

証券市場論

証 券 市 場 論

津 村 英 文 著

税 務 経 理 協 会

著 者 紹 介

1933年 東京に生まれる。
1957年 横浜国立大学経済学部卒業。
1957年 野村証券株式会社、野村証券投資信
～1969年 託委託株式会社に勤務。
1972年 一橋大学大学院商学研究科修士課程
修了。
1972年 専修大学商学部講師。
1974年 専修大学商学部助教授。
現住所 神奈川県川崎市多摩区西三田団地 4
— 6 — 404

著者との契約により検印省略

1033-0194-3911

昭和54年9月15日 初版発行

証 券 市 場 論

定 価 2,500 円

著 者	津 村 英 文
発 行 者	大 坪 半 吾
印 刷 所	税 経 印 刷 株 式 会 社
製 本 所	株 式 会 社 三 森 製 本 所

発 行 所 東 京 都 新 宿 区 株 式 税 務 経 理 協 会
下 落 合 2 丁 目 5 番 13 号 会 社

郵便番号 161 振替 東京 9-187408 電話 (03) 953—3301 (代表)

乱丁・落丁の場合はお取替えいたします。

© 津村英文 1979

本書の内容の一部又は全部を無断で複写複製(コピー)することは、法律で認められた場合を除き、著者及び出版社の権利侵害となりますので、コピーの必要がある場合は、予め当社あて許諾を求めて下さい。

は し が き

本書は、大学（経済学部、商学部、経営学部）における証券市場論の講義テキストとして著したものである。それは著者の専修大学での講義ノートに大幅に加筆するという手続によって作成された。教科書であるから、著者の研究成果を世に問うといった性格のものではない。しかし、全体としてできるだけ新しい理論と実証の成果を取り入れるように努めたつもりである。

従来証券市場論という学問分野では、主として制度論的アプローチによってその研究が進められてきた。市場の機能や行動（behavior）について論じることがあるとしても、それは制度との関連において部分的に言及されるにすぎなかった。それにはいくつかの理由が考えられる。第1は証券市場をめぐって生起する現象が余りにも変動的であって、通常の——確定性を前提とする——経済理論によっては合理的な説明を与えることが困難だったからである。それはまた市場で取引される対象が余りにも大きな危険（risk）あるいは不確実性（uncertainty）を伴う商品であるからでもあった。

第2の理由は、それがもともとドイツで発生した商学（Handelswissenschaft, Handelslehre）の一部門として、一層特定していえば取引所交通論（Börsenverkehr）の一環として研究されてきたという経緯による。今日でも大学によっては、証券市場論という学科目に代えて、〔証券〕取引所論をおき、あるいは〔有価〕証券論の名称で開講していることがあるが、これらはいずれも商学的伝統を反映するものである。経済学部において通常これらの科目が設置されていないのも同じ理由による。第3の理由は、特にわが国について妥当することであるが、証券市場が産業金融や財政資金調達に余り大きな意義を持っていなかった、という事情がある。このため、証券市場の現象を国民経済全体の中に位置付けて統一的に理解しようという動機も強くは働かず、またそのような理解をすることもむずかしかった（第1の理由）のではなからうか。

しかしながら、以上に述べたような状況は、近年になって急速に変化してき

た。それは、二つのインパクトによる。第1は、H. M. マルコビッツ (H. M. Markowitz) によるポートフォリオ理論の確立によって、不確実性下における投資主体の意思決定行動の解明が可能となったことであり、第2は、現実の側に機関投資家の発展、企業集団の形成、国際資本移動の盛行といった大きな変化があり、これらが伝統的な証券市場論に対して強く自己革新を迫ってきたということである。

特に前者については、その後アメリカにおいて大いに研究が進められ、今日では資本市場理論 (capital market theory) という独立のジャンルを確立するにいたっている。これらの理論のおかげで、われわれは従来の断片的理解から脱却し、証券市場の行動の基本的な全体像を掴むことができるようになった。しかし、それらの理論は——理論モデルとしての性格上当然のことであるが——著しく抽象的であり、現実と比較して簡略化されている。それ故、それは伝統的な制度論的アプローチと容易に接続しうる、といったものではない。他方後者、すなわち近年証券市場をめぐる生起している諸々の現象は、著しく流動的であり、変化のスピードも速い。証券市場論研究者としては、それらに対応して一応の理論的説明を与えなければならないのであるが、それさえも決して容易なことではない。

以上のように、今日証券市場論は多くの困難に直面している。これらの困難をすべて乗り切り、完璧な理論体系を打ち樹て、それによって証券市場の制度と現象を整理・記述し、その意味を解明することは、浅学な著者のよくなしうるところではない。しかし、著者としては、本書の中で上に述べた三つの側面、すなわち証券制度、資本市場理論、近年発生している現象の三者について、それらをできるだけ相互に関連させつつ、バランスのとれた説明を与えようと努めたつもりである。結果の成否については大方の忌憚ない批評にまづほかないが、多少とも従来の証券市場論教科書と異なる特色を打ち出すことができたのではないかと思っている。

