

## ビッグ・バン前夜におけるジョバー商会の経営と競争

稲富, 信博  
九州大学大学院経済学研究院 : 助教授 : 金融論

<https://doi.org/10.15017/1038>

---

出版情報 : 経済学研究. 68 (1), pp.35-57, 2001-08-20. 九州大学経済学会  
バージョン :  
権利関係 :

# ビッグ・バン前夜におけるジョバー商会の経営と競争

稲 富 信 博

## I はじめに

1986年のビッグ・バンによってロンドン証券取引所（以下、LSEと略称）の旧来の取引慣行および競争条件は、以下のように大きく変容を遂げた<sup>1)</sup>。

1. 最低委託固定手数料が廃止され、交渉手数料制が導入された。
2. ジョバーとブローカーの単一資格制（single capacity）が廃止され、ブローカー・ディーラーとして活動しうる二重資格制（double capacity）が導入された。  
また、ジョビング・システムに代わって競争的マーケット・メーカー制が導入された。

3. 外部機関の会員への資本注入が完全自由化された。
4. スクリーン・ベースの自動気配システム SEAQ (Stock Exchange Automated Quotation) が導入された。

このうち、1と2がLSEの取引機構であったジョビング・システム（jobbing system）の廃止に関係した<sup>2)</sup>。さて、ジョビング・システムとは、辞書的に定義すると「1986年のビッグ・バンまで長くLSEで行なわれていたクオート・ドリブン（quote driven）型の取引機構であり、委託売買業務を行なうブローカーと自己売買業務を行なうジョバーを同時に営むことはできないとする単一資格制の下で、ブローカーは委託注文をジョバーとの取引によって執行し、その際、ジョバーは、ブローカーに対しジョバーにとっての買値（例えば97p、pはpence）と売値（100p）の両方を答え、それは値付けと言われるが、もしブローカーがその価格に同意した場合には売買に応じなければならない取引機構」ということができる。ちなみに、建値の差、スプレッド（spread）、上記の例では3pがジョバーの利得の源泉になる。

このように、ジョビング・システムはブローカーの活動をも含む概念であるが、ブローカーの活動については、わずかであるが有力商会の社史によって一部分明らかにされている<sup>3)</sup>と同

1) ビッグ・バンの内容として、1986年11月に成立した「金融サービス法」とそれによる証券規制構造の変化を含めることがあるが、ここではLSEそれ自体の改革としてビッグ・バンを捉えている。前者の例として、西條信弘『金融制度の改革と証券業—自由化・グローバル化時代の証券市場』東洋経済新報社、1994年、45—8頁参照。

2) ビッグ・バン直前に議論された最低固定手数料と単一資格制の関連については、W. A. Thomas, *The Securities Market*, Philip Allan, 1989, pp. 23-5. (飯田隆、稲富信博、小林襄治訳『イギリスの証券市場—ビッグ・バン以後』東洋経済新報社、1991年、29—31頁)。また、両者がLSEに導入された歴史的経緯については、W. A. Thomas, *The Big Bang*, Philip Allan, 1986, pp. 5-6. (鈴木芳徳他訳『イギリスの金融・証券革命』東洋経済新報社、1988年、7—8頁) および稲富信博『イギリス資本市場の形成と機構』九州大学出版会、2000年、338—40頁参照。

時に、資本市場が一定発展している諸国のブローカーの活動をもつても理解することができる。しかし、LSEの独自の存在であるジョバー商会の活動については、有力商会の社史もなく、理解する手だてはきわめて少ない。

このような状況にあるジョバー商会の活動を、1978年の『独占・合併委員会報告書』<sup>4)</sup>を素材にして、明らかにしようとするのが本論文の課題である。この独占・合併委員会の報告書とは、1977年9月に、当時のジョバー商会（会社形態をとっていたジョバー商会もあるが、LSEでの呼称jobbing firmsに従って本論文ではこう称する）の中で、規模の点では第4位にあったジョバー商会、スミス・ブロス社 (Smith Bros Limited) が第5位にあったビスグッド・ビショップ社 (Bisgood, Bishop & Co. Limited) を吸収する合併案が合意されたことに由来する。この合併案はLSE理事会 (Council) の認可を獲得したのであるが、吸収されるビスグッド社の「純資産 (net assets)」 (後述するように、ここでの純資産の定義は一般の語法とは大いに違う) が1973年公正取引法 (Fair Trading Act) の規定する500万ポンドを超す、763万ポンドであったため、合併が公益に反するかどうか、独占・合併委員会の5名の委員からなる小委員会に付託された<sup>5)</sup>。その調査の内容と、その結論、「公益 (public interest) には反しない」ということが、報告書の形で発表されたものである。最終的には、両社は合併には至らな

