

ロンドンの日本株取引と不良債権処理問題

代 田 純

要 旨

ロンドン証券取引所の外国株取引市場であるSEAQインターでの取引は2000年に入ってから急速に増加している。そのなかで日本株は94年から95年にかけて、SEAQインターでの売買代金ベースで21～22%を占めていた。90年代後半にややシェアを低下させたが、2000年には再び10%程度に上昇した。またロンドンでの日本株取引の対本国(東証)比率も98年には10%以下へ低下したが、2001年に入り再び15%に近づいている。

ロンドンの日本株取引の増加をもたらしている要因としては、第一に94年まで日本では固定手数料がとられ、手数料がロンドンよりも高めであったことに加え、有価証券取引税が課税され、売買コストが高めであったことがある。第二に、カスティアン銀行が発達し、決済面からも海外で日本株が売買しやすくなったことがある。

しかしこういった要因からのみで、ロンドンの日本株取引が増加してきたのではない。ロンドンで活発に取引されている日本株の多くはソニー、キャノンのような国際優良株であるが、不良債権を多く抱えたゼネコン株も部分的に含まれている。熊谷組の場合には、90年代を通じて、かつて大株主であった信託銀行が大幅に保有株を減らしている。また熊谷組による信託銀行株保有も減少している。不良債権処理と深く関連した株式相互持ち合いの解消が、ロンドンでの日本株取引を増加させた第三の要因であろう。こうした持ち合い解消は名義の表面化を避けるため、国内市場よりもロンドンが好まれる。

94年までの固定手数料時代には、ロンドンの機関投資家が日系証券ロンドン法人経由で日本株の売買を発注すれば、手数料が8割となっていた。国内法人が持ち合い解消をはかる場合、特金契約などを介し、ロンドンの機関投資家に名義を変更し、さらにロンドンの日系証券ロンドン法人経由で売買を発注することも行われていた、と推定される。

2001年3月(決算期)においても、ロンドンの日本株取引はかなり増加した。日本の銀行や法人による、不良債権処理と関連した持ち合い解消が、ロンドンで活発化している、と推定される。

目次

- I. はじめに
- II. SEAQインターへの基本的構造
- III. ロンドンの手数料水準と日本株取引
- IV. カストディアン銀行と貸株制度

- V. ロンドンで売買される日本株の特質
- VI. ロンドンの日本株の市場構造
- VII. むすびに代えて

I. はじめに

ロンドンのビッグバンは、1986年に実施された一連の証券取引所改革を指すが、その主要内容は取引所会員権の外部資本への開放、取引所会員の単一資格制の廃止と二重資格制への移行、最低固定手数料制の廃止等であった。ビッグバン以降、当初は改革のなかで必ずしも重視されていなかった副産物が生じた。これが外国株取引の増加である。このなかで日本株の取引も活発化することとなった。

本稿ではまず、90年代以降のロンドンの外国株市場であるSEAQインターにおける売買動向を明らかにし、外国株の売買が急拡大していることを指摘する。ついでこのSEAQインターにおける外国株売買の国別内訳で94～95年には日本が最も高いシェアを有していたことを示す。ロンドンにおける日本株売買の対本国比率は96年ごろ20%を超え、その後10%程度まで低下したが、2000年に入り、再び15%近くまで上昇している。

ロンドンで日本株を含む外国株売買が活発化した要因としては、手数料水準の動向、銀行のカストディアン業務発達といった要因があろう。しかし日本株については、不良債権処理に関わる株式持ち合いの解消を国内市場で執行すると、支障があるため、ロンドンで執行するとい

う側面が少なくない。2000年においても、日本の投資家がロンドンで日本株を売買している可能性は依然として高い。

II. SEAQインターの基本的構造

ロンドンにおける外国株取引は90年代以降、急増してきた。すでに93年（上半期）に、ロンドン証券取引所での株式売買はイギリス株が約2600億ポンド、外国株が約2500億ポンドと、ロンドン取引所での株式売買の内外比率はおおよそ5対5となっていた。これが99年になると、イギリス株の売買は約1兆4100億ポンド、外国株の売買は2兆4200億ポンドと明らかに外国株中心の取引になっている。

この問題はビッグバンの評価にも関わるものであるが、ビッグバン以降ロンドンが出来高を増大させることに成功した最大の要因はこの外国株取引に他ならず、SEAQインターは今やロンドン証券取引所の中心的な収益源となっている。ロンドン取引所はSEAQインターでの呼び値提示に対する手数料として、場口銭を1000ポンドについて50ペンス徴収しており、SEAQインターは取引所のドル箱に育っていると推定される。

SEAQインターの第一の特徴は、立会場のような場所的集中性を持たない、スクリーンによる呼び値提示システムだということである。ロ

ンドンではビッグバン以降立会場は消滅し、マーケットメーカーがコンピューターによりスクリーンに売買気配値を入力し、投資家は電話によってマーケットメーカーと取引内容を交渉する、という制度に変更された。したがって、ある銘柄の画面をスクリーン上でみても、10以上のマーケットメーカーによる買い気配値と売り気配値が一斉に表示されており、さらに取引所によってベストプライスが異なった色で示されている。

第二の特徴は、ロンドンで未上場であっても、母国市場で上場されていれば、ロンドンで取引が可能になるということである。ロンドンで未上場であっても取引が可能なのは、取引所規則535条に定められている。日本株についても、日本の取引所において上場されていれば、ロンドン取引所に上場されていなくとも、ロンドンでの売買が可能になっている。

第三の特徴は、取引時間については気配値提示必要時間帯が決められている。これは日本株についてはロンドン時間で午前7時30分から午後5時15分であるが、マーケットメーカーに気配値提示が義務づけられる時間帯である。しかし取引についてはこれに拘束されず24時間可能である。この点が90年代以降のロンドンにおける日本株取引増加の一因と考えられる。90年代前半には東京、大阪では取引時間帯が限定され、機関投資家にとっては売買執行の制約となっていたからである。

第四の特徴は、取引通貨については母国通貨建てである。したがって日本株については円建てで取引可能である。この点、ドル建てであるナスダックと異なり、日本から売買する場合でも為替リスクもメリットも存在しない。ビッグバン以前にイギリス株の取引が米国預託証券

(ADR) によってアメリカに流出した際には、手数料や税制といったコスト要因に加えて、ドル建て取引による為替差益が一因となっていた。しかしロンドンの日本株取引の場合には為替要因は原則として関係しない。ついで最低取引株数については個別銘柄ごとに全て異なっている。しかし1万株以上といったような大口が中心である。

第五の特徴は、マーケットメーカー制による取引であり、手数料取引については交渉手数料である。さらに手数料が株価に込みとなっているネット取引が普及している。またマーケットメーカーが提示する売買呼び値には確定 (firm) 気配値と参考 (indicative) 気配値がある。前者は価格が確定して取引に応じるものだが、後者では投資家の売買株数によって価格も交渉の余地が残るものである。機関投資家は交渉によって手数料あるいは売買する株価そのものについても自己に有利に変更させている。

以下ではSEAQインターでの出来高推移、投資家構成、手数料水準等を実証的に明らかにし、ロンドンでの日本株売買が対本国比でどの程度の規模に達しているか、明らかにしたい。

表1は1987年以降のSEAQインターの売買指標を示している。同市場は1985年から始まったもので、約15年の歴史を持つが、売買が急増した時期は90年代に入ってからである。1990年には一日平均11.6億ポンド程度の売買代金だったが、1995年には31億ポンドに増加し、2000年には約140億ポンド前後にまで達した。1ポンド=150円として、2000年の一日平均出来高は2兆1,000億円となる。1999年の東証の1日平均売買代金が7,573億円である。SEAQインターでの取引規模が推定されよう。しかし注意が必要であることは、後述するようにこのロンドンの出

来高データは実態よりも底上げされたものである。厳密には場外取引とみなされる取引（例えばマーケットメーカー以外の会員業者を介して日本市場につながれている日本株取引等）を含んでいるからである。したがって公表データほどはロンドンのSEAQインターの出来高は大き

くない、とみられる。とはいえ表1にみるように、時系列的には増加していることは事実である。

次にSEAQインターでの取引の国別内訳を表2が示している。この表は暦年における取引高を示している。第一の特徴は、地域別ではヨー

表1 SEAQ インターでの外国株売買

	売買代金 (百万ポンド)	売買件数	売買株数 (百万株)	一日平均 売買代金 (千ポンド)	一件あたり 平均売買代金 (ポンド)	一日平均 売買件数	取引日数
1987	109,620.3	1,132,762	17,028.4	433,282	96,773	4,477	253
1988	79,649.0	727,037	13,438.1	314,818	109,553	2,874	253
1989	169,111.3	1,238,494	24,242.5	671,077	136,546	4,915	252
1990	294,049.6	1,889,347	34,297.0	1,162,251	155,636	7,468	253
1991	283,385.2	1,890,222	34,796.0	1,120,100	149,922	7,471	253
1992	329,490.5	2,169,144	45,316.1	1,302,334	151,899	8,574	253
1993	579,570.4	2,791,157	78,982.0	2,290,792	207,645	11,032	253
1994	718,666.8	3,020,565	108,361.8	2,851,852	237,925	11,986	252
1995	790,783.9	3,499,394	134,965.8	3,138,031	225,977	13,886	252
1996	1,039,162.5	4,594,224	202,454.7	4,091,191	226,189	18,087	254
1997	1,443,234.9	5,448,719	297,051.0	5,704,486	264,876	21,536	252
1998	2,183,248.4	7,118,502	574,714.2	8,663,684	306,701	28,248	252
1999	2,420,134.3	7,563,399	725,857.7	9,603,708	319,980	30,013	252
2000	3,519,721.7	11,300,814	1,038,478.4	13,967,150	311,454	44,845	252

