

証 研

レポート

No.1731

2022年4月

デジタル技術の活用と証券ビジネスの新奇性

二上季代司（1）

名古屋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（11）

LMEのニッケル取引をめぐる問題

～価格急騰への対応と取引所運営～ 吉川 真裕（38）

進化する米大手投資銀行のトレーディング業務

神野光指郎（48）

公益財団法人 **日本証券経済研究所**
大 阪 研 究 所

デジタル技術の活用と証券ビジネスの新奇性

二上季代司

近年、「フィントック」さらには「DX（デジタル・トランスフォーメーション）」といった用語が金融・証券業界で使われるようになった。「DX」とは、デジタル技術を活用した新たなビジネスモデルの構築とされる。⁽¹⁾そこにはデジタル技術を活用することによる新たな経営革新や新奇性の強いサービスの提供という含意が込められている。

そう考えると、二〇一〇年代後半に入って証券業界にそうした新奇性のある証券ビジネスが生まれていることに気づく。もともと、採算がとれるようになり持続可能性のある確立したビジネスになった、と断定できる段階ではないようにも思われる。

このような新奇性のある証券ビジネスは、新規参入した新興企業が担う場合が多いが、既存の証券業者等もこうした業者との資本・業務提携やその買収・子会社化を通じてビジネスに関与するケースが多い。

そこで以下では、二〇一〇年代後半以降に証券業界に新規参入した業者のうち、デジタル技術を活用した証券ビジネスを志向する業者をリストアップし、彼らのビジネスの概要を紹介しよう。

1 日本証券業協会の新規加入業者

まず、二〇一五年から最近（二〇二二年三月）までの日本証券業協会へ新規加入した業者をみよう。図表1は

この間の新規加入（あるいは脱退）の業者数を暦年ごとにみたものである。累計五五社が新規に加入し、三五社が脱退した。その結果、二〇社の純増をみて、現在の協会員数は二六九社となっている。

この新規加入五五社を株主構成、業務特性から分類したものが図表2である。これによると外資系⁽²⁾の加入が最も多く二三社を数えるが、これに次いでスマホ証券やデジタル証券（STO）取扱業者、クラウドファンディング（CF）等デジタル技術を駆使した新奇性のある業者が一五社もあり、意外に多い。

このほか、協会は二〇一五年から「特定業務会員」制度を導入している。「特定業務会員」とは、第一種金融商品取引業のうち金利スワップ等の特定店頭デリバティブ、商品関連市場デリバティブ取引取次ぎ業務、株式型クラウドファンディング（以下、株式型CFと略）を専門的に行っている業者である。二〇二二年三月現在、一三社を数えるが、このうち株式型CFはデジタル技術を利用した新奇性の強いビジネスと考えられる。そこで、先のスマホ証券等の会員一五社と株式型CFの特定業務会員四社の概要をディスクロージャー誌⁽³⁾その他から抜粋すると、図表3のようになる。

図表 1 日本証券業協会への加入・脱退状況

	協会加入	協会脱退
2015年	6	5
2016年	11	3
2017年	7	2
2018年	10	10
2019年	7	7
2020年	4	4
2021年	9	2
2022年（3月まで）	1	2
累計	55	35

（注） 1. 国内法人化やグループ内での事業譲渡に伴う加入・脱退は除く。

2. 協会員は2014年末249社、2022年3月末269社である（第一種業非登録会員は除く）。

（出所）日本証券業協会「協会員の状況」『証券業報』より作成。

図表 2 新規加入55社の類型

外資系	スマホ証券、STO取扱業者、株式型CF業者等	地銀系証券子会社	商品先物・FX	中小証券
23社	15社	10社	5社	2社

（注）株主構成、業務特性によって分類した。

図表3 スマホ証券・デジタル証券・株式型CF等

【協会員】

	社名	協会加入年月	業務内容等	備考
1	お金のデザイン	2015年12月	スマホ証券；ロボ・アドバイザー（THEO）、投信委託	運用受託残高1,144億円（投信委託含む、2021年3月期）。第一種業を営業譲渡、2021年9月協会脱退
2	Pay Pay証券（旧One Tap Buy）	2016年1月	スマホ証券；金額指定投資、ポイント（Pay Pay）投資	筆頭株主；ソフトバンク49.94%、みずほ証券49%。2021年2月商号変更。口座数17.5万（2021年3月期）
3	ウェルスナビ	2016年1月	スマホ証券；ロボ・アドバイザー	2020年12月東証マザーズ上場。運用残高3,291億円（2020年12月期）
4	FOLIO	2017年4月	スマホ証券；1万円からのテーマ投資、お任せ投資	2021年8月SBIフィナンシャルサービシーズが持株会社（FOLIOホールディングス）を子会社化。
5	スマートプラス	2018年2月	スマホ証券；SMART取引（ダークプールを利用したSOR）	筆頭株主；Finatext85%、大和証券グループ本社15%
6	SBIプライム証券	2018年4月	ダークプールの自社運営とSOR。コモディティの仲介業務も兼営	筆頭株主；SBI証券100%。2020年11月SBIフューチャーズを買収。
7	tsumiki証券	2018年8月	スマホ証券；投信の積立投資	筆頭株主；丸井グループ100%。
8	SBIネオモバイル証券	2019年4月	スマホ証券；1株投資、ポイント（Tポイント）投資	SBIグループ2社78.9%、三井住友フィナンシャルグループ20%。
9	LINE証券	2019年7月	スマホ証券；通話・メールアプリLineで1株投資、投信つみたて。21年2月、口座数50万を突破。	筆頭株主；LINE51%、野村ホールディング49%。
10	Connect	2020年5月	スマホ証券；1株投資、ポイント（Ponta、永久不減ポイント）投資、毎日100円定額の投信自動積み立て投資。	筆頭株主；大和グループ本社100%。
11	Siiibo証券	2021年3月	スマホ証券；スマホ端末で社債の少人数私募投資。	
12	Alpaca Japan	2021年5月	サービス提供はIFA経由；AIを活用した中長期マーケット予測、為替予測、データ解析ソリューション。	米国ALPACAから従業員によるMBO。筆頭株主；SBI Ventures Two34%。
13	三井物産デジタルアセットマネジメント	2021年10月	デジタル技術を使った不動産・インフラ等実物資産のアセットマネジメント。	筆頭株主；三井物産53%、LayerX36%、SMBC日興証券5%、三井住友信託銀行5%。
14	Cheer証券	2021年12月	スマホ証券；少額投資	筆頭株主；東海東京フィナンシャルホールディング100%。
15	ファンディーノ（旧日本クラウドキャピタル）	2021年12月	株式型CF（少額電子募集）、ネットによる株式コミュニティ業務。株式募集取扱額30.3億円（2021年10月期）	第一種業変更登録により特定業務会員から一般会員へ。2022年2月商号変更。

次ページへ続く

【特定業務会員】

	社名	協会加入年月	業務内容等	備考
1	CAMPFIRE Startups (旧 DAN ベンチャーキャピタル)	2017年9月	CAMPFIREが購入型・寄付型・融資型に加え株式型CFのDAN社をグループ傘下に入れる。	2019年10月第三者割当増資によりCAMPFIREが筆頭株主54.5%。2021年4月商号変更。
2	ユニコーン	2019年2月	株式型CF、12案件成立、株式募集取扱額4.6億円(2021年3月期)	2019年12月、資本業務提携によりZUU(東証マザーズ上場)が筆頭株主60.35%。
3	エンジェルナビ (IHSBIエキティファインド)	2019年7月	株式型CF	SBIファイナンシャルサービスーズがインベストメントテクノロジーに全株を譲渡。2021年9月商号変更。
4	イークラウド	2020年4月	株式型CF、終了案件2件(2020年12月期)。Xtech(クロスステック)社による創業	筆頭株主:Xtech58.14%、その後Fintertech(大和証券グループ)が出資41.86%。

- (注) 1. SORはSmart Order Routingの略。複数市場を比較し、有利な気配値を提示している市場へ注文を回送すること。
2. IFAはIndependent Financial Advisorの略。金融商品仲介業者として証券会社と営業の委任契約を締結している。
(出所) 各社『業務及び財産の状況に関する説明書』公表直近分より抜粋。

2 スマホ証券

この一九社をみると、スマホ証券がもつとも多い。口座開設、入金、市場情報検索、発注・執行、口座管理等一連の作業がスマホ端末で完結するようになっていく。また、提供するサービスも、一株やワンコイン(五〇〇円)といった少額投資、ポイントを使った株式投資、少額からの投信自動積立あるいはロボット・アドバイザーによるファンド・ラップ等、新奇性のあるサービスを提供して、対面営業では届きにくかった顧客層に訴求しようとしている。つまり、証券投資の未経験者や証券投資に踏み切れなかった若年層等証券顧客のすそ野を拡大することに貢献している。これらの担い手には大手証券、準大手証券、ネット証券等が大株主として関与している場合が多い。

他方、これらの業者のうち何社かは、デジタル技術を活用して開発したシステム基盤をみずからの証券営業に使うだけでなく、他社への提供という一種のASP(Application Service Provider)ビジネスも手掛

けている。

「クラウド・サービス」が一般化するとともに、開発したソフトウェアを「クラウド」上に載せ、インターネットを通じて他に提供して継続的に課金するASPと呼ばれる業態が出現した。それが様々な領域に広が⁽⁴⁾っていき、証券、保険、預金、貸金等金融関連分野のソフトウェアが開発されていく。クラウド上のソフトウェアを使えば通信キャリア、小売業者、クレジット会社でも、スマホを使った証券投資やファンド・ラップ、投信の自動積立サービスを自らのブランドで顧客に提供することができるようになる。むしろ、最近では開発したシステム基盤を他社に提供するASPビジネスに注力する動きが強まり、これに特化する動きも出て⁽⁵⁾いる。

次に、ダークプールを加えた「SOR」サービスを提供し、新奇性のある課金システムを導入するスマホ証券も現れている。同一銘柄が複数の取引システムで売買執行されているときに、最も有利な取引システムに回送することをSOR (Smart Order Routing) と呼ぶ。これまでも、ネット專業証券を中心に東証とPTS、ダークプールとの間のSOR注文サービスが提供されていたが、最近ではSOR注文を使った新奇性のある課金の仕方を導入するスマホ証券も現れている。「スマートプラス」社は、東証とダークプールを比べて有利な価格で執行できれば、その差額を顧客と折半するというのである。⁽⁶⁾

3 STO (Security Token Offering)

STOは、二〇二〇年五月施行の改正金商法によって導入された。信託受益権や集団投資スキーム(匿名組合契約等)の権利は移転しにくいもので、金商法の定義(二条二項)では「みなし有価証券(いわゆる二項有価証券)」とされる。これをブロックチェーンのような「電子情報処理」によって移転できるようになった権利は「電

子移転記録権利」と定義され、ST（セキュリティ・トークン）と呼ばれる。そして伝統的な株式や社債による資金調達とは異なつてSTの募集によって資金調達を行う仕方をSTOと呼ぶ。

もつとも「トークン」の移転と「権利」の移転は同じことではない。ブロックチェーンでは「秘密キー」を変換することでトークンが移転される。他方、「権利」の移転には第三者対抗要件が必要である。そこで、産業競争力強化法が改正され（二〇二二年六月施行）、認定新事業活動計画に従つて提供される情報システムを利用した債権譲渡通知等は、確定日付のある証書による通知等とみなす、という「特例」が設けられた。

トークンの移転（秘密キーの変更）と権利の移転（所有者原簿の更新）を連動させるシステム基盤の開発が行われ、「特例」上の情報システムの要件を充足させる事例がすでにいくつか現れている。⁽⁷⁾

ところで、移転できるようになれば、それは金商法二条一項にいう「有価証券（いわゆる一項有価証券）」の範疇に入り、その取扱いには第一種業の登録が必要となる。そのために第一種業の登録を行つて協会に加入した業者としては「三井物産デジタルアセットマネジメント」があげられる。もちろん既存の証券会社も変更登録すればSTO業務を行うことができる。

有価証券以外でも、何らかの価値あるものを裏付けにした「トークン」は、一般的に「デジタル証券」と俗称されるが、この中で最も注目されているのが「不動産」や「インフラ」である。不動産の集団投資スキームとしては「不動産特定共同事業」⁽⁸⁾があるが、不動産を信託会社に信託して受益権に置き換え、これをトークン化すれば、金商法上の電子記録移転権利となる。そしてこれを限りなく小口化して個人顧客に募集をかければ、「不動産の証券化」が一挙に大衆化する可能性が出てくる。それは不動産市場に大衆マネーを流入させ不動産市場を活性化させることに通じる。

また株式や公社債等の「一項有価証券」であっても、すべて流動性があるわけではない。未上場株式や社債、地方債のなかには流動性が低いものが多い。譲渡制限がない限り、売買はできるものの、取引相手の探索・マッチングの機会は極めて少なく、これまでは受渡・決済、所有者原簿の管理等のコストを考えると採算が合わないのだった。ところが、ブロックチェーン技術を利用すると、契約等の業務プロセスが自動的に行われ、二四時間取引が可能となり、所有権の移転や原簿の管理コストをきわめて低廉にすることができるようになる。

現在わが国でも、試験的に「デジタル債」の募集が行われており、これにはメガバンク、大手証券、準大手証券、ネット証券等が関与している。

4 株式型CF

株式型CFとは、「非上場株式の発行により、インターネットを通じて多くの人から少額ずつ資金を集める仕組み」をいうとされる（日本証券業協会）。その取扱いには第一種少額電子募集取扱業者の登録が必要とされる⁽⁹⁾。

二〇二一年中の国内募集実績は三七・四億円（新株引受権を含む⁽¹⁾）で、傾向的には増えている。特に新株引受権の増加が著しい（図表4）。これまで六社が登録業者となったが、このうち日本クラウドキャピタルは「株式コミュニティ」業務へ参入するため、第一種業に変更登録し、協会の特定業務会員から会員へ加入変更し、商号もブランド名の「ファンデイーノ」に変更した。

株式コミュニティ制度はグリーンシートに代わる非上場株式の流通制度で、二〇一五年五月に創設された。銘柄ごとに「株式コミュニティ」を組成し、これに参加する投資者にのみ投資勧誘を認めるというものである。その範囲は会社関係者や株主、取引意向のある投資家であるが、その人々が直ちにコミュニティに参加するわけで

はなく、参加を勧誘できる対象だというに過ぎない。しかし、少なくとも株式型CFの募集に応じた投資者には株式コミュニティへの参加の勧誘はできるわけである。

ファンデーター社は、第一種業への変更登録と同時にネットで売買できる「ファンデーターマーケット」を創設、運営を始めた（二〇二二年二月）。株式型CFは金額的にはまだまだ小さいが、株主数としてはかなりの水準にのぼる。ネット環境を駆使して投資家向けのIR機能も強化している。その結果、それまで機能しにくかった「株式コミュニティ」制度が活性化する可能性がある。その将来性に期待してなのか、二〇二二年六月に野村ホールディング、次いで二〇二二年三月に岡三証券グループがファンデーター社と資本業務提携を締結した。

5 おわりに

スマホ証券、デジタル証券、株式型CF等、最近現れた証券ビジネスについて概観してきた。

それらがもつ証券業界への貢献とは、第一に顧客層のすそ野を広げたことである。口座開設から取引、口座管理までスマホで完結できるようにしたこと、一株投資、ポイント投資、金額指定投資等手軽な取引単位での株式投資を可能にしたことで、これまで届きにくかった若年層、投資未経験者を証券市場に誘ったことは、極めて意義深い。

図表 4 株式型CFの実績状況

	発行総額 (億円)	内訳	
		株式	新株予約権
2017年	5.1	4.7	0.4
2018年	14.7	12.8	1.9
2019年	9.5	9.3	0.2
2020年	21.8	16.4	5.4
2021年	37.4	24.5	12.8
2022年(2月まで)	5.4	4.4	1.0

(注) 払い込み日ベース

(出所) 日本証券業協会「株式投資型クラウドファンディングの統計情報」より作成。

第二は、投資の対象をデジタル技術によって格段に広げ、かつ大衆化する可能性をもたらしたことである。不動産の証券化はREITによってある程度実現しているが、これを「トークン化」することで、より少額にでき、一円単位での不動産投資も可能になっている。のみならず、未公開株や未上場会社の社債、地方債等は流動性の欠如からほとんどビジネスにならなかったが、これも「トークン化」して少額投資を可能にすることで活性化させる可能性が出てきた。

もともと、「収益化」の状況にはまだ遠い。システム開発から対顧客営業まで展開する「垂直統合型」ではなかなか収益化のめどが立たない中で、システム開発に特化してこれをクラウド上に載せて他社に提供することで課金する業態への転換もみられる。上流（システム開発）に特化して、下流（対顧客営業）は他社にゆだねるといった、「水平的分業型」の動きが強まる兆候もみられるのである。証券ビジネスの革新はこれまでと違った局面に入っているのかもしれない。

