

証 研

レポート

No.1624

2004年6月

税制改革と債券市場の新たな展開

～ 解消した債券の「課税玉」と「非課税玉」の問題～ 中島 将隆（1）

証券会社による企業再生アドバイザリー業務の現状（続）

松尾 順介（17）

米国の内外証券投資について

伊豆 久（27）

一九世紀イギリスの地方証券取引所

清水 葉子（39）

税制改革と債券市場の新たな展開

「解消した債券の「課税玉」と「非課税玉」の問題」

中島 将隆

1 債券市場の新たな展開

日本の公社債市場の発達を阻止してきた要因のひとつは、債券取引にかかわる日本固有の税制度である。金融の自由化が完了すれば、本来であれば、公社債市場は新たな発展をとげるはずであった。ところが現実には金融の自由化が完了しても、国際標準のレポ市場を創設することが不可能であった。また、非居住者は日本の国債市場へ参入する事が出来なかつた。さらに、事業法人も国債市場や日本版レポ市場へ参入することが出来なかつたのである。

国際標準のレポ市場創設が不可能であつたのは、有価証券取引税が課税されるからであつた。国際標準のレポ取引は売買形式であり、売買形式のレポ取引には有価証券取引税が課税される。有価証券取引税は税の累増を排除しないから、売買形式のレポ取引は高コストとなる。従つて、有価証券取引税が課税される限り、国際標準のレポ市場を創設することが不可能であつた。また、非居住者や事業法人が国債市場へ参入しなかつたのは、国債の利子所得に対する差別的な税制度が根本原因であつた。非居住者や事業法人は国債の利子所得は源泉徴収されるが、政府の指定する金融機関は源泉徴収されない。金融機関と非居住者・事業法人とは課税方式が異なり、

金融機関は税の扱いで優遇されていた。金融機関がこの優遇措置を受ける場合、厳格な条件が付けられている。金融機関が非居住者や事業法人から購入した国債に対しては、この優遇措置が受けられない、という制約である。従って、金融機関は税の優遇措置を受けるため非居住者や事業法人の保有した国債を敬遠する。このため、非居住者や事業法人は国債市場に参入することが出来なかつたのである。

平成一一年以降、日本の公社債市場の発達を阻止してきた債券税制は、次々と重要な改革が行われた。有価証券取引税は平成一一年三月三十一日に廃止され、売買形式のレポ市場の創設が可能になった。そして、平成一三年四月には国際標準のレポ市場として新現先市場が創設された。平成一四年四月には時限立法によつて非居住者の受け取るレポ収益が非課税となった。レポ収益が非課税となったことにより、非居住者も日本のレポ市場に参入可能となった。そこで、平成一四年四月から旧現先は新現先に強制移行し、国際標準のレポ市場が発足したのである（この点については前号の証研レポート一六二二号詳述した）。

国債利子に対する差別的な税制度も改正された。平成一一年九月一日から非居住者、外国法人の受け取る国債利子は源泉徴収免除となった。平成一五年四月一日からは、資本金が一億円以上の事業法人に対して事業法人が保有する国債の利子に係る源泉徴収が免除されることになった。非居住者や事業法人の源泉徴収免除は日本の公社債市場に大きな影響を与える。「課税玉」と「非課税玉」の区別が消滅し、債券の物一価が成立する。非居住者や事業法人は参入の障壁が取り除かれたことにより国債市場へ参入が容易になった。日本版レポ市場にも事業法人の参入が可能になった。源泉徴収免除は債券市場に極めて大きな影響を与えることになる。以下では、この点について詳しく検討していきたい。

表1 投資主体別にみた国債利子課税の特徴（平成11年までの国債利子課税方式）

	投資主体	登録債	本券
居住者	指定金融機関等 ⁽¹⁾	源泉徴収不適用 ⁽²⁾	源泉課税 (20%)
	公共法人等 ⁽³⁾	非課税 ⁽⁴⁾	非課税 ⁽⁴⁾
	一般法人	源泉課税 (税率20%)	源泉課税 (税率20%)
	個人	源泉分離課税 (税率20%)	源泉分離課税 (税率20%)
非居住者	個人・一般法人	源泉課税 (税率15%)	源泉課税 (税率15%)
	外国政府等 ⁽⁵⁾	非課税	非課税

(注)(1) 指定金融機関とは租税特別措置法第3条および第3条4で規定された機関で、銀行、信託銀行、生命保険、損害保険、農林中金、商工組合中央金庫、信用金庫および同連合会、労働金庫および同連合会、信用協同組合および同連合会、農業協同組合および同連合会、漁業協同組合および同連合会、水産加工業協同組合および同連合会、地区塩業組合、火災協同組合および同連合会、水産業協同組合共済会、証券会社、証券金融会社、中小企業等共同組合法第9条の第1項第9号の事業を行う協同組合連合会である。

(2) 租税特別措置法第8条で源泉徴収不適用と規定されている。

(3) 所得税法第11条に規定されている法人で、地方公共団体、公社、公団、公庫、政府金融機関、学校法人、健康保険組合、その他各種団体などである。

(4) 所得税法第11条で非課税と規定されている。

(5) 租税条約により公社債の利子に係る所得税が免除されている外国政府、外国中央銀行、外国の地方公共団体等及び条約によりわが国の租税が免除されている国際機関等をいう。

2 国債利子の源泉徴収 課税玉と非課税玉の問題

(1) 差別的な課税方式

非居住者と事業法人に対する源泉徴収免除がどのような意義を持つているか、また、日本の債券市場にとってどれほど重要な税制改革であるか、この点を明確に理解するためには従来の課税方式とそこでの問題点を明らかにしておくかねばならない。以下では、税制改革以前の課税方式とそこでの問題点を見ていくことにする。

投資主体別にみた国債利子課税の特徴は、表1のように整理することが出来る。まず個人についてみると、債券利子には二〇%の源泉分離課税が徴収される。源泉徴収とは利子を受取る際に税金部分が差し引かれることであり、分離課税とは他の所得と切り離して納税することである。従って、年末に他の所得と合算して申告する必要がある。源泉徴収税の内訳は、現在では所得税が一五%、地方税が五%の合計二〇%となっている。例外として個人の場合、満六五歳以上になると一定額だけ非課税扱いとなり、一九九四年には非課税枠が三五〇万円に引き上げられた。

一般法人は、個人と同じく、所得税と地方税と合わせて二〇%の税金が源泉徴収される。⁽¹⁾ 個人の場合と異なる点は、分離課税ではない点である。法人も個人も源泉徴収されるが、法人の場合、この源泉税は法人が決算をして利益を算出しそれに対する法人税を支払う時、法人税から源泉徴収された税額が控除されるのである。源泉徴収された税金は、税の先払いとして還付されるのである。

非居住者の個人や一般法人も、居住者と同じ扱いで、いずれも源泉徴収される。⁽²⁾ ただし、非居住者だから地方税を納める必要がないので、源泉課税率は一五%である。非居住者に対する源泉徴収は、日本に固有の税制度であった。というのは、諸外国では非居住者に対しては、源泉徴収が免除されているからである。

地方公共団体や学校法人、公社・公団・公庫など公共法人等は、表1の注でみるように、本券であっても登録債であっても非課税である。また、租税条約により公社債の利子課税が免除されている外国政府、外国中央銀行、外国の地方公共団体等及び条約によりわが国の租税が免除される国際機関等、これらの外国政府等は非課税である。

ここで問題にすることは、指定金融機関等の課税方式についてである。表1で見るように、指定金融機関等に限り、かつ、登録債に限り、源泉徴収不適用となっている点である。この例外扱いは、租税特別措置法第八条で規定され、政府が決めた指定金融機関等が保有する登録債については、債券利子の源泉徴収を行わないことを定めている。⁽³⁾ 指定金融機関も登録債の利子所得には税金を支払わねばならない。しかしその支払は、期末に法人税を支払う時点である。源泉徴収されなくても期末に支払うのであるから、納税額は同じである。計算上では同額であっても、頻繁に大量の債券を売買する金融機関にとっては、税の支払が期末であればその間の資金繰りが容易となり、また、その間の資金の利子が決定的に重要な問題となる。租税特別措置法第八条は登録債を保有する指定金融機関に対して税制上の優遇措置を与えるものであった。

(2) 差別的税制が市場に与える影響

差別的税制は債券市場に次のような影響を与えていた。第一に、同一債券であるのに異なる市場価格が形成されてきたことである。同じ種類の債券であっても、誰が保有しているかによって、すなわち、指定金融機関など非課税法人と課税法人が所有している場合とによって、源泉徴収部分だけ市場価格が異なる。また、課税法人と非課税法人との間で売買が行われると、非課税法人であっても税制上の優遇措置を受けることが出来ない仕組と

なっている。従つて、課税法人を経た債券は非課税法人の間で成立している価格とは異なる。差別的扱いを定めている法律は租税特別措置法第八条だけでなく、この条文を補強する多くの通達があり、このため課税実体を理解することはきわめて複雑であり、難解を極めている。ここでは、差別的税制によつて同一債券に異なる市場価格が形成され市場が分断されていることを指摘するにとどめる。

第二に、差別的税制は課税法人を国債市場から締め出し、国債市場は税制上の優遇措置を受ける指定金融機関中心の市場となつてゐることである。債券が課税法人と非課税法人の間を転々流通した場合、非課税法人は税制上の優遇措置を受けられなかつた。このため、市場では課税法人が所有した債券を「課税玉」あるいは「ダーティ・ボンド」、金融機関相互間でのみ売買された債券は「非課税玉」あるいは「クリーン・ボンド」と呼ばれてゐた。表1でみたように、一般法人や非居住者は課税法人である。課税法人が一日でも保有した債券は指定金融機関が忌避するから課税法人は市場に参加できない。従つて、事業法人は日本版レポ市場へ参入することが出来ない。日本版レポ取引（現金担保付債券貸借取引）は消費貸借であるから、登録債の名義変更が必要となる。事業法人が日本版レポ市場に参入すると、その国債は「課税玉」となる。オープンマーケットであるはずの日本版レポ市場へ事業法人は参入することが不可能であつた。

第三に、差別的税制は非居住者の国債投資や事業法人の現先取引に信用リスクを潜在化させることになつた。非居住者が日本国債投資を行う場合、源泉徴収を回避するため名義貸しを利用してゐた。名義貸し利用による国債投資は所有権の移転が行われない。従つて、この取引形式は指定金融機関が倒産した場合、非居住者は国債を回収することができない。事業法人の現先取引についても同様のリスクがある。現先は債券売買であるから現先取引では登録債の名義変更が必要である。ところが、事業法人が名義変更して国債を売買すると、その国債は

「課税玉」となる。「課税玉」に変貌することを避けるため、事業法人の現先売買では、登録債の名義変更が行われなかった。この点については、次節で詳しく検討する。事業法人の現先取引についても信用リスクが潜在化していたのである。

