

証 研



レポート

No.1537

1996年8月

- ビッグバン以後のロンドン株式市場
- アメリカにおける投資会社と個人年金市場
- 今年上半期の普通社債発行の変化について
- 米国地ビール会社のインターネット・
ファイナンスをめぐって
- ブロック取引制度の導入
—パリ証券取引所の新たな試み—

財団法人 日本証券経済研究所

ビッグバン以後のロンドン株式市場

イギリスでビッグバンと称される取引所改革が行われて一〇年が経過しようとしている。その間、この改革をめぐってさまざまな評価がおこなわれてきたが、昨九五年、「トレードポイント」と呼ばれる新しい証券取引所が公認され、需給適合方式をめぐる市場間競争の幕が切つて落とされるなど、イギリスの市場改革はビッグバンによって完了をみたわけではない。他方、わが国証券市場においても手数料自由化が検討されるなど市場改革の具体化が進められようとしている。そこで、以下ではビッグバンの功罪、その評価、影響をしてお残されている問題点について整理してみた。

ビッグバンの内容と目的

ビッグバンとは一九八六年にロンドン証券取引所（以下LSEと略）が行つた一連の包括的な改革であり、それは、①売買手数料の自由化、②単一資格制の廃止（ジョバー・ブローカーの兼業可となる）、③証券取引所会員への外部資本出資制限の撤廃、④競争的マーケットメイカー制の導入および立会場取引からスクリーン取引への移行、の四点からなっている。この改革の目的は、次のように、単一ではなく複合的になっている。

〔市場機能の向上——投資家、発行体の利便性の観点〕

手数料の自由化は、会員業者のブローカー業務にかかるコストやサービスに見合った料率の設定により投資家にとつて合理的な取引コストを約束する。会員業者への出資制限の撤廃は、会員業者の資本力すなわちポジション・テーキング力を強化し、より良い値段の提供、より多くの執行可能株数を投資家に約束する。⁽¹⁾ 単一資格制の撤廃はブローカー・ディーラーの兼営を通じて、範囲の経済性により業者の経営コストを低下させる。要するにこの改革の目的は、価格形成にすぐれ、流動性に富み、低コストの流通市場を形成することで出来高の拡大を図り、ひいては資金調達機能を高めることにある。

〔国際競争力強化——国際性の観点〕

このような市場機能向上の努力はLSEの外国株部門においてもむけられ、外国株の流動性ひいては資金調達機能の向上が図られた。改革の目的は、このことを通じてロンドンを世界の金融センターの一つにし、かつ欧州時間帯でのリーダーとしての地位を確立して、国際競争力の強化を図ることにある。

〔仲介業者〕

他方、投資家や発行体が利用する証券サービスについては、改革の目的は、国際的資本を含む外部資本の会員業者への資本参加ならびに一連の改革を通じて英国証券会社の体質強化、リストラを図り、高度なイノベーションの発揮が可能な状況を作り出すことにある。

〔透明性、取引公正性——投資家保護の観点〕

スクリーン取引への移行は、これまで投資家には見えなかった立会場のなかでの売り買いの気配値が、他のマ

マーケットメイカーの気配値と比較可能な形でリアルタイムで提供されることとなり、事前情報の透明性は格段に向上する。改革の目的は、同時に行われた新規制システム（金融サービス法）とあいまってロンドンを適切に規制された市場にし、投資家保護と公正な取引の実現を図ることにある。

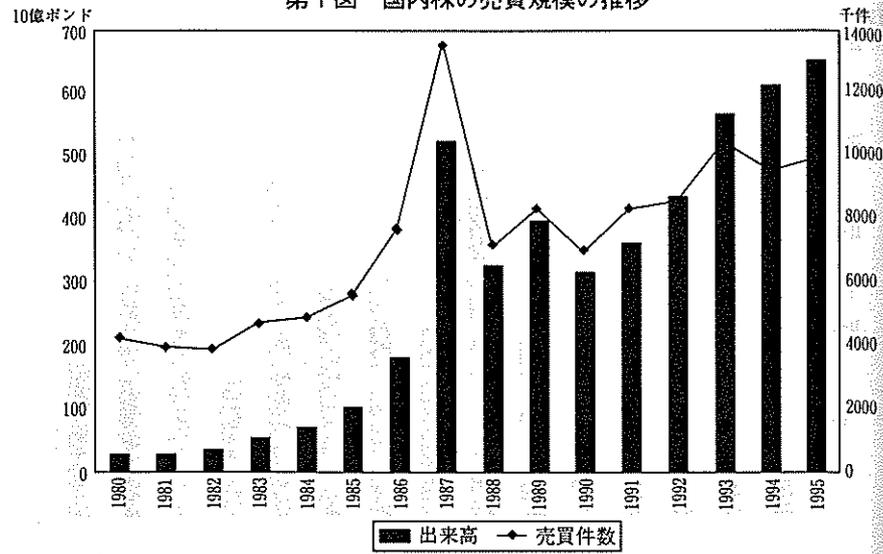
市場機能向上の評価

以上のように見ると、ビッグバンの評価はこれらの目的のそれぞれがどの程度達成されたか、という観点からなされるべきだということになる。⁽²⁾そこで最初に市場機能は向上したか、という点についてみよう。

そのプラスの評価としては、①市場規模が金額・件数ベースともほぼ順調に拡大していること、②売買手数料がコストやサービスマに見合って設定されるようになったこと、③株式による資金調達が新規上場を含め、順調に拡大したこと等があげられよう。

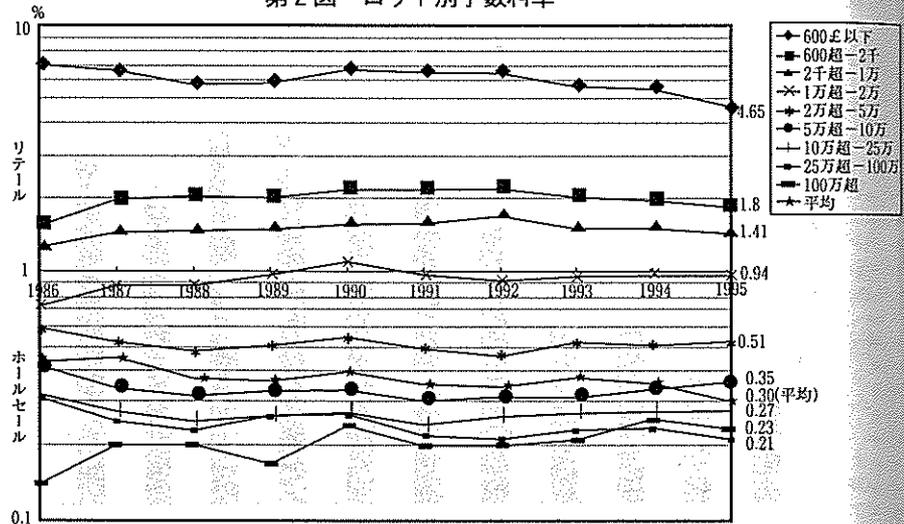
第一に市場規模の拡大は流動性の向上の代理変数である（第一図）。第二に、全体として手数料率すなわち投資家にとって取引コストが低下していること、二万ポンド以下の小口取引の料率は概ね上昇している反面、これを超える大口取引の料率が低下しており、これまでブローカー業務において行われていたとされる内部補助（大口取引の赤字をもって小口取引の赤字を補助する）が解消されブローカーコストに見合って料率が設定されるようになったこと等が見取れるのである（第二図）。さらにインデックスに連動するパッシブ運用等のブローカーのアドバイスが必要としない注文については、ブローカーを介さず（したがって手数料を支払わず）マーケットメイカーとの直接的な取引（ネット取引）が認められている。このようにサービスの内容に応じた手数料支払いとなっている。

第1図 国内株の売買規模の推移



(出所) Stock Exchange Quarterly より作成。

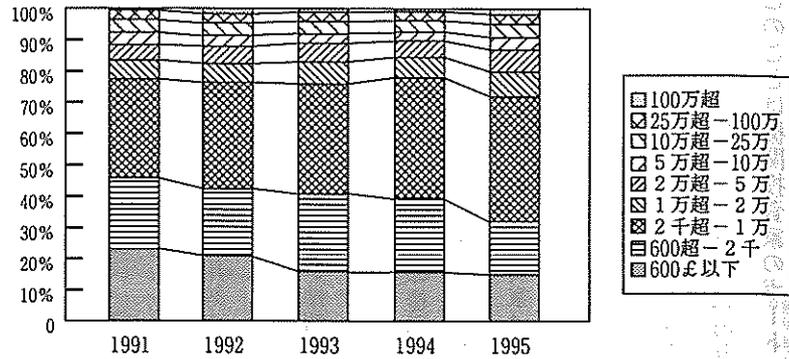
第2図 ロット別手数料率



(注) ネット取引は含まず。1995年はFTSE100銘柄のみを対象。

(出所) Stock Exchange Quarterly より作成。

第5図 ロット別売買件数の構成

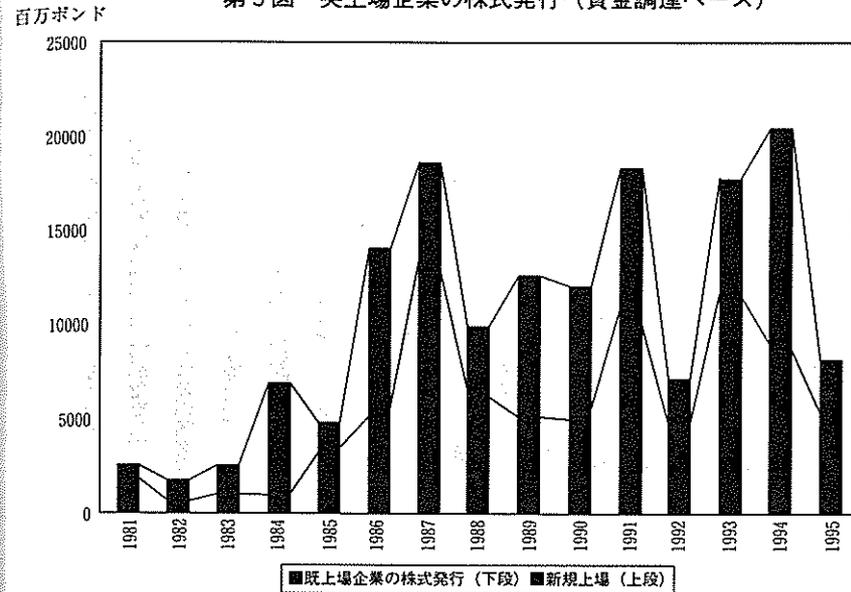


(出所) 第1図に同じ。

最後に、第三図は株式による資金調達額をみたものであり、八六年以後その規模は拡大していることがわかる。一方、マイナスの評価としては、①株主層、投資家層のすそ野の拡大が依然として定着していないこと、②自由化によっても価格競争が徹底せず、手数料率の設定に不透明な要素を含んでいること、③手数料率は低下してもスプレッドが拡大し、広義の取引コストが低下したとは必ずしもいえないこと、があげられる。

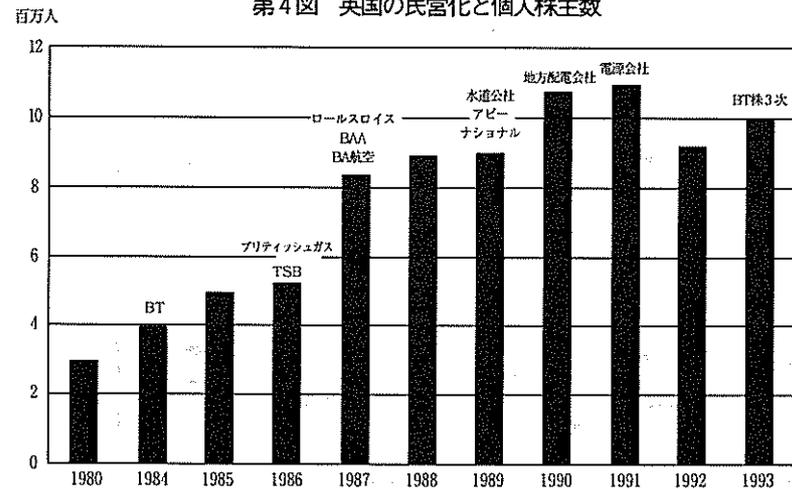
第一に、イギリスの株主人口は八〇年の三百万人から九一年の一一百万人に増えたが、これは市場改革とは関係なく民営化株の好条件での売り出し、PEPs (個人株主計画) 等の税制優遇措置、従業員持株制度の拡大等によるものである(第四図)。このなかにはわずか一株や二株しか持っておらず相場の上昇とともに利食い売りに出て株式市場から退場する株主も多いといわれている。したがって、民営化が一段落した九二年以後は早くも株主数の絶対数が減少している。このことは二千ポンド以下の零細取引はもとより売り手口の方が多いといわれていること、また金額的にはもちろん件数ベースでも小口取引の比率が

第3図 英上場企業の株式発行 (資金調達ベース)



(注) 「既上場企業の株式発行」は株式発行から新規上場分を控除した額。新規上場には若干の債券を含むため正確ではない
(出所) Stock Exchange Quarterly より作成。

第4図 英国の民営化と個人株主数



(出所) Stock Exchange Quarterly, Summer 1991, P19. Fact Book, 1996 P42
(注) 配電会社はTOBにより1995年には株主数は減少したと推測される。

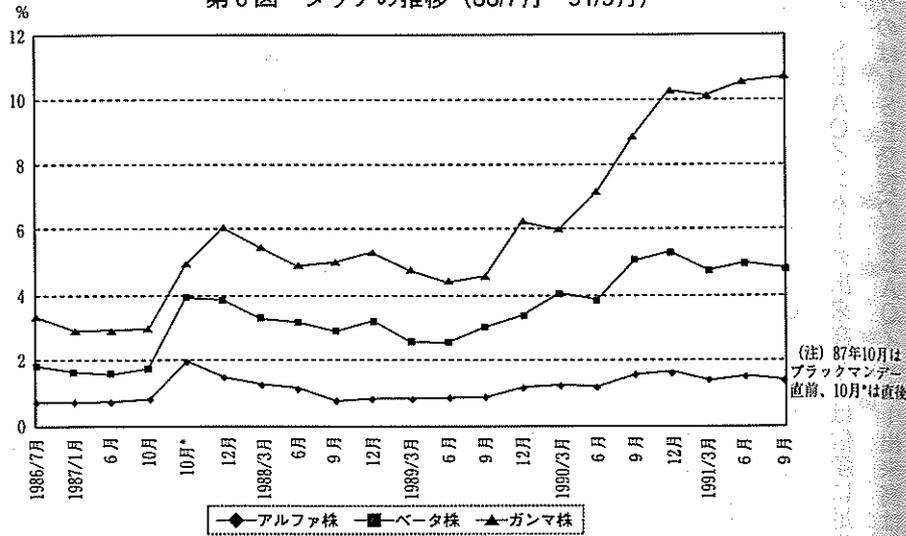
低下していることにも現れている（第五図）。このようにイギリス株式市場は、財閥解体によって強制的に証券民主化が進められその結果生み出された大衆株主を基盤に急速に拡大した戦後日本の株式市場とは逆のコースを辿っているようにみえる。

第二に九二年以後、ソフトコミッションと呼ばれる手数料の支払い契約が横行している（その結果、大口取引の手数料率は九二年以後、むしろ上昇傾向を見せている——第二図）。この契約は、機関投資家が第三者機関から調査レポートや情報端末の利用等のサービスを受けた場合に、そのコストを含めた売買手数料をパッケージにしてブローカーに支払い、ブローカーはそこから第三者機関に支払うというものである。このような支払い慣行は、調査アドバイス、オンライン情報提供、執行スキルなどそれぞれのサービスの対価として手数料が支払われるやり方とは逆であり、各種サービスの価格競争を不透明にするものである⁽³⁾。

