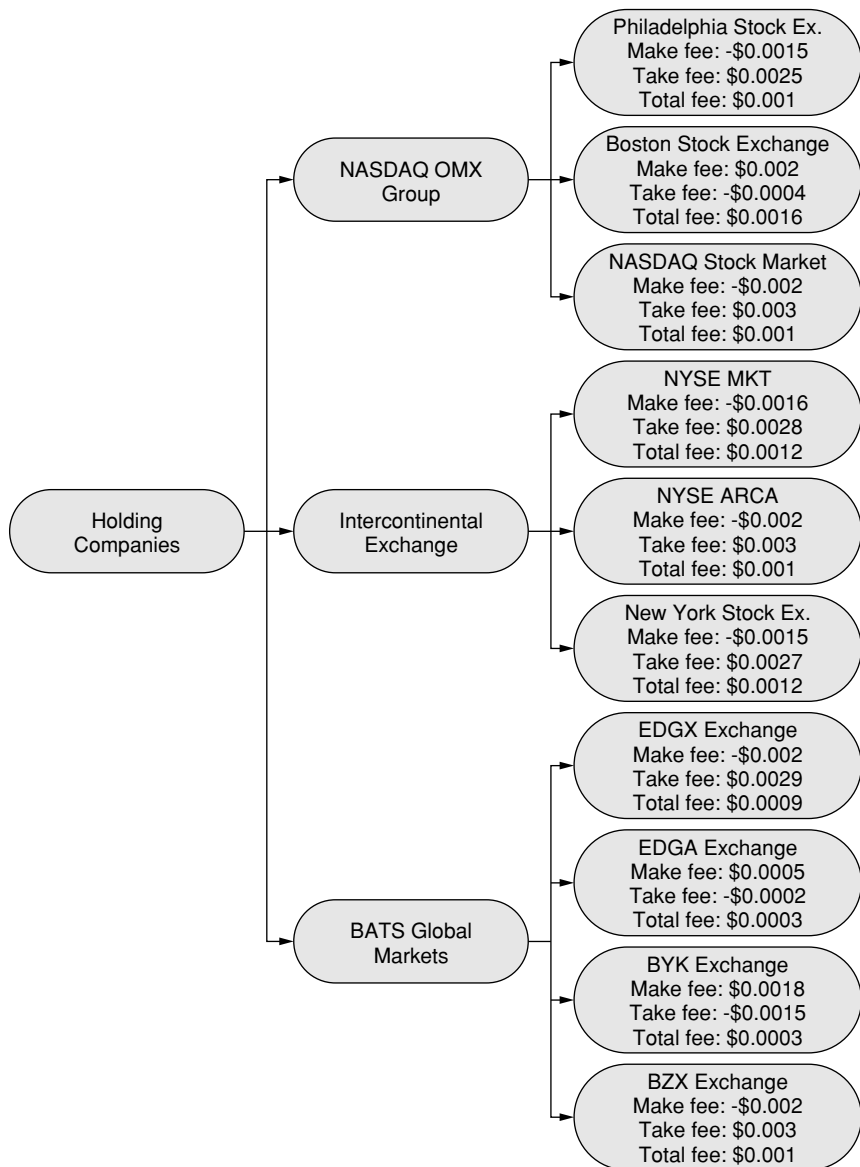
3 アメリカの証券市場の手数料体系

アメリカの証券取引所の手数料体系を具体的に見てみよう。図表1はNYSE上場証券を取引する証券取引所の手数料体系を示したものである（二〇一五年五月現在、手数料は頻繁に改定される可能性がある）。アメリカでは、レギュレーションNMSにより手数料には〇・〇〇三ドル（〇・三セント）の上限が設けられている（株価一ドル以上のものが対象。一ドル未満のものは株価に対して一定%の上限が設けられる）。

取引所は、手数料以上のリベートを出すと収益を失い、長期的には手数料の上限に制約されることから、リベートには規制上の上限はないと思われる。

メイカー・テイカー手数料制とテイカー・メイカー手数料制が共存しているのは、一見すると奇異なことに思われるが、アメリカの証券市場では、証券会社が同時に多くの証券市場（取引所）とシステム接続し、その時その時でもっとも有利な証券市場に取引を発注しているため、例えば指値注文を出す時には（指値に対してリベートが支払われる）メイカー・テイカー制の市場に発注し、成行注文を出す時には（成行に対してリベートが支払

図表 1 ニューヨーク証券取引所上場証券の各取引所での取引手数料



(出所) Chao et al. (2017) “Why Discrete Price Fragments U.S. Stock Exchanges and Disperses Their Fee Structures”

(注) 図表中、手数料にマイナスの数字がついているものがリベートである。手数料額と、取引所グループは、2015年時点のもの。

われる) テイカー・メイカー制の市場に注文を発注することも可能なためである。

もちろん市場間には裁定がはたらいっているので、市場の使い分けで得られる収益(取引コストの削減)は極めて小さく、実際に収益(取引コストの削減)が得られるかは、その時々々の気配値、リベート・手数料の多寡、執行可能性(市場の流動性の高さ)など多くの要素を考慮に入れなければならず、注文回送は複雑化していると考えられる。

こうした市場参加者の市場選択を前提に、アメリカの証券取引所グループの多くでは、メイカー・テイカー制とテイカー・メイカー制の両方の市場を傘下に置くことも一般的である。(BATS証券取引所のBATS-YとBATS-Zや、NASDAQグループのPSXとBXなど)。

4 取引所の手数料と価格

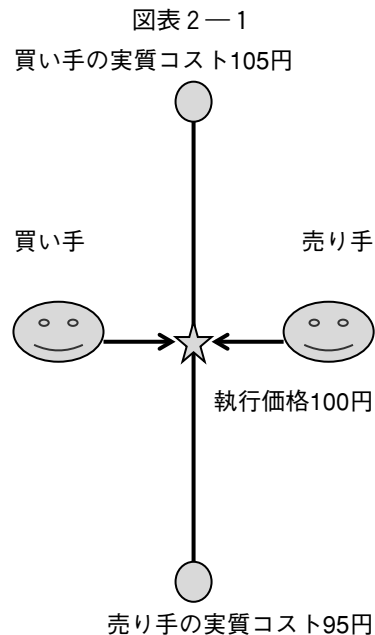
ここで、仮想的な単純モデル例を使って、取引所の手数料体系が変更されたときに、スプレッドや執行価格にどのような影響ができるかを考えてみよう。

日本の証券取引所のようなオーダー・ドリブンの市場では、売り手と買い手がそれぞれ指値注文や成行注文を出し、競売買制度に基づく価格優先のルールに従って取引が執行される。図表2-1のような単純化したモデルで、一〇〇円の買い注文と一〇〇円の売り注文が対当して取引が成立すると考えてみよう。市場参加者(証券会社)が取引所に支払う手数料を売り買い双方五円とすると、一〇〇円で証券を買った買い手は、一〇〇円に加えて手数料五円を支払っているので、手数料込みでは一〇五円の支払いを行っており、売り手は一〇〇円の売り価格から五円の手数料を負担するので、手数料込みで九五円で売ったことになる。

少し協道にそれるが、取引所などのクオート・ドリブンの市場と対比されるマーケット・メーカー制でこの関係を確認すると、マーケット・メーカー制では市場参加者のコスト負担が最初から明示的であって、一〇〇円相当の証券に対して、マーケット・メーカーが「九五円の買い、一〇五円の売り」という気配を出していると想定すれば、証券の買い手・売り手は、マーケット・メーカーを相手として、九五円で売るか、一〇五円で買うかの取引を行うことになる。そのため、売り買い合計で一〇円の売買スプレッドを取引コストとして負担していることになる。売買スプレッドをちょうど半々に負担すると考えれば、売り手・買い手がそれぞれ五円の取引コストを支払い、売買スプレッドの中値である一〇〇円がちょうどオーダー・ドリブン市場の執行価格に相当するといえることができる。

さて、オーダー・ドリブン市場のモデル例に戻って、均等だった手数料体系を変化させるとどうなるかを見てみよう。例えば指値を出した側を流動性供給者とみなして優遇するために、指値側の手数料五円を割り引いて二円とし、成行注文を出した側の手数料は五円のまま据え置くとしよう。

買い手が指値を出すと考えると、図表2—2のように、買い手の手数料込みの取引金額は、先ほどの一〇五円ではなく、一〇二円で済むことになる。その場合、買い手としては三円の取引コストの節約ができるので、この



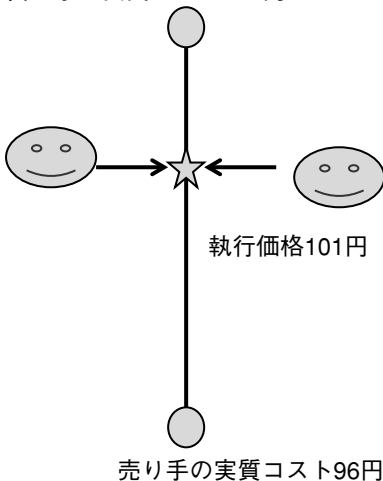
市場により多くの注文を回送する可能性が高い。このことは、他の証券取引所でもっと有利な条件の指値注文が出ていても、価格差が三円以内であれば、この市場に注文を回送する潜在的な誘因となる。

もちろん、証券会社には最良執行義務があるので、他の市場で有利な価格が提示されているときに、不利な価格で顧客注文を執行することはできない。実際には、複数市場での最良価格が同じ場合に、より手数料が低い（あるいはリベートが得られる）市場に多くの注文を回送することになると考えられ、市場側にとっては取引高を拡大する手段として利用できる。

さらに仮定を進めて、買い手側は、三円の取引コストが節約できることを前提に、例えば一円だけ自分の買い指値を引き上げて一〇一円の買い指値注文を出しても損をしないことになる（図表2―3）。指値を出す買い手の行動モデルは、実際にはもっと複雑であるが、単純化を進めると、この証券取引所では、五円の取引手数料を課している他の証券取引所よりも一円高い買い指値が出される潜在的な可能性が発生することになる。この高い買い指値が、より多くの売り注文を引きつけば、この

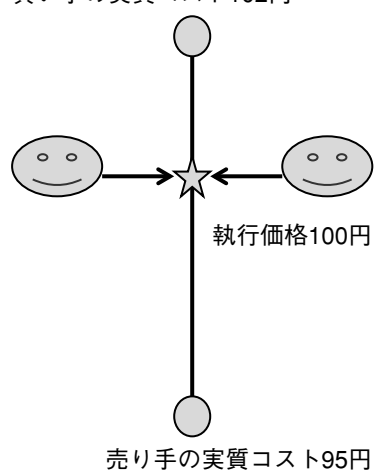
図表 2―3

買い手の実質コスト103円



図表 2―2

買い手の実質コスト102円



取引所は取引高を拡大できるチャンスとなる。同様に、この例で証券を売る側が指値を出す場合には、この市場での表面的な売り指値が低下する可能性がある。

ただし、この一円高い一〇一円の買い指値注文は、取引所が手数料体系を変更したことに伴う表面的な価格の上昇であり、証券価値の上昇（あるいは投資家の価値評価の上昇）に伴うものではないことに注意が必要である。証券市場が複雑な手数料体系を採用すると、①証券会社の注文回送に影響を与えることに加え、②潜在的には市場に出される指値や執行価格にも影響を与える可能性があるが、この価格の変化は証券の価値評価を反映したものであるのではない。