かったが、この報告書を検討することによって、ビッグ・バン前夜の1970年代後半におけるジョバー商会の経営状況と競争状態を明らかにしようとするのが本論文の課題である。

この課題を果たすことは、ビッグ・バンの原因を分析する予備的作業と位置付けることができる。ビッグ・バンの原因として、大きく、第2次大戦後からの機関投資家の増加と、ユーロ市場の確立や1979年の為替管理の撤廃に代表される証券投資の国際化という2つを挙げることができる。本論文では、第1の原因、機関投資家の増加がジョバー商会に与えた影響の一端を明らかにする。この時期のイギリス資本市場を検討した1次資料として、1980年に最終報告書が提出されたウィルソン委員会報告がある。しかし、ウィルソン委員会報告のジョバーに関する分析では、多くの点でこの独占・合併委員会報告書によっており、この報告書の方が、より詳細な検討がなされている点で価値がある。

では、報告書の章分けに従いつつ、若干の資料を加え検討しながら、当時のジョバー商会とそれを取り巻く状況を分析しよう。ただ、報告書の内容と筆者の検討・補足が区別しにくい叙述もあるので、その場合、後者を {} で括っている。

3) そのような最近の試みとして、カザノブ社 (Cazenove & Co.) の社史 D. Kynaston, *Cazenove & Co: A History*, B. T. Batsford, 1991. を検討した、小林襄治「証券ブローカーとマーチャント・バンカー 英国証券ブローカー、カザノブ社の歴史から」『証券研究』第109巻、1994年があり、197頁では数少ない証券業者の社史が挙げられている。

4) The Monopolies and Mergers Commission, *Smith Bros Limited and Bisgood, Bishop & Co. Limited, A Report on the Proposed Merger*, February 1978.

5) 独占・合併委員会および公正取引法については、L. Hannah, *The Rise of the Corporate Economy*, Methuen & Co., 1976, p. 176. (湯沢威、後藤伸訳『大企業経済の興隆』東洋経済新報社、1987年、182頁) および R. Clarke, *Industrial Economics*, Basil Blackwell, 1985, pp. 239-42, 257-9. (福宮賢一訳『現代産業組織論』多賀出版、1989年、310-4、334-6頁) 参照。

## II 独占・合併委員会報告の内容と検討

### Chapter 1 : General background

Chapter 1では、ジョバー商会を取り巻く全般的状況が、主としてLSE理事会の証言をもとに概観されている。まず、ジョビング・システムの長所が4点、挙げられている。

- (1) 流動性があり効率的な市場の提供。
- (2) 単一資格制によって顧客と会員間の利益相反が避けられていること。
- (3) 集中された需給によって価格形成が行なわれていること。
- (4) ブローカーが顧客の注文を付合わせる (match) 必要がないこと。

{最後の点は、上記の表現だけの説明しかないが、ブローカーが顧客の注文を付合わようとする場合、即時に売買することが不可能であるが、ジョビング・システムでは即時の売買が可能であるという長所を意味しているのである。}

当時、既に問題となっていたジョバー商会の競争状態として、LSE理事会は、同一証券に3名のジョバーがいれば有効な競争 (effective competition) が行なわれているとし、場合によっては2名でも十分だと主張している。

また、競争状態に影響するものとして、特に大口取引に関して、ジョバーが共同して注文を受ける、共同受注簿 (joint book) が用いられている事実が指摘されている。ただし、それらは、まれであり、大半が一時的なもので、24時間を超える場合は、理事会の許可が必要であった。