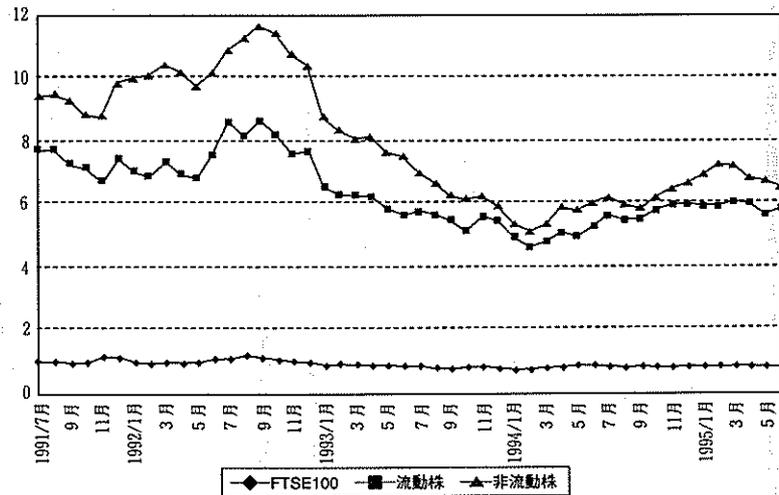
第三に、マーケットメイカーの提示する売り買いの気配値のうち最良のもの開差（これはタッチと称されるが）、これが狭ければ狭いほど投資家にとっては取引コストが低いことを意味するが、逆に上昇傾向にあることがあげられる。もちろん、投資家は交渉によってはタッチの内側（すなわちもっと良い値段）で売買を執行することも可能であるが、それが出来るのは交渉力のある機関投資家だけである。

タッチは株価に対する開差の比率によって表されるが、不況期には株価が下落するので拡大し（九〇年、九四年）、好況期には株価が上昇するので縮小する（九三年）。しかし一循環を通じてみた場合に、タッチは以前の水準まで戻らず、高止まりする傾向にあり、特に非流動株（約二三〇〇銘柄）は上昇傾向すら見せている（第六、七図⁽⁴⁾）。このことは機関投資家のポートフォリオの中心を占めるFTSE一〇〇等の流動株以外のものは売買が少なく、マーケットメイカーもポジションリスクの観点からタッチの幅を広げ、そのことがさらに流動性を低下

第6図 タッチの推移（86/7月—91/9月）



第7図 タッチの推移（91/7月—95/5月）



(出所) Stock Exchange Quarterly より作成。

させ、悪循環に陥っていることを暗示している。
 イギリス株式市場はもともと機関投資家の比重が高いのであるが、ビッグバンは発行・流通両面において株式市場の規模を拡大させるというプラスの効果をもたらした反面、機関化傾向を一層促進させ、ブローカーとの契約やマーケットメイカーとの値決め交渉において透明性を欠いた取引慣行を生み出したといえよう。

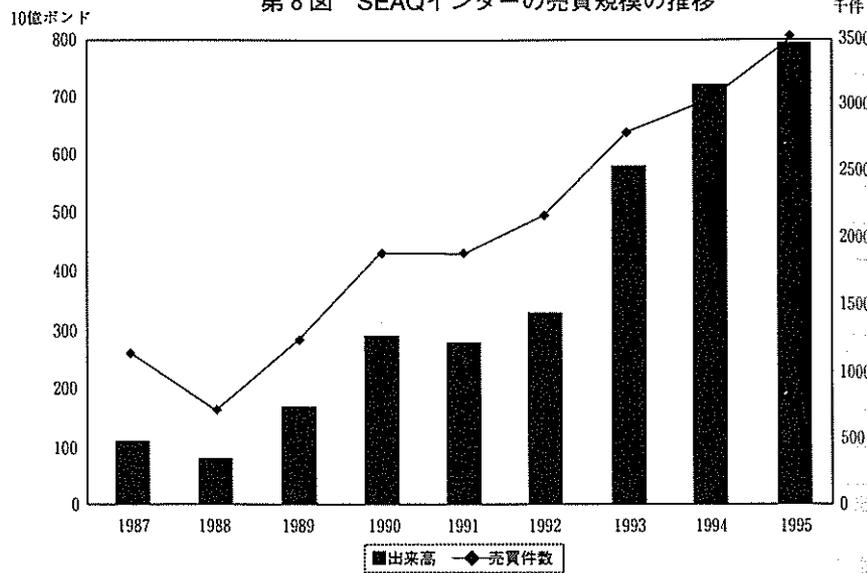
国際性の評価

次に国際競争力は高まったであろうか。第八図はSEAQインターと呼ばれるLSEの外国株部門の売買高が順調に拡大していることを示しており、特に欧州大陸株については母国市場に匹敵するだけの規模に達している銘柄もある(第九図)。また取引コストの国際比較を見ると、やや数字が古いが、委託手数料率では大口取引でロンドン是最も低くなっており(第一表)、またスプレッドを含めたコストでも、ドイツ株、フランス株についてはSEAQインターは母国市場と比べて低くなっている(第二表)。資金調達機能を見ると、エクイティファイナンス、新規上場ともにアメリカに次いで世界二位をキープしており(第一〇、一一図)、欧州やエマージング諸国の民営化株式のグローバル・イシューでも中心的な役割を果たしている。

このように、スクリーンによる外国株の市場情報伝達方式であるSEAQインターは、欧州株を中心に外国株の一大流通市場をロンドンに作り上げ、国際金融センターとしてのシティの地位を強化することに成功した。SEAQインターはビッグバンの最大の成功例とされているのである。

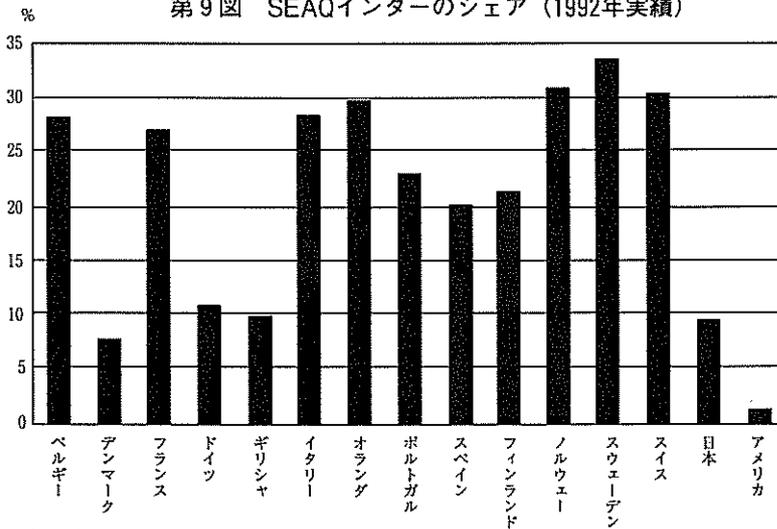
他方、SEAQインターの出来高数字は信頼に足るものではなく、流動性の指標とはならないとの批判がある(六)というのはLSE発表のSEAQインター出来高は会員業者の取り扱い実績を集計したものにすぎず、執行場所

第8図 SEAQインターの売買規模の推移



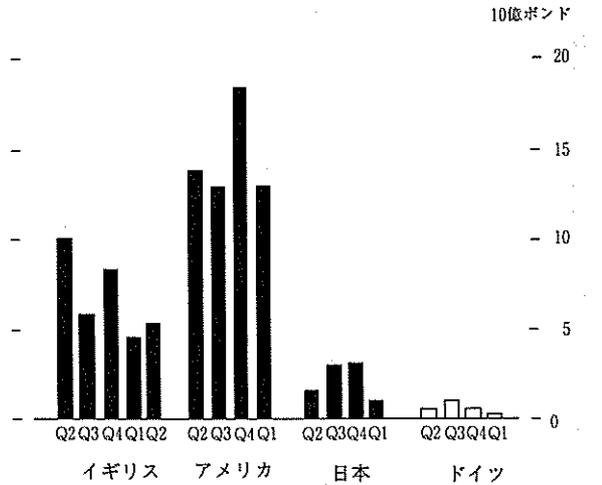
(出所) Stock Exchange Quarterly より作成。

第9図 SEAQインターのシェア (1992年実績)



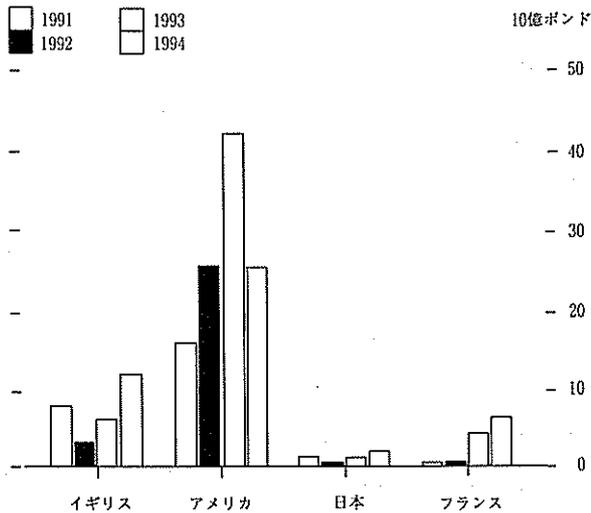
(出所) Bank of England Quarterly Bulletin, August 1993.
 (注) 各国株の総出来高に占めるSEAQインターでの出来高

第10図 主要証券取引所におけるエクィティファイナンス



1994年第2四半期から95年第2四半期まで
(出所) Bank of England Quarterly Bulletin, August 1995.

第11図 新規上場企業による資金調達



(出所) Bank of England Quarterly Bulletin, May 1995.

第1表 株式の売り買いの往復手数料コスト (国際比較)

1989年1月実績

	投資金額 10,000 ポンド		投資金額 100,000 ポンド	
	国内株 %	外国株 %	国内株 %	外国株 %
ロンドン	2.47	1.90	1.12	1.04
アムステルダム	3.19	3.19	2.65	2.65
パリ	2.14	1.90	1.88	1.66
フランクフルト	1.70	1.45	1.70	1.45
チューリッヒ	1.57	1.57	1.57	1.57
東京	2.90	2.90	2.58	2.58
ニューヨーク	3.07	3.07	1.18	1.18
ヨハネスブルグ	4.72	4.72	4.72	4.72

(出所) London Business School, Research Project: The Competitive Position of London's Financial Services, March 1995.

(原資料) ロンドン証券取引所

第2表 取引コストの比較

(%)

		ドイツ株	フランス株	イタリア株
SEAQ インター	Explicit Cost	0.14	0.14	0.14
	Implicit Cost	0.40	0.51	0.70
	トータルコスト	0.54	0.65	0.84
母国市場 (国内投資家向け)	Explicit Cost	0.25	0.53	0.40
	Implicit Cost	0.46	0.21	0.15
	トータルコスト	0.71	0.74	0.55
母国市場 (海外投資家向け)	Explicit Cost	0.31	0.50	0.35
	Implicit Cost	0.46	0.21	0.15
	トータルコスト	0.77	0.71	0.50
コスト差 (国内投資家)		-0.17	-0.09	0.29
コスト差 (海外投資家)		-0.23	-0.06	0.34
調査時期		91年5月	89年6.7月	90年10.11月

(注) Explicit Costとは売買手数料、税金そのほか、明示的なコストを指す。
ただし SEAQ インターの場合はネット取引分だけ割り引く。Implicit Costとは SEAQ インターの場合はタッチの幅、インサイドタッチ、アウトサイドタッチの割合によって計算。パリ等の競売買制の取引所では呼び値の開差を指す。

(出所) Stock Exchange Quarterly, 1992 Summer.

は必ずしもロンドンであるとは限らないからである。

仲介業者の競争力の評価

次に仲介業者が提供する証券サービスの質的向上、投資家、発行体の証券サービスへのアクセス向上が達成されたかどうかについてみよう。

まず、LSE会員業者の数は二〇七社（八六年）から四一四社（九二年）⁽⁷⁾に、使用総資本も二八億ポンド（八八年末）から七一億ポンド（九五年末）に増えており、業者間競争および資本力の強化につながったと解釈できる。

そこでこの間の業者の動きを見よう。ホールセール業者とリテール業者とに分けると以下のものであった。ホールセール業者では、①証券業務の総合化（マーチャントバンクとブローカー・ディーラーの統合など）、②米系投資銀行の躍進（トレーディングやデリバティブ等のスキルを使って欧州企業のM&Aや海外の民営化株の国際的な売出しでもランキングを上昇）、③欧州の投資銀行業務がシティに集結（ドイツエバンクが投資銀行業務を子会社モルガンレンフェルに統合など）等が指摘できる。そのプラス評価としては、トレーディングやデリバティブなどの高度なノウハウとそれを使った引受方式などのイノベーションがロンドンに導入され、シティが欧州の投資銀行業務の拠点となった事があげられる。しかしその反面、イギリスを代表するマーチャントバンクが買収され、ナショナルフラッグが消えつつあるとのマイナス評価もされている。

他方、リテール業者では、①ホールセールとリテールの分離（内部補助ができなくなったことを反映して、Smith Newcourt、Hoare & Govette、Philips & Drewなどが個人投資家部門を売却）、②全国展開業者

の出現（Allied Provincial & NIGなどが合同や買収により設立）、③執行オンリー業者の出現（Sharelinkなどアドバイスをしない新しい業態が出現）などの動きが指摘できる。そのプラス評価としては、全国ネット化や執行オンリー業者によりスケールメリットを生かした低コストの執行サービスが提供されるようになった。反面、全国ネット化が進む過程で、かつて地場ブローカーが行ってきた地場企業の調査が止まる動きがみられ、地場企業株の推奨をしなくなったこと、⁽⁸⁾ブローカーの営業拠点がコスト高の都市から地方へシフトし、アクセスの面で問題が生じたことなどのマイナス評価も指摘できる。

透明性、取引公正性

最初にみたように立会場取引からスクリーン取引への移行により、ビッグバン以前に比べ、市場情報の開示の度合いは高まった。しかし、これは取引事前情報の透明性であって、大口取引についての取引事後情報の開示が不十分であるとの批判はなお残っていたのである。イギリスのマーケットメイカー制では、ポジションリスクをクリアするのに時間がかかることを考慮して、大口取引についての出来高・出来値情報を遅らせることを認めているが、この事は投資家にとって事後情報における透明性の欠如を意味する。取引事後情報の開示は、すでに行った投資家にとって自らの取引が最良に執行されたかどうかをチェックするためだけでなく、これから投資しようとする潜在的な投資家にとっての事前情報にもなるのであって、その遅延を認めていることは投資家保護の観点から問題を残すのである。

このほか、ビッグバンとは直接関係ないが、投資家保護の観点から金融サービス法について以下のような評価があったことを指摘しておこう。すなわちプラス評価としては証券業務の多様化に対応しうる包括的な法規制の

構造を提供したこと、他方、マイナス評価としてはマックスウェル事件 (IMPROへの批判につながる) や保険・個人年金の不正販売 (FIMBRAとLAUTROGの合同とそれらSPIAへの改組につながる) を防止できなかったことがあげられる。

ビッグバンの影響と残した問題

以上のようにビッグバンが持つ複数の目的をそれぞれ取り上げて吟味すると、功罪半ばする評価となり、成功であったか失敗であったか、にわかに判断するのは難しい。しかし、イギリス人はビッグバンが有する複数の目的のうち「国際性」「国際金融機能の強化」に重きを置く。そのような価値観を持つ限りイギリス人はプラスマインナス差し引きでプラスの方が多かったと判断する。SEAQインターナショナルと呼ばれる外国株の取引が急成長し、大陸諸国やエマージング諸国の民営化株のグローバルイッシュューや国際分散投資の拠点としての地位強化につながったからである。

