

証 研

レポート

No.1617

2003年4月

東証、上場廃止基準を強化

～急がれる上場廃止銘柄の受け皿づくり～

二上季代司（1）

日本におけるディストレスト証券市場の現状と課題

松尾 順介（9）

ナスダック・ドイチェラント

～ナスダックの新たなヨーロッパ戦略～

吉川 真裕（20）

第一次世界大戦前後のロンドン証券取引所

清水 葉子（33）

財団法人 **日本証券経済研究所**

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

東証、上場廃止基準を強化

急がれる上場廃止銘柄の受け皿づくり

一上季代司

東証はこの四月から上場廃止基準を強化した。従来の廃止基準（株主数等の株式分布状況や出来高基準の未達、経営破綻や合併等）に加えて、（１）上場時価総額基準が追加、（２）債務超過基準が強化された。（１）時価総額（月間平均または月末）が一〇億円を下回ると九ヶ月の猶予期間を経た後、当該銘柄は上場廃止となる（なお一部銘柄が一〇億円を下回ると同様の猶予期間の後に二部市場に降格される）。この廃止基準は四月から適用される。また（２）債務超過の状態となった場合において一ヶ年以内に債務超過の状態でなくならなかったとき（原則として連結貸借対照表による）、上場廃止となる。それ以前については、連結、単独ともに三年間の債務超過の場合となっていた。これは一〇月以降に開始する決算期に該当する上場会社から適用される。

このような上場廃止基準の強化の背景としては、ここ数年、急増した上場企業の経営破綻があげられよう。例えば昨年、経営破綻によって東証上場が廃止となった企業は二一社（佐藤工業、雪印食品など）にのぼり、前年の五社（マイカル等）を大きく上回っている。今年に入ってもすでにセザールなどが整理ポストに入っている。アメリカのNYSE（ニューヨーク証券取引所）や店頭市場NASDAQでも、毎年、新規上場に匹敵する数の上場廃止があるが、経営破綻によって上場廃止になる企業は極めて少ない。というのは、NYSEやNASDAQ

では経営破綻に陥るような企業は、そうなる前に上場から排除される仕組みが確立されているからである。すなわち、経営破綻に陥るような企業は一般に株価が急落し、時価総額が急減することに着目して、時価総額や純資産額、株価水準等において上場維持基準を設け、この基準を満たさない場合には一定の猶予期間の後、上場廃止にすることにしているのである。

今回の東証の措置は、こうしたNYSEやNASDAQに見習ったものなのだろう。要するに東証は経営的に行き詰まった企業を早めに退出させ、上場市場としての「質」を向上させ、投資家の信頼を高めようというわけである。これはこれで証券取引所としての当然の経営努力である。ところで、上場廃止基準を強化すると、当然のことながら上場廃止銘柄は増える。しかし上場廃止が決まると整理ポストに入れられて株主に整理売買の機会が与えられた後、一カ月後（東証の場合）には上場廃止となって当該銘柄は一気に流動性を失うことになる。こうした銘柄が増えてくることを勘案すると、投資家保護の面から上場廃止銘柄の受け皿市場の整備を真剣に考える時期がきたのではないか。以下では、上場廃止銘柄の受け皿市場について問題点を整理してみよう。

1 店頭管理銘柄制度

現状、証券取引所および店頭市場ジャスダックにおける上場廃止銘柄の受け皿としては、まずジャスダック市場における「店頭管理銘柄」制度がある。日本証券業協会では証券取引所およびジャスダックの上場が廃止された銘柄については、投資家保護上、その流通市場が必要と認められたものについて「店頭管理銘柄」に指定し、ジャスダック上場銘柄とともにジャスダック市場で売買されることとなっている。

しかし、この「店頭管理銘柄」制度の指定はかなり厳格である。協会が必要と認めなければ指定されないのだが、

その認定が極めて制限的なのである。しかも指定期間は六カ月であり、幹事証券が延長を申請出来ることとなっているが、延長のケースはほとんどなく、大抵は六カ月後に指定が解除されてしまうのである。その結果、現在は宝船（家具販売）の二社だけとなっている。さらに「店頭管理銘柄」は同じジャスタック市場における上場銘柄と違って時価発行増資はもちろん投資勧誘、自己売買等について厳しい規制が加えられている。要するに、市場として育成する構造にはなっておらず、「青空銘柄」へ脱落していく一通過点にすぎないという位置付けである。

しかし上場廃止銘柄の受け皿としての店頭管理銘柄制度は、かつて店頭市場の中核を占め、その歴史は案外古いのである。¹⁾店頭管理銘柄制度は一九八三年に発足したのだが、それ以前、上場廃止銘柄は「店頭取扱い銘柄」と称していた。一九七五年に株式持合いの行き過ぎを是正するため証券取引所が浮動株基準を中心に上場基準を厳格にすると、上場廃止になる銘柄が続出し、七〇年代後半には、銘柄数としては本来の店頭銘柄（当時は店頭登録銘柄と称した）の四分の一にすぎない店頭取扱い銘柄の方が、売買高としては登録銘柄を圧倒するようになっていたのである。現在の、ジャスタック市場の運営会社「株式会社ジャスタック」は一九九八年に「日本店頭証券」を改組したものである。この「日本店頭証券」は店頭銘柄の付け合せを主たる業務としていたのだが、日本店頭証券それ自体が、上記の「店頭取扱い銘柄」の売買急増に対処して一九七六年に設立されたものであった、という経緯がある。

2 フェニックス銘柄（グリーンシート市場）

もう一つ、上場廃止銘柄の受け皿としてはグリーンシート市場における「フェニックス」銘柄区分がある。グリーンシート（気配公表銘柄制度）とは日本証券業協会が、未公開企業の株式を売買するために一九九七年七月

から発足させた制度である。未公開株式会社並みの情報開示⁽²⁾を行っている企業は、証券会社が投資勧誘を行うに足り得るとして「店頭取扱有価証券」と定義されるが、この店頭取扱有価証券のうち、証券会社が日本証券業協会に対して届出を行った上で、その証券会社が継続的に売り気配・買い気配を提示している銘柄を特に「グリーンシート銘柄」と呼び、この売り・買いの気配を継続的に提示する証券会社に限って投資勧誘を行うことができることとしたのである。

このグリーンシート銘柄は合計六八銘柄あるが、その銘柄の発行会社の特徴により、(1) エマージング区分(ベンチャー、新興成長企業向け、四六銘柄)、(2) フェニックス区分(ジャスタック市場・証券取引所市場の上場廃止企業向け、五銘柄)、(3) リージョナル区分(それ以外の銘柄、一七銘柄、地方の電鉄・百貨店の銘柄が多い)の三分に分かれている。この銘柄区分が導入されたのは三年前の二〇〇〇年夏のことである。

今、問題にしているのは(2)のフェニックス区分であるが、これも数はわずか五銘柄(チッソ、太平洋化学製品、日本起重機製作所、三國商事 以上普通株、日商岩井の無担保CB)にすぎない。グリーンシート気配提示業者によるアイタイ取引であって、証券取引所やジャスタックとは別系統の売買システムになっており、しかも気配提示業者しか投資勧誘はできないのである。証券取引所やジャスタックで上場廃止になった銘柄をフェニックス銘柄として売買しようとするればシステムの断絶がある。

では、店頭管理銘柄からも退出し、フェニックス銘柄としても売買できない銘柄はどうなるのか。それらの銘柄については、法令および協会「公正慣習規則」からみれば「青空銘柄」となる。したがってこれら諸規則・ルールによる投資家保護上の法益(ディスクロージャー義務、不正取引防止等)については十分に享受できない恐れが出てくるのである。かつまた、協会自主ルールの下にある証券会社としては、投資勧誘ができないことと

なり、投資家からの自発的な売り買いの注文をただ受動的に仲介するだけとなる。当然のことながら流動性はほとんどゼロに近いものとなる。

以上のように見ると、上場廃止銘柄の受け皿市場として、ジャスダックの店頭管理銘柄制度もしくは協会グリーンシート「フェニックス区分」のいずれかを整備拡充することが求められることになる。そして、過去のいきさつ、売買システムとしての連続性という観点から見ると、ジャスダックの「店頭管理銘柄」制度を整備拡充して、そこに上場廃止銘柄を収容するという道が望ましいということになる。しかし、それに対しては、ベンチャー・新興企業向け市場としてのジャスダックのアイデンティティが損なわれるのではないか、という危惧もでてくるだろう。さらに、そもそも今回の東証の上場廃止基準強化によってどの程度の数の上場廃止銘柄が発生し、それらの出来高はどの程度であり、したがって受け皿市場としての必要性はどの程度なのか、ということもシミュレーションしなければならないであろう。そこでつぎにそれをみよう。

3 上場廃止銘柄受け皿市場のニーズはあるか

先月（三月）中の月中平均もしくは月末の時価総額が一〇億円未満の東証上場企業は二二社ある。これら二二社が四月以降の上場廃止予備軍になると考えられる。もちろん、上場廃止を避けるべく、なかには増資等の対策を練っている企業もあるだろう。また重複銘柄については、東証で上場廃止になっても大証や名証で上場が継続されるかもしれない。

しかしながら、仮にこれら企業が上場廃止になったとして、これらの出来高はどの程度であり、全体のどの程度のシェアを占めるのであろうか。つまりこれらの企業について、上場廃止後の流通市場整備の必要性は、どの

程度のものなのか。表1は三月中の出来高（株数ベース、金額ベース）と、ジャスダック市場の規模と比較した場合の比率である。

これによると、上場廃止予備軍二社の出来高は七三万株、三億四千万円強であり、対ジャスダック市場比率は、二・三七％（株数ベース）、〇・一四％（金額ベース）となる。

これらの企業の株価は低水準であるので、金額ベースにするときわめてわずかとなる。こうみると、上場廃止銘柄受け皿市場のニーズはたいして大きくないように見えるのである。

しかし上場廃止基準が強化されると、低位株への投資にもためらいが生じてくるだろう。低位株はもともと、経営破綻の危険性（信用リスク）

表1 時価総額10億円未満の東証上場企業とその出来高（3月中）

	時価総額 (3月の月中平均)	時価総額 (3月の月末)	出来高株数 (千株)	月中平均 株価	売買代金 (千円)	備考
大和建設	3億3,900万円	3億3,000万円	300	34	10,331	
大江工	3億7,050万円	3億7,000万円	463	37	17,131	
プラス・テク	4億6,920万円	4億4,400万円	98	39	3,822	
小島鉄	6億0,816万円	6億2,221万円	46	61	2,806	
駿河屋	6億1,480万円	6億0,420万円	22	57	1,254	大証と重複
森電機	6億2,681万円	7億0,691万円	15,289	7	107	
宇野鉄	6億3,896万円	5億6,000万円	135	57	7,695	
ミサワ東洋	6億4,319万円	6億9,160万円	155	33	5,115	
東福粉	6億4,550万円	6億3,000万円	95	64	6,080	
日伸銅	6億7,200万円	7億1,400万円	2,062	32	65,984	大証・名証と重複
堀田産業	7億0,040万円	6億4,600万円	512	41	20,992	
メルクス	7億0,042万円	6億9,250万円	312	35	10,920	
リード	8億0,765万円	7億8,988万円	289	61	17,629	
トスコ	8億1,992万円	8億4,436万円	1,006	37	37,222	大証と重複
大和重	8億4,823万円	9億0,720万円	48	74	3,552	
ローマイヤ	8億5,986万円	8億5,680万円	350	42	14,700	
倉敷機械	8億7,120万円	8億4,800万円	380	55	20,900	大証と重複
川口化学	8億8,450万円	8億6,620万円	59	72	4,248	
イクヨ	9億4,789万円	9億2,377万円	99	116	11,484	
オーベクス	9億6,026万円	8億8,139万円	373	62	23,126	
大機エンジ	9億6,200万円	9億5,000万円	484	96	46,464	
富岡機	9億7,020万円	9億1,000万円	64	68	4,352	
22社合計			7,367.289 (2.37%)		335,914 (0.14%)	

