2021年８月９日発行（偶数月第２月曜日発行）第1727号

証研レポート

No.1727

2021年８月

金融分野の顧客情報共有を巡る最近の動き
二上季代司（１）

大阪における店頭売買承認銘柄
～昭和二〇～三〇年代の非上場株式市場～　松尾　順介（10）

欧州株式市場の流動性
～ＥＳＭＡ統計の批判から見えてきたもの～　吉川　真裕（34）

メガバンクＦＧの業務変容と収益低迷のジレンマ
中野　瑞彦（45）

公益財団法人 日本証券経済研究所
大　阪　研　究　所

金融分野の顧客情報共有を巡る最近の動き

二上季代司

今年に入り、金融分野の顧客情報共有の在り方を巡って、重要な動きがみられる。一つは、昨年六月に成立した改正金融商品販売法（金融サービス提供法）[1]が、今年の一一月にも施行されることである。この法律が施行されると、一つの登録で、銀行・証券・保険など複数の媒介（仲介）業務を行うことができるようになる。その結果、複数の異なる取引等の情報が仲介業者に集まる。パートナーとなる銀行、証券会社、保険会社との間で共同利用される顧客情報の範囲が広がる可能性がある。

もう一つは、同一金融グループ内の銀行と証券会社との間で法人顧客の非公開情報を共有する際の仕組みを簡素化する提案が出ていることである。一九九三年に金融制度改革法が施行されて子会社形式での銀行と証券会社の相互参入が始まったが、その際に「顧客情報の適切な管理」、「利益相反」や「銀行の優越的地位の濫用」による弊害の防止等の観点から証券会社と親（子）銀行との間に「ファイヤーウォール（FW、防火壁）」と呼ばれる規制が設けられた。この規制の多くはその後、次々に緩和（あるいは撤廃）されたが[2]、法人の非公開情報の共有に関して、銀行側から、より一層の緩和要請が寄せられている。

つまり、個人および法人の両面において情報の共同利用に関する状況変化が生まれている。そこで以下では、この二つの状況変化について、簡単に整理してみた。

1　金融サービス仲介業

現行法制下での仲介業は、銀行代理業、金融商品仲介業、保険募集人など「業態ごとの縦割り」であり、業態ごとに登録等の手続きが必要であるが、今秋施行の新しい「金融サービス仲介業」は一つの登録で銀行、証券、保険すべての分野でサービスを仲介することが可能となる。加えて条件（業務の適切かつ確実な遂行体制と財産的基礎）が整っていれば、電子決済等代行業務の登録が免除される。また、現行の仲介業と異なって、特定の金融機関への所属は求められず、業務上のパートナーとして複数の金融機関と連携、協働する関係となる。(3)

こうして異種の複数金融機関と利用者との間に介在して種々の金融取引の媒介を行うことになれば、そこに多様な金融機関との取引情報が集まることになる。その場合に重要な意味を持つのが顧客情報の共有と共同利用の在り方である。

現在、個人情報の第三者提供や共同利用は、内部管理目的を除いて、顧客の同意を得る必要がある。また同意を得るにあたっては、提供され利用される情報の範囲、提供先・共有先の範囲、提供の方法、提供先の情報管理や利用目的などを顧客に明示、通知したうえでなければならない。

第三者提供や共同利用の目的は、事業者間のデータ授受を促進し情報を利活用することによって新しいサービスを創出することに主眼があるはずで、データ提供者（顧客）の権利保護とのバランスを考慮すれば、むやみやたらに第三者提供や共同利用を行うことはできないだろう。

このため、現在でも銀行や証券会社では、顧客情報に関しては業務にかかわる情報であって、提供先・利用先も連結対象会社などに限っている。その銀行や証券会社でも、持株会社に組織変更し、連結対象に加える異業種の企業の数が増えつつあり、したがって共有する情報の範囲、共有先の範囲も広がる傾向にあるが、金融サービ

ス仲介業の場合は、膨大な数の利用顧客を擁して、すでにさまざまなサービス（通信事業や小売り業等）を展開している、いわゆる「プラットフォーマー」が参入する可能性が考えられるから、そのインパクトは大きいと考えられる。

2　金融サービス仲介業の課題

もっとも、その将来性についてはいくつかの課題があるように思われる。それは、パートナーとなるべき銀行、証券会社、保険会社との「システム接続」が容易に行えるかどうかである。顧客口座はパートナー先に置かれており、仲介業者のウェブサイトから顧客口座の預かり残高をリアルタイムで参照できることが必要である。また、受注すればパートナーに注文内容を伝え、注文執行できれば顧客口座はリアルタイムで更新されなければならない。

そのためには仲介業者のアプリケーションとパートナー先金融機関のアプリケーションが「ＡＰＩ」[4]によって接続されている必要があるのだが、現状、コストや使い勝手のうえでＡＰＩ接続に課題が残っているようである。

二〇一八年の改正銀行法は、電子決済等代行業者がＡＰＩによって銀行の顧客口座にアクセスできるようにＡＰＩ契約を行う努力を義務づけた（第三者にシステムへの接続仕様を公開し顧客情報へのアクセスを「開放」するという努力目標で、これを銀行界では「オープンＡＰＩ」と呼んでいる）。

しかし、ＡＰＩの仕様が統一されているわけではない。ＡＰＩには「Open API Spec 3.0」（略称ＯＡＳ３）という世界標準のデータ・フォーマットがあるのだが、わが国ではこれを採用しているところが少ない。特許が絡むことと、ＡＰＩ開発がベンダー任せになっていることがネックになっている。

この結果、複数の銀行とシステム接続しようとすれば、異なる仕様のＡＰＩを並行させて接続しなければならない恐れがある。これは、コストがかさみ、採算面でクリティカルな障害となる。以上は、銀行とのＡＰＩ接続の問題点だが、資金決済は証券、保険など他のサービスに必ず付随することから、これが乗り越えるべき重要な課題であることは否定できないだろう。

３　法人の非公開情報の共有

以上は、主として個人顧客の情報共有に関する状況変化であった。これとは別に、法人顧客の非公開情報の共有の在り方について新しい提案があった。それは「新たなOpt-out」の導入案である。

個人情報の共有に関しては、先述のように、あらかじめ、個人顧客の同意を取り付けなければならない（これを「Opt-in」と呼ぶ）。これに対し法人顧客の非公開情報に関しては、情報の共有を望まない顧客から情報提供停止の申出がないかぎり、情報の相互提供を行うことが許されるという方式が採られている（これを「Opt-out」という）。ただし、共有するにあたっては。法人顧客に共有する旨を通知するとともに、①共有する情報の範囲、②共有するグループ会社の範囲、③共有の方法、④情報管理の方法・情報の利用目的、⑤共有を停止した場合の情報管理の方法を、書面または電磁的方法により通知しなければならない。

この現行「Opt-out」の手続きに対し、事務的負担軽減のメリットがなく「Opt-in」と何ら変わらないこと、むしろ顧客から同意書をとっているという点では「Opt-in」の方が法的安定性のうえで望ましいことなど、「Opt-out」の手続きに対して批判がメガバンク系証券、外資系証券会社からあった。実際上、法人顧客の情報共有でも同意書を取り付けているところがほとんどで、現行の「Opt-out」は使われていないようである。(5)

また海外には、日本のＦＷのような事前規制はないことから、外資系金融機関から香港などから日本に統括機能を移せない[6]（したがって国際金融機能強化の足かせになっている）、日本のメガバンクなどからは、クロスボーダーのＭ＆Ａや証券引受では海外金融機関との競争上、不利である、銀行・証券の枠を超えた総合的な金融機能発揮を阻害しているとの不満が表明されている[7]。

そこで、対象会社を上場会社、有価証券報告書提出会社、ＩＰＯ予定会社に限定してだが、「Opt-out」の方針（情報共有の停止を求める際の方法等）を自社のウェブサイトに掲載するだけでよいといった「簡素化されたOpt-out」方式が提案されている[8]。

他方、そもそもＦＷ規制を導入した理由、とりわけ非公開情報の授受に関しては、「顧客情報の適切な管理」、「利益相反」や「銀行の優越的地位の濫用」等の弊害の防止が目的であったのだから、ＦＷ規制を撤廃するなら、これに代わる代替措置が必要になってくる。それが「チャイニーズウォール（ＣＷ）」である。そしてＦＷ規制がないとされる海外では当然のこと、日本の証券会社でも社内やグループ内にＣＷを設けて顧客情報の管理や弊害防止等に努めているのだった。

４　チャイニーズウォール（ＣＷ）

日本の証券会社、銀行でもすでにＣＷは導入されているのだが、いくつかの問題点が指摘されている。まず、お手本となっている欧米のＣＷを簡単にみておこう。

ＣＷは、社内（あるいはグループ内）の「プライベート部門」と「パブリック部門」の間に設けられた情報の遮断壁である。プライベート部門はＭ＆Ａや引受けなど、法人顧客の非公開情報を取り扱う投資銀行部門がその

中心となる。他方、パブリック部門は非公開情報を取り扱ってはいけない部門で、株式や債券の売買を行うマーケッツ部門（商品部）や営業部門からなる。そして非公開情報に接した社員は、まずコンプライアンス部門に報告し、コンプライアンス部門が非公開状態が解けるまで情報管理を行う。

すぐわかるように、もともとCWは、インサイダー取引のような「利益相反行為」の防止のために設けられたのである。このためプライベート部門内でも、案件に無関係な者には非公開情報は伝えない。いいかえれば、情報は知る必要がある者に対してのみ与え、知る必要のない者には与えないという「Need to Know」原則が行為規範として貫かれる。

もっとも、M&A業務はアドバイザリーだけではなく、その後に買収資金の調達や案件完了までの市場リスク（金利変動、為替変動）をヘッジするためマーケッツ部門や営業部門と協働するケースが起こってくるから、当該顧客の事業計画や財務状態等の非公開情報はパブリック部門の当該案件関係者とも共有せざるをえない（「Wall Crossing」、壁を超える）局面はくる。その場合にはコンプライアンス部門の審査と承認を得たうえでの情報共有、という手続きを踏むのである。

こうしたCWが態勢として整備されているか、実際に機能しているかどうかは、監督官庁がモニターする。違反には行政処分、時には刑事罰が課され、民事賠償責任を追及されることもある。それがCW態勢を整備させるための「エンフォースメント」となる。

日本の大手証券会社は投資銀行部門を擁しており、おおむねCWは上記のようなありかたになっている。では日本の銀行のCWはどうなっているのか。

5　日本のＣＷの問題点

銀行内部では、大半の部門がプライベート部門であり、パブリック部門としては登録金融機関業務（金融商品仲介業務）やＣＤＳ（クレジット・デフォルト・スワップ）取引がある。つまり量的にはプライベート部門が圧倒的に大きく、その間にＣＷが設けられている。他方、銀行と証券子会社との間では、既述のように大幅に緩和されたとはいえＦＷ規制が残っており、情報共有の場合には同意書を取り付けているという実情にある。

そこで、ＦＷ規制を撤廃するなら銀行、証券子会社という法人格を超えたグループ全体のＣＷを設置することが望ましいということになる。実際、主要欧米諸国では法人格を超えてビジネスライン（投資銀行部門・商業銀行部門とマーケッツ部門・営業部門）で区切ってＣＷを設けているのである。(9) もっとも、今回の提案は、簡素化されたOpt-out方式を、対象企業を限定したうえで適用するということであるから、そこまで必要ないのかもしれない。

しかし、第二に対象企業を上場会社、有価証券報告書提出会社、ＩＰＯ予定会社に限定している点が問題となる。この限定は、銀行の優越的地位の濫用の恐れが比較的少ないという理由からのようであるが、なぜＩＰＯ予定会社が入っているのか。上場会社は、非上場会社に比べ容易に資金調達でき、銀行の優越的地位のプレッシャーに対して耐性があるという理屈は理解できるとしても、ＩＰＯ予定会社をその中に入れる理由とはならないのではないか。