注

- (1) 日本銀行金融機構局「わが国の銀行におけるデジタル・トランスフォーメーション(DX)」『日銀レビュー』二〇二一年三月。
- (2) 外資系業者は、親会社が取扱う現地証券や組成ファンドをわが国の機関投資家や地方銀行、国内証券会社に売り込むために進出しているものが多い。国内の「運用難」がその背景にある。
- (3) 各社『業務及び財産の状況に関する説明書』。公表は二〇二〇年度分までである。
- (4) こうしたソフトウェアはSaaS(Software as a Service)と呼ばれ、それが銀行ビジネスであればBanking as a

Service’、証券ブローカービジネスであればBrokerage as a Serviceと呼ばれる。昨年から導入された「金融サービス仲介業者」として登録すれば、銀行、証券会社、保険会社でなくても、API (Application Programming Interface) 接続によってこれらのソフトウェアを利用して預金・貸金・保険・証券サービスを提供することができるようになった。

- (5) 例えば、「お金のデザイン」社は、第一種業をSMB C日興証券に譲渡し、「THEO」に係る口座管理を同社に委ねることとした。それと同時に協会からは脱退（二〇二一年九月）して、投資運用オペレーションのシステム開発に注力している。

- (6) ダークプールは、社内で付け合わせた売り買いを東証の立会外取引（TostNet）で執行するが、TostNetの「取引料金」は立会取引と比べて大幅に安い（万分の〇・〇六）。

- (7) 野村グループのBOOSTRY社は、権利移転の共有基盤『libel』を構築しており、これを利用した事例もでている。

- (8) この事業を運営するには、国土交通大臣や都道府県知事の許可が必要である（不動産特定共同事業法三条）。

- (9) 金商法二九条の四の二第一〇項。

- (10) 「少額」の意味は、発行総額を一億円未満、少数数私募（五〇人未満）に抑えて開示規制を免除しているのである。

- (11) うち、ユニバーサルバンク（のちAngel Funding）は第一種少額電子募集取扱業を廃業し、二〇二一年二月に特定業務会員を脱退している。

（にかみ きよし・特任研究員）

名古屋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

昭和二〇年代から三〇年代の店頭売買承認銘柄制度は、東京、大阪、名古屋の証券業協会によってそれぞれ監理され、運用されていた。拙稿「二〇二一a」および同「二〇二一b」では、それぞれ大阪および東京の承認銘柄について考察した。そこで本稿は、名古屋における承認銘柄について考察する。

ただし、名古屋に関しては、東京、大阪ほどには多くの資料が残されていないが、証券業協会名古屋地区協会には、事業報告書等の資料が残されており、店頭売買承認銘柄を摘出することができる。したがって、本稿では、これらの資料から当時の名古屋の店頭売買承認銘柄を資料的に可能な範囲で確定した上で、その属性を考察し、今後の非上場株式市場を考える上で示唆される点について検討する。

その際、地方の非上場株式市場の役割として、地元の会社、とりわけ成長性の期待できる会社の支援が挙げられる。したがって、これら承認銘柄を地域別に分類した上で、全銘柄について個別的に検討し、地元銘柄を中心としてこの市場の果たした役割を考察する。

1 名古屋の店頭売買高

当時の名古屋における店頭売買高は、図表1の通りである。これによると、まず店頭取引と取引所取引とを比較すると、一一・六％であり、東京三・四％、大阪三・二％よりも高い割合を占めているとともに、三市場全体においても一七・六％を占めていることから、名古屋での店頭取引は相対的に活発だったと思われる。次に、店頭取引と集団的店頭取引とを比較すると、九・七％であり、東京四二・五％、大阪一七・二％に比べると、名古屋での集団的店頭取引は相対的に低位にとどまっており、店頭売買承認銘柄の取引も同様だったと考えられる。⁽²⁾第三に、集団的店頭取引と取引所取引を比較すると、一・一％程度であり、東京一・五％、大阪〇・五％と比較

図表 1 店頭売買高 (1日平均)

(単位：千株)

年／ 区分	名古屋										東京										大阪										合計			
	店頭の 市場 (A)	集团的 店頭の 市場 (B)	B/A	名古屋 証券 取引所 (C)	A/C	B/C	店頭の 市場 (A)	集团的 店頭の 市場 (B)	B/A	東京 証券 取引所 (C)	A/C	B/C	店頭の 市場 (A)	集团的 店頭の 市場 (B)	B/A	大阪 証券 取引所 (C)	A/C	B/C	店頭の 市場 (A)	集团的 店頭の 市場 (B)	B/A	内 名古屋 の割合	集团的 店頭の 市場 (A)	内 名古屋 の割合	取引所 名古屋 の割合	内 名古屋 の割合								
1955	—	44	—	1,258	—	35%	1,612	654	406%	16,702	97%	39%	—	—	—	5,506	—	—	1,612	—	698	63%	23,466	54%										
1956	730	76	104%	3,492	20.9%	2.2%	2,482	870	35.1%	44,030	56%	20%	898	115	128%	17,652	51%	07%	4,110	178%	1,061	72%	65,174	54%										
1957	554	58	105%	4,558	122%	1.3%	1,882	716	38.0%	50,938	37%	14%	857	108	126%	20,344	42%	05%	3,293	168%	882	66%	75,840	60%										
1958	632	60	95%	5,838	108%	1.0%	1,818	724	39.8%	77,896	23%	09%	1,548	148	96%	29,474	53%	05%	3,998	158%	932	64%	113,208	52%										
1959	956	68	71%	8,600	111%	0.8%	3,178	1,492	46.9%	141,812	22%	11%	1,155	213	18.4%	52,828	22%	0.4%	5,289	181%	1,773	38%	203,240	42%										
1960	1,262	95	75%	11,942	106%	0.8%	6,502	2,968	45.6%	180,332	36%	16%	2,113	547	25.9%	82,692	26%	07%	9,877	128%	3,610	26%	274,966	43%										
平均	826.8	66.8	97%	5,948	116%	1.1%	2,912.3	1,237.3	42.5%	85,285	34%	15%	1,314.2	226.2	17.2%	34,749	32%	0.5%	4,696.5	176%	1,492.7	45%	125,982	47%										

(注) 往復計算、店頭市場売買高は、取引所正会員のみの非上場株式の売買高を示す。
(出所) 大蔵省理財局 [1961] 156頁。

すると、両者の中位に位置づけられる。なお、三市場の集団取引全体では、名古屋は四・五%を占めており、取引所取引四・七%と同水準となっている。

2 名古屋における店頭売買承認銘柄の概要

一九六一（昭和三六）年一〇月に取引所第二部が開設されるまで、東京、大阪および名古屋において各地区の証券業協会が店頭売買承認銘柄の承認を行い、非上場株式の取引を監理していた。戦後初期においては、このような店頭売買の中心となっていたのは、未発行証券（いわゆる「ヘタ株」）であり、上場銘柄の新株またはその権利、あるいは買受代金領収書などであったが、これら未発行証券が投機化し、不祥事も発生したため、これらの取引は証券取引所に移管され、店頭取引は既発行の非上場株式の取引を行うこととなった。これが店頭売買承認銘柄制度であり、東京証券業協会は一九五一（昭和二六）年八月八日、大阪証券業協会は一九五二（昭和二七）年七月四日、名古屋証券業協会は一九五三（昭和二八）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」を制定した。したがって、この規則制定後、二部市場開設までの期間に承認された銘柄を確定する必要がある。

その際、資料となるのは、名古屋地区協会に残された事業報告書であり、一九五四（昭和二九）年度から一九五九（昭和三四）年度の資料を入手することができたため、各年度の報告書に記載された銘柄をリストアップし、年度ごとの承認銘柄数を集計したものが図表2であり、合計一四銘柄となる。

なお、一九五三（昭和二八）年二月から一九五四（昭和二九）年三月までの期間および一九六〇（昭和三五）年四月から一九六一（昭和三六）年九月までの期間に承認された銘柄については定かではなく、この期間につい

ては、現状では資料的な制約上リストアップが難しいと思われる。

ただし、同協会の「店頭売買気配表」（一九六一年九月末）には、一一〇銘柄が記載されている（図表3）。この一一〇銘柄のうち四九銘柄は図表1の店頭売買承認銘柄リストに記載されているが、その他の六一銘柄は店頭売買承認銘柄リストに記載されていないが、東京窯業については、その備考欄に「承認九月一日」と記載されていることから、同社を承認銘柄に追加するのが適当と考えられる。また、これ以外の六〇銘柄については、備考欄に承認に関する記載がないため、承認銘柄かどうかを確定できない。ここには、事業報告書の空白期間に承認された銘柄が含まれている可能性もあるとともに、承認銘柄とは異なる取扱銘柄や特殊銘柄あるいは仲立取扱といわれる銘柄が含まれている可能性もあるが、本稿では「事業報告書」記載銘柄と東京窯業について検討する。

3 店頭売買承認銘柄の分類

「事業報告書」記載銘柄をもとに、東京窯業を加えた一一五銘柄に関して、本社所在地、業種および東京・大阪の店頭売買承認銘柄との重複を調査し、これらの属性を追加して作成したものが図表4

図表2 年度別承認銘柄数

1954(昭和29) 年度	28銘柄	日本金属チタン精錬、園池製作、日立精機、湯浅乾電池、大阪チタニウム製造、中日スタジアム新、御幸毛織新など
1955(昭和30) 年度	51銘柄	富士重工業、渡辺製菓、輸送機工業、早川電機工業、東京通信工業、東化工、大阪曹達、愛知トヨタ自動車など
1956(昭和31) 年度	11銘柄	本田技研工業、林紡績、石川製作所、石塚硝子、矢作製鉄、中外製薬、東洋繊維など
1957(昭和32) 年度	17銘柄	旭一シャイン工業、名糖産業、藤田興業、日新海運、富士ゼロファン新など
1958(昭和33) 年度	4銘柄	関東自動車、高岳製作所新、日本食品化工新・旧、合同酒精
1959(昭和34) 年度	3銘柄	日本ピストンリング、新家工業、江崎グリコ
合計	114銘柄	

(注)「新」は新株を表す。
(資料)「事業報告書」各年版

図表3 店頭売買気配表の銘柄一覧

銘柄名	業種	備考
雄別炭鉄道	鉱業	*
中外鉱業	鉱業	*
日吉鉱業	鉱業	
日吉鉱業新	鉱業	
大和ハウス工業	建設	
安藤製油	食料品	
井村屋製菓	食料品	
オーシャン	食料品	*
合同酒精	食料品	*
中部飼料	食料品	
中村屋	食料品	*
日本食品化工新・旧	食料品	*
明治乳業	食料品	*
森永乳業	食料品	*
豊醬油	食料品	
養命酒製造新	食料品	*
旭一シャイン工業	繊維・パルプ	*
山陽パルプ	繊維・パルプ	
中央板紙新	繊維・パルプ	
東海染工	繊維・パルプ	
伏原毛絲紡織	繊維・パルプ	*
御幸毛織	繊維・パルプ	
御幸毛織新	繊維・パルプ	*
大阪曹達	化学工業	*
第一工業製薬	化学工業	
第一工業製薬新	化学工業	
日本化薬	化学工業	
日本化薬新	化学工業	
日本触媒化学工業	化学工業	*
日本ゼオン	化学工業	*
北越電化工業	化学工業	*
三池合成工業	化学工業	*
東亜石油	石油・ゴム	*
東洋ゴム工業	石油・ゴム	*
三菱石油	石油・ゴム	*
横浜護謨製造	石油・ゴム	*
イソライト工業	ガラス・土石	*
東海高熱工業	ガラス・土石	*
東京窯業	ガラス・土石	* *
三重琺瑯	ガラス・土石	
大阪製鋼	鉄鋼・金属	*
大阪チタニウム製造	鉄鋼・金属	*
滝上工業	鉄鋼・金属	
滝上工業新	鉄鋼・金属	
中央可鍛工業	鉄鋼・金属	
中央可鍛工業新	鉄鋼・金属	
中央発条	鉄鋼・金属	
中部鋼板	鉄鋼・金属	
鉄興社	鉄鋼・金属	
東邦電化	鉄鋼・金属	
日本金属工業	鉄鋼・金属	*
日本高周波	鉄鋼・金属	
日本建鉄	鉄鋼・金属	*
日本電気冶金	鉄鋼・金属	*
日本冶金工業	鉄鋼・金属	*

銘柄名	業種	備考
東化工	鉄鋼・金属	*
愛知電機	機械・電気機器	
旭精機工業	機械・電気機器	
旭精機工業新	機械・電気機器	
石川製作所	機械・電気機器	*
興国農機	機械・電気機器	*
振興造機	機械・電気機器	*
振興造機新	機械・電気機器	
中央製作所	機械・電気機器	*
東海理化電機	機械・電気機器	
東洋運搬機	機械・電気機器	
中日本鋳工	機械・電気機器	
日立精機	機械・電気機器	*
平野製作所	機械・電気機器	
平野製作所新	機械・電気機器	
リツカーミシン	機械・電気機器	
オイルシール	輸送用機器	
関東自動車	輸送用機器	*
佐世保重工業	輸送用機器	
新家工業	輸送用機器	*
大同メタル新	輸送用機器	
日本エヤーブレーキ	輸送用機器	*
富士重工	輸送用機器	*
富士車輛	輸送用機器	*
輸送機工業	輸送用機器	*
尾張時計	精密機器	
日本光学	精密機器	
天龍製材	その他製造	
日産農林工業	その他製造	*
愛知トヨタ	商業	*
樫山新	商業	
加納鉄鋼	商業	
豊田通商	商業	
三菱商事	商業	
大阪証券金融	金融・保険	*
勧業銀行	金融・保険	
岐阜相互銀行	金融・保険	
協和銀行	金融・保険	
十六銀行	金融・保険	
第三相互銀行	金融・保険	
太道相互銀行	金融・保険	
中央相互銀行	金融・保険	
東京銀行	金融・保険	
名古屋相互銀行	金融・保険	
日本銀行	金融・保険	
日本証券金融	金融・保険	
日本証券代行	金融・保険	
三井銀行	金融・保険	*
東邦海運	海運	
日新海運	海運	*
国際電信電話	通信・電力業	*
東京電力	通信・電力業	*
新東宝	サービス業	*
中日本興業	サービス業	*
名古屋観光ホテル	サービス業	

- (注) 1. *印は、「事業報告書」記載の店頭売買承認銘柄である。ただし、オーシャンは、旧大黒葡萄酒である。
2. *印の東京窯業については、「店頭売買気配表」の備考欄には、「承認9月1日」と記載されていることから、1961年に店頭売買承認されたものと思われる。
3. 銘柄末尾の「新」は、新株を意味する。

である。ただし、図表1では、新株を追加で承認しているため、新株と旧株が別銘柄となっている例が散見された。そこで、この図表4では、新旧の区別をなくし、社数で集計したため、一一〇社となっている。ただし、帝国鋳業⁽³⁾および日本金属チタン精錬⁽⁴⁾については、詳細が不明であるため除外し、残りの一〇八社について、その本社所在地と属性とを考慮して分類すると以下ようになる。なお、この場合の本社所在地は、設立当初の本社所在地ではなく、できる限り名古屋承認当時の本社所在地を確定し、それに基づいて分類した。

① 愛知県所在の名古屋承認銘柄…愛知県に根差した会社であり、名古屋の店頭市場が支援したと考えられる銘柄を抽出した。ただし、名古屋の承認銘柄は、東京または大阪で承認された銘柄（重複銘柄）と名古屋だけで承認された銘柄（単独銘柄）に分けることができる。

② 愛知県周辺地域所在の名古屋承認銘柄…岐阜県、静岡県、長野県、石川県などに所在する会社の銘柄を抽出した。ただし、①同様に単独銘柄と重複銘柄に分類できる。

③ 他地域所在の名古屋承認銘柄…東京、大阪をはじめ、神奈川、

図表4 地域別銘柄数

属性	上場／非上場	単独／重複	銘柄数
愛知県所在の名古屋承認銘柄	非上場銘柄	単独銘柄	12
		重複銘柄	1
愛知県周辺地域所在の名古屋承認銘柄	上場銘柄	単独銘柄	3
		重複銘柄	0
	非上場銘柄	単独銘柄	2
		重複銘柄	2
他地域所在の名古屋承認銘柄	上場銘柄	単独銘柄	49
		重複銘柄	3
	非上場銘柄	単独銘柄	3
		重複銘柄	23
新株のみの承認銘柄			10
合計			108

北海道などに所在する会社のうち名古屋で承認された銘柄である。ただし、A東証や大証などの取引所の上場銘柄とB非上場銘柄に分類した。なお、Bについては、東京または大阪でも承認された重複銘柄はここに含めず、次の④に分類した。

- ④ 重複承認銘柄…名古屋承認であるとともに、東京や大阪で承認された銘柄のうち、非上場の銘柄を抽出した。
 - ⑤ 新株のみの承認銘柄…新株または第二新株のみ承認された会社も一社あり、これらの旧株はすでに上場銘柄であるため区別した。ただし、御幸毛織に関しては、「事業報告書」では、一九五五年三月に新株が承認されているが、同社有価証券報告書によると、一九五四年三月に承認されている旨が記載されており、新株でなく既発行株式が承認された可能性が高いため、①に分類した。
- なお、これらの銘柄名をあいいうえお順にリストアップすると、図表5となる。