以上にみてきたように、差別的税制は日本の公社債市場を歪め市場の発展を阻止してきたのである。では、差別的税制は課税法人である事業法人や非居住者等の各投資主体に対して如何なる影響を与えていたか、そして、如何なる経緯で差別的税制が撤廃されたか、更に詳しく検討してみよう。

3 非居住者の国債利子課税

(1) 円の国際化と非居住者の源泉徴収制度

非居住者の源泉徴収制度については、以前から問題点が指摘されていた。一九九〇年六月の証取審基本問題委員報告では次のように述べられている。

「先進国においては、非居住者に対する利子所得源泉課税撤廃や有価証券取引に係る税負担の軽減の動きも見られる。わが国の証券取引に関する税制についても、金融のグローバル化の中で国境を越える証券取引が増加していることに鑑み、自由な資本の流れを必要以上に制約しないようなものである必要がある。また、金融の証券化の流れの中で、証券取引に関する税制によって、商品の仕組みや流通の実態が差別的な影響を受けないことが必要である。このため、税制の見直しを行うに当たっては、これらの点について適切な配慮を払う必要が望まれる」⁽⁴⁾。

また、一九九七年五月の金融機能活性化委員会においても「短期金融市場については、税制をどうかえていくのかということが本質的な問題⁽⁵⁾」と議論された。一九九八年六月には経団連が「短期金融市場の整備と円の国際化」というレポートを発表し、問題点を指摘すると共に次のように提案している。

「欧米では、本人確認など一定の条件を満たせば非居住者には課税されない。我が国では非居住者でも、短期国債など割引債は、利子に当たる償還差益の一八%が源泉徴収される。外国中央銀行には取得時還付、外国民間金融機関には償還時還付という特例により税負担は軽減されているもの、手続きが煩雑であり、海外投資家の阻害要因になっている。諸外国のイコール・フッティングの観点からは、非居住者への源泉徴収課税は本人確認等を条件に撤廃すべきである。

また、レポについても、非居住者の受取る債券利子、現金担保付金利への源泉徴収が流通の阻害要因となっており、租税特別措置法の八条を非居住者に援用して課税不適用にするか、課税を撤廃すべきである⁽⁶⁾。以上に見たように、非居住者の源泉徴収制度はかねてより問題点が指摘され、金融の国際化、円の国際化、さらに国際標準のレポ市場の育成といった視点から、この制度の再検討が必要と議論されてきた。金融活性化委員会は租税特別措置法第八条を非居住者にも適用するか、それとも源泉徴収制度を撤廃するか、と具体的な提案を行なっているのである。

(2) 平成二一年度の税制改革と本人確認の問題

平成二〇年二月二〇日、大蔵省は平成二一年度税制改正の大綱を発表した。そして、「円の国際化に資する税

制上の措置」として、非居住者・外国法人の受け取る一括登録国債の利子に対する源泉徴収を免除することにしたのである。登録国債の源泉徴収免除は平成一年九月以降と定めた。平成一五年一月には新しい振替決済制度の発足によつて非居住者が保有する振替国債の利子が非課税となった。

平成一年九月から登録国債の源泉徴収が免除されたにもかかわらず、数年間は非居住者の国債投資は拡大しなかった。源泉徴収が免除されるには非居住者である本人確認が求められる。平成一年九月時点では、日本国内のサブカストディアン（日本国内の国債振替決済制度参加者）による本人確認が要求された。ところが、サブカストディアンが本人確認をすることは現実には不可能に近い。このためサブカストディアンは本人確認の要求を拒否したのである。非居住者であるという本人確認がなければ源泉徴収は免除されない。このため、非居住者の国債投資は拡大しなかった。この数年後、本人確認は日本国内のサブカストディアンではなく、国外のカストディアン（適格外国仲介業者）でもよろしい、ということになった。本人確認の方式が変更されたのは、富士カプト（富士銀行兜町支店）の強い要求によるものと言われている。

非居住者の源泉徴収が免除され、本人確認が容易になると、非居住者の国債投資は拡大していく。非居住者の名義貸し利用は不必要となった。外国の格付け会社によつて日本国債の格付けが引き下げられ新BIS規制をクリアできなくなったが、税制改革によつて日本の国債市場は非居住者に開放されたのである。国債市場は新たな局面を迎えることになったと言わねばならない。

4 事業法人の国債利子課税

(1) 現先取引と名義変更の問題

差別的な税制が事業法人に与えた影響は、単に国債市場への参入制限だけではない。差別的な税制は事業法人の現先取引にリスクを潜在化させ、更に、オープンマーケットである日本版レポ市場への参入を不可能にしたのである。まず、事業法人の現先取引の問題から検討してみる。

現先の経済的機能は債券担保金融であるが、取引形式は債券の売買である。従って、債券の所有権は現先の売り手から買い手に移り、売り手が破産した場合、買い手は債券を自由に処分することができる。所有権が移転することによって現先取引の信用リスクが回避されているのである。日本証券業協会は現先取引の取扱いについては理事会決議をおこなっている。この理事会決議のなかで、現先取引に際しては売買契約を作成し、その契約書には権利移転の時期を明記すること、受渡し価格には経過利子を含めること等を定めている⁽⁷⁾。そして、この決議に基づいて現先取引基本契約書の参考様式を作成し、権利の移転について次のように定めている。「第三条（権利の移転時期）個別現先売買における当該債券上の権利は、スタート取引受渡日に、買手が売手にスタート取引受渡金額の全額を支払ったときに売手から買手に移転し、エンド取引受渡日に、売手が買手にエンド取引受渡し金額の全額を支払ったときに買手から売手に移転するものとする」。また、経過利子についても受渡金額に含めることが明記されている⁽⁸⁾。現先売買に際して、所有権の移転と経過利子の扱いについて明記されているのである。

登録債の場合、所有権を変更するには、名義を変更することが必要である。債券の売買は登録債が圧倒的比重を占めている。売買高に占める登録債がどれ位か、これを示す統計は存在しないが、市場関係者の話を総合すると債券売買の九割以上を占めるといわれている。債券売買は、事実上、登録債の売買である。登録債の売買には

名義変更が必要で、登録機関で名義を変更せねばならない。国債であれば、日本銀行が登録機関である。日本銀行は登録した国債の所有者に「国債登録簿登録通知書」を交付する。この通知書は単なる残高通知書であって、有価証券ではない。従って、登録国債を売買したときは、登録機関である日本銀行で名義を変更することが必要とされるのである。

現先は売買であるから所有権の移転が必要なこと、証券業協会の理事会決議や標準契約書においても権利移転の時期を明記することが求められていた。登録債の場合、権利移転には名義変更が必要である。ところが、現先取引の当事者が事業法人の場合、名義変更は全く行われていない。これは一種の市場慣行となっていたのである。

なぜ、事業法人が取引相手の場合、登録債の名義変更が行われなのだろうか。この市場慣行は如何なる経緯を経て定着したのだろうか。以下は、複数の主要証券会社および公的機関で行った聞き取り調査を整理したものである。

登録債は利払い日の直前は移転登録することができない。国債の場合、法律の扱いでは利払い日の一ヶ月前に移転登録を停止できるとされているが、日銀の実際の取扱いは七営業日間のみの停止で処理されている。この期間中は登録債の移転登録ができないから、登録債の売買はできないことになる。

移転登録停止期間中であっても、市場では登録債の売買が必要である。市場では売買を停止するわけにはいかない。

この矛盾を解決するため、国税庁は暗黙のうちに「次回の利払いまで一回だけ名義変更せずとも登録債の

売買を認める」と黙認するようになった。

国税庁の暗黙の了解は証券会社によって拡大解釈された。すなわち、前回の利払いから次の利払いまでの間、一回に限り名義変更せずとも登録債の売買は可能である、と拡大解釈した。

この市場慣行は暗黙の了解と証券会社の拡大解釈によるもので、証券界としての統一的な扱いはない。証券会社各社はこの問題を内規で処理している。共通点は、「ひと山だけ名義変更せずとも登録債の売買可能」という点だけである。

この市場慣行は、制度上の矛盾を解決するために生まれたものである。すなわち、登録債の移転登録停止期間中であっても、市場では債券の売買を停止することは出来ない。この矛盾を解決するために生まれた一種の便法である。ここでは建前と現実が区別され、建前の上では登録債の移転登録が行われたことになっている。登録債の移転登録を行わないことはルール違反であり、経過利子に対する課税上の問題も複雑になってくる。この市場慣行は、事業法人が現先取引に参入する場合にのみ見られる。金融機関等の現先取引では登録債の名義変更は行われているのである。事業法人の名義変更が行われない根本理由は、差別的な税制にある。事業法人が名義変更を行うと「課税玉」となるからであった。

(2) 日本版レポ市場と事業法人

現先市場や日本版レポ市場は、本来、市場参入に制限のないオープン・マーケットである。事業法人は現先市場の主たる市場参加者であった。ところが、日本版レポ市場はオープン・マーケットとはいえ、これは名目だけ

であつて現実にはインターバンク・マーケットであつた。事業法人は日本版レポ市場に参入する事が出来なかつたのである。

同じくオープンマーケットであるのに事業法人は現先市場に参入でき、日本版レポ市場に参入できない理由は、登録債の名義変更の違いに起因している。現先は売買であるから登録債の名義変更が必要である。ところが、現先の場合、一回にかぎり登録債の名義書換をしなくとも譲渡できることが黙認され市場慣行となつていた。このため、事業法人が現先市場へ参入しても名義書換をしないから、売買される債券は「課税玉」に変貌しなかつたのであつた。日本版レポ取引では登録債の扱いが現先の扱いと異なる。日本版レポ取引は現金担保付債券貸借取引である。現金担保付債券貸借取引は消費貸借であるから、登録債は必ず名義変更が要求される。事業法人が日本版レポ市場に参入すると、登録債の名義変更が必要となり、名義変更によつて「課税玉」となる。このため、事業法人は日本版レポ市場に参入することが不可能であつた。

(3) 平成一五年度税制改正

平成一五年一月一七日、閣議決定によつて事業法人が保有する国債利子に係る源泉徴収が免除されることになつた。平成一五年度税制改正要綱では事業法人の源泉徴収免除について次のように定めている。

「金融機関等の受ける利子所得に対する源泉徴収の不適用の特例制度について、次の措置を講ずる。

適用対象となる証券業者等の範囲に、証券取引法に規定する証券取引清算機関を加える。

適用対象に、公社債市場における円滑な流通に資する一定の法人（資本金額が一億円以上のもの）が支払

いを受ける公社債の利子のうち、社債などの振替に関する法律に規定する振替口座に記載又は記録された公社債の利子でその記載又は記録されていた期間内に生じたものを加える」(平成一五年度税制改正の要綱)