第三に、もともと欧米のＣＷは「利益相反防止」のためであって、「優越的地位の濫用防止」に主眼があるわけではない。ところが、ＦＷはその逆に後者が主眼である。この点に関連して、銀行の政策投資のウェイトが低下し、無借金企業が増えるなど「優越的地位の濫用」の恐れは傾向的に低下している、という主張が銀行サイド

から行われている。

ただ、「優越的地位の濫用」の恐れは、銀行が優位な立場を振りかざして証券子会社を引受幹事に推薦するというよりも、企業サイドが、もしもの時（今回の「コロナ禍」の時のような小売業・運輸業・飲食業などにおける突発的な資金繰り悪化）を考えて、銀行の意向を忖度し、銀行系証券子会社を引受幹事にするというケースのほうが多いのではないだろうか。これは「濫用」の弊害というより、引受競争が価格メカニズム以外の要素（「忖度」）に左右される弊害というべきだが、いずれにせよ、今回の金融審の提案は、まだまだ慎重に検討する必要があるように思われる。

注

（1）金融商品販売法は、改正によって第三章「金融サービス仲介業」が加わり、「金融サービス提供法」と呼称されるようになった。

（2）二〇〇八年に銀行・証券間のＦＷ規制が大幅に見直され、以来、メガバンク等の金融グループの間では「銀証連携ビジネス」が証券戦略のスローガンとして主張されるようになった。

（3）その反面、いくつかの制約・規制が加わる。例えば、①業務範囲の制限（高度な説明を要するサービス・商品は提供できない）、②参入規制（所属制ではないので賠償資力確保のため保証金の供託が義務付けられる）等である。

（4）Application Programming Interfaceの略。異なったアプリケーション同士をつなぎ、データをやり取りするための仕組みをいう。

（5）日本証券業協会政策懇談会「現行のファイヤーウォール規制の下での会員の実務の現状等について」（二〇二〇年一

〇月二六日）

（6）国際銀行協会「銀証ファイヤーウォール規制について」（二〇二〇年一〇月二六日）

（7）全国銀行協会「金融・資本市場の発展と顧客本位の金融機能の発揮に向けて」（二〇二〇年一〇月二六日）

（8）金融審議会市場制度ワーキンググループ第二次報告「コロナ後を見据えた魅力ある資本市場の構築に向けて」（二〇二一年六月一八日）

（9）日本の大手証券会社は持株会社の下で国内外に多くの連結対象会社を持っており、個々の会社ごとのほか、グループ全体をビジネスラインで区切り、その間にCWを設けている。

（にかみ　きよし・主席研究員）

大阪における店頭売買承認銘柄
～昭和二〇～三〇年代の非上場株式市場～

松尾　順介

はじめに

近年、米国などにおけるユニコーン企業の登場など、非上場株式市場への関心が高まっており、わが国でも昨年一一月、日本証券業協会において「非上場株式の発行・流通市場の活性化に関する検討懇談会」が設置され、非上場株式市場の活性化について様々な視点から検討が重ねられた(1)。

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

このうち東京での取引状況や制度改正などについては、東京証券業協会刊行の『證券會報』（一九四九年一一月～一九五七年二月）およびその継続誌である、日本証券業協会刊行の『証券業報』（一九五七年三月～）に記録が残されているとともに、日本証券経済研究所編『日本証券史資料』（戦後編）にも多くの関係資料が採録されている。また、これらの諸資料は大学図書館などでも所蔵されている。

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

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

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

1　大阪における未上場証券市場の発足

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

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

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

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

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

① 取引の安全を期するために今後之が監理その他の措置を理事会に一任すること

② 売買開始の銘柄および期日は理事会で決定すること

③ 売買の登録、受渡および保証金その他に関する事務は大阪代行証券株式会社（現在の大阪証券金融株式会社の前身）に委嘱すること

④ 大阪証券代行株式会社に登録した売買については理事会の定める代行手数料、仲立手数料を納付し且つ個人積立として特別積立金を為すこと

以上の取り決めをみると、未上場証券について、当初取引所が監理する体制がとられたことがわかる。しかしながら、未上場証券を取引所が監理することは妥当でないとする理由から、その直後の八月一八日、未上場証券の監理は大阪証券業協会がこれに当たることとされ、以下の事項が取り決められた。

① 未上場証券の取引は大阪証券取引業協会理事会が監理する

② 売買の登録、売買開始日、受渡および保証金の徴収その他の事務は大阪証券代行株式会社に委嘱する

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

④　その他重要事項については理事会の決裁を経ること

この決定を踏まえて、上記処理委員会が開催され、未上場証券の売買および受渡に関する諸規定が整備されることとなった。なお、登録銘柄は、当初は東洋紡三新、鐘紡三新、帝人三新、東洋レーヨン二新、鐘紡化学の五銘柄であったが、一ヶ月後には七〇銘柄以上に達した。

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

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

2　店頭売買承認銘柄制度

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

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

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

具体的には、東京証券業協会では一九五一年八月八日、大阪証券業協会では一九五二年七月四日、名古屋証券業協会では一九五三年二月一〇日に統一慣習規則「店頭売買銘柄の処理に関する規則」が制定された。ただし、その他の地区では、規則によらず当該地域に本店を置く会社を中心に、適宜承認銘柄として相場を公表していた。

店頭売買承認銘柄制度の具体的な運用手続きは以下の通りである。①発行会社は承認銘柄として認められるために、紹介証券会社を通じて「店頭売買銘柄審査願」と添付書類（会社票、定款、最近三期の考課状、株主名簿、株主構成・分布表、株券見本などのほか、借入金内訳書、役員経歴書、労務状況に関する書類を徴求場合もあった）を証券業協会に提出し、申請する、②協会の店頭売買を監理する委員会が会社内容、公開価格等を審査し、適否を理事会に報告する、③理事会においても同様の審査を行い、異議がなければ承認銘柄として承認し、店頭銘柄の売買を開始する。ただし、同制度の審査基準は、店頭取引が活発化するにしたがって引き上げられ（図表1参照）、市場第二部開設直前の三協会の基準は概ね横並びとなっている（図表2参照）。

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

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

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

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

3　大阪の店頭売買承認銘柄

まず大阪での店頭売買承認状況は以下の通りである（図表3参照）。

次に、大阪における承認銘柄は以下の通りであ

図表1　承認基準の推移

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

（出所）大阪証券業協会［1961］83頁

図表２　店頭売買承認銘柄の承認基準

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

（出所）大阪証券業協会［1967］241頁

る（図表４参照）。

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

図表３　店頭売買承認状況

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

（注）新規承認には、店頭売買承認銘柄と店頭売買取扱銘柄を含んでいる。
（出所）大阪証券業協会［1967］243頁

図表４　承認銘柄一覧

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

次ページへ続く

1959年	美津濃	日本工具製作所	近畿相互銀行	ソニー	福徳相互銀行
	東京日産自動車販売	椿本鋼球製造	井関農機	小糸電機	長浜樹脂
	寺田紡績	春本鉄工所	特殊製鋼	大和ハウス工業	関東特殊製鋼
	大同工業	阪田商会	富山紡績	リッカーミシン	
1960年	シチズン時計	北陸軽金属	神戸発動機	タキロン化学	徳島ハム
	東洋運搬機	三興製紙	大日本インキ製造	高野建設	藤倉電線
	富士通信機製造	東洋化学	朝日放送	竹岸畜産工業	樫山
	佐藤造機	島清畜産工業	佐藤工業	宝幸水産	大阪土木工業
	大和工業	東京機器工業	矢作製鉄	日立電線	阪急共栄物産
	川崎化成工業	日本蓄電池製造			
1961年	興亜火災海上保険	日本農産工業	日伸製鋼	栗田工業	日本ナショナル金銭登録機
	大阪魚市場	菱備製作所	大阪海運	ワシノ機械	大阪ベアリング製造
	長谷川工務店	横浜精糖	日本コンベヤ	森下仁丹	サンウェーブ工業
	ブルドーザー工事	日亜鋼業	指月電機製作所	日本バルカー工業	ブリヂストンタイヤ
	関西帆布化学防水	ミツミ電機	不二製油	佐伯建設工業	千代田化工建設
	中越印刷製紙	東洋敷物	日本撚糸精器	銭高組	三共生興
	木村鉛鉄化学機械	伊藤ハム栄養食品	日本ギア工業	改源	神鋼商事
	日本コンデンサ工業	日本信號	日立金属工業	日本研紙	オリエンタルチエン工業
	野田産業	稲畑産業	高島屋工作所	くろがね工作所	サンスター歯磨
	扶桑軽合金	瀬戸田造船	藤田組	立花製菓	不動建設
	大末組	扇興運輸	兼松	昌運工作所	ゼニスコンクリート工業
	住倉工業	小林産業	富士ホーニング工業	ロート製薬	神榮電機
	日和産業	淀川プレス製作所	東京三洋電機	山村硝子	アラビア石油
	阪神築港	日本開発機製造	中部工業	東急くろがね工業	神姫自動車
	太平洋海運	高崎製紙	川南工業	日平産業	京神倉庫

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

日までの集計値であるため、銘柄数は二〇九銘柄である。

① 大阪単独銘柄

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

② 他地域との重複銘柄

銘柄数は一〇三銘柄であり、四九・三％を占めている。その内訳は、東京地区が九一銘柄に達し、ほとんどがこの地区の銘柄である。具体的には、日本航空、三菱地所、三洋電機、月島機械、横河電機、日野ヂーゼル工業などが挙げられる。また、東京地区以外は一二銘柄であり、ビオフェルミン（神戸）、富士セロファン（名古屋）、三ツ星調帯（神戸）、神戸発動機（神戸）などである。

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

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

4　大阪証券業協会［一九六一］の概要

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

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

(1) 承認時の状況

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

① 資本金

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

当時は、資本金一億円未満を小型企業、一〇億円未満を中型企業、それ以上を大企業と区分していたようであるが、その区分に従うと、小型企業：七二社（六・二%）、中型企業：一二四社（五九・三%）、大企業：一三社（六・二%）となっている。このように中型企業が六割を占めている理由として、「同族会社的な色彩の濃い小型

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

② 株主数

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

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

③ 株主の偏在度

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

図表５　資本金別にみた承認会社数

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

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

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

承認申請時点の二〇三社分の提出資料（資料不備の六社を除く）によると、役員持ち株比率五〇％以上一九社（九・四％）、取引先・縁故者持株比率五〇％以上四一社（二〇・二％）となっており、「左程の偏りは見られない」としている。ただし、一般株主ないし証券会社による持株比率三〇％未満はそれぞれ一一八社（五八・一％）、一九四社（九五・六％）となっており、「育成の必要」があると指摘している。なお、一般株主持株比率五〇％以上は四〇社（一九・七％）を占めており、ここには他市場公開会社が含まれている。

④　配当

配当については、無配二六社（一二・四％）となっている。このうち一五社は、当初の基準において配当についての規定がなかったため承認されたと説明されている。ただし、その後継続配当が「絶対的要件」とされたため、一九五七年六月以降は無配会社が承認されることはなくなった。逆に、配当率一〇～二〇％の会社は、一三〇社（六二・二％）を占めており、「まず妥当なところ」と評価し、さらに三〇％以上が三一社（一四・八％）を占めていることは「注目される」ものと指摘している。

図表６　株主別にみた承認会社数

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

（注）株主数基準100人以上は、1952年８月１日～1953年11月24日、250人以上は1953年11月25日～1961年４月14日、300人以上は1961年４月15日以降
（出所）大阪証券業協会［1961］84頁