(注) 重複銘柄の出来高は、他市場分を含む。合計の括弧内はジャスダック市場の出来高に対する比率。
(出所) 時価総額は日経金融新聞4月1日付、出来高は筆者計算。

が押しなべて高いのだが、これからは、これに加えて流動性が突然途絶するという流動性リスクも加わってくるからである。とりわけ一〇〇円割れ銘柄は、保有リストからはずすという社内ルールをもっている機関投資家が多く、その売買は主としてオンラインブローカー経由の個人投資家や中堅・中小証券のディーラーによつて行われ、きわめて投機的・浮動的に行われている。したがって、流動性リスクの懸念から一挙に投資家が離散し、時価総額一〇億円割れ銘柄が増えるかもしれない。要するに市場による選別がすむ。したがって、今はたいした額ではなくとも、今後は増え、上場廃止銘柄受け皿市場のニーズは増えるかもしれないのである。

4 市場区分導入によるアイデンティティの確立

それでは、上場廃止銘柄の受け皿市場をジャスダック市場に収容したとして、これまでの新興市場としてのジャスダックのブランド、アイデンティティは損なわれないのだろうか。ジャスダックはちょうど一年前、その上場銘柄のなかでも時価総額が大きく出来高も多い優良株約五〇社からなる「Jストック銘柄」を選定し、これらで構成した株価指数「STOCKインデックス」の計算・公表を開始した。

最近、各国の証券取引所においても、ハイテク銘柄だけ集めたセクター別指数、伝統的業種に属する銘柄で構成された指数など、市場区分をおこなつて発行会社や投資家へのアピールを高め上場促進や出来高の増進につなげていく戦略が一般的となつて⁽³⁾いる。優良銘柄五〇からなる「Jストック」もそうした戦略に沿つたものであり、決して間違つた策ではないと考へたい。しかし、そのなかの主力銘柄である「ヤフー」が東証一部への上場を目指しているとの観測があるように、ジャスダック上場企業の東証上場への願望は強く、関係者の所期の意図とされる、東証上場への引止め策としての効果は必ずしも発揮できていないようである。

ジャスタック市場銘柄を区分するなら、むしろ逆に時価総額の低い銘柄だけをあつめた新「スモールキャップ」区分を設け、ここに時価総額基準に抵触した取引所上場廃止銘柄も収容して隔離する方が、残りの銘柄が本来の新興成長株というアイデンティティが確保でき、意義が高いのではないかとという考えも一理あるだろう。わが国の店頭市場において上場廃止銘柄の受け皿市場としての歴史はかなり古いのである。

市場区分による市場のブランド、アイデンティティの確立は、市場運営者による戦略としては世界的な傾向である。現に、ジャスタックもJストックの設定で同様の戦略をとっているのである。しかし、そのやり方は一様である必要はないだろう。過去の歴史的経緯と現状の置かれた環境の中で決めるべきものである。

注

(1) この店頭管理銘柄から更生を果たし、再び公開企業になったものもいくつがある。例えば、国際観光会館、日本中央地所などはジャスタック市場銘柄であり、証券取引所に再上場された銘柄としては、前田道路（旧高野建設）、ユアサ・フナシヨク（旧船橋食品）、山陽特殊製鋼、サンウエーブ工業などがある。

(2) 証券取引法の規定に基づき、有価証券報告書を継続的に提出しているか有価証券届出書を提出している会社で適正意見の添付されているもの。あるいは公認会計士又は監査法人による法定監査（証取法監査、商法特例法監査）が行われ、かつ適正意見の添付されているもの。

(3) 最近の例としてはドイツ取引所の上場制度再編がある（本誌 一六一五号、二〇〇三年二月号を参照）
(4) 同銘柄は三月中、ジャスタック市場出来高全体の約三分の一を占めている。

（にかみ きよし・委託研究員）

日本におけるディストレスト証券市場の現状と課題

松尾 順介

はじめに

米国ではディストレスト証券 (Distressed securities : 経営悪化ないし破綻企業の発行した証券) に対する投資が確立しているとともに、それを対象とする市場も成立し、相当の規模を有している。日本でも最近の企業倒産の増加、さらにメインバンクの救済機能の低下という状況の下で、破綻企業に対し投資ファンドが投資する事例も相当数見られるようになってきている。つまり、日本でもディストレスト証券市場の成立条件が成熟あるいは整備されつつあるといえよう。そこで、本稿では、簡単に日本のディストレスト証券投資の現状を概説し、ディストレスト証券市場の課題を、投資対象に関する客体的条件、投資主体に関する主体的条件、法律等に関する制度的条件、という三つの観点から考察する。

1 日本におけるディストレスト証券市場の現状

一九九〇年代の日本では、「ディストレスト」案件への投資は、銀行の不良債権を外資系投資銀行や投資ファンドが大幅な割引価格で買い取る、いわゆる不良不動産投資を意味しており、とくに多数の案件を一括して買い取るバルクセールが相当な割合を占めていた。しかし、最近ではこのような不良債権投資は減少し、経営悪化ないし経営破綻した企業に対する投資が増加している。

表1は、経営悪化ないし破綻企業に対して投資ファンド等が再建目的で投資した主な事例をまとめたものである。案件としては、会社更生法や民事再生法といった法的処理案件が多いが、法的手続に入っていない経営不振・悪化企業への投資案件も見られ、最近では私的整理のガイドラインを利用した案件への投資も見られる。また、投資手続は当該企業の第三者割当増資を引き受けるものが大半であり、とくに法的手続に入った企業の場

表1 投資ファンド等による企業再建型投資の主な事例

投資決定ないし実施時期	投資先	投資先の状況	投資ファンド
1998年11月	富士機工電子	会社更生法	アドバンテッジ・パートナーズ
1999年12月	日本長期信用銀行（新生銀行）	金融再生法	リップルウッド
2000年5月	幸福銀行（関西さわやか銀）	金融再生法	日本インベストメント・パートナーズ
2001年1月	東京相互銀行（東京スター銀）	金融再生法	ローンスター
2001年3月	川 電気	民事再生法	ソフトバンク・インベストメント
2001年4月	ヴィクトリア	経営悪化	ジャフコ
2001年5月	日本コロンビア	経営不振	リップルウッド
2001年6月	宮崎シーガイア	会社更生法	リップルウッド
2001年6月	マルトミ	民事再生法	オークツリー・キャピタル・マネジメント
2001年8月	ケンウッド	経営再建中	スパークス・アセット・マネジメント投信
2001年9月	サワコー	民事再生法	ソフトバンク・インベストメント
2001年9月	日興電機工業	会社更生法	ジャパン・リカバリー・キャピタル・パートナーズ (大和SMBC+ロス・チャイルド系)
2001年9月	ダックピブレ（さくら野百貨店）	民事再生法	政投銀・みちのく銀などのファンド
2001年9月	ベンカン	民事再生法	シュローダー・ベンチャーズ（現、MKSパートナーズ）
2001年12月	アスキー	債務超過	ユニゾン・キャピタル
2002年2月	富士車両	民事再生法	野村プリンシパル・ファイナンス
2002年3月	市田	私的整理	ジャパン・リカバリー・ファンド（東三銀など）
2002年4月	ダイヤ建設	経営悪化	サーベラス
2002年4月	木下工務店	経営悪化	サーベラス
2002年8月	日本ケミテック	民事再生法	日本アジア投資
2002年8月	雅秀エンタープライズ	会社更生法	ローンスター
2002年11月	ファーストクレジット	会社更生法	ローンスター
2002年12月	ダイエー	経営不振	主力銀行と政策投資銀行によるファンド
2002年12月	エステコーポレーション	民事再生法	ローンスター
2002年12月	ヘルツ	民事再生法	山田ビジネスコンサルティング
2002年12月	エア・ドウ	民事再生法	政策投資銀などによるファンド
2003年2月	星電社	経営悪化	アドバンテッジ・パートナーズ
2003年3月	東八ト	民事再生法	ユニゾン・キャピタル

（資料）新聞等の報道とインタビューによって作成。

合は、旧株を一〇〇%減資して、投資ファンドが過半数の新株式を取得し、経営権を掌握した上で、再建に乗り出す場合が大半を占めている。この場合には、投資ファンド側から新経営陣が派遣される事例も多く見られる（富士機工電子、川 電気、サワコー⁽¹⁾など）。その意味では、投資ファンドは株主の立場で、再建に関与しており、投資回収（いわゆるExit）は保有株式の売却⁽²⁾によって実現されるものと考えられる。

表2は、企業再建型投資に関わった、主な民間の企業再建型投資ファンドをまとめたものである。大きく分けると、国内系と外資系に分けられ、外資系はほとんどが米国内の大手の有名投資ファンドの日本法人である。また、さらに国内系は、銀行系、証券系、独立系などに分類され、独立系にはコンサルタント会社が母体となっている

表2 企業再建型ファンド運用会社

名称	系統	設立	規模	特徴
MKSパートナーズ	国内独立系	1985年6月	286.5億円	シュローダー・ベンチャーズから独立。ベンカンの再建を手がける。
フェニックス・キャピタル	国内銀行系	2002年1月	671億円	東京三菱銀行系。市田の再建を手がける。
アドバンテッジ・パートナーズ	国内独立系	1992年12月	210億円	コンサル系のPEファンド。富士機工電子の再建を手がける。
ジャフコ	国内独立系	1973年4月	300億円	98年から買収ファンド運用。ヴィクトリアなどを手がける。
ローンスター・ジャパン	外資系	1998年3月	42億ドル	米国の有名ファンドの日本法人。エステティ、Fクレなどを手がける。
BNPパリバ・ジャパン	外資系	1991年3月	140億円	仏パリバの日本法人。中堅中小企業に特化した投資。
野村プリンシパル・ファイナンス	国内証券系	2000年7月	420億円	野村證券の自己資金投資部門。富士車両など。
大和証券SMBCプリンシパル・インベストメンツ	国内証券系	2001年9月	500億円	大和証券の自己資金投資部門。日興電機工業など。
ユニゾン・キャピタル	国内独立系	1998年10月	380億円	企業買収ファンド。アスキーなどを手がける。
サーベラス	外資系	1999年	-	米国の有名ファンドの日本法人。ダイヤ建設など。
リップルウッド	外資系	-	-	米国有名ファンドの日本法人。新生銀行など。
オークツリー	外資系	-	-	米国有名ファンドの日本法人。マルトミなど。
スパークス	国内独立系	1989年1月	3785億円	投信運用会社として活動。ケンウッドなど。
ソフトバンク・インベストメント	国内独立系	1999年7月	1807億円	LBOファンドでサワコー、川 電気に投資実績。再建ファンドも設立。