4 愛知県所在の名古屋承認銘柄

愛知県に所在する会社について、A単独銘柄とB重複銘柄に分けて紹介する。なお、これらは名古屋で承認された時点では、非上場銘柄である。

A単独銘柄

- ① 愛知トヨタ自動車…一九四二年に愛知県自動車配給株式会社として設立され、一九四八年に愛知トヨタ自動車株式会社に社名変更、一九五六年二月に店頭売買承認銘柄となり、一九六一年一〇月名証二部上場、二〇〇七年四月株式会社A Tグループに商号変更し、現在に至っている。⁽⁵⁾店頭売買承認銘柄となった一九五六年当時の同社は、事業の急拡大を受け、新車販売も順調に推移するとともに、モータリゼーションの進展に対応する

図表5 店頭売買承認銘柄表

銘柄名	本社所在地	業種	承認時期	事業報告書の記載	店頭売買気配表の記載	他地域との重複	
愛知トヨタ自動車	愛知県	商業	1956年2月	○	○		
旭可鍛鉄	静岡県	鉄鋼・金属	1955年2月26日	○	×		
新家工業	大阪府	輸送用機器	1959年7月20日	○	○		
石川島芝浦タービン	長野県	機械・電気機器	1955年12月	○	×	東証上場	
石川製作所	石川県	機械・電気機器	1956年8月	○	×	東京承認	大証上場
石塚硝子新・旧	愛知県	ガラス・土石	1956年9月	○	×		
伊勢丹	東京都	商業	1954年9月8日	○	×		
イソライト工業	大阪府	ガラス・土石	1954年9月20日	○	○		大阪承認
江崎グリコ	大阪府	食料品	1959年12月1日	○	×	東京承認	
大阪証券金融	大阪府	金融・保険	1955年12月	○	○		
大阪スタジアム	大阪府	サービス業	1954年9月8日	○	×		
大阪製鋼	大阪府	鉄鋼・金属	1954年9月20日	○	○	東京承認	大阪承認
大阪曹達	大阪府	化学工業	1956年3月	○	○		
大阪チタニウム製造	兵庫県	鉄鋼・金属	1954年9月8日	○	○	東京承認	
大阪土地建物	大阪府	サービス業	1954年9月20日	○	×		
神島化学	大阪府	化学工業	1956年2月	○	×		
鴨川化工	東京都	化学工業	1955年12月	○	×		
関西電力	大阪府	通信・電力	1955年12月	○	×		
関東自動車工業	神奈川県	輸送用機器	1958年6月	○	○	東京承認	
旭一シャイン工業	愛知県	繊維・パルプ	1957年5月	○	○		
興国農機新・旧	東京都	機械・電気機器	1957年1月	○	○		
合同酒精	北海道	食料品	1958年11月	○	○		
国際電信電話	東京都	通信・電力	1956年2月	○	○	東京承認	
志村化工	東京都	鉄鋼・金属	1955年11月	○	×		
振興造機	岐阜県	機械・電気機器	1954年10月25日	○	○		
住友金属工業新	大阪府	鉄鋼・金属	1957年10月	○	×		
住友石炭鉱業新	東京都	鉱業	1957年9月	○	×		
住友電気工業新	大阪府	鉄鋼・金属	1957年9月	○	×		
園池製作所	東京都	機械・電気機器	1954年9月8日	○	×	東京承認	
大黒葡萄酒	東京都	食料品	1954年9月8日	○	○	東京承認	
大同海運	兵庫県	海運・運輸	1955年12月	○	×		
大同製鋼二新	愛知県	鉄鋼・金属	1957年10月	○	×		
大同石油	東京都	石油・ゴム	1956年1月	○	×		
大日本セルロイド	大阪府	化学工業	1955年12月	○	×		
太平洋海運	兵庫県	海運・運輸	1955年8月	○	×	東京承認	
大洋漁業	東京都	食料品	1956年3月	○	×		
高岳製作所新	愛知県	機械・電気機器	1957年6月	○	×		大阪承認
中央製作所	愛知県	機械・電気機器	1957年5月	○	○		
中外鉱業	東京都	鉱業	1955年12月	○	○		
中外製薬	東京都	化学工業	1957年3月	○	×	東京承認	
中日スタジアム新	愛知県	サービス業	1955年2月28日	○	×		
帝国鉱業	不明	鉱業	1954年9月8日	○	×		
帝国ホテル	東京都	サービス業	1954年9月8日	○	×	東京承認	
東亜石油	東京都	石油・ゴム	1955年12月	○	○		

次ページへ続く

銘柄名	本社所在地	業種	承認時期	事業報告書の記載	店頭売買気配表の記載	他地域との重複	
東海高熱工業	東京都	ガラス・土石	1957年2月	○	○	東京承認	
東京會館	東京都	サービス業	1956年2月	○	×		
東京通信工業	東京都	機械・電気機器	1956年1月	○	×	東京承認	大阪承認
東京電力	東京都	通信・電力	1955年12月	○	○		
東京窯業	東京都	ガラス・土石	1961年9月	×	○		
東邦瓦斯新	愛知県	ガス	1957年12月	○	×		
東邦電化	東京都	鉄鋼・金属	1956年2月	○	○		
東洋ゴム工業	大阪府	石油・ゴム	1956年2月	○	○		
中日本興業	愛知県	サービス業	1955年11月	○	○		
中村屋	東京都	食料品	1954年9月8日	○	○	東京承認	
名古屋交易産業	愛知県	商業	1957年7月	○	×		
名古屋造船	愛知県	輸送用機器	1957年10月	○	×		
日平産業	東京都	機械・電気機器	1956年1月	○	×		大阪承認
日産農林工業	東京都	その他製造	1955年12月	○	○		
日新海運	東京都	海運・運輸	1957年5月	○	○	東京承認	大阪承認
日東製粉	東京都	食料品	1955年12月	○	×		
日本エヤーブレーキ	兵庫県	輸送用機器	1956年4月	○	○		
日本オイルシール工業	東京都	機械・電気機器	1955年1月24日	○	×	東京承認	
日本瓦斯化学工業	東京都	化学工業	1956年2月	○	×		
日本金属工業	東京都	鉄鋼・金属	1956年3月	○	○		
日本金属チタン精錬	東京都	鉄鋼・金属	1954年7月5日	○	×	東京承認	
日本航空	東京都	海運・運輸	1954年9月8日	○	×	東京承認	大阪承認
日本酒類	福岡県	食料品	1955年12月	○	×		
日本触媒化学工業	大阪府	化学工業	1955年12月	○	○		
日本食品化工新	東京都	食料品	1958年9月	○	○		
日本製鋼所新	東京都	鉄鋼・金属	1957年6月	○	×		
日本ゼオン	東京都	化学工業	1954年9月8日	○	○	東京承認	
日本建鉄	東京都	鉄鋼・金属	1954年9月20日	○	○	東京承認	
日本電気冶金	東京都	鉄鋼・金属	1956年2月	○	○		
日本ビストンリング	東京都	鉄鋼・金属	1959年4月1日	○	×		
日本冶金工業	東京都	鉄鋼・金属	1955年12月	○	○		
八欧電機	東京都	機械・電気機器	1955年10月	○	×		
早川電機工業	大阪府	機械・電気機器	1955年11月	○	×	東京承認	
林紡績	愛知県	繊維・パルプ	1956年4月	○	×		
東化工	富山県	鉄鋼・金属	1956年3月	○	○		
日立精機	東京都	機械・電気機器	1954年9月8日	○	○		
富士重工業	東京都	輸送用機器	1955年5月	○	○	東京承認	大阪承認
富士製粉	静岡県	食料品	1954年9月8日	○	×	東京承認	
富士精密工業	東京都	輸送用機器	1954年9月8日	○	×	東京承認	
富士セロファン新	愛知県	化学工業	1957年10月	○	×		大阪承認
藤田興業	東京都	その他製造	1957年7月	○	×		大阪取扱
伏原毛絲紡織	愛知県	繊維・パルプ	1955年8月	○	○		
富士車輛	大阪府	輸送用機器	1954年9月20日	○	○		
北越電化工業	新潟県	化学工業	1956年3月	○	○		
北辰電機製作所	東京都	機械・電気機器	1955年12月	○	×		

次ページへ続く

銘柄名	本社所在地	業種	承認時期	事業報告書の記載	店頭売買気配表の記載	他地域との重複	
本田技研工業	東京都	輸送用機器	1956年4月	○	×	東京承認	大阪取扱
松屋	東京都	商業	1954年9月8日	○	×	東京承認	
丸紅飯田	大阪府	商業	1955年12月	○	×		
三池合成工業	東京都	化学工業	1956年3月	○	○		
三井銀行	東京都	金融・保険	1956年6月	○	○		
三井物産	東京都	商業	1955年12月	○	×		
三菱石油	東京都	石油・ゴム	1955年12月	○	○		
御幸毛織	愛知県	繊維・パルプ	1955年3月30日	○	○		
明治乳業	東京都	食料品	1955年12月	○	○		
名糖産業	愛知県	食料品	1957年5月	○	×	東京承認	
森永乳業	東京都	食料品	1954年9月8日	○	○		
安川電機製作所	福岡県	機械・電気機器	1956年3月	○	×		
矢作製鉄	愛知県	鉄鋼・金属	1957年1月	○	×		
湯浅乾電池	大阪府	機械・電気機器	1954年9月8日	○	×		大阪取扱
雄別炭礦鉄道	北海道	鉱業	1955年12月	○	○		
輸送機工業	愛知県	輸送用機器	1955年10月	○	○		
養命酒製造	長野県	食料品	1954年10月25日	○	○	東京承認	
横河電機製作所	東京都	機械・電気機器	1956年2月	○	×		
横浜護謄製造	東京都	石油・ゴム	1956年3月	○	○		
若林製絲紡績	大阪府	繊維・パルプ	1956年3月	○	×		
渡辺製菓	東京都	食料品	1955年7月	○	×	東京取扱	

(注) 銘柄末尾の「新」は新株、{新・旧} は、新株と旧株を意味する。末尾に「新・旧」の記載のない銘柄は、旧株である。

ため、度重なる増資を行った結果、一九四八年には資本金五〇〇万円、株主数一六九名であったのが、一九五四年には資本金一億円、株主数七六〇名に達していた。このような旺盛な資金需要が承認の背景にあると考えられる。ちなみに、承認後にも増資を行い、一九六〇年には資本金三億円となっている。⁽⁶⁾

② 石塚硝子…一八一九年(文政二)石塚岩三郎が岐阜県可児市でガラス製造を開始、一八八八年名古屋市東矢場町に工場を新設し、名古屋に移転した。一九四一年石塚硝子設立、一九五六年九月店頭売買承認銘柄となり、一九六一年七月名証上場、一九六二年一〇月東証二部上場、一九六八年八月東証、名証一部に指定され、現在に至る。⁽⁷⁾ 石塚硝子「一九六八」によると、同社は戦災で多大な被害を被ったため、戦後の再建に向けて融資を受けるにも担保資産がなく、窮地に陥っていたが、当時の安田銀行が無担保融資を提供したことで再建

にこぎつけ、さらに日本興業銀行からも融資を受け、興銀からの工業融資、安田銀からの商業融資という、二行主義で通したという⁽⁸⁾。店頭売買承認銘柄となった一九五六年当時の同社は、業界全体の過剰設備と過剰在庫による不況から脱すべく、第二次合理化計画を開始した時期に相当し、社内の近代化による体質強化に踏み出していた。具体的には、製造ラインのオートメ化、間接部門の合理化・効率化、事務部門の電算化などであり、そのための投資資金の需要があつたと考えられ、承認直前に資本金を二四〇〇万円から五〇〇〇万円に増資し、これを契機に承認銘柄となつたとされる⁽⁹⁾。

- ③ 旭一シャイン工業…一九四六年一〇月名古屋市瑞穂区にて旭一編織株式会社として設立された。店頭売買承認銘柄となつた一九五七年五月時点の同社は、毛メリヤス製造では日本一の規模であるとともに、輸出高は全国のお三分の一を占め、業界唯一の一貫会社として、紡績から染色加工までの設備を有していた。一九五四年から一九五六年九月期の売上は一二・三億円、一七・四億円、二一・九億円、利益は二八七三万円、七九三三万円、八六五二万円と増収増益であつた⁽¹⁰⁾。その後、一九六一年一〇月名証に上場した。なお、同社は一九八〇年代半ばに経営不振に陥り、東海銀行からの経営支援を受けるとともに、第三者割当を行い、経営多角化など経営再建を図つた⁽¹¹⁾。一九九一年株式会社キョクイチに商号変更するとともにマルチメディア関連企業に業態を転換し、一九九七年矢作製鉄を傘下に入れた⁽¹²⁾（ただし、翌年には株式を売却し、資本提携を解消⁽¹³⁾）。二〇〇〇年株式会社トムス・エンタテインメントと商号変更し、二〇一〇年一月にはセガサミーホールディングスとの株式交換で完全子会社となり、名証二部上場を廃止している⁽¹⁴⁾。

- ④ 中央製作所…一九三六年、回転刷子型変流器（ベルトロー）を製作する目的で名古屋市中村区米野町に設立された。戦前は、豊田自動織機、日本放送協会、三菱重工業などとともに陸海軍および通信省から受注してい

た。⁽¹⁵⁾戦後は、映画館の映写機の電源用の受注を皮切りに、国鉄や住友電工などからの受注を受けるようになった。⁽¹⁶⁾名古屋で店頭売買承認銘柄となった一九五七年五月当時は、東京出張所を開設するとともに自動メッキ装置の制作を開始し、これが家電製品ブームに支えられた松下電産に納入されるなど業容を拡大し、増収増益を記録した。店頭承認の直前には、二〇〇〇万円を増資する四〇万株のうち株主割当は三〇万株とし、残り一〇

万株を一般公募し、五〇〇〇万円に増資した（主幹事の安藤証券四万株、山一證券と丸万証券はそれぞれ三万株を引き受けた⁽¹⁷⁾）。一九六一年一〇月には、名証二部に上場し、現在は自動車向け電源機器、表面処理装置、溶接機、J Rの速度計、モーターの鉄道試験装置などを扱っている。⁽¹⁸⁾

⑤ 中日本興業…同社は、一九五四年七月東和不動産株式会社の建設する旧豊田ビル（名古屋市中村区）内劇場賃貸の内約を得て、資本金二二〇〇万円で設立された。名古屋で承認されたのは、翌一九五五年二月であり、当時旧豊田ビル内に三劇場を開館し、営業を開始していた。一九六一年一〇月名証二部に上場した。⁽¹⁹⁾

⑥ 名古屋交易産業…同社は、一九四七年一〇月設立、名古屋市に本社を置く貿易商社であり、すでに名証上場銘柄であったが、一九五七年四月に三井物産との合併（比率四・三）を決議し、八月より同物産名古屋支店として発足した。合併決定後の七月二日に上場廃止となっており、これに伴って店頭売買承認銘柄となったものと思われる。合併直前の同社の業績は、増収増益であり、株価も九〇円台を安定的に推移し、増配していた。なお、同社の株主構成を見ると、星崎治名⁽²⁰⁾一〇％、トヨタ自動社五％、豊田自動織機二・四％などであり、トヨタとの資本関係が見て取れる⁽²¹⁾。戦前から三井物産は、豊田佐吉と豊田自動織機を支援しており、その関係で合併が実現したものと推測される。

⑦ 名古屋造船…同社は、一九四一年六月に設立され、船舶建造および修理、橋梁鉄塔等鉄鋼物製造修理を手掛

け、本社は名古屋市中に所在していた。一九五七年一〇月に名古屋で店頭売買承認銘柄となった当時の同社業績は、フル操業状態にあり大幅な増収増益を記録し、株価も堅調に推移し、増配していた。一九五九年七月に名証に上場⁽²²⁾、その後の業績も好調であったが、一九六四年名古屋重工業（株）とともに石川島播磨重工業と合併した⁽²⁴⁾。

- ⑧ 林紡績…同社は、一九四七年一〇月に設立され、各種繊維および織物の紡糸・販売を手掛け、本社は愛知県一宮市に所在し、大阪支店と東京出張所を有していた。大株主は、林茂社長一族と思われる。同氏は、近藤紡績所の近藤貞男氏らと並び「東海三羽ガラス」と称された人物である。名古屋で承認された一九五六年四月当時の業績は、大幅な増益であり、増配するとともに、増資も計画していた。なお、同年一月一日に名証に上場しており、店頭売買承認銘柄の期間は短い⁽²⁵⁾。その後、大証にも上場し、一九七〇年には日本毛織に次ぐ第二位の毛織メーカーに成長したが、投機色の強い経営体質とともに、慢性的な繊維不況に直面し、一九七九年二月名古屋地裁に会社更生法の適用を申請、負債総額は五九〇億円⁽²⁶⁾で、繊維業界の大型倒産と報じられた。一九八一年三月、資本金四二億七四〇〇万円を一〇〇%減資し、同時に五億円へ増資、さらに一九八三年七月に同額を再増資し、新資本金を合わせて一〇億円にする更生計画が承認され、新社名サン・ファインとして再出発した⁽²⁷⁾。業務内容も紡績から転換し、カラーテレビ生産工場、ソニー一宮の下請け業務を本社工場で開始した⁽²⁸⁾。二〇〇二年八月本社を分社化し、サンファイントスカーナ、サンファインウール、サンライズ、イーエス興業の四社となり、その後サンファイン・サービス、サンファイン・ノバラ、サンファイン・スタッフを設立、二〇〇六年三月藤木田株式会社（持株会社）をグループ八社の親会社として設立した⁽²⁹⁾。