モデル例では、片方の取引者に対して手数料が割り引かれたケースを単純化して検討したが、割引に加えてリベート（マイナスの手数料）が導入されると、取引参加者の取引コストはさらに大きく変化し、その結果、その市場での気配や執行価格が大きく変化する可能性がある。

なお、この例は極端に単純化したものであって、手数料体系の変更が気配や執行価格に及ぼす影響は、その市場の流動性や執行可能性、取引参加者（投資家）のその証券に対するファンダメンタルな評価額、ティックサイズなどに複雑に依存する。このため、安易な単純化には問題があるものの、手数料体系が異なる複数市場では、執行価格を単純に比較することができなくなり、注文回送の基準や最良執行の内容は複雑化すると考えざるを得ない。

5 SECのパイロット（試験）・プログラムの提案

アメリカでは、複雑化するメイカー・テイカー手数料に対して、前述のような実質的な執行価格が見えにくくなるという懸念に加えて、証券会社がりべートを目当てに顧客の注文をりべートの高い証券市場に回送している

可能性が高いとして、証券会社と顧客との利益相反の可能性を指摘する批判⁽²⁾や、証券会社から市場への注文回送が複雑化して分かりにくいこと、市場の分裂を生み出し、市場の統合性が失われることなど、多くの批判が寄せられている。

このような批判を受けて、SECの株式市場構造諮問委員会（EMSA）では、かねてからパイロット（試験）・プログラムを行って、手数料制度の多様化の影響を実証的に確認するよう求める決議が二〇一六年に行われていた。⁽³⁾このたび、SECは、NMS証券（取引所上場証券）を対象に、国法証券取引所に対して、取引手数料に試験的に多様な上限を設け、どのような影響が出るかを観察するパイロット・プログラムを二〇一八年三月に提案している。⁽⁴⁾

パイロット・プログラムの対象証券は、株価二ドル以上のもの（期間途中の株価変動や上場廃止などについて細かい取り決めあり）とし、対象証券を三つのテストグループとコントロール・グループ（対照グループ）に分け、テストグループは、（１）手数料上限を〇・〇〇一五ドル、リベートに上限なし、（２）手数料上限を〇・〇〇五ドル、リベートに上限なし、（３）手数料上限を現行の〇・〇〇三ドル、リベート禁止の三つとする。各グループは、時価総額や株価、流動性が同じようになるように一〇〇〇銘柄ずつを選んで構成する。試験期間は二年間とし、取引所は、プログラム開始前と期間中、終了後の一定期間にわたって取引データを収集・公開して検証に供与するというものである。

6 おわりに

SECは、証券市場の手数料体系の複雑化に対してパイロット・プログラムを導入し、手数料やリベートの額

を変化させて取引にどのような影響が出るかを実証的に検討することを提案した。このプログラムが実施されるかどうかはまだ明らかではないが、市場側が手数料体系を変化させることで、売り・買いの相対的なコストを変化させれば、市場参加者の注文回送を左右するだけでなく、潜在的には執行価格にも影響しうることは、健全な市場間競争のあり方を考える上でも重要であると思われる。

注

- (1) ビットコインなどの仮想通貨の取引では、日本でも一定条件を満たす注文を出した参加者に取引所側がリベート（ボーナス）を出す手数料形態が採用されており、リベートを対価にして取引を誘引することで取引高の増加を図っていると推察される。
- (2) Battalio et al (2016) "Can Brokers Have It All? On the Relation between Make-Take Fees and Limit Order Execution Quality", *Journal of Finance*, vol.71, Issue5では、特定のオンライン証券会社が顧客注文を常に同じ執行市場に回送している可能性が高いことが指摘されている。一部を清水（二〇一七）「ブローカー・ディーラーの注文回送について」『証研レポート』一七〇五号で紹介。
- (3) 日本取引所グループニューヨーク駐在員事務所（二〇一六）「From the Corner of Wall Street 連載第五回 SEC、メイカー・テイカー手数料削減のバイロット・プログラムを検討中」『月刊資本市場』二〇一六年二月号参照。
- (4) Securities Exchange Commission (2018) "Transaction Fee Pilot for NMS Stocks", Proposed rule, Release No. 34-82873, File No. S7-05-18.

（しみず ようこ・客員研究員）

上場企業を対象とするMBOの株式取得プレミアムの決定要因

志馬 祥紀

1 はじめに

本研究では、上場企業を対象とし、株式取得後は上場廃止を前提とするMBO（マネジメント・バイアウト）における株式取得プレミアムの決定要因について分析を行っている。

わが国のMBOについては、バブル経済の崩壊後、株式市場の低迷時にMBOが発生・本格化したことが、株価が上昇した後も、一定数のMBOが継続的に実施されている。MBOについては経営者兼（部分的あるいは全面的な）買収者である株主と、他の一般株主との利益相反が潜在的な問題となり得ることもあり、MBOそのものについて批判的な意見が多くみられる。しかしMBOの事例が一定量継続している現状は、取引に一定の合理性がみられる—より正確に言えば、MBOに際して合理性のある株式取得プレミアム（以下、プレミアム）が実現されている可能性も考えられる。本稿では、当該問題意識のもとで、MBOにおけるプレミアムの決定要因について実証分析を行う。分析対象データ期間は、二〇〇七年から二〇一七年間のMBO実施事例（二〇七社）とし、被買収企業側の発表した株主向けプレスリリース（MBOの実施及び応募の推奨資料）、同社の有価証券報告書等より採取した各種データとする。

2 先行研究の紹介

以下、欧米についてのMBOに関連する先行研究を紹介しているが、その内容については佐藤（二〇一一）に多くを依っている。

米国でバイアウトが注目されるようになった一九七五年から八〇年代にかけて、バイアウトに関する用語として、資金調達方法の斬新さからLBO（レバレッジド・バイアウト）がMBOに先行して使用されるようになり、MBOはLBOの一部として位置づけられている。そのためLBOとMBOの区別は明確でなく、MBOの定義も、何らかの形で買収グループの一員として内部の経営陣が参加していれば、すべてMBOの範疇に含める曖昧なものになっている（そもそもMBOという用語が作り出されたのは一九八〇年の英国である）（佐藤（二〇一一））。

欧米のバイアウト投資は非公開化が原則で、先行研究の多くは非公開化型を対象としている。バイアウト・ファンドが行う公開維持型の投資としてはPIPEs（Private Investment in Public Equity）が知られるが、経営権の取得や買収企業への経営関与は前提としない。欧米では、投資形態としてバイアウト投資とPIPEsは区別しているようである（佐藤（二〇一一））。

胥（二〇一一a）は、バイアウトを経て収益性の高い企業に変身する理由は何かについて、海外の実証分析をサベイした。バイアウトによって企業価値が向上する場合、その源泉は何かについて、節税仮説、富の移転仮説、フリー・キャッシュ・フロー仮説、エージェンシー・コスト仮説、企業組織形態仮説、株価過小評価仮説、経営者インセンティブ強化仮説などがある。同論文によれば、バイアウトの株価へのインパクトに関しても、海外の実証分析の結果はまちまちである。一方、複数の対抗者が公開買付けを競うコンテストが有意にプレミアム

を高める点で全ての実証分析の結果が一致している。

日本企業についてはまず、胥（二〇一一b）は、敵対的買収者やもの言う投資家にとって、日本の経営権市場は芽生えたものの安定株主や株式持ち合いといった所有構造に阻まれているとした上で、経営権市場との関連で、株式所有構造がMBOの決定にも重要な効果を及ぼす点を強調している。

野瀬・伊藤（二〇〇九）等のMBOの動機とプレミアムに関する研究は、エージェンシー・コスト仮説と株価過小評価仮説の可能性を示唆する。同論文は、日本でバイアウト・ファンドが行った買収案件を対象に、買収が対象企業ならびに対象企業の株主価値にもたらした影響を分析した。分析は、二〇〇〇年から二〇〇八年三月末までに国内外のバイアウト・ファンドが国内の上場会社に対して行った買収について行われ、アンダーバリュ解消仮説とエージェンシー・コスト削減仮説を支持する結果を得た。

井上（二〇〇八）は、非公開化買収では、TOBに応募して株式を売却する機会を逃すと、より低い価格で売却するか、または、流動性のない非公開株を保有することになりやすいという、買収における支配株主による一般株主利益の希薄化問題に焦点を当て、日本のTOBの強圧性について実証分析を行った。この結果、投資ファンドがプロの投資家として強圧性を利用して、ファンドと経営者に有利な取引を実現している可能性が高いことが示された。

前澤（二〇〇八）は、日・英でのMBO分析結果を比較して、創業者一族が大株主となっている企業のMBOは株価低迷時に行われ、プレミアムによって十分に補償されないケースが多いといえる。すなわち、創業者一族型企業のMBOは利益相反を起こしやすく、それはプレミアムの低さよりも、MBO実施時の低い株価水準に現れることを指摘している。

吉村（二〇一〇）は、MBOによって株式を売却する少数株主は適正な対価を得ているかについて、会社法が創設されスクイーズ・アウトの実務が定着した二〇〇六年から二〇〇九年一月の期間における株式の非公開化を伴うMBO目的のTOB（五二件）をサンプルとして検証した結果、MBO目的のTOBは、株価が相対的に低い時に実行されているものの、少数株主はプレミアムによって十分に補償されている可能性があることを示唆する。

3 分析データの説明

図表1は、本分析対象企業の一覧である。これら企業（全一〇七社）は、上場企業であったものが、二〇〇七年から二〇一七年にかけて、経営者（一部あるいは全面的な形で）によるMBOを実施され、上場廃止となった。対象企業の業種は製造業・サービス業を中心に、多岐に亘っている。

図表2は対象企業の財務データ（自己資本比率、自己資本利益率）、市場株価の状況（株価純資産倍率、株価収益率）、買収者の保有・事前確保比率、市場における必要買付比率を示している。買収者の保有・確保済株式比率とは、発行済み株式中、買収者が既に保有している、あるいは買収者が大口株主等とMBOに応じる契約を交わしている株式の合計比率を示している。また、市場における必要買付比率とは、MBOにおける成功の目安となる買付予定数の下限比率と、買収者の保有・確保済株式比率との差額を示している。これら数値の値は以下のとおりである。