(注) このほかにも、ダイエーやエアドゥ向けのファンド、地域の建設会社向けのファンド、メーカー系（三洋電機）のファンドがある。

(資料) 新聞報道およびインタビューによって作成。

もの（アドバンテッジ・パートナーズ）、投信運用会社が母体となっているもの（スパークス）、外資系から独立したもの（MKSパートナーズ）、ベンチャー・キャピタルが母体となっているもの（ジャフコ、ソフトバンク・インベストメント）などがあるが、これらのファンドは必ずしも企業再建型投資を専門に行うファンドではなく、プライベート・エクイティ・ファンドやLBOファンドも含まれている。また、証券系ファンドには、外部資金を調達するものではなく、自己資金で投資を行うプリンシパル・ファイナンスが含まれている。さらに、この表以外にも、三洋電機が設立したファンド、地域の経済団体が建設業の建て直しのために設立したファンド、政策投資銀行が中心となってダイエーやエアドウ再建を目的として設立したファンド、などがある。⁽³⁾

2 客体的条件における課題

証券市場成立の客体的条件は、投資対象の有無であり、デイトレス投資にとっては、倒産案件の増減が重要な客体的条件となる。倒産件数の増減は、景気の動向や産業構造の変化などに依存しているため、現在は倒産件数が増加傾向にあるものの、その将来的な推移を予測することはできない。しかし、市場経済である以上、一定の倒産が生じることは不可避であり、戦後の日本経済を考えても、多くの企業倒産が発生してきた。しかし、戦後の日本では、多数の企業がデイトレス状態に陥りつつも、それが投資対象となることはなかった。その主たる要因は、メインバンク制にある。

従来、メインバンク制の下では、デイトレスト証券は流通市場で売買されることはなかった。というのは、社債に関しては、すでに述べたように、受託会社＝メインバンクが一括買取を行って処理され、投資対象とはならなかった。また、融資債権に関しても、ローンの転売市場は存在しなかった。そもそもメインバンクは、その

救済機能ゆえに、取引先企業がデストレス状態に陥るや否や、経営者派遣を行ったり、追加融資を行うなどして、経営再建を主導する場合が多く、デストレス状態の企業に外部資金が入る余地はなかった。つまり、米国の言い方をすれば、メインバンクはDIPファイナンスの提供などのリスクマネーの提供、CEO派遣などの経営者派遣、裁判所外でのワークアウトなどを通して、デストレス状態に陥った取引先企業のターンアラウンドを行っていた。つまり、ターンアラウンドはメインバンクによって囲い込まれていた。その意味では、メインバンク機能にはターンアラウンドがバンドリングされていたといえる。しかし、近年メインバンクの機能が低下するにともない、メインバンクがこれらのターンアラウンドを行う傾向が弱まっただけでなく、むしろ「貸し渋り」や「貸し剥がし」などと表現されるように、融資の引き上げによって多くの企業が倒産に追い詰められていることも指摘されている。したがって、デストレス状態の企業のターンアラウンドは、メインバンクから切り離され、アンバンドリングされる傾向が強まっている。それにもなつて、デストレス状態の企業に外部資金が入る余地ができたのである。この傾向は、今後も強まりこそすれ、弱まることはないと考えられる。とくに、デフォルトルト社債については、今後メインバンクが一括買取処理を行うことはなく、デストレス証券として取り扱われるだろう。その意味では、客体的条件は整っていると考えられる。

ただし、日本のデストレス企業の現状を見ると、その数は増加しているにもかかわらず、必ずしも投資ファンドにとって魅力的な投資対象は少ないという指摘がある。その理由としては、次の理由が挙げられる。

第一に、不況の長期化である。不況の長期化によって、企業価値が劣化したために、再建の可能性が著しく低下していることが挙げられる。企業が再建するためには、経営資源を集中できる業務や部門の存在が必須であるが、それすら失われている企業が多いといわれる。投資ファンドが経営再建に乗り出し、成功している事例を見

ると、技術面のノウハウであれ、顧客基盤であれ、いわゆる本業に強みの残っている企業が多い。

第二に、メインバンク関係の経路依存的存続が挙げられる。先に述べたように、メインバンク関係は弱体化する傾向にあるといわれているが、必ずしも崩壊したわけではない。むしろ形骸化しつつ継続していると思われる。メインバンク関係について、詳述する余裕はないが、メインバンク関係の基本的な要素は、銀行側が取引先企業に対して提供する保険機能である。これを拠り所として、取引先企業はメインバンクと長期固定的関係を結び、また非メインバンクはメインバンクに信用リスクを負担させていたのであるが、バブル崩壊以降、メインバンクは信用リスク負担を避けるだけでなく、デレストレス企業のメインバンクからは撤退するほうが有利な状況となった。しかし、非メインバンクにとって、メインバンクの撤退は信用リスク負担の増大につながるため、その撤退を牽制する。その上、メインバンクと非メインバンクの関係は複雑に絡み合っているため、相互に牽制しあう関係になっている。たとえば、A社のメインバンクが銀行、非メインバンクが銀行であり、B社のメインバンクが銀行、非メインバンクが銀行であるとすると、銀行は銀行がA社のメインバンクを降りることを牽制し、逆に銀行は銀行がB社のメインバンクを降りることを牽制するため相互にメインバンクから降りることができなくなっている。その結果、法的倒産手続に入るべき企業がそのまま放置され、またリストラクチュアリングを要する旧来型企業が温存されたため、ターンアラウンドを行おうとしても、すでに企業の「ゴイング・コンサーン・バリュウ」は著しく劣化し、再建可能性は低くなってしまっている場合が少なくないと思われる。

第三に、早期申立・早期再建型の倒産法制の不備が挙げられる。米国の倒産法制は、申立要件の廃止、DIP制度の導入などによって、債務者企業の経営者が早期に倒産手続を申し立てることを促し、それによって早期に企業が再建できるように設計されている。それに対し、改正前の日本の会社更生法は、申立要件が厳しく、かつ

旧経営陣の残留も認められなかったために、債務者企業の経営陣は手続の申立をできるだけ回避しようとする傾向が強かった。そのために単に申立が遅延するだけでなく、俗に言う「整理屋」や高利金融に頼る事例もあり、企業価値が劣化する傾向が見られた。このために再建可能性が低くなり、投資対象としての魅力が毀損した場合もあつたと思われる。ただし、近年施行された民事再生法は、早期申請・早期再建型の倒産法制であり、また改正会社更生法でも申立要件を民事再生法と同じにし、旧経営陣を管財人に選任することが認められたため、この点は改善が期待される。

3 主体的条件における課題

市場成立の主体的条件とは、十分な投資家層が形成されていることである。米国のディストレスト証券市場を支える大きな要因は、投資家層の厚さという点である。先ほど紹介したように、ディストレスト専門に投資する投資ファンドが存在しているが、このようなファンドに資金供給しているのは、年金基金などの機関投資家である。そもそも米国のハイ・イールド債（いわゆるジャンク債）市場は、八〇年代には敵対的なM&Aのためのマネーゲーム的な市場とみなされていたが、M&Aブーム終息後も市場は立ち直り、その後も成長企業の資金調達手段として拡大している。その拡大をみると、主要な投資家としてミューチュアル・ファンドや年金基金などの機関投資家があげられ、これらがハイ・イールド債市場を支えている。これらの機関投資家は、一方では高格付けの投資適格債にも投資するが、他方ではその巨額のポートフォリオの一部をハイ・イールド債やディストレスト証券に振り向け、分散投資を行っている。

日本の場合も、個人金融資産は一、三〇〇兆円に達するといわれ、資金規模では十分な投資家層が形成されて

いると思われる。そして、最近では、国内投資家を基盤とする投資ファンドが相次いで設立され、企業再建型投資を行っている。しかし、これら国内系の投資ファンドによると、国内の機関投資家は必ずしも積極的に投資しているとは言いがたいようである。その理由として、次の二点が挙げられる。

第一に、ハイリスクの投資に対して、国内機関投資家のファンド・マネージャーは消極的である。本来、巨額の運用資金を擁する機関投資家は、ローリスク・ローリターンな投資対象からハイリスク・ハイリターンな投資対象にまで分散投資し、ポートフォリオのトータル・リターンを最大化しようとする。しかし、日本の機関投資家の投資行動は必ずしもそうではなく、ハイリスクのみならずミドルリスク程度の投資対象でもポートフォリオからはずそうとする傾向がある。たとえば、BBB格の社債投資ですら社内規則で規制しているところもある。このようなリスク回避型の投資行動は、ファンド・マネージャーの賃金・雇用体系に起因するものと思われる。つまり、ファンド・マネージャーといっても、日本型の終身雇用・年功序列賃金体系の下にあり、人事ローテーションの一環として運用業務に携わっているに過ぎない。そこでは、他人以上の成功が必ずしも直接的に報酬に反映しない反面、失敗にはペナルティが課され、昇進の障害となる。したがって、ファンド・マネージャーは、リスクをとることにディスインセンティブを有しており、結果的に運用姿勢も消極化する。

第二に、相次いで設立される投資ファンドがトラッキング・レコードを持たないことである。米国でも、これらの投資ファンドが資金調達する上で、重要な要素は過去のトラッキング・レコードであるが、新設の国内系投資ファンドには、当然それがない。その上、このような投資の歴史がないために、運用ノウハウについて必ずしも充分信頼されていないと思われる。米国では、ディストレス投資は、米国立戦直後の混乱期に遡ることができると言われる、一九三〇年代の大恐慌期にマックス・ハイネ Max Heine の設立した証券会社ハイネ・セキユリ

ティーズがこれを手がけて成功し、以降連綿と続き、前述のように現在では多数のファンドが活動している。その間に、相当なノウハウを蓄積したと考えられる。とくに、一九七八年倒産法施行後、大口債権者として企業再建に参画する投資手法が確立するにつれ、ディストレス投資は大型化するとともに、高度化し、このような投資は、証券分析だけでなく、法務、財務、企業経営などのさまざまなノウハウを要するものとなっている。しかし、日本のファンドにはそのような歴史的蓄積はなく、それゆえ投資家の信頼を勝ち得ていない面があると思われる。

4 制度的条件における課題

制度的条件として最も重要な点は、倒産法制であり、とくに早期申請・早期再建型の倒産法制である。ただし、これについては民事再生法が施行され、貢献していると考えられるので、ここでは省略⁽⁴⁾し、必ずしも法制度に明文化されない手続上のソフト面に注目しておきたい。

