

AIM創設と英国証券会社の 発行業務における新展開

－わが国店頭市場改革へのインプリケーション－

忽 那 憲 治

要 旨

フランスのヌーボー・マルシェ、ベルギーのEASDAQ、ドイツのノイア・マルクトなど、研究開発型ベンチャー企業のための証券市場を育成しようとする動きが急速に進行している。英国においても、ベンチャー企業のみを対象とする市場ではないが、中小・中堅企業全般を対象とする市場として、90年以降停滞していたUSMにかわって、95年6月AIMが新設された。AIMへの96年5月末までの約1年間の新規公開企業数は163社に達し、順調に公開企業数を増加させている。また、時価総額規模で見れば、100万ポンド未満の極めて小規模な企業から、5千万ポンドを上回る大規模な企業まで幅広く分布しているが、USMへの公開企業と比較して小規模な企業の公開が多数見られるようになっている。

こうした変化は、AIMにおけるアドバイザー制度の導入と密接に関連するものである。指定アドバイザー（Nominated Adviser）としての実績上位業者をみれば、時価総額1千万ポンド未満の小規模企業の公開に重点を置いている業者が多数存在しており、こうした業者の登場は、USM公開企業のスポンサーおよびブローカー構成の分析においては見ることのできなかつた重要な特徴として指摘することができる。

イギリスにおける小型株市場改革の経験が、わが国の店頭市場改革のあり方に対してインプリケーションをもつとすれば、AIMが数値基準（形式基準）をほとんど設けていない極めて公開基準の緩やかな市場であるというところにあるのではなく、アドバイザー制度の導入によって小規模な証券会社の発行関連ビジネスへの参入が容易になり、小規模な企業の公開（実質基準の引き下げ）を促したことにあるのではないだろうか。

I. はじめに

II. AIMの創設過程と現状

1. 小型株市場改革のプロセス

2. AIMの現状

(1) 市場概観

(2) 公開企業の特徴

(3) Nominated AdviserとNominated Brokerの構成

(4) マーケット・メーカーの構成

(5) AIMの成長可能性と不安定要因

目次

III. 中小・中堅証券会社および地方証券会社の活動状況

1. イギリスのストック・ブローカーの主要業務

2. Albert E. Sharp & Co. (バーミンガム) の活動状況

3. Beeson Gregory Ltd. (ロンドン) の活動状況

4. リテール・ストック・ブローカー間の競争激化と証券会社統合の兆し

IV. わが国店頭市場改革へのインプリケーション：結びに代えて

I. はじめに

中小・中堅企業やベンチャー企業のための証券市場を育成しようとする動きが世界的レベルで進行している¹⁾。高い失業率、「イギリス病」と呼ばれる長期にわたる経済停滞、地域経済の停滞という深刻な問題を抱えるイギリスにおいても、こうした問題の打開策として、とりわけ1970年代以降中小企業の育成が重要な課題として指摘されるようになったが²⁾、こうした流れのなか、中小・中堅企業を対象とする証券市場の整備育成が80年代以降急速に進むことになる。

本稿は、サッチャー政権下の1980年に創設された非上場証券市場 (Unlisted Securities Market; USM) の廃止にともない、95年6月に新設された代替投資市場 (Alternative Investment Market; AIM) の市場構造について、発行市場の性格 (新規公開企業の性格) を規定することになる証券会社の引受活動との関連性を中心に考察するものである。

まず、第II節では、設立後1年を経過したAIMの現状について概観した後、1995年6月から96年5月までの1年間に公開した企業163社

の特徴について、業種、活動地域、上場経路、時価総額等の視点から分析する。

第III節では、新規株式公開市場の構造、とりわけ市場の多様性を規定する中小・中堅証券会社および地方証券会社の活動状況について、1995年8月から9月にかけて実施したヒアリング調査の内容をふまえながら検討する。

第IV節では、英国における小型株市場改革のあり方およびAIMの現状分析を受けて、近年世界的に進展する緩やかな基準を設けた新市場創設の動きが、中小・中堅企業およびベンチャー企業のファイナンスに対して与える効果について考察する。ここでは、株式公開市場の構造と証券会社経営 (証券会社の引受活動) との関連性という視点を再度明確にし、わが国の店頭市場改革を巡る議論において展開された「実質基準」の存在についても、証券会社の引受活動との関連においてその意味するところを明らかにするとともに、店頭市場を中心とするわが国の小型株市場改革に対するインプリケーションを指摘する。

注

1) 例えば、フランスでは1996年3月にヌーボー・マルシェが創設され、ベルギーにおいても96年11月にEASDAQが取引を開始した。このほかにもドイツのノイア・マルク

トが97年3月のスタートを計画している。

2) 中小企業および中小企業金融を取り上げた代表的な調査報告書として、ボルトン委員会報告 (1971年) とウイルソン委員会報告 (1980年) を参照されたい。また、ボルトン報告20年後の現状を考察した文献として、Stanworth, J. and C.Gray eds., *Bolton Years On: The Small Firm in the 1990s*, Paul Chapman Publishing, 1991.を併せて参照されたい。

II. AIMの創設過程と現状

1. 小型株市場改革のプロセス

英国における中小企業金融問題については、1931年にマクミラン・ギャップとして指摘された単なる大企業と中小企業間のエクイティ・ギャップ問題に加えて、最近ではロンドン周辺と地方企業間のリージョナル・エクイティ・ギャップの問題や研究開発型ベンチャー企業の資金調達問題が重要な検討課題となっている³⁾。こうした問題への対応の1つが、本稿で検討するAIMの創設であるが⁴⁾、AIMの現状についての考察に移る前に、USMの廃止からAIMの創設までの小型株市場のあり方を巡る議論経過を簡単に振り返っておくことにしよう⁵⁾。

1990年以降停滞していたUSMに代わる市場の創設を検討していたロンドン証券取引所は、1994年4月に7つの改善点を明記したSeven point planを発表した⁶⁾。ここでは、USMの抱えていた問題点を克服すべく、ルール4.2市場の廃止と新市場の創設、取引所内に中小企業を専門に担当するグループおよびマーケティング・チームの設置、地方事務所の設置、取引システム (SEATS) の改善等の計画が発表された。その後、94年9月にロンドン証券取引所はSeven point planを受けた具体的な新市場案を提示したが、スポンサーを指名しなくてもよいなど規制のほとんど存在しないきわめて緩やかな市場

であったため、金融関係者からマーケットの質が低下するとの批判が集中した。取引所は、Nominated AdviserとNominated Brokerの設置というかたちで原案を修正し (アドバイザー制の導入)、95年2月に最終案を発表、95年6月よりAIMは取引を開始することになった。

AIMは、成熟期にある同族企業から創業間もないハイテク・ベンチャー企業まで幅広い業種を対象としており、上場にあたっては、設立年、時価総額、利益額、純資産、総資産、浮動株比率等の数値基準は全くなく、正式市場 (Official List) への上場の際のスポンサーとコーポレート・ブローカーに相当するNominated AdviserとNominated Brokerの設置が求められるという点ぐらいである。このようにAIMは、USMと比較してもきわめて規制の緩やかな市場になっているのであるが、このほかにも上述のSeven point planを反映していくつかの改善が図られている。

まず、AIMは、ロンドン証券取引所によって依然として監督管理されているものの、独自のチームを有している。こうした取引所内の専門グループであるAIMチームに加えて、6つの地域事務所 (ロンドン、バーミンガム、マンチェスター、リーズ、グラスゴー、ベルファスト) も新たに設置され、地方企業に対する情報の提供や上場のアドバイスなどの要求に対応できるよう改善を図っている⁷⁾。

売買システムについても、SEATS (Stock Exchange Alternative Trading Service) を情報面で向上させたSEATS-Plusを導入した。ロンドン証券取引所の低流動性銘柄への対応としては、投資家の注文を証券会社を通じてスクリーン上に表示することでマーケット・メーカーの負担を軽減したCompany Bulletin Board

Serviceが92年4月に導入されたが、注文が執行される可能性が低いと見られ、92年11月にはマーケット・メーカー制を再び導入したSEATSを稼働させた⁸⁾。SEATSは、登録されるマーケット・メーカーが1社に限定されることから、スペシャリストに近いシステムと言えるが、AIM銘柄の売買に利用されるSEATS-Plusにおいては、複数マーケット・メーカーの登録が可能となっている。

それでは、設立後1年を経過したAIMの現状をまず概観したのち、新規公開企業163社について活動地域、業種、上場形態、上場経路、時価総額、資金調達額等の視点から公開企業の特徴を考察することにしよう。

2. AIMの現状

(1) 市場概観

AIMは、95年6月19日より取引を開始したが、ルール4.2市場からの移行企業8銘柄を含む10銘柄でのスタートとなった(AIMの創設によ

りルール4.2市場は95年9月29日に廃止、USMも96年末に廃止予定)。図表1に示されるように、1995年6月の市場創設以来、96年5月末までの約1年間の新規公開企業数は163社に達し、順調に公開企業数を増加させている。市場創設当初はルール4.2市場からの移行が中心であったが、新規上場の企業を中心とするにつれて資金調達額も増加し、96年5月末までの資金調達額は、約3億4千万ポンドに達している。流通市場においても、売買金額、売買回数、売買高は順調に推移しており、96年5月末までの約1年間の実績は、それぞれ9億6千万ポンド、10万回、33億6千万株に達している。

こうしたAIM設立後1年間のパフォーマンスは、1980年11月に創設されたUSMの設立後1年間の実績と比較しても良好に推移しているといえる。ちなみに、USMの1981年1年間の実績は、新規公開企業数63社、売買金額2億8千万ポンド、売買回数6万4千回、資金調達額7千5百万ポンドである⁹⁾。

図表1 AIMの現状

	公開企業総数 (社)	新規公開企業数 (社)	資金調達額 (百万ポンド)	時価総額 (百万ポンド)	売買金額 (百万ポンド)	売買回数 (回)	売買高 (百万株)
Jun-95	14	14	6.2	111	0.9	194	4.3
Jul-95	23	9	6.9	248	7.2	832	18.4
Aug-95	33	10	0.0	448	11.5	1,338	16.2
Sep-95	81	48	9.4	1,479	40.0	4,734	60.0
Oct-95	105	24	25.7	1,770	46.9	6,528	156.3
Nov-95	110	6	4.4	2,028	79.3	8,734	143.2
Dec-95	121	12	42.1	2,297	84.3	6,649	146.0
Jan-96	126	6	26.9	2,589	123.5	14,558	475.7
Feb-96	128	2	52.7	2,649	108.9	12,551	575.0
Mar-96	136	8	46.4	2,658	133.4	15,547	434.2
Apr-96	147	11	56.2	3,052	146.6	17,722	596.6
May-96	159	13	62.8	3,435	177.0	16,804	737.5
合計	159	163	339.8	3,435	959.5	106,191	3,363.4

(注) 公開企業総数、時価総額は、月末時点の数値。

(出所) London Stock Exchange, AIM Market Statistics, 各月号より作成。

(2) 公開企業の特徴

図表2に示されるように、公開企業の活動地域としては圧倒的にロンドンの企業が多く、65社、構成比にして約40%を占めている。以下、グラスゴー9社、サリー7社、バークシャー、ハンプシャー、ジャージーの各6社と続くが、リーズ、リバプール、マンチェスター、バーミンガム、ブリストルといったロンドン以外の地方主要都市をベースにしている企業のAIMへの公開は僅かの比率を占めるにすぎない。また、外国企業の上場もバミューダ4社、イスラエル1社、ルクセンブルグ1社であり、数社程度にすぎない¹⁰⁾。

図表2 上場企業の活動地域別構成

活動地域	企業数	構成比
London	65	39.9%
Glasgow	9	5.5%
Surrey	7	4.3%
Berkshire	6	3.7%
Hampshire	6	3.7%
Jersey	6	3.7%
Leeds	2	1.2%
Liverpool	2	1.2%
Manchester	2	1.2%
Birmingham	1	0.6%
Bristol	1	0.6%
Bermuda	4	2.5%
Israel	1	0.6%
Luxemburg	1	0.6%
合計	163	100.0%

(出所) 図表1に同じ。

図表3 上場企業の業種別構成

業種 (コード番号)	企業数	構成比
100番台	10	6.1%
200番台	18	11.0%
300番台	19	11.7%
400番台	70	42.9%
500番台	0	0.0%
600番台	3	1.8%
700番台	42	25.8%
不明	1	0.6%
合計	163	100.0%

上位業種 (コード番号)	企業数	構成比
Property (792)	21	12.9%
Publishing (436)	12	7.4%
Business Support Services (481)	10	6.1%
Leisure (422)	9	5.5%
Computer Software & Services (487)	7	4.3%
Financial, Other (772)	7	4.3%
Breweries (310)	6	3.7%
Healthcare (360)	6	3.7%
Broadcasting Contractors (434)	6	3.7%
Pharmaceuticals (370)	5	3.1%
Fund Managers & Stockbrokers (775)	5	3.1%
その他	69	42.3%
合計	163	100.0%