しかし、皮肉なことにSEAQインターの成功により自国市場からの取引流出に直面した欧州大陸諸国では、欧州株の売買執行システムの効率性を高めるべく取引所改革に着手しはじめる国が相次ぎ、その結果、SEAQインターの比較優位が徐々に低下して、九五年頃から外国株の母国市場への還流が顕著になり始めた。たとえばSEAQインターの会員業者が欧州株を母国市場で執行する割合が高まり、欧州株のタッチの幅も拡大気味であるとの報道やUBSやナットウエストなど有力なマーケットメイカーがSEAQインターの利用の頻度を落とし、母国市場へ移るとの報道がこのころから見られるのである⁽¹⁰⁾。

このようにSEAQインターの地位低下が意識されるにつれ、ビッグバン以後、LSEが採ってきた取引執行システム (マーケットメイカー制) に対してこれまで指摘されてきた問題点 (非流動株の流動性の無さ、透明性の欠如、LIFFEの株式先物・オプション市場の未成熟) が改めてクローズアップされることになり、マーケットメイカー制 (クオートドリブン) と競売買制 (オーダードリブン) との比較優位の論議が活発となった。

クオートドリブンとオーダードリブン

イギリスにおけるこれまでの需給適合方式を巡る論争は、異なる観点からの議論がいくつか混在している。

第一は非流動株の流動性の欠如の問題である。これは非流動株のタッチが拡大しつつあること、そもそも非流動株のマーケットメイカーの担い手が出てこなくなったこと (九二年九月、SGウォーバークが三六二銘柄のマーケットメイクから撤退) から問題とされ、LSEはSEATと呼ばれるシステムによりマーケットメイカー制を加味した競売買制の導入によって解決を図ろうとした (九二年一月)。この問題はマーケットメイカーが機能するためには、最小限の流動性が必要であることを暗示している点で意味深い。

第二は市場集中と透明性の欠如の問題である。フランスが投資サービスピス指令の制定過程で、投資家保護の観点から「規制された市場」への集中と、「約定結果の即時公表」を要求したが、イギリスはそうなればSEAQインターの存在基盤が揺るぐと強硬に反対し、結局は実質的にイギリスの要求が通る形となった。この問題は、同じ銘柄について適用した場合のマーケットメイカー制と競売買制の比較優位が投資家の観点から問われたという点に意義がある。

第三にデリバティブ市場の未成熟の問題がある。イギリスは他国に比べ、現物取引高比較で先物、オプションの出来高が相対的に少ない。LIFFE (ロンドン国際金融先物取引所) はその原因をマーケットメイカー制に

求めている。FTSE一〇〇の現物指数はマーケットメイカーの提示する気配値の仲値を採って計算せざるをえず、そのため不自然に安定し投機的取引が入りにくいこと、個別銘柄については大口取引の出来値がすぐに分らないため個別株オプションの値付けが難しいこと等が理由にあげられている。この問題はデリバティブを含む全体としての市場機能の向上の観点からマーケットメイカー制と競売買制の比較優位が問われたという点に意義がある。

アグニューレポートの意義

SI Bは一九九三年、イギリスの株式流通市場における諸問題の整理をクラインオートベンソンの元役員であったジョナサン・アグニューに依頼し、アグニューは市場関係者約四〇人のインタビューをもとに九四年ディスカッションペーパーを公表した¹⁾。この報告書はLSE以外にも取引執行システムの併存を認めるべきであるとの考えを提起している。

すなわち、イギリスのマーケットメイカー制はジョッピング制の延長にあるもので、需給適合方式という点での基本的な変更はなかったのである。需給適合方式の改善はビッグバンが遺り残した問題であるが、イギリス人はビッグバン一〇年目にしてようやくこの課題の答えを求められつつあった。アグニューレポートは、その答えを、アメリカと同様に「市場の独占」（市場集中義務と呼んでしまうと意味が狭くなる）を放棄し、異なる需給適合方式をもつ取引システムを既存の取引所以外にも認めて、競争を通じて取引システムの効率性向上を図るという方向に求めたのである。それがSI Bによる「トレードポイント」の公認という形で具体化されたといえよう。LSEはこれに対抗して競売買制の導入を図ろうとしているが、その導入の方法をめぐって現在、議論中である。

このように見ると、取引所改革は手数料自由化、会員制度の改革等にとどまらず、必然的に需給適合方式の改善、それを促す市場間競争のあり方（したがって市場集中義務、市場独占）にまで波及する性格を持っている。そのことは我が国の市場改革にも当然あてはまるだろう。

(一一)

(注)

- 1 LSEの需給適合方式はわが国の競売買制とは異なって、ジョッピング制（ビッグバン後はマーケットメイカー制）と呼ばれるものであり、ジョバー（マーケットメイカー）がいつでも売り買いに応じる値段と株数を提示することで投資家の需給を満たすやり方を採用している。
- 2 もちろん、市場変化のなからビッグバンの影響だけを取り出すことは出来ないのであって、次に見るような諸現象が市場改革の結果によるものであると断定することは出来ないが、改革の評価としてはこのような作業を通じてしか認識できないであろう。
- 3 ソフトコミッションは、機関投資家が第三者機関に、例えば調査レポートの対価を直接支払うのを嫌うこと、またフルサービスのブローカーからは得られない多様なサービスを選択できること、等から流布したとされる。機関投資家が直接に第三者機関に対価を支払うと、調査アドバイスも提供しているフルサービス業者からその分の上乗せの手数料を要求される恐れがあることが理由の一つになっている。SI B（証券投資委員会）は九〇年にソフトコミッションを認め、

九二年にはガイドラインを設定して正当な契約行為であるとお墨付きを与えたが、このことがこの契約拡大の契機と

なった。

- 4 LSEは九一年に、流動株、非流動株の分類基準を変えたため、タッチの推移は連続しない。しかし、アルファ株のうちのもっとも流動性の高いものがFTSE100構成銘柄であり、その残りとベータ株の流動性の高いものが流動株 (FTSE100を除く)、そのさらに残りガンマ株が非流動株に相当する。
- 5 LSEは、その年報のなかでSEAQインターはクロスボーダー取引の六〇%、欧州株では九〇%のシェアを占めると目録している (Fact Book 1994年版)。
- 6 "SEAQ International Europe—Overblown". *Economist*. July 23, 1994.
- 7 LSEは九三年以後、休眠会員を除いて会員数を集計しており、以前の数字と連続しないが、九五年には会員数の落ち込み (二八社減少) を見せている。
- 8 ロイ・エバンスの調査によれば。 (Roy Evans. "Stockbroking in the South West". *Stock Exchange Quarterly*. Summer, 1992)
- 9 "Bourses bite back at London". *Financial Times*. November 6, 1995.
- 10 "NatWest tests London role in European share dealing". *Financial Times*. October. 26, 1995.
- 11 SIB. *Regulation of the United Kingdom Equity Markets: Discussion Paper*. February 1994.

アメリカにおける 投資会社と個人年金市場

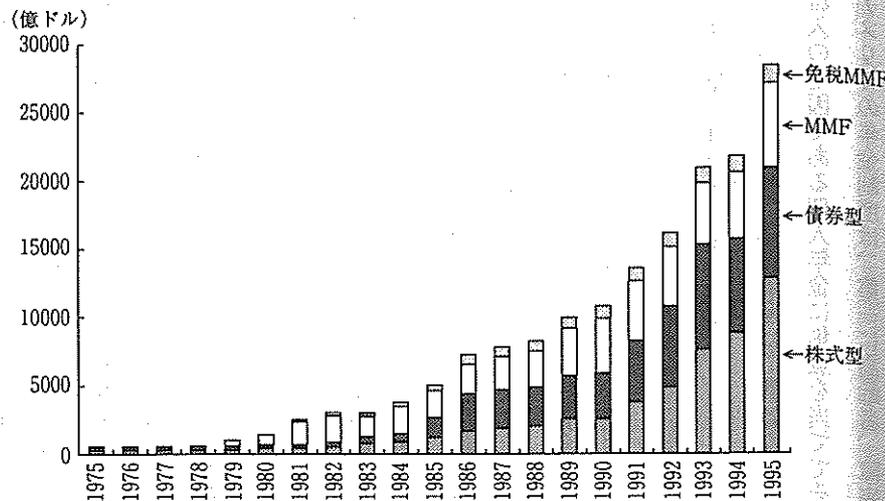
アメリカでは投資会社の成長が注目されているが、その一因として年金資金の流入が指摘されている。日本では、アメリカとは対照的にバブルの崩壊以降投資信託は停滞を続けており、むしろ個人金融資産の郵便貯金や銀行預金への流入が続いている。

とはいえアメリカでは年金資金の蓄積の背景にはいわゆるベビーブーム世代の退職が迫ってきたことが指摘されているため、高齢化の進展する日本とは類似した要因も存在するのも事実であるが、他方では税制、年金制度、投資信託制度等の制度面に着目してみると制度的環境の差も大きい。このため小稿では、両国の年金運用の比較検討への第一歩としてアメリカにおける投資会社と個人年金資産の関連を制度面に着目しつつ素描することにした。

1 投資会社の成長と年金資産

アメリカでは投資信託は著しい発展を見せており、その一因は年金資金が流入を続けていることに求められる。アメリカの投資信託は、会社型であるため正確には投資会社と呼ばれており、オープンエンド型のミューチュアルファンドとクローズドエンド型に分類できるが、大部分がオープンエンド型である。アメリカの投資会社は、一九四〇年投資会社法によって資産運用や販売方法を規制されており、さらに幾つかの要件を満たせば内国蔵入

図1 投資会社の型別に見た純資産の推移



[資料] Investment Company Institute, Mutual Fund Fact Book, various issues.

表1 投資会社の型別に見た純資産増加額への寄与率の推移

(単位, %, 百万ドル)

年	株式型	債券型	MMF	免税MMF	純資産増加額
1976	35.185	64.815	0.000	0.000	54
1977	-	-	-	-	-24
1978	-14.286	14.286	100.000	0.000	70
1979	9.067	1.295	88.860	0.777	386
1980	21.092	2.233	72.705	3.970	403
1981	-2.439	-0.469	100.750	2.158	1066
1982	22.061	16.998	44.665	16.275	553
1983	-	-	-	-	-37
1984	11.856	18.428	60.696	9.021	776
1985	27.062	64.692	-1.761	10.008	1249
1986	20.208	57.902	9.425	12.460	2207
1987	35.754	19.553	49.162	-4.469	537
1988	34.901	10.891	43.564	10.644	404
1989	31.625	15.900	50.320	2.155	1717
1990	-3.892	21.108	66.038	16.745	848
1991	43.551	41.693	12.504	2.251	2799
1992	42.552	55.907	-0.395	1.936	2531
1993	57.527	37.889	2.775	1.808	4756
1994	136.469	-89.547	44.715	8.362	861
1995	60.945	17.557	19.520	1.978	6624

(注) 1977年、1983年はマイナスのため寄与率を算出してない。

[資料] 表1と同じ。

法の準則Mによって適格投資会社として認定され二重課税を免除される。投資会社が、長期運用に適した会社型でありその上このような税制上の優遇措置を受けていることは今日の発展を理解する上で重要な制度要因である。

投資会社は一九八〇年代以降成長を加速しておりアメリカでは重要な金融仲介機関となりつつある。その成長と地位を確認しておこう。図1は、投資会社の純資産額の推移を種類別に示している。この図によれば投資会社の資産額は、一九七五年の四五億ドルから九五年度の二兆八三九億ドルまで増加した。途中一九七七年と一九八三年に軽微な純資産減少があったが、これだけ長期間にわたって純資産の成長が続いたのは投資会社の歴史でも画期的な出来事である。純資産の成長は、投資会社の種類の多様化によって促進された。純資産増加に対する各型の寄与率を表1によって見ると、純資産が急増した一九七九年から八四年まではマネー・マーケット型が高い寄与率を見せており、長短金利の逆転を背景としたMMFの成長がその主因であったことを示している。また一九八五および八六年には債券型の寄与率が高まっており、金利低下にともなう債券相場の上昇や国債発行がこれを促進したと考えられる。最後に一九八〇年代末には再びマネー・マーケット型の寄与率が上昇しているが、株式型の寄与率も上昇しており、金利上昇による債券型の停滞をカバーしている。

投資会社の純資産の成長は、主として資金の新規流入によって生じている。米国投資会社協会の資料から投資会社の年末純資産増加額に対する新規流入および保有有価証券の資産価値増減が年頭純資産額に占める比率を計算してみると、一九七九年から八二年までは資産価値増加が成長に貢献したが、株式および債券型の純資産が急増する一九八〇年代中期には新規流入の重要性が増大した。新規流入額は、販売額と換金額の差額と定義されるため、新株販売が投資会社の成長の原動力であった。

このような成長の結果、投資会社の地位も上昇した。資金循環表によれば家計金融資産に占める投資会社株式のシェアは、一九七六年には一・一%であったがその後長期的に上昇しており一九九三年末には八・八%に達している。資金循環表の家計は、非営利組織を含んでいるため家計金融資産に占める比率はより高位であり、別の調査によれば一九九二年には家計金融資産の一三%が株式および債券型投資会社株式であった。また証券市場でも投資会社は、重要性を増している。投資会社は、一九九二年には、株式市場では最大の純買付け部門であり、社債市場では保険会社に次ぐ純買付け部門であった。⁽²⁾ 投資会社は、アメリカにおける重要な金融仲介機関としての役割を果たしているのである。このような投資会社の成長の一因は、年金資産の流入であった。連邦準備制度理事会のマックによれば一九八二年税制改正によって、個人は個人退職勘定 (IRAs) およびケオ勘定を開設することによってそれへの積立分について課税繰延を認められるというインセンティブを与えられた。このためこのような勘定は、それに組み入れられる投資会社株式等の投資手段への投資を促進した。このような優遇措置は、一九八六年税制改正によって制限されたが、その後転職やプラン終了に伴う被用者年金勘定の流動化のために再び増大しつつある。この結果投資会社株式に運用される各種退職プランの資産は、一九九四年には投資会社の資産額全体の三一%に達している。⁽³⁾

2 個人年金制度と資産の成長

ところでアメリカの年金資産は、複雑な制度的枠組みのもとで蓄積および運用されている。そこで投資会社への流入の主因である個人年金に焦点を当ててその制度的枠組みを見ておこう。

アメリカの年金制度は、第一に高齢者、障害者および遺族に対する公共部門による保障、第二に強制された貯蓄制度である企業年金や公共部門の年金制度、第三に私的な貯蓄という三層から構成されている。⁽⁴⁾ このうち個人年金といわれる部分は、第二および第三の領域に関連しており、いくつかの税制上の優遇措置によってセグメント化された市場を形成している。

一九七四年被用者退職所得保障法 (ERISA) は、企業年金制度における被用者の権利を強化したが、同時に企業年金によって保証されない被用者のために個人年金勘定 (IRAs) を導入した。その後、一九八一年経済再建租税法 (ERTA) は、IRAsの対象を全勤労者に拡大したが、一九八六年税制改正法 (TRA) は、IRAsを利用できる企業年金加入者の所得制限を行った。このため現在では税法は、七〇歳以下の給与所得者が個人退職金勘定 (IRAs) を開設し、それに対する年間二〇〇〇ドルまでの拠出を所得控除するとともにその積み立て分を課税繰り延べとする優遇措置を与えている。もともと所得控除が適用される金額には限度がある。雇用者の運営する年金プランに加入していない納税者は二〇〇〇ドル全額の繰り延べが認められるが、雇用者の年金プランに加入している被用者が全額繰り延べを受けるためには独身の場合には二五〇〇ドル、夫婦の場合には二人で四〇〇〇ドルという所得制限がある。課税繰り延べ措置の適用される金額は、独身の場合には所得が二五〇〇ドルから三五〇〇ドルまでの範囲で減少し消滅する。夫婦の場合にはこの金額は、四〇〇〇ドルから五〇〇〇ドルである。⁽⁵⁾