第一に、情報開示の問題である。ディストレス証券投資は、ハイリスクの投資であり、通常の証券投資と異なる様々なリスク管理が必要となり、そのためには情報の入手と分析が必要不可欠である。日本では、企業がいっただん破綻すると、たとえ上場企業でも情報入手は極めて困難になるが、米国では、ディストレス状態の企業に関する情報はかなり流布しており、それが投資判断の重要な材料となっている。その要因として、裁判所の手続に関する情報が、かなりの程度開示されていることが挙げられる。実際、米国では第二章再建手続に際しては、再建計画案などの書類が開示されている。ただし、破綻事件のすべての情報が公開されるわけではなく、経営陣は財務上および業務上の見通しを、無担保債権者の債権者委員会に伝えるが、委員会メンバーはコンフィデンシヤリティ・アグリーメントに署名し、この情報を公開しないことを義務づけられる。したがって、一般的には、

債務者側の企業の業務を阻害する可能性のある、微妙な企業情報に関しては非公開であるが、投資家が当該企業の債務を購入する際材料となるような情報は公開されているといわれている。これに対し、日本では改正前の会社更生法上の手続については、審理は非公開で行われ、またその記録も閲覧できなかつた。部外者が知ることのできるの、決定がなされたあとの官報告示であるが、これも全文公開というわけではなく、この点日米間では大きな差があつた。ただし、改正会社更生法および民事再生法では、文書閲覧に関する規定が定められ、法律上は改善されている。しかし、実際の運用は裁判所の裁量に委ねられている部分も多く、現実にとどの程度開示が進むか注目されるところである。

第二に、裁判所の手続に関する権限の問題である。日本では、倒産手続に関しては裁判所の権限が強く、事実上裁判所主導で手続が進められる。それに反して、米国ではその権限はかなり限定されたものであり、当事者間の交渉で手続が進められている。米国の連邦倒産法では、連邦管財官制度があり、司法長官任命の連邦管財官が管財人の選任監督や倒産事件管理の役割を担当するが、連邦管財官の役割は、あくまでも事件の運営管理であり、具体的には管財人等の選任要求、債権者委員会の委員の任命、債権者集会の主催などが挙げられるが、実際には前述のDIEPが経営を継続するため、通常管財人は選任されず、DIEPと債権者委員会の交渉で手続が進められている。そこでは経験ある弁護士、ターンアラウンド・スペシャリスト、投資ファンドなどが参加して手続が進められている。これによつて、手続が円滑に進められるとともに、経済効率性が追求されるものと推測される。

まとめ

以上、日本におけるディストレスト証券市場の課題を検討した。ただし、これ以外にも、検討すべき課題は多

い。たとえば、米国の投資ファンドはデット・エクイティ・スワップをよく使うようであるが、日本では必ずしも十分に利用されているとは言えず、その背景にはさまざまな障害が横たわっているものと思われる。また、投資ファンドに関しては、税制面での課題もあり、税制優遇が検討されている。さらに、投資ファンドの組織に関する法的課題がある。これらについては、稿を改めて検討したい。

注

(1) これらの事例のケーススタディについては、拙稿「投資ファンドによる企業再建型投資」、『証券経済研究』、第三七号、二〇〇二年五月、参照。

(2) 本稿執筆中に、投資ファンドが経営再建を行ってきた関西さわやか銀行と三井住友フィナンシャルグループの関西銀行との統合が発表された(『日本経済新聞』、二〇〇三年四月一日および同日、参照)。報道によれば、投資ファンド側が三井住友側に関西さわやか銀行の株式を売却する予定だといわれている。これによって、投資ファンドはその投資を回収するものと見られる。

(3) 今年設立された産業再生機構も、政府主導のファンドという見方もできるかもしれない。なお、同機構については、二上季代司「日本の産業・企業再生の行方」、『証研レポート』、二〇〇三年一月、参照。

(4) 倒産法制に関しては、拙稿「投資ファンドによるデイトレス投資と倒産法制」、『証券アナリスト・ジャーナル』、二〇〇二年二月、参照。

本稿執筆に際し、田頭章一教授(上智大学)より有益なコメントを頂きましたことを感謝申し上げます。

(まつお じゅんすけ・委託研究員)

ナスダック・ドイチェラント

↳ナスダックの新たなヨーロッパ戦略↳

吉川 真裕

ナスダックは一九九九年六月のナスダック・ジャパン構想に続いて、同年一月にロンドンでのナスダック・ヨーロッパ市場開設計画を発表したが、二〇〇〇年五月のロンドン証券取引所とドイツ取引所の合併計画に際し、フランクフルトでの合併取引所との共同ベンチャー株式市場の開設へとヨーロッパ戦略を変更した。しかし、同年九月のロンドン証券取引所による合併計画撤回に伴い、共同市場開設計画も宙に浮き、ヨーロッパ戦略の見直しを迫られることになった。そして、二〇〇一年三月にはブリュッセルの汎欧州ベンチャー株式市場イースダックを買収し、ナスダック・ヨーロッパとして再構築することになった。同年六月にはイースダックを再編成したナスダック・ヨーロッパにナスダックと類似した取引システムを導入したが、上場企業も取引も集まらず、同年一月にナスダック・ヨーロッパとベルリン証券取引所の提携計画が打ち出された。二〇〇二年六月にはベルリン証券取引所との提携計画がブレイメン証券取引所、ドレスナー銀行、コムルツ銀行、コムディレクト銀行を加えたナスダック・ドイチェラント (NASDAQ Deutschland) として再構築されることになり、二〇〇三年三月二日に二二八銘柄のアメリカ株式を対象としてナスダック・ドイチェラントは取引を開始した。本稿ではナスダック・ドイチェラント開設の背景を振り返り、その仕組みを紹介した後、将来性について考察する。

1 ナスダック・ドイツエラント開設の背景

ナスダックを手本とした汎欧州ベンチャー株式市場イースダックは一九九六年一月に取引を開始した。しかし、ヨーロッパ各国の証券取引所がベンチャー株式市場を開設し、実績のない後発取引所であるイースダックは五年間で五〇〇銘柄という当初の上場計画にほど遠く、二〇〇一年三月時点で六二銘柄の上場に止まっていた。イースダックはもともとナスダックを手本として上場基準やマーケットメーカー制が導入されていたが、ナスダックにある匿名の交渉システム（セレクトネット）や小口注文自動執行システム（SOES）は備えておらず、注文執行は電話やファックスを通じておこなわれていた。ヨーロッパ各国の証券取引所が電子取引システムの導入を進める中でイースダックの取引システムに問題のあることはイースダック自身も承知していたが、採算のとれない小さな取引所が電子取引システムを導入することは困難であった。

二〇〇一年三月二七日に発表されたナスダックによるイースダックの買収計画では、ナスダックがイースダックの株式の過半数を取得してナスダック・ヨーロッパとして再編し、取引システムはナスダックが導入を計画していたスーパーモニタージュと類似の取引システムの導入をめざすが、第一段階として二〇〇一年六月にETS（European Trading System）と名付けられた当時のナスダックと同様な取引システムが導入され、マーケットメーカーの確定気配での自動執行やブローカー間での電子媒体を使った交渉が可能となり、取引報告も同一のシステムでおこなわれることになることが明らかにされた。また、二〇〇一年第4四半期にはマーケットメーカーの確定気配に匿名の注文板が組み合わされ、電子的な交渉装置が拡充されるとともに、アメリカの決済機関であるDTCCがロンドンに開設する新たなクリアリング機関を利用してセントラル・カウンターパーティを含めた受け渡し・決済システムとシームレスに統合されることになる予定も明らかにされていた。¹⁾

ナスダック・ヨーロツパにE T Sが導入された二〇〇一年六月八日、メイドフ、BNPパリバ、クレディ・イス・ファースト・ボストン、フォルティス、ゴールドマン・サックス、リーマン・ブラザーズ、シュローダー・ソロモン・スミスバーニー、サンタンデルの八社がナスダック・ヨーロツパに出資することが発表された。これはナスダックによる買収計画で最大一〇・四三%まで八社の大手金融機関からの出資を募る可能性があることが発表されていたものであり、イスダックの株主であったナイト・トレーディングとともにこれら八社がナスダック・ヨーロツパを支援することをあらわしている。同じ日にニューヨークで開かれたプレス・コンファレンスでナスダックのシモンズ社長兼最高経営責任者(当時)はナスダック・ヨーロツパのE T S導入をナスダックのヨーロツパにおける新たな一歩と位置づけていたが、早急な取引の拡大は期待しておらず、ドイツ取引所、ロンドン証券取引所、ユーロネクストといったヨーロツパの主要取引所との提携もありうるという発言をしていた。

E T S導入後もナスダック・ヨーロツパでの取引は増えず、逆に上場申請企業が減少するという事態を迎え、イスダックが直面していた後発取引所の苦難にナスダック・ヨーロツパも直面することになった。こうした中で二〇〇一年一月一四日、ナスダック・ヨーロツパとベルリン証券取引所の提携計画が発表され、ナスダックのヨーロツパにおける新たな提携戦略の端緒が示された。この提携計画は二段階に分かれており、第一段階では、二〇〇二年第二四半期までにベルリン証券取引所にナスダック・ヨーロツパというセグメントを導入し、ナスダック・ヨーロツパのマーケットメーカー・システム(E T S)とベルリン証券取引所のオークション・システムの間で最良気配の注文を相互にエクスポートしあって、両市場を結合させるというものであった(取引対象はドイツ市場で活発に取引されているドイツ株および外国株の約二〇〇銘柄)。そして、第二段階ではE T Sをナスダック・ヨーロツパとベルリン証券取引所の共同取引システムとし、ドイツの取引所間の注文回送システムX O

N T R O と接続することでベルリン証券取引所の会員はシステム変更をすることなく、E T S にアクセス可能となるというものであった。また、第二段階では両取引所は一部の株式を保有しあい、ナスダック・ヨーロッパのサンダーソン最高経営責任者がベルリン証券取引所の取締役に、ベルリン証券取引所のフランケ副会長がナスダック・ヨーロッパの取締役に加わることも発表されていた。

ベルリン証券取引所のオークション・システムにナスダック・ヨーロッパのマーケットメーカー・システムを結合するという提携計画を発表した後、二〇〇一年二月一七日にナスダックはアメリカ市場においてプライメックス・オークション・システムを導入した。このシステムは顧客注文に価格改善の機会を電子的に与えるもので、取引フロアでおこなわれる価格改善をコンピュータ上で再現しようというものである。⁽²⁾ こうした動きに対して、二〇〇二年一月二五日、ドイツ取引所はX E T R A ベストと名付けた電子的価格改善システムを二〇〇二年秋に導入する計画を明らかにした(二〇〇二年九月に実現)。X E T R A ベストはプライメックス・オークション・システムほど複雑なものではないが、マーケットメーカーが顧客注文を最良気配で執行するように、顧客の注文を受けた業者が最良気配よりも有利な価格で注文を執行することを可能とするシステムであり、ドイツ取引所の電子取引システムX E T R A の新たなバージョンに付加される機能である。

こうして、ナスダック・ヨーロッパのドイツ市場への参入計画はドイツ取引所のすばやい対応で出鼻をくじかれる形となった。ところが、ナスダック・ヨーロッパとベルリン証券取引所の提携計画は、プレーメン証券取引所、ドイツの有力業者であるドレスナー銀行とコメルツ銀行、そしてコメルツ銀行の子会社であり、ヨーロッパにおけるオンライン取引の最大手の一つであるコムディレクト銀行を加えて、より広範な形でドイツ取引所に對抗することが二〇〇二年六月一八日に発表された。