(出所) 図表1に同じ。

業種別の構成を示した図表3から明らかなように、ロンドン証券取引所の分類コードで400番台の企業が70社と全体の42.9%を占め、700番台の企業の42社(25.8%)、300番台の企業19社(11.7%)と続く。400番台の企業の中の上位3業種は、出版(Publishing: 分類コード436—以下同じ)12社、対事業者サービス(Business Support Service: 481)10社、レジャー(Leisure: 422)9社であり、ソフトウェアの企業(Computer Software & Services: 487)は7社にすぎない。また、700番台の企業42社の中では、圧倒的に不動産(Property: 792)が多く21社を占めており、以下、金融その他(Financial, Other: 772)の7社、ファンド・マネージャーおよびストック・ブローカー(Fund Managers & Stockbrokers: 775)の5社と続く。300番台の企業では、醸造(Breweries: 310)、ヘルスケア(Healthcare: 360)、製薬(Pharmaceuticals: 370)がそれぞれ6社、6社、5社となっている。

AIMへの上場経路としては、図表4に示されるように、ルール4.2市場からの移行が83社(50.9%)、新規上場が73社(44.8%)であり、この2つの経路を通じた公開が中心となっている。ただ、95年9月のルール4.2市場の閉鎖以降は新規上場が圧倒的比率を占めており、今後は新規上場が中心となっていくことになろう。また、こうした上場経路の変化に伴い、上場形態にも今後変化が生じるものと予想される。上場形態別内訳を示した図表5によれば、この1年間の業績としてはイントロダクション(Introduction)が119社と全体の7割強(73.0%)を占め、プレイング(Placing)の39社(23.9%)をあわせればこの2つの形態による上場がほぼ100%を占めている。既発行株式の上場であるイントロダクションはルール4.2市場からの移行企業によって、また小規模発行の場合に資金調達コストの安価なプレイングは新規上場企業によって主として利用されているが、今後、新規上場が

図表4 上場企業の上場経路別構成

上場経路	企業数	構成比
ルール4.2市場からの移行	83	50.9%
新規上場	73	44.8%
再認可	3	1.8%
以前、ルール4.2市場に公開	2	1.2%
USMからの移行	1	0.6%
以前、公式市場に公開	1	0.6%
合計	163	100.0%

(出所) 図表1に同じ。

図表5 上場企業の上場形態別構成

上場形態	企業数	構成比
イントロダクション	119	73.0%
プレイング	39	23.9%
プレイングとオープン・オファー	3	1.8%
イントロダクションとパブリック・オファー	1	0.6%
公募	1	0.6%
合計	163	100.0%

(出所) 図表1に同じ。

公開企業中心となるのに伴い、プレイングによる上場が上場形態の中心となろう。

イントロダクションとプレイング以外の上場形態としては、プレイングとオープン・オファーを組み合わせた形態(Placing & Open Offer)が3社、イントロダクションとパブリック・オファーを組み合わせた形態(Introduction & Public Offer)が1社、公募(Offer for

Subscription)が1社みられるが、少数の企業を利用しているにすぎない。

正式市場、USM、AIMそれぞれの市場に公開した企業の時価総額別の構成を示した図表6から明らかなように、AIM上場企業は時価総額100万ポンド未満の小規模な企業から、5000万ポンドを上回る大規模な企業まで幅広く分布している。ただ、USM公開企業の時価総額別構成

図表6 公開企業の時価総額別構成

(a)正式市場

時価総額	1990		1991		1992		1993		1994		合計	
	企業数	構成比	企業数	構成比								
1000万ポンド未満	14	11.7	21	20.8	12	14.6	17	9.4	36	14.1	100	13.5
1000万ポンド以上2000万ポンド未満	19	15.8	23	22.8	17	20.7	25	13.9	48	18.7	132	17.9
2000万ポンド以上5000万ポンド未満	37	30.8	30	29.7	28	34.2	68	37.8	84	32.8	247	33.4
5000万ポンド以上1億ポンド未満	14	11.7	15	14.8	9	11.0	40	22.2	44	17.2	122	16.5
1億ポンド以上5億ポンド未満	25	20.8	7	6.9	11	13.4	26	14.4	37	14.4	106	14.4
5億ポンド以上10億ポンド未満	7	5.8	2	2.0	4	4.9	1	0.6	3	1.2	17	2.3
10億ポンド以上20億ポンド未満	2	1.7	2	2.0	0	0.0	0	0.0	2	0.8	6	0.8
20億ポンド以上	2	1.7	1	1.0	1	1.2	3	1.7	2	0.8	9	1.2
合計	120	100.0	101	100.0	82	100.0	180	100.0	256	100.0	739	100.0

(b)USM

時価総額	1990		1991		1992		1993		1994		合計	
	企業数	構成比	企業数	構成比								
500万ポンド未満	21	41.2%	10	66.7%	2	28.6%	2	15.4%	2	11.8%	37	35.9%
500万ポンド以上1000万ポンド未満	11	21.6%	3	20.0%	2	28.6%	5	38.5%	0	0.0%	21	20.4%
1000万ポンド以上2000万ポンド未満	7	13.7%	0	0.0%	1	14.3%	2	15.4%	4	23.5%	14	13.6%
2000万ポンド以上3000万ポンド未満	4	7.8%	1	6.7%	2	28.6%	1	7.7%	4	23.5%	12	11.7%
3000万ポンド以上5000万ポンド未満	3	5.9%	0	0.0%	0	0.0%	2	15.4%	5	29.4%	10	9.7%
5000万ポンド以上	2	3.9%	1	6.7%	0	0.0%	1	7.7%	2	11.8%	6	5.8%
合計	51	100.0%	15	100.0%	7	100.0%	13	100.0%	17	100.0%	103	100.0%

(c)AIM

時価総額	企業数	構成比
100万ポンド未満	9	5.5%
100万ポンド以上200万ポンド未満	10	6.1%
200万ポンド以上300万ポンド未満	8	4.9%
300万ポンド以上400万ポンド未満	17	10.4%
400万ポンド以上500万ポンド未満	13	17.8%
500万ポンド以上1000万ポンド未満	29	17.8%
1000万ポンド以上1500万ポンド未満	26	16.0%
1500万ポンド以上2000万ポンド未満	13	8.0%
2000万ポンド以上2500万ポンド未満	11	6.7%
2500万ポンド以上3000万ポンド未満	4	2.5%
3000万ポンド以上5000万ポンド未満	13	8.0%
5000万ポンド以上	9	5.5%
不明	1	0.6%
合計	163	100.0%

(出所) 正式市場とUSMについては、G.Wilkinson, "New UK and Irish companies survey", *Stock Exchange Quarterly with Quality of Markets Review*, Winter 1994.より作成。AIMについては、図表1に同じ。

と比較するとき、AIM公開企業との間には若干の差がみられる。1990年から94年までの5年間にUSMに公開した企業103社については、500万ポンド未満の企業が37社 (35.9%)、500万ポンド以上1000万ポンド未満の企業が21社 (20.4%)あり、構成比にして両方で56.3%を占めている。一方、AIM公開企業163社についてみれば、500万ポンド未満の企業が57社 (44.7%)、500万ポンド以上1000万ポンド未満の企業が29社 (17.8%)あり、両方で全体の62.5%を占め、USMと比較して若干小規模な企業の公開が中心となっていることがわかる。

こうしたUSMやAIMの状況と比較して、大企業を対象とする正式市場における時価総額1000万ポンド未満の企業の比率は相対的に低いが、それでも1990年から94年までの5年間に正式市場に上場した企業739社のうち100社 (13.5%)はこの範囲に属する小規模な企業である。また、USMやAIMにおいては、時価総額5000万ポンド未満の企業が大半を占めるが、正式市場においてもこれら企業がかなりの比率を占めるようになってきており、正式市場に上場した企業739社のうち時価総額5000万ポンド未満の企業は上場企業全体の65%程度を占めるまでになっているのである (USMとAIMにおいては、それぞれ

94.2%、93.9%を占める)。

資金調達額についても、AIM公開時に資金調達を実施した44社についてみれば、100万ポンド未満のきわめて少額の調達から、1000万ポンドを上回る中規模クラスの資金調達までその状況はまちまちである (図表7)。もちろん、上で検討した時価総額の大小と同様、こうした資金調達額の違いは、発行体である企業の属する業種や成長ステージを反映したものであろうが、後述するNominated AdviserとNominated Brokerの性格によっても大きく規定されていると考えられる。

(3) Nominated AdviserとNominated Brokerの構成

それでは、続いて、図表8と図表9に基づき、Nominated AdviserとNominated Brokerの構成および発行企業の時価総額規模との関連性を検討することにしよう。まず、Nominated Adviserとして指名されている業者としては、Neill Clerk Capitalが26社と全体の16.0%にあたる企業を担当しており、以下、Brown Shipley & Co., English Trust Co., Peel, Hunt & Co.のそれぞれ9社と続く。所在地域別にみれば、ロンドンをベースに活動する業者が143社、87.7%と圧倒的比率を占め、地方ベースに活動する業者の比率

図表7 上場企業の資金調達額別構成

資金調達額	企業数	構成比
100万ポンド未満	6	13.6%
100万ポンド以上200万ポンド未満	5	11.4%
200万ポンド以上300万ポンド未満	3	6.8%
300万ポンド以上400万ポンド未満	7	15.9%
400万ポンド以上500万ポンド未満	6	13.6%
500万ポンド以上1000万ポンド未満	12	27.3%
1000万ポンド以上	5	11.4%
合計	44	100.0%

(出所) 図表1に同じ。

図表8 公開企業のNominated Adviserの構成

(単位: 社、百万ポンド)

Nominated Adviser	企業数	構成比	時価総額 の合計	構成比	1件あたり 時価総額	時価総額別の内訳 (企業数)							
						0~5	5~10	10~20	20~30	30~50	50~		
Neill Clerk Capital	26	16.0%	257.1	9.4%	9.9	14	5	3	1	2	1		
Brown Shipley & Co.	9	5.5%	73.7	2.7%	8.2	6	1	1					
English Trust Co.	9	5.5%	98.7	3.6%	11.0	5		3			1		
Peel, Hunt & Co.	9	5.5%	109.9	4.0%	12.2	3	1	3	2				
Henry Cooke Corporate Finance	8	4.9%	459.0	16.7%	57.4	1	1	2	2			2	
Teather & Greenwood	8	4.9%	40.0	1.5%	5.0	6	1			1			
Gerrard Vivian Gray	7	4.3%	47.6	1.7%	6.8	1	5	1					
Williams de Broe	7	4.3%	165.5	6.0%	23.6		2	2			2	1	
Beeson Gregory	5	3.1%	60.2	2.2%	12.0		1	3	1				
Collins Stewart & Co.	5	3.1%	95.8	3.5%	19.2			4					
Henderson Crosthwaite	5	3.1%	142.0	5.2%	28.4	1	1		1	1		1	
Charles Stanley & Co.	4	2.5%	30.4	1.1%	7.6	1	2	1					
Greig Middleton & Co.	4	2.5%	52.0	1.9%	13.0	1	1	1	1				
Nabarro Wells & Co.	4	2.5%	38.6	1.4%	9.7	1	1	2					
Rowan Dartington & Co.	4	2.5%	23.3	0.8%	5.8	1	3						
Raphael Zorn Hermsley	4	2.5%	53.6	2.0%	13.4	1		2	1				
Coopers & Lybrand	3	1.8%	42.8	1.6%	14.3		1	2					
Granville & Co	3	1.8%	39.5	1.4%	13.2	1		1	1				
Guinness Mahon	3	1.8%	7.6	0.3%	2.5	3							
KPMG Corporate Finance	3	1.8%	91.5	3.3%	30.5	1					1	1	
Shore Capital Stockbrokers	3	1.8%	44.0	1.6%	14.7	1		1	1				
その他	30	18.4%	774.8	28.2%	25.8	7	5	7	4	3		3	
合計	163	100.0%	2,747.5	100.0%	16.9	55	31	39	16	12		9	

Nominated Adviserの所在地域	企業数	構成比
London	143	87.7%
Manchester	8	4.9%
Edinburgh	3	1.8%
Glasgow	2	1.2%

Nominated Adviserの所在地域	企業数	構成比
Bristol	4	2.5%
Leeds	1	0.6%
Newcastle	1	0.6%
Worcester	1	0.6%
合計	163	100.0%

(注) Neill Clerk Capitalは、Neil Capital Groupを含む。

Henderson Crosthwaiteは、Henderson Crosthwaite Corporate Finance, Henderson Crosthwaite International Brokers Ltd.を含む。

その他には、時価総額が不明である企業1社を含む。

(出所) 図表1に同じ。

は低い。ただ、マンチェスターを拠点とするHenry Cooke Corporate Financeやグラスゴーを拠点とするAllied Provincial Securities, ブリストルのRowan DartingtonなどAIMへの公開におけるアドバイザー業務において重要な役割を果たしている地方業者もいくつか看取される。上場企業の活動地域について既にみたように、その中心がロンドンの企業であるなかで、例えばHenry Cooke Corporate Financeがアドバイザーとなった企業8社はすべてロンドン以外の地方企業であるという事実は指摘しておく必要があろう。

Nominated Brokerについては、Teather & Greenwoodが13社を担当しており、以下、Greig Middleton & Co., Henry Cooke Lumsden, Peel, Hunt & Co., Raphael Zorn Hermsleyのそれぞれ9社と続く。所在地域別にはロンドンをベースに活動する業者が130社と8割近くを占めているが、アドバイザーの所在地域と比べれば若干ではあるが地方の業者の比率が高いといえよう。地方ベースの有力ブローカーとしては、マンチェスターのHenry Cooke Lumsden, ブリストルのRowan Dartington, グラスゴーのAllied Provincial Securities, リバプールのTilny & Co.