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

（2）育成状況

大阪証券業協会［一九六一］の後半では、その後の承認会社の状況について、一九六一年七月一日時点を基準に資本金および株価成長率の観点から考察している。その際、調査対象銘柄は、店頭売買承認銘柄二〇九社のうち、合併による消滅一一社と承認廃止一〇社（計二一社）を除く一八八社であり、各銘柄の承認時点と一九六一年七月一日時点とが比較されている。

① 株主数

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

一九五三年公開：灘琺瑯、富山化学工業、月島機械

一九五五年公開：日動火災海上保険、富士重工業

一九五六年公開：阪急不動産、大阪アルミニウム製作所

図表７　配当率よりみた承認会社

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

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

（出所）大阪証券業協会［1961］85頁

一九五八年公開：九州耐火煉瓦
一九五九年公開：近畿相互銀行
一九六〇年公開：大日本インキ製造

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

株主数の増加倍率を承認された年別にみると、一九五三年一四・八倍、一九五五年三六・七倍、一九五七年一一・六倍、一九六〇年一三・三倍となっており、目立って高い数値を示している。その要因は、五〇倍以上の増加銘柄が含まれているためと説明されている。したがって、五〇倍以上の銘柄を除いた修正倍率をみると、承認年度の古いものほど倍率が高くなる傾向がみられる。なお、一倍超～三倍未満は八八社（四六・八％）であり、五〇倍以上は以下の五社である。

東邦チタニウム三六六・七倍
三洋電機二五五・七倍
日立電線一六一・九倍
阪急共栄物産一三九・六倍
摂津板紙八九・五倍

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

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

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

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

② 資本金の増加倍率

資本金の増加倍率についてみると、承認年次の古いものほど増加倍率が高く、一九五二年二二・一倍から一九六一年一・四倍となっており、平均倍率は六・九倍である。また、最高倍率は、一九五三年承認の三洋電機八八倍であり、積水化学工業七六倍、本田技研工業七二倍、大阪酸素工業六四倍、日本航空五五・四

図表８　株主数の増加倍率

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

（出所）大阪証券業協会［1961］85頁

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

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

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

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

図表９　承認時と現在の株主数の比較

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

（出所）大阪証券業協会［1961］84頁

間約六・七ヶ月

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

また、一～三倍の増資を行った会社は六三社あり、うち四一社は一九五九年以降の承認会社である。その背景には、一九五八年後半以降の好景気による店頭売買銘柄への関心の高まりがあるとともに、「企業もまたその期待に十分応えることができたため」としている。

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

図表10　資本金の増加倍率

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

（出所）大阪証券業協会［1961］86頁

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

これら一〇億円以上の六一社については、資本金が一〇倍以上となったのが二二社、五～一〇倍七社、五倍未満二四社、増資なし八社となっている。また、五〇億円以上は八社あり、日本航空（非上場）一一〇億八四六二万円を筆頭に、三洋電機、本田技研工業、太洋漁業（非上場）、トヨタ自動車販売、第一物産、日野ヂーゼル、三菱地所である。このうち六社は上場に移行している。なお、五億円以上についてみると、上場移行五三、非上場五三となり、両者は拮抗している。

③　株価成長率

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

図表11　承認時と現在の資本金の状況

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

（出所）大阪証券業協会［1961］87頁

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

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

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

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

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

逆に、一九五四～五五年は株価低迷期であり、公開価格も低位に推移したため、株価もそれほど成長していないことがうかがえる。

銘柄別にみると、最高の株価成長率を達成したのは、中川電機一五三・七倍であり、同社は一九五三年八月承認、最終気配一〇七円であったものが九〇〇円まで上昇した。この間、資本金は四〇〇〇万円から八億円に増加し、持株増加率は一九・二倍であった。その他、本田技研一一四・一倍、積水化学九〇・七倍、協和カーボン八八・六倍などが五〇倍以上の成長を示している。また、二〇倍超銘柄としては、川上塗料（一九五二年承認）、日本電装（同）、イソライト工業（一九五三年承認）、グリコ（同）、金門製作所（同）、トヨタ自動車販売（同）、久保田製作所（同）、三洋電機（同）、遠州織機（一九五四年承認）、横河電機（同）、北辰電機（一九五六年承認）、河合楽器製作所（同）などが挙げられる。さらに、一九五九年以降承認銘柄のうち短期上昇銘柄としては、井関農機一二・一倍、日本工具製作所一〇・二倍、大和ハウス工業一〇・〇倍、長浜樹脂七・六五倍、ソニー七・四八倍、リッカー六・八一倍などが挙げられる。逆に、一九六〇年承認銘柄については公開価格が高かったため、五倍以上の銘柄はないが、樫山、大和工業、タキロン化学、シチズン時計、神戸発動機が三～四倍の成長率を示している。逆に、一九六一年になると、公開時の最終気配を下回る銘柄が一二銘柄あるが、公開価格と比較すると、栗田工業五・四倍を筆頭に、長谷川工務店五・二九倍、日本コンベヤ五・一六倍、不二製油四・一四倍、日伸製鋼三・八二倍、大阪ベアリング三・四一倍、ブリヂストン三・三三倍、指月電機三・三三倍、佐伯建設三・〇七倍は、いずれも三倍以上の成長を示している。

他方、公開価格割れは二四銘柄（一二・八％）あり、一九六一年承認の一二銘柄を除くと、安藤製油（一九五三年承認）、京都映画（一九五四年承認）、協立汽船（一九五六年承認）、玉井商船（同）、日本油槽船（同）、日

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

まとめ

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

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

図表12　株価成長率

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

（出所）大阪証券業協会［1961］88頁

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

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

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

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

注

（1）同検討懇談会の検討内容と報告書については、日本証券業協会「非上場株式の発行・流通市場の活性化に関する検討懇談会」https://www.jsda.or.jp/about/kaigi/jisyukisei/gijigaiyou/hijojokon.html」参照。

（2）拙稿［二〇二一］参照。

（3）主な図書館の所蔵状況は、以下の通りである。国会図書館：二四―一九四号、東京大学経済学図書館：三一―一一五、一一七―一四〇、一八九―一九四号、京都大学経済学部図書館：九〇―一二三、一二五、一二九―一三〇、一三二―

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

（4）以下、本節の記述は大阪証券業協会［一九五一］による。煩雑さを避けるため、注記を省略した。

（5）以下、本節の記述は大阪証券業協会［一九六七］による。煩雑さを避けるため、注記を省略した。

（6）以下、本節の記述は大阪証券業協会［一九六一］による、煩雑さを避けるため、注記を省略した。

参考文献

・大阪証券業協会［一九五一］『証券十年史　一九四〇―一九五〇』大阪証券業協会
・大阪証券業協会［一九六七］『續証券十年史　一九五〇―一九六〇』大阪証券業協会
・大阪証券業協会［一九六一］「店頭承認銘柄の育成状況」『協会報』No．五一、一九六一年七月、八三～一〇一頁
・大阪証券業協会［一九五七―一九六一］『協会報』（各号）
・大阪証券業協会［一九四九―六二］「事業報告」および「業務報告書」（各年版）
・松尾順介［二〇一二］「非上場株式市場と取引所第二部開設」『証研レポート』一七二四号、二〇二一年二月号、一～二八頁

（まつお　じゅんすけ・桃山学院大学教授）

欧州株式市場の流動性
～ＥＳＭＡ統計の批判から見えてきたもの～

吉川　真裕

二〇二〇年一一月一八日、欧州連合（ＥＵ）の証券市場監督機関である欧州証券市場監督機構（ＥＳＭＡ）は『ＥＵ証券市場』と題する報告書を公表し、二〇一八年の改訂金融商品サービス指令（ＭｉＦＩＤⅡ）施行後のヨーロッパの証券市場に関する情報を公開した[1]。このＥＳＭＡの報告書が公表される前の二〇二〇年七月に、ＥＳＭＡがコンサルテーション・ペーパーで明らかにした数値をめぐって、欧州金融市場協会（Association for Financial Markets in Europe）という業者団体から流動性という観点からは問題があるという批判が寄せられており、二〇二一年五月にもＡＦＭＥから委託を受けたＯＸＥＲＡという調査会社が同様の見解を表明している。こうした批判に対してＥＳＭＡはこれまでのところ見解を表明していないが、証券取引所を会員とする欧州証券取引所連合（Federation of European Stock Exchange）は六月一日にＡＦＭＥ等は市場外取引の数値を小さく見せて市場外取引に対する規制を緩和しようとしているという反論を公表した。

本稿ではＡＦＭＥ、ＯＸＥＲＡ、ＦＥＳＥの議論を紹介し、何が問題とされているのかを明らかにすると同時に、これらの文書から明らかになったヨーロッパの株式市場の特徴について考察する。

1　AFME文書

二〇二〇年七月七日、ブローカーや機関投資家が加盟するAFMEはESMAがコンサルテーション・ペーパーで使用したヨーロッパの株式市場に関する統計数値について、市場外取引が過大評価されており、流動性という観点からは取引所（RM）や取引所類似施設（MTF）の比率はもっと大きいので、ESMAの統計には注意が必要であるという内容の文書を公表した(2)。

AFME文書の論点はESMAの統計には、（1）①ギブアップ取引、ギブイン取引、②担保としての証券の移転等、③当該時点での価格に基づかないVWAP取引などのベンチマーク取引等のテクニカル取引（non-addressable）が含まれている、（2）RMやMTFといった取引市場が閉じている時間外取引の数値が含まれている、（3）気配値公表や取引報告の遅延が認められている大口取引が含まれており、取引先を選択する際の流動性という観点からは取引シェアを流動性と取り違えてしまう危険性があるということであった。

二〇二〇年前半（三月初めまで）のデータによれば、調整抜きの取引シェアでは取引市場のザラバ取引（On-venue）四七％、取引市場のオークション取引（On-venue auction）一一％、取引市場計五八％、システマティック・インターナライザー（SI）二一％、店頭取引（OTC）二一％、市場外取引計四二％であったが、（1）テクニカル取引を差し引いた取引シェアは取引市場のザラバ取引五七％、取引市場のオークション取引一三％、取引市場計七〇％、SI一九％、OTC一一％、市場外取引計三〇％、（2）時間外取引も差し引いた取引シェアは取引市場のザラバ取引六六％、取引市場のオークション取引一五％、取引市場計八一％、SI一三％、OTC六％、市場外取引計一九％、（3）大口取引も差し引いた取引シェアは取引市場のザラバ取引七五％、取引市場のオークション取引一七％、取引市場計九二％、SI六％、OTC二％、市場外取引計八％となる（図表1）。

図表１　AFMEによる取引シェア調整

		(1)調整１	(2)調整２	(3)調整３
ザラバ	47%	57%（+10%）	66%　（+9%）	75%　（+9%）
オークション	11%	13%　（+2%）	15%　（+2%）	17%　（+2%）
取引市場計	58%	70%（+12%）	81%*（+11%）	92%（+11%）
SI	21%	19%　（−2%）	19%　（−2%）	6%　（−7%）
OTC	21%	11%（−10%）	11%　（−10%）	2%　（−4%）
市場外取引計	42%	30%（−12%）	19%　（−11%）	8%（−11%）

* このうち８％はnon-displayed liquidityと本文で述べられている。

図表２　OXERAによる取引シェア調整

		(1)フィルター１	(2)フィルター２	(3)フィルター３
ザラバ	28%	37%　（+9%）	38%（+1%）	42%（+4%）
オークション	11%	14%　（+3%）	15%（+1%）	17%（+2%）
ダーク	5%	6%　（+1%）	6%（+0%）	7%（+1%）
届出	11%	15%　（+4%）	15%（+0%）	17%（+2%）
取引市場計	56%	72%（+16%）	75%（+3%）	83%（+8%）
SI	18%	19%　（+2%）	17%（−2%）	11%（−6%）
OTC	27%	9%（−18%）	9%（−0%）	6%（−3%）
市場外取引計	44%	28%（−16%）	25%（−3%）	17%（−8%）