資本金が一億円以上の事業法人は保有国債の源泉徴収が免除されることになり、平成一五年四月から実施されることになった。この税制改正は、まず、事業法人の国債保有を促す国債市中消化拡大政策である。また、新しい国債振替制度が平成一五年一月に発足し、この制度によって名義貸し問題の防止が可能になったからであった。⁽⁹⁾事業法人は長年にわたって租税特別措置法第八条の撤廃を要求してきた。今回の税制改革は、法律の扱いは租税特別措置法第八条の適用拡大である。しかし、この改革によって全ての法人が源泉徴収免除の対象になったので、実質的には租税特別措置法第八条は撤廃されたことになる。

租税特別措置法第八条が実質的に撤廃されたことにより、日本の公社債市場を歪めてきた「課税玉」と「非課税玉」の問題は終に解消された。債券価格の二重構造は解消して一物一価が成立し、名義貸し利用の必要はなくなつて潜在的な信用リスクは軽減し、事業法人も日本版レポ市場へ参入することが可能になった。債券税制改革によつて、日本の債券市場は新たな発展段階を迎えることになったのである。

5 残された債券税制の問題

日本の公社債市場の発達を阻止し市場を歪めてきた日本固有の債券税制は、平成一一度以降、次々と改正された。では、債券税制の問題はこれで全て解決したのだろうか。残された問題はないのだろうか。日本証券業協会

は「平成一六年度税制改正に関する要望」の中で、公社債取引に関する税制措置として次の項目を挙げている。項目を紹介することによって結びとしたい。

- イ 内国法人の受け取る国外発行債の利子について源泉徴収を免除すること
- ロ 振替債の利子に係る源泉徴収が免除されている内国法人の要件を緩和すること
- ハ 非居住者・外国法人の受け取る民間国外債の利子、発行差金についての非課税措置を延長すること
- ニ 非居住者・外国法人の受け取る振替債（国債以外の公社債）の利子について、源泉徴収を免除すること
- ホ 外国法人の発行する短期外債（いわゆるサムライ電子ＣＰ）について、発行時の源泉徴収を免除すること
- ヘ 非居住者・外国法人との債券現先取引の非課税制度について、恒久化又は適用期限を延長するとともに、対象債券の範囲を拡大し、当該取引に過少資本税制を適用しないこと
- ト 非居住者・外国法人に対するＴＢ（割引短期国債）、ＦＢ（政府短期証券）の償還差益に係る源泉徴収不適用の適用要件を緩和すること
- チ 非居住者・外国法人が保有する振替国債の利子非課税制度について、本人確認の要件を実情に即した制度とすること並びに、適格外国仲介業者が特定振替機関等に振替国債の振替記載等を受ける際の要件を緩和すること

注

(一) 所得税法第一七一条 項一号、一七五条 項一号、二二二条 項、二二三条 項一号。

(2) 所得税法第一六四条、一七八条、一七九条、二二二条、二二三条。

(3) 租税特別措置法第八条は一項の二で次のように定めている。

「第八条 国内に営業所を有する銀行その他の政令で定める金融機関が支払を受ける公社債若しくは預貯金の利子又は合同運用信託の収益の分配で次に掲げるものについては、所得税法第一七四条、第一七五条、第一七八条、第一七九条及び第二二二条第一項から第三項までの規定は、適用しない。

一、国債に関する法律（明治三十九年法律第三四号）第一条第二項又は社債等登録法（昭和一十七年法律第一一号）第三条の規定により登録した公社債の利子（金融機関の信託業務の兼営等に関する法律（昭和一十八年法律第四三号）により同法第一条第一項に規定する信託業務を営む金融機関の登録した公社債の利子で政令で定めるものを除く。）とその登録期間内に生じたもの。」

(4) 証券取引審議会基本問題研究会第二部会報告（第五章諸規制・諸債行の見直し・撤廃 第二節流通市場 五、その他）一九九〇年六月一五日

(5) 金融機能活性化委員会（第一九回会合）議事録概要 一九九七年五月六日 la007c13.html。

(6) 経済団体連合会「短期金融市場の整備と円の国際化」一九九八年六月一六日 Policy Statements Proposals and Reports 176.html

(7) 日本証券業協会理事会決議「債券の条件付売買取引の取扱いについて」（平成四年七月三〇日）。

(8) 「債券の現先取引に関する基本契約書」（理事会決議一による基本契約書の参考様式）

(9) 『日経金融新聞』平成一四年九月二六日、平成一五年一月二〇日参照。

（なかじま まさたか・客員研究員）

証券会社による企業再生アドバイザー業務の現状（続）

松尾 順介

はじめに

前号のレポートで、日興コーディアル証券の企業再生アドバイザー業務を取り上げて、現状を紹介した。さらに、本稿では、野村證券と大和証券SMBCの取り組みを取り上げ、引き続きこの業務の現状を紹介するとともに、この業務が直面している課題について考察する。

1 野村證券再生プロジェクト室の取り組み

野村證券では、二〇〇三年六月に再生プロジェクト室を設立し、野村総合研究所の協力を得て、積極的に企業再生支援活動に注力することになった。人員体制は、専任メンバー一五名、シニア・アドバイザー・メンバー二〇名程度、アドバイザー・メンバー七〇名程度と一〇〇名規模を当初から確保している。このうち専任のアドバイザーは、M & Aや財務アドバイザーなど投資銀行業務のエキスパートであり、また企業再生の分野で世界的に有名なリチャード・ギットリン氏（現在、ノムラ・インターナショナルPLCのシニア・ストラテジック・コンサルタント）から戦略提言を得る体制をとっている。同氏は、各国政府の企業再掲関連法整備のためのアドバイザーとして豊富な経験を有するとともに、The American Bankruptcy Institute やINSOL International（倒産関係の弁護士・会計士の国際的団体）の会長を歴任している。また、倒産弁護士としても、各国の大型倒

産案件を担当している。再生プロジェクト室を支援する体制として、野村證券だけでなく野村総合研究所の各部門、更には、投資ファンド、不動産関連会社、環境調査機関、ターンアラウンド会社などの第三者機関、法律事務所や監査法人などの外部専門家などがある。

再生プロジェクト室の業務は、大別して三つに分けられる。まず、再生プランニング業務であり、これには再生対象企業の財務・ビジネスに関するデュー・デリジエンス、再生プラン作成支援、成長戦略グランドデザイン作成支援、法律・会計面でのアドバイス、などが含まれる。次に、金融スキームの構築業務であり、これには資金調達（とくに機関投資家、ファンド、事業法人からの資金調達）アレンジメント、M&Aやアライアンスに関するアドバイスや支援、証券化スキームの組成、などが含まれる。第三に、実行支援業務であり、経営ビジョンの策定支援、機能別戦略（組織・業務・システムなどの構築）策定支援、MBO・IPO支援、などが挙げられる。なお、この三つの業務は、企業業績悪化の原因究明から再生後の出口戦略の実行までに至る、何段階もの企業再生過程と連動するものである。

企業再生の過程に即して提供する業務を説明すると、次のようになる。主力金融機関から相談を受けたり、当該対象企業から依頼を受けたり、あるいはスポンサーになることを検討している企業から相談を受けたりと入り口はさまざまであるが、まず何らかの「再生」行動が必要な対象企業が存在しているとする。第一段階の再生プランニング過程では、まず現状分析を行い、悪化原因や回復のために必要な施策を検討し、再生の可能性が見込めるかどうか、またどのような手法が適切であるか等の方向性について、当事者間で共通認識を形成することが重要となる。この段階では現状の精査からの流れの中で、財務およびビジネスのデュー・デリジエンス、さらには清算価値評価、債権評価といった検討を行うが、ここでは、財務面での損益・資産分析、事業面での市場競

合分析やビジネスモデル分析、組織面でのガバナンス分析、人事面での人材・人事制度分析、さらに会社全体のシステム分析など多面的な分析も行う。その分析を踏まえて、再生プランを策定するが、ここでの主な業務は、事業計画、借入金返済計画、資金繰り計画、金融機関との交渉戦略の立案、スポンサー探し、事業再生戦略の立案、妥当な法的手続の検証、更生（再生）計画立案などの支援である。第二段階の金融スキームの構築過程は、関係者間の合意形成の後、デイルの実行までの過程であるが、合意形成段階では債権者交渉とパートナー交渉などが中心となる。また、デイルの実行では、投資家とのスキームアレンジメント、M & A 仲介、証券化スキームの構築、デット・エクイティ・スワップ、エクイティ・ファイナンスなどが主な業務となる。第三段階の再生プラン実行過程は、再生プランの実行、モニタリングから再生後の出口戦略の実施までを含む最終段階であるが、ここでは組織の再構築、営業体制の見直し、人事制度の見直し、システム統合、経営管理手法の導入、業務フローの見直し、アウトソーシングの実施、コスト削減など、さまざまな再建策の実行をモニターすることになる。その際、財務面では財務リストラ、新規資金調達、ファイナンス実施などの支援、事業組織面では、マーケティング、事業撤退・営業譲渡、アライアンス推進、ビジネスモデル開発などの支援、人材面ではターンアラウンドスペシャリストの派遣、などの業務を行うことになる。そして、最後の出口戦略の実施では、MBO、債権売買、MBI、IPOなどの出口戦略を支援することになる。

これら第一段階から第三段階までを通じて、再生プロジェクト室が関与することになるが、他部署の関与はそれぞれの段階によって異なっている。まず、第一段階では、法人担当セクションが再生対象企業の発掘を行うことを入り口とし、その後の対象企業の現状精査や再生プランのアウトラインを固めていく段階では、IBコンサルディング室、産業戦略調査グループ、財務戦略調査グループなど、野村総合研究所のスタッフも含めて支援体

制が組成される。次に、第二・第三段階では、M & Aについては企業情報部、証券化関連はアセット・ファイナンス部、社債発行はデット関連部署、株式発行はエクイティ関連部署、さらに出口戦略としての新規上場などはIPO関連部署というように、機能に応じた各プロダクト部門がそれぞれ関与することになる。

2 野村證券によるアドバイス事例

野村證券の再生プロジェクト室の手がけた代表的な法的手続案件は、会社更生法案件として、新潟鐵工所、ファーストクレジットなど、民事再生法案件として、青木建設があるが、法的手続会社の事業部門ごとの買収（売却）案件も手がけているほか、法的手続に至っていない経営不振企業の再生支援も多数行っている。