図表9 公開企業のNominated Brokerの構成

(単位:社、百万ポンド)

Nominated Broker	企業数	構成比	時価総額 の合計	構成比	1件あたり の時価総額	時価総額別の内訳 (企業数)								
						0~5	5~10	10~20	20~30	30~50	50~			
Teather & Greenwood	13	8.0%	91.8	3.3%	7.1	9	1	1	1	1	1			
Greig Middleton & Co.	9	5.5%	169.8	6.2%	18.9	1	2	3	1	2				
Henry Cooke Lumsden	9	5.5%	461.0	16.8%	51.2	2	1	2	2					2
Peel, Hunt & Co.	9	5.5%	120.0	4.4%	13.3	3	1	3	1	1				
Raphael Zorn Hermsley	9	5.5%	68.9	2.5%	7.7	5	1	2	1					
Gerrard Vivian Gray	8	4.9%	48.2	1.8%	6.0	4	3	1						
Collins Stewart & Co.	7	4.3%	184.1	6.7%	26.3			4		3				
Dunbar Boyle & Kingsley	7	4.3%	55.9	2.0%	8.0	3	1	2	1					
Williams de Broe	7	4.3%	165.5	6.0%	23.6			2	2			2		1
Beeson Gregory	6	3.7%	70.8	2.6%	11.8			1	4	1				
Durlacher	6	3.7%	31.1	1.1%	5.2	4	1	1						
Ellis & Partners	6	3.7%	98.1	3.6%	16.4	1	3	1						1
Rowan Dartington	6	3.7%	37.4	1.4%	6.2	2	3	1						
Charles Stanley & Co.	5	3.1%	31.6	1.2%	6.3	2	2	1						
J.P.Jenkins	5	3.1%	48.3	1.8%	9.7	3	1					1		
Henderson Crosthwaite	5	3.1%	142.0	5.2%	28.4	1	1			1		1		1
de Zoete & Bevan	4	2.5%	360.6	13.1%	90.1		1							3
Branston & Gothard	3	1.8%	9.8	0.4%	3.3	3								
J.M.Finn & Co.	3	1.8%	35.6	1.3%	11.9	2				1				
Hichens Harrison & Co.	3	1.8%	26.5	1.0%	8.8	2								
Neilson Cobbold	3	1.8%	43.6	1.6%	14.5		1	1	1					
Tilney & Co.	3	1.8%	53.3	1.9%	17.8		1			2				
その他	27	16.6%	393.6	14.3%	14.6	10	4	8	2	2				1
合計	163	100.0%	2,747.5	100.0%	16.9	57	30	38	15	13				9

Nominated Brokerの所在地域	企業数	構成比
London	130	79.8%
Manchester	8	4.9%
Liverpool	6	3.7%
Bristol	5	3.1%
Channel Islands	3	1.8%

Nominated Brokerの所在地域	企業数	構成比
Glasgow	3	1.8%
Edinburgh	2	1.2%
Sussex	2	1.2%
その他	4	2.5%
合計	163	100.0%

(注) Henderson Crosthwaiteは、Henderson Crosthwaite Corporate Finance, Henderson Crosthwaite International Brokers Ltd.を含む。
Henry Cook Lumsdenは、Henry Cooke Corporate Financeを含む。
Rowan Dartingtonは、Rowan Dartington & Co., Rowan Dartington Corporate Financeを含む。
複数のNominated Brokerが指名された2つの案件(1つはRowan Dartington & Co.とPeel, Hunt & Co., もう1つはCharles Stanley & Co.とEllis & Partnersが指名)については、それぞれ前者のブローカーの業績として記載している。
J.P.Jenkinsが担当した案件の1つについては時価総額の数値が記載されていない。
(出所) 図表1に同じ。

やNeilson Cobboldなどをあげることができる。それでは、公開企業の企業規模(時価総額)との関連性について考察することにしよう。図表8に示すNominated Adviserとしての実績上位業者の1件あたり時価総額をみれば、大きく3つのグループに大別できるように思われる。まず、第1のグループとして、Neill Clerk Capital (9.9百万ポンド—以下同じ)、Brown

Shipleigh (8.2), Teather & Greenwood (5.0), Gerrard Vivian Gray (6.8) のように時価総額1000万ポンド未満の小規模企業の公開に重点を置いている業者が多数存在していることがわかる。こうした極めて小規模な企業の公開に対応する業者の登場は、USMのスポンサー及びブローカー構造の分析においては見ることはできなかった重要な特徴として指摘することができる¹³⁾。

続く、第2のグループとしては、USMのスポンサー/ブローカーとしても重要な役割を果たしていた中小・中堅証券会社および地方証券会社を中心とする業者であり、Henry Cooke Corporate Finance (57.4) の場合は若干規模が大きい、KPMG Corporate Finance (30.5), Henderson Crosthwaite (28.4), Williams de Broe (23.6) などのように、1件あたり時価総額が2千万から3千万ポンド程度の中規模企業の公開を対象としている。

最後に、第3のグループとして、表中の「その他」の中に含まれるが、Barclays de Zoete Wedd (175.1), Charterhouse Tilney Securities (47.7), Close Brothers (47.1), Singer & Friedlander (44.0) といったマーチャントバンクおよびクリアリングバンク系の証券会社があり、これらの業者のAIM公開業務への関与は限定的であるとともに、時価総額5千万ポンド前後といった相対的に大規模な企業の公開を対象としている。

図表9に示すNominated Brokerとしての実績についても、上とほぼ同様の傾向が看取できる。Teather & Greenwood (7.1), Raphael Zorn Hermsley (7.7), Gerrard Vivian Gray (6.0), Dunbar Boyle & Kingsley (8.0) など多くの中小業者は、時価総額1000万ポンド前後の企業の公開に重点を置き、Henry Cooke Lumsden (51.2), Henderson Crosthwaite (28.4), Williams de Broe (23.6) など伝統的ブローカーは、一般的に1件あたり時価総額3千万ポンド前後の中規模企業の公開に対応していることがわかる。一方、de Zoete Bevan (90.1) のように、大手証券会社の関与する1件あたり時価総額はかなり大規模なものになっている。

(4) マーケット・メーカーの構成

図表10は、マーケット・メーカーの構成を示している。Winterfloodが単独でマーケット・メーカーになっている企業が69社(42.9%)と最も多く、WinterfloodとJ.P.Jenkinsの2社がマーケット・メーカーになっている企業の56社(34.4%)とあわせれば、全体の75%強をこのタイプで占める。このように、AIM上場企業のマーケット・メーカーとしては、小型株専門の証券会社であるWinterfloodとJ.P.Jenkinsが重要な役割を果たしているのであるが、市場の成長とともに、Barclays de Zoete Wedd Securities, NatWest Securities Ltd., Merrill Lynch International Ltd., UBSなどの大手から、Collins Stewart & Co., Peel, Hunt & Co., Shore Capital Stockbrokersなどの中小に至るまでいくつかの証券会社がマーケット・メーカー業務に参加する動きを見せている。

(5) AIMの成長可能性と不安定要因

以上の分析から明らかのように、これまでのところ順調に成長してきたAIMであるが、今後の推移を考えると、1つは他の市場との競争関係において、もう1つは中小・中堅証券会社および地方証券会社の経営のあり方との関連において不安定な要素を内包している。

前者の問題に関連しては、EASDAQ、ヌーボー・マルシェ、ノイア・マルクトなどヨーロッパ諸国の市場との競争や、ロンドン証券取引所正式市場との競争に加えて、J.P.Jenkinsがルール4.2市場からAIMへの移行を希望しない企業に対して提供している取引サービスであるオフエックス(OFEX; 95年10月稼働)との競合も予想される。Graham Bannock & Partnersの調査によれば、AIMの公開費用5万ポンドに比べ、オ

図表10 公開企業のマーケット・メーカー別構成

マーケット・メーカー	企業数	構成比
Winterflood	69	42.3%
Winterflood / J.P.Jenkins	56	34.4%
Winterflood / Barclays de Zoete Wedd Securities	2	1.2%
Winterflood / Collins Stewart	6	3.7%
Winterflood / Merrill Lynch International Ltd	5	3.1%
Winterflood / NatWest Securities Ltd	1	0.6%
Winterflood / Peel, Hunt & Co. Ltd	2	1.2%
Winterflood / Shore Capital	6	3.7%
Winterflood / UBS	1	0.6%
Winterflood / J.P.Jenkins / Barclays de Zoete Wedd Securities	1	0.6%
Winterflood / J.P.Jenkins / Collins Stewart	1	0.6%
Winterflood / J.P.Jenkins / Merrill Lynch International Ltd	4	2.5%
Winterflood / J.P.Jenkins / Peel, Hunt & Co. Ltd	1	0.6%
Winterflood / J.P.Jenkins / Shore Capital	3	1.8%
Winterflood / J.P.Jenkins / UBS	1	0.6%
Winterflood / Collins Stewart / Barclays de Zoete Wedd Securities	1	0.6%
Winterflood / Collins Stewart / Merrill Lynch International Ltd	1	0.6%
Winterflood / Merrill Lynch International Ltd / Shore Capital	1	0.6%
不明	1	0.6%
合計	163	100.0%

(出所) 図表1に同じ。

フェックスは約25分の1の2千ポンド程度であり、J.P.Jenkinsの提供する私設市場との競争をめぐり今後の動向は注目する必要がある¹²⁾。また、ロンドン証券取引所の競争市場として、市場外取引システムを提供するサービス会社であるトレードポイント (Tradepoint; 95年9月稼働) やESI (Electric Share Interchange) といった新市場の創設が検討 (もしくは既に実施) されており、英国の証券市場構造は競争的市場へとここ数年大きく変貌を遂げつつある¹³⁾。トレードポイントは、マーケット・メーカー制を採用するロンドン証券取引所とは異なるオークション型のシステムであり、今後、市場間競争は「地域間競争」としてだけでなく「取引システム間競争」として激しいものになっていくことが予想される。

もう1つの不安定要因である証券会社経営と

の関連性については、近年、システム関連投資の負担等の理由からリテール・ストック・ブローカーの合併が進展する兆しを見せているのであるが、こうした合併の結果生じる中小・中堅証券会社および地方証券会社の業務の全国展開化 (大規模化、総合化) が、小規模企業の資金需要への対応を困難にするとともに、地方企業に関するリサーチ能力を低下させるのではないかと懸念される。

しかし、これら2つの不安定要因は、全く逆にAIMの成長要因へと転嫁する可能性を秘めていることもまた事実である。市場間競争を通じて各市場が独自性を追求するとともに、それら多様な市場をターゲットとする新たな特徴ある証券会社が次々と設立されていくなれば、そしてさらには、伝統的なリテール・ブローカーの経営効率化が図られるならば、多様性に富み、

かつ厚みのある市場へと成長していくことになろう。今後の進展状況についてはもう少し見守る必要があるが、上述したように、時価総額1千万ポンド程度の小規模企業の株式公開に業務の重点を置く業者が多数登場する兆しを見せていることは新たな動向として指摘することができる。

以下、第Ⅲ節では、まず、イギリスのストック・ブローカーの主要業務について概観した後、イギリスにおける代表的な中小・中堅証券会社、地方証券会社として、バーミンガムのAlbert E.Sharp & Co.とロンドンのBeeson Gregory Ltd.を取り上げ、その活動内容を紹介することにした。最後に、近年、活発化の兆しを見せている証券会社統合の動きに言及しながら、リテール・ストック・ブローカーを取り巻く競争環境について考察する。

注

- 3) リージョナル・エクイティ・ギャップおよび研究開発型ベンチャー企業の資金調達問題に関する研究成果としては、主なものとして以下の文献を参照されたい。
 - ①リージョナル・エクイティ・ギャップについて Stanworth, J. and C.Gray eds., *Bolton Years On: The Small Firm in the 1990s*, Paul Chapman Publishing, 1991., pp.134-144. Mason, C.M. and R.T.Harrison, "Venture Capital, the Equity Gap and the 'North-South Divide' in the United Kingdom", Green, M.B. eds., *Venture Capital: International Comparisons*, Routledge 1991. Mason, C.M. and R.T.Harrison, "Closing the Regional Equity Capital Gap: The Role of Informal Venture Capital", *Small Business Economics*, Vol.7. No.2., 1995.
 - ②ベンチャー企業の資金調達問題について Moore, B., "Financial Constraints to the Growth and Development of Small High-Technology Firms", Hughes, A. and D.J.Storey eds., *Finance and the Small Firm*, Routledge, 1994. Oakey, R., *High Technology Small Firms*, St. Martin's Press, 1984. Oakey, R., Rothwell, R. and S.Cooper, *The Management of Innovation in High-Technology Small Firms*, Pinter Publishing, 1988. Oakey, R., Faulkner, W., Cooper, S. and V.Walsh, *New Firms in the Biotechnology Industry: Their Contribution to Innovation and Growth*, Pinter Publishing, 1990. Oakey, R., *High-Technology New*

Firms: Variable Barriers to Growth, Paul Chapman Publishing, 1995.