- ⑨ 伏原毛絲紡績…同社は、一九三六年七月設立、本社は愛知県名古屋市、工場は安城市、尾西市、西春日井郡

にあり、毛糸および毛織物の製造販売を手掛けていた。一九五五年八月に名古屋で承認された当時は、名古屋市外に新工場を建設中で、倍額増資の予定と報じられている。⁽³⁰⁾一九六一年一〇月名証二部に上場したが、一九六八年九月名証上場廃止した。⁽³¹⁾一九七七年以降清州紡績に引き継がれたとの記録があるが、詳細は不明である。⁽³²⁾

⑩ 御幸毛織…同社は、一九〇五年祖父江利一郎が名古屋市中区前津小林に織布工場、同西区前ノ川町に染工場を建設し創業した。一九一〇年合資会社御幸毛織工場を設立、一九一三年毛織物「御幸セル」がセル中の霸王として名声を高め、一九一八年一月御幸毛織株式会社を設立した。同社が名古屋で承認された一九五四年三月当時、「一九年不況」によって減収減益を余儀なくされたものの、知名度の向上に尽力し、それが奏功したことから翌期には業績は回復基調に転じている。⁽³³⁾一九六一年九月名証一部上場、一九六三年四月東証一部上場、同八月には大証一部に上場し、二〇〇三年四月に持ち株会社化した。⁽³⁴⁾二〇〇四年一月東洋紡が御幸ホールディングスをT O Bで子会社化することを発表し、同社も受け入れを表明、東洋紡の傘下入りした。⁽³⁵⁾

⑪ 矢作製鉄…同社は、一九三七年一月設立、銑鉄、焼結鉾、珪酸肥料、銑鉄鑄物、合成化学用ガス等の製造販売を手掛けた。一九五七年一月に名古屋で承認された時点の概要は、本社・工場は名古屋市港区、東京に事務所を置いており、会長は久留島通彦⁽³⁶⁾、社長は出淵国安、株主は東亜合成一五%、日本勧業証券一四%、大井証券九%、名古屋交易六%となっている。当時の業績は、一九五五年一二期売上二三七百万円、利益一〇百万円、同率六・九%、配当一・五割、一九五六年六月期三三二百万円、三二百万円、一四・〇%、二一・〇割、一九五六年一二期四八〇百万円、六〇百万円、一三・四%、二・五割となっており、きわめて好調で、矢継ぎ早に増資を繰り返している。承認後の株価も一九五七年一月高値一七〇円、安値一五〇円、平均一五五・八

円、同二月一八七円、一五〇円、一六七・七円と堅調に推移している⁽³⁷⁾。特に、承認直前の一九五六年四月の第三回増資は、四割のプレミアムを付け、投資家や証券会社から注目を集め、大井証券が大阪で手持ちの同社株を活発に売買したことから、名古屋での店頭売買の要望が高まったため、承認に至ったとされる。また、この承認前後にも無償交付を行ったため人気はさらに高まり、株主数も一〇〇〇名に達したとされる。同社は、一九五九年五月名証上場、一九六一年五月大証、同一〇月東証に上場した⁽³⁸⁾。また、一九六二年に高炉を建設するなど工場設備の開発に注力し、技術史上の意義を有しているとされている⁽³⁹⁾。一九九七年キョクイチの傘下に入り、一九九八年一月株式会社ヤハギに商号変更後、同年一〇月自己破産を申し立てた。

⑫ 輸送機工業…同社は、一九五〇年七月設立、車輛航空機部品、自動車車体、大型自動車用広幅車輪などの製造販売を手掛けていた。名古屋で承認された当時の概要は、本社は愛知県半田市、事務所を東京都千代田区と名古屋市に有し、株主は興銀、富士商工、住友商事、朝日生命、富士重工などであった。名古屋で承認された一九五五年一〇月当時の業績をみると、一九五五年九月期売上一二五百万円、利益五百万円、利益率二・五%、配当一・〇割、一九五六年三月期二六〇百万円、一百万円、一・六%、一・〇割、一九五六年九月五一三百万円、七百万円、一・〇%、一・〇割となっている。なお、国鉄や広幅車輪の受注などが見込まれるとされている。一九六一年一〇月名証に上場した。その後、二〇〇四年富士重工の完全子会社となった⁽⁴⁰⁾。

B 重複銘柄

① 名糖産業…同社は、一九四五年二月名古屋市西区の富士製薬株式会社として設立され、全国農業会に納入の家庭菓を製造した。その後ビタミンAD油（肝油）の製造輸出を手掛け、一九五三年四月名糖産業株式会社に改称し、名古屋工場にてチョコレート、キャンデー等の菓子製造を開始した。一九五七年五月に名古屋で承認

された後、一九五九年二月に名証に上場、同年一〇月東京で承認されている。名古屋で承認された当時、売上高一〇億七千万円を記録するとともに福岡工場も完成し、一・五割の初配を行っている。また、チョコレートやキャラメル工場の完成によって更なる増収が期待されると報じられている。⁽⁴¹⁾一九六一年一〇月東証二部に上場⁽⁴²⁾、その後東証および大証一部に指定された。なお、同社は東京でも承認されたことから重複銘柄としたが、時間的には名古屋承認が先行しており、設立も名古屋であることから地元銘柄といえる。

以上、愛知県所在の銘柄について概観したが、これらの会社はすべて上場会社となっている。そこでこの承認から上場までの期間中に株価および資本金の増加を示したものが図表6である。これによると、承認銘柄の期間は、平均四・五年であり、その間に株価は六九・〇%、資本金は二〇四・五%増加していることがわかる。当時は、名証株価指数が算出されていなかったため上場銘柄と比較することはできないが、東証修正平均株価の上昇率（一九五六年末五一・二一から一九六一年末一〇一・六六）が九八・五%であったことと比較すると、それを下回っているが、石塚硝子、輸送機工業、御幸毛織の株価は、それぞれ二八三・〇%、二二九・二%、一三六・七%の上昇であり、東証修正株価指数を大きく上回っている。ただし、伏原毛絲紡織、旭一シャイン工業、矢作製鉄は、それぞれ△七三・五%、△四一・一%、△四六・五%となっており、かなりの格差がある。また、同様に御幸毛織、石塚硝子、伏原毛絲紡織、愛知トヨタ自動車、名古屋造船の資本金増率は、それぞれ六五〇%、五〇〇%、二七五%、二〇〇%、二〇〇%となっている。なお、株価と資本金の増収率の相関係数は、〇・四六一四一であり、正の相関がみられる。これは当時の額面割当増収を反映したものと考えられる。

図表6 愛知県所在の銘柄の株価と資本金の推移

社名	承認時期	上場時期	市場	店頭期間 (年)	株価				資本金 (千円)				備考
					承認時	上場時	増加額	増加率	承認時	上場時	増加額	増加率	
愛知トヨタ自動車	1956年2月	1961年10月	名証	57	107.5	215	107.5	100.0	100,000	300,000	200,000	200	
石塚硝子	1956年9月	1961年7月	名証	58	117.5	450	332.5	283.0	50,000	300,000	250,000	500	
旭・ジャイロ工業	1957年5月	1961年10月	名証	55	141	83	-58.0	-41.1	200,000	200,000	0	0	
中央製作所	1957年5月	1961年10月	名証	44	147	197.5	50.5	34.4	50,000	85,000	35,000	70	
中日本興業	1955年11月	1961年10月	名証	19	740	772.5	32.5	4.4	180,000	270,000	90,000	50	
名古屋交易産業	1957年7月	1952年6月	名証										買収による経過措置
名古屋造船	1957年10月	1959年7月	名証	18	63	67.5	4.5	7.1	140,000	420,000	280,000	200	
林紡績	1956年4月	1956年12月	名証	07	—	167.5			—	225,000			承認時のデータなし
伏原毛織紡績	1955年8月	1961年10月	名証	58	135.5	62	-73.5	-54.2	120,000	450,000	330,000	275	
御幸毛織	1954年3月	1961年9月	名証	75	141.5	335	193.5	136.7	60,000	450,000	390,000	650	
矢作製鉄	1957年1月	1959年5月	名証	23	160	113.5	-46.5	-29.1	200,000	300,000	100,000	50	
輸送機工業	1955年10月	1961年10月	名証	6	53	174.5	121.5	229.2	140,000	140,000	0	0	
名糖産業	1957年5月	1959年2月	東証・名証	18	76.5	91.5	15.0	19.6	180,000	270,000	90,000	50	名古屋承認の約2年後東京承認
平均				4.5	171.1	232.9	61.8	69.0	129,091	289,545	160,455	204.5	

- (注) 1. 株価は各月の高値と安値の中間値。
2. 資料の関係上、輸送機工業の1955年10月は同年11月の株価で代替、資本金についても同様に時期のずれがある。
3. 同様に愛知トヨタ自動車の1956年2月は、1956年9月で代替、資本金についても同様のずれがある。
4. 同様に中日本興業の1955年11月は、1957年4月で代替、資本金についても同様のずれがある。
5. 名糖産業の1957年5月は、承認日の関係上、同年6月の株価である。
6. 平均値の計算では、名古屋交易産業と林紡績を除外し、各銘柄の増加率の平均値を算出した。
(資料) 東洋経済「会社四季報」各年版。

5 愛知県周辺地域および他地域の承認銘柄など

愛知県周辺地域（長野県、石川県、富山県、静岡県） および東京、大阪などに所在する会社について、I東証

や大証などの上場銘柄とⅡ非上場銘柄とを区別した上で、A名古屋の単独銘柄とB東京・大阪との重複銘柄に分け、新株のみの承認銘柄（旧株は上場銘柄）を追加すると以下のようになる。

個別の銘柄についての考察は省略するが、社名からも明らかのように、東京通信工業（ソニー）など、上場・非上場を問わず、知名度の高い銘柄が大半であり、全国的に知名度や人気の銘柄を対象としていたことがうかがえる。ただし、大阪スタジアム、大阪土地建物、興国農機などが承認された理由は定かでなく、投機的な要素があったことも推測される。

図表 7 愛知県周辺地域および他地域の承認銘柄

愛知県周辺地域		
上場銘柄	単独	石川島芝浦タービン、東化工
	重複	なし
非上場銘柄	単独	旭可鍛鉄、振興造機
	重複	富士製粉、養命酒製造
他地域		
上場銘柄	単独	大阪証券金融、大阪曹達、雄別炭鉱鉄道、神島化学、鴨川化工、関西電力、合同酒精、志村化工、新家工業、大同海運、大同石油、大日本セルロイド、大洋漁業、中外鉱業、東亜石油、東京會館、東京電力、東京窯業、東邦電化、東洋ゴム工業、日産農林工業、日東製粉、日本エヤーブレイキ、日本瓦斯化学工業、日本金属工業、日本酒類、日本触媒化学工業、日本電気冶金、日本ピストンリング、日本冶金工業、八欧電機、日立精機、藤田興業、富士車輻、北越電化工業、北辰電機製作所、丸紅飯田、三池合成工業、三井銀行、三井物産、三菱石油、明治乳業、森永乳業、安川電機製作所、湯浅乾電池、横河電機製作所、横浜護謄製造、若林製絲紡績、渡辺製菓
	重複	太洋海運、中外製薬、早川電機工業
非上場銘柄	単独	大阪スタジアム、大阪土地建物、興国農機
	重複	伊勢丹、日新海運、イソライト工業、江崎グリコ、大阪製鋼、大阪チタニウム製造、関東自動車工業、国際電信電話、園池製作所、大黒葡萄酒、帝国ホテル、東海高熱工業、東京通信工業、中村屋、日平産業、日本オイルシール工業、日本航空、日本ゼオン、日本建鉄、富士重工業、富士精密工業、本田技研工業、松屋
新株のみ		
住友金属工業、住友電気工業、大同製鋼、高岳製作所、中日スタジアム、東邦瓦斯、日本食品化工、日本製鋼、富士セロファン		

6 名古屋の店頭売買承認銘柄の特徴

以上の考察から名古屋における店頭売買承認銘柄について、以下の点を指摘することができる。

まず、地元の会社の育成・支援という点である。銘柄数は多くはないものの、名古屋を中心とした愛知県の地元銘柄を承認したことによって、投資家に流動性を提供するとともに、資金調達の機会を提供するという役割を果たしたと考えられる。これらの地元銘柄は、社数としては一三社であり、承認銘柄全体の中では、一割にも満たないが、その大半は現在も上場会社として継続・発展しているか、もしくは大手の傘下で経営を継続している。このことは同制度がこれらの会社が発展していく上で重要な役割を担ったことを示唆するものと考えられる。また、矢作製鉄は、その後の産業構造などの変化の中で最終的には破産したが、同社の高炉技術の革新性が指摘されているように、優れた側面を有していたことも無視できないだろう。

次に、周辺地域の銘柄を承認し、これらの会社を支援したという点である。具体的には、長野県、石川県、富山県および静岡県の会社であり、社数としては七社に過ぎないが、現在も独立系もしくは大手の傘下で経営を継続していることは、地元銘柄同様に同制度が育成・支援の役割を担ったことが示唆されるものと考えられる。

第三に、他地域銘柄への流動性提供という点である。他地域の銘柄は七八銘柄であり、銘柄全体の七割程度を占めており、そのうち上場銘柄五二、非上場銘柄二六であるが、上場銘柄の場合は、東証または大証上場銘柄の売買機会を地元投資家に提供していたと考えられる。また、非上場については、名古屋単独三、他地域との重複二三に分かれている。前者の場合、大阪などに所在する非上場会社の株式を大阪ではなく、名古屋だけで売買対象とするわけであり、その理由は明らかではないが、投機的な要素が強かった可能性もある。また、後者の場合は、東京や大阪でも承認された人気や知名度の高い会社が多く、いわば新興企業に対して地域を超えた支援を提

供したという役割が示唆される。

まとめ

以上のように、名古屋における店頭売買承認銘柄について考察した。資料的な制約のため必ずしも十分な考察を行えなかったが、名古屋における店頭売買承認銘柄については、ほとんど研究がなされておらず、本研究がその嚆矢となるものと思われる。

また、本誌において東京および大阪の同制度についてもすでに考察したことから、これら三地域の考察を踏まえて、今後の非上場市場の活性化に寄与するような示唆や教訓を引き出す必要がある。ただし、非上場市場の活性化は、上場市場のあり方とも深く関連しており、幅広い議論や検討が必要であると思われる。

〔謝辞〕本稿作成に際し、日本証券業協会宮澤知之氏、同名古屋地区協会辻優介氏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。また、名古屋証券取引所の中村秀昭氏、元同取引所の渡邊秀策氏から有益なご教示を賜りました。厚く御礼申し上げます。なお、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）大蔵省理財局（一九六一）によると、当時の店頭市場における売買銘柄は、①店頭売買承認銘柄、②店頭取扱銘柄、③特殊銘柄に分かれていたとされ、店頭取扱銘柄とは、規則に基づくものではなく、従来から慣行として行われてい

るものであり、(イ) 上場株式のうち取引所における売買取引停止銘柄、(ロ) 上場廃止銘柄、(ハ) 店頭売買承認銘柄から除外された銘柄、のうちから協会が指定したものであり、毎日気配値が発表されている。また、集団的店頭市場で売買される銘柄は、店頭売買承認銘柄および取扱銘柄に限定され、これ以外の銘柄は、各証券会社の店頭で各個に各値段で取引が行われ、このうち比較的取引量の多い一群のグループを俗に特殊銘柄ということがありと説明されている。したがって、店頭売買高には、店頭売買承認銘柄以外の銘柄が相当多数取引され、売買高のかんりの部分を占めていたことがわかる(一五七頁)。

(2) 当時の関係者の証言によると、名古屋での店頭売買承認銘柄の取引は、東京や大阪に比して活発でなかったという。また、取引は名証の建物ではなく、証券業協会の入っていたビルの一室で行われていたようである。