まず、会社更生法案件として、新潟鐵工所グループが挙げられる。同社は二〇〇一年一月二七日に会社更生法を申請したが、野村證券は同社のフィナンシャル・アドバイザーとして支援業務を行った。同グループは、原動機事業、交通車両事業、その他多数の事業からなっていたが、これらを新規に設立した会社に譲渡するなどにより、再建を目指すこととなった。二〇〇二年一月五日に提出（同一二月に認可）の更生計画案によると、石川島播磨重工業株式会社などの出資による新たな子会社として、新潟原動機と新潟トランスの二つの新会社を設立し、新潟鐵工所の原動機カンパニー部門の営業を新潟原動機に移転し、構機システム・カンパニー車両・除雪部門およびエンジニアリング・カンパニー交通システム部門に属する営業を新潟トランスに移転する。さらに、造船カンパニー部門、エンジニアリング・カンパニーの環境部門、医薬産業部門については、更生計画によらず、裁判所の許可を得て個別に営業譲渡し、その他の新潟鐵工所の財産については、原則として、更生計画認可決定確定から三年を目処として、裁判所の許可を得て個別に全て売却処分する方針とされた。このような形で、

同社の更生計画案は、期限より三ヶ月早く提出され、迅速に手続が進められた。

次に、同じく会社更生案件であるファーストクレジットの場合、同社大口債権者である新生銀行が申し立てていた会社更生手続の開始が二〇〇二年三月七日に認められ、野村證券は同社のフィナンシャル・アドバイザーに選任された。この案件では、二〇社を超えるスポンサー候補企業から、数次の入札を経て二〇〇二年一月にロースターをスポンサーに選定し、二〇〇三年三月ロースターによる増資を得ると同時に、更生債権者に一括弁済を行うことで、更生手続を終結した。この事例では、一般更生債権の弁済率は六五%を達成するとともに、手続開始決定から約一年で手続を終結した。この弁済率は通常の弁済率を上回るものであるとともに、開始決定から終結までの期間も通常に比べると短期間であったといえる。

第三に、民事再生法案件として青木建設の事例が挙げられる。同社は二〇〇一年一二月に民事再生法を申請したが、負債総額三〇〇〇億円にも上る大型案件として注目された。野村證券は、同社のフィナンシャル・アドバイザーとなつている。二〇〇二年五月、高松建設と小松建設工業（現、あすなる建設）などの支援協力が承認され、六月には再生計画案が認可された。同社の再生計画によると、これら二社を主な引受先とした新株予約権付社債（総額一五億円）および普通株（五億円）を発行（旧株式は一〇〇%減資）するとともに、同社新役員一〇名のうち高松建設から四名、小松建設工業から二名を受け入れるものとなっている。この事例でも、開始決定から計画の認可決定までの期間は約七ヶ月であり、通常より迅速に手続が進んだといえる。

第四に、民事再生法案件に対する支援企業側のフィナンシャル・アドバイザー事例として、横河ブリッジの事例がある。二〇〇三年四月に民事再生手続を申し立てた檜崎製作所は、鉄構品事業および橋梁事業などを展開する北海道内有数の橋梁企業であったが、同年七月横河ブリッジグループの支援を得て、再生することが発表され

た。この案件では、野村證券は横河ブリッジ側のフィナンシャル・アドバイザーであったが、ここで合意された支援スキームは、檜崎製作所の旧株式を一〇〇%減資した上で、横河ブリッジが七億円を別途とした第三者割当増資を引き受け、最終的に横河ブリッジは七〇%を目途に同社の株式を引き受ける（ただし、引受に際しては、再生計画の認可を条件とする）というものである。この事例では、申立から支援スキームの合意までの期間は、約三ヶ月であり、短期間に合意形成がなされたことが注目される。一般に、ゼネコンの場合、法的倒産手続を申し立てると、信用不安が広がり、急速に受注が冷え込むため、支援スキームの早期締結による信用回復が再生の重要な要件となるが、この事例ではそれが迅速に進んだといえる。また、スポンサー企業としても合理的な金融スキームのもとに増資を引き受けられたものと推測される。

第五に、私的な合意に基づき財務体質改善を図った企業のフィナンシャル・アドバイザーとなった案件として、日鐵商事の事例がある。同社は、二〇〇二年三月期決算で、二一四億円の固定資産含み損を特別損失として計上し、三八億円の債務超過に陥った。野村證券は同社のフィナンシャル・アドバイザーとして財務体質の改善を支援した。まず、二〇〇二年七月、ほぼ一〇〇%に相当する無償減資を実施し、減資差益を欠損金の補填に充当することで、債務超過を解消した。その上で第三者割当増資を実施し、普通株（一五億円）、無議決権株式（一〇億円）、優先株式（一〇〇億円）を発行した。これら株式のうち、普通株式と無議決権株式は三井物産、優先株式は新日本製鐵によってそれぞれ引き受けられた。この事例では、投資銀行業務の業務体制によって、増資がスムーズに進行したと推測される。なお、直近では、店頭上場企業の再生支援も手がけており、金融支援も含めたパッケージの第一段階の公表まで至っている事例がある。

これらの事例から、証券会社の支援を受けたことによって、迅速な手続の遂行、合理的なスキーム作り、増資

環境の整備などのメリットを再生企業は享受し、逆に支援元企業の場合も、合理的な金融スキームのもとに資金提供を行えるというメリットを享受したといえる。

3 大和証券S M B Cの取り組み

大和証券S B キャピタル・マーケットでは、事業開発部がアドバイザー・サービス業務を担当していた。事業開発部は、人員五〇〜六〇名（うち弁護士一名、証券アナリスト七名、M B A 一〇名）を有しており、企画・法制班七名、エンジニアリング班一六名、プロジェクト班九名、リストラクチュアリング&プライベート・エクイティ班八名、プライベート・ファイナンス・イニシアチブ班六名、大阪および名古屋九名となっていた。このうちリストラクチュアリング&プライベート・エクイティ班は、一九九九年初めから戦略的なアドバイザー・サービス業務に従事してきた。なお、事業開発部では、さまざまなエクイティおよびデット・ファイナンス、証券化・流動化、自社株消却など、企業経営の効率化・戦略化、事業提携、M B O ・第三者割当等による事業再編、持ち株会社化、関係会社の株式公開などによるグループ経営強化、連結会計、税効果会計、企業年金会計など会計制度の見直し、民営化による株式売り出し、生命保険会社の株式会社化、従業員持ち株会・四〇一Kプランの導入、などアドバイザー業務全般を担当しており、同社の各投資銀行業務部門と連携して業務が行われていた。他方、当時のアドバイザー・サービス業務の手数料（成功報酬型）は、企業買収・売却を伴う場合、取引金額五億円以下…二五〇〇万円、五億円超一〇億円以下…取引金額の四% + 五〇〇万円、一〇億円超五〇億円以下…同三% + 一五〇〇万円、五〇億円超一〇〇億円以下…同二% + 六五〇〇万円、一〇〇億円超…同二% + 一億六五〇〇万円とされていた。

その後、大和証券SMB Cへの社名変更(二〇〇一年四月)とともに、企業再生アドバイザー業務は、事業開発部から切り離され、プリンシパル・ファイナンス部のストラクチャリング・アドバイザー・チームに引き継がれた。同社のフィナンシャル・アドバイザー業務の主な内容として、事業評価、資産評価、収益性評価、業界評価などの支援、スポンサー募集のためのインフォメーション・パッケージの作成支援、再生スキーム、支援ストラクチャーの立案、スポンサー候補の発掘、接触、募集、スポンサー候補との折衝、戦略的交渉支援、スポンサー候補先および利害関係先に関する情報収集支援、スポンサー候補先とのドキュメンテーション作業、再建計画認可取得へのスケジューリング支援、スポンサー候補先との事業支援の条件交渉、債権者への説明資料作成、情報取りまとめ支援、再建計画までのプロセス管理、全体の取りまとめ、その他再建に必要な作業に対する助言・支援、などを挙げている。さらに、フィナンシャル・アドバイザーの重要な役割として、再生スキームの企画・立案、スポンサーの迅速な発掘、スポンサー選定手続きの透明性向上、準備作業および手続きの迅速・円滑な推進、スポンサーへの安心感の醸成、企業価値の維持・改善などを挙げている。なお、ここでの手数料体系は、着手金、月額顧問料金、中間報奨金、成功報酬金に分けられ、一例として着手金(諸経費)一〇〇〇万円、月額顧問料金五〇〇万円、第一次中間報奨金(基本合意書締結時・後)一〇〇〇万円、第二次中間報奨金(最終合意書締結時・後)一〇〇〇万円、成功報酬金(クロージング時・後)二億円といった例(ただし、弁護士・会計士・不動産鑑定士などの外部専門家費用は別途実費徴収)が示されている。

ただし、現在、大和証券SMB Cは、プリンシパル・ファイナンス部を廃止し、再生アドバイザー業務を、主にM & A業務を行う企業提携部に移管している。他方、二〇〇一年一月、同社は新たに一〇〇%出資の子会

社として、大和証券S M B Cプリンシパル・インベストメントを設立し、ここでは専門的に不良債権、金銭債権、プライベート・エクイティ投資業務および企業再生ファンド等の組成業務を行っており、企業再生ビジネスの主力を自己資金での投資（プリンシパル・インベストメント）およびファンド組成・運用に移しているようである。この背景には、銀行系証券会社、外資系、さらに監査法人などの参入によって、アドバイザリー業務の分野の競争が激化し、手数料の引き下げ圧力が強まり、収益性が低下していることが考えられる。

まとめ

前号と今号のレポートにおいて、野村證券、大和証券S M B C、日興コーディアル証券の企業再生アドバイザリー業務を紹介した。これら三社には、企業再生アドバイザリー専門の部署を有するかどうかという差異はあるものの、ほぼ同様の業務を行っている。しかし、前述のように、競争が激化し、手数料の引き下げ圧力が強まっているため、必ずしも高い収益性が見込めなくなっている。したがって、企業再生ビジネスの主流がプリンシパル投資に移行する傾向が見られる。たとえば、最近の報道でも、大和証券S M B Cプリンシパル・インベストメントが投資枠を、二〇〇五年三月中に現在の二二〇〇億円から約二〇〇〇億円に引き上げることが報じられている。^(注)そこで、次号では、企業再生ファンド組成やプリンシパル投資の動向について紹介する。

注

『日経金融新聞』、二〇〇四年五月一八日、参照。

* 本稿を作成するに際し、野村證券再生プロジェクト室の本多圭介氏および大和証券SMB Cプリンシパル・インベストメンツの市川清文氏のご協力を賜りました。厚く御礼申し上げます。

(まつお じゅんすけ・客員研究員)

米国の内外証券投資について

伊豆 久

1 はじめに

日本の株式市場では、外国人投資家の動向が話題にならない日はないと言ってよいであろう。売買代金に占める比率が高い上に、投資手法が多様であることから、株価への影響力が非常に大きいからである。