2　OXERA報告書

AFME文書はESMAの報告書公表前だったこともあり、ほとんど注目を浴びることはなかった。しかし、ESMAの報告書でSIのゴールドマン・サックス、MTFのTP・ICAPの取引高がロンドン証券取引所に匹敵することが明らかになり、ESMA統計の問題点が疑われることになった。そして、二〇二一年五月二六日、AFMEから委託を受けた調査会社OXERAがAFMEとほぼ同様な論点の報告書を公表した際には多くの注目を集めることになった(3)。

OXERA報告書の論点は流動性の観点からはESMAの統計に問題があるという点ではAFME文書と同じであったが、予想される反論に備えて（1）テクニカル取引からVWAP取引などを差し引いたフィルター1、（2）テクニカル取引をすべて差し引いたフィルター2、（3）時間外取引も差し引いたフィルター3、という三つの調整結果を二〇二一年第1四半期について示していた。

調整抜きの取引シェアはザラバ取引（Lit order book）二八％、オークション取引一一％、気配を表示しない取引市場取引（Dark venues）五％、取引市場への届出（Off-book on-exchange）一一％、取引市場計五六％、SI一八％、OTC二七％、市場外取引計四四％、（1）テクニカル取引からVWAP取引などを差し引いた取引シェアはザラバ取引三七％、オークション取引一四％、ダーク六％、届出一五％、取引市場計七二％、SI一九％、OTC九％、市場外取引計二八％、(2)テクニカル取引をすべて差し引いた取引シェアはザラバ取引三八％、オークション取引一五％、ダーク六％、届出一五％、取引市場計七五％、SI一七％、OTC九％、市場外取引計二五％、(3) 時間外取引も差し引いた取引シェアはザラバ取引四二％、オークション取引一七％、ダーク七％、届出一七％、取引市場計八三％、SI一一％、OTC六％、市場外取引計一七％であった（図表2）。

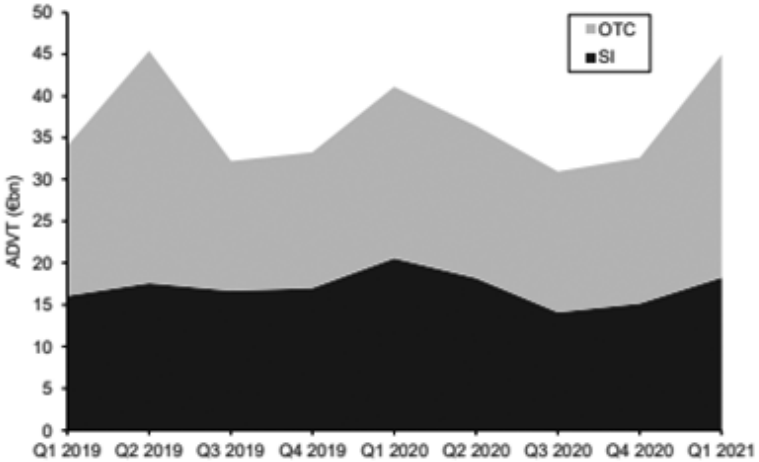
ＯＸＥＲＡ報告書のフィルター２とフィルター３はＡＭＦＥ文書の調整１と調整２にそれぞれ対応しており、両者を比較してみると、取引市場のシェアは調整抜きではＡＦＭＥ文書が二％（＝五八％―五六％）上回っていたものの、調整１／フィルター２ではＡＭＦＥ文書が五％（＝七〇％―七五％）、調整２／フィルター３ではＡＭＦＥ文書が二％（＝八一％―八三％）それぞれ下回っていたことがわかる。より興味深いのはＯＸＥＲＡ報告書が採用したフィルター１の結果はフィルター２の結果とさほど変わらず、ＶＷＡＰ取引等の影響は意外にも大きくはないということが明らかとなった。

ＯＸＥＲＡ報告書による新たな指摘としてはＳＩ取引よりもＯＴＣ取引の方が変動が大きく、テクニカル取引の定義の変更の際に変動が大きくなっていることが確認できるという（図表３）。

また、ＳＩによる取引対象を調べてみると、上位二〇社のうち五社（アップル、マイクロソフト、アマゾン、ファイスブック、テスラ）がアメリカ企業であったが、テク

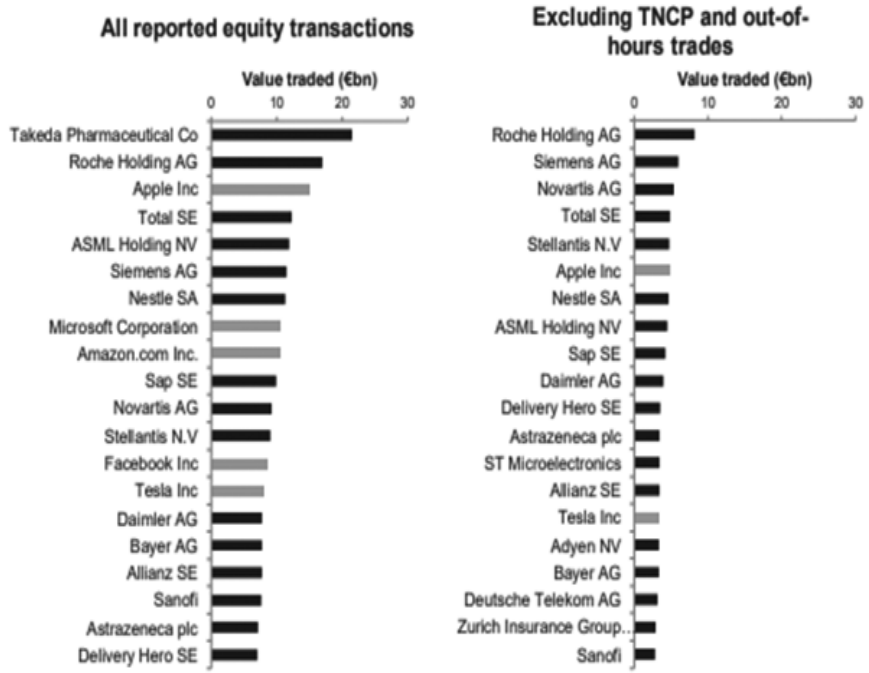
図表３　市場外取引の推移

Figure A5.8　Off-venue average daily volume traded by trading mechanism, Q1 2019–Q1 2021



図表４　SI取引上位20社

Figure A5.10 20 most actively traded SI stocks, Q1 2021



Note: Data covers cash equities only. ETFs are excluded. Light green bars represent stocks of US-listed companies. 'TNCP' refers to transactions not contributing to the price discovery process.

Source: Oxera analysis of big xyt data.

ニカル取引と時間外取引を差し引いたフィルター3では上位二〇社のうちアップルとテスラのみがアメリカ企業であったという（図表4）。このことは時間外取引でアメリカ企業の株式がSI取引としておこなわれており、これをヨーロッパの株式市場取引に含めることは規制上必要であっても注意を要するということであろう。

3　FESE文書

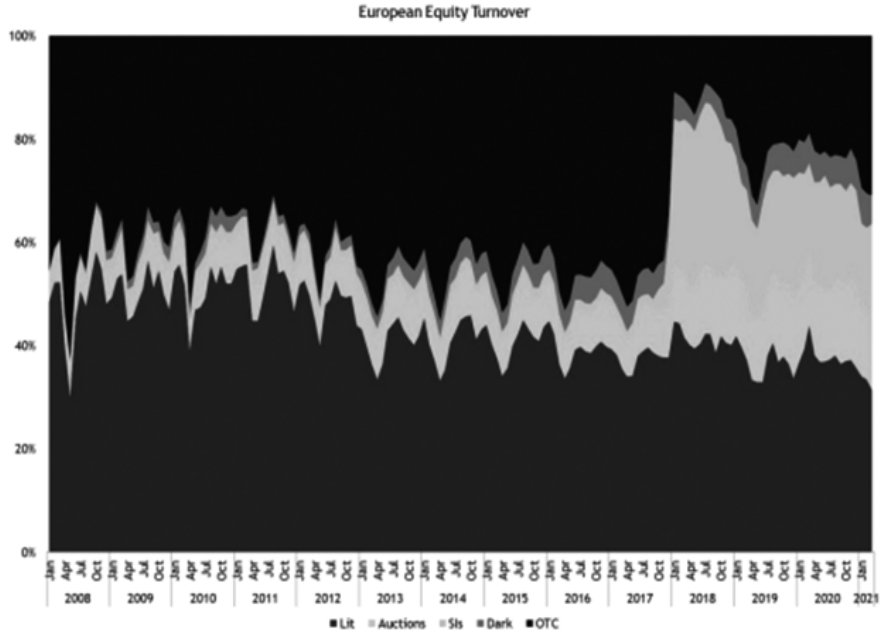
OXERA報告書が公表された直後の二〇二一年六月一日、ヨーロッパの証券取引所を会員とするFESEから反論文書が公表された[4]。市場外取引に対する規制を緩和させたいAFMEと市場外取引を規制したいFESEは正反対の立場にあり、反論文書にみられる揚げ足取りの議論は紹介しないが、意外にもFESEの短い文書の中には従来公表されていない興味深い図表や数値が含まれているので、ここではそれらを取り上げることとする。

まず、二〇一八年のMiFIDⅡ施行以後が問題とされているが、二〇一七年以前といかに状況が変化したかについてFESEは興味深い図表を掲載している。図表5を見れば二〇一八年以降のSI取引の急増（その後は漸減）の著しさがよくわかる。急増、そして漸減しているSI取引こそが最も大きな取引シェアの変化であって、SI取引の解明なくしてはヨーロッパの株式市場の変化をとらえることはできないと考えられる。図表5はそのことを印象付ける貴重な証拠と考えられる。

また、AFME文書やOXERA報告書で一括されている取引所とMTFは気配根を公表しないダークな取引が占める比率が大きく異なり、取引市場として一括りにすることに問題があるという指摘も尤もである（図表6）。

これらの二点についてはFESEの主張には説得力があり、反論するつもりはないが、AFMEやOXERAの流動性に関する主張を全く顧みようとしないFESEの姿勢については納得しかねる。市場外取引の取り扱い