(3) 帝国鉱業に関しては、北海道石炭鉱業会編「一九三四」には、膽振勇拂郡穂別村にある帝國鑛山の鉱業権者として登録されているが、鉱産額なしとされている。また、中川元治朗「一九三七」によると、同社について、「規模は小型であるが堅実な内容―前途有望なものとして推称の価値がある」とされ、本社・大阪という記載の後に、経営者の陣容と鉱区の内容が紹介されている。それによると、同社は一九三三年一〇月資本金百万円で設立、以後順調に進展し一九三六年四月には資本金が百五十万円に達し、株主数も千余名となった。株主は全国的に分布し、特別な資本系統はないという。経営は、常務の山崎源次郎が一切を掌握し、同氏は「業界鍛錬の士」とされ、取締役の井上猪三郎は秋田鑛山専門学校の出身の鉱山技師で、両者の連携は「当社の前途に光明を投げかける」と評価している。当時の所有鉱区は、滋賀の東椋および北東椋(金銀銅)、兵庫の長谷(同)・羽淵(金銀銅錫)、新潟の大澤(金銀)、栃木の塩原(金銀銅亜鉛)、福島の大川(金銀銅水鉛)、兵庫の田路(金銀銅錫)、京都の富國(同硫化鉄)、兵庫の銀谷(同鉛錫亜鉛)、三重の出谷(金銀銅)となっている。そのうち稼働中は東椋鉱山、大澤金山、出谷鉱山で、いずれも良

(4)

鉾で、とりわけ大澤は品位一〇万分の一ないし百万分の七、八、さらに鉾量豊富で、同社の「将来性は著しく明朗」としている。ただし、同鉾山は現在廃鉾となっている模様である。推測であるが、同鉾山は戦時期のいわゆる金鉾山整備令によって閉山となった可能性もある。なお、これらのうち現在稼働している鉾山は確認できず、多くは昭和二〇年代から三〇年代にかけて閉山した模様で、現在は閉山跡が観光地となっているものもある。一九五四年に名古屋で承認された当時は、投機的な要素があり、それが投資家の射幸心を惹きつけた可能性もある。

同社については、通商産業省大臣官房調査課監修『近代日本会社史総覧』上巻「二〇一二」によると、一九四七年一〇月設立、本社は東京都中央区京橋、資本金八千万円、社長河合正、事業は金属チタンおよびその他稀有金属の製造加工販売、鉾業となっており、品川工場を有していた。社史として記載されている内容を要約すると以下である。設立時は、大和通商株式会社で、石炭、金属、機械、綿布、その他各種の輸出入および国内卸売販売を業としていた。一九四八年一月資本金を一千万円に増資したが、当時小規模の輸出入貿易は極度の難局に直面したため一九五〇年六月より休業した。一九五一年六月社名を大昭和鑛業株式会社と改め、営業目的を鉄鉾石および石炭の採掘卸売に変更し、休業のまま新事業を物色検討し、一九五二年一〇月に金属チタン精錬に着目し、その製法の研究を開始し、一九三九年以来日本大学化学研究室ならびに神戸製鋼東京研究所化学主任として専らチタンならびに稀有金属の研究に従事していた佐藤奈津雄氏を研究部長に迎えて種々研究の結果、一九五三年二月他社の実施するクロール法とは全く異なる同社独特の精錬法を完成し、同年三月社名を日本金属チタン精錬株式会社に変更し、資本金を二千万円、さらに一九五四年一月八千万円に増資した。なお、同社の新技術は、巨額の設備資金と莫大な電力を要する現行のクロール法に比べて、容易に金属チタンに還元する方法であるとしている。ただし、販売面においては、現在国内に金属チタンの加工業者がないため、生産品全部は海外、主に米国向け輸出となり、米国の市況に左右される状況という。なお、

同社社長の略歴は、愛知県出身、一九一二年一二月生まれ、一九三六年米国ノースウエスタン大学院卒、一九三八年フレーザー商会輸入部長、一九四七年大和通商代表取締役、一九五一年大昭和産業代表取締役、一九五三年同社長となっている。当時の雑誌には、同社に関する記事が散見される。そのうち名古屋で承認される直前の時期の記事を紹介すると以下である。①『新日本経済』一九五四年三月号に「新機軸を打ち出す日本金属チタン精錬 専務取締役筒井茂也氏に訊く」というインタビュー記事が掲載されており、一九五三年一二月に通産省から五百万円の助成金を交付されたことが記されている。また、一九五四年一月以降量産に入り、月産三トンを目標にし、四月以降は一〇トンを目指して設備を整備中としている。また、販売面では、米国のマトコ・セールズ商会と輸出契約を正式に交わしたと記されている。②同誌四月号には「豆記者社長室訪問」というコラムで同社社長の河合氏へのインタビュー記事が掲載され、「新興事業の社長にうつつけの人」と評価している。③『経済往来』一九五四年五月号に「異色会社探訪」として同社の紹介記事が掲載されている。それによると、クロール法についての解説とともに、これが「業界に一大波紋」を投げかけているとした上で、「月産五〇トンも夢でない」とし、「世紀の新事業」が「どこまで伸びて行くか、今後にかける期待と興味は大きい」と結んでいる。このような期待感が投資家の射幸心を惹きつけたとともに、増資によって投資家数が増加したため流動性を提供する必要性があったと推測されるが、同社のその後については不明である。

(5) 同社HP、<https://www.at-group.jp/company/history.html>

(6) 愛知トヨタ自動車株式会社「一九六九」三四五～三四六および四八五～四八六頁。

(7) 同社HP、<https://www.ishizuka.co.jp/profile/history>

(8) 石塚硝子「一九六八」七四～七五頁。

- (9) 前掲、一一四～一一七頁。
- (10) 東洋経済『会社四季報』各年版。
- (11) 『日経産業新聞』一九八六年五月二四日、八頁および『日本証券新聞』一九八九年四月二二日、三頁。
- (12) 『日本経済新聞』一九九七年五月三〇日（中部面）、七頁。
- (13) 『中日新聞』一九九八年三月二四日、九頁。
- (14) 同社HP、<https://www.tms-e.co.jp/company/overview/#history>
- (15) 中央製作所「二〇一六」二一～二四頁。
- (16) 前掲、三一～三三頁。
- (17) 中央製作所「一九八六」六五頁。
- (18) 同社HP、<http://www.chuo-seisakusho.co.jp/company/history.html>
- (19) 同社HP、<https://www.nakanihonkogyo.co.jp/company/#menu02>
- (20) 同氏は、柔道家としても著名な人物であったようであり、『実力養成新柔道』秋豊園出版社、一九三八年（復刻版一九八三年）を刊行している。
- (21) 東洋経済『会社四季報』各年版。
- (22) 東洋経済『会社四季報』各年版。
- (23) 東洋経済『会社四季報』各年版。
- (24) 同社HP、<https://www.ihico.jp/ihico/company/history/>
- (25) 東洋経済『会社四季報』各年版。

- (26) 『日本経済新聞』一九七九年二月八日夕刊 一頁および『日経産業新聞』一九八二年七月二七日 一五頁。
- (27) 『日本経済新聞』一九八一年三月一日朝刊、八頁。
- (28) 『日経産業新聞』一九八一年一〇月八日、一六頁。
- (29) 同社HP、<http://www.sunfine-s.com/company02.html#01>
- (30) 東洋経済『会社四季報』各年版。
- (31) 東洋経済『会社四季報』各年版。
- (32) 梶原晃・関口秀子・高上馬かおり編『有価証券報告書目録 非上場企業及び地方証券取引所上場企業の部 昭和三七年～昭和六〇年 マイクロフィルム版(暫定版)』神戸大学経済経営研究所附属政策研究リエンセンター(企業情報分析資料室リリースN. 三三) 二〇〇七年三月、<https://www.rieb.kobe-u.ac.jp/center/collection/annual-ja-2007.pdf>
- (33) 御幸ホールディングス「二〇〇五」二七七～二七八頁。
- (34) 同社「有価証券報告書」各年版。
- (35) 『中日新聞』二〇〇四年十一月二六日朝刊 八頁および『日刊工業新聞』二〇〇四年十二月二四日 一九頁。
- (36) 同氏は、福沢桃介に仕え、後に福沢の長子、駒吉の下で主として関連事業の経営にあたった人物であり、東海曹達、大同製鋼、矢作水力、矢作工業、昭和曹達、東亜合成、矢作製鉄などの経営に関与した。日本電気協会中部支部「中部のエネルギーを築いた人びと 福沢桃介・駒吉に仕え、電力周辺事業で活躍した久留島通彦」(二〇一五年九月)
<https://www.chubudenkikikyokai.com/archive/syswp/wp-content/uploads/2015/09/57f9868b48105bef9f6453faf8e16991.pdf>
- (37) 東洋経済『会社四季報』各年版。

- (38) 石根立雄 [1000] 一七頁。
- (39) 天野武弘・青山正治 [1011] 参照。
- (40) 『日刊工業新聞』二〇〇四年四月一日、五頁。
- (41) 東洋経済『会社四季報』各年版。
- (42) 東洋経済『会社四季報』各年版。

参考文献

- ・愛知トヨタ自動車株式会社社史編纂室編集『愛知トヨタ二五年史』一九六九年
- ・石塚硝子一五〇年社史編纂委員会編『ガラスとともに一五〇年』一九六八年
- ・天野武弘・青山正治 [2012]「旧矢作製鉄高炉の産業遺産的価値」『産業遺産研究』一九卷二〇一二年五月、五～二六頁
- ・天野武弘・青山正治 [2013]「旧矢作製鉄高炉の技術史的意義」日本機械学会東海支部第六二期総会講演会講演論文集 (133.18-19) No.133-1
- ・天野武弘・青山正治 [2014]「矢作製鉄の低炉型電気製鉄炉の技術史的産業遺産的意義」『産業遺産研究』二二卷二〇一四年五月、三～一二頁
- ・石根立雄 [2000]『矢作製鉄風雪の六〇年小史』株式会社ヤハギ（旧矢作製鉄株式会社）、二〇〇〇年七月
- ・大蔵省理財局（一九六二）「店頭市場の現状と問題点（未定稿）」一九六二年二月二二日（小林和子監修『日本証券史資料』戦後編、第七卷、所収）
- ・中央製作所編『中央製作所五十年史』一九八六年

- ・中央製作所八〇周年記念誌編集委員会編『中央製作所創立八〇年の歩み：1936-2016』二〇一六年
- ・通商産業省大臣官房調査課監修『近代日本会社史総覧』上巻〔二〇一二〕日本図書センター、二〇一二年三月（元版：経済往来社、一九五四年刊行）
- ・出淵國保「一九七〇」『かえり見すれば』矢作製鉄、一九七〇年一〇月
- ・中川元治朗「一九三七」『産金会社株の研究』大同書院、一九三七年四月
- ・名古屋証券業協会「一九六一」『協会報』No. 三〇、一九六一年一〇月、一九〇二頁
- ・名古屋証券業協会「一九五五～一九六〇」『事業報告書』一九五五年～一九六〇年（非公刊）
- ・日平産業株式会社社史編集委員会『日平産業四十年史』日平産業株式会社、一九八八年
- ・日本証券業協会連合会「一九七二」『二十年史』日本証券業協会連合会、一九七二年
- ・林紡績株式会社『人こそすべて：林紡績二十五年の歩み』一九七一年
- ・北海道石炭鉱業会編「一九三四」『北海道鉱業誌 昭和九年版』北海道石炭鉱業会、一九三四年
- ・松尾順介「二〇二一a」『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、二〇二二年二月、一～二八頁
- ・松尾順介「二〇二一b」『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—』『証研レポート』一七二七号、二〇二二年八月、一〇～三三頁
- ・松尾順介「二〇二一c」『東京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—』『証研レポート』一七二八号、二〇二二年一〇月、八～三三頁
- ・御幸ホールディングス社史編集委員会編纂『御幸百年史』二〇〇五年

（まつお じゅんすけ・桃山学院大学教授）

LM Eのニッケル取引をめぐる問題

価格急騰への対応と取引所運営

吉川 真裕

二〇二二年三月八日火曜日午前八時一五分、ロンドン・メタル・エクスチャンジ（LM E）は夜間取引時間に二倍以上にまで急騰したニッケルの取引を停止することを発表した。そして、その日の午前中に夜間取引時間の取引を無効とすることを発表した。この価格急騰は売り手の踏み上げ（ショート・スクイズ）によるものであり、大口の売り手のポジションが買い手との間で整理され、価格の安定が見通せるまで取引は再開しないという見通しも示された。この大口の売り手は中国のニッケル生産会社である青山控股集团（創業者は項光達）と知られており、J P モルガンをはじめとする九社のブローカーが青山集団と交渉した結果、追加証拠金（追証）の請求をおこなわないこと（追証額の貸し付けをおこなうこと）、売りポジションを縮小することで話がまとまり、三月一六日水曜日に5%の値幅制限を導入した上でLM Eでのニッケル取引はようやく再開された。取引取り消しと一週間以上に及ぶ取引停止は異例の事態であり、LM Eの対応をめぐるっては批判がおこなわれている。

本稿ではLM Eでのニッケル取引をめぐる今回の事態の経過を振り返った上でLM Eの対応の背景を紹介し、取引所運営について考察する。

1 LMEでのニッケル価格急騰と取引停止

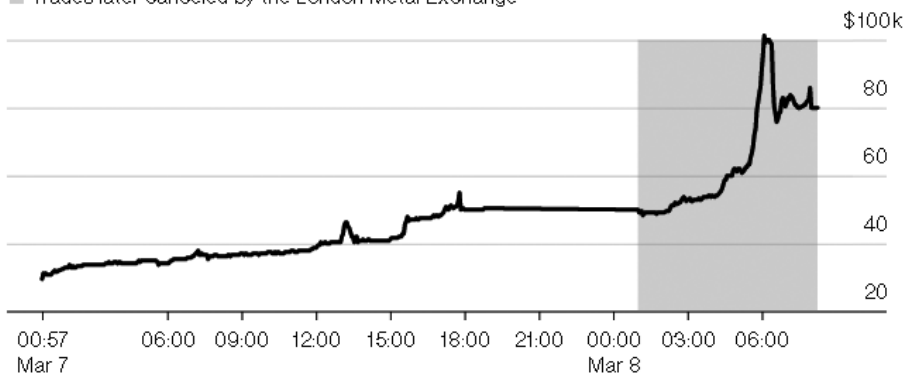
図表1は三月七日と三月八日のLMEでのニッケル価格の推移を表わしている。三月七日の取引を二万ドル台で開始したLMEでのニッケル取引は五万ドル台の過去最高値を付けた後、四万八〇六三ドルで取引を終了していた。三月八日の午前五時四二分から三万ドル急騰して六時過ぎに一〇万一三六五ドルにまで達し、その後は八万ドル前後で推移していたが、八時一五分に取引は停止された。⁽¹⁾ なお、取引停止を通知したLMEの会員通報二二／〇五二では三月七日当日の取引停止を通知していたが、取引取り消しの可能性についても言及しており、取引停止直前の価格ではなく、三月七日の引け値（四万八〇六三ドル）での値洗いが指示されていたことから、取引取り消しを通知した会員通報二二／〇五三を予想させるものであったことがわかっている。⁽²⁾ そして、取引停止の通知から数時間後に三月八日〇時以降の取引を取り消すという会員通報二二／〇五三がLMEから発表され、LMEは厳しい批判を浴びることになった。

図表1 3月7日と3月8日のLMEでのニッケル価格の推移

Nickel

Price per metric ton

■ Trades later canceled by the London Metal Exchange



Source: Compiled by Bloomberg

(出所) 注1

三月八日の午後に発表された会員通報二二／〇五五においてLMEは取引再開の条件について言及しており、大口（一〇〇ロット超）の買い手と売り手が三月七日の引け値である四万八〇六三ドルから一〇%の範囲内の価格で相殺取引をおこなうことを提案していたが、LMEがその取引を強制するという姿勢は示しておらず、大口の買い手と売り手による自主的な交渉を期待しているようであった。そして、三月一日金曜日までに取引を再開できる見通しを持っていないことも明らかにし、大口の買い手と売り手による市場外での自主的な相殺取引を促していた。⁽³⁾

LMEでのニッケル価格の急騰直後から売り手の買い戻しによる踏み上げ（ショート・スクイーズ）であるという見方が広まり、大口の売り手として中国のニッケル生産会社である青山控股集团の名前が報じられた。青山集団は中国最大のニッケル生産者であり、創業者の項光達はポジションの大きさから大物（ビッグ・ショット）と呼ばれている人物であるが、製品価格の下落に伴う収入減を回避するための売りポジションの大きさを指しており、必ずしも投機取引で大口ポジションを持っていたわけではない。ニッケルの大幅増産に着手したので増産に伴う価格下落を回避するために昨年から売りポジションを積み上げていたことはすでによく知られていた。そして、三月八日夜間のニッケル価格が急騰する前に中国建設銀行（CCB）の子会社であるCCBイーグローバル・マーケッツが証拠金を払い込めず、LMEから猶予を受けたと報じられていたから青山集団の買い戻しによる踏み上げという噂が瞬く間に広がった。⁽⁴⁾ただし、青山集団の売りポジションの八割はブローカーとの相対取引と報じられており、青山集団との間で買いポジションを持ち、LMEで売りポジションを持っていたブローカーによる買い戻しという可能性は排除できないし、青山集団以外の生産者による買い戻しという可能性も排除できないだろう。