著者はいま、本書をまとめるに当たって多くの人々から受けた恩恵を思わずにはいられない。何にもまして広く、かつ深いのは、著者の一橋大学大学院に

おける二人の恩師、木村増三教授と宮川公男教授から賜った学恩である。木村先生には在学中から今日に到るまで折にふれて、また著作を通じて、測り難いほど多くの、懇篤な指導を頂いた。宮川先生は、菲才の著者に対して、そのゼミナールの筵席に連なることをお許しになり、倦むことなく数量分析の理論と方法をご教示下さった。顧みてただ感謝あるのみである。いま一方で両先生の学恩を思い、他方で自らの今日到達した学問水準の低さを認めるとき、ただ己が不敏を恥じるばかりである。願わくは藉すに時をもってせられんことを。

両先生のほかにも、著作物を通じて、あるいは学会・研究会の席などで直接に、ご教示を賜った先学や同学の士は数多い。ここに一々芳名を挙げる余裕のないのが残念であるが、記して感謝の意を表する次第である。なお原稿の浄書、ゲラ刷りの校正、そして索引の作成といった労多い仕事を遂行してくれた妻有紀子にも感謝したい。

最後になったが、本書の企画から出版に到るまで、長い期間にわたってお世話をして下さった税務経理協会の堀井裕一氏に対して心からお礼を申し上げる。

本書のような小著も、これらの人々の恩恵と援助を受けることなしに陽の目を見ることはなかったであろう。それにも拘らず、本書になお多く含まれているであろう誤謬に対して、責任を負うのが著者のみであることはいうまでもない。

1979年7月

津 村 英 文

経営学書案内（昭和54年8月現在）

経営分析概説	阪本安一著	A5・2,500円
付加価値分析	山上達人著	A5・3,300円
資金繰りと財務安定性の分析	伊達陽著	A5・3,700円
原価分析	青木脩著	A5・2,000円
現代収益性分析	飯田修三著	A5・2,300円
原価分析と企業予算	青山英男共訳 坂本報	A5・1,000円
経営政策分析	滝野隆永著	A5・2,200円
財務分析演習 2訂版	国弘員人著	A5・1,800円
財務診断の改善事例	竹島重男著	A5・2,400円
実践計数分析	田原敏弘共著 高橋信行	B6・490円
やさしい財務分析 3訂版	上原学著	B6・1,200円
小零細企業の経営指導	石尾登治共著 岩尾昭	B6・1,300円
職業会計人のための経営分析	石尾登治共著 清水時雄	B6・1,300円
日本産業・企業史概説	樺井義雄著	A5・1,100円
現代経営学事典	小島三郎編著	四六・4,000円

経済学参考書案内（昭和54年8月現在）

現代経済原論	金子敬生著	A5・3,300円
経済学入門	和田禎一著	A5・2,000円
改訂版経済学	佐藤豊三郎著	A5・1,400円
経済学の発展	中村賢一郎著	A5・1,000円
経済学の基礎	中本博皓著	A5・1,900円
現代経済学 その理論と政策	中本博皓著 片平光弘	A5・2,600円
現代経済学	沈晩燮著	A5・2,500円
近代経済学	中村寿雄著	A5・1,900円
ミクロ経済学の基礎理論	関口甲子男著	A5・2,200円
転換期の経済学	高瀬浄著	A5・2,300円
経済発展と社会福祉	現代体制論研究会編	A5・2,100円
資本制経済の構造と発展	孤淵正晃著	A5・1,900円
交通経済論	永田元也著 細田繁雄	A5・1,600円
数値例による近代経済学基礎演習	中本博皓著	A5・2,500円
体系近代経済学問題演習	中本博皓著	A5・2,200円
日本経済史概論	塚谷晃弘著	A5・1,200円
経済政策原理	五井一雄著	A5・2,800円
アメリカ経済論	菰淵正晃著	A5・2,400円
国際経済論	山本新一著	A5・2,200円
価値の社会経済史	寺尾誠著	A5・3,800円
現代産業経済論の展開	中本博皓著	A5・2,900円
比較経済史入門	林達著	A5・2,100円