- 4) ロンドン証券取引所は、研究開発型ベンチャー企業 (対象は新興のバイオ関連企業) の上場促進をはかるために、AIMの創設に先駆け、1993年12月に上場規則を緩和している。
- 5) 何をもちいて小型株とするかという定義の問題について若干言及しておく必要があろう。確立した定義があるわけではないが、発行体の企業規模 (例えば時価総額) もしくは、株式発行規模によって分類するケースが一般的であろう。時価総額による定義については、例えばロンドン証券取引所の公表している統計等から判断すれば、時価総額5千万ポンド未満を小型株として分類するケースが一般的であるように思われる。発行規模による定義については、1931年にマクミラン・ギャップとして20万ポンド未満の証券発行が困難であるとの指摘がなされたことはあまりに有名であるが、今日でいえば発行規模2千万ポンドが1つの基準となろう。例えば、ロンドン証券取引所の新規株式公開に関するレポートによれば、1千万ポンド未満の発行を小規模発行 (Small Issues)、1千万ポンド以上2千万ポンド未満の発行を中規模発行 (Medium Sized Issues)、2千万ポンド以上の発行を大規模発行 (Large Issues) として定義している (London Stock Exchange, *Initial Public Offers, The Report of a Review Committee chaired by Graham Ross Russell*, 1990, Chapter IV.)。ただ、マーチャントバンク等の著名な発行商が関与する発行規模という視点からすれば、4千万ポンドから5千万ポンドが一応の目安になっており、それ以下の規模の発行には消極的である場合が多い。
- 6) Hoy, P.S., "Exchange Market for Smaller Companies", *Stock Exchange Quarterly with Quality of Markets Review*, Spring 1994.
- 7) ロンドン証券取引所のAIM関連資料およびインターネットのホームページより。
- 8) Wells, S., "Developments in the Smaller Companies Market", *Stock Exchange Quarterly with Quality of Markets Review*, Autumn 1992. Wells, S., "SEATS: Review of the First Eight Months", *Stock Exchange Quarterly with Quality of Markets Review*, Summer 1993.
- 9) 拙稿「英国中小・中堅企業金融の現況—USMの代替市場案を巡る議論との関連性を中心に— (1) (2)」『インベストメント』第47巻第4号, 第5号, 1994年8月, 10月, の第16表を参照されたい。
- 10) ただ、1996年7月には、NASDAQ公開企業のElectronic Retailing Systems InternationalがAIMに公開するなど、アメリカ企業の動向にも若干変化が見られる。
- 11) USM公開企業のスポンサー/ブローカーの構成については、前掲拙稿, 第14表, 第15表を参照。
- 12) Graham Bannock & Partners Ltd., "Developments Quicken in Secondary Share Markets", *Small Business Perspective*, No.4., 1995.
- 13) トレードポイントについては、瀧口進「トレードポイント—その全貌—」『証券経済』第193号, 1995年9月, を

参照されたい。

Ⅲ. 中小・中堅証券会社および 地方証券会社の活動状況

1. イギリスのストック・ブローカーの主要業務

イギリスのストック・ブローカーの行う主要業務としては、①コーポレート・ブローキング、②コーポレート・ファイナンス、③マーケット・メーカー、④ブローカー業務、⑤リサーチ、⑥インベストメント・マネジメント業務（資産管理業務）の6つをあげることができる¹⁴⁾。

ブローカーが行う証券発行業務（投資家側からのアドバイス）は、コーポレート・ブローキングと呼ばれ、当該証券に対する投資家の潜在的な需要状況に関するアドバイスから証券のほめ込みや上場の申請等の業務を行う。一方、マーチャントバンク等発行商会の行う証券発行業務（発行体側からのアドバイス）は、コーポレート・ファイナンスと呼ばれ、公開の適正さの審査から発行時期や発行価格等の発行条件の決定を行う。マーチャント・バンクがスポンサーになる場合は、別の業者がコーポレート・ブローカーとして指名されるが、ブローカーがスポンサーとしても活動する場合（両業務を兼任する場合は、両者の業務を1つの業者が行うことになる。このように、今日、コーポレート・ファイナンスに関するアドバイス業務は、以前のようにマーチャント・バンクのみによって提供されるサービスではなくなっているのであるが、コーポレート・ブローキングを行う業者は、コーポレート・ブローカー、コーポレート・ファイナンスを行う業者はフィナンシャル・アドバイザー（スポンサー）として発行目論見書には異なる名前が記載されている。こうした発行

業務に関与することによって、発行企業から売価額の2%を引受手数料（Corporate Fee）として受け取るのであるが、これらのうちスポンサーが0.5%を受け取り、残りの1.5%についてはコーポレート・ブローカーの手数料0.25%と機関投資家等の下引受業者の下引受手数料1.25%に分けられる¹⁵⁾。

マーケット・メーカーやブローカー業務といった流通市場関連の業務については、いかに多くの顧客を抱えているか、そしてこれら顧客に対していかに充実した調査情報を提供しているかという証券会社のリサーチ力やセールス力に大きく依存する。したがって、アナリストの育成によるリサーチ業務の強化や、新たな顧客獲得のためのセールス・スタッフの充実および店舗立地の検討、インベストメント・マネジメント業務（資産管理）への展開も重要となってくる¹⁶⁾。

以上が英国の証券会社が行っている主な業務内容であるが、英国の中小・中堅証券会社および地方証券会社の経営は、①1973年の地方取引所の統合、②中小・中堅企業を対象とする新市場の創設（1980年のUSM、87年の第3市場、95年のAIM創設）、③1986年のビッグ・バン、といった市場環境の変化のなかで大きく変わりつつある。

まず、1973年の取引所統合については、すべての地方取引所がロンドンの証券取引所に統合されることになり、1980年のUSM創設までただ1つの中央取引所しか存在しない状況をもたらした¹⁷⁾。また、取引所の統合にともない支店設置が解禁され、その後支店網を全国的に拡大する動きが急速に高まることになるが、地方市場の消滅と支店設置の自由化は地方証券会社の経営にどのような影響を与えたのであろうか。

つづいて、1980年以降進展する新市場創設の動きについては、これら3つの市場がいずれも中小・中堅企業を対象とする市場であるという点では共通するが、市場の位置づけや独立性においては大きく異なる性格を有している。したがって、USMや第3市場の創設と廃止、そしてそれに代わる市場としてのAIMの新設は、証券会社にとってどのような意味を持ち、また証券会社経営に対していかなるインパクトを与えるものであったのであろうか。

最後に、1986年のビッグ・バンは手数料および資本の自由化をもたらし、英国の証券会社を一瞬にして厳しい競争環境下におくこととなった。ビッグ・バン後、Allied ProvincialやNational Investment Groupといった全国的展開のブローカーが出現するようになったが、こうした証券会社の全国展開と有力地方証券会社の衰退に関連して、故Roy Evans氏は、ビッグ・バン後の全国展開により地方ブローカーの多くは売買を取り次ぐだけの業者へと変化し、地方企業に関する調査能力が大きく低下したとの大変興味深い主張を展開している¹⁸⁾。

また、イギリスにおいては、元来機関投資家と個人の富裕階層のウエイトが高かったが¹⁹⁾、サッチャー政権による民営化の促進により個人の零細投資家が増加している。個人投資家を巡っては、銀行系ストック・ブローカーやディスカウント・ブローカー（チャールズ・シュワップの子会社であるShareLink）との競争も激しくなっており、こうした顧客の零細化や競争環境の激化は、生き残りのために大規模なシステム化関連の投資を不可避なものにするとともに、コスト負担の増加として重くのしかかってきている。そして、こうしたコスト負担に耐えられない業者は、他社との合併を模索してい

る状況下にある。

以下では、有力な中小・中堅証券会社、地方証券会社として2社を取り上げ、上述の環境変化が証券会社経営に与えた影響、とりわけ中小・中堅企業および地方企業の資金調達に与えた影響との関連性を中心に考察することにした。ただ、中小・中堅証券会社や地方証券会社の多くが非公開であり、その活動状況については十分な公式資料が存在しないため、1995年8月から9月にかけて実施したヒアリング調査、各証券会社から取り寄せた資料、Financial TimesやThe Economistを中心とする新聞雑誌記事の分析等に主として依拠していることをあらかじめ断っておきたい。また、発行市場に関連する業務を主軸にヒアリングを実施しており、流通市場関連の業務等については関連する範囲内での分析にとどまっていることも併せて断っておきたい。

2. Albert E. Sharp & Co. (バーミンガム) の活動状況²⁰⁾

Albert E. Sharp & Co. (以下、シャープ社) は、バーミンガムをベースに活動し、60年以上の歴史を持ちながら現在も独立性を維持している数少ない有力地方証券会社の1つである。88年まではパートナーシップ形態を採用していたが、その後、持株会社Albert E. Sharp Holdingsを設立し、会社組織に変更した（約100人の株主は、従業員中心となっている）。シャープ社は、バーミンガムの本店のほか、ロンドン、ブリストル、マンチェスターに支店を持つ、従業員350人程度の中堅地方証券会社であるが、シティー以外ではもっとも活発なCorporate Finance Houseの1つであるといえる。10数年ほど前には80名程度にすぎなかったスタッフ数は、支店の拡大、業務の拡大とともに急速に増

加し、現在では350名にまで達している。支店別の内訳は、ロンドンとブリストルがそれぞれ30名強、マンチェスターが10名強、残りの300名弱がバーミンガムとなっている。

シャープ社の主要3部門は、コーポレート・ファイナンス部門 (Corporate Finance Department)、機関投資家販売・調査部門 (Institutional Sales and Research Department)、資産管理部門 (Asset Management Department) である。収入ベースでは、年によって変化するが約3分の2が資産管理部門から、残りの3分の1がコーポレート・ファイナンス部門と機関投資家販売・調査部門からもたらされている。

まず、コーポレート・ファイナンス部門の活動についてみれば、80年代中頃には中小企業の株式公開における主導的証券会社の1つとしての地位を確立している。1993年6月30日までに

USMに公開した企業551社のブローカー/スポンサーとしての実績を示した図表11からも明らかのように、シャープ社は18社の実績を上げ、11位にランクされている。同表からもうかがえるように、シャープ社は、J.&E.Davy (ダブリン)、Stock Beech Securities (ブリストル)、Charlton Seal Schaverien (マンチェスター)、Henry Cooke Lumsden (マンチェスター) と並んで、USM公開業務において重要な役割を果たしてきた地方証券会社といえる。

シャープ社がコーポレート・ブローカーとして活動している企業数 (コーポレート・クライアントの数) は70社を上回るまでに増加しており、70社のうちほとんどの企業については、ファイナンシャル・アドバイザーとしても活動している。しかし、シャープ社が以前から中小企業に重点を置いた経営戦略を採っていたわけではなく、20年ほど前には、むしろ大企業関連の

業務を中心とする証券会社であった。しかし、86年のビッグ・バンは大企業向けサービスの競争の激化をもたらし、経営方針の変更を迫られることになった。シャープ社は、ビッグ・バン後、マーケット・メーカーとして活動することも検討したが、マーケット・メーカーとなることにはかなりの資金力が必要であること、また、コーポレート・ブローカーやファイナンシャル・アドバイザーとしての活動とマーケット・メーカーとしての活動は利益相反の関係にあることから取りやめることになった。しかし、大企業向けビジネスは競争が激しく、事実、過去15年を比較しても大企業向けビジネスにほとんど成長が見られないことから、中小企業向けビジネスに重点を置く戦略を採ることになった。シャープ社の中小企業向けビジネスは順調に拡大しており、コーポレート・クライアント70社強のうち9割以上が中小・中堅企業となっている。コーポレート・クライアントは、バーミンガムを中心とするシャープ社の活動地域を反映してミッドランドが中心であるが、ここ10年間の業務活動領域の拡大により、約半分のクライアントはウェスト・ミッドランド以外となっている。

業務活動の地方への特化については、バーミンガムはロンドンから近く、10年ほど前にはNatWest, BWZ, Hill Samuel, Lloyds Merchant Bankが進出したがすべて撤退するなど進出しても失敗したケースが多い。現在、Singer & Friedlanderが支店を設置しているがそれほど目立った活動は行っていない。バーミンガムを拠点とする有力地方証券のSmith Keen Cutlerもミッドランド銀行に買収されたが、同銀行がその後、香港上海銀行に買収され、しかもその傘下にJames Capelを持っていたため、Smith Keen Cutlerのコーポレート・ファイナン