2 LMEでのニッケル取引再開

LMEでのニッケル取引が停止された翌日の三月九日水曜日には大きな売りポジションを抱える青山集団がJPMorganや中国建設銀行から追加証拠金（追証）請求に応じるための融資を確約されたという関係者の話や、中国当局が国内銀行に青山集団に対する融資を指示したという関係者の証言が報じられた。⁽⁵⁾そして、三月十四日月曜日にはJPMorganをはじめとする九社のブローカーと交渉した結果、追証の請求をおこなわないこと（追証額の貸し付けをおこなうこと）、売りポジションを縮小することで話がまとまったという関係者の話が報じられた。⁽⁶⁾

これを受けて、①夜間取引は当面おこなわず、②5%の値幅制限を導入し、③店頭市場での一〇〇ロット超のポジションを二〇時までに報告する義務を課した上で、ニッケル取引を三月一六日水曜日午前八時から再開することをLMEは三月一四日に発表した。⁽⁷⁾この通知の中でLMEはニッケル取引を再開する決定をおこなった理由を説明しているが、三月八日の会員通報二二／〇五五でおこなった大口の買い手と売り手が三月七日の引け値である四万八〇六三ドルから一〇%の範囲内の価格で相殺取引をおこなうという提案は現時点では実施する必要はないと判断したと述べるだけで、LMEが市場外での相殺取引の交渉に関与したのかどうか、大口の買い手または売り手は提案を拒まなかったのかどうかについては何も述べてはいない。そして、この提案に関する交渉がおこなわれたのかどうかについては関係者の話も報じられていない。おそらく交渉はおこなわれていなかったのではないかと推測され、こうした交渉は取引所や監督当局の関与がなければ自主的には難しいのではないかと考えられる。今後の実施を排除してはいないが、LMEは取引取り消し決定に対する批判のある中であえて市場外での相殺取引を強制して市場の正常化をいち早く実現するという決断をできなかったものと考えられる。

三月一六日にLMEで再開されたニッケル取引は五%の値幅制限のため、一六時二五分までで二四九ロットと三月七日の二万六一五〇ロットの1%以下であり、下限の値幅制限にかかっていたため、オフィシャル・プライスは発表されなかった。

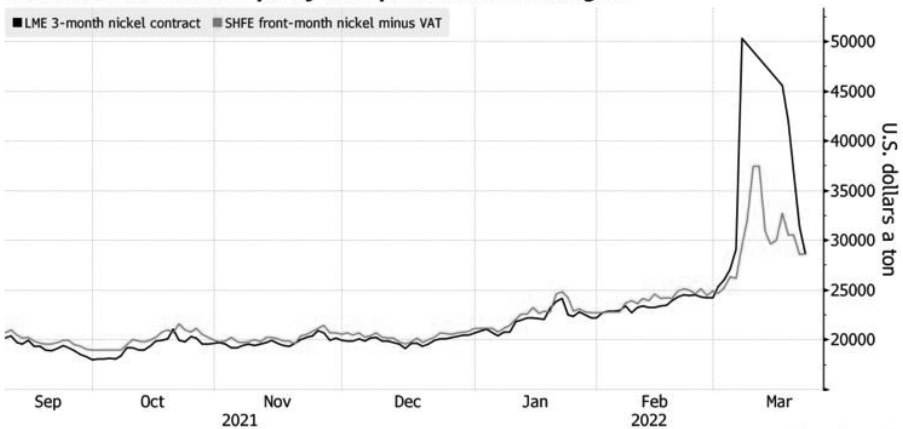
図表2はLMEと人民元建てでニッケルを取引している上海先物取引所のドル換算ニッケル価格の推移を表わしている。LMEでの取引が停止された後も上海では取引がおこなわれており、価格は下落していたことから乖離が縮小するまでLMEでの価格も下落することが予想され、実際その通りとなった。そして、LMEの値幅制限は三月一六日の5%から三月一七日の8%、三月一八日の12%、三月二一日の15%にまで拡大されたが、下限の値幅制限にかかり続けて取引は低調であった。

三月二二日火曜日には取引高が急増し、価格も10%安の二万八一五九ドルで、取引再開後初めて値幅制限内にとどまり、一六時二八分までで一万一三〇〇ロットとようやく活発に取引がおこなわれることになった。⁽⁸⁾

図表2 LMEと上海先物取引所（SHFE）のニッケル価格の推移

Back to Earth

LME nickel has reached parity with prices seen in Shanghai

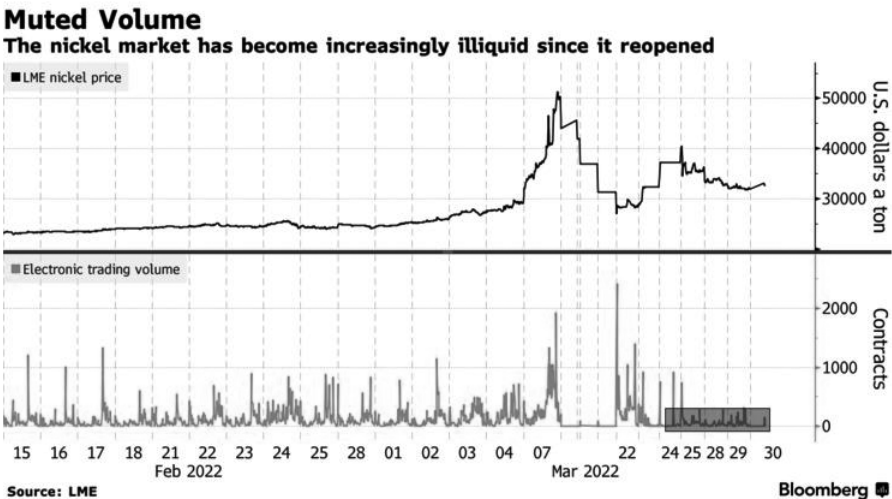


(出所) 注8

ところが、三月二三日と三月二四日にはLMEのニッケル価格は二日連続で値幅制限上限の一五%高となった。そして、この上昇は青山集団による買い戻しであるという複数の関係者の証言が報じられている⁽⁹⁾。

図表3はLMEでのニッケル価格と売買高の推移を表わしている⁽¹⁰⁾。三月二五日には四万ドルを回復したが、その後は三万ドル台前半で推移しており、ようやく落ち着いてきたように見える。しかし、売買高は戻っておらず、今回の取引停止と取引取り消しを嫌気してLME離れを起こしたのかもしれない。ただし、ニッケルと並ぶLMEの主力商品である銅やアルミニウムもそれぞれ三月七日と三月八日をピークに売買高を減少させており、商品市場が小康状態にあるということかもしれない。LMEが通報の中で市場外での相殺取引を提案したニッケルの大口の買い手と売り手のポジションは大きく減少したという報道も見られないから再びニッケル価格が急騰する可能性は排除できず、その際のLMEの対応が注目される⁽¹⁰⁾ところである。

図表3 LMEでのニッケル価格と売買高の推移



(出所) 注10

3 LMEの対応と取引所運営

今回のニッケル取引の停止と取り消しというLMEの対応に対して利用者や評論家からの批判はあるが、監督機関である金融行動監視機構（FCA）やイングランド銀行、ライバル関係にあるアメリカのCMEやインターコンチネンタル・エクスチェンジからは否定的な発言はおこなわれていない。価格の急変動、とりわけ取引の少ない深夜における価格の急変動はどの取引市場にとっても扱いにくい問題である。グローバル化や顧客サービスのために取引時間は延長される傾向にあるが、取引の少ない時間帯には価格が急変動するリスクは高まらざるを得ない。こうした事態に対処するために多くの取引所は値幅制限や取引中断措置を導入しているが、今回の事態で明らかになったのはこれまでLMEには特別な事態を除いて値幅制限が存在しなかったということである。二〇二一年のアメリカで生じたゲームストップ株式の急騰や頻繁に報じられるフラッシュ・クラッシュという事態が、伝統的な商品を扱うLMEでは生じないと考えていたのであるか。今回の夜間取引における価格急騰後の取引停止や取引取り消しに対しては大きな問題はないにしても、事前に値幅制限や取引中断措置を導入していればあれほどの急騰は起こらなかつたであろう。また、常時導入していなくても三月七日におけるニッケル価格の六〇%以上の上昇の後、追証が入れられずに踏み上げが起こればということは容易に想像できたように考えられる。

証券取引所や暗号資産取引市場に比べれば主な取引対象が銅やアルミニウム、ニッケルであるというLMEは投資家よりも業者の力が強く、仲間内の紳士協定で市場が運営されてきたが、売買高や収入の増加という点では見劣りがしている。二〇一三年に香港取引所グループに買収された後、親会社の意向を受けて就任したチェンバレンCEOは取引フロア（リング）を廃止し、電子取引でオフィシャル・プライスを決めようとするなど、伝統的な業者クラブであるLMEをアメリカのCMEのような取引所に転換しようとこれまで努めてきた。昨年、再

度提案した取引フロアの廃止提案は業者の反対で撤回し、今回の事態が生じる前に二〇二二年四月の退任が公表されていた。この状況で予定通り退任するのかどうかは報じられていないが、業者の力が強いLM Eを運営していくことは容易ではないであろう。今回の取引停止・取引取り消しは国際商品であるニッケル価格を安定させるという建前ではあるが、中小業者の倒産を防ぐことが重視された可能性もあり、今後の取引所運営の方向が揺らぐことになったのではないであろうか。

また、青山集団の売りポジションの八割はブローカーとの相対取引だと報じられており、ブローカーとの相対取引をLM Eは従来十分には監督してこなかった。青山集団は九社のブローカーと証拠金請求で交渉しており、これは昨年アメリカで破綻したヘッジファンド（アルケゴス）が複数のブローカーとの間で同一銘柄を対象としたエキイティ・スワップを積み上げていたことも共通している。ニッケル取引の再開に際してLM Eは一〇〇ロット超のポジションを持つ顧客の報告義務を会員業者に導入したが、うまく機能するであろうか。

生産者や商社を中心として成立してきた商品市場も株式や債券といった金融資産の代替市場としての性格を強めつつある中、アメリカの取引所に比べれば業者の力の強いLM Eは今後どのように運営されていくのであろうか。ゲームストップの株価が何倍になろうが、ヘッジファンドの保有する株式がいくら値下がりしようが、経済全体に対する影響は限られているが、国際商品であるニッケル価格の変動は生産者や製品メーカーだけでなく、最終消費者や直接消費をしない生活者にも大きな影響を及ぼすはずである。踏み上げや売り崩しによつて価格が急変動することは排除できないにしても、中長期的な価格の安定は社会的に必要であり、それを実現するために取引所はいかにあるべきなのか。赤字を垂れ流す公的機関を求めるわけではないが、効率的に運営される取引所あるいは取引市場の重要性について、LM Eのニッケル取引騒動を通じて改めて考えさせられることになった。

注

- (1) Jack Farchy, Alfred Cang, Mark Burton 「魔の『一八分間』頭から離れずニッケル市場大混乱、存続懸かる各社」ブルームバーグ・ニュース、二〇二二年三月一五日 (<https://www.bloomberg.co.jp/news/articles/2022-03-15/R8PZU4DWRG101>)。
- (2) THE LONDON METAL EXCHANGE AND LME CLEAR, "22 052 Suspension of LME Nickel Market," MEMBER NOTICE 22/052, 08 Mar 2022. "22 053 Nickel Suspension - Further Information - Delivery Deferral and Trade Cancellation," MEMBER NOTICE 22/052, 08 Mar 2022.
- (3) THE LONDON METAL EXCHANGE AND LME CLEAR, "22 055 Nickel Suspension Update: Criteria for Resumption of Trading and Application of Price Bands," MEMBER NOTICE 22/055, 08 Mar 2022.
- (4) Jack Farchy 「中国〇〇ＢＩ、ニッケル追いつ証に対応できず、ＬＭＥが猶予認める」ブルームバーグ・ニュース、二〇二二年三月八日 (<https://www.bloomberg.co.jp/news/articles/2022-03-08/R8EH10T0AFJC01>)。 「ＬＭＥがニッケル取引停止へ」営業日午後一時二五〇％上昇、相場混乱」ブルームバーグ・ニュース、二〇二二年三月八日 (<https://www.bloomberg.co.jp/news/articles/2022-03-08/R8EP8JDWX2PT01>)。
- (5) 「ニッケル生産最大の中国企業、複数銀行が融資確約へ追い証対応」ブルームバーグ・ニュース、二〇二二年三月九日 (<https://www.bloomberg.co.jp/news/articles/2022-03-09/R8GZYP70G1L201>)。
- (6) Jack Farchy, Alfred Cang, I. Almeida 「ニッケル業界の大作、銀行団から融資確保へショートの後ろ盾に」ブルームバーグ・ニュース、二〇二二年三月一五日 (<https://www.bloomberg.co.jp/news/articles/2022-03-14/R8QH1TT1UM0X01>)。

- (7) THE LONDON METAL EXCHANGE AND LME CLEAR, "22 064 Nickel Market Update Resumption of Trading," MEMBER NOTICE 22/064, 14 Mar 2022.
- (8) Mark Burton, Jack Farchy「LMEニッケルの取引急増、値幅制限内で価格推移へ買い手戻る」ブルームバーク・ニュース 110111年11月11日 (<https://www.bloombergl.com/news/articles/2022-03-22/R951HK70AFB401?msclid=22c7e24bb50f11ec9969698cc31e84be>)°
- (9) Jack Farchy, Alfred Cang「ニッケル業界の大物、大規模ショートポジションの一部を今週買い戻し」ブルームバーク・ニュース 110111年11月11日 (<https://www.bloombergl.com/news/articles/2022-03-24/R98BVT1UM0W01?msclid=c48fbb0dad911eca2c78ebe23a8e61>)°
- (10) Mark Burton 「LMEニッケル上昇、薄商いへウクライナ侵攻に伴う供給リスク注視」ブルームバーク・ニュース 110111年11月11日 (<https://www.bloombergl.com/news/articles/2022-03-30/R9KSX3DWRG301?msclid=0a5dfeabb3fd11eca0228df1456dec21>)°

(よしかわ まさひろ・客員研究員)

進化する米大手投資銀行のトレーディング業務

神野光指郎

はじめに

米大手投資銀行は、金融危機による多額の損失とその後の資本要求の強化を受けて、トレーディングを軸とする事業モデルの修正を迫られた。その結果、リスクが規制対象の外部にシフトし、既存の大手は非銀行金融機関に取引の多くを奪われたと見られている。

しかし、投資銀行業務に関する各種のリーグ表で、米大手投資銀行は上位を独占している。マーケット業務も少なからずそれに貢献しているはずである。危機前に大規模なトレーディング活動を行っていた米大手は、市場への関与を縮小した訳ではない。市場構造の変化という環境に適応し、関与の方法を変えたのである。本稿ではその変化がどのようなものであるのかを考察する。⁽¹⁾

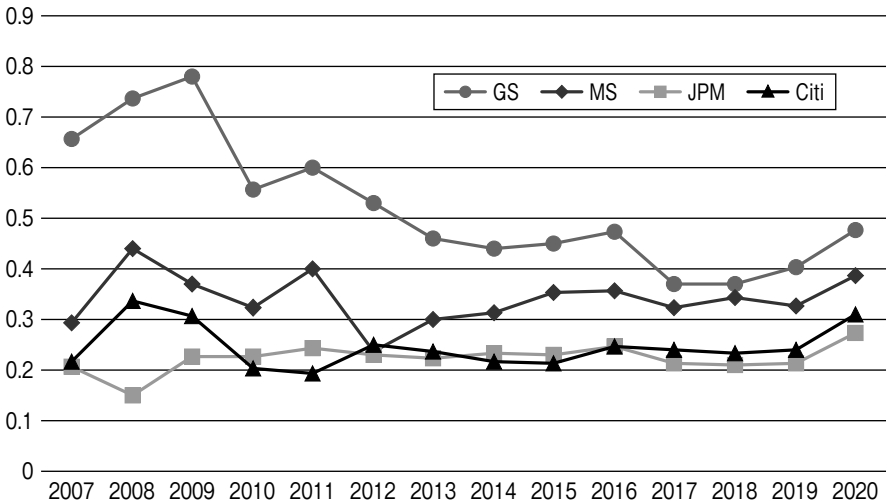
1 大手投資銀行各社のトレーディングに対する取り組み

図表1は四社についてグループのネット収入（非金利収入＋ネット金利収入）に対するマーケット業務の比重を見たものである。ゴールドマン・サックス（以下GS）を見ると、重要性が低下しているかのようであるが、他の三社については比率の低下が見られない。また、四社とも、少なくとも二〇二〇年には市場の活況から恩恵を受けている。

図表2は総資産に占めるトレーディング資産の比重である。全体的に低下傾向が見える。各社は二〇一〇年代前半にバーゼルⅢの適用を見据えて資産の伸びを抑制していた。トレーディング資産の圧縮が対策の中心であったことが分かる。図表3を見ると、企業債など民間負債の在庫削減が顕著である。しかし、図表4を見ると、二〇一〇年代の前半に株式保有は比率を高めている。中でもモルガン・スタンレー（以下MS）は突出している。