しかし小企業では、様々な費用負担の増大を恐れて退職年金基金の設置が進まなかった。このため一九七八年歳入法は、簡易退職年金 (SEPs) を導入した。このプランは、従業員のために雇用者が拠出を行ういわば集合的なIRAである。このプランでは、雇用者が三〇〇〇ドルまたは報酬の一五%のいずれか低いほうまでの金額を従業員のために維持されたIRAに拠出する。一九九四年から報酬のうち一五〇〇〇ドルだけが計算に

表2 家計金融資産に占める年金準備金

	金融資産総額		年金準備金		%		IRAおよびKプラン		401K		計		%		
	金額	単位	金額	単位	比率	単位	比率	金額	単位	金額	単位	金額	単位	比率	単位
1984	8542.20		1669.80		19.55	163.10		92.00		255.10		255.10		2.99	
1986	10680.20		2411.10		22.58	304.90		183.00		487.90		487.90		4.57	
1988	12345.60		2860.70		23.17	426.80		277.00		703.80		703.80		5.50	
1990	14029.40		3484.20		24.83	599.60		385.00		984.60		984.60		7.02	
1992	16468.50		4516.50		27.43	828.00		553.00		1381.00		1381.00		8.39	
1994	18290.00		5017.00		27.43	1008.60		475.00		1483.60		1483.60		8.11	

【出所】 Board of Governors of the Federal Reserve System, *Flow of Funds Accounts, Flows and Outstandings*, Sept. 1995; American Council of Life Insurance, *Life Insurance Fact Book*, various issues; U.S. Department of Commerce, *Statistical Abstract of the United States*, 1994; 「米国401 (K) プランの近況」 生命保険経営学会『生命保険経営』第64巻第3号, 1996年5月, 212-213頁。

給付型の年金プランを確定拠出型に切り替える傾向が強めてきた。このため確定拠出型である401(k)プランは、最も普及した年金プランになりつつある。

このような税制上の優遇措置を制度的要因として、アメリカの年金資産は成長を続けてきた。表2に示されているように家計部門の保有する年金準備金は、一九八四年の一兆六九九八億ドルから一九九四年の五兆一七〇億ドルまで増大しており、一〇年間に約三倍となった。この間に家計金融資産に占める年金準備金の比率は、一九八四年の一九・五五%から一九九四年の二七・四三%まで上昇した。このことは家計金融資産の四分の一以上は年金資産となっていることを意味しており、その運用はますます重要性を増していることを示唆している。このうちIRA、ケオ・プランおよび401(k)プランの資産額は、一九八四年の二五五億ドルから一九九四年の一兆四八三六億ドルまで増大しており、一〇年間に約五・八倍となった。この間に家計金融資産に占める比率は、二・九九%から八・一一%まで上昇した。このような値は、IRA、ケオ・プランおよび401(k)プランが年金資産全体の増加率を上回るペースで成長していることを示している。

このような個人年金資産の蓄積を支えた要因としては、さらに次の二

いられるようになったため、最大拠出額は二二五〇〇ドルとなった。一九五八年の内国歳入法改正によって議会は非常利団体および公立学校従業員向けの節税年金制度を導入した。四〇三(b)プランは、内国歳入法の四〇三条D項によって規定されており、従業員は節税年金への拠出を所得控除することができ、積立金の引き出しまで課税繰り延べが行われる。その限度額は個人の報酬の一五%または三〇〇〇ドルである。

一九六二年自営業者適格退職年金法は、自営業者が従業員と同様に税法上適格な退職年金制度に加入できることを目的としていわゆるケオ・プランを導入した。しかしこの法律は、自営業者の年間拠出限度を二五〇〇ドルとしており、従業員向けの年金制度と不公平であった。このため、一九七四年のERISAはこの限度を稼得所得の一五%か七五〇〇ドルかのいずれかの低い方で引き上げ、一九八一年には、この限度は一五%か一五〇〇ドルかのいずれかの低いほうまで引き上げられた。さらに一九八二年にはこの限度は法人の年金制度と同等に年収の二五%または三〇〇〇ドルのいずれかの低いほうに改定された。このため自営業者の拠出は、この範囲であれば所得控除される。

法人および非法人によって提供される適格退職プランは、四〇一(k)プランである。一九七八年内国歳入法四〇一条K項は「現金または繰り延べ契約」によって従業員が給与の一部を年金制度に拠出する事を認め、これを課税前控除とみなすとともに引出まで所得税課税を繰り延べることを認めた。この年金制度には、従業員貯蓄制度、利益分配制度、独立型給与控除制度およびキャプテリア・プランが含まれている。掛け金の限度額は、従業員の給与控除額に事業主補助を加えて従業員報酬の二五%または三〇〇〇ドルの何れか低い方を越えてはならない。従業員は、しばしば拠出額を雇用者の拠出額と等しくしている。このプランについての規則が公表された一九八一年以降、企業は年金基金の管理の責任を従業員に引き渡すとともにその費用を抑制するために確定

点が指摘されている。第一に、アメリカでは、ベビーブーム世代が退職の直に接近し、しかも平均寿命の伸びが見込まれるため退職資産の運用に関心が集まっている。その関心の高まりは多方面にわたっており、消費の切り詰めを含むライフスタイルの見直しや貯蓄の奨励とやらんで年金資産の運用方法に注目が集まっている。第二に、企業サイドでも、従来主流であった確定拠出型は資産運用が悪化した場合には未積立て債務が累積し企業の拠出を求められるため確定給付型の制度へのシフトが進んでいる。このような部分は本来は企業年金の一部と理解されるべきであるが、この型を代表する四〇一Kプランの場合には資産運用が個人の指図によって行われるため個人年金と類似した形態をとっている。このため確定拠出型年金市場は、多方面からの注目を浴びている。⁽⁶⁾

3 個人年金資産の運用と個人年金市場

アメリカでは年金資産の運用について様々なアドバイスが行われている。ここではその代表的なものを要約しておこう。まず年金資産の運用目的は、所得だけではなく資本価値の増大におかれるべきである。これは平均寿命の延長とともに、アメリカの年平均インフレ率が過去の歴史的平均で三・一四%であったため、インフレヘッジを考慮すれば資産価値を増大させる事が欠く事ができないためである。フォーチュン誌の試算によると、年五〇〇〇ドルの収入が必要であるとすれば、退職者が六〇〇〇〇ドルを積立て課税前収益が五・五%の債券に運用して年三三〇〇ドルの収益を生み出したとしても、彼は一七〇〇ドルを毎年取り崩す必要がある。しかし年平均インフレ率が三・一四%であれば、六〇〇〇ドルは一四年で取り崩される計算となり、六〇歳で退職後の二〇年から二五年をまかなう事はできない結果となる。⁽⁷⁾

このため所得と資本価値の増大を目的とした投資戦略が必要であり、債券だけではなく株式に投資する必要がある。

ある。とはいえ株式はリスクも大きいため退職後にはリスクは少ないほうが望ましい。このため多くの専門家は、退職前の若年時には株式組み入れ比率の高いポートフォリオを組み、退職とともに株式組み入れ比率低め、七〇歳から八〇歳前半に債券だけを組み入れるという投資戦略を助言している。⁽⁸⁾ また同様な投資戦略を採用した退職資産向け投資会社株式も販売されている。このため多くの個人年金利用者は、安全性の高い資産から株式も含む多様な金融商品を組み合わせてポートフォリオを組んでおり、金融機関の年金商品と各種証券への直接投資が組み合わされている。

例えば、被用者退職所得保障法は、IRAsの積み立て手段として個人退職勘定、個人退職年金および個人米国退職債を認めている。このうち個人米国退職債は、一九八二年まで発行された政府貯蓄証券の一種である。また個人退職勘定は最も普及しており三種類の口座を含んでいる。信託および受託勘定は主として投資会社への投資に用いられる。銀行信託および受託勘定は主として銀行の利付き商品への投資に用いられ、商業銀行、相互貯蓄銀行、信用組合および貯蓄貸付組合によって提供される。株式ブローカーによって提供される信託勘定である自己勘定は、保有者が広範な株式、証券および投資会社から自由に選択できる。さらに個人退職年金は、通常保険会社によって販売される確定金額および変額の年金契約である。⁽⁹⁾ このため投資会社の対抗商品としては銀行の利付き商品、株式や証券および保険会社の年金契約があるが、このうちとりわけ退職金のために設計されているのは保険会社の商品であろう。

このような商品の筆頭は、保険会社の年金契約である。アメリカの生命保険会社は、保険商品市場はすでに成熟しているため拡大の余地は乏しいという観点から年金市場に積極的に関与してきた。事実アメリカ生保協会によれば一九八四年から一九九四年までの間に生命保険料収入は八八%増加したのに対し、年金の収入は二五九%

も急増したとされている。また一九九五年には一九〇万人であった退職者は二〇一〇年には三六〇万人に増加すると予想されている⁽¹⁰⁾。

生命保険会社の主力商品は、定額 (Fixed Annuity) および変額年金 (Variable Annuity) である。定額年金にはいくつかの種類があるが、現在最も普及しているのは保険料支払自在型据置年金または保険料支払自在型退職年金である。この契約は、契約者によって定められた将来において年金の給付を行うために資金を積み立てておく契約であり、この期間中は積立金に課税は行われないが、給付が行われた時点で課税が行われる。この契約は、保険料支払いも、毎月、毎年および随時支払いを選択することができる。変額年金 (Variable Annuity) は積み立てられた資産を分離勘定で運用し、その運用成果に連動した給付を行う商品である。この商品は、定額年金の場合に発生するインフレによる目減りを回避するために開発された。他の定額年金契約と異なり、この商品は利回り、最低年金額等の保証は行われず、投資に伴うリスクは契約者が負う仕組みとなっている⁽¹¹⁾。

元金・利回り保証投資契約 (Guaranteed Investment Contracts) は、保険会社が退職プランから特定の金額または全金額を受け入れ、これを特定の将来に返却する契約である。この間の利回りは、他の長期金利と競合できる水準に保証されており、定期的にまたは一括して支払われる。このような契約は、最近では年金基金に好まれる投資手段となっている⁽¹²⁾。

それに対し投資会社は、株式への分散投資の手段として勧告されており、また年金契約より手数料が低いことも注目されている。投資会社のうちには特別に退職資金の運用のために設計されたファンドもあるが、そうではない通常のファンドが投資対象として勧告されている。例えば、一九九四年末にIRAを勘定によって保有され

表3 IRA資産の種類別構成比と残高

(単位10億ドル、%)

金額	商業銀行	貯蓄貸付組合	生命保険会社	信用組合	投資会社	自己勘定	計
1989	98.9	97.5	37.8	26.2	111.8	82.0	454.2
1990	118.6	94.9	42.0	29.1	127.3	117.1	529.0
1991	134.4	91.1	49.7	32.3	169.1	180.6	657.2
1992	136.9	85.3	55.6	32.5	211.0	224.7	746.0
1993	134.1	76.6	69.5	32.4	283.9	271.0	867.5
1994	133.1	73.7	75.0	32.4	285.3	317.5	917.0
構成比 (%)							
1989	21.77	21.47	8.32	5.77	24.61	18.05	100
1990	22.42	17.94	7.94	5.50	24.06	22.14	100
1991	20.45	13.86	7.56	4.91	25.73	27.48	100
1992	18.35	11.43	7.45	4.36	28.28	30.12	100
1993	15.46	8.83	8.01	3.73	32.73	31.24	100
1994	14.51	8.04	8.18	3.53	31.11	34.62	100

[出所] Investment Company Institute, Mutual Fund Fact Book, various issues.

る投資会社の種類を見ると、MMFが十八・〇%を占めているが、それに成長型 (一五・〇%)、成長・インカム型 (一四・七%) および積極成長型 (八・一%) が続いている。MMFを除く型のファンドはいずれも株式ファンドであり、このことを裏付けている⁽¹³⁾。

とはいえアメリカの年金市場では、蓄積された退職資産をめぐって厳しい競争が行われている。アメリカの年金制度は、すでにみたように公的年金、私的だが集団的貯蓄制度である年金基金、および個人が積み立てる個人年金に三分類されるが、このうち投資会社が関与する分野は主として個人年金市場である。もっとも年金基金の資産も一部が投資会社に投資されているため、この部分も正確に言えば年金資産のうち投資会社に運用されている部分である。また年金基金においても最近では確定給付型から確定拠出型へのシフトが進行しており個人年金市場の拡大を促進する傾向が見られる。

このような市場のうち、ここではIRAおよび四〇一kプランに着目して各々の市場構造と競合商品を分析しよ

う。

まずIRAは表3に示されるように依然として成長を続けており、その資産額は一九八九年の四五四二億ドルから一九九四年の九一七〇億ドルへと増大した。この市場には、商業銀行、貯蓄金融機関、生命保険会社、信用組合、投資会社が参入しており、その外に従業員が自主的に運用している株式、債券およびCDが含まれている。各金融機関のシェアに着目してみると、商業銀行、貯蓄金融機関および信用組合がシェアを減らしているのに対し、生命保険会社はほぼ横ばいであり、投資会社および自主運用がシェアを伸ばしている。それに対しケオ・プランは、一九八二年以降重要性を増すようになったが、特定の人に給付を行うプランとみなされ一定の制限が課せられた。ケオ・プランについては生命保険会社と投資会社の保有額意外は不明であるが、生命保険と比較して投資会社の保有額が増大している。一九九〇年には生命保険の保有額は、五二億ドルであったのに対し、投資会社は一二億ドルであったが、この値は一九九四年には六〇億ドルおよび三四八億ドルとなった。⁽¹⁴⁾

また四〇一Kプランは一九八四年には九二〇億ドルの資産を保有していたにすぎなかったが、一九九二年には五五三〇億ドルの規模に達していたと推定されている。その資産運用は、金融機関別では保険会社が三四%を占めていたのを始めとして、銀行が二七%、投資会社が二六%、その他の投資手段が一三%を占めていた。また投資手段別に見ると、投資保証勘定が二七%、自社株が二四%、株式一六%、バランス勘定一三%、マネーマーケットおよび債券ファンドがそれぞれ七%となっている。このうち投資保証勘定は、銀行預金証書、投資保証契約および、保険会社商品を含んでいた。このうち二三・二%を占める一一〇一億ドルが投資会社株式に投資された。⁽¹⁵⁾

むすびにかえて

以上の素描から明らかなように、アメリカでは個人による年金資産の蓄積に用いられる広範な積み立て手段に税制上の優遇措置が与えられており、個人はこのようなインセンティブによって個人年金資産の蓄積を進めている。また個人の資産運用については株式を組み入れたポートフォリオが勧告されており、個人もこのような考え方を受け入れている。さらに企業は確定拠出型の年金ヘシフトしつつある。このような環境の下で投資会社は、個人の年金資産運用に格好の手段を提供していると言えよう。

このことは今後急速に高齢化が進行する日本の個人年金市場にも税制の在り方、個人年金資産の運用、年金の積立方式等の点で多くの示唆を与えている。現在日本の個人年金市場は、資産規模二五兆円程度と推定されており、⁽¹⁶⁾この市場は今後急速な拡大が見込まれる。このため今後とも個人年金資産については多面的な検討が必要であろう。

(北條)

(注)

- 1 Investment Company Institute. *Mutual Funds Facts Book*. various issues : Investment Company Institute. *Trends in Mutual Funds Activities*. various years.
- 2 Board of Governors of the Federal Reserve System. *Flow of Funds Accounts : Flows and Outstandings*. various issues: Philip R. Mack. "Recent Trends in the Mutual Funds Industry." *Federal Reserve Bulletin*. November 1993. pp.1001-1012.