この提携計画のポイントは、ベルリン証券取引所とブレイメン証券取引所が合併し、ブレイメン証券取引所の運営会社を母体としたナスダック・ドイツエラントという株式会社を設立し、市場運営に当たること（本部はベルリンとブレイメンの両方に設け、フランクフルトには支店を設置）、ナスダック・ドイツエラントにはナスダック・ヨーロッパが五〇%、ドレスナー銀行が一五%、コムルツ銀行とコムディレクト銀行が各七・五%、ベルリン証券取引所とブレイメン証券取引所が各一〇%出資し、ドレスナー銀行、コムルツ銀行、コムディレクト銀行というドイツの有力業者が支援すること、ナスダックがアメリカで導入を計画しているスーパーモンタージユをドイツの規制に合わせて改良した電子取引システムを導入すること、そして市場参加者はドイツの取引所間の注文回送システムXONTRROと接続することでシステム変更をすることなく、アクセス可能であること、取引対象は二〇〇三年一月の市場開設時には、DAX一〇〇（ドイツの優良銘柄）、NEMAX五〇（ドイツのベンチャー市場であるノイア・マルクトの成長銘柄）、ナスダック一〇〇（アメリカのナスダックの優良銘柄）、ユーロSTOX五〇（ユーロを導入したヨーロッパの優良銘柄）、DOW三〇（アメリカの優良銘柄）といった株価指数の構成銘柄であるが、三〇〇〇銘柄程度にまで拡大する計画であること、である。

その後、ナスダックは二〇〇二年八月にナスダック・ジャパンの閉鎖を決めたが、同年九月にはナスダック・ヨーロッパに二〇〇〇万ユーロの増資を実施しており、一〇月七日にはナスダック・ヨーロッパで、一〇月二四日からアメリカでスーパーモンタージユの導入を実現している。³⁾そして、二〇〇三年二月二六日にナスダック・ドイツエラントの経営陣と三月二日の開設が発表され、三月二日には二二八銘柄のアメリカ株を対象としてナスダック・ドイツエラントは取引を開始し、四月七日からは一一〇銘柄のドイツ株式の取引も開始した。なお、三月二日にはベルリン証券取引所とブレイメン証券取引所の合併も実現している。

2 ナスダック・ドイツエラントの仕組み⁽⁴⁾

(1) 組織形態

ナスダック・ドイツエラントAGはナスダック・ヨーロッパ、ドレスナー銀行、コムルツ銀行、コムディレク
ト銀行、ベルリン証券取引所がブレイメン証券取引所の運営会社に出資して、ベルリン/ブレイメン取引所の運
営会社として設立された株式会社であり、ナスダック・ドイツエラントはベルリン/ブレイメン取引所が運営す
る取引市場という位置付けとなる。

監査役会の会長にはナスダック・インターナショナルのヒリー会長が就任し、ベルリン/ブレイメン取引所の
フランク会長、ナスダックのケッチャム社長、ナスダック・ヨーロッパのサンダーソン最高経営責任者を含めた
一五人が監査役会に顔をそろえる。そして、取締役会はジム・ウェーバー会長（ロンドン）、アレックス・シユ
ーベルト副会長（ブレイメン）、マリオ・フリアン氏（フランクフルト）、アン・ネイデンバツハ女史（ロンドン）、
ヨルグ・ヴァルター氏（ベルリン）の五人で構成される。

(2) マーケット・モデル

ナスダック・ドイツエラントの取引システムはマーケットメーカーの確定気配と注文板の指し値注文を組み合
わせた電子取引システムであり、ナスダックのスーパーモニタージュに若干の変更を加えたナスダック・ヨーロ
ッパのスーパーモニタージュ・ヨーロッパをドイツの制度に合わせてさらに若干修正したシステムである。

取引対象はドイツ、アメリカ、ヨーロッパ諸国ですでに取引されている優良銘柄の株式（ユーロ建て）を対象
としているが、将来的には新規上場企業の株式や上場投資信託（ETF）等も対象とすることを計画している。

(3) アクセス

ナスダック・ドイチェラントにアクセスするためには、ドイツの取引所間注文回送システムXONTRONを経由するか、ナスダック・ヨーロッパのスーパーモニタージュ・ヨーロッパ・コネクションに接続する必要があるが、マーケットメーカーはスーパーモニタージュ・ヨーロッパ・コネクションにかならず接続する必要がある。(一社で両方のアクセスを使用することもできるが、注文の変更や削除は同一のアクセスを使用する必要がある)。そして、スーパーモニタージュ・ヨーロッパ・コネクションでは、自社システムと接続するFIXプロトコルを用いたメンバー・インターフェイス(MI)を使用するか、JAVVAによるウィンドウズ・ベースのPCアプリケーションを利用するトレーダー・ユーザー・インターフェイス(UI)を使用するかを選択することになる(スーパーモニタージュ・ヨーロッパ・コネクションに接続すればナスダック・ヨーロッパで取引をおこなうことも可能になるが、両方で取引をおこなうためには別途の会費が必要となる)。

(4) 取引スケジュール

七時三〇分(中央欧州時間)からオープニング・オークション・フェイズが開始され、九時にオープニング・オークションがおこなわれ、オークション終了後はザラバ取引がおこなわれる。そして、二〇時(米国東部時間では一四時)にザラバ取引を終了し、クロージング・オークションフェイズに移行し、二〇時五分にクロージング・オークションを実施して、その日の取引を終了する。なお、マーケットメーカーが価格改善を事前に契約した注文回送業者に提供するベストエックス機能(後述)はザラバ取引時間においてのみ利用できる。

(5) 表示機能

注文板ではマーケットメーカーごとに区別された確定気配と、各価格ごとに集計された注文量および注文数がすべて表示される(アイスバーク注文の注文量は一部しか表示されない)。そして、最良気配(BBO)についてはマーケットメーカーの確定気配と集計された注文量の合計がBBOとして表示される。さらに、標準的な注文サイズにベストエックス機能(後述)を適用した場合に予想される加重平均価格(ベストエックスBBO)も表示される(この場合、アイスバーク注文の注文量はいつさい含まれないが、ベストエックス機能を利用する際に含まれるので、利用者にはより有利な価格となる)。

(6) マーケットメーカーの確定気配

マーケットメーカーは取引時間中、各銘柄ごとに定められた最低気配サイズ(MQS)以上の売り買い双方の確定気配を提示し続けることを義務付けられている。確定売り気配と確定買い気配の値幅を制限する最大スプレッド規制は存在しないが、市場監視部門が確定気配の水準やスプレッド幅が不相当と判断した場合にはマーケットメーカーに確定気配の変更を命じることができる。

また、確定気配を出し続けなければならないマーケットメーカーを保護するために、確定気配自動リフレッシュ機能がスパーモニタージュ・ヨーロッパには備えられている。この機能はマーケットメーカーに対して確定気配での注文の執行が生じた際、マーケットメーカーの確定気配の提示数量を注文執行量だけ削減し、残りの確定気配の提示数量が最低気配サイズを下回った場合には、マーケットメーカーが事前に指定した値刻みだけ確定気配を自動的に動かして最低気配サイズの確定気配を提示するというものである。

(7) 注文

注文の基本的な種類は指し値注文、成り行き注文、アイスバーグ注文の三種類であり、アイスバーグ注文は注文総量のうち最低気配サイズ以上を注文板上で表示し、それ以外の注文量を注文板上で表示しないという注文である(XONTROR経由では発注不能)。なお、XONTRORを通じて出された成り行き注文は最良価格で注文を執行した後に注文が残った場合には参照価格で待機するというドイツ式の成り行き注文の形となる。

また、注文の執行条件としては一括執行(FOK)と即時執行(IOC)があり、注文の有効条件に関しては、当日指定(GFD)、期日指定(GTD)、当日の時間指定(GTT)、無期限指定(GTC)、オープニング・オークション指定(ATO)、クローリング・オークション指定(ATC)がある。なお、FOK、IOC、GTT、GTC、ATO、ATCの条件はXONTROR経由では指定できない。

(8) 執行アルゴリズム

オークションでの注文執行アルゴリズムは、注文執行量の最大化、サープラス(執行価格での未執行注文量)の最小化、市場プレッシャー(サープラスが買い注文ならばより高い価格、サープラスが売り注文ならばより低い価格)、参照価格からの乖離、という一般的な順序で決定される。他方、ザラバでの注文執行アルゴリズムは、価格優先、注文回送業者優先(インターナライゼーション)、時間優先、という優先順位で決定される。注文回送業者優先というアルゴリズムはスーパーモニタージュ・ヨーロッパに特有のものであり、同一価格であれば同一業者による注文執行を優先させることによって、注文回送業者の注文管理システムへの負荷を減らすと同時に、ブックエントリー・トランスファーで決済費用を節約することを目的としている。

(9) ベストエックス機能

ベストエックス機能はマーケットメーカーと注文回送業者が各銘柄ごとに最良価格での注文執行（注文量に制限あり）と価格改善度合いを事前に契約しておき、注文回送業者が出した注文を注文板の加重平均価格（VWA P）または外部参照市場の加重平均価格（VWAP）から価格完全分だけ有利な価格でマーケットメーカーが執行するという仕組みである（ベストエックス注文には指し値を付けることもできるが、一括執行が条件となっている）。XONTROR 経由の注文はベストエックス注文を指定することはできないが、注文回送業者がベストエックス契約を結んでいる最も有利なマーケットメーカーに注文が自動的に回送される仕組みとなっており、注文が執行されない場合にはじめて注文板へと注文は回送される。なお、ベストエックス注文量が注文板のBBOを上回る場合にはBBOに対して自動的にスウィープ注文が発注されてBBOで執行がおこなわれ、マーケットメーカーの執行量を差し引く形となってトレード・スルー（価格優先の破壊）を防止する仕組みとなっている。

(10) クリアリングとセトルメント

ナスダック・ドイチエラントのセトルメントは従来のドイツのセトルメント慣行に従ってクリアストリーム・バンキング・フランクフルト（CBF）を通じて二営業日後にユーロ建てでおこなわれる。ただし、決済費用を節約するためにブックエントリー・セトルメントとバイラテラル・アグリゲーション・アレンジメントを利用することもできる。前者は注文回送業者の勘定内でブックエントリー・トランスファーをおこなってCBFでのセトルメントを回避する仕組みであり、後者は注文回送業者どうしが一日の売り買いを各銘柄ごとの単一の売り買いとしてネットリングすることでCBFでのセトルメントを回避するという仕組みである。