図表5は各社のFICC (Fixed Income, Currencies, Commodities) 収入の推移である。GSは二〇〇九年に記録的な収入を獲得した後、減収が続いていた。GSは金融危機の影響をいち早く脱し、一時はMSに時価総額で五〇〇億ドルもの差をつけた。そのため、危機後の環境変化への適応がやや遅れた面を持つ。FICCでは商業銀行系が強みを発揮している。取引の中心は財務省証券などを対象とするレイト取引であり、取引相手には企業や伝統的な運用会社が多い。GSもヘッジファンドに偏っていた取引関係を見直し、企業や伝統的運用会社と

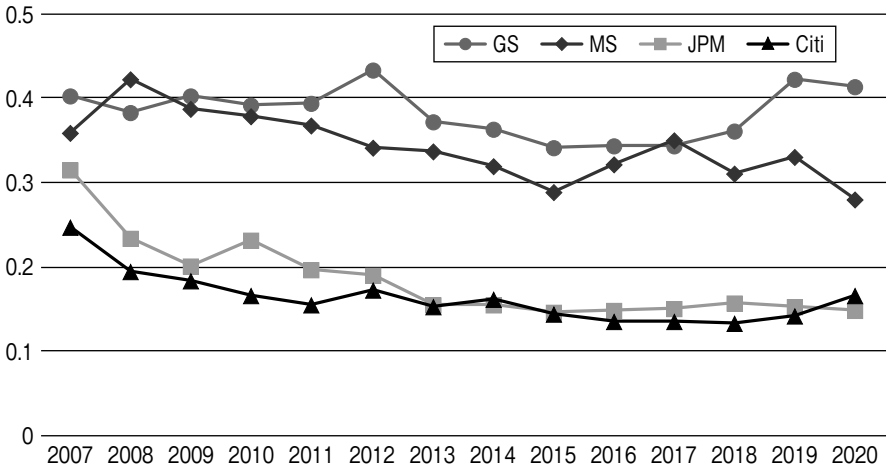
図表1 収入に占めるマーケット業務の比重



(注) ネット収入に対するマーケット関連業務収入の比率。Citiについては証券サービスの数値が2012年からは得られなかったが、他社と比較するため、その数値を含めている。

(出所) 各社Form 10-Kより作成。

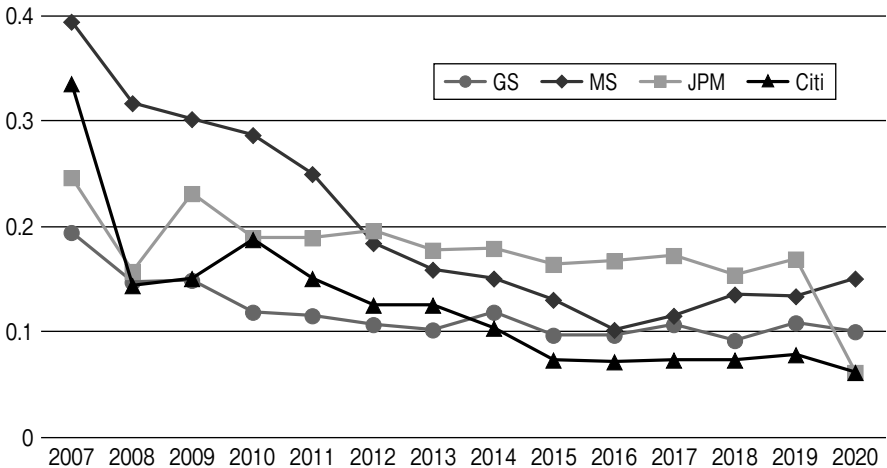
図表2 総資産に占めるトレーディング資産の比重



(注) 総資産に対するトレーディング勘定資産の比率。

(出所) 各社Form 10-Kより作成。

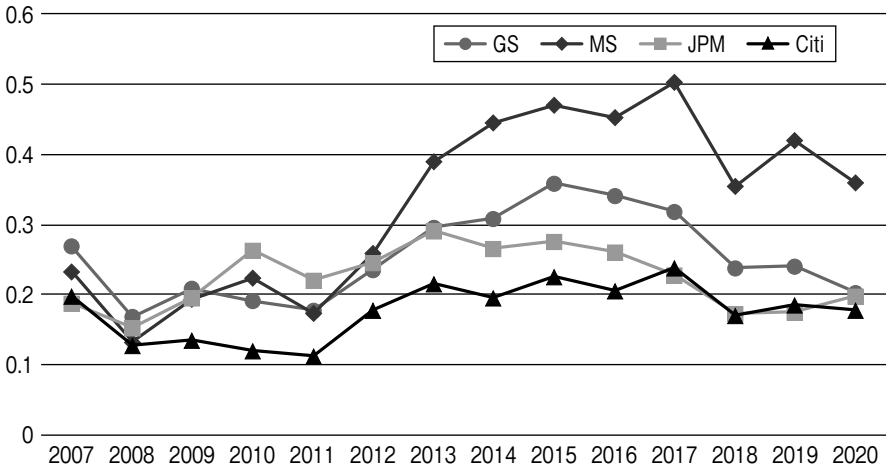
図表3 トレーディング資産に占める民間負債の比重



(注) トレーディング勘定資産に対する民間負債の比率。MSの民間負債保有にはMBSと地方債が含まれている。JPMでは2020年に貸出関連のポジションでかなり大きい項目の変更があった。

(出所) 各社Form 10-Kより作成。

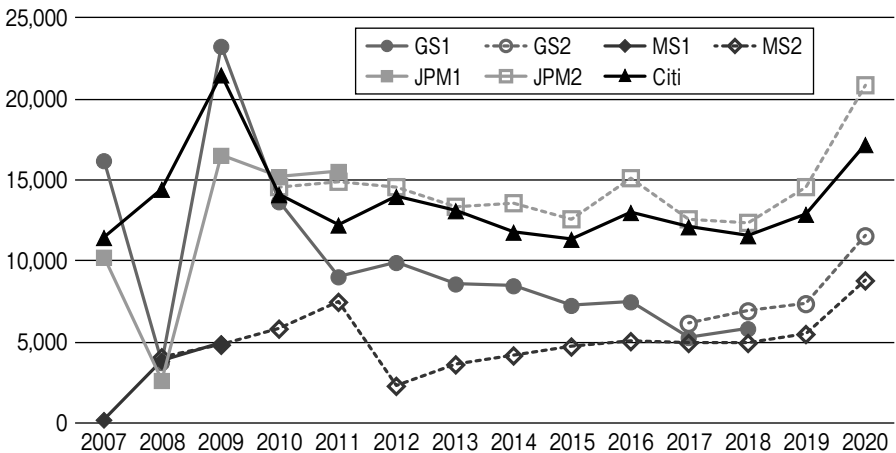
図表4 トレーディング資産に占める株式の比重



(注) トレーディング勘定資産に対する株式の比率。GSの株式には転換債、および2014年からファン
ド投資を含む。

(出所) 各社Form 10-Kより作成。

図表5 FICCトレーディング収入 (100万ドル)



(注) JPM1には信用ポートフォリオ、JPM2には信用調整その他を含む。

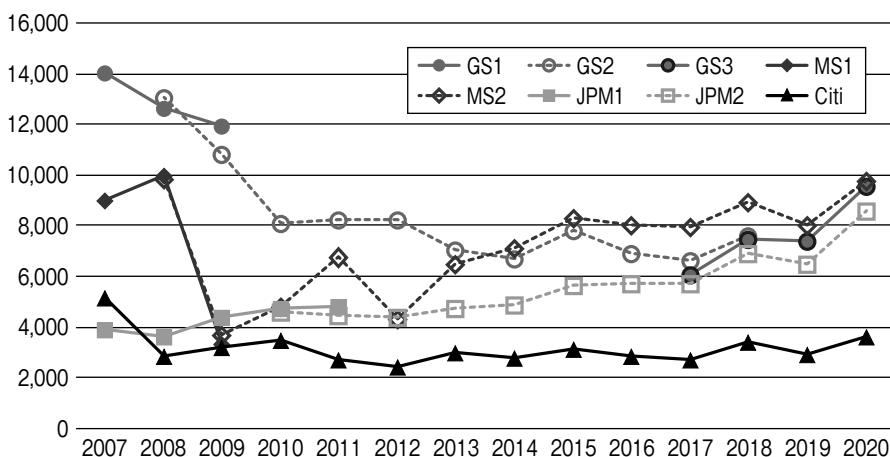
(出所) 各社Form 10-Kより作成。

の取引開拓に注力するようになった。

図表6は各社の株式トレーディング収入である。こちらでは、MSが二〇〇九年に収入を大きく減らした後、徐々に収入を伸ばし、業界の主導的な存在になった。株式トレーディングは、資本規制の影響が比較的小さく、技術を駆使する危機後の事業モデルの代表的な分野である。そのため、大手各社はいずれもこの分野での取り組みを強化している。株式トレーディングでの強さを含め、MSは危機後の改革に成功した優等生と見られており、時価総額でGSを上回るようになった。

しかし、そのMSでもFICC活動を放棄した訳ではない。同社は米大手の中で最も厳しいリストラを実施したが、負債引受に必要な規模は維持した。また、格上げによって失地回復を目指す余地も生まれた。図表5にも、その成果が徐々に現れている。そして他の三社でも、二〇一〇年代末からはFICC収入が増加に向かっている。もちろん市況の影響は大きいが、環境に適応しながら業務を続けていなければ、その波に乗ることはできなかったであろう。

図表6 株式トレーディング収入（100万ドル）



(注) GS3には証券サービスが含まれていると考えられるため、GS1とGS2に証券サービスを加算した。MS財務報告には証券サービスの項目がない。JPMとCitiの数字には証券サービスを含めていない。

(出所) 各社Form 10-Kより作成。

2 債券トレーディングにおけるETF利用

(1) 債券トレーディング電子化の進展

FICCを構成する外為や財務省証券の市場では、一九九〇年代から電子化の進展とともにディーラー間市場への参加者が広がり、徐々にHFT (High Frequency Trading) 業者の存在感が高まってきた。大手は独自のSDP (Single-Dealer Platform) を顧客に提供すると同時に、複数のMDP (Multi-Dealer Platform) で注文獲得を競うようになった。その結果、ディーラー間市場と対顧客市場の境界は不明瞭化し、価格形成の中心がどこにあるのか分からなくなった。

一方、企業債取引の場合は標準化が難しく、投資家は建値をディーラーに依存していた。しかし金融危機後にディーラーは在庫を削減しており、FRBが金融危機対応を転換するとの観測で債券市場が混乱すると、投資家からディーラーが自己勘定で売買に対応しなくなったことが流動性低下の主因であるとの批判が噴出した。投資家は売買が困難な状況への対応として、ポートフォリオの回転率を引き下げ、構成銘柄の入れ替えで新発債の利を強めたといわれている。そうした中で、ディーラーを中心とする構造への変革圧力が、企業債市場でも強まってきた。

ブラックロックは二〇一三年に、マーケットアクセス(以下MKTX)と戦略提携し、自社と顧客が利用する取引システムをMKTXに接続すると発表した。それがMKTXのオープン・トレーディングに結実した。オープン・トレーディングでは、参加者が相互に匿名で取引の交渉を行うことができる。競合他社も同様の機能を提供するようになった。それらプラットフォームは、取引データを活用し、参加者がターゲットを絞ってIOI (Indication Of Interest) を出したり、条件に合う出物の通知を受け取ることができるよう発達した。

バイサイド間の直接取引では価格設定が障害になる可能性があるが、価格情報の蓄積とともにその問題は緩和されてきた。MKTXやインターコンチネンタル取引所（以下ICE）などは、AIを使って精度の高い事前の参照価格を提供するようになってきている。また、MKTXは二〇一九年に、オープン・トレーディング上で執行可能な双方向価格を表示し始めた。同年にはアルゴミも、複数のプラットフォーム上の価格を比較できるツールをリクイドネットとトウルミッドに接続し、発見した最良建値でそのまま執行できるサービスを開始した。

多様なツールがバイサイドの間に普及し、ここ数年で企業債取引の電子化が急激に進展した。同時に、バイサイドが流動性の供給主体になるケースも増えた。そして、ブロック取引をめぐる状況に改善の兆しが出ている。

（２）債券ETF普及とポートフォリオ取引拡大

企業債の流動性問題を緩和する上で、債券ETFが重要な役割を果たしている。金利との相関が高く、分散投資のメリットが小さい債券では、金融危機前にETFの用途がもっぱらリテール向けに限られていた。しかし、多様なインデックスの開発もあり、金融危機後には機関投資家がポートフォリオ構築手段として債券ETFを受け入れるようになった。

ETFの魅力の一つは株式と同じように取引できることであるが、それはETF価格をNAV (Net Asset Value) から乖離させる要因にもなる。両者を連動させるのは一次取引（創出・償還）による裁定であり、現物の取引を伴う。二〇一〇年代の末にはMKTXやICEの価格計算エンジンがETFのNAV計算にも応用されるようになった。同じ頃に主要プラットフォームはポートフォリオ取引機能の提供を開始している。参加者はバスケットへの一括した建値を要求することができ、十分に分散されたポートフォリオであれば迅速な反応を得ら

れる。

ポートフォリオ取引機能の利用者には、ETF発行者に加え、ETFのマーケットメーカーが含まれる。ETFマーケットメーカーにはHFT業者が多く、それら業者は一次取引を通じて現物市場でも活動するようになった。中にはMKTXで名義を公開し、匿名参加者からの建値要求に応じるところも出てきた。このように、ポートフォリオ取引は債券ETFの普及と深く関わっている。しかし、ETF一次取引の派生としてのみ、ポートフォリオ取引が行われている訳ではない。

HFT業者はETFの建値を恒常的に提示し、ヒットされれば執行価格が記録される。一方、ETFの投資対象となる個別の債券については、AIを利用した価格計算が発達し、実行されればやはり執行価格が記録される。それらを利用してバスケットの価格が推計され、それがポートフォリオ取引として実行されれば、またその価格が記録される。こうしてデータが蓄積され、ETF取引、個別債券の自動取引、ポートフォリオ取引が相乗効果を持ちながら拡大したと考えられる。

大手ディーラーはいずれも二〇一〇年代の末になってポートフォリオ取引への取り組みを本格化させた。彼らはほとんどのETFでAP (Authorized Participant) になっている。そして、ポートフォリオ取引もAPとしての活動も、新たなビジネスモデルの一環となっている。図表7はFICCトレーディングの勢力図を見たものである。ここでの市場シェアと、債券ETFの一次取引シェアとは必ずしも相関しない。ETFの一次取引は、あくまで顧客向けサービスの一部なのである。

債券取引が困難な状況に直面し、投資家はポートフォリオの構築においてCDX関連のデリバティブやTRS (Total Return Swap) の利用に向かった。ETFはそれらと並ぶ利便性の高いツールとなった。ETFには多

様な種類があり、しかも一次取引の対象となるバスケットには柔軟性がある。投資家は、既存のETFを分解し、必要な債券を取り除いて足りない債券を追加することで、目標とするベンチマークを追跡する上で最も効率的な必要最小限のバスケットを構築することができるのである。

ディーラーは単に顧客の売買需要に対応するのではなく、顧客のニーズに応じた資産配分に関する助言と目標ポートフォリオ構築への支援提供を目指している。これは、リテールで生じた売買推奨から助言への流れが、機関投資家向けでも生じていることを意味する。トレーディングについても、顧客の資産配分過程自体に関与すれば、ディーラーはポートフォリオ取引、ETF、TRS、インデックス・デリバティブと幅広い注文を受けることになる。

一方で、ディーラーがバランスシート利用の効率化も目指していることを忘れてはならない。多様な注文を蒐集すれば、それだけ内部での注文付け合わせやポジションのネットイングの可能性が高まる。複数のMDPで建値競争に参加し、建値要求への反応やETF一次取引の自動化を

図表7 FICC販売・トレーディング市場シェア

(%)

	2017		2018				2019				2020			
	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3
JPMorgan	18	18	18	18	18	17	16	18	19	19	21	18	22	20
Citigroup	18	17	18	16	16	19	17	16	18	17	17	17	17	17
Goldman Sachs	6	8	7	9	9	7	10	11	9	9	10	11	13	11
Bank of America	12	12	12	12	12	12	13	11	12	11	11	10	6	9
Morgan Stanley	7	7	6	9	7	7	5	8	6	8	7	8	9	8
Deutsche	10	11	9	11	9	10	9	9	9	7	8	7	7	9
BNP Paribas	5	5	5	5	5	5	5	6	5	6	5	5	7	6
HSBC	8	8	8	7	7	9	8	7	7	6	6	7	3	5
Barclays	5	5	6	6	5	5	6	6	5	6	5	8	5	5
Credit Suisse	5	5	4	5	5	3	4	5	5	5	5	4	5	4
SocGen	4	3	4	3	4	4	4	3	3	3	3	2	2	3
UBS	2	2	2	2	3	2	3	2	2	2	2	3	3	2

(注) 米ドル建て収入に占める各社のシェア。

(出所) 2018年Q2まではButcher, Sarah "Here's who won in equities and fixed income trading in 2019," efinancialcareers, December 23, 2019、それ以降はButcher, Sarah "The banks with the best and worst performing traders in 2020," efinancialcareers, November 25, 2020の数値を利用して作成。