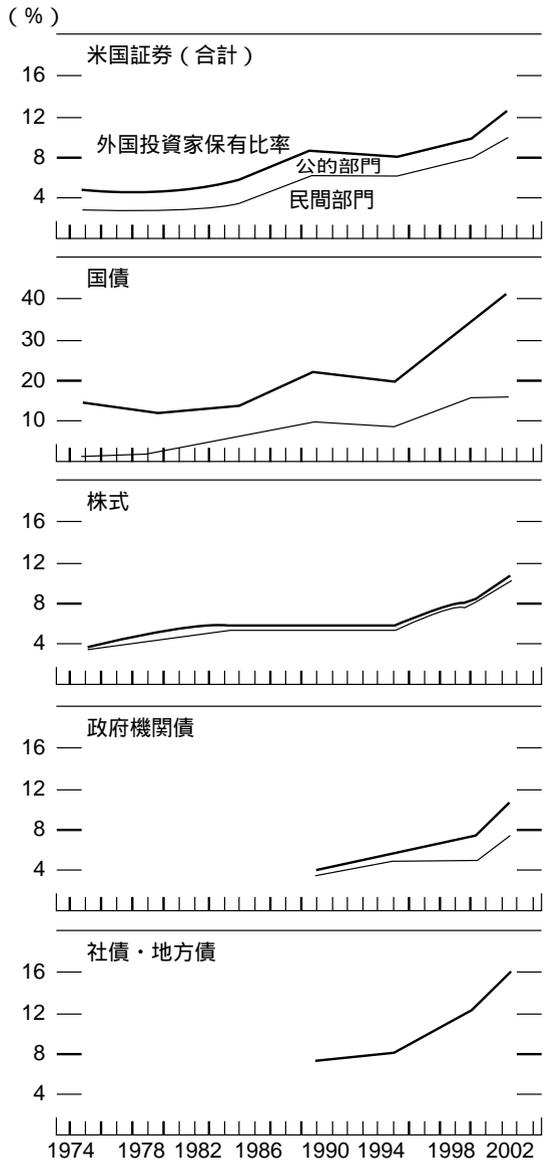
しかしこうした現象は、程度の差はあれ世界的な傾向であり、世界最大の市場規模を誇る米国も例外ではない。図1は、米国市場における投資家の比率の推移を示したものであるが、これを見ると、八〇年代半ばに主に国債で外国投資家のシェアが上昇し、九〇年代半ばごろから株式や社債を含めた証券市場全体でさらなる国際化が進んでいることがわかる。

米国証券市場の国際化にはどのような特徴があるのだろうか。海外から米国への証券投資、また反対の、米国から海外への証券投資にはどのような傾向が見られるのか、以下、簡単な検討を加えることとしたい。

2 外国からの対米証券投資

図1では、米国の証券市場残高に占める外国投資家保有分のウエイトが高まっていることを見た。では、外国投資家は、米国のどのような証券に投資しているのだろうか。図2は、外国投資家の米国証券保有額を一〇〇としその内訳の推移を示したものである。

図1 米国証券市場における外国投資家のシェア
(保有残高ベース)

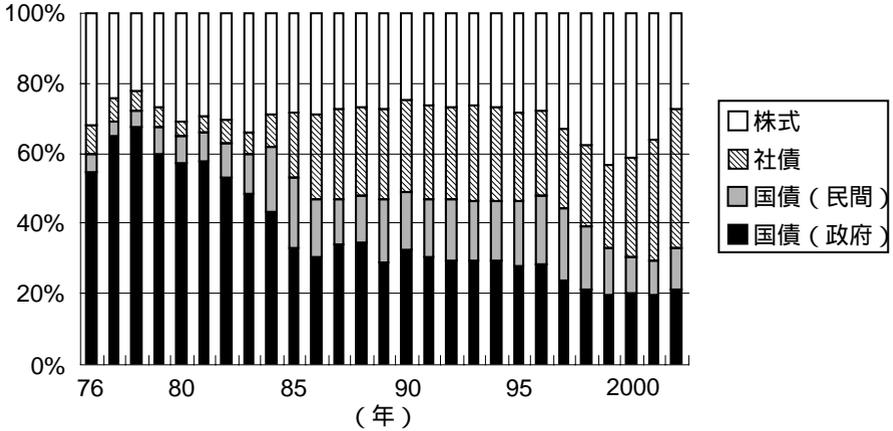


(注)「社債・地方債」は、ほとんどすべて民間部門による保有であるため、2本のグラフはほぼ重なっている。
(出所)文献 (文献リストは末尾に掲載)

これを見ると、まず、七〇年代には外国政府による米国国債投資が六割を占めていたことがわかる。当時、民間部門の国際的な証券取引にはまだ制限が多く、そもそも機関投資家が未成熟であったため、海外からの対米証券投資の多くは、通貨当局による外貨準備の運用としての米国国債保有であった。しかしその後、八〇年代には米国内で証券化が進展し国債・社債等の発行が拡大するとともに、世界的に對外投資の自由化が進んで外国民間部門からの対米証券投資が増加したのである。

次に、海外のどの国が多く対米証券投資を行っているのか、投資国別の状況を見てみよう。図3は対米証券投資残高の一〇位までを並べたものであるが、日本は、二位のイギリスを大きく上回って、世界最大の対米投資

図2 対米証券投資残高の推移



(注)「国債 (民間)」は外国民間部門による米国国債投資、「国債 (政府)」は外国公的部門による米国国債投資。

(出所)文献 より作成。

国となっている。八〇年代以降拡大してきた対外経常収支黒字 (それは国内金融資産の蓄積の裏側でもある) の反映であるが、しかし、図3をみると、必ずしも金融資産の豊富な先進国ばかりが並んでいるわけではないこともわかる。カナダやドイツなどに他に、ルクセンブルクやケイマン諸島など、経済規模の小さい国が巨額の対米投資をおこなっているが、これは、こうした国・地域に所在する金融機関のカストディアン業務によるものである。すなわち、図3の元になっている調査では、証券の保有先がカストディアンまでしか確認できないため、有力な国際的カストディアンを抱える金融センターの証券保有額が大きく計上されるのである。例えば、ベルギーの投資家が米国の株式を買い、その保管業務をルクセンブルクの銀行が受託している場合、米国から見ると保有者はルクセンブルクということになる。イギリス、スイスの保有分にも外国投資家からの預かりがかなり含まれていると思われるが、こうした現象も、国際分散投資の増大とそれに対応した国際的なカストディアン業務の拡大を示していると言えるだろう⁽¹⁾。

こうした理由のため、国別の対米投資額については、一定の

留保が必要となるが、それを踏まえた上で、もう一度、最大の対米投資国である日本について見てみよう。

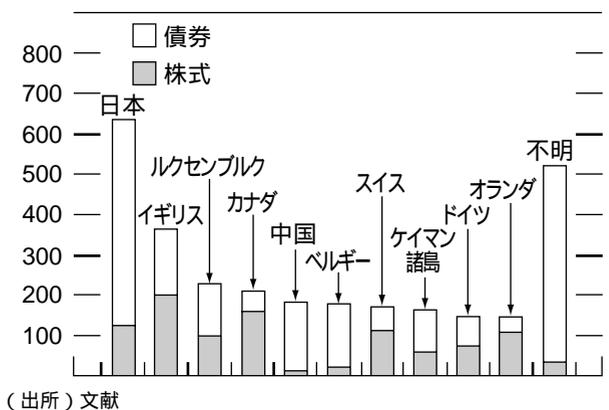
日本の対米投資は、全体としての額は確かに突出して大きい(六三六九億ドル)、しかし株式投資に限定すれば一一九〇億ドルで、イギリス(九四〇億ドル)、カナダ(一五五〇億ドル)につぐ三位で、スイス(一〇四〇億ドル)、オランダ(一〇〇〇億ドル)ともそれほど差はない。すなわち、日本の対米証券投資は著しく債券に偏っているという特徴があるが、これはどのように考えればよいのであろうか。

表1は、各国の対米証券投資を証券種別に見たものであるが、欧州先進国(英仏独)とオフショアセンター(ケイマン、ルクセンブルク)には、株式と社債の比率が高く、国債・政府機関債・短期債券の比率が低い、という共通する特徴がある。しかしながら、アジア(中国、韓国、台湾)と中南米(メキシコ、ブラジル、アルゼンチン)の諸国は、反対に、株式と社債のシエアが高い。すなわち、日本の対米証券投資は、欧州先進国型というより、どちらかといえば、新興市場型に近いのである。

新興市場国の場合、国内の資金余力が小さく海外への投資にはおのずと限界があるであろう。対外投資への規制も残っている。他方で、通貨は実質的にドルとリンクされ、外貨準備として米回国債や政府保証債を保有して

図3 対米証券投資上位10カ国

(10億ドル) (2002年6月)



いるため、債券の比率が大きくなっているのである。貿易黒字と直接投資流入額の増大を背景に、中国も世界で五番目の巨大な対米投資国となっているが（図3）、表1が示すように、保有する米国証券のうち株式はわずか二％にすぎず、債券でも国債と政府機関債がほとんどである。

それと全く対照的なのがオフショア市場、すなわち国際的な機関投資家の保有資産である。株式と社債を中心にポートフォリオが組まれており、国債や政府機関債の比率は少ない。そして、フランスやドイツも（社債投資がやや少ないとはいえ）オフショア市場と同型の投資パターンを示しているの

表1 各国からの対米証券投資残高（2002年6月）（10億ドル）

	株式	国債	政府機関債	社債	短期債券	合計
日本	119 (19%)	260 (41%)	88 (14%)	63 (10%)	108 (17%)	637 (100%)
イギリス	194 (53%)	46 (13%)	21 (6%)	93 (25%)	13 (4%)	368 (100%)
ドイツ	67 (46%)	38 (26%)	16 (11%)	21 (14%)	2 (1%)	145 (100%)
フランス	37 (46%)	11 (14%)	1 (1%)	14 (17%)	17 (21%)	81 (100%)
中国	4 (2%)	95 (52%)	59 (33%)	11 (6%)	13 (7%)	181 (100%)
韓国	0 (1%)	31 (70%)	8 (18%)	1 (2%)	4 (9%)	44 (100%)
台湾	5 (7%)	34 (49%)	25 (36%)	3 (4%)	3 (4%)	70 (100%)
メキシコ	7 (13%)	17 (33%)	4 (8%)	2 (4%)	23 (44%)	52 (100%)
ブラジル	2 (13%)	11 (69%)	2 (13%)	0 (3%)	0 (3%)	16 (100%)
アルゼンチン	3 (27%)	4 (36%)	2 (18%)	1 (9%)	1 (9%)	11 (100%)
ケイマン諸島	51 (32%)	11 (7%)	14 (9%)	73 (46%)	11 (7%)	160 (100%)
ルクセンブルク	94 (41%)	20 (9%)	29 (13%)	72 (31%)	13 (6%)	229 (100%)
全体	1,395 (32%)	908 (21%)	492 (11%)	1,130 (26%)	412 (9%)	4,338 (100%)