3 ナスダック・ドイツエラントの将来性

一九九九年一月にロンドンでのナスダック・ヨーロッパ市場開設計画を発表した際、ナスダックのヨーロッパ戦略はアメリカとアジア（ナスダック・ジャパン）、ヨーロッパを結んで、同一上場基準のベンチャー株式市場で二四時間取引を実現することであった。二〇〇〇年五月のロンドン証券取引所とドイツ取引所の合併計画に際し、フランクフルトでの合併取引所との共同ベンチャー株式市場の開設へとナスダックはヨーロッパ戦略を変更したが、その狙いには変わりはなかった。そして同月のナスダック・ジャパン市場の開設でナスダックによるグローバル市場の実現という期待はピークに達した。しかし、同年九月のロンドン証券取引所による合併計画撤回に伴い、共同市場開設計画も宙に浮き、ヨーロッパ戦略の見直しを迫られることになった。そこで、二〇〇一年三月にはブリュッセルの汎欧州ベンチャー株式市場イースダックを買収し、ナスダック・ヨーロッパとして再構築することになったが、上場企業も取引も集まらず、同年一月にナスダック・ヨーロッパとベルリン証券取引所の提携計画が打ち出された。この提携計画はナスダック・ヨーロッパとベルリン証券取引所で流動性を共有するというもので、ナスダック・ヨーロッパを建て直すことには役立ってもグローバル市場の実現には関わりはなかった。この提携計画が二〇〇二年六月にはブレイメン証券取引所、ドレスナー銀行、コムertz銀行、コムディレクト銀行を加えたナスダック・ドイツエラントとして再構築されることになったが、ナスダック・ドイツエラントはヨーロッパ域内、とりわけドイツ国内での流動性の確保が第一目的であり、同年八月のナスダック・ジャパンの閉鎖決定とも相まって、同一上場基準のベンチャー株式市場で二四時間取引を実現するというナスダックのグローバル戦略は見直しを迫られることになった。そして、アメリカ国内での新規公開企業の激減とアジア戦略の失敗からナスダックのシモンズ会長兼最高経営責任者の退任がすでに決定している。

二〇〇三年三月二日に取引を開始したナスダック・ドイチェラントはナスダックの新たなグローバル戦略の第一歩であるが、ナスダック・ジャパンとは異なり、新規株式上場市場ではなく、既存の優良株式の取引を集めることを第一目的としており、ナスダック自身がアメリカ国内で競争を演じた電子証券取引ネットワーク（ECN）の役割を果たすことになるはずである。ナスダック・ドイチェラントが三年以内にドイツでの取引の一五％を目標としていることもECNとしては妥当な目標であろう。ただし、マーケットメーカー制の利点を生かして小口注文を集めようという戦略はすでにスウェーデンのOMグループが二〇〇〇年一月にロンドンで開設したJEWAYも採用していた戦略であり、流動性を確保できずに二〇〇二年一月には撤退している。⁵⁾後発取引所が既存取引所から流動性を奪うということは生やさしいものではなく、JEWAYの会長兼最高経営責任者を努めたリントン・ジョーンズ氏もナスダック・ドイチェラントの将来性について疑問を呈している。⁶⁾

他方、ナスダックと組むことになったベルリン証券取引所とブレーメン証券取引所は、全上場証券の取引の八七％（二〇〇二年）、国内株式の取引の九六％（二〇〇二年）を占めるドイツ取引所（フランクフルト証券取引所を含む）に対抗して生き延びるためにさまざまな試みをおこなってきた。ベルリン証券取引所は一九九九年九月にナスダックの全上場株式を勝手に上場しており、二〇〇一年二月にはインターネットに注文板を公開している。しかし、これまでのところ、存続を確実とするような成功は収めてはいない。ナスダック・ブランドを利用してなんとか巻き返しをはかりたいというのがベルリン証券取引所とブレーメン証券取引所の本音であろう。

ロンドン証券取引所、ドイツ取引所、ユーロネクストを中心として株式市場の再編が期待されるヨーロッパにおいてナスダック・ドイチェラントに存在余地があるのかどうか。あるとしても各国市場の中で取引の一部を担うECNとしてはあまり大きな意味は持たないであろう。三大取引所のいずれかと提携してこそ、ナスダック

のヨーロッパ進出の意義が生まれてくるはずである。ヨーロッパの株式市場再編は現在も進行中であり、ナスダックにチャンスが全くないわけではない。ナスダック・ドイチエラントはそのきっかけを作ることになるかもしれない。

注

- (1) イースダックの開設からナスダックによる買収に至る詳細については、拙稿「ナスダックの新たな戦略」L I F F E との提携とイースダックの買収」(本誌一五九三号、二〇〇一年四月)を参照。
- (2) プライメックス・オークション・システムの詳細については、拙稿「ナスダックの電子的価格改善システム」プライメックス・オークション・システム」(本誌一六〇三号、二〇〇二年二月)を参照。
- (3) アメリカでのスーパーモニタージュ導入に至る紆余曲折については、拙稿「ナスダックのグローバル戦略」(『証券レビュー』四二巻一―号、二〇〇二年一月)、導入後の取引状況については、拙稿「スーパーモニタージュ導入の影響」ナスダックによる予備的分析」(本誌一六一六号、二〇〇三年三月)を参照。
- (4) NASDAQ, *NASDAQ Deutschland Trading Service Description*, 5 February 2003およびナスダック・ドイチエラントのホームページ (<http://www.NASDAQdeutschland.de>) の記述を参照。
- (5) J I W A Y については、拙稿「J I W A Y 〓 O M 〓 M S D W によるクロスボーダー小口 E C N 」(本誌一六〇二号、二〇〇一年二月)を参照。
- (6) Alex Skorecki, "No listings yet for Nasdaq Deutschland", *FT.com*, 16 March 2001.

(よしかわ まさひろ・委託研究員)

第一次世界大戦前後のロンドン証券取引所

清水 葉子

1 はじめに

前稿⁽¹⁾では、戦前のロンドン証券取引所の特徴的なガバナンスについて検討した。初期のロンドン証券取引所では、取引所の所有者からなる出資者委員会 (Committees of Trustees and Managers) と、会員 (取引参加者) からなる総務委員会 (Committee for General Purposes) の二つの委員会による「二重の取引所管理 (Dual Control)」が行われていた。前者の出資者委員会は、会費の設定と建物の運営に関する権限を持ち、後者の総務委員会は、会員の入会と市場運営の権限を持っていた。

両委員会は、最終的に取引所振興という点では一致しているものの、その利害は微妙に異なっている。出資者委員会は、取引所設立を、収益をあげるための投資とみなしており、建物に資金を投じて管理し、会員から会費を徴収して収入としている。したがって、出資者は会費収入を増やしたいと考えるのだが、会費を値上げすると、既存会員の反発を受け外部に会費の低いライバル市場が成立する可能性がある。このため、会費は抑えながら、会員数を増大させることによって収益を確保しようと考えた。

このような出資者の意向から、ロンドン証券取引所では、証券取引が活発化して取引所が手狭になると、たびたび資金を投じて建物を増設し、収容会員数の増加をはかっている。ロンドン証券取引所の会員数は多いときで五千人を超え、二十世紀に入って会員数制限が議論の俎上にあがるようになってからも、証券業者に雇用される

クランクを経て会員となる道が残されたため、当初は実質的な制限にはならなかったとされる。

一方、総務委員会は、市場を利用する会員証券業者の組織である。証券取引からの収入は変動が大きいため、固定費を嫌う傾向の強い証券業者にとって、会費は低いほど望ましい。加えて、デフォルトリスクの高い業者の参加を回避したい、取引を特権的に手中におさめ会員権価値の維持をはかりたい、会員同士の過度の競争を抑制したい、といった理由で、制限的な会員制度をのぞんでいたとされる。このように、出資者委員会と総務委員会の見解には、対立する要素が多く存在した。

このようなロンドン証券取引所の二重管理に対しては、従来、煩雑である、あるいは利害が対立して合意を得にくい、といった否定的な評価が一般的であった。しかしながら、Ranald Michie（一九九九）⁽²⁾によれば、二重管理は、ややもすれば閉鎖的で非競争的なガバナンスをのぞむ会員に対して、出資者委員会が常に歯止めとしてはたらくという効果を持ち、結果的に戦前のロンドン証券取引所の開放的で競争的な性格を形作ったとして肯定的に評価している。

わが国でも証券取引所の株式会社化が進むなかで、将来的には取引所のガバナンスが出資者と取引参加者の二つに分離することが指摘されている。ロンドン証券取引所の二重管理に対して、否定・肯定両方の評価が存在することは、現代の取引所のガバナンスを考える上でも示唆するところが大きいと考えられる。

さて、続いて本稿では、引き続きMichie（一九九九）に依拠しながら、やや視点を変えて、戦前のロンドン証券取引所が、電話や電信といった当時の最新通信テクノロジーに対してどのように対応しようとしたかを見ていきたい。通信技術の発達は、とりわけ地方証券取引所や海外の証券取引所などのライバル市場と間の競争構造を変えることを通じて、ロンドン証券取引所内部の利害関係を変化させた。結論としては、ロンドン証券取引所

は、徐々に投資者委員会の発言力が低下するなかで、一九一〇年前後にシングル・キャパシテイの義務づけ、最低コミッション制の導入という2つの大きなルール変更を行い、次第に柔軟性が低く、競争制限的な方向へと性格を変えていく。

2 情報通信革命

ロンドン証券取引所の競争条件を大きく変える原因となったのは、電信、続いて電話の普及がもたらした情報通信革命であった。電信については、ロンドン⇨パリ間が一八五一年、ロンドン⇨ニューヨーク間が一八六六年に開通、電話は一八九一年にロンドン⇨パリ間に、一九〇三年にはこれがブリュッセルにまで延長される。当初は大変高かった通信コストも、時間を経るにつれて大きく低下し、大陸への電信については一八五一年の開通時点から一九〇三年までの約五十年間で三%にまで低下、ニューヨークへの電信も一九一一年には導入時のわずか〇・五%にまで低下したとされる。国際的な通信網と並行してイギリス国内の通信網も整備が進んだ。

電信・電話の普及以前には、当然ながら地理的に隔たった市場での証券取引は困難であった。このことは、遠隔地の取引所へのアクセスの障壁となったと同時に、地域ごとの取引所の必要性の根拠ともなっていた。電信や電話の普及にもなつて遠隔地へのアクセス障壁が取り除かれると、証券業者は遠隔地の市場の価格情報を瞬時にかつ連続的に得ることができるようになる。

このことは、イギリス国内では、地方のブローカーが、ロンドン証券取引所により有利な気配があることを即時に察知して、ロンドンのブローカーへと注文を回送し、コミッションの割戻しを受けたり、あるいはロンドンのジョバーのオフィスから気配値を入手して直接取引したりすることが可能となることを意味する。あるいは、

海外の証券取引所との間では、ロンドン証券取引所に上場されている外国証券について、本国市場との間で国際的な裁定取引を行うというビジネスチャンスをもたらしつつあった。

遠隔地市場とのコンタクトは、ロンドン証券取引所と、地方証券取引所や海外の主要取引所との間の競争構造を大きく変えることとなる。現代でもそうであるが、情報通信の発達は取引所にとって両刃の剣としての性格を持っている。通信技術の発達は、ロンドン証券取引所にとって地方証券取引所が扱っていた遠隔地顧客を取り込めるチャンスでもあるが、逆にロンドンという金融集積地に立地することのメリットを減じてしまう可能性も高い。海外の有力金融業者が、ロンドンに流入したかもしれない取引を母国につないでしまう恐れも同時にもたらすからである。