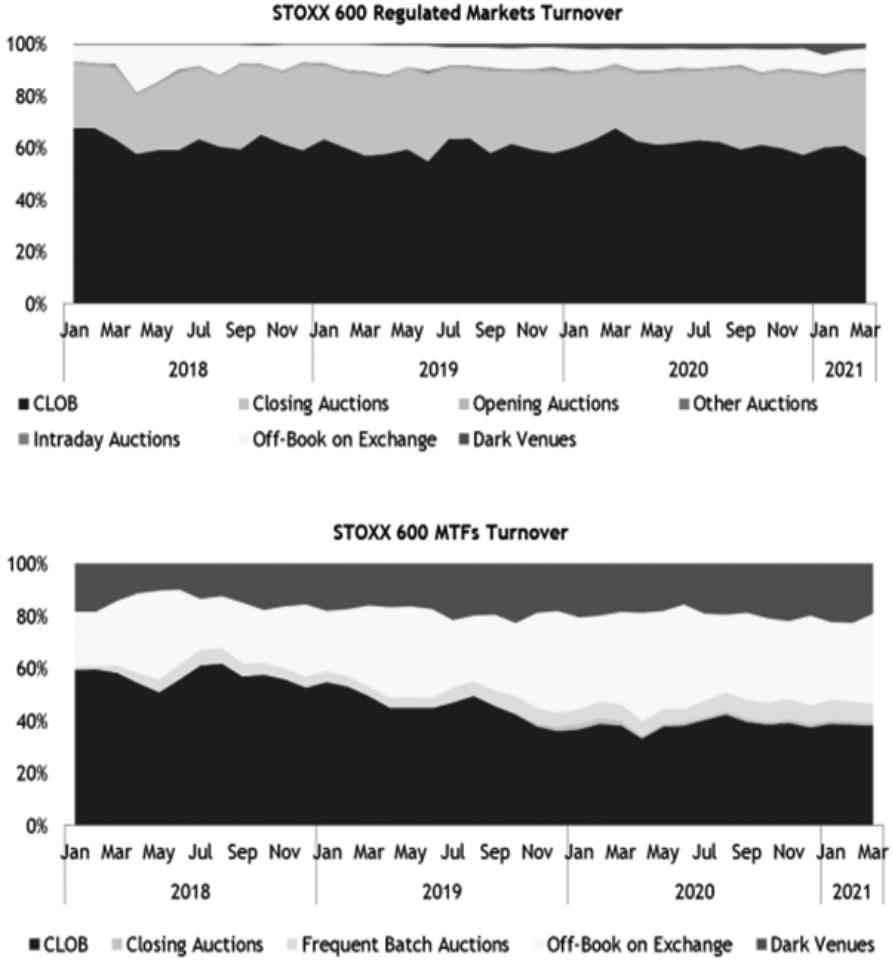
図表５　ヨーロッパにおける株式取引シェアの推移



Source: CFA Institute (2011), Gomber et al. (2016), Oxera (2020), and Big xyt

Source: Big xyt

図表６　STOXX600構成銘柄のRMとMTFでの取引推移



Source: Big xyt, FESE analysis

に利害関係を持たない第三者としては双方の主張から納得できるところだけを受け入れていきたい。

ＦＥＳＥ文書ではもう一つ興味深い数値が紹介されている。それはＳＴＯＸＸ六〇〇株価指数構成銘柄において二〇二〇年のＳＩ取引に占める通常取引（addressable）とテクニカル取引（non-addressable）の金額である。取引時間内の通常取引は一兆五三八〇億ユーロ、取引時間内のテクニカル取引は三四八〇億ユーロ、取引時間外の通常取引は七三一〇億ユーロ、取引時間外のテクニカル取引は四二八〇億ユーロという四つの数値が明らかにされた。これらの数値を全体に占める比率で表わすとそれぞれ五一％、一一％、二四％、一四％であり、テクニカル取引は二五％（＝一一％＋一四％）、時間外取引は三八％（＝二四％＋一四％）であることがわかる。この数値からだけではテクニカル取引よりも時間外取引の影響がより大きいことが予想される。さらに取引時間内におけるテクニカル取引の比率は一八％（＝一一％／六二％）であるのに対して、時間外取引におけるテクニカル取引の比率は三七％（＝一四％／三八％）であり、時間外取引におけるテクニカル取引がＳＩ取引の特徴を捉える鍵になるのではないかと考えられる。ＯＸＥＲＡ報告書が示唆していたように、時間外のアメリカ株取引、時間外のアメリカ株のテクニカル取引がＳＩ取引の特徴を表わしているのではないだろうか。そして、これはゴールドマン・サックスやモルガン・スタンレーといった米系証券会社のＳＩ取引がＥＳＭＡの報告書で大きかったこととも符合する。

アメリカ株式市場の売買高はヨーロッパ株式市場の売買高よりも数倍大きく、ＳＩを通じたアメリカ株取引がヨーロッパの株式取引として計上されているとすればＥＳＭＡの統計にはヨーロッパの株式市場を把握する上で問題があると言わざるを得ない。ＡＭＦＥやＯＸＥＲＡ、そして意図せぬ形でＦＥＳＥが明らかにした情報に基づくと、そのように推測することが今のところは最も合理的な解釈だと考えられる。

注

（1） European Securities and Markets Authority, "EU securities markets: ESMA Annual Statistical Report 2020," 18 November 2020 (https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-165-1355_mifid_asr.pdf). 報告書の要点については、拙稿「ヨーロッパの株式市場―ESMAの報告書に見る実態―」本誌一七一三号（二〇二〇年一一月）を参照。

（2） Association for Financial Markets in Europe, "Understanding the Liquidity Landscape in European Equity markets," 7 July 2020 (https://www.afme.eu/Portals/0/DispatchFeaturedImages/2020-07-06-Understanding%20the%20Liquidity%20Landscape%20in%20EU%20Equity%20Markets%20-%20Final-1.pdf).

（3） OXERA, "The Landscape for European Equity trading and liquidity: The importance of utilizing accurate data for accessing equity market structure," 26 May 2021 (https://www.oxera.com/wp-content/uploads/2021/06/European-equity-liquidity-landscape-Q1-2021-Final-26-05-2021.pdf).

（4） Federation of European Stock Exchange, "An analysis of AFME's report "The Landscape for European Equity trading and liquidity": FESE calls for greater transparency in a now overly complex European market infrastructure," 1 June 2021 (https://www.fese.eu/app/uploads/2021/05/An-analysis-on-AFMEs-The-landscape-for-European-equity-trading-and-liquidity-Final.pdf)

（よしかわ　まさひろ・客員研究員）

メガバンクＦＧの業務変容と収益低迷のジレンマ

中野　瑞彦

はじめに―問題意識

邦銀メガバンクは二〇〇〇年代初頭に都市銀行の合併によって誕生し、その後金融持ち株会社体制に移行する中で、銀行、証券、信託、海外銀行などを抱える金融グループに発展してきた。しかし、日本での平成不況下の長期金融緩和、リーマン・ショック後の世界的な大幅金融緩和、新型コロナ感染症に伴う金融緩和の長期化によって、金融グループの収益環境は二〇年余りにわたって厳しい時代が続いている。

本稿では、過去二〇年間、特にリーマン・ショック以降のメガバンク・グループの業容の変化を踏まえた上で、日本銀行による異次元金融緩和や新型コロナ感染症がメガバンク・グループの業績に与えている影響について検証し、今後の課題を明らかにする。

１　メガバンク・グループの業務内容

（１）ＦＧの業務内容

邦銀メガバンク・ファイナンシャルグループ（以下、「ＦＧ」）傘下の子会社は、銀行業を営む子会社群と、信託銀行を営む子会社群、証券業務を営む子会社群、その他業務（証券業務やリース業など）を営む子会社群に大別できる。[1] このうち大半はＦＧの連結対象であるが、一部は持分法適用関連会社である。更に銀行業務を営む子

会社群は、銀行（メガバンク）の下に子会社群を形成するという三層構造を形成している。[2] 例えば、三菱ＵＦＪＦＧ傘下の三菱ＵＦＪ銀行は、タイのアユタヤ銀行や中国のＭＵＦＧ銀行などを連結子会社とし、ａｕじぶん銀行や中京銀行を持分法適用関連会社としている。

ＦＧ傘下の子会社の業務分野の分類はそれぞれのＦＧによって異なるが、主として対象顧客や事業内容により全体を通してセグメント化されている。中小法人や個人を対象とするリテール部門、大企業を対象とするコーポレート・バンキング部門、海外事業を対象とするグローバル部門、金融・証券マーケットを対象とする市場営業部門などである。表1は、各ＦＧのセグメント部門を示している。

（2）ＦＧの収益勘定構成

ＦＧの収益勘定は、主に①資金運用収支、②信託報酬、③役務取引等収支、④特定取引等収支、⑤その他業務収支である。この合計が連結業務粗利益となり、これに持分法損益を加算し、人件費や物件費などの営業経費を差し引いたものが連結業務純益である。これに特別損益等を加えて当期利益を算出することになるが、ＦＧの事業上の営業力を判断・評価するにはこの連結業務純益が重要な指標である。

ＦＧ内の業態ごとに、この収益勘定内の主要項目が異なる。例えば、銀行単体のＢＫであれば、資金運用収支のうちの貸出金や有価証券、役務取引等収支のうちの預金・貸

表1　FG3社の事業セグメント（2021年3月期）

MUFG	法人･リテール、コーポレート･バンキング、グローバルCIB（コーポレート･インベストメント・バンキング）、グローバル・コマーシャル・バンキング、市場、その他
SMFG	ホールセール、リテール、グローバル、市場営業、本社管理
MHFG	リテール・事業法人、大企業・金融・公共法人、グローバル・コーポレート、グローバル・マーケッツ、アセット・マネジメント、その他

（資料）本稿の表、図のデータは全て各社有価証券報告書による。

出業務が主要項目である。証券子会社であれば株式委託手数料やトレーディング損益が主要項目となる。もっとも近年では収益面から見た場合の主要項目に変化が生じており、ＢＫでは金利低下を背景に貸出金の比重が低下する一方で、役務取引等収支や特定資産取引収支等の比重が高まっている。こうした変化により、ＦＧ内での業務の重要性について将来的に認識が変わっていく可能性がある。

２　業績比較

（１）業容比較

ＦＧ三社の二〇二一年三月期時点での業容を比較すると、ＭＵＦＧが三五九兆円と最大規模を誇り、次いでＳＭＦＧが二四三兆円、ＭＨＦＧが二二六兆円である。総人員数（除く非正規人員）では、ＭＵＦＧが一三・八万人、ＳＭＦＧが八・七万人、ＭＨＦＧが五・五万人であり、ＭＵＦＧはＭＨＦＧの三倍以上の規模である。損益面では、一般企業の売り上げにあたる経常収益は、ＭＵＦＧが六・〇兆円、ＳＭＦＧが三・九兆円、ＭＨＦＧが三・二兆円である。更に、営業経費等を控除した後の経常利益は、ＭＵＦＧが一兆五四〇億円、ＳＭＦＧが七千一一〇億円、ＭＨＦＧが五千三六〇億円であり、損益面ではＭＵＦＧがＳＭＦＧの一・五倍、ＭＨＦＧの二・〇倍である。このように、経営規模や利益面ではＭＵＦＧが他二社を圧倒的に上回っているが、ＲＯＥを二か年で見ると、ＭＵＦＧが三・二八％、四・七三％、ＳＭＦＧが六・五五％、四・五六％、ＭＨＦＧが五・一八％、五・二九％であり、一時点な

表２　メガバンクFGの業容比較（2021年３月期）

	総資産（兆円）	子会社数（社）	総人員数（千人）	経常収益（兆円）	経常利益（億円）	ROE（％）'20.03/'21.03
MUFG	359	516	138	6.0	10,540	3.28 / 4.73
SMFG	243	354	87	3.9	7,110	6.55 / 4.56
MHFG	226	188	55	3.2	5,360	5.18 / 5.29