- 3 *Ibid.*,p.1006: Investment Company Institute. *Mutual Funds Fact Book 1995*.1995.p.68.
- 4 Bruno Stein. *Social Security and Pensions in Transition*. The Free Press.1980.
- 5 Employee Benefit Research Institute. *Fundamentals of Employee Benefit*. Washington D.C.,1987. pp.87-158.
- 6 Julie Rohrer. "Rediscovering Defined Benefit." *Institutional Investor*. June 1966. pp.51-58.
- 7 Richard D. Hylton. "Income Strategies for the Sunset Year." *Fortune*. July 24.1995. pp60-65.
- 8 *Ibid.*.pp60-61.
- 9 Kenneth Black. Jr. Harold Skipper. Jr.. *Life Insurance Eleventh Edition*. 1987. Englewood Cliffs. pp.499.
- 10 Ron Panko. "New Retirement Products Just in Time for Baby Boomers." *Bests Review*. May 1996. pp.31-35.
- 11 Kenneth Black et al. *op.cit.*. pp.100-107.
- 12 *Ibid.*.p.498.
- 13 Richard D. Hylton. *op. cit.*.pp.61-63:Investment Company Institute. *op. cit.*.p.72.
- 14 American Council of Life Insurance. *Life Insurance Fact Book*. various issues. Washington D.C..
- 15 U.S. Department of Commerce. *Statistical Abstract of the United States 1994*.1994. Washington D.C.,p.532.
- 16 日本銀行調査統計局「一九九五年の資金循環」『日本銀行月報』一九九六年七月掲載予定。

今年上半年期の普通社債発行の 変化について

〈はじめに〉

銀行系証券子会社の社債引受への参入以降、引受競争が激化し、引受市場にさまざまな変化が生じていることを前回のレポートでは考察した。すなわち、まず従来の証券会社への影響として①準大手証券の引受シェアの低下、②シ団の絞り込みによる中堅・中小証券の排除、次に起債のあり方への影響としては③分割発行の増加、④ファイアー・ウォール違反の疑いある引受の増加、⑤社債管理会社の不設置債の導入、さらに銀行への影響として⑥各種手数料の引き下げ要求の強まり、などである。今回は、前回触れなかった点で、とくに今年になって現れてきた変化を中心に考察する。すなわち、第一に前回も触れた点であるが、シ団の絞り込みが今年も引き続き進行したこと、第二にターゲット・デイルといわれる引受が登場したこと、第三に新規銘柄が増加したこと、第四に銀行系証券子会社の獲得した主幹事案件で、親銀行を中心とした金融機関借入金への圧縮が進んでいること、である。

〈シ団絞り込みについて〉

まず、銀行系証券子会社の積極的参入にともなって、従来のシ団の見直しおよび絞り込みが進み、準大手・中堅証券のシ団落ちが増加していることが指摘される。今年上半年期においてシ団変更がなされた銘柄は六八である

表1 96年上半期のおもなシ団変更（主幹事を除く）

銘柄	回数	払込日	新規	シ団落ち	増減
トクヤマ	9	96・2・15	1	0	1
三菱電機	15	2・8	7	20	-13
三菱電機	16	2・8	5	19	-14
ニチイ	7	1・31	0	5	5
ニチイ	8	1・31	1	2	-1
ニチイ	9	1・31	3	3	0
ニチイ	10	1・31	0	6	-6
西部ガス	2	1・31	4	0	4
パルコ	2	2・9	2	3	-1
ニコン	4	2・7	1	1	0
ゼクセル	9	2・28	0	2	-2
北海道電力	256	2・19	6	4	2
東京電力	432	2・28	8	4	-9
日本石油	13	2・28	10	23	-13
日本石油	14	2・28	4	4	0
住友金属工業	13	2・13	1	4	-3
ニチイ	11	2・20	0	9	-9
ニチイ	12	2・20	0	7	-7
新日本製鉄	20	2・21	2	0	2
日産自動車	19	2・23	0	10	-10
オリックス	13	2・29	3	2	1
NTT	36	3・5	6	5	1
東日本旅客鉄道	3	3・11	3	0	3
鹿島	9	3・8	21	13	8
鹿島	10	3・8	8	19	-11
三菱石油	3	3・14	4	1	3
タダノ	2	3・29	4	8	-4
南海電気鉄道	12	4・16	5	24	-19
南海電気鉄道	13	4・16	4	24	-20
沖電気工業	21	4・24	3	3	0
北海道電力	257	4・26	1	2	-1
オリンパス光学工業	6・7・8	4・18	2	2	0
東京電力	433	4・30	1	7	-6
東海旅客鉄道	2	4・25	5	4	1
日産自動車	20	5・10	5	0	5
日立レジット	6	5・15	0	1	-1
東洋シャッター	2	5・8	2	3	-1
四国電力	228	5・31	6	6	0
住友化学工業	3	5・17	0	5	-5
東京建物	3・4	5・23	1	3	-2
東京ガス	16	5・31	0	1	1
九州電力	333	5・21	4	3	1
中国電力	304	5・24	0	2	-2
富士通	7・8・9	5・15	0	6	-6
伊藤忠商事	13	6・13	1	5	-4
エス・バイ・エル	6	6・20	2	0	2
川崎製鉄	16	6・17	0	7	-7
ヤマナカ	2	6・13	3	0	3
住友金属工業	15・16・17	6・20	1	0	1
すかいらく	2・3	6・25	6	9	-3
東武鉄道	32・33・34	6・14	0	5	-5
三菱地所	20・21	6・20	5	20	-15
阪急不動産	5	6・20	3	0	3
アサヒビール	10・11	6・21	7	8	-1
ユニー	3	6・25	4	7	-3
オリックス	15	6・28	1	22	-21
合計			176	366	-190

(資料) 『日経公社債情報』、各号より作成。

が、そのうち四四銘柄はシ団の絞り込みが行なわれ(表1参照)、これは同期間の発行件数二五三件のうちの約三〇%を占めており、前年四〜八月の期間の調査結果の約二三% (発行件数七九のうちシ団絞り込み件数二八)を上回るものであった。もつとも、一九八八年に導入された発行登録制度や一九九一年に導入された均一価格販売方式および需要予測方式が定着するに当たって、条件決定から募集終了までが短時間で終わるようになり、それに対応できる販売力のない証券会社がシ団から排除される傾向にあるという側面はあるが、他方で銀行系証券会社の参入の余波を従来の準大手・中堅証券が被っているのも確かである。とくに、従来から銀行と系列関係にあった証券会社は証券子会社参入の影響が強いといわれる。つまり、発行会社は銀行グループごとにシェア配分を決定するため、同一銀行の証券子会社が参入することによってはじき出される傾向がある。したがって、このようなシ団絞り込みの傾向に対する中堅・中小証券会社の取り組みとしては、第一に個人向け普通社債のようなシ団数の多い案件への積極的参加、第二に転換社債のようなシ団数の増加傾向にある案件への新規参入(転換社債では株価審査などの必要から、届け出から上場まで一か月以上を要するため、顧客開拓に時間をかけることができる上、金融機関が六億円までしか購入できない配分ルール、一定数の消化件数を確保するルール、さらに銀行の証券子会社が参入しても流通市場では転売できないという制限などがあり、シ団数は増加傾向にあるといわれる)、第三にシ団落ちしても引受リスクのない販売団に加わることで、販売手数料(通常引受手数料は、三〜四年債の場合、三五〜四五銭で、うち幹事手数料五銭、引受責任料五銭、販売手数料二五〜三五銭となつている)を確保する、第四に店頭公開企業の幹事獲得に注力し、従来適債基準によって起債が制限されていた銘柄の社債発行に参入する、などの経営対応が挙げられるが、競争の激化は今後も続くものと予想される。

〈ターゲット・ディールの登場〉

次に、ターゲット・ディールといわれる引受が各引受証券会社によって採用されるようになったことがあげられる。これはユーロ市場で広く浸透している方式を国内に導入したものであるが、今年一月にメリルリンチ証券によって引き受けられた、伊藤忠コーラブル債がその第一号であるといわれている。ターゲット・ディールでは、引受証券会社が一社であること（ただし、共同主幹事や小規模なシ団編成を行なう場合もある）、投資家も単数であること（ただし、複数の投資家に販売する場合もある）、利率についてステップ・アップなどの設定が行なわれていることが多いこと、償還期間について投資家のキャッシュ・フローに合せた設定がなされていることが多いこと、などの点の特徴である。現在外資系証券会社、銀行系証券会社および大手証券会社によって取り組みがすすめられているが、なかでも銀行系証券会社はとりわけ積極的であるといわれる（表2参照）。このターゲット・ディールは、投資家と発行会社のニーズを引受証券会社がマッチングさせるといふ点で仕組み債と同じであるが、引受競争が激化するなかでディールそのものを単独の引受証券会社が囲い込む動きであるといえる。その意味では前述のシ団絞り込みが限界まで行なわれた形態ということもできる。

そして、主幹事獲得競争が激化する中で、各社はターゲット・ディールに積極的に取り組んでいくことを表明しているが、その際引受証券会社は発行会社から一〇〇億円の発行枠を確保した上で、信託銀行、生命保険、地方の金融機関などの機関投資家に販売しているといわれている。そして、そこでの問題点としては、引受主幹事獲得が先行し、手数料吐き出しや発行会社寄りの発行条件設定がしばしば行われていることが指摘されている。つまり、シ団編成が行われず、投資家も単数であるため、公募でありながらも、発行条件に対するシ団各社や投資家によるチェックがされにくく、結果的に発行条件決定が不透明で発行会社寄りになりやすいというわけであ

表2 主なターゲット・ディール銘柄（1996年7月末現在）

回号	銘柄	金額(億円)	表面利率(%)	発行価格	年限	払込日	主幹事証券
1	伊藤忠 コーラブル債	100	5年間 2.15 5年間 4.00	100	10	96.1.12	メリルリンチ
3	日商岩井	100	5年間 2.60 2年間 4.00	100	7	96.2.26	三和証
5	日商岩井	100	5年間 2.925 2年間 4.00	100	7	96.3.26	日興・農中 (共同)
14	住友金属	100	1.90	100	3年2ヶ月	96.4.30	大和・ゴールドマン (共同)
5	大成建設	100	3.15	99.95	7年9ヶ月	96.6.7	富士証
3	三井物産	100	3年6ヶ月 2.00 以降 L+ 0.25	100	6年6ヶ月	96.6.28	さくら証
21	新日鐵	100	2.05	99.98	3	96.6.7	ゴールドマン
6	日商岩井	100	1.90	100	3	96.6.14	三和証
5	丸紅	100	1.85	99.95	3	96.7.9	富士証
6	丸紅	100	2.10	100.394	3年2ヶ月	96.7.10	富士証
4	三井物産	100	3年6ヶ月 2.11 以降 L+ 0.25	100	7	96.7.10	ゴールドマン
5	三井物産	100	5年間 2.75 以降 4.25	100	7	96.7.18	東京三菱証
6	大成建設	100	3.05	100	7	96.7.31	山一
6	三井物産	100	3.00	99.93	7	96.7.31	富士証
18	住友金属	100	1.90	100	3	96.7.31	住友キャピタル
7	大成建設	100	2.70	100	5	96.7.31	日興
22	新日鐵 コーラブル債	100	3年2ヶ月 2.26 以降 3.0	100	4年2ヶ月	96.7.31	三和証

(注) 表面利率でLは、Liborを意味する。

(資料) 『日経公社債情報』、1996年7月8日、3ページ、および聞き取り調査により作成。

る。したがって、このような発行方式の導入が、発行方式の多様化のひとつとして定着するのか、引受競争激化を利用した一時的な低コストの資金調達手段に過ぎないのか、今のところ判断できないが、引受競争激化の産物として登場してきたことは明らかであろう。

〈新規銘柄の増加〉

第三に、発行会社への影響と対応として注目される点は、新規発行の増加に表れているように、新規の発行会社が普通社債の起債市場に参加してきたことである。すなわち、発行銘柄の回数をみると、一回債が一九九五年一七銘柄、一九九五年四五銘柄と増加し、今年上半期でもすでに二七銘柄を占め、すでに前年同期比七割増、社債発行額の約一五%に達している。また、一回債のみならず二、三回債を含めると、一九九四年二八銘柄であるのに対し、一九九五年一〇一銘柄、今年上半期でも五六銘柄にのぼっている。この背景としては、昨年からの発行登録制度利用基準の段階的引き下げや今年一月からの財務制限条項の撤廃といった制度的な改革がなされたこともあげられるが、銀行系証券子会社の積極的な新規銘柄開拓が行われたことも見逃せない。すなわち、新規銘柄のうち、銀行系証券子会社の引受によるものは、一九九五年〇銘柄であるのに対し、一九九六年は一五銘柄(三三%)を占め、今年上半期では一〇銘柄(三七%)に達している。二、三回債を含めると、一九九四年一銘柄(四%)であったのが、一九九五年四〇銘柄(四〇%)、今年上半期二九銘柄(五二%)に達している(表3参照)。ここから、銀行系証券子会社が新規銘柄を開拓し、積極的に主幹事を獲得していることがわかる。すなわち、銀行系証券子会社の開業以来の主幹事獲得銘柄に占める新規銘柄の比率は、興銀証券三八%(二六銘柄中一〇銘柄)、長銀証券五〇%(四銘柄中二銘柄)、住友キャピタル証券二三%(一二銘柄中三銘柄)、第一勧

表3 新規銘柄の増加

	1994年	1995年	1996年(1~6月)
1回債	17 (0)	45 (15)	27 (10)
2回債	5 (1)	35 (17)	18 (13)
3回債	6 (0)	21 (8)	11 (6)

(注) () 内は、銀行系証券子会社による主幹事件数。
(資料) 『公社債月報』、各号より作成。

業証券三三%(二四銘柄中八銘柄)、東京三菱証券(旧三菱ダイヤモン
ド証券)三一%(二三銘柄中四銘柄)、富士証券二四%(一七銘柄中四
銘柄)、さくら証券三八%(一六銘柄中六銘柄)、三和証券二二%(九
銘柄中二銘柄)、あさひ証券五〇%(六銘柄中三銘柄)、住友信託証券四
〇%(五銘柄中二銘柄)などであり、全体では一四七銘柄のうち四五
銘柄で三一%を占めている。この点では、銀行系証券子会社の積極的
な進出は、起債市場の裾野の拡大に貢献しているといえるが、その反
面で前回のレポートでも指摘した分割発行のような弊害を引き起こし
ていることも指摘されている。

〈金融機関借入金の圧縮〉

第四に、銀行系証券子会社は親銀行の取引関係を通じて主幹事を獲得しているといえるが、発行会社の社債手取り金使途をみるとそのうち多くが金融機関からの借入金返済に使われていることがわかる。したがって、発行会社が社債によって調達した資金を、メインバンクを含む銀行からの借入金返済に充当し、取引関係が弱まる可能性も指摘できる。

ここで公募普通社債発行と金融機関からの借入金の増減について考察する。表4に示されるように、今年一、二、三月の期間に公募普通社債発行を行った企業四四社は、総額一兆五二三〇億円の起債を行い、その間の金融機関からの借入金長短合計の減少は二〇五億円であった。この四四社のうち借入金を減少させたのは三〇社(六八%)