3 地方証券取引所との関係

通信の発達は、当初のうちはロンドンと地方の競争構造を大きく変えることはなかった。ロンドン証券取引所は、政府証券の最大の市場であると同時に、増加の続いていた海外証券の市場としても活発であった。一方、地方証券取引所は、地方の鉄道をはじめとしてトラム、電話、電気、あるいは新しく生まれた産業・商業証券を扱っており、ロンドンとの間にはある種の分業関係が成立していた。このため、第一次大戦頃までのイギリスの地方証券取引所は、ロンドン証券取引所とのライバル関係にも関わらず、会員数も増加し、一時は地方証券取引所設立ラッシュが見られるなど、ロンドン証券取引所と地方証券取引所が併存するマルチセンターの市場として成長した。

しかしながら、鉄道会社が成長し、会社間の統合などによって時価総額の大きな証券が発行されるようになる

と、鉄道証券は地方取引所だけにとどまらずロンドンでもクオートされるようになり、全国的な投資家層を持つ共通証券としての性格を持ち始める。このように、時価総額が大きく分散保有され売買が活発な共通証券が現れるとこうした証券の取引は、しだいに流動性が高く取引のコストが低い市場に集まるようになる。これを電話による継続的なコミュニケーションが後押しした。

取引高が大きくない地方証券取引所では、ロンドンのジョバーのように常時売買に応じるディーラーが存在できない。このため、地方証券取引所のブローカーは、顧客注文を迅速に執行するために、ロンドン証券取引所会員との間に継続的なコンタクトを維持しなければならず、コミッションの割戻しを受けて注文をロンドンに回送するようになる。またロンドンのブローカーもこれに対して市場を提供するようになる。地方証券取引所顧客は、通信技術のおかげで地方ブローカー経由でロンドン証券取引所の流動性にアクセスすることが可能となった。

ところが一八七〇年代ころから、地方証券取引所会員のなかにも専用回線に投資できるだけの資力を備えたものと、そうでないものとの間の格差が拡大してくる。専用回線と専用スタッフを備えた地方会員は、ロンドンとの迅速な取引や、ロンドンの価格情報の連続的な入手による取引リスクの低減といった大きなメリットを享受でき、ロンドンへの注文回送に特化するようになる。こうしたロンドンあるいはその他の地方証券取引所への注文回送専門業者は、シャンター (shunter、分岐業者) と呼ばれ、地方証券取引所会員のなかでも大きな力を持つようになった。

シャンターの取引が増加してくると、ロンドンでもこれに応じるだけの設備と資金力を持ったブローカーが、単に注文を取り次ぐだけにとどまらず積極的に地方向けの自己売買を行うようになる。さらに後になると、シャンターはブローカーへのコミッション節約のために、ロンドン証券取引所のディーラー業者であるジョバーと直

接取引しはじめ。ジョバーにとっては、ロンドン証券取引所フロアで会員ブローカーに対してのみ行っていた気配提示が、フロア外へも配信可能となったわけであるから、ビジネス拡大の契機ととらえて積極的にこれに応じた。しかも、取引を多様化することでポジション処分のリスクを減らすという点でも好都合であった。

こうした動きが拡大してくると、地方証券取引所だけにとどまらず、ロンドンでも地方からの取引需要に応じるだけの設備と自己売買資金を持った大手会員の勢力が伸長する。ロンドン証券取引所内では、大手業者と、大多数を占める小規模業者との間の利害対立が発生するようになった。

ロンドン証券取引所ブローカーにとっては、取引所ジョバーと直接取引をおこなうことは、取引所会員として会費を支払うことの見返りに得られる特権であると認識されていた。このため、非会員である地方証券取引所ブローカーがジョバーへの直接アクセスを行うことは、ブローカーである自分達をバイパスしていることを意味し、認めることはできない。また、地方ビジネスを得られない小規模ジョバーにとっても、地方証券取引所シャンターを相手に場合によっては自己売買でマーケット・メイクを行う大手ブローカーに対して、自分達の業務を侵害しているとして不満を持った。

4 海外証券取引所との関係

海外証券取引所との競争関係にも、電信・電話などの通信の発達が非常に大きな影響を及ぼした。すでに述べたように、ロンドン「パリ」ブリュッセルの電話リンケージが成立すると、海外市場とのコンタクトが緊密になり、海を越えた取引が活発化する。ロンドンには海外の金融機関が支店を設置する一方、ロンドンのブローカーが代理人を通じて海外業務を拡大したため、ロンドン証券取引所では海外投資家の取引が拡大した。

海外証券取引所との関係が緊密になるにつれて、国際的な裁定取引が始まる。裁定取引が成立するためには、国際的に分散取引されている共通証券と、複数市場での価格を遅滞なく継続的にモニターできる通信技術、即時売買可能な流動性の高い市場が必要である。とりわけ、通信に遅延があると、裁定取引のリスクは極めて大きなものになる。こうした国際裁定取引に必要な条件が、通信技術の進展と証券発行の増大にともなうて、徐々に満たされるようになってきた。

裁定取引においても、通信設備を含めた一定の設備と、裁定取引のスキルを備えた専門スタッフに投資するだけの資力のある業者が優位を占める。このため、ロンドン証券取引所会員のなかから資金を投じて裁定取引専門業者となるものが現れるようになった。とりわけ裁定取引業務に能力を発揮したのは、従来から通貨の裁定取引に精通していたドイツ系ユダヤ人であったとされ、この時期ロンドン証券取引所の外国人会員の筆頭はドイツ人であった。また専門の証券業者でないという理由で取引所会員となることのできない海外の銀行や保険会社も、ロンドン証券取引所の会員を相手に活発な裁定取引を行うようになる。こうした海外金融機関のなかには、取引のスピードや売買価格の面でロンドン証券取引所会員をしのぐものも現れた。裁定取引は、信頼性の高い通信設備を備えていれば、瞬時に他市場との間の価格差を利用することができるため、ディーラーとして異時点間のポジションを持つよりもリスクが低いためである。

ここでも、前節と同様に、大規模会員と多数派小規模会員との間の利害の不一致が生じるようになる。裁定取引を手がけるブローカーは、海外の金融機関との間で自己売買による取引を積極的に行うようになるが、このことは海外業務を行うことのできない小規模ジョバーからは、自分達のディーラー業務の侵害と見なされる。また取引所の有力ジョバーのなかには、自分のオフィスから価格情報などを流しながら直接海外金融機関と取引を行

うものも現れるが、これは取引所ブローカーにとっては仲介業務のバイパスであると映る。とりわけ、裁定取引のためには非会員（海外金融機関など）と緊密にコンタクトをとらねばならず、人数としては少数派に過ぎない一部の大規模会員が、取引所の外部と活発なビジネスを行うことは、多数派である小規模会員の反発を招いた。

5 取引所のルール変更

このように、情報通信技術の進展は、非会員との密接なコンタクトをビジネスチャンスにできる会員と、通信技術の恩恵を受けない会員との間に利害の不一致を作り出した。この状況に対する解決策として、従来の開放的なガバナンスの下では、希望する地方業者や海外金融機関にまで会員権を拡大することが検討されたかもしれない。ところが、第一次大戦前後の時期から、かつてのロンドン証券取引所の柔軟で競争的なガバナンスの性格が徐々に失われつつあった。

ひとつは、ロンドン証券取引所で出資者と会員の融合が進んでおり、純粋な出資者の立場からの発言力が低下していたことである。一八七六年から、新規会員は入会と同時に取引所の持ち分権を購入することが義務付けられたため、かつての出資者の（死亡などによる）自然減が進んだこのころには、しだいに出資者を兼ねた会員の割合が高まっていた。一九三一年になると、取引所出資者の九十六%が取引参加者でもある会員となっていた。形式上の二重管理は残っていたとはいえ、人数の上では、取引参加者である会員の意見が取引所運営に大きく反映されるようになった。

また、第一次大戦という戦時期をはさんだことで、戦費調達のための政府証券の発行が増大し、その順調な消化のために取引所に対する財務省の介入が増したことも挙げることができる。加えて、戦時の資金危機を乗り切

るために取引所会員に対する銀行信用のモラトリアムが発動されたことも、取引所に対する政府や一般国民の意見を無視できない状況を作っていた。こうしたことが複合的に取引所のガバナンスに影響を及ぼしたとされる。

このため、取引所は会員権を拡大するのではなく、逆に会員による非会員への接触を制限する二つのルールを採用した。一つは、一九〇九年に採用されたSingle Capacityと言われるルールで、取引所会員は、会員を相手に自己売買を行うジョバーと、非会員からの注文を取引所につなぐブローカーの両方を兼営してはならない（Dual Capacityの禁止）としている。これによって、非会員と直接コンタクトをとることができるのはブローカーに限定され、かつブローカーは自己売買を行ってはならず、自己売買を行うジョバーは会員だけを相手にして業務を行い非会員と取引してはならないことが定められた。

ルールの二つ目は、一九一二年に採用された最低コミッション制である。これは、会員が大口の非会員顧客を相手に裁量性の高い取引アレンジをすることを抑制するとともに、取引所会員どうしの競争を抑制することを目的として多数派の小規模会員の要請によって採用された。とりわけ、売買高が低迷する時期でもいったん増やした会員数は減少しないため、競争が激化したとされる。また、この裁定コミッション制は、非会員との取引を継続したいジョバーのために、名目的なフィーと引き換えにブックを通したことにするブローカーの行為を封じるという効果も持っていた。

もっとも、こうしたルールは、当初はあまり厳格に守られず、兄弟でジョバーとブローカーを分担し事実上両業務を兼営するもの、従来どおりの柔軟な手数料アレンジを非会員金融機関との間で継続するものも多かったとされる。また、こうした証券取引所による会員管理強化に対しては、ビジネスの柔軟性が消失することを嫌って反対する会員も少なくなかった。第一次大戦直前の一九一四年には、全体の約一割にあたる会員が、ルールの見

直しを要請して検討が始まるが、直後の戦争開始で検討は中断された。第一次大戦後には、先に述べた理由で、取引所への政府介入の風潮が高まったことや、戦争がもたらした売買高低迷などの理由で会員業者の保守化が進み、取引所のガバナンスもさらに柔軟性を欠く方向へと進んだとされる。

6 おわりに

ロンドン証券取引所のガバナンスが、かつての開放的で競争的な時代から、出資者の発言力が低下したことなどを背景に次第に競争制限的になっていった経緯を検討した。取引所ガバナンスの性格の変化の背景には、戦費調達のための政府証券の発行増大や、取引所会員に対する銀行信用のモラトリアムなど戦争がもたらした影響も大きく、すべてを二重管理の消滅と結び付けられるほど単純ではないかもしれない。しかしながら、戦間期を境にして、ロンドン証券取引所のガバナンスの性格が徐々に変化し始めたことは事実であって、たとえば、第一次大戦中に出征などで会員数が減少した際には、そのまま会員数に非公式の上限を設けるといった制限的な措置も行われた。ロンドン証券取引所会員は非会員とのコンタクトが制限され、とりわけジョバーは会員ブローカーが持つてくる取引だけに依存するようになったため、全体としてさらに保守化が進んだとされる。こうした市場間の競争関係の変化が通信技術の発展が引き金となって引き起こされている点も、現代に通じるものがあると思われる。