自己資本比率は平均で五〇・六一%と総資産の約半分を示している。最大値は九〇・八〇%の企業がある一方、同値がマイナスの債務超過企業も対象企業に含まれている。

図表 1 対象企業一覧

	会社名	MBO公表時		会社名	MBO公表時
1	クラフト	2007年12月7日	55	ゴトー	2011年7月8日
2	バトライト	2007年11月14日	56	マスプロ電工	2011年7月29日
3	阪神調剤薬局	2007年11月9日	57	東山フィルム	2011年8月8日
4	堀内カラー	2007年11月2日	58	新立川航空機	2011年8月30日
5	ユニオンペイント	2007年11月2日	59	立飛企業	2011年8月30日
6	サイバードホールディング	2007年10月31日	60	バルス	2011年9月2日
7	伊田テクノス	2008年3月31日	61	RHトラベラー	2011年9月15日
8	日本土建	2008年5月2日	62	日本医療事務センター	2011年9月16日
9	オークネット	2008年5月27日	63	ヤマトマテリアル	2011年10月21日
10	新輝合成	2008年9月1日	64	カラカミ観光	2011年11月7日
11	日本ジャンボ	2008年9月3日	65	三條機械製作所	2011年12月2日
12	ゼネラル	2008年9月3日	66	アップガレージ	2011年12月5日
13	三笠製薬	2008年9月17日	67	ホリプロ	2011年12月16日
14	イーシー・ワン	2008年9月24日	68	ワオ・コーポレーション	2011年12月20日
15	日本工業検査	2008年9月29日	69	ベンチャーリパブリック	2012年3月15日
16	ユニバーサルホーム	2008年10月6日	70	エイブル&パートナーズ	2012年4月13日
17	ゼンケンホールディングス	2008年10月9日	71	アルク	2012年5月11日
18	トオカツフーズ	2008年10月10日	72	鐘崎	2012年7月11日
19	全教研	2008年10月15日	73	ソントン食品工業	2012年8月3日
20	LEOC	2008年10月20日	74	アテナ工業	2012年8月8日
21	ウィーヴ	2009年1月13日	75	アイ・エム・ジェイ	2012年8月14日
22	三光ソフランホールディングス	2009年1月14日	76	セレブリックス	2012年11月26日
23	パワーアップ	2009年1月28日	77	野田スクリーン	2012年12月14日
24	ウェーブロック	2009年1月30日	78	ユニバルス	2013年2月1日
25	南部化成	2009年2月26日	79	1stホールディングス	2013年4月5日
26	セキテクノトロン	2009年3月11日	80	メガネトップ	2013年4月15日
27	ASK	2009年5月15日	81	シンプレクス・ホールディングス	2013年6月13日
28	パブリック	2009年8月10日	82	アイ・エム・アイ	2013年7月5日
29	オオゼキ	2009年8月14日	83	タイヨー	2013年7月31日
30	バンクテック・ジャパン	2009年10月30日	84	ワイズマン	2013年8月8日
31	チムニー	2009年11月6日	85	天龍木材	2013年8月22日
32	やすらぎ	2009年11月26日	86	クレックス	2013年9月27日
33	三共理化学	2009年12月14日	87	ミネルヴァ・ホールディングス	2014年3月13日
34	興和紡績	2009年12月24日	88	ローランド	2014年5月14日
35	ユニマットライフ	2010年3月19日	89	ブラネックスホールディング	2014年8月12日
36	JAA	2010年4月15日	90	コムテック	2014年10月30日
37	東京美装興業	2010年4月16日	91	コーコス信岡	2014年11月5日
38	マークテック	2010年5月14日	92	日立機材	2015年2月3日
39	フジフーズ	2010年6月18日	93	スターホールディングス	2015年2月5日
40	JST	2010年8月12日	94	日本風力開発	2015年3月23日

次ページへ続く

	会社名	MBO公表時		会社名	MBO公表時
41	VSN	2010年8月13日	95	情報技術開発	2015年9月11日
42	幻冬舎	2010年10月29日	96	ウライ	2015年11月11日
43	セキュアード・キャピタル・ジャパン	2010年11月4日	97	駐車場総合研究所	2015年11月25日
44	コンビ	2010年11月9日	98	マネースクウェアHD	2016年9月7日
45	サザビーリーグ	2010年11月19日	99	アデランス	2016年10月14日
46	インボイス	2010年12月2日	100	日本デジタル研究所	2016年10月31日
47	ユニコムグループホールディングス	2010年12月15日	101	大日本木材防腐	2016年11月11日
48	イメージ	2011年1月7日	102	USEN	2017年2月13日
49	ワークスアプリケーションズ	2011年1月31日	103	TASAKI	2017年3月24日
50	エノテカ	2011年2月2日	104	上原成商事	2017年11月8日
51	CCC	2011年2月3日	105	東栄リーファーライン	2017年11月8日
52	アートコーポレーション	2011年2月4日	106	ツノダ	2017年11月10日
53	田中亜鉛鍍金	2011年2月7日	107	鈴縫工業	2017年12月19日
54	ビジネストラスト	2011年3月4日			

図表2 対象企業の財務データ、市場株価の状況、買収者等の保有・事前確保比率等

	自己資本比率(%)	自己資本利益率(%)	PBR	PER
平均	50.61	2.51	0.7	14.5
最大値	90.80	74.10	8.6	127.2
最小値	-22.21	-167.50	-0.8	-225.8

	買収者の保有・確保済株式比率(%)	市場における必要買付比率(%)
平均	37.60	32.98
最大値	74.80	65.76
最小値	1.24	1.42

・PBR：株価純資産倍率（Price Book-value Ratio、「株価/一株当たり純資産」として算出）

・PER：株価収益率（Price Earnings Ratio、「株価/一株当たり利益」として算出）

自己資本利益率（ROE）の平均値は二・五一％であり、最大値が七四・一〇％と高い一方で、マインスの値として一六七・五〇％と大幅な損失が発生している企業も存在している。なお、日本経済新聞⁽¹⁾によれば、日本企業のROEは二〇一六年八・七％、二〇一七年度に一〇・一％まで上昇しており、相対的にMBO実施企業の同値は低い。また、自己資本比率は同記事によれば四〇％超であり、MBO実施企業は相対的に高くなっている。

市場における株価の相対的な高低を示す値として、株価純資産倍率（PBR）及び株価収益率（PER）を示している。PBRは株

価の一株当たり純資産に対する比率、P E Rは株価の一株当たり利益に対する比率を示している。この結果、P B R値は平均値が〇・七と簿価を割っており、多くの株価がデイスカウント状態にある中でM B Oが実施されていることを示唆している一方、八・六倍と高い銘柄も存在している。またP E R値は平均値が一四・五であり、最大値一二七・二倍、最小値は一二・五・八倍（本来は、定義上マイナス値は存在しないが、一株当たり損失値に対する株価状況として試算）とかなりの幅が存在している。

買収者が既に保有・確保している株式の比率については、平均値が三七・六〇％と発行済み株式総数の三分の一を超えており、買収者側は既に一定の影響力を保有していることが伺える。⁽²⁾

また、買収者側が追加的に入手する必要がある、株式の市場における買付比率は、平均で三二・九八％と買収者の保有・確保済株式比率平均を下回っており、買収者側が影響力の行使しやすい企業が、M B O対象となっていることが伺える。

4 M B O実施の理由・背景

M B Oを実施する際に、M B Oの対象企業は買収者によるM B O提案を受け入れる理由として、以下のような理由を示している（実際は複数の理由を示す事例が中心の）。

（1）本業の低迷、増益・配当増を求める株主への対応困難化

経営方針として、多額の先行投資等を行う際に一時的に収益が圧迫され、キャッシュ・フローの悪化や株主還元先の先送りが発生、「株主の期待に応えられない」ことから上場を廃止する等の説明事例が複数例みられる。

(2) 経営環境の悪化と機動的な対応の必要性

コスト増や外部経営環境の悪化と、それに対する機動的な対応の必要性（例…経営に直接関与しない少数株主が存在する上場企業としては取りづらい一定の事業リスク負担の必要性）を理由としている。

(3) リストラクチャリングの必要性とそれに伴う経営指標の悪化、株価下落、株主へのマイナス効果

外部経営環境の悪化に際し、経営改革を実行する過程において発生する一時的な労務費、減価償却費、研究開発費等のコストの増加及び工場等の統廃合に伴う特別損失の発生、キャッシュ・フローの悪化を理由として、「資本市場からは十分な評価を得られない」「株主に短期的にはマイナスの影響を及ぼす可能性」のあることから、MBOを実施するとの説明事例も多い。

(4) J-SOX等内部統制への対応、株式上場維持コストの増加傾向の負担

近年、企業の内部統制（J-SOX）への対応をはじめ、資本市場に対する各種の規制強化に伴う上場維持コスト増を理由として、MBOを実施する企業が存在する。

(5) リーマンショック以降の不景気

二〇〇八年以降には、外部経営環境の悪化、とりわけリーマンショック以降の世界的な金融危機の影響を理由として、MBOを実施する企業が増加した。

以上が主なMBO実施の理由であるが、その他「現状が財務超過状態であり、同状態が解消されない場合は上場廃止となることから、株主への不利益を回避するためにMBOを実施する」企業や、「親会社との経営戦略の齟齬」を理由とする企業等の事例も存在した。

5 買収価格についての買収者側の説明

近年のMBOに際しては、（買収者・対象企業の双方から）独立した第三者機関による、対象会社株式の算定・報告状況がなされる事例が増えている。具体的には、MBOを実施する株式の買付価格や、対象企業の一株当たり企業価値について、複数の方法を用いて算出している事例が多い。これら数値の算出方法としては、大別してDCF法、市場価格法、類似会社比較法の三種が存在する。以下では、当該算出方法及び提示された買収価格や企業価値について説明する。

（１）DCF法による説明

DCF法とは、Discounted Cash Flow法の略で、株式等の収益資産の価値を評価する方法である。その考え方は、企業が生み出す将来キャッシュ・フローを一定の割引率を適用して割り引いた現在価値をもって、その理論価値としている。

（２）市場価格法による説明

市場株価法は、評価対象企業が上場会社である場合に利用される手法である。市場株価は、長期的には会社の

収益力等に基づく企業価値を適正に反映して形成されると考えられている。しかし短期的には企業価値と無関係に変動することもあることから、毎日の終値を一〜三ヵ月程度の期間で平均を取り、これを評価額としている。

(3) 類似会社比較法による説明

類似会社比較法は、評価対象に類似した上場会社の株価を基礎として評価対象の企業価値を推定する方法である。類似会社比較法で一般的に使用される経営指標は、純利益、純資産、EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization) 等であり、同法は事業内容や事業規模などが類似している上場会社が存在する場合に使用されている。

(4) 各手法による企業株価の評価発表状況 (全銘柄数：一〇七)