次に、ジョバーがブローカーに対して最初に答える値付けに関して、そのスプレッドをジョ

バー間で協定していることが最近、一般的となったことが指摘されている。それは、最低スプレッド (minimum price spread) に関する協定と呼ばれ、例えば、最初の事例にある3pをジョバー間で合意することである。ただし、あるジョバーが、価格水準を変え、96p-99pと値付けすることは自由であり、ブローカーが注文の手の内をさらし、売り注文をもっているか買い注文をもっているかを明らかにすると、スプレッド以内での取引も可能となるといわれている。ちなみに、Chapter 3ではビスグッド社が関係している協定数が挙げられていて、当社の取扱証券1,200銘柄中、1/4弱の、269銘柄に関して協定を結んでいる。うち16銘柄が、当時の30種Financial Times普通株指数を構成する銘柄であり、155銘柄が500種のFinancial Times Actuaries 指数を構成する銘柄となっており、{流動性の高い銘柄でスプレッド協定が結ばれていることが分かる。}

以上2つの慣行が、競争制限的であるかどうかについては、Chapter 5で検討されている。

市場の構造変化として、第1に挙げられているのはジョバー商会の減少である。表1は、報告書に挙げられている数字をその他の資料より拡充した表である。まず、表の説明をすると、パートナー (partner) とは所属している商会に出資している会員で、アソシエイト・メンバー (associate member) とは、会員であるが、商会には出資をせず雇われている会員を表わす。公認クラーク (authorised clerk) とは、会員でないが、立会場でジョバーとして活動することを許されている従業員を指す<sup>6)</sup>。また、下段の数字は、地方の証券取引所とLSEが合併した

6) J.D. Hamilton, *Stockbroking Today*, Macmillan, 1968, pp. 307, 318.

表1 ジョバー商会数の推移

年	商会数 (1)	パートナー (2)	1商会当たり のパートナー (2)/(1)	アソシエイト・ メンバー (3)	公認 クラーク (4)	ジョバー (2)+(3)+(4) (5)	1商会当た りのジョバー (5)/(1)
1908						3,300	
1920	411	1,465	3.6				
1930	358	1,248	3.5				
1940	278						
1945	254	852	3.4				
1950	187	791	4.2			791	
1960	100	545	5.5	166	88	799	8.0
1965	60	417	7.0	198	135	750	12.5
1970	31	273	8.8	219	130	622	20.1
1975	16	149	9.3	274	103	526	32.9
1977	14	203	14.5	226	99	528	37.7
1975	21	231	11.0	331	107	669	31.9
1977	20	225	11.3	233	101	559	28.0
1979	20	199	10.0	301	111	611	30.6
1980	19	203	10.7	281	103	587	30.9
1985	17	209	12.3	255	127	591	34.8

(注) 下段の数字は地方業者の数を含む。

(出所) The Monopolies and Mergers Commission, *Smith Bros Limited and Bisgood, Bishop & Co. Limited, A Report on the Proposed Merger*, February 1978, p. 6, table 1, 2. および D. T. A. Kynaston, 'The London Stock Exchange, 1870-1914: An Institutional History', 1983. (PhD, thesis of London University), p. 68. R. C. Michie, *The London Stock Exchange: A History*, Oxford U. P., 1999, p. 301, table 7. 1. *The Stock Exchange Fact Book*. より作成。

1973年以降の、地方のジョバー商会を含んだ数字である。見られるように、ジョバー商会数は1920年から傾向的に減少しているが、1960年代から70年代にかけての減少は著しく、結果、1977年時点でロンドンには14社、地方には6社しか存在していない。

しかも、すべてが大規模商会ではなく、表2のように報告書では、大手 (larger firms) 5社、国債 (ギルト・エッジ) 専門の4社、中小の5社、地方の6社と分類されている。しかし、実際は、大手5社のうち、アクロイド・スミザーズ社 (Akroyd & Smithers Ltd) とウェッド・ダラハー・モーダント商会 (Wedd Durlacher

Mordaunt & Co) <sup>7)</sup> が事実上の大手2社を形成し、残り3社を準大手と呼ぶことができる、と指摘されている。大手2社のアクロイド社とウェッド商会の業務分野を見ると、国債、prior chargesと呼ばれる優先株・社債、さらに、株式を取り扱い、全分野をカバーしていることが分かる。ちなみに、ヨーロッパとはその地の株式を意味している。{表3は、取扱会社数から

7) アクロイド・スミザーズ社が1975年に公開会社になったのに対し、ウェッド・ダラハー・モーダント商会はビッグ・バンまでパートナーシップ形態を維持していた (M. Reid, *All-Change in the City; The Revolution in Britain's Financial Sector*, Macmillan, 1988, p. 37.)。