商学書案内（昭和54年8月現在）

商 業 経 営 論	出 牛 正 芳他著	A5・3,500円
新 訂 商 業 概 論	平 地 平 一著	A5・1,100円
商 業 学 要 講	鈴 木 保 良著	A5・1,000円
新 商 業 計 算 入 門	笹 井 昭 孝共著 萩 原 稔	A5・2,200円
現代の証券市場と資本蓄積	金 澤 信著	A5・1,800円
マーケティング管理論	白 髭 武著	B6： 650円
現代マーケティング論改訂版	西 村 林著	A5・2,300円
ソーシャル・ マーケティングの構図	村 田 昭 治編著	B6・1,200円
コーポレート・ コミュニケーションの構図	村 田 昭 治編著	B6・1,600円
日 本 の 流 通 構 図	村 田 昭 治編著	B6・1,600円
マクロ・リテイリング	浅 井 慶三郎著	A5・2,400円
マーケティング・ブリーフ	田 村 勉著	A5・2,700円
広告コミュニケーション論	小 林 太三郎編著	A5・3,900円
品 質 基 礎 理 論	橋 本・中 村共著 河 野・飯 島	A5・1,400円
販売士試験の手引	上 原 学編著	A5・2,100円

目 次

は し が き

序章 国民経済と証券市場	1
§1 経済循環と資金循環	1
(1) 市場経済システム	1
(2) 三つの経済主体	3
(3) 金融・資本市場の成立	5
§2 資本市場の機能	7
(1) 企業金融と公債発行	7
(2) 資産運用	9
(3) 資本市場の均衡	10
§3 証券市場論	11
第Ⅰ章 証券制度	12
§1 意義と種類	12
(1) 証券の意義	12
(2) 証券制度の沿革	14
(3) 証券の種類	15
§2 株式と新株引受権証書	17
(1) 株式の意義	17
(2) 議決権	18
(3) 配当と残余財産分配	18
(4) 優先株・普通株・劣後株	19
(5) 額面株・無額面株	20

(6) 償還株	21
(7) 授權資本制と新株発行	21
(8) 新株引受権証書	23
§3 債券とその種類	24
(1) 債券の意義	24
(2) 利付債と割引債	24
(3) 内債と外債など	25
(4) 現物債と登録債	25
(5) 公共債と私法人債	26
(6) 公共債の種類	26
(7) 私法人債の種類	28
(8) 普通社債と転換社債	28
(9) その他の特殊社債	30
§4 受益証券とその種類	30
(1) 信託の法理と受益証券	30
(2) 投資信託の意義と沿革	31
(3) 証券投資信託の種類	32
(4) 日本の証券投資信託	34
(5) ファミリー・ファンド型ユニット投資信託	35
(6) 株式オープン	37
(7) 公社債オープン	37
(8) 貸付信託	37
第Ⅱ章 証券の供給	39
§1 証券の発行主体	39
(1) 株式会社	39
(2) 国	43

(3) 地方公共団体	46
(4) その他	48
§2 企業金融論	49
(1) 投資決定論	49
(2) 資本コスト論	52
(3) MM理論	55
(4) 日本企業の金融行動	57
§3 会社証券発行の方法	62
(1) 新株発行の種類と方法	62
(2) 社債発行の種類と方法	64
(3) 公募発行の諸形態	65
(4) 発行取引と売買取引に関する証券業務	68
(5) 募集および売出に関する企業内容開示制度	70
(6) 非公募発行の諸形態	72
§4 公共債発行の理論と方法	73
(1) 財政均衡とフィスカル・ポリシー	73
(2) 大量国債発行の問題点	74
(3) 地方債発行の理論	76
(4) 国債の発行手続	77
(5) 地方債・政府保証債の発行手続	79
§5 証券発行の状況	81
(1) 新株発行の状況	81
(2) 事業債発行の状況	85
(3) 公共債発行の状況	87
(4) 受益証券発行の状況	88

第Ⅲ章 証券の需要	92
§1 証券需要の諸動機	93
(1) 投資	93
(2) 投機	96
(3) 鞘取り	97
(4) 掛繋ぎ（保険つなぎ）	98
(5) その他の動機	99
(6) 諸動機の間関係	99
§2 証券投資行動	100
(1) はじめに	100
(2) 投資分析実務の諸領域	101
(3) 投資情報の作成	102
(4) ポートフォリオ管理	104
(5) 投資分析論	105
§3 証券分析論の系譜	106
(1) 金融資本論の意義	106
(2) グレアム＝ドッドの「証券分析」	107
(3) J. B. ウィリアムズの業績	109
(4) 株価収益率とその応用	110
(5) ウォルター・モデル	112
(6) ゴードン・モデル	113
(7) 公社債の分析	113
§4 ポートフォリオ理論	115
(1) 投資収益率	115
(2) 共分散と相関係数	118
(3) 効用理論とE-V規準	119
(4) 分散投資の効果	121