上述の企業価値評価方法を用いた、買収側による対象企業価値の発表状況は以下のとおりである。

DCF法は一〇三社の企業価値評価に用いられている。市場株価評価法は、九八社から一〇七社の算出に用いられており、対象企業数では最も多い (銘柄数に幅が存在するのは、過去の株価測定期間について、各社ごとに違いがあることに起因しており、過去一ヵ月間を対象とするものは一〇七社、三ヵ月間を対象とするものは一〇七社、六ヵ月間を対象とするものは九八社であった (複数年間について報告している事例が多い))。最後に、類似会社比較法を用いている事例は比較的になく、五二社であった。

なお、三つの手法全てが使用されている事例は全事例の半分程度であった (三手法のうち、類似会社比較法の使用頻度が少ない傾向にある)。また市場株価評価法において、六ヵ月平均値を公表していない事例も二割程度

あった。

(5) 各手法による企業評価と買収株価の比較

図表3は、上記方法で提示された一株当たり企業評価価値の結果と、提案された株式買付価格の比率を示している。通常、提示された企業評価価値に一定のプレミアムを加えた数値をもって株式買付価格として示ことから、数値間の比較は、「買付価格／企業評価価値」として示している。

なお、企業評価価値について、幅を持たせた表記がされている場合は、その中値を使用して計算している(例…企業評価が一株当たり一〇〇～一〇〇円として提示されている場合、一〇五円を中値として計算)。図表3においては、DCF法を用いた事例は、他の手法に比して、企業評価価値が高めに算出されている傾向が伺える。

図表4は、MBO情報公開前日の株価に対して、提示された企業価値の比率を示している。値が一であれば提示された企業価値と市場株価が一致し、一以上であれば株価が企業価値を凌駕、一未満であれば株価が企業価値を下回っていることを示す。企業価値評価のいずれの方法においても、平均値は一を下回っており、全体として株価は提示された企業

図表3 買付株価と評価価値の比較(＝買収価格／企業評価値)

	DCF法	市場価格法	類似会社比較法
サンプル数	103	105	52
平均値	1.02	1.54	1.26
最大値	1.41	3.20	2.19
最小値	0.68	0.93	0.76

図表4 (参考) 直近株価と評価価値の比較
(＝直近株価／企業評価値)

	DCF法	市場価格法	類似会社比較法
サンプル数	103	105	52
平均	0.68	0.98	0.83
最大値	1.26	1.23	1.48
最小値	0.19	0.53	0.30

価値より低い（ディスカウント状態）にあることを示唆している。

図表5は、買付価格とMBO公表前日終値の株価（直近価格）を比較することで、プレミアムを算出したものである。併せて、直近一か月間（及び三か月、六か月間）の株価平均値と買付価格を比較した値を示している。

この結果は、MBO公表前日株価終値について平均で約六〇％、過去一～六か月間の株価平均に対して五〇％超の買収プレミアムが設定されていることを示している。同結果において注目されるのは、対前日終値プレミアム値の平均は六〇・三二％（最大値四〇・〇〇％、最小値三・九七％）であるが、同値は例えば過去六か月間の株価平均プレミアムに対する値（五二・四五％）に比して高くなっている。これは、MBO実施時期について、長期間の市場株価に比して、相対的に市場価格が低い時期にMBOが検討・実施されている可能性を示唆している（これは、プレミアムの最小値について、マイナスの値が過去一～六か月間の株価平均に対するプレミアム値において発生していることと整合的である）。

6 モデル説明

以下では、買収者によるMBOの実施に際し、株式買付取得時のプレミアムの決定要因について実証分析を行う。

具体的には、以下「企業の財務数値に注目した変数」「買収者の持ち株比率に注

図表5 市場株価の平均値と買収価格の比較
（＝買収プレミアム、買収価格と前日終値
（or過去1か月間平均等）との比較（％））

	対前日終値 プレミアム	対過去1か月間 株価平均 プレミアム	対過去3か月間 株価平均 プレミアム	対過去6か月間 株価平均 プレミアム
サンプル数	107	107	107	98
平均	60.32	58.7	57.05	52.45
最大値	400.00	257.1	221.95	229.63
最小値	3.97	-3.5	-11.97	-6.89

目した変数」「株式市場における直近（近接時期）のMBO事例のプレミアムに注目した変数」の三種類の説明変数を総定する。これら変数はそれぞれ企業の財務数値、買収者と一般株主間の相対的な力関係、MBO決定プロセス時における市況動向の三つの異なる視点を設定したモデルである。

財務指標変数は、説明変数としてROE、自己資本比率、そして相対的な株価水準の代理変数としてのPER（株価が一株当たり純利益の何倍の値段が付けられているかを示す投資尺度）、及びPBR（株価が一株当たり純資産の何倍の値段が付けられているかを示す投資尺度）を設定する。このモデルでは、対象企業の有する収益力、財務的安全性に注目すると同時に、同企業の割高・割安状態を把握するためにPER及びPBRを説明変数とする。

買収者持ち株比率変数については、買収者の既取得・確保済み株式比率、公開買付成立に必要な（追加的）取得株比率を説明変数とすることで、買収者と一般投資家間の相対的な力関係を把握する。もし両者の力関係がプレミアム形成に影響しているとすれば、例えば買収者の保有比率が高いほどプレミアムは安く設定される傾向がみられる等の結果が予測される。

近接時期のMBOプレミアム変数については、MBO公表に先立つ、他のMBO事例のプレミアム設定状況が、対象MBOのプレミアム設定に影響していると考ええるモデルである。これは、近接時期の直近のMBO事例における買収プレミアム値（複数）を説明変数とすることで「市場のトレンドを反映したMBOの相場」といった株式市場の市況が影響する可能性を検討するモデルである。各モデルの変数等は以下のとおりである。

＜回帰モデル＞

$$\textcircled{1} \quad \text{PRM} = C + a\text{ROE} + b\text{OWNER} + c\text{PER} + d\text{PBR} + e\text{MERG} + f\text{ADDITION} + u$$

$$\textcircled{2} \quad \text{PRM} = C + g1\text{MBO}(-1) + g2\text{MBO}(-2) + u$$

〈変数〉

C：定数項

PRM：各銘柄の株価プレミアム（対前日株価終値）

ROE：自己資本利益率

OWNER：自己資本比率

PER：一株当たり利益株価比率

PBR：一株当たり純資産株価比率

MERG：買収者側株式保有比率

ADDITION：追加買付比率

OWNER：自己資本比率

ROE：自己資本収益率

MBO（-1）：直近の他のMBO案件における買収プレミアム

MBO（-2）：二事例前のMBO案件における買収プレミアム

u：誤差項

7 実証分析結果

本節では、実証分析結果について説明する。実証分析はいずれも多項式回帰分析を行っている。

(1) 財務指標、買収者持ち株比率等を説明変数とするモデル(モデル①)

①は財務指標及び、買収者持ち株を説明変数として分析するモデルである。本モデルにおいては、ROE、自己資本比率、PER、PBR、買収者保有株比率、追加的必要買付比率を説明変数とする多項式回帰分析を行った。図表6は同分析結果(変数の係数及びP値)を示している。

同モデルの説明力を示す修正R二乗値は0・050二八二である。同モデルからROE、自己資本比率を変数から控除したモデルでも結果は大きく変化していない。

同結果において、PBR項がマイナス値で有意(5%有意水準で有意)であり、これはPBRが高くなればプレミアムは減少することを示している。PBRは企業の純資産に対する株価の相対的な高低を示す指標である。この結果、市場における株価が相対的に割高な状況であれば、プレミアムは低くなる可能性を示唆している。言い換えれば、買収者は企業の純資産価値について、割安・割高状態を判断基準として、買収プレミアムを決定していると考えられる。

なお、本分析結果中、財務指標の中PBRしか有効でない理由としては、以下の内容が考えられる。一つはデータ数の問題であり、対象企業の中には利益が出ず損失が発生している会社が多く含まれる。その結果、ROEがマイナスの企業が相当比率を占めることから、MBOの分析に際して有効な指標となっていない可能性がある。また利益・損失関係数値についての、投資家側の信頼性が考えられる。レックス・ホールディングス事件判決において企業経営者(兼買収者)による利益・損失の操作可能性が指摘されていたように⁽³⁾、これら指標は(一株当たり資産等数値に比して)信頼度が劣ると、買収側及び一般投資家の双方が認識されており、その結果、買収プレミアム⁽⁴⁾の検討に際し、重要視されていない可能性がある。言い換えれば、PBRが一定の説明力を有している

理由として、会社の一株当たり資産・純資産値は、損益関連指標に比して、連続性が強く、数値の操作可能性が低いことが考えられる。

次に、買収者保有株比率項がマイナス値で有意（5%有意水準）であり、創業者一族が買収者である場合や、すでに大口の比率を有している買収者が存在する場合には、プレミアムは相対的に低くなる可能性を示している。買収者側の保有比率が高いことは、相対的に一般投資家に対する買収者側の交渉力が強いことを意味しており、それら交渉力がプレミアム設定に影響している可能性がある。

買収者の追加的買付比率項がマイナス値で有意（5%有意水準）であるが、これは買収者側の追加的な買付比率が高い事例ではプレミアムは減少することを示している。これは買収者保有株比率項の結果と整合性に乏しい結果である。一つの解釈としては、大口取引について、デイスカウント・プレミアム⁽⁴⁾が発生している可能性もあるが、今後更なる分析が必要と思われる。

（２）近接するMBO事例の買収プレミアムを説明変数とするモデル（モデル②）

②のモデルは分析対象事例に先んじて実施されたMBO事例の買収プレミアムを説明変数として分析するモデルである。本モデルの考え方は、MBOにおける買収プレミアムについても、その時々⁽⁴⁾の市況による「相場」やセンチメントの存在を念頭におき、買収者が自らのMBO実施に際して、当該「相場」を参考に買収プレミアム

図表 6 財務指標及び買収者持ち株変数モデル

説明変数	説明変数の係数	P値
C（定数項）	+1.8160***	0.0002
a（ROE）	+0.0028	0.2146
b（自己資本比率）	-0.0024	0.3342
c（PER）	-0.0006	0.7116
d（PBR）	-0.1152**	0.0348
e（買収者保有株比率）	-0.0129**	0.0382
f（追加的買付比率）	-0.0151**	0.0367
修正R二乗値	0.0502	—

***：有意水準1%で有意、**：有意水準5%で有意、*：有意水準10%で有意（以下同じ）

を決定していると考ええるモデルである。こうした考え方は、回帰モデルの設定に際しては、分析事例に先んじて発生したMBO買収プレミアムが、当該MBOの説明変数として機能する形のモデルとなる。なお、図表1の対象事例一覧にみられるように、MBOの公表時期は同日付や連続した日付の事例も複数件あることから、買収者が参考とする時間を考慮し、変数は六事例前までを設定する。当該分析結果を示しているのが図表7である。