表2 ジョバー商会の分類

ジョバー商会	所在地	業務分野
大手商会		
Akroyd & Smithers Ltd.	ロンドン	国債、Prior charges、国内株式
Wedd Durlacher Mordaunt & Co.	ロンドン	国債、Prior charges、国内株式、ヨーロッパ
Pinchin Denny & Co.	ロンドン	Prior charges、国内株式、極東、ヨーロッパ
Smith Bros Ltd.	ロンドン	国内株式、南ア金鉱山、オーストラリア
Bisgood, Bishop & Co. Ltd.	ロンドン	Prior charges、国内株式
国債専業		
Charlesworth & Co.	ロンドン	} 国債だけ
Giles & Cresswell	ロンドン	
Wedd Owen	ロンドン	
Wilson Watford	ロンドン	
中小商会		
Jenkins	ロンドン	国内株式
Medwin Lowy	ロンドン	外国債、国内株式
Pulley (Charles T.) & Co.	ロンドン	国内株式、オーストラリア、南ア金鉱山
Rattle (Harold) & Co.	ロンドン	国内株式、オーストラリア、金鉱山以外の南ア
White & Cheeseman & Co.	ロンドン	外国債、国内株式、オーストラリア、鉱山
地方業者		
Aitken Campbell	グラスゴー	} 主として一流株式と地方企業
Edwards Jones & Wilcox	バーミンガム	
Kerr Leather & Hollows	マンチェスター	
McLean (R. A.) & Co.	グラスゴー	
Moulsdale Rensburg	リヴァプール	
Woodcock Derry & Co.	ブリストル	

(出所) The Monopolies and Mergers Commission, *op.cit.*, p. 25, appendix 1.

見た、ジョバー商会の活動状況である。この分野では、ウェッド商会が第1位、次いでアクロイド社の順となり、スミス社が第4位、ビスグッド社が第5位の地位を占めている。}

第2の市場構造の変化として、投資家タイプと取引の性格の変化が挙げられている。この点は周知の事実であるが、前者の投資家タイプの変化は、機関投資家の増加と個人投資家の減少である。報告書によれば、イギリスの国内株式とprior chargesの保有率は、市場価額で1963

～75年間に機関投資家は28%から47%へと増加し、個人投資家は54%から38%へと減少している。{また、ウィルソン委員会報告によれば、1977年時点国債の41%が機関保有であった<sup>8)</sup>。} 当然このことが、取引の性格に反映され、大口取引が増加している。機関投資家の取引が、

8) Committee to Review the Functioning of Financial Institutions, Cmnd., 7937, 1980, *Report and Appendices*, p. 499, table 3.68 (西村閑也監訳『ウィルソン委員会報告』日本証券経済研究所、1981年、772頁、表3.68)

表3 ジョバー商会の取扱会社数(1977-8年)

ジョバー商会	取扱 会社数 (1)	単独取扱 会社数 (2)	比率 (2)/(1) %	全上場会社に 対する取扱会 社数の比率%
Wedd Durlacher Mordaunt & Co.	2,365	155	6.6	62.7
Akroyd & Smithers Ltd.	1,832	151	8.2	48.6
Pinchin Denny & Co.	1,506	79	5.3	39.9
Smith Bros Ltd.	898	45	5.0	23.8
Bisgood, Bishop & Co. Ltd.	639	16	2.5	16.9
Rattle (Harold) & Co.	382	26	6.8	10.1
White & Cheeseman	333	3	0.9	8.8
Medwin & Lowy*	277	3	1.1	7.3
Kerr, Leather & Hollows <sup>(P)*</sup>	205	3	1.5	5.4
Edwards Jones & Wilcox <sup>(P)</sup>	179	4	2.2	4.8
R. A. McLean & Co. <sup>(P)</sup>	172	2	1.2	4.6
Woodcock, Derry & Co. <sup>(P)</sup>	144	1	0.7	3.8
C. T. Pulley & Co.	142	25	17.6	3.8
Aitken Campbell & Co. <sup>(P)</sup>	114	—	—	3.0
S. Jenkins & Son.	99	46	46.5	2.6
Moulsdale Rensburg <sup>(P)</sup>	43	—	—	1.1

(注)「全上場会社」には非上場会社も含む。(P)は地方業者。\*は1984年時点で存在しない商会。

(出所)D. C. Corner, 'Is there still a job for the jobbers', *The Banker*, February 1978, p. 96.