ス部門はJames Capelに、個人顧客部門はAllied Provincialに分割して引き継がれることになった。

バーミンガム程度の距離であれば支店を置く必要は少ないが、マンチェスターになれば距離的に支店を設置する必要があるといえる。現在、マンチェスターではNatWest, Rothschild, BWZが支店を設け活動しており、リーズにもHambrosが進出したが、2年ほどの短期間でまずまずの成果を上げている。しかし、支店が多ければよいというものではなく、30を超える支店を有するAllied Provincialはその非効率性が問題となっている。シャープ社としては、現在支店を有している都市以外で強い基盤を持つ業者であれば買収する価値はあると考えているとのコメントであったが、ブリストルをベースに強い基盤を持っていたStock Beech Securitiesの1990年の買収も (それが現在のブリストル支店となっている)、こうした方針に沿うものと言えよう。

こうしたコーポレート・ファイナンス部門の成長は、機械 (金属、金属加工を含む)、自動車、工業・建築資材、電気、電子機器といった業種の中小企業に重点を置き、質の高いリサーチ部門を有することで他の証券会社との差別化を図ることに成功していることと密接に関連している。中小企業向けビジネス (リサーチ) に完全に特化しているわけではないが、15名のアナリストのうち、4名が小型株専門のアナリストである。しかし、これら4名のアナリストはゼネラリストであり、業種に特化したリサーチは行っていない。残りの11名は各部門ごとの専門アナリストであり、エンジニアリング、金属 (加工)、建設・工業用資材、電子機器 (コンピュータ)、輸送、モーター・ディストリビュー

図表11 USM公開企業のブローカー/スポンサー実績 (1993年6月30日時点)

ランキング	社名	件数
1	ANZ McCaughan Securities (UK)	42
2	CL-Alexanders Laing & Cruickshank	27
3	County NatWest Wood Mackenzie & Co.	25
4	UBS Phillipps & Drew Securities	23
5	Panmure Gordon & Co.	22
6	de Zoete & Bevan	21
7	Chase Investment Bank	20
7	Allied Provincial	20
7	Hoare Govett	20
10	Laurence Prust & Co.	19
11	Albert E. Sharp & Co.	18
12	J. & E. Davy	15
13	Stock Beech Securities	14
14	Kleinwort Benson Securities	13
14	Charlton Seal Schaverien	13
16	Rowe & Pitman	12
17	Henry Cooke Lumsden	11
18	Greig Middleton & Co.	10

(注) 1993年6月30日までにUSMに公開した企業551社の実績。

(出所) London Stock Exchange, *Quality of Markets Companies Book*, 各年版より作成。

ーション (カー・ディーラー) をカバーしている。そして、Corporate Updateと呼ばれるマンスリーのニューズレターとして、証券取引ルールや会計基準の変更や、売買高、株価、新聞記事の切り抜き等のマーケット情報や個別企業情報を全顧客に対して配布し、有益な投資情報を継続的に提供しているのである。シャープ社の場合、リサーチの対象としている業種は20年前と比較してもそれほど変化していないが、ロンドンの業者のリサーチは、より狭い範囲に特化しているケースが多い。

また、シャープ社の場合、中小企業に重点を移しながらも完全に特化しない理由については、以下の2点を指摘することができる。理由の1つは、大企業向けリサーチの分野の競争が激しいことはわかっているが、顧客である機関投資家が当社のアナリストの分析視角を確認したり、今後の動向について見解を求めてくることから、大企業のリサーチについても継続しておく必要があるというものである。もう1つの理由は、中小企業向けビジネス専門の業者とみなされることを避けるためというものであり、これは現在のマーケット規模では専門とするには小規模すぎると指摘であった。

また、地方企業のリサーチについては、以前にSouth West地区 (ブリストル) の中小企業のリサーチ・レポートを作成し、その後同様のものをマンチェスターでも実施したが (ただし、リサーチ目的というよりも営業資料といった性格のものである)、地方の個人投資家が求めるリサーチの質は低く、また、機関投資家向けではないのでコストに見合わないという問題がある。

ところで、こうしたコーポレート・ファイナンス業務の成功が、上述した高いリサーチ力とともに、いかに投資家との間に密接な関係を有し

ているかによって大きく左右されることはいうまでもない。シャープ社は、機関投資家販売部門において、企業と機関投資家の間の密接で良好な関係を構築するために、機関投資家に対して、投資している企業の経営状況を自ら訪問観察することを勧め、こうした企画をアレンジしている。また、クライアントの企業に対しては、強い結びつきのあるスコットランドの機関投資家を訪問するようにアレンジするなどしている。

一方、個人顧客数は8千名強で、ポートフォリオの総額は20億ポンドを上回っている。個人投資家の小口取引については、ビッグ・バン後、あまり利益にならないとの見方が一般的であったが、一任勘定で任せてくれる場合には重要な収益源となっている。また、リスク回避的ではあるが、時価総額5千万ポンド未満の企業への投資についてはリスクが高いと判断し、とりわけ1千万ポンド未満の企業については投資承諾書 (Compliance Letter) を書かせている。小型株に特に興味がある投資家には、当社が管理するユニット・トラストを勧めることで対応している。シャープ社の場合、トレーディング中心の顧客は少なく、短期売買を選好する投資家はShareLinkを利用している。ただ、管理コストの上昇から効率化の達成が急務となっており、数年前に自社ソフトを開発するなど多額のシステム投資を実施し、以前は外部に委託していた管理業務の効率化を図った。しかし、後述するように、こうしたシステム投資の負担が個人顧客をベースとするストック・ブローカーにとって現在大きな負担となっており、中小証券会社の統合が急速に進展している。

上述した業務以外にも、1980年にサミット (Summit) というファンドを設定し、ディベロップメント・キャピタル業務をスタートさせた。

同ファンドは、スタートアップ企業を対象とするものではなく、成長段階後期の企業を対象とするものであるが、USMの成長にも支えられて当初の投資パフォーマンスは良好であった。しかし、88年頃から失敗する傾向が強まり、投資先企業の一部をMBI (Management Buy-in) の形で売却した。その後、Schrodersの人材を導入するなど再建を図ったが、Schrodersが運用方針を変更し地方銘柄の運用をストップしたため、新たにスコットランドの業者 (Murray Johnstone) を指名した以降はシャープ社は運用に関わっていない。95年10月より未公開企業に投資する投資信託であるベンチャー・キャピタル・インベストメント・トラスト (Venture Capital Investment Trust) がスタートするが、運用は外部委託する予定である。

こうしたシャープ社の提供するトータル的なサービスは、マーチャント・バンク、ストック・ブローカー、法律家、会計士との密接な協力関係を構築していることで可能となっている。シャープ社がコーポレート・ブローカーとなっているクライアント企業の約3分の1はマーチャント・バンクがファイナンシャル・アドバイザーに指名されている。そのなかのおよそ4分の3は、グループ内にブローカーもあわせ持つ総合的 (integrated) な業者であるが、マーチャント・バンク系のブローカーと共同でコーポレート・ブローカーになることで立場の異なる見解を聞くことが可能になるというメリットがある。ストック・ブローカーとマーチャント・バンクは保有するスキルが異なり、競争関係にあると同時に補完関係にもある。例えば、マーチャント・バンクの手数料は高く、一般的には4千万ポンド未満の発行は小規模すぎて相対的に割高となるが、ブローカーによってはこうした

小規模発行にも対応することが可能である。しかし、こうした一方で、海外への業務展開に関するような相談については、海外に広範な人的ネットワークを持つマーチャント・バンクのノウハウが必要であり、良好な関係にあるマーチャント・バンクに紹介する。シャープ社の場合であれば、Hill Samuel, Hambros, Lazard Brothersの3社を特に密接な関係があるマーチャント・バンクとしてあげることができる。一方、ライバル関係にあるマーチャント・バンクとしては、小規模発行に力を入れているSinger & FriedlanderとRea Brothersがあり (ときにはBWZとNatWest Merchant Bank)、ライバル関係にあるブローカーとしては、Panmure Gordon, Beeson Gregory, Credit Lyonnais Laing, Hoare Govett, James Capelがある (ときにはCazenove)。

3. Beeson Gregory Ltd. (ロンドン) の活動状況²¹⁾

Beeson Gregory Ltd. (以下、ビーソン社) は、Andrew BeesonとJohn Gregoryによって1989年に設立された、設立後まだ10年を経過しない新興の中小証券会社である。従業員6人でスタートしたビーソン社は、現在も50人程度の小規模な証券会社であるが、既に75の企業のアドバイザーとなっているなどその成長ぶりには目を見張るものがある。図表12は、機関投資家の運用担当者105名を対象に実施したアンケート調査の結果を示しているが、ビーソン社は、5000万ポンド未満の小規模発行においては、アドバイザー/スポンサーとしてもブローカーとしても、ともに高い評価を得ていることがわかる。小規模発行のアドバイザー/スポンサーとしては、Panmure Gordon, S.G.Warburg, UBSに次いで第4番目に高い評価を与えられ、プロ

図表12 有力アドバイザー/スポンサーおよびブローカーに関する機関投資家アンケート

ランク	評価内容① 新規株式発行に強いアドバイザー/スポンサー		評価内容② 5千万ポンド未満の小規模発行に強いアドバイザー/スポンサー		評価内容③ 小規模発行のブローカーとして有力なブローカー	
		票数		票数		票数
1	S G Warburg	42	Panmure Gordon	33	Panmure Gordon	52
2	Cazenove	25	S G Warburg	30	James Capel	42
3	James Capel	21	UBS	25	Warburg Securities	38
4	Panmure Gordon	16	NatWest Markets	22	Beeson Gregory	36
5	BWZ	15	Beeson Gregory	22	Cazenove	34
6	Kleinwort Benson	12	BWZ	21	Hoare Govett	34
7	NatWest Markets	10	Kleinwort Benson	18	Kleinwort Benson Securities	33
8	Smith New Court	9	Schroders	18	NatWest Securities	31
9	UBS	8	Greig Middleton	17	UBS	31
10	Schroders	6	Charterhouse	17	Smith New Court	30
11	Beeson Gregory	5	Robert Fleming	11	Greig Middleton	28
12	Robert Fleming	5	Morgan Grenfell	10	de Zoete Bevan	23
13	Greig Middleton	3	N M Rothschild	10	Charterhouse Tilney	22
14	Charterhouse	2	Samuel Montague	8	Credit Lyonnais Laing	14
15	Morgan Grenfell	2	James Capel	6	Peel Hunt & Co	14
16	N M Rothschild	2	Lazard Brothers	5	-	-
17	Lazard Brothers	1	Cazenove	3	-	-
18	Samuel Montague	0	Smith New Court	3	-	-
	その他	9	その他	5	-	-
	なし	22	なし	17	-	-
	わからない	10	わからない	20	-	-
合計		225		321		462

(注) 有力機関投資家の運用担当者105名を対象とするアンケート結果を示している。
 (原資料) City Research Associates Limited.
 (出所) KPMG Corporate Finance, *Flotation Survey Summary Report*, August 1994.より作成。

ブローカーとしてもPanmure Gordon, James Capel, Warburg Securitiesに次ぐ上位4社にランクされている。

イギリスにおいては、1931年のマクミラン報告以来、長きにわたって中小企業のエクイティ・ギャップの問題が指摘されてきたが、大手ブローカーやマーチャント・バンクは、大企業向けサービスを中心に活動していたため、意識的に中小企業関連業務に特化するブローカーとして設立されたイギリスにおいても特異な証券会社と言える。ピーソン社のように中小企業向け業務に特化した新興の証券会社としては、Peel Hunt & Co.があるが、自らプロスペクタスの作成業務は行わず、こうした作業についてはマーチャント・バンクに任せているという点で

ピーソン社とは性格を異にする。
 1986年のビッグ・バンにより証券会社を取り巻く環境は大きく変化した。ビッグバン直後は多くの証券会社が業務の多角化を図り、あらゆる業務を行おうとしたが、厳しい競争環境下、中小証券は生き残りのために業務特化せざるをえなくなっている。しかし、ピーソン氏によれば、同社が設立された当時、中小企業に関しては、ロンドン取引所、機関投資家、マーケット・メーカーともにほとんど関心を示していなかったため、小型株へ特化することは極めて大きなリスクを伴った。そこで、ピーソン氏は、1992年にCISCO (The City Group for Smaller Companies) を創設し、自ら会長としてロンドン証券取引所からは独立した中小企業向け市場創