同モデルの説明力を示す修正R二乗値は0・一九二七であり、これは図表6の財務指標等を説明変数とするモデルに比して大きく高い。

同結果においては、二事例、三事例、五事例前の買収プレミアムが有意となっており、近接するMBO事例の買収プレミアムが、説明力を有することを示している。これら結果の示すところは、買収者はそのMBO買収プレミアムの設定に際して、市況に示されるMBOの「相場」を大きく意識した行動をとっており、個々の企業の財務状況よりも説明力を有している（なお、別途、財務指標、買収者持ち株比率モデルと、直近プレミアムを加えたモデルの分析も行っているが、モデルの説明力は、（財務指標＋買収者モデルよりは高いものの）直近プレミアムモデルには及ばないことから記載を省略）。

これは、株式市場における株価水準や近隣MBOの事例情報を強く意識していることを示唆する結果であり、本分析の新たなファクト・ファインディングである。

図表7 近接するMBO事例の買収プレミアム
（1事例前から6事例前まで）モデル

説明変数	係数	P値
C（定数項）	+0.19395	0.0793
g1（1事例前買収プレミアム）	+0.1451	0.1591
g2（2事例前買収プレミアム）	-0.1863*	0.0734
g3（3事例前買収プレミアム）	+0.3014***	0.0053
g4（4事例前買収プレミアム）	-0.0096	0.9268
g5（5事例前買収プレミアム）	+0.3374***	0.0015
g6（6事例前買収プレミアム）	+0.0986	0.3604
修正R二乗値	0.1927	—

8 終わりに

本研究においては、わが国株式市場における、最近約一〇年間のMBO事例を分析対象として、MBOの買収プレミアムについて、決定要因を分析した。参照した事例数は一〇七件に及び、MBOの分析事例としては大規模かつ最近の市場動向を把握する上で、重要な結果となっている。

分析に際しては、買収対象企業の財務状況、買収側の株式保有比率、市場におけるMBO事例間の買収プレミアム動向等、複数の要因群を想定した分析を行った。その結果、以下のように、複数のファクト・ファインディングが得られている。

第一は、対象企業の複数の財務指標（ROE、自己資本比率、PER、PBR、買収者保有株比率、追加的必買付比率）を変数とした場合、統計上有意な結果となったのは、PBR項のみであった。PBRは企業の純資産に対する株価の相対的な高低を示す指標であり、買収者は企業の純資産価値について、割安・割高状態を判断基準として、買収プレミアムを決定していると考えられる。

第二に、PBR以外の指標については、分析結果上、有意な結果は得られなかった。この理由は必ずしも明確ではないが、利益・損失関係数値についての、投資家側の信頼性が考えられる。レックス・ホールディングス事件判決において企業経営者（兼買収者）による利益・損失の操作可能性が指摘されていたように、これら指標は（一株当たり資産等数値に比して）信頼度が劣ると、買収側及び一般投資家の双方に認識されており、その結果、買収プレミアムの検討に際し、重要視されていない可能性がある。

第三に、買収者保有株比率項がマイナス値で有意（五%有意水準）であり、創業者一族が買収者である場合や、すでに大口の比率を有している買収者が存在する場合には、プレミアムは相対的に低くなる可能性を示している。

買収者側の保有比率が高い事例においては、相対的に一般投資家に対する買収者側の交渉力が強いことを意味しており、それら交渉力の強弱がプレミアム設定に影響している可能性がある。

最後に、本モデルは分析対象事例に先んじて実施されたMBO事例の買収プレミアムを説明変数として分析するモデルにおいては、モデルの分析結果が財務指標等を説明変数とするモデルに比して高い説明力を示している。これは企業の財務指標等よりも、買収者側がそのMBO買収プレミアムの設定に際して、市況に示されるMBOの「相場」を大きく意識した行動をとっていることを示している。言い換えれば、MBOにおける買収プレミアムの設定に際しては、その時々由市況による「相場」やセンチメントが大きく影響している状況が伺える。これは、買収者が株式市場における株価水準や近隣MBOの事例情報を強く意識していることを示唆する結果であり、本分析のファクト・ファインディングの中心となる事項である。

以上のファインディングスは、わが国MBOの実態を調べる上で重要なものである。ただし、ディスカウント・プレミアムの存在可能性等、本研究においては未解決な部分も存在しており、今後も継続した分析が必要である。

注

- (1) 二〇一七年六月一八日付、及び二〇一八年三月三日付日本経済新聞による。
- (2) 発行済み株式総数の三分の一超を保有することで、株主総会における特別決議の阻止が可能となる。
- (3) 志馬祥紀(二〇一八)参照。
- (4) TOBにおけるディスカウント・デールについては、マイナス・プレミアムがつくTOBを指す。例えば、事前

に株式売却合意のある特定の大株主から一定数の株式を買付ける目的でTOBを行う場合、一般株主が応募行われると買付比率が按分され、大株主は目標とする株数の売却ができない。同状態を防ぐために、一般株主が応募しないであろうマイナス・プレミアムを付けることで一般株主の応募を防ぎ、同価格で買付けを行う取引をディスカウント・デールと呼ぶ。

参考文献

- ・井上光太郎（二〇〇八）「日本のTOBは強圧的か？」『M&A時代のファンドと株主利益―効率的で公平な資本市場を求めよ』社団法人日本経済研究センター、pp. 99-104.
- ・佐藤元治（二〇一）、「日本のMBO研究のサーベイ―定義、動機、意義、問題点―」、函大商学論究44(1)、75-106、2011-09
- 函大商学論究委員会
- ・志馬祥紀（二〇一八）、「MBOを巡る判決と行政指針―レックス・ホールディングス事件判決と経産省MBO指針」、『証券レポート』（一七〇八号）、二〇一八年六月、pp. 27-46.
- ・胥鵬（二〇一―a）「コーポレート・ガバナンスの再検証―LBOとMBOの経済学―」『経済志林』第七九巻第一号、pp. 475-498.
- ・胥鵬（二〇一―b）「日本における経営権市場の形成―バイアウトを中心として」宮島英昭編著『日本の企業統治』東洋経済新報社、pp. 151-177.
- ・野瀬義明・伊藤彰敏（二〇〇九）「バイアウト・ファンドによる買収のインパクトに関する分析」、『現代ファイナンス』No. 26、日本ファイナンス学会MPTフォーラム、pp. 49-66.

- ・前澤博一（二〇〇八）「MBOと利益相反問題」『M&A時代のファンドと株主利益―効率的で公平な資本市場を求めて』社団法人日本経済研究センター、pp. 15-140.
- ・吉村一男（二〇一〇）「MBOと少数株主利益―MBOにおける少数株主は十分に補償されているか」『企業会計』Vol. 62, No. 10, p. 83-94.

（しま よしのり・客員研究員）

地方証券とそのビジネスの変遷

深見 泰孝

1 はじめに

この二〇年の証券会社の経営環境を振り返ると、それに大きな変化を伴う二つの出来事があった。一つは、一九九八年に行われた証券業の免許制から登録制への移行であり、もう一つは、一九九九年に株式の委託売買手数料（以下、委託手数料と略記）の完全自由化である。これにより、IT企業や商品系、FX業者、短資会社など異業種からの新規参入が増え、株式ブローカー業務は従来のような収益性を確保できなくなったのである。

こうした証券業を取り巻く経営環境の変化を受け、この二〇年間で証券会社の再編が活発に行われた。一つ目は系列政策の見直しに伴うものであり、二つ目がコスト構造の見直しに伴う同業者どうしの再編である。そして、最後が銀行の参入による再編である。

これらの再編が行われたが、全国の証券会社数は一九六八年四月の二七七社に対し、一九九八年四月が二九一社、そして二〇一八年五月は二六四社であり、大きな変化は見られない。ただ、東京に本社を置く業者を除くと、かなり色合いが異なってくる。すなわち、一九六八年四月の一七三社が、一九九八年四月には一二八社、二〇一八年五月には八五社となっている。つまり、東京以外に本拠を置く会社に限れば、その数は免許制移行時から半減しており、地方の中小証券の再編、淘汰が進んでいることが明らかである。

地方の中小証券は戦後、経営環境の変化に直面するたび、その変化に対応してきた。筆者はこれまで証券会社

の経営者へのオーラルヒストリーの聞き取りを行ってきた。そこで聞き取った内容も踏まえ、本稿では戦後、東京、名古屋、大阪以外に本拠を置く地方の中小証券を地方証券と定義し、そのビジネスを歴史的に振り返りた⁽¹⁾い。

2 戦後改革と地方証券

戦前の証券会社は、業者ごとの業態別多様性が見られ、規模による分類はされていなかった。ところが、戦後改革によって証券業者は同質化された上に、戦前の店舗規制やビジネス特性から規模格差が拡大し、四社寡占の成立に至るのであった。⁽²⁾

規模格差拡大の背景には資本金格差と店舗数格差があり、公社債専業者を祖業とする大手証券は、戦前に資本の拡充、全国的な店舗網の構築を済ませていた。これに対し、株式業者は特定顧客を相手に、顧客の来店を待つて注文を受注していたことや、⁽³⁾仲買商は受渡、決済を必要としなかったため、店舗網の必要性がなく、この構築はされなかった。また、資本面では清算取引の仲買人には、戦前から最低資本金規制などで一定の資本が求められたが、現物商などにはそれもなく、営業供託金も取引所仲買人の保証金に比べるとかなり低額であったため、小資本での営業が可能であった。事実、大手四社と後に投信一〇社、運用五社と呼ばれた一九社を除いた業者と、大手四社との資本金格差は一九四八年末の約五〇倍が、一九五五年末では約一三六倍に拡大していた。

さて、戦後改革から一九五五年頃までの証券ビジネスを振り返ると、株式発行市場では主として株主割当額面発行が行われ、間接発行はほとんどされなかった。他方、公社債発行市場での引受業務はレギュラー九社（大手四社と日本勧業、大阪商事、角丸、玉塚、山叶）で九三％が消化され、その他業者は資本面からも参入は困難で

あつた。⁽⁴⁾

また、公社債流通市場は、発行市場での条件設定が市場金利を無視して行われたため、そもそも途中売却がほとんどされず、ゆえにその規模は限られたものであつた。そうすると、残された市場は株式流通市場しかなく、ほとんどの業者は戦後、株式流通市場業務に依存せざるを得なかつたのである。

したがって、レギュラー九社以外の業者は、ブローカー業務か自己売買業務に依存するしかなかった。ブローカー業務に依存した業者は、大手業者の顧客層とは異なる客層へとアプローチし、小口の顧客を取り込む一方、歩合外務員依存を強めて人件費を変動費化し、効率化させるのが一般的であつた。他方、自己売買に依存した業者には自己思惑を中心とする業者と、日計り商いやサヤ取りを得意とする業者があり、自己思惑を行つていた業者の多くは破綻していた。