株式では代表的な取引規模が約35,000ポンドであり、国債ではしばしば100万ポンドの規模であるのに対し、個人では両者とも平均1,500ポンドにすぎない。

さらに、機関投資家が同一パターンの投資行動を採ると指摘され、個人投資家にはそうした同一性は見られないが、個人投資家の取引頻度が減少していると指摘されている。

第3の変化として、取引所側は認めていないが、ジョバーの唱えるスプレッドが近年拡大していること、第4の変化として、価格の短期的変化が著しいことから、価格のvolatilityが増加していることが市場関係者に認められていると指摘されている。この原因として、取引規模

の拡大、大口取引の常態化、機関投資家の投資行動の同一性、さらに、インフレーションと金利の頻繁な変更が挙げられている。

#### Chapter 2 : The parties to the proposed merger

Chapter 2では、両社の沿革、経営組織、経営規模、財務状況に触れられている。これらは旧来十分には分からなかった、ジョバー商会の活動の一端を示してくれる貴重な情報であり、あとで若干の検討を試みる。まず、報告書でどのように記述されたかを見てみよう。最初に会社別に検討されている。

### (1) スミス・ブロス社

当社は、1924年に取引を開始したパートナーシップの業務を引き継ぐために、1963年5月31日に無限責任をもつ私会社(private company)<sup>9)</sup>として法人化された。その後、1969年に有限責任会社として再登記され、公開会社となった。直後に発行株式の25%が私募により機関投資家に売却された。さらに、1973年に一般公募を実施することにより、LSEの上場を獲得した。78年現在、スミス社の株式は、他の3社のジョバー商会によって取り扱われている。

LSE規則に従い、すべての取締役は無限責任を負う。アソシエイト・メンバーは有限責任か無限責任かを選択することができるが、ほとんどが無限責任を選択している。10名の取締役のほか、約40名のアソシエイト・メンバーが無限責任である。

最初のパートナーシップは種々の産業証券を選択的に取り扱っていたが、次第に取り扱い範囲を拡大し、現在では約960社(銘柄数で約1,600種)の株式や転換社債を取り扱っている。1972年4月に、他の商会の閉鎖によって得られた人材を活用して、国債市場に参入した。しかしながら、相当な損失を被り、約3ヶ月後、他の商会と同様に、ジョビング技術が確立されている外国業務を含む市場に限定することを選択し、国債市場から撤退した。

スミス社は南ア鉱山株を取り扱っている唯一の大手ジョバー商会であるが、1978年1月のドル・プレミアム・サレンダー(dollar premium

surrender)の廃止後に、アクロイド社が南ア鉱山株の取扱いを開始すると公表している。

{このドル・プレミアム・サレンダー規定については、若干説明を要する。この規定は、イギリス居住者が外貨建て証券を売却した時には、受取外貨の25%をポンドへ転換(引渡し:surrender)することを要求し、75%しか自由に非ポンド証券の購入に利用できないとするものであった。その結果、このような制限なしに自由に利用可能なドルにはプレミアムが付き、米国証券の購入コストを押し上げる結果となった。この規定は、1965年4月に一時的措置として導入されたが、1972年には以前のスターリング圏の証券まで拡大され、当時、1970年代中葉までLSEが保持していた数少ない国際市場の1つであった南ア・オーストラリア鉱山株市場の衰退をもたらすこととなった。この引渡し規定が78年に廃止されることになったのである<sup>10)</sup>。}

当社の取引組織は以下の通りである。10人の取締役の内、2人は取引に従事しない取締役(non-dealing directors)であった。他の8人の取締役は特定の市場分野に責任を持ち、自己の取引受注簿を有している。各取締役の配下には、彼らの全般的な管理を受けながら、自己の受注簿を持ち取引を行なう幾人かのジョバーがいる。会社は、彼らの活動を、特に全体的な資金ポジションと関連にさせて調整しなければならない。この調整過程の一部として、市場が開く前に、資金と証券のポジションを検討す

9) 1948年会社法によれば、articles of association(通常定款)によって、株式の譲渡を制限し、株主数を50人以内に制限し、株式・社債の公募を禁じている会社である(田中英夫他編集『英米法辞典』東京大学出版、1991年、665頁)。