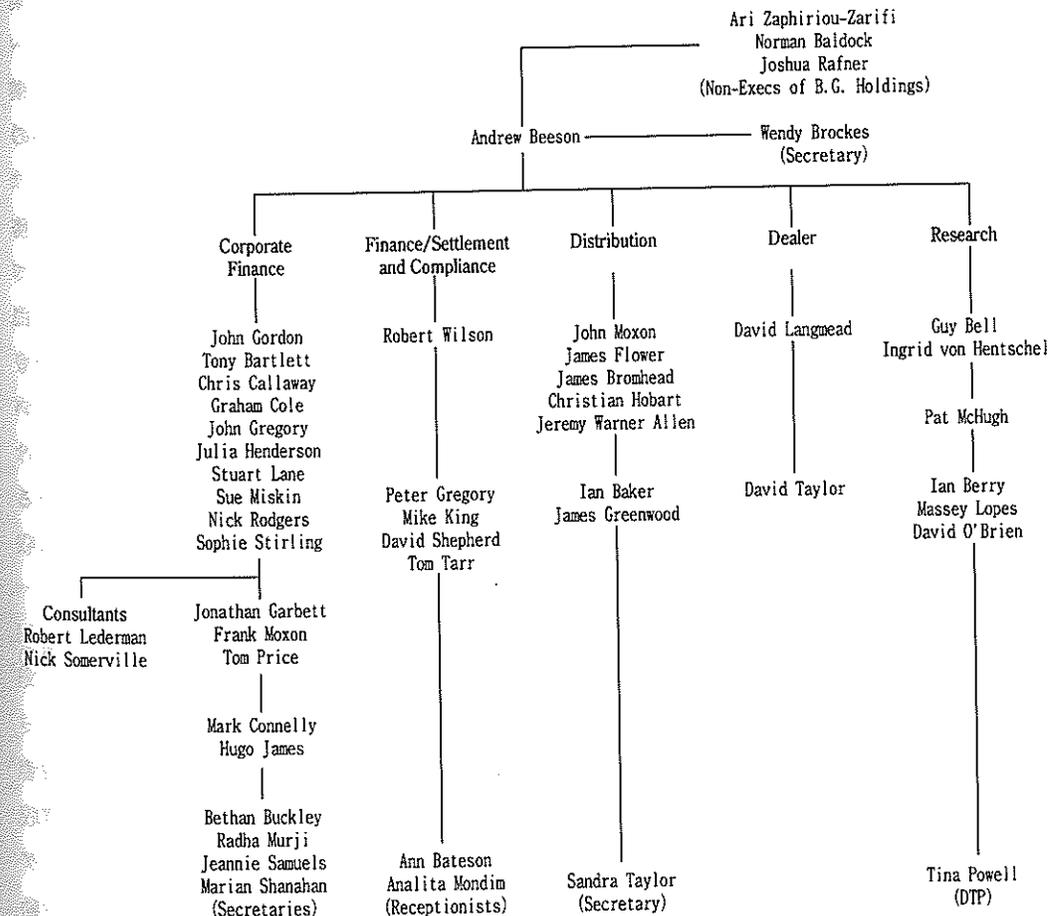
設の必要性をアピールするなど、政府や取引所に対して積極的なロビー活動を行った。ピーソン氏は、新設されたAIMについて、とても重要であり、関心も高いと評価しているが、USMの失敗の大きな原因はロンドン取引所によって運営されているからであるとして、取引所とは独立して運営されているNASDAQを範に設立を検討しているEASDAQに期待を寄せている。また、流動性が低いことは小型株についてはある程度仕方のないことであり、小型株市場を育成するためには、透明性(情報の提供)と浮動株の比

率を高める必要があるとの指摘を行っている。

それでは、以下、設立後短期間で急成長を遂げているピーソン社の業務活動内容について紹介することにしよう。

ピーソン社の組織図は、図表13に示されるように人材的にもコーポレート・ファイナンスを中心に配置されており、小型株関連業務に重点を置くりサーチ主導型の中小証券会社である。収益構造も、通常のケースであれば、70%がコーポレート・フィー、30%がディーリングによる手数料収入という構成になっているが、95年

図表13 Beeson Gregory Ltd.の組織図



(出所) Beeson Gregory Ltd., *Annual Review*, June 1995.

についてはディーリングが好調であること、新規発行が少なくなっていることから若干年とは収益構成が異なっている。

また、アメリカ(サンフランシスコ)を代表するハイテク専門の投資銀行の1つであるHambrecht & Quist (HQ) から8%の出資を仰ぎ²²⁾、HQのプリンシパルの1人であるJoshua Rafnerがピーソン社のボードメンバーに任命されている。こうしたHQとの協力関係によって、英国証券のアメリカ機関投資家への販売、ハイテク部門のリサーチにおけるバックアップの獲得、クロスボーダーのM&Aの促進が可能になっている²³⁾。リサーチ部門では、アナリスト6名が、①Company Review (A4用紙1枚といった簡単なレポートはファックスで送る)、②Monthly Review (マーケット情報、上記のCompany Review、企業データ等から構成)、③Sector Report、④Annually Background Report (アニュアル・レポート後に作成)の4種類のレポートを作成し、投資家に対して質の高い情報を提供している。しかし、イギリスの機関投資家は、小型株のポートフォリオに関しては数名のファンド・マネージャーだけで取り扱っているケースがほとんどであること、スペシャリストを持つだけの規模に現在までのところ市場が成長していない等の理由から、ピーソン社の場合、アナリストについても部門(セクター)の専門アナリストは有していない。ただ、EAS-DAQが設立され、市場の規模が拡大してくれば、アメリカにおいてみられるような小型株(ベンチャー企業)のスペシャリストが登場してくることになるであろう。

また、小型株に特化した証券会社やアナリストの登場を促進するためには、小型株に関する評価機関の登場、さらには評価機関の質の向上

が不可欠である。現時点では、イギリスのパフォーマンス評価機関としてはExtelが代表的であり、当社のレポートは知名度も高いのであるが、小型株部門については質が低く、小型株だけのサーベイを実施する必要がある。

新分野への進出に関しては、資本をあまり必要としないアドバイザー業務が当社には適しており、今後も小型株に特化する形で独自性を発揮していくことが望まれる。ただ、当社において現在成長している分野であるコーポレート・ファイナンス部門は、過去においてはマーチャント・バンクが主要活動領域としていたところであり、マーチャント・バンクから仕事を奪っているとも言えるのであるが、中小・中堅企業の株式発行に関連するところはマーチャント・バンクによる対応が困難なところであり、将来的には、小型株におけるノウハウを証券市場の未発達な大陸で活用したいと考えている。

また、今後の長期方針として資産管理業務(Asset Management)の分野には興味をもっているが、プライベート・クライアントの分野に進出する予定はないとのことである。事務所もロンドンの本社のみで英国国内をカバーしているが、他の証券会社を買収し大規模化していけば、それだけ必要とされる利益額も大きくなるため、最近活発化している他の証券会社を買収には、現時点では興味がない。

4. リテール・ストック・ブローカー間の競争激化と証券会社統合の兆し

1995年8月、Greig Middleton & Co.を所有するKing & Shaxson²⁴⁾がAllied Provincialの買収を発表した²⁵⁾。買収先のAllied Provincialは、グラスゴーとバーミンガムの2都市を中心に活動する全国的な支店網をもつ証券会社であり、地

方事務所の広範なネットワークを利用した全国的サービスを提供するところに特徴がある。しかし、8つの中小証券の合併によって設立された同社は、社名に示されるように地方(Provincial)証券会社の連合体(Allied)としての性格が強く、多くの非効率な支店を抱えるなど、経営の非効率性がこれまでもしばしば問題にされてきた証券会社でもある。

一方、買収側であるGreig Middleton & Co.は、1982年にR.C.Greig of GlasgowとW.N.Middleton of Londonが合併して設立された証券会社であり(両証券会社とも1880年代に起源を持つ)、ニッチ部門に特化し中小中堅企業分野に専門性を発揮することで他の証券会社との差別化を図っている中堅規模の証券会社である²⁶⁾。こうした戦略は、USMやAIMへの公開業務に積極的に関与し、優れた実績を残していることからもうかがうことができる(図表8、9、11を参照)。

ところで、こうした合併へと導いた背景については後述するとして、今回の合併は、32支店を抱え、顧客数5万人、管理資産74億ポンドを擁する大規模なリテール・ストック・ブローカーを生み出すとともに²⁷⁾、リテール・ストック・ブローカー間の競争を激化させるきっかけともなった。Greig MiddletonとAllied Provincialの合併の発表直後の10月、Brewin Dolphinがバーミンガム支店の新設にあたり、Greig Middletonのバーミンガム支店から11名の取締役を含む35名ものスタッフを引き抜くことを明らかにしたのである²⁸⁾。同社のバーミンガム支店は、8月の合併以前はAllied Provincialの支店であり、実質上はAllied Provincialのスタッフの引き抜きである。こうした動きは、引き抜くスタッフの数がGreig Middletonのバーミンガム支店の約3分の1にもあたる大規模なもので

あったこと、さらにバーミンガム支店が同証券会社の収益源としては上位3位にはいるほどの重要な支店であったことから大きなインパクトを与えることになった(バーミンガム支店の高収益性は、バーミンガムの有力地方証券であるSmith Keen Cutlerの買収によるものである)。

このほかにも、バーミンガムへの進出に関連しては、Williams de Broeが業務活動拠点をWolverhamptonからバーミンガムに移転するという、シティーの金融エスタブリッシュメントを揺さぶるような大胆な行動に出るとともに、リサーチ、販売、コーポレート・ファイナンス担当チームのスタッフをJames CapelとGreig Middletonから引き抜いた²⁹⁾。

さらに、地方企業の獲得を巡っては、ストック・ブローカー間だけではなく、マーチャント・バンクや会計事務所を含めて競争が激化している。マーチャント・バンクの地方進出によるコーポレート・ファイナンス業務の展開については、Hambrosがリーズに進出し、その後N.M.Rothschildがマンチェスターに進出しているが、ともにある程度の成功を収めている。しかし、その一方で、中小・中堅企業関連の発行業務に力を入れているマーチャント・バンクの1つであるSinger & Friedlanderは、バーミンガム、ブリストル、ノッティンガム支店において行っていたコーポレート・ファイナンス業務を停止し、スタッフをすべてロンドンの本店に移すことを明らかにした³⁰⁾。リーズ支店においては引き続き業務を行う予定であるが、同社のコーポレート・ファイナンス部長である、Marc Cramsie氏は、「当社がかつては専門性を発揮していた中小企業のファイナンス業務に関心を持つ業者が多数登場するようになるなど、ここ10年から15年で市場は大きく変化した。」「当社は、

今後はロンドンをベースに、より多額の手数料を支払ってくれるような規模の大きな企業のコーポレート・ファイナンス業務に重点を置く予定である。」と語っている。

確かに、地方ベースの中小企業は発行規模も小規模であるためあまり多くの手数料収入を望むことはできず、しかも、バーミンガムやプリストルはロンドンから近く、ロンドンの業者との競争が激しい。実際、地方ベースで活動していた伝統的なリテール・ストック・ブローカーを取り巻く環境は厳しく、多くの業者が統合という形で姿を消していつている。しかし、その一方で、ロンドンの近郊都市でも、プリストルのRowan Dartingtonが地元で特化する形でコーポレート・ファイナンス業務に急速に進出し、良好な実績を上げてきているように、マーチャント・バンクでは対応が困難な小規模発行に対応できれば、小規模な業者でも活動の場が生まれつつあることを意味している。

ここまで、主として地方業務を巡る競争環境について概観してきたが、以下ではこうしたリテール・ストック・ブローカー間の競争激化の背景として、売買高の落ち込みの中で急速に高まるシステム関連投資のコスト負担という状況について見ることにしよう³⁰⁾。ペーパーレスの株式決済システムとしてロンドン証券取引所が導入を検討していたTaurusの開発が失敗に終わり、現在イングランド銀行主導でCrestの導入が進められているが、依然としてペーパー・ベースの注文執行や決済に依存している多くのリテール・ブローカーにとって、Crest導入に対応するためのシステム関連投資の負担は膨大なものである。そして、こうした厳しい市場環境下での情報関連投資の必要性の高まりは、負担に耐えられない非効率な証券会社の統合を不可

避なものにしている。たとえば、95年8月のGreig MiddletonとAllied Provincialの合併のケースでいえば、Greig Middletonは独自の株式決済システムの開発を終了し、既に効率的なシステムの導入が図られている一方で、Allied Provincialはこれまでライバル企業のHambroClearに同業務を外部委託してきた。今回の合併について、Greig Middletonを所有するKing & Shaxsonのチーフ・エグゼクティブであるIan Perkins氏は、「今回の合併によって、Allied ProvincialはGreig Middletonが開発した株式決済システムの導入が可能になり、売買執行・決済のためのコスト削減により経営の効率化が大きくはかられることになろう」と述べている。

ただ、こうした売買高が減少するなかでのシステム関連投資の必要性の高まりがもたらす影響について、Brewin Dolphinのマーケティング部長であるCharlotte Black氏は、「証券業界は新たな統合の時期に入っており、ロンドン以外で活動する地方証券会社の数を減少させることになろう」と述べている。また、シャープ社のマネージング・ディレクターであるIan Nihcol氏も、「ここ数年、ストック・ブローカー業界は、大規模化を進めてきた会計事務所や法律事務所と同じ道を進んできているように思う」と述べるとともに、「新規システム投資のコストを吸収するためには、当社は年率15%から20%の水準で成長しなければならない。また、売買高4千から5千万ポンドが当社にとって利益の出る水準であるが、現在2千6百から7百万ポンドの水準にしかない」と述べており、シャープ社は、マンチェスターのHenry Cooke Lumsdenを合併のパートナーとして提携する方針を明らかにした³¹⁾。