（出所）文献 より作成。

である。

日本の場合、巨額の金融資産を抱え、対外投資への規制も撤廃されているにもかかわらず、証券投資のパターンの先進国型と異なるのはなぜだろうか。

一つには、円高に対しては過敏な反応が示され、執拗な市場介入の結果累増しつづける外貨準備が、他通貨に分散されることなく米国の国債、政府保証債としてそのまま保有されているからであろう。ここまで市場介入が必要なのか、そしてまた、外貨準備のドルからユーロ等他通貨への分散が本当に不可能なのか、検討の余地があるように思われる。

また、日本の金融仲介機関・資産運用機関、最終的には家計部門が過度にリスク回避的であることも、先進国型の対外投資を難しくしている要因であろう。ただ、日本の家計部門の安全指向については、何度も繰り返し指摘されてきたが、若干説明不足ではないかと思われる。確かに多くの家計がリスク回避的であることは事実であるが、インターネット取引の拡大とともに、日本の株式市場における個人投資家の比重は九八年を底に上昇している。外国株投資という点では中国株投資を積極的に扱う証券会社も現れており、一概に家計部門全体が安全指向一辺倒であるとは言えない。

しかしながら、ネット取引の場合、値動きの軽い銘柄の超短期売買が中心である。また中国株投資の場合も、そのねらいは、株価の安定した成長というよりその「大化け」にあるように思われる。いずれの場合も、投資家が享受しているのは、投資にともなうリスクとリターンというよりも、ハイリスクにともなう「面白さ」なのではないだろうか。もちろんそれも、投資の一面であることは否定できない。しかしながらそうした投資嗜好のもとでは、米国のような成熟した市場への株式投資は、何よりも「面白みに欠ける」という理由で忌避されざるを

えないだろう。しかしながら、資産の分散という投資の大原則（それは同時に最も「面白み」のない投資手法であるだろう）から考えれば、時価総額の大きな先進国市場への投資額が小さいのはきわめて非効率である。日本の家計部門に欠けているのはリスクテイクというより、ポートフォリオという考え方ではないだろうか。そしてそれは、家計部門の「心理的」問題というより、むしろ日本の資産運用機関・仲介機関の問題であるように思われる。

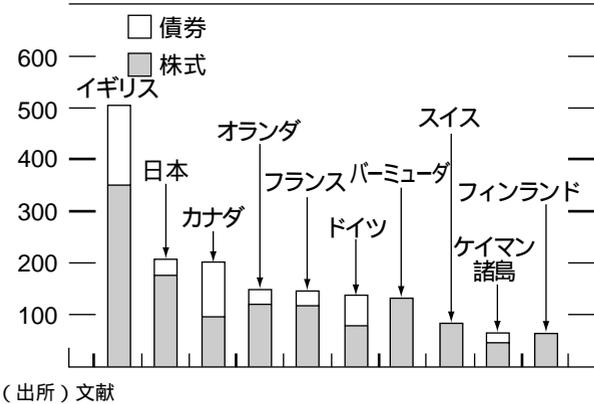
こうした点も一因となって、前述のような日本の新興市場型の対米投資パターンが形成されているのではないだろうか。

3 米国の対外証券投資

では、今度は、米国の対外証券投資について見てみよう。

図4は、米国からの対外証券投資残高の上位10カ国を示したものである。⁽²⁾ 日本への投資は、株式と社債をあわせた合計でも、株式だけを見てもイギリスより小さい。さらに、国内市場（時価総額）に占める米国保有額の比率を見ると、日本は8%にすぎず、オランダ二五%、イギリス一六%、カナダ一三%、フランス一〇%より低く、ドイツ七%、イタリア六%よりわずかに高い程度である。初めに述べたように、日本では外国投資家の動向に強い関心が向けられるが、この数字からすると、必ずしも他国よりも突出して米国投資家の比率が高いと

図4 米国の対外証券投資上位10カ国
(10億ドル) (2001年12月)



いうわけではない。日本における外国投資家の特徴は、外国投資家の投資額という量的な問題ではなく、横並び的な投資スタイルをとりがちな国内の投資家に対して外国投資家はそれぞれに独自の哲学・投資手法をもつという質的な問題であるのかもしれない。

しかし図4で、そして米国の対外投資で最も興味深いのは、株式のシェアが高いことである。図3・表1が示すように、海外からの対米証券投資では債券の比率が高く、株式対債券の比率は、三二対六八であった。しかし米国からの対外証券投資では、全く逆に七一対二九となっているのである。

単純化すれば、米国は債券の発行によって海外から資金を調達し、それを海外の株式に投資していることになる。財務省証券のような流動性が高くリスクの低い金融商品で外国から資金を集める一方で、外国へは株式というリスクをとるもの高いリターンを期待される投資を行っているのであって、米国は「世界の銀行」として機能していると、ひとまず言うことができるであろう。

もちろん、その機能は、米国が国際通貨ドルの発行国であることと密接に関係している。ドルが国際通貨であるために、米国は、外為市場に介入したりそのための外貨準備を保有したりする必要が小さい。また、民間部門も、ドルが国際通貨であるため為替リスクをとる必要がなく、事実、米国が保有する外国債券のうち七〇％がドル建てなのである（続いてユーロ建て一五％、円建て六％）。つまり、米国の対外債券投資の中心は、外国企業・政府が発行する債券ではあるがドル建てのもの、つまりロンドンで発行されるユーロドル債が中心なのであり、図4でイギリスの債券の比率が高いのはそのためである。

また、米国の対外株式投資ではADRが重要な役割を果たしている。市場が整備され流動性の高い成熟した市場への投資であれば問題はないが、新興市場への投資では銘柄自体は有望であっても、市場規模が小さく流動性

に欠けたり、市場の規制が十分でないといった場合が少なくない。民営化等によって新興市場に大企業が誕生しても、母国市場に上場するだけでは米国からの投資は容易ではない。そこでADRによって、そうした企業が米国市場に「輸入」されるのである。表2は、米国からの株式投資に占めるADR投資の比率が50%以上となっている国のリストであるが、経済規模の小さな国だけでなく、ロシア、メキシコ、ブラジル、アルゼンチンといった新興市場国も含まれている。九〇年代以降、各国で国有企業の民営化が進められたが、その結果誕生した大企業をいわば「一本釣り」する形で米国市場に上場させれば、母国市場における不十分な情報開示や市場規制、割高な売買手数料といった米国投資家にとっての障害を克服することができるのである。

4 おわりに「EITバブル後の「世界の銀行」

しかし、にもかかわらず、米国の「世界の銀行」としての機能は、九〇年代後半に大きく低下したように思われる。対途上国および日本との関係では、確かに「債券（国債）」と「株式」の交換が見られるが、西欧との関係においては、そうした特徴はほとんどなくなっている。大西洋上を交換されているのは、債券と株式ではなく、株式と株式であり、しかもそのイニシアティブは西欧の側が握っているからである。

九〇年代後半、米国への資本流入の多くを占めたのは、西欧企業による株式交換型M & Aによる直接投資であった。EU市場の統合と単一通貨の導入と

表2 米国からの株式投資に占めるADRの比率
(%)

ドミニカ共和国	100
ジブラルタル	100
ウルグアイ	100
クロアチア	99
ベネズエラ	90
ロシア	90
中央アフリカ共和国	85
メキシコ	73
ルーマニア	67
ブラジル	66
ペルー	65
フィンランド	64
レバノン	63
アルゼンチン	60
ハンガリー	52
アイルランド	51
バングラデシュ	50
チュニジア	50

(出所)文献 より作成。

いう競争圧力の高まりに押され、ＥＴバブルにともなう株価の上昇をエネルギーに、西欧企業が次々に米国企業を買収したのである。そしてその際の株式交換によって、米国の株主はそれまで保有していた米国の被買収企業の株式を手放し、かわりに西欧企業の株式を手にしたのである。実際、米国の外国株式保有額は、九八年末時点の一兆二〇八〇億ドルから〇一年末には一兆六三〇億ドルと三年間で四〇五〇億ドル増えたが、その増加額の内訳を見ると、新規投資額はわずかに四一〇億ドル、株価の上昇が三二〇億ドルで、三四三〇億ドルは株式交換にともなう外国株式取得なのである（米国連銀による推計。文献 参照）。「世界の銀行」機能が想定する、積極的なリスクテークのイメージからは遠い。

すなわち、米国の「世界の銀行」機能は、発展途上国および日本との間の関係に限られ、西欧との間ではもはや成立していないのではないだろうか。米国の内外証券投資は、対日本・途上国では「垂直」の関係にあるもの、対西欧では（せいせい）「水平」の関係にとどまっていると言えるであろう。

そして、ＥＴブームが去り株価が下落すると、西欧からの直接投資は急速に減少した。にもかかわらず米国の経常収支は、以前として空前の規模にあるため、ドルの大幅な下落が起こって当然であった。それを日本を始めとするアジア諸国が巨額の市場介入によって買い支えたのである。いわば米国を支える水平軸の弱体化が、垂直軸の強化によって補われたということになろう。

しかしながら、日本・中国他アジア諸国による巨額の自国通貨売りドル買い介入に対しては、「輸出企業への事実上の補助金」「市場操作」との批判が強いこともあって、四月以降、日本は市場介入を停止している。こうした状況が続くとすれば、現在の水準でドルが安定することは難しいように思われるが、さてどうであろうか。

注

- (1) 図3では、五千億ドルもの証券の保有者が「不明」となっているが、これは、米国企業が海外で発行している無記名債については投資家を把握できないためである。無記名債は米国国内では原則として発行できないが、海外においては可能であり、その保有者が不明となっているのである。
- (2) 図4においても(図3と同じく)オフショアセンターが大きなウエイトを占めているが、これは、会社の実体は例えは米国にあるにもかかわらず、登記上の所在地はバーミユダであるといった会社への投資が、そのまま登記先にカウントされているためである。
- (3) ただし、本稿での数字はすべて保有残高の数字であって売買額ではないため、市場への影響力を比較するには不十分な点が残る。

参考文献

- C. C. Bertaut and W. L. Grierer, "Recent Developments in Cross - Border Investment in Securities," *Federal Reserve Bulletin*, Winter 2004.
- E. L. Nguyen, "The International Investment Position of the United States at Yearend 2002," *Survey of Current Business*, July 2003.
- Department of the Treasury, Federal Reserve of New York, and Board of Governors of the Federal Reserve System, *Report on Foreign Holdings of U. S. Securities as of June 30, 2002*, January 2004.
- Department of the Treasury, Federal Reserve of New York, and Board of Governors of the Federal Reserve System, *Report*

on U. S. Holdings of Foreign Securities as of December 31, 2001, May 2003.