注

(1) 清水葉子(二〇〇三)、「初期のロンドン証券取引所」『証研レポート』一六一四号、二〇〇三年一月、日本証券経済研

究所

(2) Ranald Michie (1999) "The London Stock Exchange, A History", Oxford Univ. Press

(しみず よしこ・委託研究員)

証研レポート既刊目録

1600 (2001.11)	執筆者	1607 (2002.6)	執筆者
信用取引とデリバティブ取引	二上	資産管理型営業の再考	二上
自主規制機能の分離・統合論	伊豆	中国の個人投資家	王
- S I Aの自主規制モデル案 -		投資顧問業者の注意義務について(1)	三木
L I F F Eの決断	吉川	- 運用機関の受託者責任より -	
- ユーロネクストによる買収合意 -			
中国の外資導入における経済技術開発区の役割	王	1608 (2002.7)	
- 天津経済技術開発区の紹介を中心に -		家計の金融資産を取り巻く状況	二上
C Pのペーパーレス化(2)	福本	投資顧問業者の注意義務について(2)	三木
		ベイオフと地方公共団体の公金管理	清水
1601 (2001.12)		1609 (2002.8)	
最近の個人顧客の動向	二上	中国上場会社のコーポレート・ガバナンス原則(1)	王
インターネット取引の拡大について	伊豆	トランジション・マネジメント	三木
ユーロCCP	吉川	I Tバブル後の国際資本移動について	伊豆
- D T Cの欧州クリアリング機関 -			
金庫株解禁の商法改正	福本	1610 (2002.9)	
N Y S Eとナスダックのスプレッドの比較	三木	ワン・ストップ・サービスの論点	二上
		中国上場会社のコーポレート・ガバナンス原則(2)	王
1602 (2002.1)		ユーロクリアとクレストの合併	吉川
新規参入業者に見るビジネスモデル	二上	1611 (2002.10)	
オーストラリアとシンガポールの取引所間リンク	吉川	証券代理店構想について	二上
- クロスボーダー・ネットワークの試み -		社会的責任投資とエコファンド	三木
中国上場企業のパフォーマンス	王	スーパー・モンタージュ導入とE C Nのビジネス	清水
米国の機関投資家と取引コスト	三木		
1603 (2002.2)		1612 (2002.11)	
減資について	伊豆	中国株式市場の機能について	王
- 株式・資本金・株主持分 -		機関投資家と株券貸借取引	三木
ナスダックの電子的価格改善システム	吉川	「第二期グローバル化」論について	伊豆
- プライメックス・オークション・システム -			
中国上場企業の株式所有構造と企業効率	王	1613 (2002.12)	
証券決済制度改革	福本	市場間競争と証券取引所	二上
- 現行改革議論の整理 -		中国のQ F I I制度の導入	王
1604 (2002.3)		シングル・ストック・フューチャーズ	吉川
清算機関のガバナンス	二上	- アメリカにおける個別株先物の導入 -	
- 市場インフラと競争 -		1614 (2003.1)	
法定準備金の取り崩しについて	伊豆	日本の産業・企業再生の行方	二上
ドイツ取引所によるクリアストリームの買収合意	吉川	日中の経済関係について	王
ペーパーレス化証券の新決済制度	福本	米国のストックオプション制度とその問題	三木
米国機関投資家の取引コストと取引システム(1)	三木	初期のロンドン証券取引所	清水
1605 (2002.4)		1615 (2003.2)	
中国株式市場の形成と国有企業改革	王	ドイツ取引所の上場制度再編	二上
米国機関投資家の取引コストと取引システム(2)	三木	- ノイエ・マルクト消滅の意味するもの -	
債券取引の電子システム	清水	機関投資家とオルタナティブ投資	三木
		I Tバブル期の米国企業金融	伊豆
1606 (2002.5)		1616 (2003.3)	
日本版金融ビッグバンの評価	二上	中国株式市場の問題点について	王
中国の証券行政	王	わが国の最良執行の現状について	三木
- 中国版S E C(中国証券監督管理委員会)の誕生 -		スーパーモンタージュ導入の影響	吉川
外為取引の減少と電子取引	伊豆	- ナスダックによる予備的分析 -	

(金額は本体価格で他に消費税がかかります。)

日本証券史資料戦後編(全十巻,別巻)

志村嘉一監修 日本証券経済研究所編

第1巻 証券関係帝国議会・国会審議録(一)昭和20年-27年
B5判1012頁 8,500円 送料 590円

第2巻 証券関係国会審議録(二) 昭和27-36年
B5判 960頁 8,500円 送料 520円

第3巻 証券関係国会審議録(三) 昭和37-40年
B5判1026頁 8,500円 送料 590円

第4巻 証券史談(一)
B5判 714頁 8,500円 送料 520円

第5巻 証券市場の改革・再編
B5判1094頁 10,500円 送料 590円

第6巻 証券市場の復興と整備
B5判1008頁 12,000円 送料 590円

小林和子監修 日本証券経済研究所編

第7巻 証券市場の成長と拡大期(一)
B5判1112頁 13,592円 送料 590円

第8巻 証券市場の成長と拡大期(二)
B5判1114頁 13,592円 送料 590円

第9巻 証券恐慌
B5判1188頁 14,563円 送料 590円

第10巻 証券史談(二)・補遺他
B5判 903頁 10,680円 送料 520円

別巻1 証券関係文献目録(明治・大正・昭和)
B5判 346頁 6,796円 送料 450円

別巻2 証券年表(明治・大正・昭和)
B5判1052頁 12,621円 送料 590円

(全巻セット特価 100,000円)

日本証券史資料戦前編(全十巻)

小林和子監修 日本証券経済研究所編

第1巻 証券関係元老院・帝国議会審議録(一)
B5判1083頁 12,000円 送料 590円

第2巻 証券関係帝国議会審議録(二)
B5判 717頁 10,000円 送料 520円

証券年表(明治・大正・昭和)

小林和子監修 日本証券経済研究所編

B5判 1052頁 11,650円 送料 590円
(日本証券史資料 戦後編 別巻2 別装丁版)
(以後各年度版発行)

証券関係文献目録(明治・大正・昭和)

小林和子監修 日本証券経済研究所編

B5判 346頁 5,825円 送料 380円
(日本証券史資料 戦後編 別巻1 別装丁版)
(平成12年度版まで各年発行,以降HP掲載)

総合商社の経営分析

日本証券経済研究所編

A5判 150頁 1,900円 送料 310円

戦後証券史を語る 上・下

志村嘉一監修 日本証券経済研究所編

菊莉 上285頁 各1,942円 送料 上310円(セット)
下390頁 各1,942円 送料 下340円(450円)

(日本証券史資料 戦後編 第4巻 普及版)

続 戦後証券史を語る

小林和子監修 日本証券経済研究所編

B5判 268頁 2,330円 送料 340円

(日本証券史資料 戦後編 第10巻 証券史談(二)の普及版)

外国証券関係法令集

日本証券経済研究所編

アメリカⅠ 1933年証券法, 1934年証券取引所法

[改訂版] A5判 179頁 2,427円 送料 310円

アメリカⅡ 1933年証券法規則

[改訂版] A5判 241頁 3,398円 送料 310円

アメリカⅢ 1934年証券取引所法規則

絶版

アメリカⅣ 1939年信託証書法, 1940年投資会社法

[改訂版] 1940年投資顧問法, 1970年証券投資者保護法

A5判 213頁 3,204円 送料 310円

アメリカⅤ 連邦準備制度理事会規則(T,U,G,X規則)

A5判 62頁 1,000円 送料 240円

アメリカⅥ ニューヨーク証券取引所設立証書,

定款, 理事会規則

A5判 66頁 1,200円 送料 240円

イギリス 2000年金融サービス市場法

A5判 385頁 4,300円 送料 310円

ドイツ 証券取引法, 取引所法, 投資会社法,

販売目論見書法, 寄託法, 解題

A5判 232頁 3,300円 送料 310円

フランス

A5判 225頁 2,500円 送料 310円

現代企業と配当政策

日本証券経済研究所編

A5判 272頁 3,200円 送料 310円

財務リスク・マネジメント

一ALMの理論と実務一

日本証券経済研究所編

A5判 211頁 2,233円 送料 310円

オフバランス取引

一実態と会計の対応一

日本証券経済研究所編

A5判 194頁 2,233円 送料 310円

刊 行 物 案 内

(金額は本体価格で他に消費税がかかります。)

詳説現代日本の証券市場 2002年版

日本証券経済研究所編
A 5判 303頁 2,500円 送料 310円

図説アメリカの証券市場 2002年版

日本証券経済研究所編
A 5判 341頁 3,000円 送料 340円

図説イギリスの証券市場 2002年版

日本証券経済研究所編
A 5判 206頁 2,200円 送料 310円

図説ヨーロッパの証券市場 2000年版

日本証券経済研究所編
A 5判 299頁 2,800円 送料 310円

図説EUの証券市場 1999年版

日本証券経済研究所編
A 5判 217頁 2,200円 送料 310円

図説中国・香港の証券市場

日本証券経済研究所編
A 5判 193頁 2,039円 送料 310円

ユーロ導入と金融・証券市場

EU 通貨統合と証券市場研究会編
A 5判 300頁 2,900円 送料 340円

機関投資家と証券市場

ロンドン資本市場研究会編
A 5判 290頁 2,900円 送料 340円

業際問題を越えて

一日米金融制度改革の研究—
グラス＝スティーガル法研究会編
A 5判 272頁 2,500円 送料 340円

Securities Market in Japan 2002

日本証券経済研究所編
菊判 371頁 3,200円 送料 340円

株式投資収益率 2001年

日本証券経済研究所編
CD-ROM(Excel版) 12,000円 送料 200円

証券会社の組織と戦略

証券経営研究会編
A 5判 291頁 2,800円 送料 340円

金融市場の変貌と証券経営

証券経営研究会編
A 5判 238頁 2,300円 送料 310円

市場改革の進展と証券規制の課題

証券取引法研究会編
A 5判 219頁 2,900円 送料 310円

金融システム改革と証券取引制度

証券取引法研究会編
A 5判 279頁 3,200円 送料 340円

欧米における証券取引制度の改革

証券取引法研究会国際部会編
A 5判 253頁 3,200円 送料 340円

証券取引における 自己責任原則と投資者保護

証券取引法研究会国際部会編
A 5判 236頁 3,107円 送料 310円

コーポレート・ガバナンス

—アメリカ法律協会「コーポレート・
ガバナンスの原理：分析と勧告」の研究—
証券取引法研究会国際部会訳編
A 5判 291頁 3,883円 送料 340円

北欧諸国の租税政策

ピーター・バーチ・ソレンセン編 馬場義久監訳
A5判 260頁 3,800円 送料310円

資産所得課税の理論と実際

日本の資本市場と証券税制研究会編
A 5判 279頁 2,800円 送料 340円

日本の金融持株会社

金融持株会社研究会編
A 5判 170頁 2,000円 送料 310円

証研レポート第一六一七号
二〇〇三年四月十四日発行

(偶数月第二月曜日発行)

昭和五十二年十一月十一日第三種郵便物認可

2003年4月号

発行所

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2-1-5 大阪証券会館別館

電話(06)6201 0061(代表) Fax(06)6204 1048

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

定価400円(本体381円)