出所：http://www.londonstockexchange.com

表2 SEAQ インター売買代金の国別内訳

(100万ポンド, %)

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
アメリカ	48,098	51,029	70,766	95,221	105,343	205,885	342,745
フランス	102,606	126,588	169,970	221,764	356,307	385,258	524,281
ドイツ	80,849	79,387	118,097	170,307	348,161	307,023	482,980
イタリア	49,123	47,302	60,601	117,375	240,872	285,892	322,902
オランダ	54,807	71,779	100,038	134,477	230,499	260,537	428,207
スペイン	17,621	22,293	34,367	59,840	126,445	131,681	201,969
スウェーデン	35,120	43,846	58,089	73,085	84,114	77,489	153,377
スイス	51,958	54,338	67,131	144,692	253,899	205,701	205,951
フィンランド	11,067	16,335	17,599	32,052	45,721	83,400	169,966
ヨーロッパ(計)	428,698	490,531	672,244	1,021,736	1,820,412	1,855,427	2,612,930
日本	164,886 (22.9)	169,084 (21.4)	186,984 (17.8)	161,369 (11.2)	106,270 (4.9)	193,953 (8.0)	338,985 (9.6)
新興市場(計)	-	-	73,568	96,489	106,145	105,300	137,540
合計	718,667	790,784	1,048,818	1,443,235	2,183,249	2,420,134	3,519,722

出所：London Stock Exchange, Secondary Market Fact Sheet 各号から作成

ロップが1994年で約4,300億ポンド、2000年で2兆6,130億ポンドと最大である。ヨーロッパでの首位はフランスで94年に約1,026億ポンド、第二位がドイツで約808億ポンドとなっている。ただ独仏については94年までは公表されていた「SEAQインター確定気配値売買高」の比重が高い。フランスの場合、名目額1,026億ポンドに対し、SEAQインター確定気配値売買高は828億ポンドである。またドイツの場合、同順で808億ポンドにたいし、709億ポンドである。これらのデータが意味することは、独仏の場合マーケットメーカー以外の会員を介して母国市場へつながれる取引は少なく、SEAQインター内で「仕切り売買」（マーケットメーカーが株数、株価を決めて投資家の注文に自己ポジションで対応し、母国市場につなぐことでポジション調整しないもの）される比率が高いと推定されることである。確定気配値での取引については、価格が確定していることもあり、証券業者が取引後にポジションを調整する必要は原則として発生しない。しかし参考気配値による取引については、通常証券業者は取引後にポジションを調整する必要に迫られるため、本国の取引につなぐ必要性が発生する。

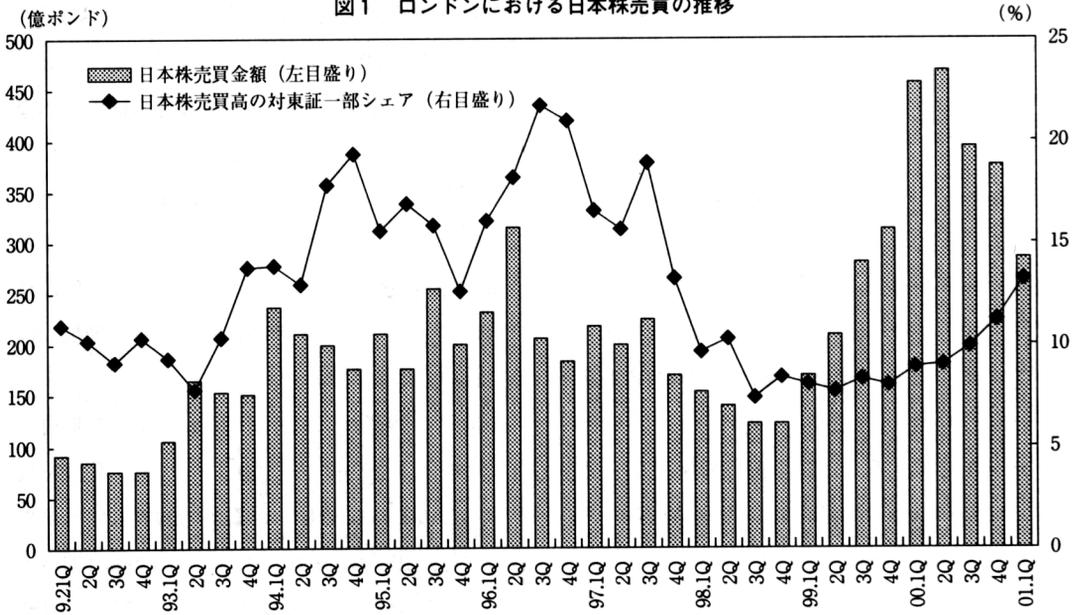
第二の特徴は、国別では94年には日本が首位である。94年通年で約1650億ポンドであり、独仏を大きく引き離している。しかしSEAQインター確定気配値売買高をみると、94年時点でも800億ポンド弱に過ぎない。すなわち日本株についてはロンドン取引所内で仕切り売買される比重は低く、半分近くはマーケットメーカー以外の会員を介して母国市場へつながれている取引等ということである。この点はロンドンでの日本株の特徴であり、ロンドン是一种の「エージェンシー市場」化していた。ロンドンにお

ける日本株取引は表2も示すように、SEAQインターでの国別構成比率としては95年前後がピークであり、98年にはロンドンの外国株取引のなかで日本株は5%程度となった。しかしその後再び上昇しており、2000年には10%近くに達している。また売買代金そのものとしても、98年には1,063億ポンドに減少したが、2000年には3,400億ポンド近い金額に迫っており、増加傾向は続いている。

第三の特徴は、ロンドンは近年、新興市場（イマージング・マーケット）の株式取引を取り込むことに成功している。2000年には年間で中国株が103億ポンド、イスラエル株が103億ポンド、ロシア株が105億ポンド、南アフリカ株が216億ポンド、韓国株が153億ポンド、台湾株が182億ポンド、トルコ株が118億ポンドそれぞれ取引されている。特に中国、台湾、韓国の株式が合計で430億ポンド程度取引されていることは、日本にとって注目に値する。またロンドンに上場されている時価でも韓国株は95億ポンド、台湾株は34億ポンドに達する。

ではロンドンで活発に取引されてきた日本株の対本国比はどの程度になっているのだろうか？図1はロンドンにおける日本株売買の推移を示している。これによると、94年に四半期ベースの売買代金が200~250億ポンドに達し、対本国比の対東証一部シェアも第四四半期には20%程度まで上昇した。また96年にはロンドンでの売買代金はさほど増加しなかったが、本国である東証での売買が減少したため、対東証比は22~23%程度まで上昇した。97年から98年にかけてロンドンの日本株売買の対東証比は低下し、10%を割り込むに至った。しかし99年から日本の株式市場が回復し、売買が増加するに伴い、再びロンドンでの日本株売買は増加し、

図1 ロンドンにおける日本株売買の推移



出所：野村総研，『資本市場クォーターリー』，2001年春号，209ページ

2000年前半には四半期ベースでも500億ポンドに迫ることとなった。また対本国比でも10%を超え，2001年には15%に近づいている。したがって，ロンドンでの日本株売買は再び注目すべき動向になっている。

なぜ日本株の売買がロンドンで増加したのだろうか？証券取引のグローバル化の一環という位置づけでよいのであろうか？以下ではこうした問題意識から，ロンドンでの日本株取引増加の背景を探ってみたい。

Ⅲ. ロンドンの手数料水準と日本株取引

ロンドンのSEAQインターにおける外国株取引は著しく機関投資家，とりわけ海外機関投資家に偏重した市場である。1993年にすでに売買代金の51%が，同じく94年に57%が海外機関投資家による売買であった。またイギリスの機関投資家による売買も，93年に38%，94年に40%

を占めていた。つまり90年代前半にすでに売買代金の90%以上が内外機関投資家によって執行されていたわけである。さらに99年においても，イギリス機関投資家によって33%（売買代金ベース）が，海外機関投資家によっても45.5%（表3の売買代金構成の小計）が執行されている。

すでに指摘したが，ロンドンではビッグバン以降，手数料を徴収する手数料取引とならんで，手数料を徴収しないネット取引が可能となっている。手数料を取らないネット取引とは，やや奇異な感じもするが，証券業者は大口の機関投資家向けには年間の手数料を事前に決め，一定の手数料収入が得られた後には，手数料なしで仲介業務を受けているということである。

表3も示すように，SEAQインターの売買代金ベースで手数料取引が99年で56.5%（欧州株が38.9%，その他株が17.6%），ネット取引が43.6%（欧州株が25.1%，その他株が18.5%）と

表3 SEAQ インターでの売買代金構成と平均手数料率 (%)

投資家	売 買 代 金 構 成				小 計	平 均 手 数 料 率			
	手 数 料 取 引		ネ ッ ト (手 数 料 な し) 取 引			1999	欧 州 株	そ の 他 株	1998
	欧 州 株	そ の 他 株	欧 州 株	そ の 他 株					
イギリス系									
個人	32.7	26.6	23.0	17.7	1.3	0.28	0.17	0.40	0.60
機関	43.7	20.9	14.8	20.6	33.4	0.14	0.18	0.08	0.15
法人	37.2	23.2	13.7	25.9	1.1	0.18	0.18	0.17	0.83
仲介	21.3	5.0	66.2	7.4	4.9	0.05	0.06	0.03	0.11
海外系									
個人	17.8	15.1	24.6	42.4	0.8	0.19	0.28	0.13	0.38
機関	38.5	19.7	23.6	18.2	45.5	0.11	0.14	0.06	0.11
法人	56.0	3.1	39.7	1.2	6.9	0.17	0.17	0.23	0.25
仲介	14.2	7.4	45.3	33.1	6.2	0.21	0.32	0.06	0.03
合計 (1999)	38.9	17.6	25.1	18.5	100	0.13	0.16	0.08	—
合計 (1998)	34.3	14.9	35.2	15.6	100	—	0.11	0.14	0.12