(5) 最適ポートフォリオの選択	122
(6) 無危険資産の導入	124
(7) 効率的ポートフォリオの探求	126
(8) ポートフォリオ選択の現状	127
§5 証券投資家とその行動	128
(1) 貯蓄主体としての家計	128
(2) 機関投資家	131
(3) 証券投資信託の特徴	133
(4) 生命保険と損害保険	134
(5) 株式相互持合の論理	135
 第Ⅳ章 証券市場の均衡	139
§1 一般均衡	139
(1) 市場均衡の意義	139
(2) 金融市場における一般均衡	141
(3) 利子率の危険構造	143
(4) 利子率の期間構造	145
§2 資本資産価格モデル (CAPM)	147
(1) ポートフォリオ理論と市場均衡	147
(2) 期待収益と危険の関係	149
(3) 資本資産価格モデル	151
(4) 資本市場理論の現実的意義	152
§3 証券流通市場の機構と機能 ——その1 取引所市場——	154
(1) 意義	154
(2) 組織	156
(3) 業務および機能	157
(4) 現状	157

(5) 取引所市場の店頭市場に対する特徴	158
(6) 上場制度	161
(7) 取引所取引成立の全体過程	165
(8) 取引所立合場内取引の成立過程	168
(9) 有価証券報告書制度	169
§4 証券流通市場の機構と機能 ——その2 店頭市場——	170
(1) 店頭市場の意義	170
(2) 株式の店頭市場	171
(3) 債券の店頭市場	172
§5 証券流通市場の機構と機能 ——その3 仮需給システム——	174
(1) 信用取引の意義と範囲	174
(2) 信用取引約定の成立過程	174
(3) 現行信用取引の諸条件	175
(4) 信用取引の決済方法と投資効率	176
(5) 貸借取引	177
(6) 仮需給システム導入の意義と現状	179
§6 証券流通市場の現状	179
(1) 株式流通市場	179
(2) 公社債流通市場	181
(3) 転換社債流通市場	184
§7 証券価格の水準とその変動	185
(1) 株価指標の意義と種類	185
(2) 単純株価平均	186
(3) 新株権利落と個別銘柄における権利修正	186
(4) ダウ式修正株価平均	187
(5) 時価総額指数	189
(6) 株式投資収益率	190

(7) 株価水準の変動要因—その1 利益—	192
(8) 株価水準の変動要因—その2 金融環境—	194
第Ⅴ章 証券市場の国際化	198
§1 国際収支と資本移動	198
(1) 戦後国際通貨体制	198
(2) 国際資本移動	199
§2 国際的資金調達	201
(1) 日本企業等の外債発行	201
(2) 日本企業のADR等発行	202
(3) 日本国内における外国証券の発行	204
§3 国際的証券投資	205
(1) 外国投資家の対日証券投資	205
(2) 日本投資家の外国証券投資	207
§4 国際的証券業務	208
(1) わが国証券会社の海外進出	208
(2) 外国証券会社の対日進出	210
結章 証券市場の将来	212
(1) 資本主義経済	212
(2) 三つの変化傾向	213
(3) 制御された資本主義	213
(4) 自己金融と法人資本主義	214
付録A 日本証券市場小史	217
付録B 参考文献案内	224
図表索引	237
索引	239

序章 国民経済と証券市場

§1 経済循環と資金循環

(1) 市場経済システム

「人はパンだけで生きるものではない」が、同時にパンなしで生きられるものでもない。人が自然に働きかけて、その「日用の糧」を得る行為を生産という。生産によって得たパンは消費され、明日の生産の原動力となる。このように生産→消費（労働力の再生産）→生産→……という繰返しを経済循環という。しかし、人はひとりでは生きられない。生産は常に他人との分業および協業によってなされる。すなわち人間は社会的動物であり、生産は常に社会的生産として行われる。さらに生産物の範囲は用役（サービス）にまで拡大される。やがて生産者の間に生産物の交換（流通）が発生するが、個別的交換から一般的交換へと進み、その間を媒介する手段としての貨幣の誕生をみる。さらに生産の分化が進み、流通を専門に担当する商業が分離し、市場が発生する。こうして商品経済システム＝市場経済システムが完成する。このように財貨・用役が社会全体として生産され、交換され、消費される過程、特にそれが繰返し行われる過程として認識されるとき、これを経済循環 (economic cycle) という。

このような社会的分業による商品生産と市場流通の経済システムにおいては、自由で競争的な市場で成立する価格が決定的に重要な役割を果たす。なぜなら、そこでは何処の誰が何を何時どれだけ生産し、誰にどれだけ売渡すべきであるかを計画し、命令する主体は存在せず、どのような商品をどれだけ買って消費すべきかを消費者に指示する主体も存在しないからである。そのような、社会の資源配分 (resource allocation) は市場価格の高さに対して各経済主体が経済合理的に (reasonably in the economic sense) 反応することによって自動的に行われる。各人が利己心の命ずるままに行動することによって社会経済