がら経営効率の点では新型コロナ感染症下においてＭＨＦＧが最も安定した業績を示している。

（２）業績比較

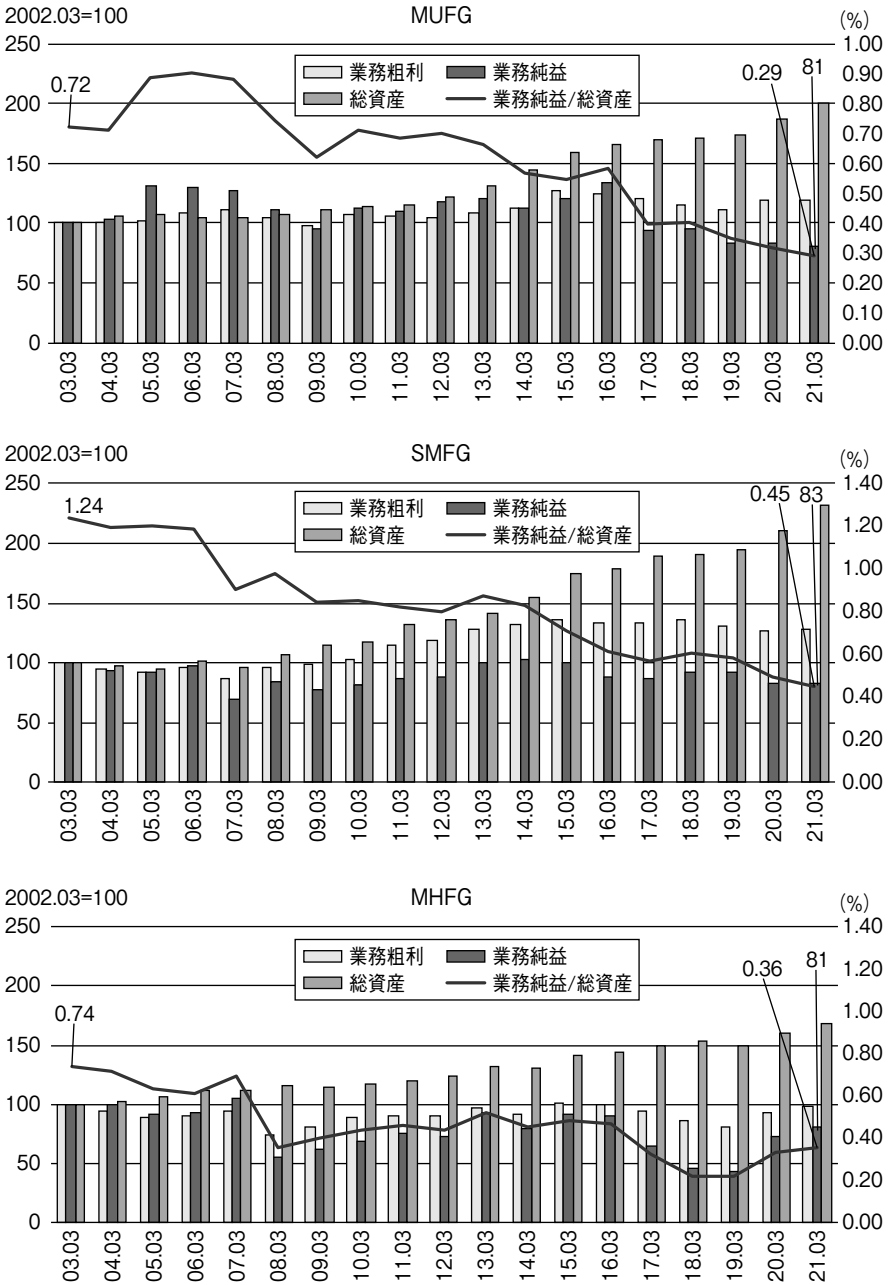
ＦＧ三社はリーマン・ショック以降に海外拠点を拡大し、業容が大きく変わってきた。欧州系銀行が撤退した地域を中心に海外現法新設や地元銀行の買収・出資を通じて海外業務を拡大した。同時に、国内の業務範囲も母体の銀行業務に加え、証券業務や市場営業業務を拡充した。ＦＧ三社の業績について二〇〇三年三月期以降の推移を見ると（図１）、三社とも資産は拡大傾向にあるにもかかわらず、業務粗利益は二〇一四年三月期から二〇一六年三月期を境に横這いとなり、業務純益は同時期を境に減少に転じた。この結果、二〇二一年三月期の業務純益の二〇〇三年三月期に対する比率は、ＭＵＦＧが〇・八一倍、ＳＭＦＧが〇・八三倍、ＭＨＦＧが〇・八一倍とおよそ〇・八倍まで縮小した。これを、業務純益を総資産で除したＲＯＡの推移で見ると、二〇二一年三月期はＭＵＦＧ〇・二九％、ＳＭＦＧ〇・四五％、ＭＨＦＧ〇・三六％と各ＦＧとも二〇〇三年三月期の半分以下に低下した。ＭＵＦＧとＳＭＦＧではＦＧ発足以来の低水準を更新し、ＳＭＦＧは最大の落ち込みで〇・七九ポイント減少した。総じて言えるのは、二〇〇〇年代前半以降の金融環境はＦＧに逆風となっており、収益面での苦戦が続いているということである。

３　資金運用勘定の動向

（１）資金運用勘定の構成

ＦＧの資産において最大のシェアを占めているのが資金運用勘定であり、ＳＭＦＧでは、二〇〇八年三月期で

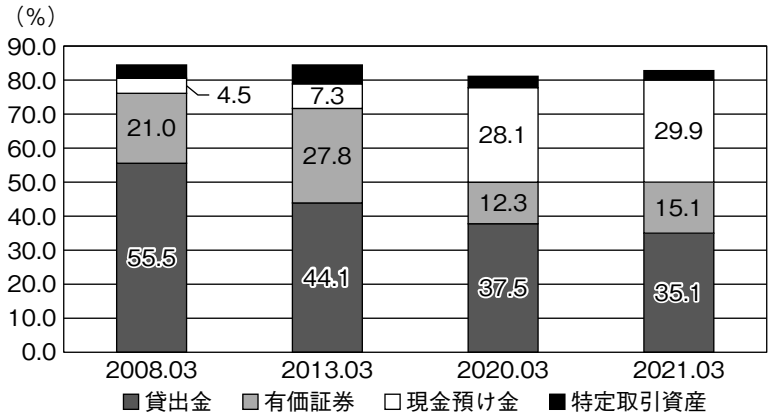
図１　FG３社の業績推移



八九・六兆円、八〇・〇％、二〇二一年三月期で一四七・〇兆円、六〇・六％を占めている。その主な内訳は、貸出金、有価証券、現金・預け金、特定取引資産である。ＦＧ内の資金運用勘定残高では、リーマン・ショック後の借入需要の減退と貸出利回りの低下により、貸出金の割合が二〇〇八年三月期から二〇二一年三月期にかけて大幅に低下し、ＳＭＦＧで五五・五％から直近では三五・一％に低下した（図２）。同様に、ＭＵＦＧでは四五・九％から二九・八％に約一六ポイント低下、ＭＨＦＧでは約一五ポイント低下した。銀行単体内でも貸出金の割合は同様に低下した。

代わって割合が上昇したのは、現金・預け金であり、ＭＵＦＧとＳＭＦＧでは三〇％弱に達している。これは日銀当座預金の増加を反映したものである。一方、直近の有価証券の割合は国債残高の減少を反映して二〇一三年三月期比ではむしろ低下した。このことから、ＦＧの資産ポートフォリオでは、国債の売却代わり金を他の有価証券に宛てながらも有価証券の全体に占める割合は一定範囲に抑えられている。つまり、本来であれば国債の売却代わり金を貸出金に宛てるべきところを、貸出金が増加しないことから預け金が積み上がっている。貸出金と現金・預け金の割合の合計の推移を見ると、ＦＧ、ＢＫとも六〇％前後で安定しており、両勘定科目の中で資金配分が行われてい

図２　SMFG資金運用勘定期末残高構成の推移



る。

（2）銀行・銀行以外の構成、国内・海外の構成

資金運用勘定の動向を追うためには、項目ごとに国内・海外を区別することが必要である。例えば、国内で既述のように貸出金が減少していても、海外では景気動向を反映して貸出金が増加している可能性がある。また、海外の運用残高の増加が、必ずしも銀行業で生じているとは限らない。そこで、資金運用残高の平残についてＭＵＢＣを例に、銀行連結の国内と海外、銀行連結以外の国内と海外を抽出し、その動向を比較する（表３）。

二〇〇八年三月期から二〇二一年三月期にかけて全項目とも増加しているが、銀行海外の増加が顕著である。銀行国内の四〇％増に対し、銀行海外は二・七倍の増加となった。これは銀行による海外子会社の積極的な展開を反映したものである。他方、国内では銀行以外の残高が二倍弱に増加した。即ち、国内では銀行以外の業務が拡大し、海外では銀行業務が拡大していることになる。この結果として、内外を合計すると、銀行と銀行以外の資金運用平残の構成割合はほとんど変わらず、ＦＧ内における銀行の比重は変わっていないように見える。しかし、銀行内の項目構成を国内、海外に分けると、国内・海外ともに銀行業の中心業務である貸出金の割合が低下し、代わって国内では現金・預け金が大きく増加、海外では有価証券とその他が増加している。つまり、ＦＧ内における銀行の比重は変わっていないものの、銀行内で変化が生じて

表３　MUBC資金運用残高の銀行及び銀行以外の国内・海外構成

（単位：兆円）

	2008.03		2015.03		2021.03	
BC国内	108.6	(62.5)	130.1	(51.2)	153.4	(52.7)
BC海外	26.6	(15.3)	60.0	(23.6)	70.7	(24.3)
BC以外国内	28.6	(16.5)	45.5	(17.9)	52.8	(18.2)
BC以外海外	9.9	(5.7)	18.7	(7.3)	14.1	(4.8)
合計	173.6	(100.0)	254.3	(100.0)	291.0	(100.0)

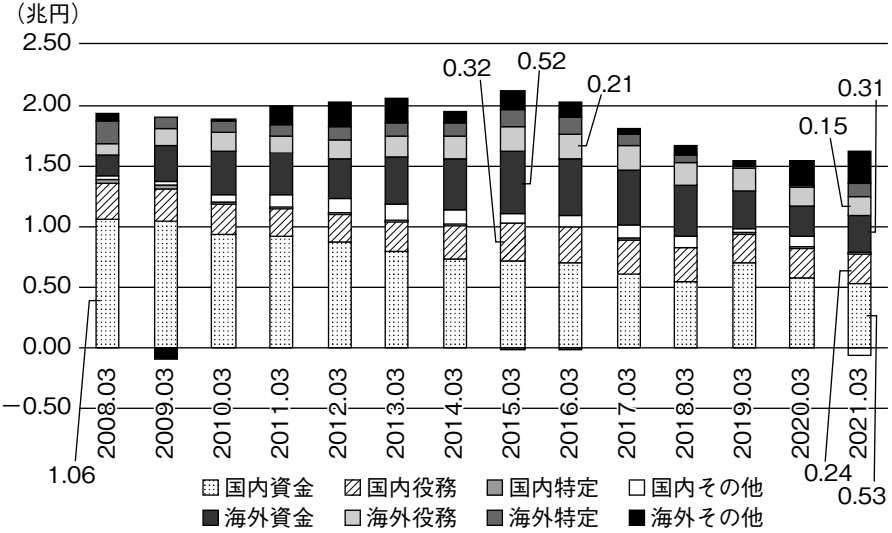
いることがわかる。

粗利益ベースで見るとこの変化はより鮮明である。MUBKについて業務粗利益の推移を見ると、二〇〇八年三月期以降の銀行全体の業務粗利益は二〇一五年三月期までは増加していたが、これを支えていたのは海外業務粗利益であり、国内業務粗利益はほぼ一貫して減少傾向にある（図3）。その中でも資金利益（資金運用収支）が減少の主因である。二〇一九年三月期にやや回復したもののその後再び減少に転じ、二〇二一年三月期には〇・五三兆円と二〇〇八年三月期の半分の水準まで低下した。一方、海外業務粗利益も二〇一六年三月期以降は減少し、直近では〇・三一兆円と二〇一五年三月期の〇・五二兆円の約六〇%の水準となっている。

（3）有価証券残高の分布

有価証券は資金運用勘定の中で貸出金に次ぎ残高の大きい項目である。二〇二一年三月期は二〇〇八年三月期に比べ、MUFGが七九・三%、SMBCが五五・三%、MHFGが二一・七%増加した。直近のFGの有価証券残高の内外分布