出所：London Stock Exchange, Survey of London Stock Exchange Transactions 1999 から作成
注：「仲介」はintermediaries

なっている。また同じく98年でネット取引が50.8%（欧州株35.2%，その他株15.6%），手数料取引で49.2%（欧州株34.3%，その他株14.9%）となっている。したがって98年に比べ99年にはネット取引の比率は減少し，手数料取引の比率が上昇したこととなる。

しかしビッグバン以降の90年前後と比較すると，やはり手数料取引の比重が低下し，ネット取引の比重が高まっている。86年にビッグバンが実施されて，イギリス株の場合，88年（7月）には手数料取引の比重は75.8%あり，ネット取引の比重は24.2%であった。しかし92年（7～8月）には手数料取引は68.9%と低下し，ネット取引の比重は31.1%に上昇した。このように，ビッグバン直後にはイギリス株の場合，ネット取引の比率は2～3割であった。また外国株の場合にも，94年には手数料取引が57%，ネット取引が43%であった。しかし98年から99年にかけて，外国株の場合，ネット取引の比率は50%近くに達しており，やはり手数料取引の比重は傾向的に低下していると言えよう。

このようにロンドンにおいてネット取引が増加してきたことは，基本的にはロンドンにおける競争が激しいためである。ビッグバン以前は一銘柄あたり2社程度のジョッパー（ディーラー）がつき，値付けしていただけであった。しかしビッグバン以降，競争的マーケットメーカー制が導入され，一銘柄あたり大型株であれば10社以上のマーケットメーカーがつき，価格を競う（投資家にとって有利である安い買い価格，高い売り価格）ことになり，同時に手数料も競うこととなった。外国株についても，外国（日本，アメリカ等）系のマーケットメーカーと競争となり，必然的に手数料は低下しがちであった。

表3が示すように，イギリス系の機関投資家が99年に欧州株を売買した場合の手数料率は0.18%，欧州以外の株式を売買した場合の手数料率は0.08%であった。98年の平均が0.15%に対し，99年には平均で0.14%であるので，若干とはいえ低下傾向にある。その他の個人や法人投資家についても，平均で見ても99年には98年よ

り低下傾向にある。

ついで海外（イギリス以外）の機関投資家が欧州株を売買した場合、平均手数料率は99年には0.14%であり、欧州以外の外国株を売買した場合には同じく0.06%であった。海外機関投資家の平均手数料率は98年が0.11%であり、99年にも0.11%であるので、同水準で推移している。ただし個人や法人投資家の場合、同じく98年平均に比べて99年平均の手数料率は低下傾向にある。したがって海外投資家についても全体として低下しつつある。

ちなみにこうした手数料率の低下傾向は98年から99年にかけて限定的に見られる現象ではない。94年時点で、イギリス系の機関投資家のSEAQインターでの平均手数料率は0.18%であったし、海外機関投資家も0.13%であった。したがってやはり99年の水準は傾向的に低下している、と言えよう。これは手数料率の低下もあるが、すでに指摘したように、ネット取引の比重が高まり、結果的に平均した手数料率が低下している。またイギリスの場合には、株式売買への課税として印紙税があるが、イギリス株には課税されるものの、外国株売買には非課税となっている。

他方、日本の株式市場において大口の手数料率はどうかであったか？日本では94年から10億円超の大口売買の手数料率が自由化された。自由化以前は0.075%であった。自由化以降の10億円超の手数料率は最も低い時期で0.02%、平均で0.04~0.05%の水準で推移している。

ロンドンでの日本株を含む手数料率を表3は示しているが、これは平均である。ロンドンでも取引規模別の手数料率が公表されているが、外国株について海外機関投資家が売買した場合の手数料率は100万ポンド以上（為替1ポンド＝

180円で1億8,000万円以上）で0.04%（1999年、手数料取引の平均で、ネット取引分は除外）である。

このように見てくると、94年の日本における手数料自由化以前はロンドンでは手数料も安く、課税もなかったために明らかにコスト面でも日本市場に比べ優位性があった。94年まで日本では固定手数料制であったうえ、98年まで有価証券取引税も課税された。しかし94年以降、日本でも手数料が自由化され、さらに99年から有価証券取引税も廃止され、ロンドンと競争しうる水準に近づいてきた。このことも一因となって96年以降、ややロンドンでの日本株取引は頭打ちになったと見られる。このように、ロンドンの日本株取引増加の一因にはコスト要因があることは間違いないところである。

IV. カストディアン銀行と貸株制度

SEAQインターの拡大を促進した要因として重要な問題に貸株市場の拡大がある。SEAQインターでの日本株取引の決済は原則として最終的には日本国内に持ち帰って行われている。しかしそのプロセスには複数のルートがあると指摘されている。一部はユーロクリアー、セデルでも決済されている、と言われる。その場合、決済するためには、貸株へのニーズが発生する¹⁾。例えばロンドンで現株なしに日本株に空売りをかけた場合、日本で決済するにせよ、株券を借りなければならない。この他、貸株市場の拡大をもたらした要因として、転換社債のつなぎ売り、ワラント債のアービトラージ取引、海外のヘッジファンドの空売り、裁定取引等々が指摘される。

貸株の貸手としては、日本株については日本

国内機関投資家の他、欧米の機関投資家、カストディアン銀行等である。貸株をした場合、貸株料を徴収できるので、運用利回り上昇のために欧米の年金等も貸株には積極的といわれる。以下ではカストディアン銀行についてやや詳しく見てみたい。というのも表4によると、少なからぬ日本株の国際優良株について大株主としてカストディアン銀行の名義が表われており、その動向は今後一層注目に値するからである。キャノン（外人持ち株比率39.5%、2001年現在）は第3位にステート・ストリートが、第6、7位にチェースが、ソニー（同40.4%）は第2位にステート・ストリートが、第3位と第7位にチェースが、さらに松下電産（同22.1%）は10位にステート・ストリートがそれぞれ登場している。これらは米銀ゆえ当然だが、銀行本体の自己勘定による所有ではなく、カストディアン銀行として最終投資家から保管を委託されているのである。

カストディアン業務とは何か？コア業務として証券保管、決済、報告、インカム・コレクション（利子、配当の受取）、節税対策が挙げら

れる。コア以外の業務として、為替、送金、キャッシュマネージメント、証券貸借等が挙げられる²⁾。報告とは保有有価証券の時価評価報告、キャッシュマネージメントとはポートフォリオ中の現金の管理運用である。

こうしたカストディアン業務はなぜ伸長してきたのか？旧東京銀行証券管理部の顧客向けパンフレットはグローバル・カストディー業務拡大の背景を以下のように説明している。

「本邦の投資家の国際分散投資の進展に伴い、本邦の証券会社、機関投資家、金融機関の間では外国分散投資にかかる膨大な事務処理の効率化、省力化を求める声が高まって参りました。

多数の市場で証券の保管、受け渡しを行う必要から、世界各地の多数のカストディアンに口座を保有するようになった結果、海外投資に係わる事務は複雑をきわめるようになり、保有する証券、資金の現状の把握を行うことすら困難を感じるといった事態が生ずるに至っております。

例えば、証券を購入、売却した場合でも、各国各々のカストディアンにテレックス、ファク

表4 国際優良株の株主構成とカストディアン銀行

(%)

キャノン	ソニー	松下電器産業
第一生命	8.3	モクスレイ&C o.
日本トラスティサー	4.3	ステート・ストリート
ステート・ストリート	3.9	チェース(ロンドン)
富士銀行	3.2	住友信託銀行信託口
三菱信託銀行信託口	2.9	さくら銀行
チェース(ロンドン) SL オムニバス・アカウント	2.7	三菱信託銀行信託口
チェース(ロンドン)	2.7	チェース(ロンドン) SL オムニバス・アカウント
モクスレイ&C o.	2.4	レイケイ
日本生命	1.8	東京三菱銀行
安田火災	1.7	東洋信託銀行信託口
		住友銀行
		日本生命
		住友生命
		住友信託銀行信託口
		松下興産
		三菱信託銀行信託口
		あさひ銀行
		モスクレイ&C o.
		住友海上
		ステート・ストリート

出所：『会社四季報』、2001年春号

シミリ等で受け渡しの指図を出し、各々のカスタディアンへの指定する方法で決裁資金の手当をする必要があります。残高を把握するにしても各国ごとに異なるカスタディアンに照会し、バラバラのレポートを集めては正確なポジションを把握するのは何日も後になってしまいます。ここに利金・配当金の取立や税金の還付請求手続きが加わりますと、收拾がつかない状況に陥っても不思議ではありません。

かかる状況を打開するための決定打として、東京銀行グループが開発したものがBOTグローバル・カスタディー・サービスです。³⁾

すなわち国際分散投資の普及に伴う、多様な事務処理代行のニーズがカスタディアン業務成長の背景といえよう。旧東京銀行などのグローバル・カスタディアン業務は同行との一括契約により、世界各地の分散投資の事務処理が代行されるものである。世界各地の現地におけるサブ・カスタディアンとしては旧東銀の現地法人がこれにあたっていた。

旧東京銀行は現在、言うまでもなく東京三菱銀行となっているが、国内窓口は東京三菱銀行証券管理部となり、メインカスタディアンはルクセンブルク東京三菱銀行であり、アメリカ、イギリス、ドイツについては東京三菱の現地法人がサポートし、それ以外の地域についてはサブカスタディアンと契約している。こうしたネットワークによって売買指示、代金支払い、証券受け渡しなどが代行されている⁴⁾。