表4 普通社債発行と銀行借

会社名	社債		金融機関借入			長期借入金		
	年月日	発行額 (主幹事)	1995年9月末	1996年3月末	増減	1995年3月末	1996年3月末	増減
アサヒビール	96.2.14	200 (野村)						
	2.14	150 (大和)				n.a.	n.a.	n.a.
		350	1,830	1,830	±0			
伊藤忠商事	96.1.12	100 (メリアルンチ)	23,422	24,428	+1,006	13,778	15,797	+2,019
イズミ	96.3.28	50 (長銀)	229	387	+158	n.a.	n.a.	n.a.
オリックス	96.2.29	200 (大和)						
	3.29	200 (大和)				13,947	10,821	-3,126
		400	26,093	26,220	+127			
沖電気工業	96.2.28	100 (富士)	1,296	1,183	-113			
						572 (富士 40)	515 (〃 37)	-57 (-3)
鹿島建設	96.3.8	400 (大和)						
	3.8	100 (住友)				1,876 (住友 507)	1,749 (〃 351)	-127 (-156)
		500	5,322	4,288	-1,034			
合同酒精	96.3.8	50 (大和)	97	97	±0	n.a.	n.a.	n.a.
西部瓦斯	96.1.31	100 (さくら)	998	877	-121	546 (さくら 69)	436 (〃 62)	-110 (-7)
ザ・トーカイ	96.3.21	50 (興銀)	389	378	-11	125 (興銀 11)	127 (〃 10)	+2 (-1)
新日本製鐵	96.2.21	500 (野村)	8,150	7,694	-456	5,229	4,946	-283
住友金属鉱山	96.1.18	100 (山一)						
	1.18	80 (住友信)				375 (住友 18)	341 (〃 13)	-34 (-5)
		180	638	603	-35			
住友金属工業	96.2.13	200 (山一)	6,778	6,260	-518	3,930	2,930	-1,000
ゼクセル	96.2.28	120 (興銀)	299	293	-6	124 (興銀 43)	128 (〃 51)	+4 (+8)
ダイビル	96.3.27	100 (住友)	135	108	-27	72 (住友 18)	36 (〃 9)	-36 (-9)
タダノ	96.3.29	80 (勤角)	140	134	-6	22	29	+7
天満屋ストア	96.1.25	100 (野村)	383	282	-101	210	158	-52
東北電力	96.3.19	500 (日興)	11,835	11,942	+107	9,132	9,669	+537
東京電力	96.2.28	1,000 (日興)						
	2.28	500 (さくら)				43,012 (さくら 269)	42,902 (〃 225)	-110 (-44)
		1,500	50,377	51,275	+898			
東セロ	96.1.31	30 (さくら)	153	143	-10	33 (さくら 5)	30 (〃 1)	-3 (-4)
東邦瓦斯	96.2.9	150 (野村)	445	456	+11	262	260	-2
トクヤマ	96.2.15	100 (野村)	494	478	-16	223	248	+25
東芝	96.2.28	300 (野村)	3,113	2,603	-510	1,221	780	-441
トステム	96.3.21	200 (野村)						
	3.21	100 (さくら)				0	0	±0
		300	195	195	±0			
東洋シャッカー	96.3.7	70 (一勤)	63	40	-23	22 (一勤 0)	15 (〃 0)	-7 (-1)
南海電気鉄道	96.2.28	250 (大和)	2,768	2,767	-1	1,900	1,900	±0

(注) 非公開会社は除いた。

(資料) 『公社債月報』、『会社四季報』および『有価証券報告書』によって作成。

入の増減 (1996年1~3月)

(単位: 億円)

会社名	社債		金融機関借入			長期借入金		
	年月日	発行額 (主幹事)	1995年9月末	1996年3月末	増減	1995年3月末	1996年3月末	増減
ニチイ	96.1.30	100 (興銀)						
	1.30	100 (一勤)						
	1.30	200 (野村)				400 (興銀 10)	380 (〃 15)	-20 (+5)
	1.30	100 (農中)				(一勤 0)	(〃 0)	(±0)
	2.20	100 (一勤)				(農中 11)	(〃 10)	(-1)
	2.20	100 (富士)				(富士 0)	(〃 0)	(±0)
		700	1,145	809	-336			
日商岩井	96.2.26	100 (三和)						
	3.19	200 (一勤)				8,252 (三和 228)	7,341 (〃 265)	-911 (+37)
	3.26	100 (日興・農中)				(一勤 301)	(〃 310)	(+9)
		400	17,536	17,050	-486	(農中 281)	(〃 256)	(-25)
日本軽金属	96.1.10	100 (一勤)	1,211	900	-311	572 (一勤 53)	500 (〃 47)	-72 (-6)
日本航空	96.1.31	500 (野村)						
		200 (興銀)				4,397 (興銀 282)	4,308 (〃 247)	-89 (-35)
		700	4,330	4,308	-22			
ニコン	96.2.7	100 (日興)						
	2.7	100 (三菱)				81 (三菱 15)	63 (〃 0)	-18 (-15)
		200	419	274	-145			
日新製鋼	96.2.8	200 (三和)						
	2.8	200 (山一)				653 (三和 130)	609 (〃 90)	-44 (-40)
		400	1,330	1,029	-301			
日本電気電子	96.2.21	300 (大和)	986	954	-32	349	249	-100
日産自動車	96.2.23	300 (興銀)	4,458	4,020	-438	2,554 (興銀 232)	2,233 (〃 245)	-321 (+13)
日本石油	96.2.28	200 (さくら)						
	2.28	200 (日興)				1,137 (さくら 51)	1,411 (〃 0)	+274 (-51)
		400	5,500	4,993	-507			
日本電信電話	96.3.5	1,000 (日興)	7,316	9,151	+1,835	7,055	8,391	+1,336
日本精工	96.3.14	100 (山一)						
	3.14	100 (富士)				476 (富士 30)	287 (〃 0)	-189 (-30)
		200	816	702	-114			
パルコ	96.2.9	100 (大和)						
	2.9	100 (一勤)				129 (一勤 20)	112 (〃 16)	-17 (-4)
		200	269	262	-7			
日立製作所	96.2.29	2,000 (野村)	2,213	2,209	-4	189	178	-11
東日本旅客鉄道	96.3.11	1,000 (山一)	12,737	13,493	+756	12,720	13,493	+773
富士電機	96.3.7	200 (日興)	714	644	-70	66	86	+20
北陸電力	96.3.21	300 (日興)	5,016	5,106	+90	4,355	4,269	-86
北海道電力	96.2.19	200 (山一)	5,033	5,027	-6	4,017	3,844	-173
北海製罐	96.3.12	150 (大和)	15	15	±0	1	1	±0
三菱石油	96.3.14	200 (山一)	967	1,139	+172	685	719	+34
三菱電機	96.2.8	300 (大和)						
	2.8	200 (三菱)				592 (三菱 28)	428 (〃 17)	-164 (-11)
		500	1,570	1,972	+402			
合計		15,630			-205			-2,572 (-375)

であるが、その起債総額は九〇八〇億円であり、一社平均三〇三億円の資金調達を行っている。他方、借入金の減少額は五七六七億円であり、一社平均では一九二億円であった。つまり、これらの企業では、平均三〇三億円の起債が行われた結果、一九二億円の借入金返済がなされ、財務のリストラが進められたとみることができる。ここで興味深いことは、この四四社のうち、少なくとも一回以上銀行系証券子会社を主幹事に任命した企業は二三社あるが、このうち借入金を減少させた企業は一九社（八三％）あり、銀行系子会社を主幹事に任命した企業のひとつだけが借入金を減少させていることがわかる。この二三社についてみると、社債発行による資金調達は総額七二〇億円であり、借入金の減少額は二五八九億円となり、一社平均で三一三億円の起債を行い、一一三億円の借入金圧縮を行っている。とくに、銀行系証券子会社を主幹事にした社債発行での資金調達は三七五〇億円であり、一社平均一六三億円であるからほぼそれに見合う一一三億円の借入金圧縮が行われたとみられる。さらに、銀行系証券子会社を主幹事にして起債を行った企業二二社⁵⁾が、その間に証券子会社の親銀行からの長期借入金を増減させたかどうかについてみると、長期借入金を圧縮した企業は一八社（八二％）、残高が変わらなかつた企業が二社、増加させた企業が三社あり、増減を合計すると二〇四九億円減となり、一社平均九三億円減となる。前述のように、これら二三社による銀行系証券子会社を主幹事にした起債での資金調達が一社平均一六三億円であるから、この起債で調達した資金のうち五七％が長期借入金の圧縮に使われたとみることができ⁶⁾る。

最後に、銀行系証券子会社を主幹事とした起債のうち、その親銀行からの長期借入金を圧縮しているケースをみると、二七件⁶⁾の起債のうち、一八件で親銀行の長期借入金を圧縮しており、この一八件についてみると、起債総額は二四一〇億円で、圧縮額は四四七億円である。したがって、一件平均では銀行系証券子会社を主幹事とし

て平均一三四億円の資金調達が行われた反面、親銀行からの長期借入金が平均二五億円返済された。つまり、一九％は親銀行からの長期借入金返済に使われたとみることができる。このデータだけでは即断できないが、銀行系証券子会社の主幹事銘柄では、社債手取り金を金融機関借入金返済に使われている傾向が強く、なかでもメインバンクとされる親銀行からの長期借入金の圧縮も行われており、いわば銀行系証券子会社の社債引受への積極的進出は、親銀行と取引先事業会社との融資関係を弱める方向へ作用するといえる。したがって、今のところそれには至っていないが、やがてこの傾向が強まれば親銀行と証券子会社は明らかな利害の対立を生じさせる可能性があるだろう。

〈まとめ〉

以上、①シ団絞り込み、②ターゲット・ディール、③新規銘柄、④銀行系証券子会社の主幹事銘柄での借入金圧縮という四点を中心に、今年の普通社債発行の変化を考察したわけであるが、いずれの変化においても銀行系証券子会社の参入が大きな要因となっていることは明らかである。そして、①については従来固定的とされたシ団構成を競争的にし、準大手・中堅証券に新たな経営対応を迫るものとなっている。また②、③については、問題点多々含んでいるが、社債市場の多様化ないし裾野の拡大に貢献していると評価することもできる。しかし、④については即断することはできないが、今後親銀行と証券子会社間の関係がどうなるのか、ひいてはメインバンク制がどう変化するかについて興味深い点を含んでいると思われるので、さらに稿を改めて検討したい。

[注]

- (1) 「進むシ団絞り込みの動き」、「日経公社債情報」、一九九五年八月二十八日、五ページ、参照。
- (2) 前掲、「進むシ団絞り込みの動き」、五～六ページ、参照。
- (3) 「公募市場での「私募社債」、「日経公社債情報」、一九九六年七月八日、三ページ、参照。
- (4) 新規銘柄の場合、後述するように分割発行がなされることが多く、二回債、三回債でも実質的に新規銘柄であるものが相当数ある。
- (5) ただし、決算期の関係で長期借入金残高が不明の一社を除いたため二社となった。
- (6) ただし、決算期の関係で長期借入金残高が不明の一社を除いたため二七件となった。

(松尾)

米国地ビール会社のインターネット・ ファイナンスをめぐる

ニューヨークの一地ビール会社が、インターネットを使って株式を公開したというニュースは、米国のみならず世界中の証券市場に衝撃を与えるものであった。それは、インターネットが、単なる情報通信手段にとどまらず、既存の証券取引システムにとって大きな脅威となる可能性を示唆するものと受け止められたからである。一部には、セキュリティゼイションが伝統的銀行業を衰退させたように、今度は、インターネットが証券業にとつてかわるのではないかとの懸念さえ生まれている⁽¹⁾。しかしその反対に、世を上げてのインターネットブームの中で生じた、一時的な話題の一つとの見方もありうるであろう。では今回のケースは、具体的にどのようなものだったのか、そしてそれはどのような問題を提起をしているのか、以下簡単に紹介してみたい⁽²⁾。

(1) Hal Lux: "The Cyberspace Threat - Will the Internet do to Wall Street what Wall Street did to the Banks?". *Investment Dealers' Digest*, June 3 1996.

(2) 米国証券市場におけるインターネット利用の全体像とその意味については、佐賀卓雄「インターネットは証券取引をどう変えるか—サイバースペースからの挑戦」『証券レビュー』第三八巻第八号（一九九六年八月近刊）を、またイギリスにおけるインターネット・デイリーリングについては、二上季代司「インターネット・シェア・デイリーリングのインパクト」

『証研レポート』一五二七号（一九九五年一〇月）を参照されたい。

事態の推移⁽¹⁾

ニューヨークはマンハッタンにあるスプリング・ストリート社 (Spring Street Brewing Company) は、一九九三年にアンドリュー・クライン (Andrew D. Klein) 氏によって設立された小さな地ビール会社である。クライン氏は、ハーバード・ロー・スクールを卒業後、クラブス・スワイン・ムーア法律事務所 (Cravath, Swaine & Moor) で証券法を専門とする弁護士として働いていたのであるが、妻の故郷であるオランダに旅行した際、そこで飲んだビールのおいしさに魅了され、自らオランダ風のビールを製造販売すべく、弁護士をやめて新たに会社を起したのであった。スプリング社の主力商品名は「ウィット・ビール (Wit Beer)」といい、小麦を原料としてオレンジビールとコリアンダーの風味がつけられているという。

ところが、九四年九月決算で売上高二九万八〇〇〇ドルに対して最終損益が四八万八〇〇〇ドルの赤字となるなど大幅な赤字が続いたため、同社は株式での資金調達を計画した。新興の中小企業としてそこまでは何ら珍しいことではなかったのであるが、九五年二月、同社は株式の発行に際してインターネット上の自社のホームページ (<http://plaza.interport.net/witbeer/>) を通じて投資家を募集するという方法をとったのである。結果的に同社は、証券会社に一セントの手数料を払うことなく、またベンチャーキャピタルに経営権への介入を許すこともなく、一株一・八五ドルで三五〇〇人の投資家から一六〇万ドルの資金を調達したのであった。

株式発行を完了した同社は、今年三月一五日 (金)、今度は投資家が自社株を手数料なしで売買できるよう、自社のホームページに「ウィット・トレード (Wit Trade)」と名づけた電子掲示板を作成したのである。実際に数件 (a handful of trades) の取引が成立したという。しかし、IPOに関しては何の介入もおこなわ

なかったSECが、三月一八日 (月) には社長のクライン氏を呼び出し、法律上の問題を検討する間「ウィット・トレード」を停止するよう要求、これでスプリング社の試みは頓挫したかに思われたのである。ところがSECは、投資家保護のためのいくつかの修正を加えることを条件に、「ウィット・トレード」の再開を認めるノード・アクション・レターを送付、結局、SECがインターネット・トレーディングにお墨付きを与えた格好になり、一躍、世界の注目を集めたのである。

事の推移は、おおよそ以上の通りであるが、では、こうしたスプリング社のケースに対して、法律上の規制はどうなっているのだろうか、また、同社のおこなったことのうち、どこまでが旧来通りでどこからが新しいのか、少し詳しく見てみよう。

(一) 本節で、Lux.op.sit: "Microbrewery Uses The Internet to Post Circular on Its IPO", *Wall Street Journal*, Feb. 24 1995: "SEC Halts Bid to Trade Brewer's Stock on Internet", *W.S.J.* March 21 1996: "SEC Says Brewery May Use Internet to Offer Its Stock", *W.S.J.* March 26 1996 などによる。

スプリング社のIPOの方法

まず、スプリング社の株式発行について見てみると、法律上こうした発行が可能になったのは、一つには、「一九三三年証券法にもとづいて制定された規則 (General rules and regulations under the Securities Act of 1933)」の中の「小額発行条件付適用除外」を定めたレギュレーションA (規則二五二条と二六三条) が一九九二年に全面改正され、実効的なものとなったためであり、もう一つは昨年二月のSECのノード・アクション・レターによって電子媒体による目論見書等の交付が認可されたことによる。

改正されたレギュレーションAによって、年間で総額五〇万ドル以下の証券の発行の場合には、SECへの登録要件が通常よりも簡素化され、中小企業の資金調達が一層容易となった⁽²⁾。具体的には、①SECに提出する売付申込届出書 (Offering statement) への記載事項は、財務諸表が監査を受ける必要がないなど簡略化されている、②その提出先は、SECの地方事務所でもよく、ワシントン本部である必要がない、③登録手数料は五〇ドルに抑さえられている点などである。

その一方で募集・売付に関する制限は緩和されており、①届出書が提出されただちにテレビ・ラジオその他による広告をおこなうことができ、また、売付の申込を受け付けることもできる (ただし、売付そのものは、届出書が適格と認められ、かつ売付申込案内書 (Offering circular [目論見書に相当]) が投資家に交付されるまで認められない)、さらに、②売付先 (投資家) に関して制限はなく、③転売規制も存在しないのである。

スプリング社の株式発行は、このレギュレーションAの規定を活用したものであり、その限りでは珍しいものではない。それが、従来の発行と異なっていたのは、通常、紙に印刷し投資家に郵送されていた売付申込案内書を投資家にインターネットからダウンロードさせるという方法をとったところにある。これによってスプリング社は、投資家からの案内書郵送依頼への対応と、三五頁にのぼる書類の郵送という事務作業コストを節約することができたのである。そして、こうした実際の紙を使わない電子的な方法での書類の交付は、九五年二月のSECのノー・アクション・レターによって認められたものであった。

ブラウン・アンド・ウッズ法律事務所 (Brown & Woods) が、SECに対して、昨年二月二十六日付の書簡⁽³⁾で、一九三三年証券法第二条 (一〇) が定義する「目論見書 (prospectus)」概念は、コンピューターにダウンロードさせる方法 (電子目論見書 [electric prospectus]) を含んでいるのか、などについての法律解釈

上のアドバイスを求めたところ、SECの企業金融局 (division of corporation finance) は、翌日付のノー・アクション・レター⁽³⁾で、電子目論見書を容認するとの解釈を発表した。スプリング社のインターネット利用は、このノー・アクション・レターによって可能となったのである。

このように、スプリング社の株式発行は、九二年改正のレギュレーションAと九五年二月のSECレターの枠内でおこなわれたのであり、その限りで適法性に関する問題は一切生じず、事実、SECから何のコンタクトもなかったのである。

(1) 米国証券法規則は、「外国証券関係法令集アメリカII改訂版」日本証券経済研究所、一九九六年、に訳出されている。

(2) James E. Grand and Gary Lloyd, "Internet IPO: A potential oasis for small companies", *Upside*, July 1996.