3 日本経済の高度成長と地方証券

(1) 証券恐慌までの地方証券

戦後からの一〇年間、証券市場は株式流通市場だけが跛行的に発展を遂げたわけだが、高度成長期もその流れに大きな変化はない。発行市場では発行量こそ拡大したが、株式発行市場では依然として株主割当額面発行が主であり、公社債発行市場も計画消化割当の場に過ぎなかつた。一方、公社債流通市場も形骸化しており、証券各社は株式流通市場業務に依存する経営が続いた。

ここで大手証券は、大量推奨販売と投資信託、運用預かりを駆使して売買高を拡大させ、中小証券との規模格差をさらに拡大させた⁽⁵⁾。ところが、この方法では大規模販売組織を必要とし、固定経費が増大するため、相場低

迷時にはその弊害が露呈する。それが証券恐慌発露の一因でもあった。

一方、大手証券のような手法が採れなかった地方証券は、ビジネス上の大きな変化は見られなかったが、地方証券取引所のシェア低下が経営上の課題となった。これは、地方証券が再編を経て準大手証券などの支店となり、地方取引所ではなく東証へ発注を始めたことに加え、短波放送の登場による重複上場銘柄で東証への株価の一元化も進み、証券取引が東証に集中したことによるものである。⁽⁶⁾ その結果、地方取引所の会員業者は、重複上場銘柄の取引を東証でせざるを得なくなり、母店業者への再委託手数料が必要になる。このことが地方証券のブローカー業務の採算性を悪化させた。

こうした苦境に地方証券は、次の四つの対応を採った。すなわち、①つなぎ機関の設立、②取次母店との関係強化、③歩合外務員依存の強化、④募集営業の強化であった。①は新潟、札幌、福岡の各取引所会員業者が、再委託手数料の節約を目的に、日本協栄証券を設立した。②は大手業者の傘下に入り各種のバックアップを得ながら、生き残りが模索された。③は小規模業者ほど歩合依存を強めて効率化を図った。④は社員営業を維持した業者に見られた共通点であり、割引債や電話債の販売を強化し、安定収入の確保が図られたのであった。

(2) 証券恐慌後の地方証券

証券恐慌後は時価発行の開始や、日本企業の海外での資金調達も増え、発行市場は拡大した。しかし、地方証券は引受業務に参入できるだけの資本がなく、依然として株式流通市場業務に依存した。ただ、地方証券はブローカー依存を続ける会社と、募集営業に注力する業者に大別されていた。前者は歩合外務員依存が高い会社を中心に見られ、歩合依存の低い会社は、確定利付証券の販売を通じた新規顧客の開拓に注力した。募集営業は薄

利ではあるが安定収入が期待でき、市況依存からの脱却や経営基盤の強化に重要な役割を果たしたのであった。

4 安定成長、バブル期の地方証券

一九七三年のオイルショックを契機に、日本経済の高度成長は終焉を迎え、一九七四年には戦後初のマイナス成長に陥った。企業の資金需要は減退し、手元資金が積みあがっていった。他方で、証券市場ではオイルショック後の国債大量発行で、金融の自由化の基底が作られた。同時期、企業の余資運用は利回り重視に変化し、オイルマネーの先進国への流入も相俟って、証券市場の機関化が始まる。また、時価発行が一般化すると、株式持ち合いに伴う法人化が進んだ。

証券市場の機関化、法人化は、法人営業に弱い地方証券にとっては逆風であった。これ以降の時期は、『日経金融年報』（一九七四～二〇〇七年）で札幌、新潟、東京、名古屋、京都、大阪、神戸、広島、福岡に本拠を置く会社の営業数値が確認できる。そこで、これを利用して、証券会社のビジネスを分析していこう。高度成長期まで、証券業はブローカー業務を中心としてきた。最初に一九七九～九〇年の委託手数料が営業収益に占める比率、つまり、ブローカー依存から見ていこう。サンプルは二二六社（地方証券一七社を含む）である。

地方証券のそれは六六・三％であるのに対し、大手四社は四八・一％、投信一〇社は五九・五％、運用五社は五〇・二％、都市部の中堅・中小証券（九五社）は六〇・二％であり、地方証券のそれへの依存度は高い。その要因は、地方取引所の衰退で自己売買はほぼ不可能であり、引受業務も資本面から可能な業者は限られていたため、結局ブローカー業務に依存せざるを得なかったことにある。

また、ブローカー業務に関連した収入として金融収益がある。これが営業収益に占める比率も地方証券は七・

五％に対し、大手四社は九・九％、投信一〇社は六・四％、運用五社は六・一％、これ以外の九五社は七・一％であり、信用取引への依存が高いことが分かる。⁽⁷⁾これは個人投資家に対する信用取引開始基準が大手証券より緩かったことに依拠し、ここから地方証券は信用取引を多用する、小口の個人投資家相手のブローカー業務に注力していたことが分かる。一方、東証会員の中小証券では同時期、大手銀行の傘下入りして法人営業を強化した。同じように、同時期に地方証券にも地方銀行からの出資が行われたが、系列化が目的ではなく、安定株主として出資したに過ぎず、法人営業の強化に繋がるものではなかった。

他方で、このころから多くの地方証券がバックオフィス業務の機械化、オンライン化を進め、固定的なシステムコストが生じていた。そこで地方証券では、中国ファンドをテコにした新規投資家層の獲得と、安定収入の確保のため募集営業の強化が行われた。その結果、中国ファンド販売前と比較して、募集関連収入が営業収益に占める比率は上昇していた（図表一）。

図表 1 募集物関連収入の推移

(単位：百万円)

	1979～82年		1983～90年	1991～98年	1999～2007年
	金額	比率	比率	比率	比率
ウツミ屋証券	1,468	100.0%	186.8%	123.6%	77.0%
神栄石野証券	1,333	100.0%	279.2%	214.1%	—
丸福証券	396	100.0%	241.4%	167.9%	170.6%
中証券	371	100.0%	209.2%	208.5%	165.4%
前田証券	333	100.0%	255.4%	293.4%	201.6%
八幡証券	309	100.0%	155.4%	154.0%	101.4%
西村証券	309	100.0%	203.2%	130.4%	48.4%
越後証券	298	100.0%	224.8%	156.8%	—
光証券	268	100.0%	152.4%	136.1%	72.3%
萬成証券	234	100.0%	168.0%	160.2%	—
上光証券	199	100.0%	186.0%	156.2%	97.5%
大盛証券	170	100.0%	113.7%	95.9%	—
丸近証券	157	100.0%	153.7%	122.0%	29.2%
六和証券	156	100.0%	167.3%	192.9%	49.7%
都証券	154	100.0%	187.2%	222.9%	—
新和証券	140	100.0%	267.4%	325.7%	180.9%
日新証券	80	100.0%	189.4%	155.8%	—

※1991年以降は1979～82年を100%とした数値
(出所) 日本経済新聞社 [1979～2007] より作成

5 バブル崩壊後の地方証券

一九八九年末をピークに日経平均株価は長い低迷を始めた。これと同じように東証の売買代金も減少に転じた。一九八五～八九年の五年間のそれは、年間平均が二二兆四八〇〇億円であったが、一九九〇～九八年には一〇二兆五九〇〇億円となった。売買代金の減少は証券会社の営業収益にも大きな影響を与えた。『日経金融年報』で決算が明らかなら二四社のそれは、バブル期（一九八五年九月期決算から一九九〇年三月期決算）の五二・二％（二兆二九三五億一〇〇万円）に低下していた。規模別に仔細を見ると、大手四社のそれはバブル期の五三・八％、旧投信一〇社は四八・二％まで落ち込み、これらに地方証券一七社を除いた九六社のそれは五一・七％に落ち込んだ。これに対し、地方証券一七社のそれは五九・〇％であり、概ねその他のグループよりは落ち込みが小さい。その要因は、他のグループと異なり、地方証券はバブル期に法人取引とは無縁で、個人取引を中心としていたため、法人取引縮小の影響は小さく、そのことが収益の落ち込みを小幅でとどめられた要因であったと考えられる。

バブル崩壊後、ただでさえ収益悪化に苦しんだ証券界は、①銀証分離政策の見直し、②委託手数料自由化の開始、③証券業の登録制への移行という、従来のビジネスモデルを根底から覆す経営環境の変化が予定されていた。これに加えて、法人取引の縮小により、大手、準大手証券も個人取引分野に一層注力したため、地方証券が得意としたこの分野でも、競争が激化していた。

バブル崩壊後、証券界はビジネスモデルの見直しを迫られたわけだが、大手業者はブローカー業務依存を下げたのに対し、地方証券はむしろそれを高めていた。加えて、地方証券は同時期に金融収益の比重も高めたが、そもそも相場低迷に伴って営業収益が減少しており、これらの収入自体は一九九一年三月期をピークに年々減少し

ていた。では、地方証券はどの業務でブローカー関連収入の落ち込みをカバーしたのだろうか。

業界全体を俯瞰すると自己売買比率は、安定成長、バブル期よりも、バブル崩壊後の方が高まっている。ただ、地方証券一八社だけに限定すると、東証会員業者（五社）は大幅な増加を見たのに対し、非会員業者のそれは、むしろ低下させていた。つまり、東証会員業者には日計りのチャンスがあったのに対し、地方取引所の衰退が著しく、地方取引所会員業者にはもはやそのチャンスは皆無となり、自己売買で収入を確保することは不可能であった。

そうすると、募集営業でカバーするしか残された途はない。図表1によれば、一九九一～九八年は地方証券のほとんどが一九八三～九〇年より募集関連収入を減少させていたが、一九七九～八二年よりは拡大させていた。この時期、MMFや規制緩和を利用した自社専用投信、共同投信の販売を始める会社や、このほかにも、外債や外国投信の募集に注力する会社も見られた。つまり、募集営業を強化する会社が増えていたのであった。ただ、収入額には差があり、委託手数料収入の減収をある程度カバーできた会社と、カバーできない会社があった。

他方で、バブル期の積極経営でコストは増大しており、収入が減収ならば支出を見直すしかない。そこで、不採算店舗の閉鎖やバックオフィス業務の外部委託などのリストラが行われた。こうしたリストラを経ても、依然として損失計上の続く会社は、委託手数料自由化を目前に控えて、自ら会社解散や自主廃業、営業譲渡によって市場から退出した。

また、大手業者の系列下に入った業者も、大手業者自身が外資や銀行からの出資を受け入れざるを得ないほど危殆に瀕しており、従来のような系列政策は維持不可能となり、その見直しの過程で中堅証券以下の再編が進められていったのであった。