進めるのは、コストを抑制しながらあらゆる注文獲得チャネルを利用し、膨らむ取引量への対応を効率化するためである。

電子化の進展、HFTの台頭、投資家間の直接取引増加は、ディーラーにとって取引獲得をめぐる競争を激化させる側面を持つが、大手はその環境に適応している。この新たな環境では、自己勘定で顧客の売買に対応し、そのポジションからの利益を主な収益源とするモデルが生き残るのは困難であろう。

3 株式トレーディングと証券サービス

(1) 執行コンサルティング

株式ではFICCよりもかなり早い時期に電子化が進んでいた。HFT業者が脚光を浴びるようになったのは二〇一〇年のフラッシュ・クラッシュ以降であるが、その時にはすでに投資家が大口取引の需要を隠すため、注文を小分けにして多様な取引場所に回送するようになっていた。大手ディーラーも、金融危機前には自社のダーク・プール運営を開始し、顧客にSOR (Smart Order Routing) とDMA (Direct Market Access) といったツールを提供しながら、それらに基づいて取引執行に関するコンサルティングを行うというモデルに向かっていった。

二〇一〇年代に入ると、HFT業者の成長力に陰りが見られるようになり、業界で淘汰の過程が始まった。合併による規模拡大と並行して、他の資産クラス・地域への進出、価格以外のシグナル模索、速度に依存しないモデル追求など多様な対応が見られた。一部の業者は独自のアルゴリズムを用いて投資家向け執行サービスを提供するようになった。一方で、ディーラーは当初HFTが主な顧客であったコ・ロケーションを利用したサービスを、機関投資家向けに広げていった。その結果、HFT業者とその他市場参加者の差が不明瞭になった。

それでもディーラーが目指す方向性は変わらない。多様なツールと流動性へのアクセスを提供し、それらを組み合わせる顧客の市場インパクト抑制、情報漏出阻止、執行率向上、コスト圧縮を支援する。その能力が株式トレーディングの競争力を規定する基本的な要素になっている。図表8は株式トレーディングの勢力図を見たものである。上位の業者は、アルゴリズムの独自設計、コスト分析支援や執行の透明性などの技術面から、執行への助言、リスク取引への対応意欲などの顧客対応面まで、あらゆる要素で投資家から高い評価を獲得している。

執行コンサルティングの重要性が高いとはいえ、それを支えているのは積極的な技術面の投資である。ユーロ危機の影響でリストラに時間がかかった欧州勢は、米大手との技術開発競争に出遅れた。また、米の中堅証券会社も株式トレーディングでのシェアをさらに低下させた。パッシブ戦略の拡大が、自動化への対応が進んだ米大手の優位をさらに強固にしたといわれている。

しかし、米大手といえども多額の技術投資を継続するこ

図表8 株式販売・トレーディング市場シェア

(%)

	2017		2018				2019				2020			
	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3
Morgan Stanley	18	18	19	17	18	18	20	17	17	19	19	19	20	18
Goldman Sachs	16	16	14	15	14	15	16	15	16	18	17	17	22	16
JPMorgan	13	13	12	13	14	14	14	14	14	14	15	18	18	16
Bank of America	9	9	10	10	10	9	11	10	9	11	10	13	9	10
UBS	8	8	9	8	8	8	8	8	9	9	8	9	7	11
Citigroup	6	7	6	7	6	7	7	7	6	7	5	9	6	7
Barclays	5	4	5	6	6	5	5	5	5	6	5	6	6	7
SocGen	7	6	8	5	6	7	7	6	6	5	7	0	1	5
Credit Suisse	6	6	6	5	5	5	5	6	6	6	6	7	7	5
BNP Paribas	6	5	6	6	6	5	2	5	6	4	6	-1	2	4
HSBC	3	3	3	3	2	3	2	3	2	2	2	2	2	2
Deutsche	5	6	4	4	5	5	4	4	3	0	0	0	0	0

(注) 米ドル建て収入に占める各社のシェア。

(出所) 2018年Q2まではButcher, Sarah "Here's who won in equities and fixed income trading in 2019," efinancialcareers, December 23, 2019、それ以降はButcher, Sarah "The banks with the best and worst performing traders in 2020," efinancialcareers, November 25, 2020の数値を利用して作成。

とが容易な訳ではない。フルサービスのグローバル株式業務を行うには年間四〇億ドルの経費がかかり、ほとんどのディーラーにとって株式トレーディングは損失源になっているようである。それでもこの分野に踏みとどまるのは、情報の流れから閉め出されないようにするためである。もし、顧客からのコンタクトが来なくなれば、その影響は株式トレーディングだけに止まらないであろう。

多額の投資に伴って固定費が膨らめば、それを賄うために取引の量が必要になる。ヘッジファンドをはじめとするアクティブ運用の投資家から取引を獲得することが、必要な取引量を確保する上で極めて重要であると考えられる。

(2) 証券サービスの役割

金融危機前からディーラーはプライム・ブローカーとしてヘッジファンドとの関係を強化していた。プライム・ブローカレッジはクリアリングと取引執行を基本的な構成要素とするが、ヘッジファンドの存在感が高まるにつれ、そこに多様なサービスが追加されるようになった。同時に取引獲得をめぐる競争も激化した。それでも二〇〇五年にはMS、GS、ベア・スターンズの三社で市場の六〇%を占めていたと推計されている。

金融危機でディーラーに対する信用不安が広がると、ヘッジファンドがカストディ業務を手掛ける銀行に残高を移すようになった。その結果、JPMやシティの地位が高まった。MSとGSも銀行持株会社に転換したことで、プライム・ブローカレッジにカストディを組み合わせたサービスを提供し始めた。

金融危機後には伝統的運用会社とヘッジファンドの差が不明瞭になり、プライム・ブローカレッジとカストディの融合が加速した。運用会社はロスリーダーに近いインデックス商品の販売を軸にしながら、投資家のニーズに

応じて品揃えを拡充した結果、何千もの口座とファンドを運営するようになった。それに応じて投資戦略実行、顧客対応、法規制遵守が複雑化したため、最大手でも効率化のために外注への依存を強めた。一方、ヘッジファンドは、マドフ事件を受けて投資家からの監視が強まり、外部の運営サービスを利用し始めた。

こうしたニーズを受けて、大手ディーラーは包括的な証券サービスを提供するようになった。その中には取引執行、ファイナンスに加え、ポジション把握、パフォーマンス計測、担保管理などが含まれる。これらのサービスはファンドのパフォーマンスにも影響する。パフォーマンスを改善する要素には、取引把握、会計、照合の統合による投資可能な現金の把握、担保管理におけるオペリスク削減と担保最適化、適時のデータ創出による意思決定支援、注文管理と回送の最適化などがある。

このうち、注文管理と回送の部分はブローカーとしての活動そのものである。そして、証券サービスで投資可能な現金の捻出と担保利用の効率化を後押しすれば、株式トレーディング業務の取引量確保につながる。金融危機後には店頭デリバティブ取引での規制により、担保の質と量に対する要求が強まったため、担保利用の効率化が取引拡大に及ぼす影響は大きくなったと考えられる。また、担保管理はファイナンス活動に直結しており、ここからの収益も期待できる。

基本的なファイナンス活動に証券貸出がある。これはカस्टディアンが貸借の仲介役を果たすことが多い。そして、証券貸出の担保が現金である場合、カस्टディアンはそれを主にレポ市場で再投資する。担保に財務省証券などの質の高い証券が求められる場合は、再投資を行うことはできないが、その証券を保有する主体と担保調達を求める主体の仲介を行うことはできる。

一方、ロング・ポジションへのレバレッジは、従来からディーラーがリバースレポによって提供した。金融危

機後にディーラーはレポ取引を縮小していたが、二〇一〇年代後半には顧客の状況を把握するための情報源として、再び取引を拡大するようになった。また、ファイナンスの手段では、反対ポジションのネットティングが容易なTRSの利用を顧客に勧めている。担保利用が困難な資産への投資については、証券化を利用したファイナンスが提供されることもある。このように、担保利用の効率化を支援するサービスは、カスタディとブローカレッジをまたいで提供されている。

図表9はヘッジファンド向けの証券サービスについて、顧客数のランキングを見たものである。アドミニストレーションこそシステム会社系やカスタディを中核事業とする銀行が上位を占めているが、プライム・ブローカレッジとカスタディでは大手ディーラーが優位にある。証券サービスの融合が進んでいることを考えると、プラ

図表9 ヘッジファンド向けサービス業者顧客数ランキング (2021年)

アドミニストレーション	顧客数	プライム・ブローカレッジ	顧客数	カスタディ	顧客数
SS&C GlobeOp	2,577	Morgan Stanley Prime Brokerage	3,436	Goldman Sachs	3,259
Citico Fund Services	1,552	Goldman Sachs	3,350	Morgan Stanley	3,005
State Street	1,125	J.P. Morgan	2,536	BNY Mellon	2,899
Morgan Stanley Fund Services	948	Bank of America Merrill Lynch	1,334	J.P. Morgan	2,808
BNY Mellon	649	Credit Suisse Prime Fund Services	1,275	Northern Trust Custody Services	1,566
Northern Trust Fund Administration	568	UBS Prime Services	1,203	Bank of America Merrill Lynch	1,518
HedgeServ	520	Interactive Brokers	963	State Street Custody Services	1,490
NAV Fund Administration Group	482	Citi Prime Finance	867	Citi Transaction Services	1,325
U.S. Bank Global Fund Services	391	BNP Paribas Prime Brokerage	855	UBS	1,189
Apex Group	360	Barclays	717	Credit Suisse Prime Fund Services	1,105

(出所) Preqin, Special Report: Service Providers in Alternative Assets, Preqin Ltd., 2021.

イム・ブローカレッジとカストディには少なからずアドミニストレーションの要素も含まれているはずである。そしてプライム・ブローカレッジでの地位は、図表8で見た株式トレーディングのシェアにかなり強く反映されている。それだけ、証券サービスがトレーディング業務に深く組み込まれているということであろう。

おわりに

本稿では考察することができなかったが、マーケット業務に隣接するものとして、資産管理業務も大手投資銀行の中で収益に占める重要性が高まっている。⁽²⁾この業務の特徴は、資本の必要が小さく、預かり資産の残高に応じて比較的に安定した収入を得られることである。実はこれこそ現在の投資銀行が目指す方向性を示している。

一九七〇年代にトレーディングの重要性が高まって以降、大手投資銀行は収益変動の大きさに悩まされてきた。トレーディングを支えるために株式会社化して規模を拡大すると、今度は株主から収益の安定化を求められるようになった。そこに電子化、自動化の流れが加わり、顧客の活動を後押しすることによって取引の量を膨らませ、その中で効率的にバランスシートを利用するモデルが追求されるようになったと考えられる。

このように見ると、現在の大手投資銀行が採用するトレーディングのモデルは、金融危機後に突然登場したものではなく、長期的な趨勢の中で徐々に構築されてきたものであることが理解されるであろう。

注

(1) 本稿の内容は参考文献リストにある拙稿を要約し、再構成したものである。情報の出所を含め、詳しくはそれらを参照されたい。なお、米大手投資銀行という場合、その中にはバンク・オブ・アメリカも含めるべきであるが、まだ調

査途中であるため、本稿では主にゴールドマン・サックス、モルガン・スタンレー、JPMオルガン、シティの四社を対象とする。

(2) 資産管理業務では、オルタナティブ投資プラットフォームで、投資家向けに多様な戦略へのアクセスが提供されると同時に、投資家にとってはプラットフォームを経由することでファンド投資の透明性が高まるという利点もある。ファンド・オブ・ファンズもプラットフォームの一種という性格を持つ。ここでは新興マネジャー育成機能や、ファンド持ち分および運用会社持ち分への流動性が提供されることもある。またGSやJPMは、ヘッジファンド投資のパフォーマンス解析に基づき、スマートβETFを創出している。ただし、シティは二〇〇五年に資産管理業務の大部分を手放し、二〇一〇年にはファンド・オブ・ファンズ事業も売却した。

参考文献

- ・ 神野光指郎『アメリカ金融仲介システムの動態』文眞堂、二〇一九年。
- 「金融危機後における金融市場と金融仲介過程の変容(上)」大阪市立大学経営学会『経営研究』第七〇巻第一号、二〇一九年五月、一—三二頁。
- 「金融危機後における金融市場と金融仲介過程の変容(下)」大阪市立大学経営学会『経営研究』第七〇巻第二号、二〇一九年八月、一—五〇頁。
- 「米大手投資銀行の事業展開(1) —Goldman Sachs」大阪市立大学経営学会『経営研究』第七〇巻第二号、二〇一九年十二月、五五—八〇頁。
- 「米大手投資銀行の業務展開(2) —Morgan Stanley(上)」大阪市立大学経営学会『経営研究』第七一巻第一号、

二〇二〇年五月、一五七—一九六頁。

・——「米大手投資銀行の業務展開 (3) —JP Morgan Chase (上)」大阪市立大学経営学会『経営研究』第七一巻第四号、二〇二一年二月、八九—一二三〇頁。

・——「米大手投資銀行の業務展開 (4) —Citigroup (上)」大阪公立大学経営学会『経営研究』第七三巻第一号、二〇二二年五月 (予定)。

(かみの みつしろう・大阪公立大学教授)

証研レポート既刊目録

No.1717 (2019.12) 執筆者
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F R Bの負債構造 伊豆
ベリオディック・オークションの実像 吉川
ーE S M Aのコンサルテーション結果に見る実態ー
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(D C S)・ストラクチャについて 佐賀
F R Bのコロナ危機対応策 伊豆
ーリーマン危機との比較ー
英国H F Tの実情 吉川
ー注文データに基づくF C Aの分析ー

No.1720 (2020.6)
証券リテール営業の「デジタル化」 二上
ー「スマホ証券」ー
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S E C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H F Tの実情2 吉川
ー注文データに基づくF C Aの分析2ー
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
ー株式投資型クラウドファンディングを中心にー
ロビンフッド証券のビジネスと注文回送リポートについて 清水
株価変動の抑制規制 志馬
ー米国の様々なサーキット・ブレーカー制度ー
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 築田

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

No.1724 (2021.2) 執筆者
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
S E C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
ー米国S E C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)ー
年金財政方式と年金積立金 玉井
ー本当に賦課方式なのかー

No.1725 (2021.4)
証券リテールビジネスのD X 二上
F R Bのコロナ危機対応策と財政資金 伊豆
イギリスのE U離脱に伴う市場動向 吉川
ー取引・人員の減少とクリアリングの滞留ー
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
S E Cにおけるアルゴリズム取引の状況認識と評価 志馬
ー米国S E C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)ー

No.1727 (2021.8)
金融分野の顧客情報共有を巡る最近の動き 二上
大阪における店頭売買承認銘柄 松尾
ー昭和二〇～三〇年代の非上場株式市場ー
欧州株式市場の流動性 吉川
ーE S M A統計の批判から見てきたものー
メガバンクF Gの業務変容と収益低迷のジレンマ 中野

No.1728 (2021.10)
発足が間近に迫る金融サービス仲介業 二上
東京における店頭売買承認銘柄 松尾
ー昭和二〇～三〇年代の非上場株式市場ー
ロビンフッド証券のI P O書類から見る収益状況 清水
米国オプション取引所の現状と歴史 志馬

No.1729 (2021.12)
「その他手数料」再論 二上
S R F導入の背景 伊豆
ーF R Bと国債市場ー
ゲームストップ株式をめぐる問題 吉川
ーS E Cの報告書に見る実態ー
なぜイギリスは議決権行使助言会社の影響力がアメリカほど大きくないのか 梅本

No.1730 (2022.2)
米国S P A C市場の実情 吉川
ーナスダックによる分析ー
F R B・国債市場・P T F 伊豆
ペイメント・フォー・オーダーフローの規制について 清水
米国株式オプション市場におけるP F O Fを巡る議論 志馬
ーその始まりから現在までー

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。

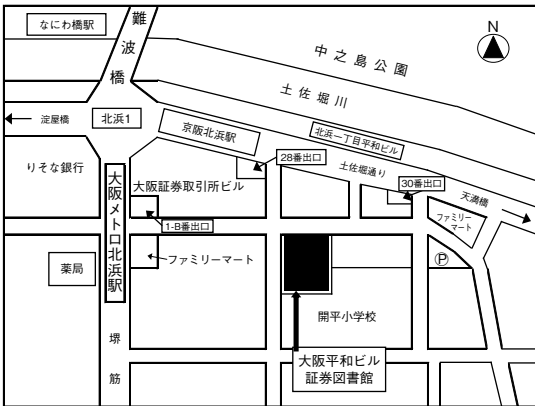
所 在 地 大阪市中央区北浜1-5-5 大阪平和ビル7階
TEL (06) 6201-0062

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 (<https://www.jsri.or.jp>) から
図書の検索ができます。ご利用ください。

証研レポート第一七三一号
二〇二二年四月十一日発行
(偶数月第二月曜日発行)

2022年4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
<https://www.jsri.or.jp>

定価：418円(本体380円+税10%)