(いせ ひやう・客員研究員)

一九世紀イギリスの地方証券取引所

清水 葉子

はじめに

イギリスでは、一九世紀半ばの鉄道証券ブームの頃に相次いで地方証券取引所が設立されて一大ブームを巻き起こした。一八四四年から一八四五年にかけての二二か月で二二の町に多くの取引所が設立されたとされる。

鉄道事業に大規模な資本を投入する上で、一定の流動性が確保されていることは資金供給者にとって不可欠の条件である。ロンドンでは一六九〇年頃から証券取引が行われるようになるが、地方の証券業者にとって一八七〇年代半ばに電信が使われるようになるまではロンドンはあまりに遠かった。

本稿では、一九世紀イギリスの主要な二つの地方証券取引所の成立と、地方証券取引所とロンドン証券取引所との関係を検討する。

一九世紀イギリスの証券取引

ロンドン証券取引所の正式な設立は、一八〇二年とされるが、一六九〇年頃にはかなりの程度の証券取引が始まっていた。当初取引されていたのは、ロイヤル・チャーターを得て設立された会社の証券で、植民地関連の貿易会社（東インド会社など）が中心であった。推計では、一六九五年には一四〇のジョイント・ストック・カンパニーが存在し、総資本の合計は四五〇万ポンドに達していたとされる。南海泡沫事件のころには会社の数はさ

らに拡大し、一七一九年からの一年で一九〇社増加したともされるが、これらの多くはバブル法で禁止された。この法律は一八二五年まで存続したため、この間の産業資本の調達は大きく制限され、パートナーシップ、借入れ、モーゲージなどの方策がとられた。

この頃の証券業者のビジネスは、したがって、産業証券ではなく、国家債務の取引を中心に行われた。イギリスの国家債務は一六九八年の五〇〇万ポンドから一七四九年に七一〇〇万ポンド、一八〇〇年には四億九七〇〇万ポンドに達し、取引ニーズも拡大した。取引が行われたのはコーヒーハウスやイングランド銀行の円形広間 (Rotunda) であることはよく知られているが、これらの取引が地方で活発に行われることはまだありえなかった。

後に地方でも活発に取引されることになる証券は、運河、水道事業、船舶のドック等の産業株であるが、一八一年までは取引所のリストに現れない。後になって一八四〇年代に鉄道ブームが起こるまでは、取引は少数の証券業者が行っていたに過ぎず、証券業者の多くは商業など別の職業との兼業であった。それでも、このころロンドンの証券業者が地方新聞に広告を出していたことが確かめられている。リバプールとマンチェスターで地方紙にロンドンの証券業者の広告が見られるのは一七九二年のことである。

運河建設が本格的に始まったのは一七六一年からとされる。ワーズリーからマンチェスターまで九マイルの最初の運河は、その後延長されて建設が続いた。運河は当時の主要燃料であった石炭運送コストの節減に大きな力を発揮し、当初は、ブリッジウォーター公爵が資金提供したが、後にジョイントストックの形で資金調達が行われ、二〇〇%の配当が支払われた。一七九一年から九四年までの間に各地の運河建設のための八一の法案が可決された。

運河建設の資金供給に応じた投資家の多くは近在の者であった。これは地方での証券取引ニーズ拡大の第一歩となるが、当初は一人当たりの所有株式数は多くなく（一七八九年の資料では四六九人中三九三人は五株以下の所有とされる）、投機を防ぐために多数株所有には制限が設けられていた。また、購入者の六〇%が当初購入した株式を手放していないなど、回転率の低い安定所有であつて、証券業者にとって大きなビジネスにはならなかつた可能性がある。

こうした事情は、東インド会社なども同様で、売買回転率は二年で一回という統計もあり、こうした状況では專業ブローカーはまだ生まれにくかつたと考えられる。運河ブームと鉄道ブームの間の時期には、水道会社が現れた。ロンドンでも複数の水道会社が設立され、リバプールで二社、マンチェスターでも一社が操業している。またガス灯の会社もこの頃設立されている。

このように、鉄道ブーム以前にも地方で産業証券が発行されていたが、証券業者が活躍する余地はまだ限られていたと言つことができる。地方で活発な証券取引が行われ、証券業者が登場するのは、やはり鉄道ブームを待たなければならぬ。

リバプールとマンチェスターの証券取引所

一八二七年頃から、株式オークションの広告がリバプールで定期的に新聞に掲載されるようになる。これは他の商品のオークションと同様の一般オークションとして行われており、リバプールガス会社の株式などが対象とされた。後のリバプール証券取引所設立メンバーの一人は、この時期の最も初期の株式限定の競売人（auctioneer）であつた。

一八三〇年代に地方で鉄道証券への関心が高まると、証券業者も鉄道債券の取り扱いを始め、証券業者の数も増えて本格的な売買仲介を行うようになる。最初の詳細なリバプール市場での株式の価格リストは一八三〇年三月十二日の Liverpool Mercury 紙に掲載される。タイトルは「株式の価格 prices of shares」とされていた。このリストは特定の証券業者からの情報提供によるものであると推測されている。このリストは三年後の一八三三年には二倍の大きさとなり、鉄道会社が二社追加されたほか、マンチェスター銀行（一八二九年設立）、リバプール銀行（同一八三一年）などの銘柄も見られる。

このころから、アメリカ貿易の改善に伴って会社数が増加する一方で、外国（スペインなど）向けの投資が一八三五年の暴落後に減少した結果、鉄道、銀行、その他金融関係の会社を中心に、国内向け投資が拡大した。

証券業者から見ると、証券の額面金額は小さいほど広い層の投資家に購入されるので好ましい。証券の額面は当初は五〇ポンドが一般的だが、後には二〇〇万ポンド以下の資金調達には一〇ないし五ポンド額面もしばしば登場するようになる。一八四〇になると額面は一〇ポンドが一般的になる。また額面に対してわずかな額の前払いで購入できたので、投資家層は大きく広がった。

鉄道株が値上がりしブームとなると、証券業者も増加しはじめる。一八三四年のリバプールの職業名簿によると、専門の証券業者は六人と記載され、一般商品の取引が行われる建物の旗のもとや地元のコーヒーハウスに集まっていたとされる。

一八三六年四月八日には、二二名の証券業者がマーゼー（Mersey）コーヒーハウスに集まって、「リバプール証券ブローカー協会（Liverpool Sharebroker's Association）」が設立される。その後四月のうちに新メンバー一〇人、その年のうちに一五人の新メンバーを加える。メンバーは、一般商人以外に会計士や保険業者、木綿商人、

船商人、たばこ輸入業者、弁護士などとされている。

協会では、新規加入にあたっては既存会員による無記名投票で承認すること、入会にあたっては一〇ギニーの固定会費を支払うこと、五人の会員からなる総務委員会(Committee for General Purposes (後に七名に増加))を立ち上げるとしたほか、その他の協会ルールと規制が七月八日に決定された。初期のルールは、新規会員の承認、委員会の選出と手続き、市場の開設時間、コミッション、気配提示の方法、紛争解決とデフォルトの解決などからなっていた。この同じ日に協会はExchange Street Westの続き部屋のオフィスに移転する。⁽¹⁾

この取引所は、その後会員数を拡大し、一八四一年には会員数四一人を数えた。一方、同じ時期にライバル取引所も存在した。一八三六年にはClarendon Roomsの所有者が年間一ギニーの会費で二〇人の証券業者に三、四日おきに場所を提供していたことが知られている。こちらのメンバーは、一八四二年に「リバプール新取引所」を設立する。⁽²⁾ 先の取引所と新取引所とは、会員の重複もあり、ルールなどもほとんど同じだったとされる。翌年には、新旧両取引所の統合が議論される。一八四四年一月に二取引所合同での投票によって統合が決定され、取引所会員数は一挙に二倍に拡大した。これにつれて総務委員会も一〇名とされた。

一方、マンチェスターでも、リバプールと同じ頃から専門証券業者が現れ、新聞広告も見られるようになる。一八三六年には、一般商品の取引所の建物の近辺で証券の取引も行われるようになったとされるが、こちらは正確な場所は明らかではない。鉄道証券の価格が上昇し始めた一八三六年に七名の証券業者が集まって、協会設立を決定し、その後会員数を増やすとともに、賃貸料を払って取引所の建物を利用することになり、一月七日にオープンする。リバプールと同様、総務委員会を設立し、固定入会金の徴収などを決定した。マンチェスターでは、一八三九年に会員数が一五名に減少し、いったん協会の解散を決定するものの、再び新協会を設立して一八

四六年には八九名の会員を擁するに至るが、再びその後三年で八〇名が協会を去った。マンチェスターでも、非会員の証券業者がかなりいたとされるがリバプールのように組織化されてはいなかった。一八五〇年には非会員を統合して一つの取引所になったとされる。

当時の取引所会員は、外部の証券業者に価格を提示して取り引きすることは禁じられていなかったため、取引所外の取引も活発に存続したと考えられる。

一九世紀の地方証券取引所の組織

地方証券取引所の会員数は鉄道ブームで拡大し、一八四六年には地方証券取引所合計で優に五〇〇名を越えたとされる。しかし一八五〇年になって鉄道ブームが去ると四〇〇を少し越える程度にまで減少した。この減少は、ビジネスとして証券取引を仲介するというよりは、自らの自己売買を行っていた会員が取引所を去ったことが大きいとされている。その後会員数は再び増加して、一九一四年には五五〇名を少し越えるくらいにまで回復した。⁽³⁾

地方証券取引所では、ロンドン証券取引所は異なり、ジョバー（ディーラー）が関与するのではなく、ブローカーどうしがコール・オークションによって取引を行っていた。流動性が低く専門のディーラーが維持できないことからコール・オークションが適していたのであろう。多くの地方取引所で、一日二回ないし三回の時刻を定めたコールが行われ、取引所の総務委員会などが取り仕切っていた。時刻になるとアルファベット順に銘柄を呼び上げ、買い手と売り手が価格を提示して需給に従ってマッチングを行う。一つの銘柄が終わるとリストの次へと進んでいく。当時はまだ電信がなかったため、朝に配達される手紙から得た情報に従って価格が動く程度で、比較的あっさり終わっていたようである。

コール・オークションの利点は、取引高が少ない銘柄でも、時間を特定して取引するためその時点での需給を最大限に集中できることである。反面、取引が盛んで値動きが激しい時には、取引をさばききれないこともある。リース証券取引所の会員であったT.W.Powellは、「背の高い会員、声の大きな会員が取引を得る」としてコール・オークションの混乱ぶりをユーモラスに描写している。リースでは、不必要に大きな声を出さないよう、監視人が動員されたこともあり、また、席に着いてない会員のビジネスは認めない、同じ会社からコールに参加するのは一人だけとする、などのルールも定められた。会員の中には呼び上げが終わった銘柄をもう一度やり直すよう求める者もいたようである。こうした状況は他の地方証券取引所でも同様であった。

一方、取引が閑散になると、会員がコール・オークションに出て来ないということもあつたようである。電話や電話が利用されるようになると、会員が自分のオフィスで注文を受けて、取引所にやって来ないことがしばしばあつたとされる。