6 手数料自由化後の地方証券

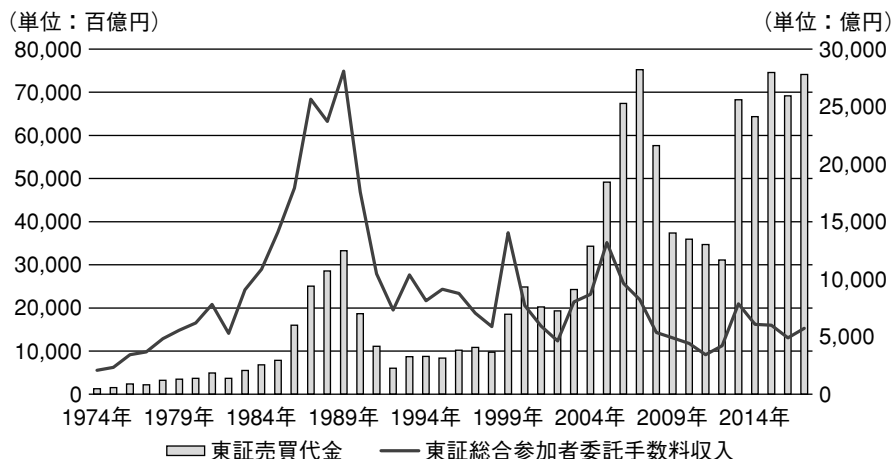
(1) 二〇〇七年以前の地方証券

一九九九年一〇月一日、委託手数料の完全自由化が実施された。その前年には証券業への参入が免許制から登録制へと移行し、さらにそれらがインターネットの普及とほぼ同時であったため、一九九九年以降ネット証券の参入が相次いだ。ネット証券は、委託手数料を大幅に割り引く、薄利多売のビジネスモデルを武器にし、対面証券会社にビジネスモデルの根本的な転換を迫った。

ネット証券の参入は、ブローカー業務の採算性に大きな影響を与えており、図表2によれば、従来は売買代金と委託手数料収入は連動していたが、手数料自由化後は売買代金が増えても、委託手数料収入が連動しなくなった。それでも、一九九一～二〇〇七年までのブローカー依存度は、中堅、中小証券を中心にITバブルやいざなぎ景気によって、日経平均株価が上昇したこともあり、一九九一～九八年より依存を強めていた会社が多く見られる。

また、金融収益の変化を見ると、数値が明らかに業者全体では、一九七九～九〇年（一二五社）は平均七・六%、一九九一～九八年（一二八社）は平均九・三%であったが、一九九一～二

図表2 東証売買代金と委託手数料収入の推移



(出所)「東証統計月報」、「東証要覧」、「証券」各年版、東証ホームページより作成

〇〇七年（八七社）のそれは平均三・六％へと急低下していた。これは地方証券（一三社）でも同様であり、従来対面証券にとって主要顧客であった、信用取引を使って高回転を繰り返す顧客が流出していたことを意味する。こうした環境変化に、従来はブローカー業務に強く依存していた会社でも、ディーリングに注力する会社と、募集営業を強化する会社に大きく二分された。一九七九～二〇〇七年のデータが取れる八二社の自己売買比率を確認すると、一九七九～九〇年は二六・七％、一九九一～九八年は三四・九％であったが、一九九九～二〇〇七年のそれは五二・六％へと急上昇していた。⁹⁾一方、地方証券一三社のそれは、東証会員の四社は手数料自由化前後でそれを二〇～五〇％増やしていた。

しかし、二〇一〇年に東証が新株式売買システムを導入し、証券取引の高速化やHFT業者の参入が本格化すると、取引アルゴリズムとシステムの性能が問われるようになり、日計り商いで収益獲得は困難になった。その結果、手数料自由化後、自己売買比率が七〇％を超えていた会社（二九社）のうち、約四割に相当する一二社は廃業、他社への部門売却、無償譲渡、買収によって姿を消している。地方証券一三社でも、自己売買比率の高かった四社のうち二社が、地銀系証券に衣替えしている。

一方、募集営業では強固な顧客基盤をもつ地方証券が、外資系証券と提携する事例が見られた。外資系にとっては、稠密な営業網が形成できるという利点があり、地方証券には独自性のある商品や、質の高い情報の獲得が可能となり、相互の弱点を補完し合える関係であった。ただ、募集物は安定収益が期待できるものの、株式のような高回転は期待できず、手間がかかるわりに収入への寄与は株式より小さいため、相場が好調なときは募集営業は消極的になるとされる。

このことを確認するべく、東証の売買代金と地方証券の委託手数料、募集関係収入の関係を図表3に示した。

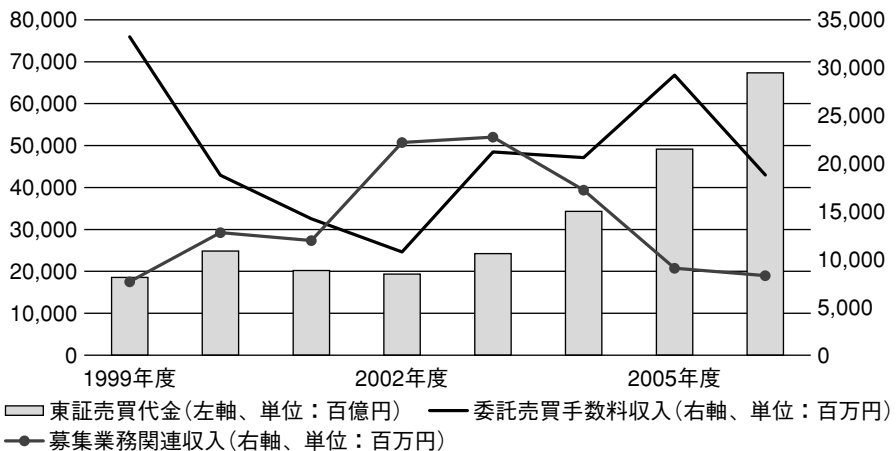
図表3によれば、いざなぎ景気の開始とともに、地方証券一三社の募集関連収入は低下している。ただ、個別会社まで立ち入って確認すると、古くから募集営業に注力していた会社は、相場上昇局面でも募集関連収入を積み上げており、これらの会社は着実にストックビジネスへの移行を進めていたのであった。

(2) 二〇一五年以降の地方証券

では、『日経金融年報』で営業数値を確認できなかった二〇〇七年以降はどうだろう。地方証券各社のホームページなどで、二〇一五年以降の「業務及び財産の状況に関する説明書」を取得できた六二社（地銀系証券二一社を含む）のデータを用いて分析したい。

まず、ブローカー業務依存では、営業収益に占める委託手数料収入の比率が七〇%を超える会社が一七社あった。これらはすべて伝統的な証券会社であった。他方、二〇%以下の会社も一六社あり、これらの多くは地銀系証券であった。次に、自己売買比率を確認すると、四七社が一〇%以下であり、自己売買比率は極めて定位で推移していた。

図表3 東証売買代金と地方証券の委託手数料、募集関係収入の推移



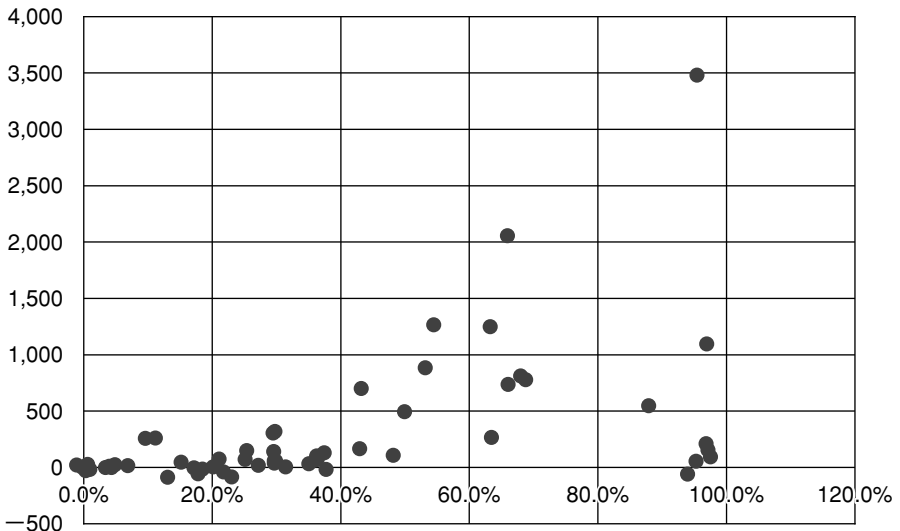
(出所) 日本経済新聞社 [1979~2007]、『東証統計月報』より作成

では、募集営業はどうだろう。そこで、図表4に営業収益に占める募集関連収入の比率と経常利益の関係を示した。図表4によれば一部例外も見られたが、概ね募集関連収入の高い業者は、経常利益もそれが低い会社よりも多いことが分かる。特に、既存業者の買収ではなく、新規に設立された地銀系証券六社は、募集関連収入が九五%以上を占めており、開業から間もない会社を除けば経常利益も多い。

また、既存業者でも一部の会社は、募集関連収入が営業収益の五〇%以上を占めており、これらの会社では着実にストックビジネスへの移行が進んでいることが分かる。つまり、これらの会社では、募集関連業務で安定的に収益を上げながら、株式ブローカー業務で収益の上乗せを目指していると言える。

最後に、この数値から明らかとなる地銀系証券（二一社）の特徴を述べておこう。それは二つある。一つは自己売買比率が1%以下の会社が一六社あり、ほぼ自己売買は行っていないことである。もう一つは、募集関連収入の営業収

図表4 2015年以降の募集関連収入比率と経常利益（単位：百万円）



(出所) 各社「業務及び財産の状況に関する説明書」、『東証統計月報』より作成

益に占める比率が六〇%を超えている会社が一七社に上ることである。また、東海東京証券と合併で設立された会社を除くと、そのすべてが募集関連収入で営業収益の九〇%以上を稼ぎ出しており、募集業務への強い依存が見られることである。これに対し、既存業者を買収、分割して設立された会社は、その比率が七〇%以下であり、三〇%台の会社も二社見られる。このように、地銀系証券には新規設立された会社と、既存の証券会社を組織換えして設立された会社では、経営戦略に大きな違いが見られるのである。

7 むすびにかえて

地方証券はこれまで、個人投資家に対する株式流通市場業務を中心に収益を上げてきた。しかし、ネット証券の参入による株式ブローカー業務の競争激化や採算性の悪化に加え、地方証券では主要顧客の流出も起きている。その結果、株式ブローカー業務への強い依存は営業収益の悪化を招き、生き残りが難しくなっている。

また、最近では地方証券のみならず、地方の金融機関は相続に伴う資産流出に直面しており、地方銀行が資産形成サービスの本格化し、証券子会社を相次いで設立している。現在は、地銀系証券の多くは募集業務を専門としているが、九州FG証券は引受業務にも参入しており、今後も地銀系証券が募集業務だけにとどまる保証はない。