90年代後半に、BIS規制が強化されるなか、日本の都銀をはじめ、各国商業銀行によってカスタディアン業務は注目され、各行とも同業務を強化してきた。カスタディアン業務による保管証券は自己勘定ではなく、BISの自己資本比率の分母に入らないうえ、手数料ビジネスとし

て収益性が高いからである。旧東京銀行の場合、国内投資家の外国証券投資の14~15%、海外投資家の対内証券投資の18~19%をカスタディアン業務により預かっていた、と言われる⁵⁾。ただ邦銀のカスタディー業務手数料はディスクリージャーされていない。

もともとカスタディアン業務はアメリカの商業銀行が先行し、ノウハウを蓄積させている。米銀は80年代からのリストラのなかでカスタディアン業務に注力しており、同業務は米銀再建のひとつの柱となった。表5はグローバル・カスタディアンの世界ランキングである。

示されるように、表5最右欄の94年現在では、上位5行の米銀、チェース、シティ、J. P. モルガン、ステート・ストリート、バンカース・トラストがずばぬけて高いシェアをおさえていた。上位5行でカスタディー資産合計1兆4,532億ドルで、上位20行合計の2兆9,516億ドルの49%を占めていた。しかも米銀が強く、「上位10のうち7が、そして上位25のうち12が米系である。」⁶⁾とされていた。90年代前半にはこうしたカスタディアン業務について米銀優位が続いてきた。91年においてすでに、シティ、バンカース、ステート・ストリート、チェース・マンハッタン優位が報じられていた⁷⁾。

しかし表5の左側の2000年現在で見ると、まず上位5行のカスタディー資産合計は8兆8,569億ドルで、上位20行合計の13兆6,086億ドルの65%にも達し、一層の寡占化が進んだことがわかる。これはカスタディアン業務はシステム構築が決定的に重要であるため、スケールメリットを求めて、M&Aによる買収などが続いている。2000年に第2位のバンク・オブ・ニューヨークの場合、94年には第7位であったが、98年にモルガン・スタンレー・ディーン・ウィッ

表5 グローバル・カストディアン

(100万ドル)

	銀行	カストディー資産 (2000年3月)	直接的管理額	サブカストディ アンへの委託	カストディー資産 (1994年3月)
1	チェース・マンハッタン	2,327,000 (17.1)	1,329,000	998,000	452,400 (15.3)
2	バンク・オブ・ニューヨーク	1,966,000 (14.4)	919,000	1,047,000	140,000 (4.7)
3	ドイツ銀行	1,862,454 (13.7)	1,691,108	171,346	欄外
4	シティー	1,625,000 (11.9)	1,410,800	214,200	323,267 (11.0)
5	ステート・ストリート・バンク &トラス	1,076,400 (7.9)	514,000	562,400	219,800 (7.4)
6	BNPパリバ	674,614	630,597	44,017	欄外
7	ブラウン・ゴラザース・ハリマン	590,213	310,016	280,197	97,000
8	メロン・グループ	510,000	219,600	290,400	201,410
9	香港上海銀行	478,596	152,210	326,386	135,583
10	東京三菱銀行	437,064	436,623	441	138,434
11	ノーザン・トラス	366,478	210,956	155,522	63,049
12	富士銀行	295,758	277,065	18,693	欄外
13	ロイヤル・トラス・カナダ	289,708	128,309	161,399	64,729
14	ソシエテ・ジェネラル	282,285	193,294	88,991	欄外
15	フォーティス・バンク	181,811	19,138	162,673	欄外
16	バンカ・コマーシャル・イタリアーナ	176,069	0	176,069	欄外
17	日本興業銀行	154,412	71,351	83,061	欄外
18	ピクテ	122,000	—	—	欄外
19	住友信託 (アメリカ)	90,634	66,906	23,728	53,067
20	カス・アソシエート	72,054	4,306	67,748	欄外
	合計	13,608,550	—	—	2,951,576

出所: *Institutional Investor*, October 1994, P. 121 及び September 2000, P. 179 から作成

注: ①メロン・グループの1994年はABNアムロとメロントラスの合計

②香港上海銀行の1994年はミドランド銀行を含む合計

③東京三菱銀行の1994年は三菱銀行分を除く

ターのカストディアン部門を買収し、さらに99年にイギリスのロイヤル・バンク・スコットランドを買収した。このため2000年には2位に浮上した。また周知のように、ドイツ銀行は94年には欄外であったが、1999年に94年ランキング5位のバンカース・トラスを買収し、一挙にカストディアン部門を強化した。この結果、従来は圧倒的に米銀優位であったが、2000年からは欧州系も含めて、グローバル銀行の競争が激しくなった。この他、94年12位の香港上海銀行が94年20位のミドランド銀行を買収し、2000年には9位に浮上した。

またイギリスの場合、銀行のみならず年金などのファンドマネージャーがカストディアン業務を営めるといふ問題がある。したがって銀行のみならず年金も貸株業務を営め、ロンドンでは証券貸借はより一般的である。これはそもそも、イギリスでは信託関係があいまいで、ファンドマネージャー、カストディアン、トラステイヤーが未分離という事情と密接である。イギリスで発生したマクスウエル事件では年金資産が貸株によって喪失したものと見なされていた⁸⁾。いずれにせよ銀行、年金によるカストディアン業務による株券貸借が、決済面からSEAQイン

ター拡大を促進してきた一因である。

V. ロンドンで売買される日本株の特質

90年代における日本株のマーケットメーカーは、日系の旧四大証券（山一を含む）、旧新日本、旧興銀インターという日系合計6社の他、英系5社、米系6社、スイス系2社となっていた。日系大手証券とゴールドマンサックスが高いシェアを有していると推定されていた。マーケットメーカーにとってはロンドンでの株のマーケットメイクの実績が、ユーロ市場でのエクイティーものの引受シェアに影響してくるため重視せざるえないようである。また日系企業が80年代後半からワラント等を大量発行し、ワラントのアービトラージ取引が活発化し、このため米系投資銀行のシェアが高まったようである。

この20社程度のマーケットメーカーによって、100程度の銘柄が確定気配値で取引されている。この100程度の銘柄の売買を東証など国内市場と比較するためには、ロンドンの売買を2で割ることが必要である。ここで「2で割る」という意味は、東京は競売買で1取引が1とカウントされるが、ロンドンマーケットメーカー制であるため売りで1取引、買いで1取引、合計2取引とカウントされるからである。ただしロンドンでも業者間売買は1取引とカウントされており、ロンドンの出来高を2で割ることは、あくまでラフな比較方法である。

個別銘柄レベルで、ロンドンで売買される比率が高い日本株を93年から97年にかけて比較したものが、表6である。表6によると、93年でもTDKやイトーヨーカ堂が対東証比30%に迫り、キャノン、本田技研、大和ハウスが24～

25%に達している。この他、ソニー、NEC、日立などが活発に売買されている。ここから言うことは、第一に表6からみる限り個別銘柄でみてもロンドンでの売買は無視できない規模に達している、ということである。ビッグバン前にはイギリス株の取引はアメリカのADR取引等でかなりの流出がみられ、ロイター等についてはアメリカの売買高がロンドンの2倍に達したと言われている⁹⁾。明確な物差しが存在するわけではないが、ロンドンにおける日本株取引の対本国比が20～30%という水準は決して低い水準ではない。

第二に表6の銘柄を見る限り、概して「外人好み」の銘柄が中心ということである。外人持ち株比率（2001年現在）をみると、TDK35%、本田技研20.5%、キャノン39.5%、ソニー40.4%、京セラ31%となっている。おしなべて外国人の好む銘柄がロンドンの日本株取引の中心になっており、外国人投資家（欧米機関投資家）がロンドンでの日本株取引を担っていることは否定できない。後述のように日本の投資家もロンドンで日本株を取引していると推定されるが、やはり基本は外国人投資家であろう。

しかし第三に、必ずしも国際優良銘柄として外国人投資家から好まれている、とは言い難い銘柄も表6には含まれている。そのひとつは熊谷組である。熊谷組は94年に東証一部での売買高が2億1,600万株に対し、ロンドンでは9,142万株とロンドンの対東証比は42.32%に達し、対東証比で94年に第三位に登場した。また95年にも熊谷組の売買高は東証で2億1,163万株に対し、ロンドンでは5,675万株で、やはり対東証比は26.81%に達した。表7に示されるように、熊谷組の外国人持株比率は94年に5.9%であり、決して高い水準とは言い難いものであった。

表6 ロンドンで売買される比率が高い日本株 (1000株, %)