(3) 1995 SEC No-Act. LEXIS 281.

「ウィット・トレード」とSECの反応

スプリング社は、IPOが終了すると、「ウィット・トレード」を作成して自社株に流動性を与えようとしたのであるが、そのシステムは一〇の機能から成っていた⁽¹⁾。それは、①「ウィット・トレード」での取引方法の説明、②「ウィット・トレード」への投資家の登録、③最近の取引状況の閲覧、④最近のスプリング社の財務状況の閲覧、⑤「買い」の掲示板の閲覧、⑥「買い」の掲示板への参加の登録・訂正・削除、⑦「売り」の掲示板の閲覧、⑧「売り」の掲示板への参加の登録・訂正・削除、⑨売買契約書のE・メールによる受け取り、⑩売買契約書のダウンロード、である。投資家は、それぞれの機能を示すアイコンをクリックしていくことによって、電

子掲示板の気配を見ると同時に自分の注文をそこに出すことができ、さらに、望む気配を出している投資家にE・メールや電話で連絡することで、取引を契約することができるのである。受渡決済は、買い手は小切手を、売り手は株券を一旦スプリング社に郵送し、それを同社が相手側に回送するという方法がとられていた。

これに対して、SECは、株式発行の場合と異なりただちに反応し、適法性に関する検討をおこなう間、「ウイット・トレード」を停止するよう要請。そしてその一週間後、三月二日付でスプリング社社長のクライン氏宛てに書簡を送付したのである。その書簡から「ウイット・トレード」に対するSECの見解を見てみよう。⁽²⁾

SECはまず、「イノベーションと創造こそが、我が国証券市場の特長であり、それが、世界で最も効率的な資本市場を生み出してきた」と述べて米国証券市場における新機軸の重要性を強調し、そうした流れに沿った「ウイット・トレード」を高く評価している。また、「我々は、スプリング社が、『ウイット・トレード』に出された売買注文に対して、その交渉やクロッシングなどの執行サービスを提供しているわけではないことを理解している」としている。すなわち、「ウイット・トレード」は、電子掲示板という一種の気配表を提供しているのみであって、注文の付け合わせそのものは投資家同士が個別におこなっているものであるから、その限りで、「ウイット・トレード」はSECへの登録が必要なサービスを提供しているわけではないということであろう。

しかしながら同時に書簡は、「一定の修正がなされなければ、システムを利用する投資家が十分に保護されているとは言えない可能性がある」として、四点にわたる改善を要求している。

その一つは投資家の資金と株券の扱いに関するもので、SECは、「あなたは、登録ブローカー/ディーラーではないため、スプリング社が投資家の資金を扱うことがないようシステムを改めるべきである」と述べている。すなわち、「ウイット・トレード」では、投資家間の資金(小切手)と株券のやりとりがスプリング社を介して

おこなわれていたため、それは最低限、銀行その他の第三者機関を通じておこなうべきだとしているのである。

第二に、スプリング社の株式が流動性が低く投機的(speculative)であることを投資家に告知すべきであるとしている。具体的には、スプリング社の株式は登録取引所やナスダックでは取引されていないこと、購入価格での売却が保証されているわけではないことなどを明示すべきであるとアドバイスしている。第三の問題点は、投資家が電子掲示板に売り買い両方の注文を同時に掲示することは認められないということである。なぜなら、それはディーラー業務にあたり、証券取引所法にもとづく登録と、それにもなう業者規制に服する必要があるからである。第四に、SECは、「ウイット・トレード」における直近の取引価格と取引数量が、同システムによって投資家に明示されること、同時に、同システムにおけるすべての気配と約定されたすべての取引の記録が、いつでもSECに提出できるよう、記録保存されなければならないとしている。

こうした問題点の指摘はしかし、システムの不認可の根拠を示したのではなく、逆に、問題点が解決されれば再開してよいとのメッセージと解釈され、先に述べたように、事実上SECからのお墨付きを得た格好となったのである。⁽³⁾

その三ヵ月後、SECは、カリフォルニアの代替エネルギー製品販売会社リアル・グッズ社(Real Goods Trading Corp.)の、「ウイット・トレード」と同様の自社株売買システムに認可を与えている。⁽⁴⁾リアル・グッズ社の株式は、すでにパシフィック証券取引所に上場されているのであるが、SECとしては、インターネット取引所(もちろん取引所としての登録の必要はない)を抑制するのではなく、適切な投資家保護措置を手当てしたうえで、既存取引所との競争を促そうとしているものと考えられる。

(1) Gerard R. Boyce, "Offering and Trading Securities on the Internet", *New York Law Journal*, May 9

1996.

(2) 1996 SEC No-Act. LEXIS 435.

(3) しかし、その後現在まで「サニタリー・トレード」は再開されていないが、それは、クライン氏が、中小企業のインターネット・ファイナンスやトレーディング業務に本格的に乗り出すべく、システム的大幅なバージョンアップに着手しているためであると伝えられている。

その一方で、前回と同様の方法で、(ただし価格は前回の一株一・八五ドルに対して今度は二・七五ドルで)二二〇万株三三〇万ドルの増資をおこなう予定があると云う。"Spring Street Brewing Co. Additional Public Offering Planned Through Internet". W.S.J. July 9 1996.

(4) Hal Lux. "SEC approves stock trades on company's Internet site". Investment Dealers' Digest, July 1 1996; Gerard R. Boyce. "Internet Stock Trading and the SEC". New York Law Journal, July 11 1996. リアル・グッズ社の顧問弁護士からSECへの六月二二日付の手紙とそれへのSECからの六月二四日付返答(1996 SEC No-Act. LEXIS 566)によると、同社のシステム(RGTCシステム)は、投資家がシステムの電子掲示板に、①投資家の名前、住所、電話番号、E・メールアドレス、②希望する売り買いの別、③株数、④価格、⑤注文の入力日、を、E・メール等で掲示するというもので、取引は投資家同士が個別に直接おこない、リアル・グッズ社自身は取引、決済その他は一切関与しないことになっている。そこで同社はSECに対して、①投資顧問法第二〇三条(a)にもとづく投資アドバイザーとしての登録、②証券取引所法第十五条(a)にもとづくブローカー/ディーラーとしての登録、③証券取引所法第六条にもとづく取引所としての登録、④RGTCシステムによる売買の証券法にもとづく登録、が免除されるよう要請したのであるが、それに対して、SECの投資管理局(division of investment management)と市場規

制局(division of market regulation)と企業金融局が、そうした登録は求めない旨のフリー・アクション・レターを送付したのである。

提起された問題

では、今回のケースはどのような問題を提起しているのだろうか。株式公開と、流通市場の形成の二つにわけて、それぞれにおけるインターネットの役割について考えてみよう。

スプリング社の株式公開が注目された理由は、何よりもはじめてインターネットが使われると同時に、証券会社が関与しないまま株式の公開がなされたという点であろう。従来であれば、未公開会社への投資は、ベンチャー・キャピタルやエンジェルなどごく少数の投資家のみによってなされていたのであるが、今回は、アンダーライターが不在のまま三五〇名もの一般投資家への事実上の「公募」が成立したのである。

しかしながら、このことをもって「インターネットが証券会社にとってかわった」と理解するのは、どうだろうか。なぜなら、第一に、スプリング社による株式発行は、投資家の数においては確かに大きなものであるが、発行方法自体は、前述のようにレギュレーションAにもとづくものでそこにとさら新しい点は存在しない。ただ、九五年二月のノー・アクション・レターを根拠に、売付申込案内書(目論見書)を紙の郵送ではなくインターネットからのダウンロードという方法を取った初めてのケースであったところにコスト削減効果を上回る話題性が存在しただけである。

第二に、三五〇〇人という投資家を獲得できた点についてであるが、これについても、広告や書類交付媒体としてのインターネットの役割が過大評価されるべきではないであろう。スプリング社の株式発行のための広告は、

インターネットのみでおこなわれたのではない。同社は、地元新聞や、自社が販売するビール瓶のラベルにも広告を載せることによって、自社ビールの消費者層を中心に投資家を募ったのである。すなわち、不特定多数の個人投資家を集めたというより、自社製品の顧客という既存の関係を土台に、それをさらに強化する効果もねらった株式発行であったと言えるであろう。だからこそ、アンダーライターを欠いたままでの株式公開が可能だったのである。そして、このような自社の顧客をターゲットにした、すなわち資金調達と同時に自社製品へのいわば応援団育成を図ろうとする株式の直接発行は、スプリング社に限らず地ビールなどの差別化された消費財企業を中心にかなり頻繁になされており、米国全体で、九四年には二八件、九五年にはおよそ四〇件を数えるという⁽¹⁾。そしてそうした会社の多くは、カリフォルニアの地ビール会社 Mendocino Brewing や、ニュージャージーの衣料メーカー Blue Fish Clothing (素材には無農薬有機栽培の綿を使用し、柄は手描きされる) など、本業自体が顧客対象を特定の愛好家層に絞っているため、会社の既存顧客への訴求力は強く、そのことが、証券会社抜きでの公開を可能にした最大の要素ではなかったかと思われる。こうした特徴は、今回のスプリング社にもあてはまる点であり、それゆえ、スプリング社がインターネットをはじめ使ったといってもその果たした役割は、むしろ副次的なものだったのではないだろうか。

しかしそれと対照的に、ごく小規模ながらも、株式流通システムが提供されたという事実は、証券市場のありかたを考える上でより大きな意味をもつものと思われる。これまで、流通市場におけるインターネットの利用は、E*Trade や Net Investor など (ディープ) ディスカウント・ブローカーによる、顧客からの受注業務には限られていたと言えよう。それは、来店・外交、郵便、電話・ファックスなどの場合と、コストやリスク管理面さらには営業活動のありかた全般に違いをもたらすのは当然としても、機能的には証券会社・顧客間の連絡手

段の一つにすぎず、流通市場のありかたに本質的な変化をもたらすものではない。しかし、「ウィット・トレード」は、取引所や証券会社を一切関与させることなく自社株に流動性を付与しようとするものであり、その機能は、証券会社の受注コスト削減を目的としたインターネット利用とは大きく異なっているのである。

それは、むしろ PPTS (Proprietary Trading System) と呼ばれる私設の市場外売買システムに近い性質をもつが、しかし、PPTS は、①機関投資家を対象とし、かつ、そもそも②インターネットを用いない、という二点において、「ウィット・トレード」と大きく異なっている。そして、機関投資家はすでに専用回線を確保しており、市場間においては NMS (National Market System) のもとで、気配情報の集約・公表は CQS (Composit Quotation System) で、取引注文の回送は ITS (Intermarket Trading System) で、取引情報 (直近に成立した売買価格と株数) は CTS (Consolidated Trading System) で伝達されるのである。インターネットを利用する必要性が存在しないのである。また、こうした第三市場や第四市場と言われる従来の新市場の誕生 (市場の分裂) が、情報通信技術の発達を前提にしていたとはいえ、機関投資家の台頭という取引主体の変化を主たる原因としているのに対して、「ウィット・トレード」は、インターネットという技術革新そのものによってもたらされたところに大きな違いがあると言えよう。

しかしながら、既存の取引システムがインターネットを利用する必要があるということとは、ここではむしろ、二つのシステムが代替的であること、類似した機能を備えていることを暗示している。なぜなら、インターネットは、多対多で、リアルタイムで情報をやりとりする機能をもっているからである。例えば、電話やファックスは、リアルタイムであっても、一対一でしか使うことができないために「市場」足り得ることができない。逆に、顧客から証券会社への発注に使われているインターネットが電話と基本的に異ならないのも、それが一対一でし

か機能していないからである。ところが、「ウィット・トレード」のシステムが示しているように、多対多で、かつリアルタイムで情報がやりとりできるようになった時には、気配を集約・公表し、注文を集め、かつ取引情報を伝えるという、NMSそのものと同様の機能をインターネットは果たすことができるのである。しかもそれは、特別の回線やソフト開発・購入を必要とせず、かつ二四時間全米（どころか全世界）に開かれており、無数の個人投資家からアクセス可能なのである。

インターネット・マーケットには、専用回線でないことによるハッカー対策、投資家の直接参加システムであることによる顧客の信用リスク管理、登録取引所でないことによる価格の公正さの監視や受渡決済の問題など、様々な課題が残されており、現在の規模については言うまでもないとはいえ、その可能性については、無視できない点が存在するのではないかと思われる。

(1) "Tiny Firms Offer Stock 'Direct' Public", W.S.J. May 20 1996.