注

- 14) 二上季代司「イギリスのリテール・ストック・ブローカー」『証券経済』第187号、1994年3月。
- 15) スポンサーおよびコーポレート・ブローカーの役割については、London Stock Exchange, *A Guide to Going Public: On the Official List*, 1995を参照。また、AIMへの公開において、これらに相当する役割を担うNominated BrokerとNominated Adviserについては、London Stock Exchange, *AIM: A Guide for Advisers and Brokers*, 1995を参照。
- 16) 同上、前掲論文、参照。
- 17) イギリスにおける地方証券取引所の統合については、日本証券経済研究所「イギリス証券取引所の全国統合について」『証券資料』第68号、1980年2月、を参照された。
- 18) Evans, R., "Stockbroking in the South West", *Stock Exchange Quarterly with Quality of Markets Review*, Summer 1992.
- 19) 機関投資家の成長過程および機関投資家の売買が証券市場に与える影響については、代田純「ロンドンの機関投資家と証券市場」法律文化社、1995年、が詳しい。ストック・ブローカーの個人投資家向けサービスについては、London Stock Exchange, "Stockbrokers' Services for Individual Investors", *Stock Exchange Quarterly with Quality of Markets Review*, Summer 1993.を参照。
- 20) 以下の記述内容は、Eddie Mccutcheon氏 (Corporate Finance部長) からのヒアリング調査に依拠するものである。Albert E. Sharp & Co.の現在の活動状況や経営の変化に加えて、氏はバーミンガムを基盤に活動するもう1つの有力地方証券会社であったSmith Keen Cutler出身であることから、地方証券会社全般の動向についてもお話を伺った。
- 21) 以下の記述内容は、Andrew Beeson氏 (社長) からのヒアリング調査に依拠するものである。Beeson Gregory Ltd.の現在の活動状況に加えて、氏はAIM創設をリードした中心人物であることから、中小企業向け市場の必要性についてもお話を伺った。
- 22) Hambrecht & Quistの活動状況については、拙稿「ベンチャービジネス調査班報告」、大阪商工会議所「中堅中小企業米国視察団報告書」1995年2月、所収、を参照されたい。
- 23) Beeson Gregory, *Annual Review*, June 1995.
- 24) King & Shaxsonは、1860年代に起源を持つ2つの割引商会であるKing & FoaとWhite & Shaxsonが1930年代に合併し設立された。1986年にはSmith St Aubynを買収するとともに、King & Shaxson Money Brokersを設立し貸株市場 (Stock Lending Market) に参入した。その後1994年にはGreig Middletonを買収している。
- 25) Cohen, N., "King & Shaxson Offer Values Allied Provincial at £ 16.2m", *Financial Times*, 3 August, 1995.
- 26) Greig Middleton Holdings傘下には、ストック・ブローカー業務を営むGreig Middleton & Co.とGreig Middleton (C.I.) のほか、金融アドバイザー業務のGreig Middleton

Financial Servicesやコンピューター・ソフトウェア業務のGM Computersを有している。

- 27) Cohen, N., "King & Shaxson Offer Values Allied Provincial at £ 16.2m", *Financial Times*, 3 August, 1995.
- 28) Cohen, N., "Rivals Clash as 35 Brokers Switch Firms", *Financial Times*, 21-22 October, 1995.
- 29) Graham, G., "Merchant Bank Pulls Back from Provinces", *Financial Times*, 2 February, 1996.
- 30) Graham, G., "Merchant Bank Pulls Back from Provinces", *Financial Times*, 2 February, 1996.
- 31) Cheeseright, P. and N.Cohen, "Private Client Stockbrokers Face Testing Time", *Financial Times*, 4 August, 1995.
- 32) Henry Cooke Group plcは、Henry Cooke Corporate Finance, Henry Cooke Lumsden, Henry Cooke Thomson's, Henry Cooke Investment Fundsを傘下に持つ、100年以上の歴史を有するマンチェスターをベースに活動する有力な地方証券会社の1つである。コーポレート・ファイナンス業務を担当するHenry Cooke Corporate Finance (HCCF) と、ストック・ブローカーのHenry Cooke Lumsden (HCL) を中心に、業務活動における主な特徴を簡単に概観しておくことにしよう。まず、Corporate Finance業務は、マンチェスターの本店のみで行っていたが、最近リーズ支店を再開している。リストラにより営業コストの引き下げを達成することができ、小規模発行にも対応することが可能となっている。また、マーチャント・バンクと協力しながら、Palatine Fundを通じてイングランド北部の企業を中心にディベロプメント・キャピタルの供給も行っている。つづいて、Institutional Broking業務は、小規模企業の新規発行の成功に重要な役割を果たしており、HCCFの販売部門としても活動している。地方企業のリサーチや投資勧誘を行い、繊維、電子機器、醸造、機械、自動車に強みを持っている (そのほかでは、建設、化学、包装、小売、娯楽にも対応)。リサーチ・スタッフが約200社の企業 (主として地方企業、中小中堅企業) のパフォーマンスと成長可能性を調査し、定期的な調査レポートやInvestment Bulletinを発行している。Private Clients and Investment Management業務は、マンチェスター、ロンドン、北ウエールズ、ヨークシャーの支店で行っており、2万の顧客を有するHCLの中心ビジネスである。約40名のaccount managerが業務に当たっているが、業務効率化のためACT Financial Systemsから新しい投資管理システムを導入し、これまでにいくつかに分散していたサービスを統合したイン・ハウス・システムに変更している。こうした専門スタッフの採用や新しい投資管理システムの導入を積極的に実施してきた結果、小規模な年金基金やチャリティーのマネージャーとして指定され始めている。Unit Trust Management業務については、北部をベースに活動する中小・中堅企業に投資するGrowth Fund (1981) の他、Income Fund (1987), European Fund, Eastern Enterprise Fund (1994) などイン・ハウスのユニット・トラストを運営している。このほかの業務と

しては、Premium Portfolio Serviceとして、投資に倫理的な基準を設けたエシカル・サービスも実施している。
 33) 拙稿「店頭登録会社の構成と資金調達状況—依然厳しい「実質」登録基準—」『証研レポート』1993年11月。拙稿「日米店頭市場の構造分析—市場間競争と証券会社の引受活動の日米比較を通じて—」『証券経済』187号、1994年3月。拙稿「ベンチャー・ファイナンスと店頭市場改革—日英米の証券市場構造に関連して—」『FORECS財団報』第9号、(財)大阪府研究開発型企業振興財団、1995年8月。

IV. わが国店頭市場改革へのインプリケーション：結びに代えて

本稿では、設立1年を迎えたAIMの現状分析を通じて、英国証券会社の証券発行関連業務の展開と小型株市場の構造との関連性を考察した。本節では、わが国の店頭市場の公開基準を巡って展開された「実質基準」の存在に関する議論に言及しながら、証券会社の引受活動と証券市場構造との関連性について検討するが、こうした分析視角を明確にすることで、近年急速に進展しつつある新市場創設の動きの有効性についても若干の指摘を行うことにしたい。

筆者は、以前拙稿の中で、1986年から92年の間に店頭公開した企業363社の特徴を分析し(図表14)、形式基準と実質基準が大きく乖離して

いることを明らかにするとともに、この問題を証券会社の引受活動、証券会社の多様性との関連において考察することの必要性を指摘した³³⁾。形式基準と実質基準の乖離については、その後、店頭市場改革のあり方を巡って大蔵省と通産省の間で議論が展開され、第2店頭市場(特別銘柄市場)の創設として具体化したことは周知の通りである。しかし、赤字でも公開が可能な第2店頭市場の新設は、あくまで形式基準の引き下げであり、こうしたハイリスクの企業の引受に対応可能な証券会社(幹事証券)が登場しない限り、緩やかな規制の新市場の創設は実質基準の引き下げには直接的にはつながらないという点を銘記すべきである。店頭市場改革をめぐる議論のなかで、純資産2億円、経常利益2千万円以上で形式基準としては店頭公開が可能であるにも関わらず、実際は、純資産10億円以上、経常利益3億円以上の企業が大半であるということが実質基準の存在として指摘された。しかし、実質基準撤廃を具体化する対策として実現したのは、赤字でも公開を認めるという形式基準を引き下げた新市場の創設であり、実質基準を規定しているものは何かについての考察はほとんどなされていない³⁴⁾。実質基準の引き下げ

は、証券会社経営のあり方と密接に関連するものであり、証券会社の引受活動および証券会社の多様性との関連性において考察されるべき性格の問題である。したがって、証券会社の多様性を左右する証券行政のあり方も議論の俎上に載せる必要があるのである。

こうした視点からすれば、わが国の証券会社経営(とりわけ引受活動のあり方)の現状では、今回の店頭市場改革の成果について、ベンチャー企業向けの資金供与という本来要求されている機能遂行に対して短期的な成果を期待することは難しい。図表15に示されるように、わが国においては、店頭公開の主幹事の8割以上が4社によって占められており、中小・中堅証券会社や地方証券会社で小口発行にも対応可能なコーポレート・ブローカーとなれる能力を持つ証券会社がほとんど存在していない。しかも、これらの中小・中堅証券会社は、引き受け業務から撤退傾向にあり、ブローカー業務への依存を強めているという状況である。

こうした、わが国証券会社(証券業界)の多様性の欠如は、アメリカの状況と比較するとききわめて顕著である。発行額別のランキングであるため、上位にはMorgan StanleyやGoldman Sachsなどの大手証券会社(投資銀行)が名を連ねているが、Montgomery Securities, Alex Brown & Sons, Robertson Stephens, Hambrecht & Quistなど、資本額規模で見ればわが国の中小・中堅証券会社に相当するような証券会社が上位15社内に登場し、研究開発型ベンチャー企業の引受において重要な役割を果たしている。これら証券会社の1件あたりの発行額は、大手証券会社の3分の1から4分の1程度の規模の3000万ドル前後であり、こうした証券会社の存在によって、わが国における店頭市

場改革議論に関連させるならば、実質基準の引き下げが可能になっているのである。

本稿で考察してきたイギリスの小型株市場改革についても、そのインプリケーションを指摘するならば、AIMがほとんど公開にあたって数値基準(形式基準)を設けていない市場であるというところにあるのではなく、アドバイザー制度の導入によって小規模な証券会社の証券発行ビジネスへの参入が容易になったことにあるのではないだろうか³⁵⁾。アドバイザー制度の導入は、登録制に近い極めて緩やかな免許制へと証券行政のあり方が大きく変更したものとみることが可能であり、こうした規制の緩和が、緩やかな動きではあるが、小規模発行にも対応可能な証券会社の登場を促進していることは既に考察してきたとおりである。

一方、わが国の状況に目を転じれば、店頭市場への公開における実質基準の引き下げが強く求められる中で、発行業務において主幹事となれる第4号免許の最低必要資本金額が30億円から100億円に引き上げられるといった対応は、小規模ではあるが高度の専門知識を有するブティック型証券会社の設立を妨げるものであり、全く整合性を欠くものといえるのである。また、こうしたわが国証券会社における多様性の欠如は、地方取引所や店頭市場といった制度的には多様な市場が存在しながらも東京市場の下位市場と位置づけられている、わが国の証券市場構造と密接に関連するものである。こうした各市場間に縦の序列関係が存在するとき、中小・中堅証券会社や地方証券会社が中小・中堅企業関連の業務に特化するインセンティブを喪失するであろうことは想像に難くない。わが国証券市場構造に規定された証券会社経営のあり方が、店頭公開企業の性格を「形式基準」をはるかに

図表14 わが国店頭公開企業の特徴(1986—92年)

設立年(年)	平均	標準偏差	最小値	最大値	公開企業の特徴(括弧内の数値は社数)		
					1969年以前に設立(226)	70年代に設立(115)	80年代以降に設立(22)
直近末							
従業員数(名)	455	430	27	3,631	100人未満(26)	100人以上300人未満(141)	300人以上(196)
売上額(百万円)	19,073	19,476	1,664	149,320	30億円未満(9)	30億以上100億円未満(138)	100億円以上(216)
経常利益(百万円)	1,452	2,388	80	29,334	3億円未満(9)	3億以上10億円未満(206)	10億円以上(148)
当期純利益(百万円)	677	1,169	108	14,409	1億円未満(0)	1億以上5億円未満(228)	5億円以上(135)
総資産(百万円)	21,191	50,159	1,757	673,486	30億円未満(21)	30億以上100億円未満(172)	100億円以上(170)
純資産(百万円)	4,632	5,505	634	45,941	10億円未満(19)	10億以上50億円未満(244)	50億円以上(100)
資本金(百万円)	1,031	1,426	48	20,000	1億円未満(3)	1億以上10億円未満(251)	10億円以上(109)
登録時							
発行済み株式数(千株)	10,826	12,366	2,440	147,281	500万株未満(78)	500万以上1000万株未満(163)	1000万株以上(122)
資本金(百万円)	2,143	2,330	80	20,000	5億円未満(18)	5億以上10億円未満(85)	10億円以上(260)