	企	業	名	東証	ロンドン	比率								
93年	1	T	D	K	51,434	14,529	28.25							
	2	積	水	ハ	ウ	ス	253,321	69,469	27.42					
	3	イ	ト	ー	ヨ	ー	カ	堂	98,570	26,723	27.11			
	4	本	田	技	研			200,061	51,321	25.65				
	5	大	和	ハ	ウ	ス		184,747	46,927	25.40				
	6	キ	ャ	ノ	ン			324,186	80,032	24.69				
	7	三	井	信	託	銀	行	154,232	37,502	24.32				
	8	積	水	化	学			130,933	31,192	23.82				
	9	小	松	製	作	所		226,561	51,630	22.79				
	10	東	京	海	上			352,883	77,672	22.01				
	—	熊	谷	組				196,344	24,348	12.04				
94年	1	青	山	商	事		2,097	12,748	607.92					
	2	オ	ー	ト	バ	ッ	ク	ス	セ	ブ	ン	3,388	2,148	63.40
	3	熊	谷	組				216,002	91,416	42.32				
	4	三	井	信	託	銀	行	155,463	54,046	34.76				
	5	積	水	ハ	ウ	ス		184,728	62,315	33.73				
	6	ク	ラ	レ				127,030	42,626	33.56				
	7	シ	チ	ズ	ン	時	計	120,002	40,130	33.44				
	8	キ	ャ	ノ	ン			371,956	109,258	29.37				
	9	大	和	ハ	ウ	ス		145,311	40,225	27.68				
	10	本	田	技	研			236,394	63,341	26.79				
95年	1	オ	ー	ト	バ	ッ	ク	ス	セ	ブ	ン	335	2,917	870.60
	2	青	山	商	事		3,109	12,894	414.72					
	3	ク	ラ	レ				144,617	55,341	38.27				
	4	積	水	ハ	ウ	ス		200,253	75,280	37.59				
	5	三	菱	化	学			361,652	122,580	33.89				
	6	山	ノ	内	製	薬		143,569	46,590	32.45				
	7	三	井	信	託			228,009	72,701	31.89				
	8	安	田	信	託			159,523	50,120	31.42				
	9	日	本	郵	船			290,392	90,767	31.26				
	10	日	本	電	気			828,405	257,085	31.03				
	—	熊	谷	組				211,633	56,747	26.81				
96年	1	青	山	商	事		1,076	8,829	820.5					
	2	オ	ー	ト	バ	ッ	ク	ス	セ	ブ	ン	908	2,686	295.8
	3	三	菱	自	動	車	工	業	268,672	746,857	278.0			
	4	ソ	ニ	ー				218,844	328,627	150.2				
	5	日	本	電	気			705,570	329,308	46.7				
	6	積	水	ハ	ウ	ス		177,717	75,300	42.4				
	7	川	崎	重	工	業		532,185	196,106	36.8				
	8	中	部	電	力			30,898	9,438	30.5				
	9	日	商	岩	井			380,458	109,240	28.7				
	10	さ	く	ら	銀	行		418,569	119,245	28.5				
	—	熊	谷	組				189,480	28,834	15.2				
97年	1	青	山	商	事		1,198	12,241	1021.8					
	2	オ	ー	ト	バ	ッ	ク	ス	セ	ブ	ン	1,715	3,608	210.4
	3	エ	ー	ザ	イ			146,975	171,607	116.8				
	4	松	下	電	産			686,005	555,683	81.0				
	5	三	井	海	上			199,373	135,533	68.0				
	6	ト	ヨ	タ	自	動	車	787,806	461,703	58.6				
	7	松	下	電	工			272,176	147,401	54.2				
	8	積	水	ハ	ウ	ス		205,539	93,816	45.6				
	9	三	菱	自	動	車		291,328	130,160	44.7				
	10	東	京	ガ	ス			496,574	203,607	41.0				
—	熊	谷	組				387,139	41,366	10.7					

出所：東証、「証券」各号から作成

表7 熊谷組の大株主構成

年	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
大株主	1	土地興業 12,205 (17.9)	土地興業 122,205 (17.9)	土地興業 12,205 (17.9)	土地興業 122,205 (17.9)	土地興業 122,205 (17.9)	土地興業 122,205 (17.9)	土地興業 122,205 (17.9)
	2	熊谷太三郎 31,558 (4.6)	熊谷太一郎 32,005 (4.7)	住友銀行 21,927 (3.2)	住友銀行 21,927 (3.2)	住友銀行 21,927 (3.2)	住友銀行 21,927 (3.2)	住友銀行 21,927 (3.2)
	3	住友銀行 21,297 (3.2)	住友銀行 21,297 (3.2)	熊谷太一郎 17,939 (2.6)	熊谷太一郎 17,910 (2.6)	熊谷太一郎 17,913 (2.6)	熊谷太一郎 17,916 (2.6)	住友銀行 21,297 (3.2)
	4	住友信託銀行 19,721 (2.8)	住友信託銀行 18,592 (2.7)	三菱信託銀行 15,378 (2.2)	三菱信託銀行 15,758 (2.3)	三菱信託銀行 16,419 (2.4)	三菱信託銀行 16,929 (2.4)	熊谷太一郎 17,925 (2.6)
	5	三菱信託銀行 16,591 (2.4)	三菱信託銀行 17,328 (2.5)	三菱信託銀行 15,271 (2.2)	三菱信託銀行 12,116 (1.7)	三菱信託銀行 12,116 (1.7)	三菱信託銀行 12,116 (1.7)	三菱信託銀行 12,116 (1.7)
	6	三菱信託銀行 13,502 (1.9)	三菱信託銀行 15,349 (2.2)	三菱信託銀行 14,586 (2.1)	三菱信託銀行 11,336 (1.6)	三菱信託銀行 11,908 (1.7)	三菱信託銀行 9,757 (1.4)	三菱信託銀行 8,804 (1.2)
	7	東洋信託銀行 12,876 (1.8)	東洋信託銀行 14,797 (2.1)	東洋信託銀行 12,116 (1.7)	東洋信託銀行 10,548 (1.5)	東洋信託銀行 10,488 (1.5)	東洋信託銀行 8,174 (1.2)	東洋信託銀行 8,000 (1.1)
	8	三井信託銀行 11,623 (1.7)	三井信託銀行 12,565 (1.8)	三井信託銀行 10,896 (1.6)	三井信託銀行 10,417 (1.5)	三井信託銀行 9,245 (1.3)	三井信託銀行 8,000 (1.1)	三井信託銀行 7,954 (1.1)
	9	安田信託銀行 9,988 (1.4)	安田信託銀行 9,498 (1.3)	東洋信託銀行 10,375 (1.5)	東洋信託銀行 8,863 (1.3)	東洋信託銀行 8,185 (1.2)	東洋信託銀行 7,466 (1.0)	東洋信託銀行 6,829 (1.0)
	10	日本生命 9,158 (1.3)	日本生命 9,128 (1.3)	日本生命 9,079 (1.3)	東洋信託銀行 8,499 (1.2)	熊谷科学技術財団 8,000 (1.1)	東海銀行 6,829 (1.0)	日本生命 6,462 (0.9)
株価	外国人	34,002 (4.9)	40,461 (5.9)	65,109 (9.5)	82,085 (12.0)	84,599 (12.4)	38,477 (5.6)	21,619 (3.1)
	高値 安値	788 (1月) 376 (8月)	625 (5月) 400 (11月)	573 (8月) 425 (1月)	625 (1月) 353 (6月)	470 (5月) 321 (11月)	288 (1月) 76 (11月)	159 (1月) 64 (1月)
成	含み損益 (100万円)	66,028	82,267	73,888	73,476	77,467	49,725	15,294
	連結1株あたり 利益 (円)	1.5	▲ 8.1	▲ 12.2	▲ 11.8	▲ 11.0	▲ 304.1	▲ 2.9
	従業員数 (平均年齢)	9,473 (38.6)	9,342 (39.0)	8,901 (38.8)	8,626 (39.6)	8,506 (39.8)	8,274 (40.0)	7,950 (40.2)
平均資金 (円)	568,561	539,000	526,052	536,693	543,855	554,041	539,878	510,383

出所：「会社四季報」，各年新春号から作成

周知のように熊谷組は現在、銀行の債権放棄が実施されるなど、極めて厳しい経営状態に置かれている。2000年12月28日には、金融機関によって4,300億円もの債務免除が同意された¹⁰⁾。この4,300億円という金額は2001年年初までに実施されたゼネコンの債務免除としては、飛鳥建設の6,400億円に次ぐ金額である。しかし熊谷組の場合、この債務免除によって再建への展望が見えたわけではない。新聞報道によると、依然として熊谷組の含み損は1,800億円程度あると言われ、最終赤字を防ぐためには今後年間160億円程度の経常黒字が必要だが、2001年度の経常利益は100億円に満たない、と言われる¹¹⁾。

こうした2001年における熊谷組の経営危機はすでに90年代前半から表われており、表7が示すように94年にすでに連結1株あたり利益は赤字に転落していた。こうした連結ベースでの業績悪化は主として、海外事業の失敗に起因していた。94年2月時点で新聞は、「熊谷組が経営体質改善の柱として進めている海外不動産の売却が、今期は600億円強になる見通しとなった。海外での積極投資などの結果、前期末で有利子負債が7,000億円強に達し、収益を圧迫している。そこで今年度から5年間で3,000億円の海外不動産を売却する計画だ。今期、600億円強の売却で2百数十億円の海外事業整理損が特別損失として発生する見通しだが、固定資産売却益を計上、最終損益は黒字を確保する。」¹²⁾としている。

もともと熊谷組などゼネコン準大手は原子力発電所の建設などの技術力では大手ゼネコンに格差をつけられており、この格差を埋めて大手に追い付こうとしたことから、海外不動産投資に注力したが、失敗したと言われている¹³⁾。熊谷組はピーク時には5,000億円を超える海外不動

産投資を行っており、こうした海外不動産投資は本体からの保証債務で資金調達されており、94年でも熊谷組本体が4,000億円を超える保証債務を抱えていた¹⁴⁾。したがって海外不動産の売却が94年から進められていたが、それに伴い不動産の売却損が発生し、連結ベースでは赤字に転落していた。さらに95年には福岡空港の庁舎新築工事で熊谷組幹部が贈賄で逮捕され、全国の自治体が熊谷組に指名停止処分をとったため、官公庁工事受注が95年に大きく減ったことも拍車をかけた¹⁵⁾。こうした状況のなかで、熊谷組の株主は漸次的に熊谷組の株式を売却していった、と見られる。