(2) 広告宣伝、市況情報・企業情報伝達の媒体としてのインターネットの利用も、それがリアルタイムであるという点での革新性とその影響の大きさはもちろん否定できないが、しかしそれも一人から多数への「一対多型」情報発信であるという点では、新聞・テレビなど既存のマスメディアと機能上の違いはない。

(伊豆)

ブロック取引制度の導入

パリ証券取引所の新たな試み

ロンドン証券取引所の外国株市場、SEAIQインターナショナルにおける日本株取引が、わが国株式市場の低迷を背景に急速に拡大したと伝えられたことはまだ記憶に新しいが、海外への日本株取引の流出の一因がわが国証券取引所におけるブロック取引やバスケット取引の使い勝手の悪さにあるという指摘は傾聴に値する。すでに東京証券取引所では引け値でのクロス取引制度の導入を検討しているという新聞報道も見られたが、その後の株式市場の回復とともにこの問題は棚上げになった模様である。

わが国と同様に、ロンドン市場への株式取引の流出が著しいと伝えられたフランス市場では一足早く一九九四年に新しいブロック取引制度を導入しており、パリ証券取引所ではこのブロック取引制度の導入は印紙税の軽減と並んでロンドン市場への取引流出に対して歯止めをかけたとして評価している。

本稿ではパリ証券取引所におけるブロック取引制度を紹介し、わが国でのブロック取引およびバスケット取引制度の導入の問題について考察する。

フランスの株式市場

フランスはアメリカ・日本・イギリス・ドイツに続いて世界で五番目に大きな株式市場を持ち、経済学では一

〇〇年以上前にレオン・ワルラスが一般均衡理論のモデルとしたオークション取引を施行していた取引所を持つ。国民所得の規模からすればフランスが世界で五番目の株式市場を持つことは不思議ではないが、ミッテラン政権が積極的に国営企業の民営化を施行するまでは時価総額ではカナダや南アフリカ・オーストラリアにも劣っていた。また、伝統のあるオークション取引も今では完全にコンピューター化され、フロアでの取引は消失している。

パリ証券取引所の上場企業数は一九九五年末で、一部市場にあたるオフイシャル・リストに六三五社（うち外国企業一九一社）、二部市場にあたるセカンド・マルシェに二六九社（うち外国企業三社）、合計九〇四社（うち外国企業一九四社）であるが、場外にはオル・コックト（Hors-Cote）と呼ばれる非上場企業のための店頭市場がある。このうちオフイシャル・リスト上場企業は、月に一度清算が行なわれる清算市場（Règlement Mensuel）上場企業二六六社（うち外国企業八三社）と現物市場（Marché au Comptant）上場企業三六九社（うち外国企業一〇八社）に別れ、清算市場での取引が活況である。また、パリ証券取引所では上場区分以外にも流動性に応じて四つの

グループに株式を区分し、それぞれに対して異なる取引時間・値幅制限・取引中断規定を定めている。継続的に取引が執行される株式はより流動性の高いコンティヌA（Continu A）と中位の流動性を持つコンティヌB（Continu B）に区別され、コンティヌBの値幅制限と取引中断規定はコンティヌAよりも二倍厳しい。オフイシャル・リストとセカンド・マルシェの比較的流動性に乏しい銘柄はフィクシングA（Fixing A）に分類され、取引時間は午前一一時半から午後四時までであるが、一日二回しか取引は執行されない。オル・コックトで取引される株式はすべてフィクシングB（Fixing B）に属し、取引は午後三時に一度だけ執行される。

このほか、パリ証券取引所にはMONED（Marché des Options Négociables de Paris）と呼ばれるオプション取引所が併設されており、一九九五年末で五〇銘柄の個別株オプションと、短期と長期二種類のCAC四〇株価指数オプションが取引されている。

パリ証券取引所のブロック取引制度

東京証券取引所と同様にマーケットメーカー抜きのオークション制度を採用しているパリ証券取引所では、大口注文は通常いくつかの口

表1 パリ証券取引所の株式売買高（1995年）

（単位：10億フラン）	取引システム方式（TSV）*	規制環境方式（REV）*
フランス株1部清算取引	993	3,349
フランス株1部現物取引	13	41
フランス株2部（現物）取引	28	88
外国株清算取引	17	50
外国株現物取引	1	2

*取引システム方式（Trading System View）は直接にセントラル・トレーディング・システムまたはオープン・アウトクライ方式で取引が行なわれた金額を表わし、規制環境方式（Regulated Environment View）は金融仲介機関によって市場監督機関に報告が行なわれた金額、またはセトルメントが行なわれた金額を表す。

出所：<http://www.bourse-de-paris.fr/bourse/sbf/pres-instit/actions-gb.html>

表2 パリ証券取引所による株式取引分類

	Continu A	Continu B	Fixing A	Fixing B
取引時間	10:00-17:00	10:00-17:00	11:30-16:00	15:00
値幅制限	寄付：前日引値の10% 以後：取引中断時の5% 最大：前日引値の-18.75%~+21.25%	寄付：前日引値の5% 以後：取引中断時の2.5% 最大：前日引値の-9.65%~+10.25%	寄付：前日引値の5% 以後：寄付時の5%	前日引値の10%
取引中断	15分間	30分間	-	-

出所：FACT BOOK 1995 (SBF-PARIS BOURSE. June1995). p. 28

ットに分割され、マーケット・インパクトを抑えて執行されてきた。しかし、この場合には投資家は取引条件を確定できず、取引執行にどれぐらいの時間がかかるのか、平均価格がどれぐらいになるのかを事前に知ることは困難であった。

わが国と同様にロンドン市場への取引流出が懸念される状況下で、一九九三年七月の印紙税（取引税）引き下げ、一九九四年一月の非居住者に対する印紙税の撤廃に引き続き、一九九四年九月にパリ証券取引所ではブロック取引に関する新たな制度を導入した。この制度は大口注文に対してその時点での最良気配値を取引所が提供し、ブロック市場と呼ばれる特別の形態で取引を一括して執行するというもので、マーケットメーカーと個別に交渉しなければならないロンドン市場の弱点を補完することを目的としていた。

この新たな市場に対する規制の枠組みは、ブロック取引に用いられる価格が数量を加味した市場の加重平均スプレッド（WAS）から計算されなければならないという原理に基づいており、この加重平均スプレッドはセントラル・オーダー・ブックにある複数の売り指値の加重平均価格である平均売り気配と複数の買い指値の加重平均価格である平均買い気配とのスプレッドとしてリアルタイムで計算される。そして、ブロック取引は平均売り気配、平均買い気配、または両者の間の価格でのみ執行され、取引価格はブロック取引が市場で執行された場合の約定価格と整合的である。（表3参照）

従来、ブロック取引は投資家に不利な価格のロットを含まなければ執行が難しかったが、いまやオークション市場の価格で執行できるブロック市場が存在することで、ブロック取引が迅速に執行可能になった。その意味で、パリ証券取引所は迅速性（イミディアシー）を投資家に提供できるようになったと評価している。

ブロック市場で取引可能な銘柄はCAC四〇指数構成銘柄と同規模の時価総額にある数銘柄で合計約五〇銘柄

あり、パリ証券取引所の会員証券会社のみが自己勘定または顧客勘定として取引を執行することが認められている。ブロック市場で取引が認められている最小単位は、日々の売買代金と最良気配スプレッドの注文数をベースにして四半期ごとに計算されるノーマル・マーケット・サイズを越えるサイズと定められており、さらに最小取引金額は一〇万フラン以上とされている。

すべてのブロック取引は会員証券会社によってパリ証券取引所に即座に報告されなければならない。複数の証券会社が関与している場合にはそれぞれがパリ証券取引所に報告しなければならない。会員証券会社が複数の顧客のブロック取引をブローカーとして仲介する場合にはブロック取引は即座にディスクロージャーされ、その他の場合にはディスクロージャーのタイミングは取引規模に応じて定められている。ノーマル・マーケット・サイズの五倍未満の取引は取引報告後二時間以内にディスクロージャーされ、ノーマル・マーケット・サイズの五倍以上の取引は翌日の取引

表3 加重平均スプレッドの計算例

銘柄名		10:49a.m. 7/20/1994	
ノーマル・マーケット・サイズ: 15,000		加重平均スプレッド: 627-632	
買い注文		売り注文	
数量	価格	価格	数量
3,200	629	630	2,560
2,330	628	631	1,780
2,270	627	632	5,020
2,530	626	633	6,370
4,760	625	634	5,870
平均買い気配値: 627			
$\frac{(3,200 \times 629) + (2,330 \times 628) + (2,270 \times 627) + (2,530 \times 626) + (4,760 \times 625)}{15,000}$			
平均売り気配値: 632			
$\frac{(2,560 \times 630) + (1,780 \times 631) + (5,020 \times 632) + (5,870 \times 633)}{15,000}$			

出所: FACT BOOK 1995 (SBF-PARIS BOURSE, June1995), p. 16

開始時にディスクロージャーされる。

さらにこの新制度は、フランス証券会社の国際競争力を高めるために、ボート・ディール（一括買入）買取引（受）に対する明瞭なディスクロージャー規制のもとで、一企業の発行株式の10%以上または五億フラン以上の例外的大規模ブロック取引に関する特例を設けている。それまでこの種の取引はロンドン市場で最も盛んに行われていたが、ロンドン市場にはディスクロージャー規定が全く存在しなかった。

ストラクチュアル・ブロック取引と呼ばれるこの例外的大規模ブロック取引の価格は、最良気配スプレッドから10%までの乖離を認められており、通常のブロック市場が特定の銘柄に限定されているのに対して、オフィシャル・リストおよびセカンド・マルシェに上場の全銘柄を対象にしている。ストラクチュアル・ブロック取引は会員証券会社にのみ認められており、会員証券会社は取引を即座にパリ証券取引所に報告しなければならず、その際には売手と買手を特定しなければならない。ディスクロージャーの方法は通常のブロック取引と同様であるが、ブローカレッジのポジションを解消できない場合には取引報告後三日目までディスクロージャーを延期することができる。⁽⁴⁾

(63)

一九九五年一〇月には、一年間の経験を踏まえて、さらにこのブロック取引制度にいくつかの追加措置が実施された。

まず第一に、ブロック取引対象銘柄が常設上場銘柄と一時上場銘柄に二分され、より多くの銘柄でブロック取引が可能になった。常設上場銘柄は以前と同様に四半期ごとに売買代金に応じて改訂される最も取引の活況な銘柄群で、銘柄数は約五〇銘柄から約六〇銘柄へと拡張された。他方、一時上場銘柄は一カ月間の取引増加が著し

かった銘柄と新規上場銘柄が対象で、毎週指定が行なわれ、一カ月間（更新可）ブロック取引が可能である。

第二に、ブロック取引が可能な最小単位であるノーマル・マーケット・サイズが、四半期ごとの日々の売買代金の二・五%で最良気配スプレッドの注文数の七・五倍、最小取引金額は五〇万フラン以上に引き下げられた。

第三に、ノーマル・マーケット・サイズの五倍を超えるブロック取引に対して、平均売り気配または平均買い気配から5%以内の乖離幅での執行が認められ、スパーWASと呼ばれるこのスプレッドがリクエストに応じてパリ証券取引所によって提供されることになった。

第四に、ストラクチュアル・ブロック取引に対する制約が、一企業の発行株式の10%以上または五億フラン以上から、一企業の発行株式の5%以上または一億フラン以上に引き下げられた。

最後に、ディスクロージャーに対する規定が明確化され、午前一〇時から午後五時までの取引時間内に生じた取引のディスクロージャーは従来通りであるが、取引時間外の取引のディスクロージャーは翌日の取引開始時に行なわれることになった。⁽⁵⁾

(64)

わが国証券取引所への示唆

わが国と同様にロンドンへの株式取引流出に直面していたパリ証券取引所におけるブロック取引制度の導入という新たな試みから何を学ぶべきであろうか。

もともとフランスはイギリスに対する対抗意識が強く、当初はロンドンへの株式取引流出に関してもロンドンを批判し、規制によって国内市場を防衛しようという立場をとっていた。しかし、ヨーロッパ連合（EU）統合後には域内証券取引所間の障壁は低まり、取引所間の競争が活況化することを見てとると、従来の態度を一変し、

ロンドン市場との競争を意識した証券市場改革制度を次々と実施してきた。取引所の完全機械化やブロック取引制度の導入はその代表例であり、一九九六年には設立後間もない成長企業を対象とした新たな市場、ヌーボー・マルシェ (Nouveau Marche) を新たに創設している。

一時は日本市場の空洞化と騒がれたロンドン市場への取引流出問題も株式市場の低迷脱出とともに忘れられたかのようであるが、わが国ではその後も何一つ具体的な市場改善策は実施されておらず、株式市場が低迷すれば再びロンドン市場への取引流出が取り沙汰されることは目に見えている。応急処置的な対応を迫られていないからこそ、長期的な展望を持った市場改善策を準備する絶好の機会であるはずである。

わが国の株式市場もフランスと同様にマーケット・メーカーの存在しないオークション取引であり、ブロック取引やバスケット取引の執行は事前には不確定の場合が多い。ブロック取引の代表例としては決算期前に比較的板の薄い大阪証券取引所や名古屋証券取引所で行なわれるクロス取引があり、クロス取引に対する割引き場口銭がこの種の取引を補助しており、一種のブロック取引市場と言えなくもない。しかし、大阪や名古屋に上場していない企業はこの市場を使えず、いくら板が薄いつてもやはり事前には不確定の要素が残る。その意味ではパリ証券取引所を導入されたようなブロック取引市場は、企業の立地に関わらず、すべての上場企業に平等の機会を与え、事前の不確定要素を完全に除去することができるという点で一考に値する制度であろう。

さらに、バスケット取引に関してもこの種の制度は応用できるのではないだろうか。現在、バスケット取引をわが国で行なう場合には一銘柄ごとの注文を三〇〇株以下に分割し、立会場ではなく、システム取引を通じて執行するプログラム取引が一般的であるが、プログラム取引が市場に与えるインパクトについては指数裁定取引に対する根強い反感からも明らかのように必ずしも小さくはない。当該バスケット取引が市場へインパクトを与

えることを目的にしたものでないならば取引当事者はマーケット・インパクトを回避したいはずであり、もしマーケット・インパクトなしで、あるいは事前に確定した条件で取引を執行できるとすれば取引当事者にとっても他の市場参加者にとってもより望ましいはずである。もちろん、この場合には取引は市場の価格を使って市場の外で行なわれることになり、証券取引法の定める市場集中義務に反する可能性が高く、大口投資家（機関投資家・法人投資家）と小口投資家（個人投資家）の間の市場分断をもたらし可能性もある⁽⁶⁾。しかも指数裁定取引自体に対しては一時的なマーケット・インパクト抑制効果を持つとしても最終的には誰かが価格形成の歪みを是正するような取引を行なうはずであり、あまり大きな効果は期待できない。しかし、バスケット取引はロンドン市場でのマーケット・メーカー制度の最大の売り物であり、これに対する市場改善策が実施されない限り、中長期的な大口投資家の取引流出、あるいはわが国で行なわれていたかもしれない海外投資家の取引喪失は避けられないであろう。

ちなみに新たなブロック取引制度を今回導入したフランス市場では、COCA (Connection Automatic CAC) と呼ばれるCAC四〇構成銘柄のエレクトロニック・バスケット取引システムが一九九〇年に導入されており、これに加えてEFPs (Exchange for Physicals) と呼ばれるCAC四〇先物・オプションのポジションと現物バスケットの交換取引が店頭市場で行なわれている⁽⁷⁾。市場のニーズに合わせた新商品の導入や既存の制度の改革は国際競争に打ち勝つためではなく、投資家に対するより良いサービスの供給が目的であり、より良いサービスを投資家に提供できないとすれば規模の大きさは誇るに値しないであろう。

注

- (1) ブロック取引やバスケネット取引に関する指摘は「上季代司」日本株取引はロンドンに流出か」〔金融財政事情〕一九九四年八月八日号)、小泉龍司「ロンドン市場における日本株取引について」〔ファイナンス〕一九九五年三月)に見られる。
- (2) *FACT BOOK 1995* (SBF-PARIS BOURSE, June 1995). なお、最新の統計数値はパリ証券取引所のインターネット・アドレス (<http://www.bourse-de-paris.fr>) より入手した。
- (3) すでに一九八九年から株式のブロック取引に対応するために部分的なマーケットメーカー制は導入されていたが、実際にはほとんど使われていなかった。
- (4) "New Rules for Block Trades : Efficiency and Competitive Pricing for Investors" (PARIS BOURSE NEWS Number 3, July 1994.) *FACT BOOK 1995* (SBF-PARIS BOURSE, June 1995).
- (5) 追加措置に関するパリ証券取引所調査・戦略部 (Direction des Etudes et de la Strategie) のMarianne Denarchi 氏に情報を提供して頂いたことを記して感謝する。
- (6) ただし、従来は上場基準を満たすための株主作りなどに限って認められていた。株式の場外売り出しは、不良債権処理に迫られる金融機関をはじめとする持ち合い解消の動きに対応するため、一九九六年八月一日から解禁されている。(日本経済新聞、一九九六年八月一日)
- (7) "CAC-40 Futures Update : Europe's Most Liquid Future Open Up to U.S. Institutions" (Stock Index Reserch Goldman Sachs, February 1992).