図3　MUBKの業務粗利益の構成

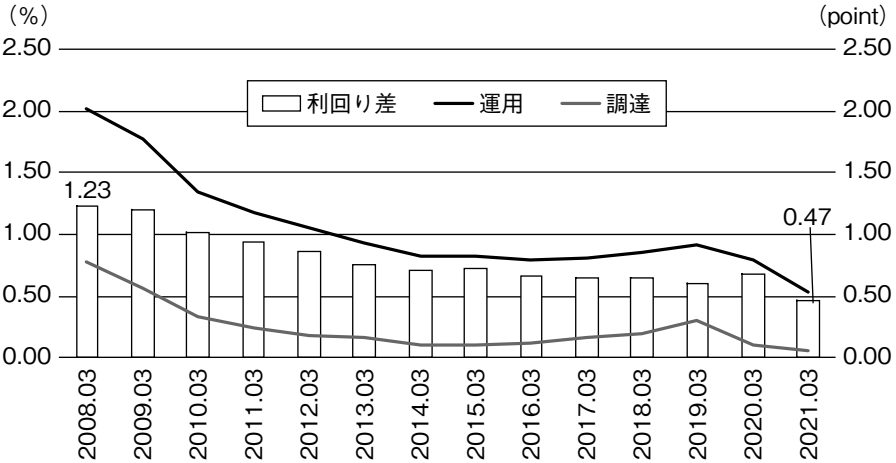


を見ると、ＭＵＦＧが国内六八・八兆円、海外一一・二兆円、ＳＭＦＧが国内二九・四兆円、海外六・七兆円、ＭＨＦＧが国内三九・五兆円、海外四・二兆円となっており、国内が八割以上となっている。国内保有の大半が国債であり、ＢＫが保有している。一方、ＦＧ保有の株式残高は、持ち合い解消の進展もあり、直近では現状維持ないし減少傾向にある。

（4）利回りの推移

既述したように、ＦＧ三社は二〇一三年三月期辺りから運用資産を拡大してきたが、業務純益は相反して伸び悩んだ。その原因は、既知の通り国内利回りの低下にある。国内の運用利回りは二〇〇八年三月期より運用・調達ともに低下したが、調達利回りの低下が〇％近辺の限界に達したことから、利回り差が縮小した。二〇一九年三月期には運用・調達利回りともに一時的に上昇し二〇二〇年三月期には利回り差が拡大に転じた。運用サイドでは、有価証券の利回りが二〇一四年三月期以降に上昇傾向を辿っている。これは市場金利の低下による債券価格の上昇や、金融緩和の長期化による株式価格の上昇を反映したものである。しかし、新

図４　MUBC国内運用・調達の利回り差



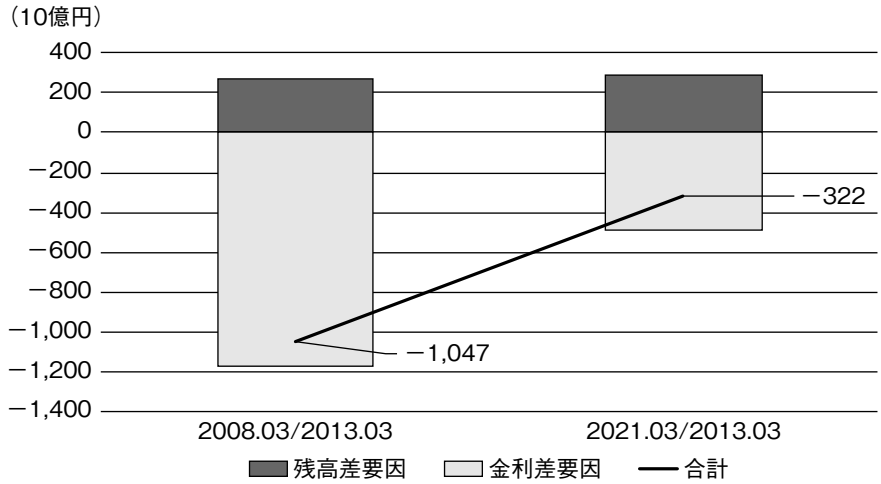
型コロナウイルス感染症の影響により二〇二一年三月期には両利回りが大きく低下、特に運用利回りが低下し利回り差は47bpと最低水準を更新した（図４）。

この利回り差の縮小は当然のことながら資金運用収支に反映する。そこでＭＵＢＣの資金運用収支の変化を金利差要因と残高差要因に分解して見ると、二〇〇八年三月期から二〇一三年三月期にかけては残高が増加し運用利息額を引き上げたものの、利回りの低下による金利差要因が利息額を大きく引き下げたことが明らかである（図５）。その後、二〇二一年三月期にかけ、利回り低下による金利差要因の引き下げ効果は縮小し、残高差要因の効果がやや盛り返した。しかし、これ以上の残高積み増しは相応のリスクを背負うことになる。金利差要因がプラスに反転しない限り、資金運用収支は苦しい状況が続くことなる。

４　役務取引等収支分析

国内業務粗利益を支えているのは、役務取引等収支である。金融緩和が長期化する中でも二〇〇八年三月期に〇・二九兆円、二〇一五年三月期に〇・三二兆円と安定的に収益を維持している項

図５　MUBC資金運用勘定利息変化額の要因分解



目であり、直近では〇・二四兆円と資金利益の二分の一弱の水準となっている。役務取引等の中心は、預金・貸出関連の商業銀行業務、為替業務など貸出金業務との関連性が高い。この点では、貸出金の減少は役務取引収支等の縮小に結びつくことになる。

国内に比較して貸出金が増加している海外の役務取引収支等が拡大しており、FG全体の役務取引等収益に占める海外の割合が高まっている。同時に、国内でもFG内のBCの割合が低下しており、金融業務の拡大とともに役務取引等の分野でも銀行の比重が低下している。MUFGの役務取引等収益を見ると、FG全体におけるBC国内の役務取引等収益は金額、割合ともに低下し、割合は二〇〇八年三月期の六七・九%がその後低下して二〇一三年三月期には四七・四%となり、直近では三四・六%まで低下している。他方、BC海外の割合は二〇〇八年三月期の一一・六%から直近は三二・四%まで上昇している。このように見てくると、近年では役務取引等収支が業務粗利益を支えており、国内BC以外とBC海外の役務取引等拡大がFGの業務粗利益の増加につながっている。ただし、既述したように役務取引等収益は

表4　MUFGの役務取引等収益の推移

（単位：10億円）

	BC				FG合計		
	国内	（割合）	海外	（割合）	国内	海外	合計
2008.03							
役務取引等収益	848	(67.9)	138	(11.0)	1,304	180	1,249
商業銀行関連	225	(73.0)	103	(33.4)	231	104	308
為替	165	(90.9)	15	(8.5)	167	15	182
保証	120	(117.5)	9	(8.8)	122	9	102
証券関連	39	(23.7)	3	(1.9)	172	22	164
2021.03							
役務取引等収益	541	(34.6)	507	(32.4)	1,287	674	1,566
商業銀行関連	231	(51.9)	236	(53.0)	236	240	445
為替	144	(92.4)	13	(8.3)	145	13	155
保証	42	(37.7)	34	(30.7)	112	34	111
証券関連	19	(10.3)	74	(40.9)	106	94	181

（注）1．役務取引等収益の構成項目は、商業銀行関連業務、為替、信託関連、保証、証券関連、その他の各業務。
2．国内と海外の間で相殺消去があり各項目の合計はFG合計には一致しない。
3．割合はFG合計に占める割合。

銀行業務との関連が深いため、役務取引等収益を単独で取り出して議論することは必ずしも適切ではない。確かに役務取引等を切り離して拡大できれば効率的であろうが、それが可能かどうかはＦＧとして金融業務を将来的にどのように構築するかにかかっている。

５　業務セグメント別分析

次に、業務セグメント別に業務粗利益、業務純益の推移を確認する。既述の通り、業務粗利益は各業務の「売上を稼ぐ力」であり、これが衰えている中で純利益を確保しようとするのであれば、合理化を図るしかない。逆に、業務粗利益が堅調であれば、次への投資も可能となり、更なる業務展開の道が開ける。業務セグメントの分け方はＦＧごとに異なるが、概ねリテール部門（個人、中小法人を対象）、コーポレート部門（大企業を対象）、グローバル部門（国際業務を対象）、市場部門（主に証券市場を対象）、本社部門となっている。企業の買収・合併などを取り扱う投資銀行業務は独立した業務部門としている場合もあるが、コーポレート部門やグローバル部門に属する場合もある。

各ＦＧの業務セグメント別の業務粗利益、業務純益、従業員一人当たり業務純益（除く非正規雇用者）を見ると、ＭＵＦＧでは業務粗利益ベースでは法人・リテールが三四・〇％と最大の割合を占めているが、業務純益になるとその割合は低下し、一人当たりでは六・九百万円とコーポレート・バンクの五分の一、市場営業部門の二〇分の一となっている。ＳＭＦＧも同様であり、リテール部門が業務純益に占める割合は二〇・二％、同一人当たりは七・〇百万円で市場営業部門の三九分の一となっている。ＭＨＦＧではリテール事業法人部門が業務純益に占める割合は五・三％、一人当たりでは一・九百万円とグローバル・マーケッツ部門の一〇八分の一である。もっ

とも、リテール業務はＦＧの出自である商業銀行の根幹であり、また市場営業業務等とはビジネス・モデルが異なるので短期的な単純比較は意味を持たないが、他方でリテール業務は業務粗利益の伸び悩みにより経費率が八〇％から九〇％と高い水準となっている。既に各ＦＧは有人支店の統廃合、ＡＴＭ拠点の縮減、顧客のネット・バンキングへの誘導など合理化を推進しているが、金融緩和が長期化する中で他部門との収益乖離傾向が続くとなると、当然のことながらリテール部門の一段の見直しが必須となるだろう。

表５　FGのセグメント別利益状況（2021年３月期）

2021.03	業務粗利（億円）	構成比（％）	業務純益（億円）	構成比（％）	経費率（％）	一人当たり業務純益（百万円）	人員数（人）
MUFG							
法人・リテール	13,894	34.0	2,590	20.7	81.4	6.9	37,805
CB	5,599	13.7	2,406	19.3	57.0	35.7	6,736
グローバルCIB	4,263	10.4	1,565	12.5	63.3	62.8	2,490
グローバルCMB	7,832	19.2	2,742	22.0	65.0	5.1	53,875
受託財産	2,935	7.2	834	6.7	71.6	15.1	5,535
市場事業	6,348	15.6	4,008	32.1	36.9	137.2	2,921
その他	－49	－0.1	－1,659	－13.3			28,799
合計	40,823	100.0	12,486	100.0	69.4	9.0	138,161
SMFG							
ホールセール	6,349	22.6	3,885	35.8	38.8	42.3	9,193
リテール	11,274	40.2	2,192	20.2	80.6	7.0	31,285
グローバル	7,237	25.8	3,667	33.8	49.3	12.3	29,875
市場事業	4,607	16.4	4,135	38.1	10.2	269.7	1,533
本社管理等	－1,405	－5.0	－3,039	－28.0		－20.4	14,895
合計	28,062	100.0	10,840	100.0	61.4	12.5	86,781
MHFG							
リテール事業法人	6,799	30.9	425	5.3	93.7	1.9	22,522
大企業･金融･公共法人	4,919	22.3	2,861	35.8	41.8	126.7	2,259
G・コーポレート	4,506	20.5	2,100	26.3	53.4	22.9	9,181
G・マーケッツ	4,872	22.1	2,682	33.5	45.0	205.2	1,307
アセットマネジメント	504	2.3	109	1.4	78.3	7.0	1,567
その他	408	1.9	－180	－2.3	144.2	－1.0	17,656
合計	22,007	100.0	7,998	100.0	63.7	14.7	54,492