表7で熊谷組の株主構成の変遷を見てみる。まず大株主である土地興業、住友銀行、熊谷太郎（現社長）の持株数はほとんど変化していない。特に土地興業と住友銀行は全く株数に変化がない。

93年から2000年にかけて持株数を減らし、株主としての順位を下げたのは、信託銀行である。住友信託は93年に1,972万株を保有し、第4位の株主であったが、毎年保有株数を減らし、99年には保有株数は795万株で第8位になり、2000年にはついに上位10位から名前が消えた。三菱信託も93年には1,659万株を保有し第5位の株主であったが、98年には747万株の保有に減少し第9位株主になった。そしてついに99年から三菱信託の名前は消えた。93年に第7位株主であった東洋信託、第8位株主であった三井信託もほぼ同様である。

信託銀行が熊谷組などゼネコン株を売却したのは、なぜか？新聞報道では、「金融機関がゼネコン（総合建設会社）の株式持ち合いを急速に解消していることが、帝国データバンクの調べでわかった。主要ゼネコン93社について、各

社の上位10位以内の大株主となった金融機関が全体に占める割合は、98年3月期には55.1%となり、前期から4.4ポイント下がった。政策保有見直しの一環で、財務内容の悪い会社の多いゼネコンが主な対象となっている現状を裏付けた格好だ。～(中略)～特に減少が目立つのが信託銀行で、98年3月期には122社(ゼネコン93社の上位10位までの大株主に入っている総数一引用者注)と1年間で43社が大株主から姿を消した。～(中略)～信託銀行の場合、年金運用など顧客の預り資産による株式保有もあるため一概には言えない面もあるが、信託銀行を中心にゼネコンとの持ち合い解消を進める動きが加速している現状を裏付けたと言えそうだ。¹⁶⁾としている。さらに「ゼネコンと金融機関の株式持ち合い解消が加速している。都市銀行や信託銀行など金融機関は、総資産圧縮や運用対象銘柄の見直しに伴う売却を急ぎ、ゼネコンは決算対策や有利子負債返済に充てるのが狙い。～(中略)～ゼネコンはここ数年、不良資産の処分などで発生した損失を株式売却益で埋めるため、段階的に持ち合い解消を進めてきた。金融機関の売却は、信託銀行が目立つ。～(中略)～(信託銀行は一引用者注)投資信託など機関投資家の運用資産を預る「信託勘定が大半」としているが、持ち合い株も含む模様。」¹⁷⁾とされている。表7における主要信託銀行の株数減少からみても、信託銀行のゼネコン株売却は信託勘定だけでは説明できず、本体保有の持ち合い株売却と推定される。

熊谷組の経営が悪化していたことは、表7における連結1株あたり利益が94年に8.1円の赤字となり、98年には304円の赤字に拡大したことで明らかである。2000年においても、バブル期に購入し、簿価の半分以下に下落した販売用

不動産の評価損が計上されるなどの動きが続いている¹⁸⁾。2001年においても、依然としてバブル期に購入した土地の評価損計上を迫られるという実態には、バブル期における同社の「個店主義」や「造注」と言われるスタイルが影を落としている、とされる。「個店主義」とは、権限を大幅に現場におろすと同時に、支店間での競争を成長の源泉とするものである。また「造注」とは、将来の受注を当て込んで土地を先行取得するものである。そして購入した土地を担保にさらに銀行借入れを拡大した。こうしたスタイルは海外でも展開され、ピーク時には7,000億円を超える不動産を抱えたとされる¹⁹⁾。こうした不動産が巨額の評価損を発生させ、熊谷組むけ銀行融資は不良債権となっていった。

住友銀行の2000年中間期決算では不良債権処理額が当初見込みより1,000億円上回り3,500億円に達したが、これは住友銀行が熊谷組むけの約5,000億円の予信全額を「要管理債権」から「危険債権」に分類し直したため、とされる²⁰⁾。住友銀行は熊谷組のメインバンクとして、表7においても保有株数に変化はなく、また2001年に決着した熊谷組への債権放棄でも、約2,600億円(他の銀行の放棄拒否などで、当初の熊谷組からの要請を約300億円上乘せ)負担している²¹⁾。

他方、かつて住友銀行につぐ準メインバンクであった住友信託銀行は4,300億円の債権放棄合意額のうち約240億円を引き受けたに過ぎなかった。もともと熊谷組は住友信託銀行の株式を約350万株保有し、また長期借入れ金残高1,121億円のうち住友信託からの借入れが185億円に達する(住友銀行は122億円)など極めて密接な関係にあった(いずれも平成元年度)²²⁾。熊谷組による住友信託銀行株保有は平成2年3月には433万株(投資有価証券)に増加したが、

平成10年3月には289万株（しかも一時所有の有価証券）に減少し、平成12年3月には一時所有有価証券も含めて、主要な保有株式から姿を消した。すなわち熊谷組による住友信託銀行の株式保有は90年代から徐々に減少し、2000年以降は持ち合いとしての保有は無くなっていったと推定される。

また熊谷組の借入れにおいて、平成10年3月期には長期借入れ金残高3,213億円のうち、住友信託からの借入れは397億円（シェア12.3%）であったが、短期借入れ金残高2,719億円については住友信託からの残高は46億円（同1.7%）であった。さらに平成12年3月期には、長期借入れ金残高2,798億円のうち、住友信託分は228億円（同8.1%）、短期借入れ金残高5,999億円について住友信託分は432億円（同7.2%）となった。銀行と事業法人の関係において、長期的もしくは固定的な関係は長期金融に表われるであろうから、長期借入れ金残高において住友信託のシェアが低下していることは、同行が熊谷組向け融資において消極的であった側面を示していると見られる。また熊谷組の短期借入れ金において住友信託の残高が増加していることは、住友信託が長期からの振替を進めていたと見られる。

こうした熊谷組による住友信託銀行株の売却、熊谷組の長期を中心とする借入れ金残高における住友信託銀行のシェア低下のなかで、住友信託サイドも持ち合いによる熊谷組株式の株式売却に動いていった、と推定される。90年代を通じて、銀行が持ち合い株式のクロス取引や売却を進めていった背景には複数の要因があるとみられる。90年代前半から半ばには、不良債権処理を進めるために、含み益を計上し、経常利益を嵩上げしていたことである。さらに

2002年3月期から導入される持ち合い株式への時価会計の導入である。同年度からは有価証券の含み損益を株主資本に加減算し、含み損の場合にはその6割を配当原資（資本剰余金と期間損益の合計）から差し引くこととなった。このため含み損が拡大すると、配当不能に陥るリスクが高まった。東京三菱銀行を除く大手銀行には、公的資金が注入され、政府が優先株を出資しているが、仮に無配となると、優先株には議決権が発生し、大手銀行は国有化される可能性がある。このため銀行は無配に転落するリスクを避けるため、持ち合い株を急速に売却している²⁹⁾。

大手銀行は2000年度に合計で3兆円程度（簿価ベース）の持ち合い解消のための売却を実施したと言われる。みずほが9,000億円、UFJが6,300億円、三菱東京が2,300億円などであり、これら合併した銀行グループに続いて住友信託も1,500億円もの株式売却を実施したと言われる²⁹⁾。こうした巨額の持ち合い解消のための株式売却が実施されたなかで、大手銀行全体で有価証券の含み損益は2000年3月期における7兆4,240億円の含み益から、2001年3月期には770億円の含み損へ転落した。含み益が計上されている銀行は五行だけであり、東京三菱が4,700億円、三和が3,727億円、東海が1,062億円、三菱信託は750億円、住友信託は509億円となっている²⁹⁾。他の銀行は全て含み損であり、さくら銀行は3,462億円の含み損となっている。こうした状況において、無配転落のリスクが高まっており、各行は持ち合い株式売却に動いている。

2001年3月においても、ロンドンにおける日本株売買が増加した。要因として、海外機関投資家（外国人投資家）による日本株売買の増加も一因と考えられる。しかし以上で見てきたような、日本の株式相互持ち合い解消、銀行を中

心とする金融機関による持ち合い株式売却がロンドンで実施されていると推定される。やはり持ち合いの相手企業が了解していない保有株の売却が実施されており、それがロンドンで売却されている、と推定される。