(注) サンプル企業数は、1986年1月から92年12月末までに店頭公開した企業363社。
 (出所) トーマツ編「店頭登録実務ハンドブック」第2版、第3版の巻末資料より作成。

図表15 新規株式公開における証券会社別引受状況

(a)アメリカ

順位	幹事証券	資本金額 (百万ドル)	発行件数 (件)	構成比 (%)	発行額 (百万ドル)	構成比 (%)	1件当たり 発行額 (百万ドル)
1	Morgan Stanley	2,648	29	5.7	3,809	15.9	131.3
2	Goldman Sachs	4,018	25	4.9	3,769	15.7	150.8
3	Lehman Brothers	6,152	33	6.5	3,072	12.8	93.1
4	Merrill Lynch	10,049	25	4.9	2,277	9.5	91.1
5	First Boston	1,568	22	4.3	1,413	5.9	64.2
6	Donaldson Lufkin & Jenrette	900	14	2.8	1,048	4.4	74.9
7	Solomon Brothers	3,620	6	1.2	951	4.0	158.5
8	Smith Barney Harris Upham	927	14	2.8	810	3.4	57.9
9	Montgomery Securities	56	21	4.1	711	3.0	33.9
10	Alex Brown & Sons	148	22	4.3	709	3.0	32.2
11	Robertson Stephens	32	14	2.8	530	2.2	37.9
12	Kidder Peabody	616	9	1.8	408	1.7	45.3
13	Paine Webber	1,523	12	2.4	345	1.4	28.8
14	Hambrecht & Quist	33	12	2.4	321	1.3	26.8
15	Bear Sterns	1,444	6	1.2	310	1.3	51.7
上位15社			264	52.0	20,483	85.4	77.6
総発行			508	100.0	23,982	100.0	47.2

(注)1992年に公開した508社を対象。資本金規模は1990年1月1日時点の数値。発行額は全て主幹事に割り当てる方式にて算出。
(資料) Investment Dealers' Digest, SIA, Securities Industry Yearbook 1990-91.

(b)日本

順位	幹事証券	資本金 (億円)	発行件数 (件)	構成比 (%)	公開株式数 (千株)	構成比 (%)	1件当たり 公開株式数 (千株)
1	野村証券	1,807	34	31.5	42,029	27.6	1,236
2	山一証券	1,254	20	18.5	36,266	23.9	1,813
3	日興証券	1,215	17	15.7	25,400	16.7	1,494
4	大和証券	1,360	14	13.0	18,640	12.3	1,331
5	勸角証券	648	11	10.2	12,880	8.5	1,171
6	和光証券	419	4	3.7	6,800	4.5	1,700
7	国際証券	535	2	1.9	2,030	1.3	1,015
8	丸万証券	127	1	0.9	1,800	1.2	1,800
9	新日本証券	589	1	0.9	1,650	1.1	1,650
10	岡三証券	128	1	0.9	1,500	1.0	1,500
11	ユニバーサル証券	166	1	0.9	1,200	0.8	1,200
12	第一証券	170	1	0.9	1,100	0.7	1,100
13	三洋証券	294	1	0.9	750	0.5	750
4社			85	78.7	122,335	80.5	1,439
4社以外			23	21.3	29,710	19.5	1,292
上位15社			108	100.0	152,045	100.0	1,408
総発行			108	100.0	152,045	100.0	1,408

(注) 1991年と92年に新規店頭公開した108社を対象。資本金は1990年3月末時点の数値。公開株式数は全て主幹事に割り当てる方式にて算出。

(資料) 日本証券業協会「登録申請会社概要」、「大蔵省証券局年報」平成2年版。

(出所) 拙稿「ベンチャー・ファイナンスと店頭公開市場改革—日米英の証券市場構造に関連して—」【FORECS財団報】第9号、(財)大阪府研究開発型企業振興財団、1995年8月。

上回る大規模で成熟した企業中心に規定している可能性を否定することはできない。このように、実質基準の存在の有無が証券会社の引受活動状況、証券会社の多様性と不可分な問題である以上、証券会社の多様性の向上に関して、市場間競争のあり方やパフォーマンス評価機関のあり方も議論の俎上に載せる必要があるといえるのである。

注

- 33) 拙稿「店頭登録会社の構成と資金調達状況—依然厳しい『実質』登録基準—」【証研レポート】1993年11月。拙稿「日米店頭市場の構造分析—市場間競争と証券会社の引受活動の日米比較を通じて—」【証券経済】187号、1994年3月。拙稿「ベンチャー・ファイナンスと店頭市場改革—日米英の証券市場構造に関連して—」【FORECS財団報】第9号、(財)大阪府研究開発型企業振興財団、1995年8月。
- 34) 1995年7月に第2店頭市場は創設されたものの、公開企業第1号を予定していたバイオ・マテリアル(福井市)の公開は97年以降に延期されることになった。【日本経済新聞】1996年7月30日。
- 35) もちろん、AIM上場企業に対する政府の税制優遇措置も重要であるが、この点についての検討は別稿を期すことにしたい。

【引用・参考文献】

- 忽那憲治「店頭登録会社の構成と資金調達状況—依然厳しい『実質』登録基準—」【証研レポート】1993年11月。
- 「日米店頭市場の構造分析—市場間競争と証券会社の引受活動の日米比較を通じて—」【証券経済】187号、1994年3月。
- 「英国中小・中堅企業金融の現況—USMの代替市場案を巡る議論との関連性を中心に—(1)(2)」【インベストメント】第47巻第4号、第5号、1994年8月、10月。
- 「ベンチャービジネス調査班報告」、大阪商工会議所「中堅中小企業米国視察団報告書」1995年2月、所収。

- 「ベンチャー・ファイナンスと店頭市場改革—日米英の証券市場構造に関連して—」【FORECS財団報】第9号、(財)大阪府研究開発型企業振興財団、1995年8月。
- 「ベンチャー・ファイナンスと間接金融主導システム—新規開業時の資金調達に関連して—」【インベストメント】第49巻第3号、1996年6月。
- 小林襄治「英・仏・独における株式売買委託手数料制度」、資本市場研究会編「証券市場における適正な競争の促進等について」証券取引審議会報告書、1992年10月。
- 近藤哲夫、國見和史「米国証券会社の差別化戦略」【財界観測】1996年3月。
- 佐賀卓雄【アメリカの証券業】東洋経済新報社、1991年。
- 「アメリカ証券業における競争と集中」【季刊経済研究(大阪市立大学経済研究所)】第17巻第2号、1994年9月。
- 「アメリカにおける証券取引システムの変貌」【証券研究年報(大阪市立大学)】第10号、1995年12月。
- 「規制緩和と米国証券会社」【インベストメント】第49巻第1号、1996年2月。
- 「アメリカの証券会社」【証券経済研究】第2号、1996年7月。
- 代田純【ロンドンの機関投資家と証券市場】法律文化社、1995年。
- 証券団体協議会【欧米証券市場の環境変化と証券会社経営の現状】1992年6月。
- 首藤恵【日本の証券業】東洋経済新報社、1987年。
- 瀧口進「トレードポイント—その全貌—」【証券経済】第193号、1995年9月。
- 東京証券取引所「証券市場を取り巻く環境変化と証券市場の対応(その一—ロンドン証券取引所)」【証券】1994年6月号。

二上季代司『日本の証券会社経営』東洋経済新報社、1990年。

———「オーダードリブンとクオートドリブン」『証研レポート』1517号、1994年12月。

———「イギリスのリテール・ストック・ブローカー」『証券経済』第187号、1994年3月。

日本証券経済研究所「イギリス証券取引所の全国統合について」『証券資料』第68号、1980年2月。

———「証券市場及び証券業の将来像に関する研究会報告書」1993年8月。

Beeson Gregory, *Annual Review*, June 1995.

Buckland, R. and E.W.Davis, *The Unlisted Securities Market*, Clarendon Press, 1989.

Buckland, R. and E.W.Davis eds., *Finance for Growing Enterprises*, Routledge, 1995.

Cheeseright, P. and N.Cohen, "Private Client Stockbrokers Face Testing Time", *Financial Times*, August 4, 1995.

The City Group for Smaller Companies (CISCO), *Newsletter 2*, April 1993.

Cohen, N., "King & Shaxson Offer Values Allied Provincial at £16.2m", *Financial Times*, August 3, 1995.

———, "Rivals Clash as 35 Brokers Switch Firms", *Financial Times*, October 21-22, 1995.

Committee on Finance & Industry, *Report*, HMSO, 1931. (西村閑也、加藤三郎訳「マクミラン委員会報告」日本経済評論社、1985年。)

Committee on the Working of the Monetary System, *Report*, HMSO, 1959. (大蔵省金融問題研究会訳「ラドクリフ委員会報告」大蔵省印刷局、1959年。)

Coopers & Lybrand, *Corporate Finance: EASDAQ - A New Opportunity ?*, 1994.

The Economist, "A Buyers' Market", *The Economist*,

September 13, 1986.

———, "Has Big Bang Knocked City Profits Flat", *The Economist*, January 24, 1987.

———, "City Stockbroking: Little Big Men", *The Economist*, June 25, 1988.

———, "Private-Client Stockbroking in Britain: Into the Provinces" *The Economist*, November 12, 1988.

European Venture Capital Association (EVCA), "An Introductory Guide to U.S. Initial Public Offerings for European Venture-Backed Companies", *Venture Capital Special Paper*, February 1994.

Evans, R., "Stockbroking in the South West", *Stock Exchange Quarterly with Quality of Markets Review*, Summer 1992.

Graham, G., "Merchant Bank Pulls Back from Provinces", *Financial Times*, February 2, 1996.

Hayter, G., *EASDAQ: A Concept Paper*, November 1994.

HMSO, *Small Firms: Report of the Committee of Inquiry on Small Firms*, 1971. (商工組合中央金庫「英国の中小企業 (ボルトン委員会報告書)」1974年。)

———, *Report of the Committee to Review the Functioning of Financial Institutions*, HMSO, 1980. (西村閑也監訳「ウイilson委員会報告」日本証券経済研究所、1982年。)

Hoy, D.S., "Exchange Markets for Smaller Companies", *Stock Exchange Quarterly with Quality of Markets Review*, Spring 1994.

Lipman, F.D., *Going Public*, Prima Publishing, 1994.

London Stock Exchange, *Initial Public Offers*, The Report of a Review Committee chaired by Graham Ross Russell, 1990.

———, "Stockbrokers' Services for Individual Investors", *Stock Exchange Quarterly with Quality of Markets Review*, Summer 1993.

———, *Consultative Document on the Alternative Investment Market: For Smaller and Growing Companies*, September 1994.

———, *A Guide to Going Public: On the Official List*, 1995.

———, *AIM: A Guide for Advisers and Brokers*, 1995.

Mason, C.M. and R.T.Harrison, "Venture Capital, the Equity Gap and the 'North-South Divide' in the United Kingdom", Green, M.B. eds., *Venture Capital: International Comparisons*, Routledge 1991.

———, "Closing the Regional Equity Capital Gap: The Role of Informal Venture Capital", *Small Business Economics*, Vol.7. No.2., 1995.

Moore, B., "Financial Constraints to the Growth and Development of Small High-Technology Firms", Hughes, A. and D.J.Storey eds., *Finance and the Small Firm*, Routledge, 1994.

Oakey, R., *High Technology Small Firms*, St. Martin's Press, 1984.

———, *High-Technology New Firms: Variable Barriers to Growth*, Paul Chapman Publishing, 1995.

Oakey, R., Rothwell, R. and S.Cooper, *The Management of Innovation in High-Technology*

Small Firms, Pinter Publishing, 1988.

Oakey, R., Faulkner, W., Cooper, S. and V.Walsh, *New Firms in the Biotechnology Industry: Their Contribution to Innovation and Growth*, Pinter Publishing, 1990.

Stanworth, J. and C.Gray eds., *Bolton Years On: The Small Firm in the 1990s*, Paul Chapman Publishing, 1991.

Thomas, W.A., *The Securities Market*, Philip Allan, 1989. (飯田隆他訳「イギリスの証券市場」東洋経済新報社、1991年。)

Wells, S., "Developments in the Smaller Companies Market", *Stock Exchange Quarterly with Quality of Markets Review*, Autumn 1992.

———, "SEATS: Review of the First Eight Months", *Stock Exchange Quarterly with Quality of Markets Review*, Summer 1993.

Williamson, J.P., *The Investment Banking Handbook*, John Wiley & Sons, 1988.

【追記】

本稿の作成にあたり実施した英国証券会社のヒアリング調査においては、日興リサーチセンター(ロンドン)の服部哲郎氏に大変お世話になった。また、ロンドン資本市場研究会における報告(1996年7月29日)に対して貴重なコメントを下された小林襄治教授(青山学院大学)をはじめとする諸先生方に対して記して感謝したい。

(大阪市立大学経済研究所 専任講師)