このように地方証券を取り巻く経営環境は、格安手数料を武器にしたネット証券と、顧客の資産、負債のポートフォリオを把握している地方銀行に挟撃され、経営を取り巻く環境は一層厳しくなっている。特に、ネット証券は同じサービスを格安な手数料で提供しており、地方証券を含む対面証券にはこの手数料の差を正当化するだけの何かが必要となる。

それを考えるキーワードが、そもそも証券業が顧客に提供している価値とは何かではなからうか。金融機関は情報の非対称性を軽減、緩和することが、顧客に提供する価値である。個人投資家に対しては、資産運用のアドバイスを通じて、顧客の資産形成を手助けすることである。つまり、地方証券が手数料の差を正当化できる根拠は、資産運用アドバイスに求めなければならない。

アメリカの地方証券では、エドワード・ジョーンズのように小規模店舗で稠密な店舗網を構築する会社もあれば、会社自体がR I Aに転身する会社も見られる。ただ、いずれの場合も、顧客に寄り添い、資産運用の伴走者として、顧客本位に立った質の高いアドバイスを提供しようとしているところに特徴がある。ネット証券もI F Aやロボットアドバイザーを用いた資産運用アドバイスに参入しており、さらに地方証券を取り巻く経営環境は厳しくなることが予想される。こうした厳しい環境で生き残るには、アドバイス能力の向上は必須であり、その上で顧客のポートフォリオ全体を見渡し、顧客の資産形成を手助けできるような、資産形成の伴奏者となることが求められる。こうしたフロージビネスからストックビジネスへの転換こそが、地方証券が生き残る途となるであらう。

注

- (1) なお、各経営者へのヒアリング内容は、『証券レビュー』で既に公表している。
- (2) 二上「一九九〇」に詳しい。
- (3) 東海証券「一九九四」七頁
- (4) その理由は、債券が売れ残った場合に業者は、①逆ザヤを計上しての継続保有か、②途中売却して売却損を計上する

しかなく、それを穴埋めできる資本がなければ、参入できなかったためである。

(5) 投資信託や運用預かり業務をするには資本規模が求められ、大手業者しかこの手法を採れなかったためである。

(6) 証券ジャパン「二〇一五」八三～八四頁

(7) 大手四社などと金融収益を比較したが、大手、準大手証券のそれには信用取引による収益に加え、保有有価証券の受取利息、配当金も含まれているのに対し、中小証券のそれはそのほすべてが信用取引による収益であるが、『日経金融情報』では内訳が明らかでないため、敢えてこの数値を用いて比較している。

(8) 地方証券一七社の信用取引開始基準が明らかではないが、野村証券のそれは一九九〇年まで預かり資産五〇〇〇万円以上であったのに対し、中央証券のそれは一九八六年までは預かり資産二〇〇万円以上であった。また、内外証券は一九八五年までは預かり資産一〇〇万円以上であった（中央証券「一九九三」二六三頁、内外証券「一九九〇」二二八、二四〇頁）。また、地方証券二三社への証券史談で、各社とも信用取引枠の關係から、複数の母店を持っていたことが語られていることも傍証となろう。

(9) バブル崩壊後、中堅証券や中小証券は人件費を削減しつつ自己売買益を確保する目的で、歩合制の契約ディーラーを増やした（『日本経済新聞』一九九九年一月一九日朝刊）。成功報酬型の歩合ディーラーは、利益を会社と分け合う一方で、損失はディーラーに負担させるケースが多く、歩合ディーラーを増やして自己売買益を確保しようとした会社が増えている。

(10) 募集関連収入比率が高いにもかかわらず、経常利益が少ない会社の多くは開業間もない地銀系証券が多く、その他はレセプト債問題で損失を計上した会社である。

参考文献

- ・証券ジャパン「二〇一五」『証券ジャパン七〇年史 ゆたかな未来へあなたとともに』
- ・中央証券「一九九三」『中央証券合併一〇年史』
- ・東海証券「一九九四」『東海証券五十年史』
- ・内外証券「一九九〇」『内外証券一〇〇年史』
- ・二上季代司「一九九〇」『日本の証券会社経営―歴史・現状・課題』東洋経済新報社
- ・日本経済新聞社「一九七九～二〇〇七」『日経金融年報』各年版

(ふかみ やすたか・特任研究員)

証研レポート既刊目録

No.1696 (2016.6)
 マイナス金利導入後の金融資産市場の変化 二上
 内外証券投資の収益と残高 伊豆
 レバレッジETFと株式市場 志馬
 ー二〇一六年一月の市場分析ー
 消費増税の先送りと改正特例公債法の成立 中島

No.1697 (2016.8)
 証券会社の収入構成の変化について 二上
 SECによるLEXの取引所承認決定 吉川
 ーフラッシュ・ボーイズは救世主かー
 米国SECによるレバレッジETFの規制提案 志馬
 国債市場特別参加者制度と最近の国債市場 築田
 ー三菱東京UFJ銀行の特別資格返上に関連してー

No.1698 (2016.10)
 証券市場の新たな役割 二上
 英国のソーシャルレンディング 松尾
 ー最近の市場動向ー
 日銀の「新しい枠組み」を考える 伊豆
 金融の歯止めが利かない国債市場の謎 中島

No.1699 (2016.12)
 ロカベスティングとスローマネー 松尾
 ー資金の「地産地消」の取り組みー
 CBOEによるBATS買収合意 吉川
 ー買収されるという選択ー
 日本銀行の国債保有状況について 志馬
 実質株主との対話 福本

No.1700 (2017.2)
 「株先五〇」三〇周年を迎えて 二上
 ー清算取引復活運動はなぜ挫折し、「株先五〇」開設はなぜ成功したかー
 将来株式取得略式契約スキーム(SAFE)とクラウドファンディング 松尾
 外為取引の減少について 伊豆
 欧州HFTの実情3 吉川
 ー複数市場での重複指値注文ー
 日中の株価変動とレバレッジETF 志馬
 ーBrexitとトランプ・ショック時の動きー
 異次元金融緩和と政策と国債金利形成の特徴 中島

No.1701 (2017.4)
 顧客本位の業務運営に関する原則 二上
 将来株式取得略式契約スキーム(SAFE)の課題 松尾
 ークラウドファンディングとの関連でー
 外為市場の各国比較 伊豆
 英独取引所グループの経営統合撤回 吉川

No.1702 (2017.6)
 フィンテック時代の証券業 二上
 ECBの量的緩和と国債保有・損益負担 伊豆
 欧州ダーク・プールの実情 吉川
 ー英国FCAの報告書にみる実態ー
 レバレッジETFに見る投資家行動 志馬
 ー市場価格データに基づく実証分析ー

No.1703 (2017.8)
 フィンテックの促進へ進展する制度整備 二上
 非上場株式およびTokyo Pro Marketの最近の動向 松尾
 欧州ダーク・プールの実情2 吉川
 ー英国FCAのデータ分析にみる実態ー
 米国のレバレッジ系ETFにおける投資家行動 志馬

No.1704 (2017.10)
 投資型クラウドファンディングの新たな展開 松尾
 欧州ダーク・プールの実情3 吉川
 ー英国FCAのデータ分析にみる実態2ー
 我が国のマネジメント・バイアウト(MBO)をめぐる動向 志馬
 赤字国債膨張の財政構造分析 中島
 ー少子高齢化が財政に与える影響についてー

No.1705 (2017.12)
 わが国証券業界の回顧二〇年 二上
 株主コミュニティ制度の現状と課題 松尾
 モンテバス銀行の救済とペイルイン 伊豆
 ブローカー・ディーラーの注文回送について 清水

No.1706 (2018.2)
 最近の欧米における金融商品販売規制改革 森本
 取引所外(市場外)取引の様々な形態について 二上
 ーPTS、ダーク・プール、仲介(媒介)ー
 日本におけるクラウドSAFEの試み 松尾
 我が国のPTSを巡る状況 志馬
 役員等の自社株売買情報の開示 梅本
 ーなぜ日経新聞には役員の自社株売買情報が掲載されないのか?ー

No.1707 (2018.4)
 急速に拡大するフィンテック 二上
 拡大する国内株式投資型クラウドファンディング 松尾
 EUにおけるペイルインとペイルアウト 伊豆
 ダブル・ボリューム・キャップ 吉川
 ーEUのダーク・プール取引規制ー

No.1708 (2018.6)
 株式投資型クラウドファンディングと沖縄の「模合」 松尾
 ーオートノミー・ベースの運用と「集合知」の可能性ー
 ダーク・プールとその規制について 清水
 MBOを巡る判決と行政指針 志馬
 ーレックス・ホールディングス事件判決と経産省MBO指針ー
 スポティファイの行ったDirect Listing(直接上場) 福本

No.1709 (2018.8)
 先人たちの先物取引論 二上
 ー福澤諭吉とマックス・ウェーバーー
 金融模合の事例調査 松尾
 ー沖縄本島と宮古の事例ー
 ECBの量的緩和政策 伊豆
 欧州ダーク・プール規制の影響 吉川
 ーリット、ダーク、OTC、SIIー

公益財団法人 日本証券経済研究所 ホームページのご案内

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

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

I. 研究所の紹介等

J S R Iについて

当研究所の概要や事業活動を紹介しています。

出 版 物 案 内

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

証 券 図 書 館

証券図書館の概要や利用の手引きを紹介しています。

講 演 会 録

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

研 究 会

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

株式投資収益率

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

ト ピ ッ ク ス

海外の論文の翻訳・紹介や証券経済関係の小論文を掲載しています。

II. データベース検索

研 究 所 出 版 物

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

証券図書館の蔵書

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

証券関係の論文・記事

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

証 券 年 表

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

証券図書館

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

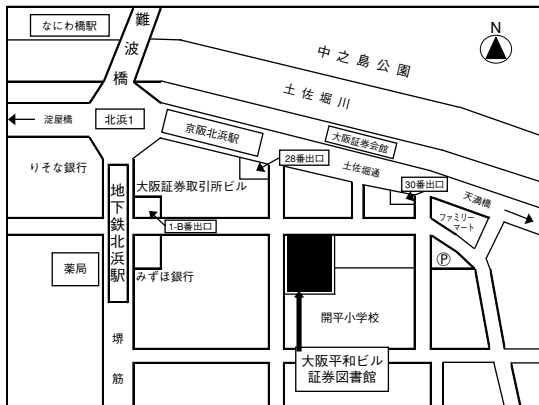
所 在 地 大阪市中央区北浜1-5-5 大阪平和ビル7階
TEL (06) 6201-0062

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

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

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

(みなさんのご利用をお待ちしております。)



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

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

証研レポート第一七二〇号
二〇一八年十月八日発行
(偶数月第二月曜日発行)

2018年10月号

発行所

公益財団法人 **日本証券経済研究所**
大 阪 研 究 所

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

定価(本体380円＋税)