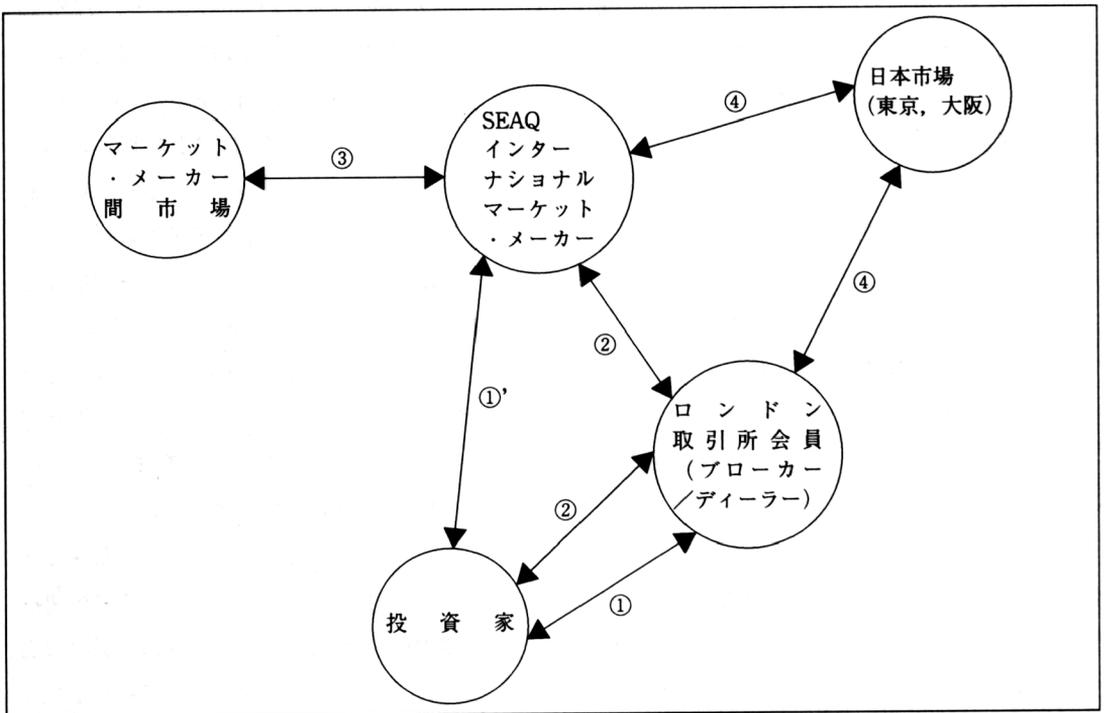
VI. ロンドンの日本株の市場構造

ロンドンの日本株取引には4種類ほどの形態があるが、ここには厳密には場外取引とみなされるもの、東証につながれている取引でダブルカウントされているもの等が含まれている。図2は日本株の市場構造の概念図である。ロンドンの日本株取引には4形態ある。1の取引はマーケットメーカー以外の会員業者が投資家の売買に仕切り売買（自己ポジションで対応し、日本につないでポジション調整しないこと。いわ

ばロンドンで仕切ってしまう取引。）で応じるもの、1'は同様にマーケットメーカーが仕切り売買で応じるもの、2は会員がブローカーとして仲介してマーケットメーカーと売買するもの、3はマーケットメーカー間市場、4は会員業者かマーケットメーカーが仲介して日本につながるものである。これら4つの取引が全て「取引所取引」としてカウントされているわけである。

第一の問題点としては、マーケットメーカーが関与していない取引が含まれることであろう。マーケットメーカー制のもとでは、マーケットメーカーは市場そのものであり、取引所そのものである。マーケットメーカーによって、需給適合がはかられ、取引所の本質的機能が遂行されているからである。したがってマーケットメーカー制のもとでのマーケットメーカーを介さ

図2 ロンドンの日本株取引の市場構造



出所：ヒアリングにより著者作成

ない取引というものは、本来場外取引とみなされるはずである。つまり図2の1の取引は場外であろう。

第二の問題点としては、4の取引のようにロンドンで完結せず、日本へつながれている取引が含まれていることである。この部分は同じ取引がロンドンと日本の双方でダブルカウントされることとなる。そしてこの「つなぎ取引」は季節要因で変動するが、90年代半ばにおいては、ロンドンの出来高の5～7割にもあたると言われていた。ロンドンの出来高が実態より嵩上げされている側面である。

同時に興味深いことは、90年代半ばにおいて、なぜロンドンの投資家はロンドンの証券業者（日系証券ロンドン現法）経由で日本株を発注し、日本の証券会社（日系証券東京本社）に直接発注しなかったのか？、ということである。もちろん時差もあろう。しかしそれだけでは説得力に乏しい。ここには日本の固定手数料をめぐる歴史的に複雑な事情が絡んでいたようである。

大阪証券取引所、東京証券取引所の受託契約準則（平成6年4月1日改訂）がわが国の固定制時代の委託手数料率を定めていた。委託手数料表は一般料率と特別料率からなっており、特別料率規定のbに次のように定められていた。「外国の証券業者及び証券業を営む外国の銀行が有価証券を売り付けまたは買い付けを委託した場合の委託手数料は、一般料率中当該有証券に係わる区分に定める料率により算出した額の80パーセントとする。ただし、株券の売買取引において売り付け又は買い付けの約定代金が10億円を超える場合については、約定代金が10億円である場合の委託手数料額の80パーセント以上の額で、当該正会員と当該外国証券業者との

合意により定められた額とする。」²⁶⁾

このように取引所の準則は外国の非会員である証券業者が会員の本邦証券業者に委託した場合、手数料を8割とすることを定めていた。そして通常、非会員からの委託注文については、非会員と会員の間で手数料を半々とするため、外国の非会員証券業者からの委託注文については、外国非会員証券業者と本邦会員証券業者の間で4割ずつ手数料を受け取るようになっていた。取引所準則はこのように外国証券業者からの手数料を定めていた。ところが、ロンドンの日系証券業者の間で以上の準則が拡大解釈され、「外国証券業者」のみならず「外国機関投資家」の場合にも、手数料は8割とされ、これが慣例として定着してしまった模様であった。その場合、日系証券ロンドン法人が手数料の4割、日系証券東京本店が4割を受け取ることとなる。

したがってロンドンの機関投資家からすれば、東京に日本株を直接発注すれば、ロンドンにおける「外国証券業者」もしくは「外国機関投資家」という適用がなされないため、10割の手数を支払わねばならない。またこれに時差が加わる。しかしロンドンの日系証券現地法人経由とすれば、手数料は8割で済む。また日系証券ロンドン現地法人からすれば東京本社からの手数料4割キックバックはロンドン法人の収益対策として重要である。こうした利害関係から、取引所準則にかかわらず、機関投資家の手数料は8割が慣例として定着していたようである。加えてロンドンでの取引所取引とは「会員が取り扱い、取引所に報告したもの」なので、会員が単に日本の市場につないただけでも取引所取引としてカウントされる。結果的には図2の4の取引が増加したわけである。

さらに真偽のほどは定かではないが、ロンドンの市場関係者の間では米系投資銀行（ロンドンと日本の双方で会員権を所有）による手数料ダンピングも指摘されていた。すなわちロンドンで機関投資家から米系投資銀行ロンドン法人が委託注文を受け、これを米系投資銀行東京法人が自己売買として発注し、よってロンドンでの委託手数料をダンピングするといった行為である。こうした行為は取引所規則に違反するものであり、噂の領域をでないものかもしれないが、ロンドンでの手数料競争の激しさを物語るものではあろう。

第二の問題点の説明が長くなったが、90年代半ばにおいて、上記の二つの理由からロンドンでの日本株取引の出来高は実態より嵩上げされていたと考えられる。またさらに、コスト面からも持ち合い解消が、ロンドン経由でなされる側面があったと見られる。これは日本の法人が持ち合い解消をはかる場合、イギリス機関投資家に委託し、ロンドン経由で売買することで、売買コストが8割に低下すると同時に、名義がイギリス機関投資家に代わるからである。以下では、日本の法人が持ち合い解消をする場合、イギリス系投資顧問などと特定金銭信託契約を結ぶことを通じて、持ち合い解消が「外国人」名義となる仕組みも明らかにする。

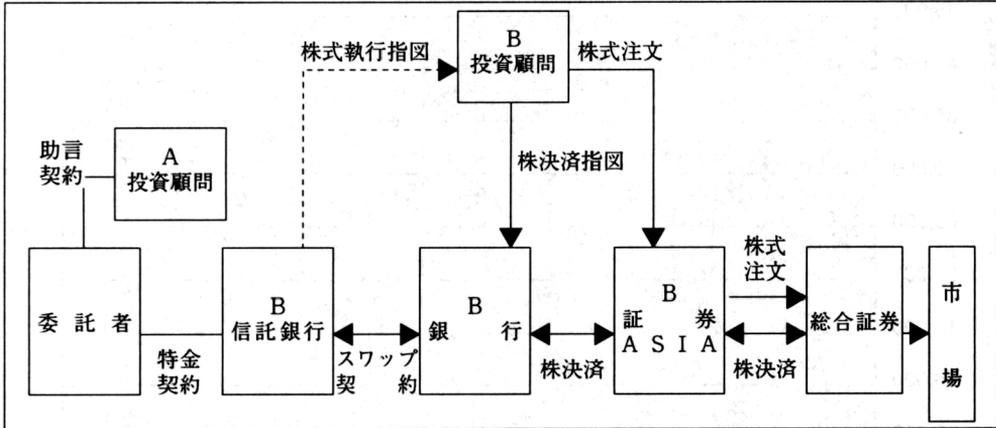
ロンドン取引所は90年代前半にSEAQインター日本株取引の投資家構成を発表した²⁷⁾。経済雑誌等で紹介されていることもあり²⁸⁾、本稿では概要のみにとどめる。ロンドン取引所によると、英系ファンドマネージャーと英系その他機関投資家が出来高の45%程度を占め最大で、日系機関投資家は17%でそれに次ぐ、というものである。しかし筆者がロンドン証券取引所にヒアリングしたところでも、この調査結果はアン

ケート調査によりものであり、信ぴょう性に欠けるようである。例えば、日系証券投資顧問のロンドン法人がアメリカの年金を運用しているような場合、その投資家が「日系」であるか、「英系」であるか、「米系」であるか、回答は回答者に一任されたとのことである。したがって「日系機関投資家」が意味するところは明らかではない。

90年代において、会員証券はもちろんだが、取引所非会員の生保、信託を含め、国内ファンドが日本株の売買をロンドンに直接発注することは暗黙のうちに実質規制されていた。会員証券は市場集中義務から、生保、信託は監督官庁との関係からである。後者については何ら明文化されたものが存在せず論証が不可能であるが、筆者のヒアリングにたいし複数の生保、信託がその旨回答している。