6　FG内に占める銀行（単体）のポジション

FG発足当初より中核を占める銀行単体（BK）のFG内における位置づけに変化が生じているかどうかを確認する。リーマン・ショック直前の二〇〇八年三月期と異次元金融緩和政策導入直前の二〇一三年三月期、直近の二〇二一年三月期について、BKがFG内において占める割合の変化を見ると、各FGとも業務粗利益（営業経費控除前）に占めるBKの割合が経年とともに低下し、直近では六〇％台にまで低下している。業務項目別に詳細を見ると、BKの中心業務である資金運用収支では、直近でもFG全体の七〇～八〇％を確保しているが、役務取引等収支や特定取引収支ではその割合が低下している。これは、金融業務が多様化する中で、銀行連結内の海外子会社や金融子会社の展開、銀行連結外のFG関連会社の業務拡大が進行していることを反映している。この結果、FG業務粗利益に占める銀行単体の割合は各FGとも次第に低下し、直近ではMUFGが三八・八％、SMFGが五二・七％まで低下している。

表6　FG収益に占める銀行単体の割合

	FG連結ベース係数（10億円）			銀行単体がFG内に占める割合（％）		
	MUFG	SMFG	MHFG	MUFG	SMFG	MHFG
2008.03						
資金運用収支	1,842	1,210	1,064	78.5	80.2	84.7
役務取引等収支	1,074	612	495	35.6	54.3	62.5
特定取引収支	365	470	56	9.0	93.9	n.a.
業務粗利益	3,513	2,116	1,661	49.4	70.2	93.3
2013.03	0	0	0			
資金運用収支	1,817	1,393	1,076	64.6	86.6	75.0
役務取引等収支	1,042	908	507	40.7	63.2	56.2
特定取引収支	288	167	215	42.4	81.5	22.1
業務粗利益	3,634	2,793	2,172	56.5	78.3	56.8
2021.03	0	0	0			
資金運用収支	1,905	1,335	906	44.4	70.1	86.7
役務取引等収支	1,335	1,094	687	29.4	30.2	61.6
特定取引収支	350	200	388	31.0	8.4	21.5
業務粗利益	3,998	2,806	2,199	38.8	52.7	61.3

（注）MHFGの銀行単体は、みずほ銀行とみずほコーポレート銀行の計数の合算。

まとめ

これまで見てきたように、メガバンクＦＧは過去一三年間（二〇〇八年三月期から二〇二一年三月期）に資産総額を約一・七倍に増加させたが、収益力はむしろ低下した。その原因は銀行部門の不振で、主因は国内の銀行部門にある。とりわけ資金運用勘定の内の貸出金の収益が大幅金融緩和政策を反映し減少していることである。同時に、貸出市場が成熟化し、市場としての成長性に限界が来ている点も見逃せない。二〇二〇年初来の新型コロナ感染症の影響で貸出金は一時的に増加したがその収益性は決して高いものではなく、むしろ将来の不稼働資産になりかねないリスクも含んでいる。一方で、収益が安定している役務取引等収支を維持するには、商業銀行のベースが必要である。商業銀行部門を捨てれば、役務取引等収支のベースが失われかねない。しかし、一方で役務取引等収支のうちＢＣ以外の割合が高まっていることは、商業銀行というベースが将来的に不要となる可能性を示唆している。

二〇二一年央の金融・財政状況を前提とすると、暫くは日銀が大幅な金融緩和政策を転換する条件は整わないだろう。そうだとすれば、ＦＧの収益性の観点からは国内銀行部門、特にリテール部門の切り離し（売却・撤退）が視野に入ってくる可能性もある。ＦＧの設立母体だけにその決断に至るまでは相当の時間を要するだろうが、膨大な資産を保有しながら収益性が著しく低い国内銀行部門を残す理由を探すとすれば、金融危機時の「保険」としての位置づけとなる。市場部門がリーマン・ショックのような金融危機に晒されても、公的資金のスキームにより国内銀行部門があれば公的に救済されるからである。

金融緩和政策が超長期化する中でＦＧ内の商業銀行業務の重要性が低下し、代わって低金利の下で証券関連業務の重要性が増大している。経済成長の鈍化と金融政策が日本の金融機能を間接金融から直接金融或いは市場型

金融に移行させる推進力になっているとすればそれ自体は興味深いことだが、その中でメガバンクＦＧがどのような役割を演じることになるのかは今後の注目すべき課題である。

［謝辞］本稿は桃山学院大学共同研究プロジェクト（二〇連二七七：デジタル・ファイナンスによる地域活性化の可能性）の成果の一つです。同プロジェクトによる支援に厚く御礼申し上げます。

注

（1）本稿では、メガバンク・グループの呼称として略語を使用する。ＭＵＦＧ：三菱ＵＦＪフィナンシャル・グループ（ＦＧ連結）、ＭＵＢＣ：同銀行グループ（銀行連結）、ＭＵＢＫ：同銀行（単体）、ＳＭＦＧ：三井住友フィナンシャル・グループ（ＦＧ連結）、ＳＭＢＣ：同銀行グループ（銀行連結）、ＳＭＢＫ：同銀行（単体）、ＭＨＦＧ：みずほフィナンシャル・グループ（ＦＧ連結）、ＭＨＢＣ：同銀行グループ（銀行連結）、ＭＨＢＫ：同銀行（単体）

（2）連結子会社の括り方は、ＦＧによって異なっている。例えば、ＭＵＦＧやＭＨＦＧでは銀行と信託銀行は並列の子会社であるが、ＳＭＦＧではＳＭＢＣ信託銀行はＳＭＢＣの一〇〇％子会社となっている。

（なかの　みつひこ・桃山学院大学教授）

証研レポート既刊目録

No.1713（2019.4）	執筆者
「キャッシュレス化」、「モバイル化」そして「スマホ証券」	二上
不動産クラウドファンディングの現状と可能性	松尾
中央銀行の資本金制度と利益処分	伊豆
豪州ＨＦＴの実情２	吉川
－ＡＳＩＣによる調査報告－	

No.1714（2019.6）	
オプションと保険	二上
－日経二二五オプション市場開設三〇周年を迎えて－	
アメリカの取引所外取引システムの新しい届出制度について	清水
米国における取引所情報の配信をめぐる議論	志馬
長期保有株主を優遇する議決権行使制度	福本
－tenure votingまたはtime-phased voting－	

No.1715（2019.8）	
証券会社の収入構成変化と「その他手数料」について	二上
ＥＳＧ・ＳＤＧｓとクラウドファンディング	松尾
－コーポレートガバナンスを中心に－	
レバ・ローンは第二のサブプライムか？	伊豆
米国における上場企業数の減少	吉川
－ＳＩＦＭＡの報告書に見る実態－	

No.1716（2019.10）	
類型別に見た証券業界の収益別シェア	二上
株式投資型クラウドファンディングと中堅・中小およびベンチャー企業	松尾
アメリカのリテール・ホールセラーについて	清水
ＩＰＯをめぐるグローバルな動向	志馬
－米国・香港市場の状況－	

No.1717（2019.12）	
総合取引所における不招請勧誘規制について	二上
米国の金利急騰とＦＲＢの負債構造	伊豆
ペリオディック・オークションの実像	吉川
－ＥＳＭＡのコンサルテーション結果に見る実態－	
議決権行使助言会社の規制	梅本

No.1718（2020.2）	
デリバティブにおける勧誘規制について	二上
ソーシャルインパクトボンドとクラウドファンディング	松尾
アメリカの市場手数料について	清水
時価総額の小さな上場地方銀行の経営状況	志馬

No.1719（2020.4）	
「フラッシュ・クラッシュ・トレーダー」への判決と米国の相場操縦規制の動向	森本
アメリカにおけるデュアル・クラス・シェア（ＤＣＳ）・ストラクチャについて	佐賀
ＦＲＢのコロナ危機対応策	伊豆
－リーマン危機との比較－	
英国ＨＦＴの実情	吉川
－注文データに基づくＦＣＡの分析－	

No.1720（2020.6）	執筆者
証券リテール営業の「デジタル化」	二上
－「スマホ証券」－	
株式投資型クラウドファンディングの新展開	松尾
アメリカの証券委託売買手数料無料のビジネスモデル	清水
取引所の価格情報配信に関するＳＥＣの指令提案	志馬

No.1721（2020.8）	
総合取引所に期待される役割について	二上
日本銀行のコロナ危機対応策	伊豆
英国ＨＦＴの実情２	吉川
－注文データに基づくＦＣＡの分析２－	
リングフェンス銀行の形成と経営	斉藤

No.1722（2020.10）	
クラウドファンディングの世界的拡大	松尾
－株式投資型クラウドファンディングを中心に－	
ロビンフッド証券のビジネスと注文回送リベートについて	清水
株価変動の抑制規制	志馬
－米国の様々なサーキット・ブレーカー制度－	
バルト三国のベンチャー・キャピタルと新興株式市場の現状と課題	簗田

No.1723（2020.12）	
地銀系証券会社について	二上
ＥＣＢのコロナ危機対応策	伊豆
ヨーロッパの株式市場	吉川
－ＥＳＭＡの報告書に見る実態－	
経済危機と金融	中野

No.1724（2021.2）	
非上場株式市場と取引所第二部開設	松尾
アメリカの市場情報配信と最良執行	清水
ＳＥＣは市場とアルゴリズム取引をどのように見ているのか	志馬
－米国SECスタッフによる「資本市場におけるアルゴリズム取引」報告書（前半の抄訳）－	
年金財政方式と年金積立金	玉井
－本当に賦課方式なのか－	

No.1725（2021.4）	
証券リテールビジネスのＤＸ	二上
ＦＲＢのコロナ危機対応策と財政資金	伊豆
イギリスのＥＵ離脱に伴う市場動向	吉川
－取引・人員の減少とクリアリングの滞留－	
ゴーン氏の役員報酬は「重要な事項につき虚偽の記載のあるもの」か？	梅本

No.1726（2021.6）	
証券業界の近年の動向について	二上
コロナ対応策と資金フロー	伊豆
ペイメント・フォー・オーダー・フローはどこから来るか	清水
ＳＥＣにおけるアルゴリズム取引の状況認識と評価	志馬
－米国SECスタッフによる「資本市場におけるアルゴリズム取引」報告書（後半の抄訳）－	

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。

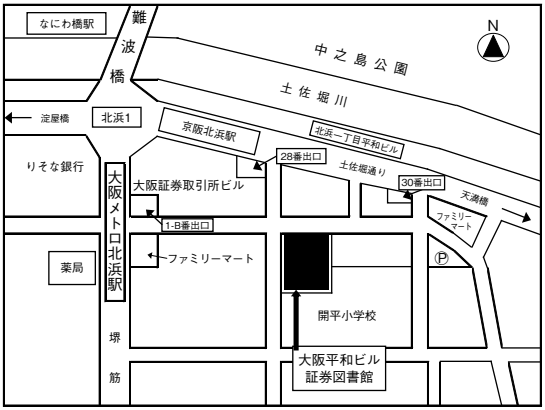
所 在 地 大阪市中央区北浜１－５－５　大阪平和ビル７階
ＴＥＬ（０６）６２０１－００６２

開館時間 午前９：30　～　午後５：00
土曜、日曜、祝日、年末、年始および館内整理の日は休館します。

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

雑　　誌 取引所、協会、証券会社、銀行、官庁等の刊行物、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
大阪メトロ堺筋線・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。

ISSN 0388-5356

証研レポート第一七二七号
二〇二一年八月九日発行
（偶数月第二月曜日発行）

2021年８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：418円（本体380円＋税10%）