取引所では、価格を書き込むための取引ボードが設けられていたが、メインボード以外に、正式上場ではない銘柄のために小さなボードが備えられていることもあり、イギリスの証券取引所の特徴であるオープンな上場制度はこの頃から見られる。ただし、取引所での公式の価格は、総務委員会の権限で新聞に掲載することが定められており、会員が勝手に公定価格を一般向けに公表することは禁じられていた。オープンな上場制度と厳格な市場情報の管理とがワンセットになっている点はいへん興味深い。一八五〇年代頃になると、どの銘柄を正式上場リストに載せるかを巡って意見対立も見られるようになり、マンチェスターなどの証券取引所では、会員の希望に応じて上場銘柄を拡大する措置がとられた。上場銘柄の拡大はリバブルでも同様であつた。⁽⁴⁾一八九〇年前後になると、常設のサブコミッティーを設けて上場銘柄を見直すことが行われはじめている。

決済についても、当初は現金決済が行われていたが、鉄道証券がブームとなり取引高が増えてくると清算制度の効率化が検討されるようになった。リバプール証券取引所では、一八四四年にクリアリングハウスを設立し、月に二回の決済日をもつてクリアリング検査官 (inspector of clearing) が相手方となる差額決済が開始された。

ロンドン証券取引所との関係とコミッション規制

ロンドン証券取引所と同様、コミッション制度は地方証券取引所でも大きな問題であった。初期の取引所では推奨レート表を決めていたがこれはコミッションの最大値を定めたものであった。会員がバラバラにコミッションを決めている状態は望ましくないとして、取引所は統一レートを導入しようとするが、現実にはこれはかなり困難であった。たとえば、バーミンガム取引所は一八八九年に統一レートを導入しようとするが、有力顧客の反対により撤回にいたっている。

地方証券取引所のコミッションの問題は、シャンター (shunter) とよばれた裁定取引業者との関係でロンドン証券取引所と複雑に結びついてきた。一八七〇年代半ばの電信の普及によって早いコミュニケーションができるようになる、市場間の価格差を利用して自己売買で裁定取引をする活動が盛んになり、この取引に従事した地方の証券業者をシャンターと呼んでいる。シャンターは売りと買いをワンセットで行い次の日までオープンポジションを持ち越すことはない。大口の裁定取引を行う場合、シャンターにとってポジションを手じまう最後の場所がロンドン証券取引所であった。

シャンターは、ロンドン証券取引所と結んで取引を行うことで地方の自市場に大きな流動性や価格情報をもたらした。ロンドンのジョバーにとっても地方のシャンターと取引することロンドンで地方銘柄の取引を可能にし

た。こうしたロンドンのジョバーと地方のシャンターとの蜜月は一九〇九年頃まで続く。利益はジョバーとシャンターとの間で折半にしていた。とはいえ、全体的な流れはロンドンに有利であり、一九〇九年の推計によると、地方からロンドンへの取引の流れは、ロンドンから地方への流れの二〇倍に達して圧倒的にロンドン側が有利であったとされる。

一九〇九年頃から、ロンドンでは次第にジョバーが地方の証券業者に直接アクセスすることを禁止し、取引をすべてロンドン証券取引所のブローカーを通して行わせることでロンドンへの流動性集中を狙いはじめる。これは、ロンドンでブローカーとジョバーの兼業を禁止する動きとも並行している。すなわち、非会員と取引できるのはブローカーのみとし、ブローカーはジョバーを兼職してはならないと定めることは、必然的にジョバーが非会員と取引することを禁じることになるからである。とは言え、しばらくの間は名目的なコミッションでブローカーを通じてディーラーと取引していた間は、ロンドンと地方取引所とのつながりは継続していた。一九二二年にロンドンで最低コミッションが導入されると、こうした抜け道が塞がれ、シャンターのロンドンとのビジネスは潰えてしまったのである。シャンピングが縮小し地方でのスプレッドが開くと、地方の投資家は直接ロンドンで取引を始める。これは地方での流動性低下を招き、ロンドンのプレゼンスがさらに拡大することにつながった。

地方取引所は一九世紀を通じて、非会員（ロンドン証券取引所会員を含む）にたいして寛大なあり方を継続していた。実際かなりのビジネスを外部のブローカーとの間で行っており、取引をもたらすならコミッションを実質的に割り引くなどの便宜を図っていた。しかしながら、会員拡大による競争の激化が懸念されるようになると、会員は自分たちのコミッション収入を守ろうとして最低コミッション制度など競争制限的な規制を導入するようになる。こうした規制強化は、地方では会員の特権を守るために導入されるが、ロンドンとの関係においてはむ

しろ地方証券取引所に不利に働くのである。

注

- (1) 移転の理由は明らかではないが、個人投資家がコミッション支払いを回避するため直接取引にやってくるのを防ごうとしたのではないかと推測されている。
- (2) 会員数の回復は市場によって異なる。リバブルでは減少した一方、マンチエスターは一八九〇年の七六人から一九〇一年には一〇七人に増加。バーミンガムでも一八九〇年から一九一四年の間に三倍に増加。シエフィールドも同じ時期に大きく会員数をのばした。
- (3) リバブルでは、ロンドン証券取引所のリストに載っている銘柄であれば、会員が委員会に申請するだけで公式リストに掲載することをいったん決めたが、ロンドンに価格を依存している印象になることを嫌って後にこの制度はとり止めている。

参考文献

- R. Michie (1999) *The London Stock Exchange, A History*, Oxford University Press.
W. A. Thomas (1973) *The Provincial Stock Exchanges*, Frank Class.

(しみず ようじ・客員研究員)

証研レポート既刊目録

1607 (2002.6)	執筆者	1617 (2003.4)	執筆者
資産管理型営業の再考	二上	東証、上場廃止基準を強化	二上
中国の個人投資家	王	- 急がれる上場廃止銘柄の受け皿づくり -	
投資顧問業者の注意義務について(1)	三木	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
- 運用機関の受託者責任より -		ナスダック・ドイチェラント	吉川
		- ナスダックの新たなヨーロッパ戦略 -	
1608 (2002.7)		第一次世界大戦前後のロンドン証券取引所	清水
家計の金融資産を取り巻く状況	二上		
投資顧問業者の注意義務について(2)	三木	1618 (2003.6)	
ベイオフと地方公共団体の公金管理	清水	欧米証券取引所の国際化について	伊豆
		欧州委員会による株式決済市場改革	吉川
1609 (2002.8)		不正会計事件後のSECによる格付会社調査	清水
中国上場会社のコーポレート・ガバナンス原則(1)	王		
トランジション・マネジメント	三木	1619 (2003.8)	
ITバブル後の国際資本移動について	伊豆	オプション取引の社会的意義と投資家保護	二上
		マイカル社債のデフォルトと個人向け社債処理の問題点	松尾
1610 (2002.9)		米国の「双子の赤字」と国際資本移動	伊豆
ワン・ストップ・サービスの論点	二上	クリアネットとLCHの合併	吉川
中国上場会社のコーポレート・ガバナンス原則(2)	王	- ユーロネクストのロンドン証券取引所包囲網 -	
ユーロクリアとクレストの合併	吉川		
		1620 (2003.10)	
1611 (2002.10)		株券不発行制度の導入	二上
証券代理店構想について	二上	- 変貌する有価証券制度 -	
社会的責任投資とエコファンド	三木	米国のDIPファイナンス制度と現状	松尾
スーパー・モニタージュ導入とECNのビジネス	清水	株価指数とは何か	吉川
		- MSCIジャパン指数先物の取引停止 -	
1612 (2002.11)		地域通貨の機能は何か	清水
中国株式市場の機能について	王		
機関投資家と株券貸借取引	三木	1621 (2003.12)	
「第二期グローバル化」論について	伊豆	発展途上国の株高の背景について	伊豆
		ユーレックスvsシカゴ	吉川
1613 (2002.12)		- ユーレックスのアメリカ市場参入 -	
市場間競争と証券取引所	二上	アメリカの市場情報課金のあり方について	清水
中国のQFII制度の導入	王	- 市場情報に関するSEC諮問委員会レポートより -	
シングル・ストック・フューチャーズ	吉川		
- アメリカにおける個別株先物の導入 -		1622 (2004.2)	
		税制改革は債券市場に如何なる影響を与えているか	中島
1614 (2003.1)		- 平成11年以降の債券税制改革について -	
日本の産業・企業再生の行方	二上	施行を前にした証券仲介業制度	二上
日中の経済関係について	王	国際銀行業のローカル化について	伊豆
米国のストックオプション制度とその問題	三木	インターナショナル・セキュリティーズ・エクスチェンジ	吉川
初期のロンドン証券取引所	清水	- 急成長したアメリカの電子オプション取引所 -	
		1623 (2004.4)	
1615 (2003.2)		変わりつつある証券会社の人事制度	二上
ドイツ取引所の上場制度再編	二上	証券会社による企業再生アドバイザー業務の現状	松尾
- ノイエ・マルクト消滅の意味するもの -		レギュレーションNMS	吉川
機関投資家とオルタナティブ投資	三木	- SECの全米市場システム改革案 -	
ITバブル期の米国企業金融	伊豆	「レギュレーションNMS」に見る市場情報手数料	清水
1616 (2003.3)			
中国株式市場の問題点について	王		
わが国の最良執行の現状について	三木		
スーパーモニタージュ導入の影響	吉川		
- ナスダックによる予備的分析 -			

証券図書館

証券・金融・経済関係の資料をご覧になりたい方はどなたでも、ご利用いただけます。

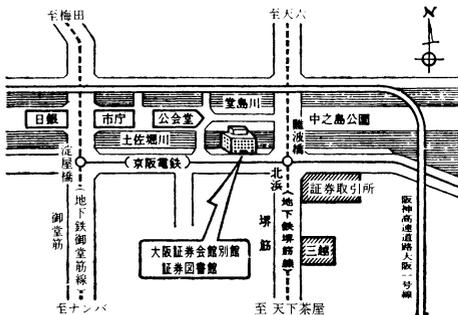
所在地 大阪市中央区北浜2-1-5 大阪証券会館別館5階
TEL(06)6201-0062

開館時間 午前9:30 ~ 午後4:30
土曜、日曜、祝日、年末、年始および館内整理の日は休館します。

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

雑誌 取引所、協会、証券会社、銀行、官庁、大学等の刊行物、一般雑誌、産業関係資料ほか、海外の新聞、雑誌等を集めております。

(みなさんのご利用をお待ちしております。)



道 順

1. 地下鉄(御堂筋線)淀屋橋駅下車、京阪地下道徒歩約7分で大阪証券会館別館地下連絡口(23番出口)へ。
2. 地下鉄(堺筋線)北浜駅又は京阪北浜駅下車すぐ。

証研レポート第一六二四号
二〇〇四年六月十四日発行

(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

2004年6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)