しかし依然として日本の投資家がロンドンで日本株を取引している可能性は否定できない。そのひとつの形態は事業法人や信託銀行など金融機関が特定金銭信託契約を英系投資顧問と結び、イギリス機関投資家名義でロンドンにおいて売買する方法である。図3は国内法人が外国人名義で東証、大証において取引することを可能にする特金のスキームである。国内法人は外資系信託B行と特金契約を結ぶ。さらにB信託はスワップ契約をB銀行と結ぶ。ここでのスワップ契約とは、B信託とB銀行が証券売買の名義を交換するという単純なものである。これによって国内法人の売買の名義はB銀行となる。海外のB銀行の名義で海外のB証券に発注され、日本国内の総合証券から日本の市場に「外国人買い」または「外国人売り」として注文されることとなる。こうして東証、大証に国内法人の売買が「外国人」の売買として出てくる。ロン

図3 特別特金の仕組み



出所：証券会社資料

ドンで日本の国内法人が「イギリス機関投資家」名義で売買するには、もっと単純なスキームで可能である。図3の左半分でよい。つまり国内法人は英系信託銀行と特金契約を結び、さらに外資系銀行と名義交換のスワップ契約を結べば、外資系銀行の名義でロンドンで売買が可能となる。

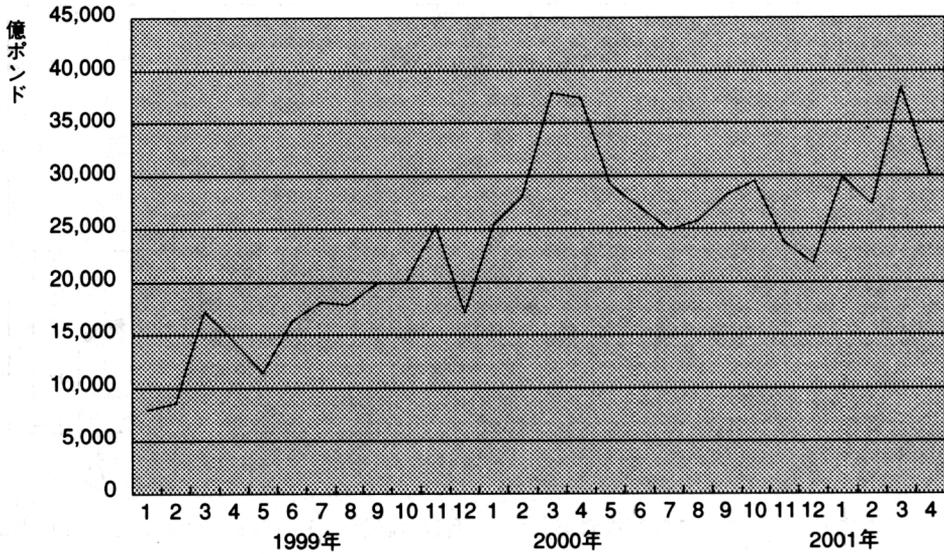
ひとつの問題は、なぜ国内で売買するのに「外国人」名義にするのか、なぜロンドンで売買するのに「英系」名義にするのか、ということである。これは従来の日本型の株式持ち合い構造のなかでは、持ち合いの解消売りはやはり相手方から歓迎されない、ということであろう²⁹⁾。持ち合い解消の「売切り」はもちろんだが、買い戻す「益だしクロス」ですら歓迎されないようである。クロスの場合には、買い戻すわけであり、所有者の簿価が上昇するものの相手方には何らの経済的不利益は発生しないはずである。しかしそれは「理論」であって、現実とは異なるようである。現実には益だしクロスが振られると、証券会社にはクロスを振られた側の企業から電話がかかり、クロスを振った企業はどこか、といった質問がなされるようである。通常、証券

会社は顧客名を明らかにすることはないが、万が一クロスを振った企業名が判明すれば取引上デメリットが発生するであろうことは想像に難くない。したがってクロスを振る側の企業は極力自社名を伏せようとする。上述の特別特金などによる「名義替え」はこうした背景において十分理解されよう。

図4はロンドンにおける日本株売買代金の推移である。図4から読み取れる第一の特徴は、すでに確認してきたところであるが、1999年以降、傾向的にロンドンの日本株売買はふたたび増加していることである。1999年1月には80億ポンドに満たない程度であったが、2001年にかけて傾向的に増加し、2000年以降月間で400億ポンドに迫る月も見受けられる。基本は1999年から外国人投資家による日本株売買が増加してきたため、と見られる。

しかし第二の特徴として、1～3月期になると売買高が増加する傾向が読み取れることである。売買代金は99年1月における80億ポンドから同3月には172億ポンドへ、また2000年1月の254億ポンドから2000年3月には379億ポンドへ、さらには2001年1月における299億ポンドから2001

図4 ロンドンにおける日本株売買代金



年3月には385億ポンドへとそれぞれ増加した。3月という日本における決算期直前に売買が増加することは、日本の投資家が決算対策としての取引をしている、と推定される。すなわちロンドンの日本株取引の一部は、日本の法人による決算対策としての「益だしクロス」あるいは「持ち合い解消の売切り」とみられる。その場合、すでに述べたような日本的慣行から名義が表面化することを避けるために、ロンドン市場において「イギリス機関投資家」名義で売買することが選好されたのであろう。

90年代には生保、信託は監督官庁との関係から、会員証券は市場集中義務からロンドンでの売買を避けてきたようであるが、金融機関が不良債権処理のためにも、特金契約等を介してロンドンで売買していた可能性が高い。もちろん表6でみたように、ロンドンの日本株取引で上位にランキングされる銘柄は外国人持ち株比率が高く、外国人好みの銘柄であって、ロンドンの国際機関投資家が日本株を売買していることは基本的にあきらかである。しかしただそれだ

けではなく、日本の金融機関等が決算対策として益だしクロス等をロンドンで振っていた、もしくは持ち合い株式の解消を売切りで行っていた可能性が高い、ということである。日本の法人による持ち合い解消売りの一部は特金等を通じて、イギリス機関投資家名義でロンドンで取引され、さらにその一部は国内市場の取引でポジション調整されていたと見られる。

Ⅶ. むすびに代えて

本稿で見てきたように、ロンドンの日本株取引は90年代半ばに、日本が固定手数料制でありコスト面からロンドンが割安であったこと、日本企業による持ち合い解消などの動きが開始されたこと、等々を背景として増加した。しかし90年代後半に日本で固定手数料制が廃止され、また有価証券取引税も廃止されたことなどから、ロンドンでの日本株取引は沈静化した。しかし、1999年から再び、ロンドンでの日本株取引は増加し、その対本国比率は上昇している。これは

1999年からの外国人投資家による日本株売買が活発化したことも一因であろう。しかし、現在でも期末の3月になると、ロンドンでの日本株取引は増加しており、依然として日本の投資家による売買がなされている可能性が高い。銀行が保有する持ち合い株に時価会計が導入されつつあることも大きく影響していると思われる。

日本的な慣行やシステムが依然として色濃く残存しているからこそ、ロンドンで日本株が売買されているのである。ロンドンで日本株が活発に売買される、もしくは外国人投資家による日本株投資が増加する、といった現象はそれ自体はグローバルイゼーションであろう。しかし、日本においてはグローバルイゼーションが日本的システムと並存しつつ進行している、もしくはグローバルイゼーションと見える現象が日本的システムの裏返しであることも見落としてはならないだろう。

注

- 1) 小林襄治, 「信用取引と貸株市場」, 『青山経済論集』第45巻第3号, 1993年12月, 同, 「米英の貸株市場」, 『大口取引に係わる株式委託手数料の自由化について—証券取引審議会作業部会報告—』, 資本市場研究会
- 2) Chase Manhattan Bank, *The 1993 Global Custody Survey*, September 1993
- 3) 東京銀行証券管理部, 「グローバル・カストディーサービスのご案内」, 1995年。

- 4) 東京三菱銀行, 「東京三菱グローバル・カストディー・サービスのご案内」, 2001年。
- 5) 日本経済新聞, 94年6月6日付
- 6) *Institutional Investor*, October 1994
- 7) *Financial Times*, September 24, 1991
- 8) *Euromoney*, February 1993, および*Financial Times*, December 9, 1992
- 9) 拙著, 「ロンドンの機関投資家と証券市場」, 1995年, 法律文化社, 132ページ。
- 10) 日本経済新聞, 2001年5月22日付
- 11) 日本経済新聞, 2001年6月1日付
- 12) 日本経済新聞, 1994年2月9日付
- 13) 日本経済新聞, 1994年4月15日付
- 14) 日経金融新聞, 1994年5月27日付
- 15) 日本経済新聞, 1995年10月10日付および同1995年12月6日付
- 16) 日経金融新聞, 1999年1月22日付
- 17) 日経金融新聞, 1998年1月19日付
- 18) 日本経済新聞, 2000年6月10日付
- 19) 日経産業新聞, 2000年9月4日付
- 20) 日経金融新聞, 2000年11月22日付
- 21) 日経産業新聞, 2001年2月12日付
- 22) 有価証券報告書, 熊谷組, 平成元年3月期
- 23) 日本経済新聞, 2001年4月26日付
- 24) 日本経済新聞, 2001年4月24日付
- 25) 日本経済新聞, 2001年4月28日付
- 26) 大阪証券取引所, 受託契約準則, 25ページ。
- 27) LSE, *Stock Exchange Quarterly*, Autumn 1993, p33
- 28) 二上季代司, 「日本株取引はロンドンに流出しているのか」, 『金融財政事情』, 1994年8月8日号
- 29) 拙稿, 「企業金融の日本の特質」, 二上季代司編, 『日本型金融システムの転換』, 中央経済社, 1994年所収。従来の日本的株式持ち合いにあっては、持ち合いは相互信認を意味していた。したがって持ち合いは「おつきあい」であると同時に、相手方への儀礼を伴う。こうした関係において、相手方の承認なしに(通常承認なしだが)クロスを取ることは「信認」を取り消し、礼儀を欠くこととなろう。

(立命館大学教授当所客員研究員)