10) R. C. Michie, *The London Stock Exchange: A History*, Oxford U.P., 1999, pp. 520-4. および W. M. Clarke, *Inside the City: A Guide to London as a Financial Centre*, Allen & Unwin, 1979, p. 84. (山中豊国、服部彰訳『現代の国際金融市場』文眞堂、1985年、93頁)



る会議が開かれ、生ずるであろう事態について  
の見解が議論されるが、1日の取引進行に従っ  
てこの見解は変更されることがある。各営業日  
の最初と最後に、各々の受注簿のブル・ポジ  
ションとベア・ポジションの額が査定され、会  
社の総リスクが評価される。

会社の役職員は、10名の取締役、37名のアソ  
シエイト・メンバー、18名の公認クラーク、  
113名の事務職員によって構成されている。

## (2) ビスグット・ビショップ社

当社は約75年前に設立され<sup>11)</sup>、主として運輸  
産業に関連する会社証券を取り扱った。戦間期  
に航空機や機械会社などの新興株式市場に業務  
を拡大し、1968年に海運株式、1975年には醸造  
株式の取引に着手した。当社は現在、約1,200  
銘柄の証券を取り扱っているが、海外証券を取  
り扱っていないし、海外の証券取引所会員とは  
提携関係を有していない。prior chargesを取  
り扱っている4社の内の1社であるが、国債は  
取り扱っていない。

パートナーシップであった当社は1971年に無  
限責任会社に変更され、1972年には有限責任会  
社として再登記された。この時、3社の金融機  
関が各々10%の株式を獲得した。

現在、当社には6名の取締役と、その意味は  
判明しないが、2名の特別取締役 (special  
directors) と、無限責任を負う10名のアソシ  
エイト・メンバーがいる。さらに、30名の公認  
クラークと50名の事務職員がいる。6名の取締  
役のうち、3名が取引取締役で、各々が株式市

場の特定分野の取引およびその分野の受注簿を  
もつジョバーを管理している。2名の特別取締  
役もそれぞれ特定分野を管理している。当社は、  
前日の取引を参考にして、毎朝ポジションを査  
定している。立ち会い時間中にポジションは再  
評価され、特に定期取引終了直前には入念に行  
なわれる。

## (3) 財務情報

以上の両社の沿革、経営組織について、両社  
の財務状況が検討される。その詳細は、表4、  
5に示されている。それらの数字から第1に読  
みとれることは、両社とも1973~77年度にかけ  
て利潤率が減少していることである。しかも、  
表6のように、経費の相当部分を占める、取締  
役および(一部分利益ベースで報酬が支払われ  
る)ジョバーの報酬が、インフレに応じては増  
加していないので、利潤の減少が幾分隠蔽され  
ている。

1万ポンド以上を稼得する職員は、通常、立  
会場で取引をするジョバーである。スミス社で  
は、(取締役以外の)ジョバー数(アソシエ  
イト・メンバー+公認クラーク)は35人から55人  
へと増加し、ビスグット社では、22名から40名<sup>12)</sup>  
と増加しているため、両社の場合とも、1万  
ポンド以上を稼得する職員の比率は減少してい  
る。

さて、両社の借入金取引水準に応じて、  
日々変動するので、平均使用資本額と、独占委  
員会が通常判断の基礎とする、総資金に対する  
利払前および税引前の利益率は本ケースでは適

11) 1904年12月にE. N. BisgoodとE. D. Bisgoodがパー  
トナーシップを結び、Edward Bisgood & Co. を設立し  
たことが確認される(London Stock Exchange; The  
Committee for General Purposes, *Minutes*, 12 Dec.  
1904.)。

12) 報告書はこの数字を30名としている。しかし、ビ  
スグッド・ビショップ社の場合、取締役以外に、10  
名のアソシエイト・メンバーと30名の公認クラーク  
がいるので、取締役以外のジョバー数は40名となる。  
よって、報告書の数字30名は間違いと推測される。

表4 スミス・ブロス社の取引額・利益・資本

	1973年度	1974年度	1975年度	1976年度	1977年度
	£ m	£ m	£ m	£ m	£ m
取引額 (1)	1,559	1,976	2,055	2,167	1,578
LSE 会社証券取引高 (2)	18,762	13,872	19,105	15,587	22,526
(1)/(2) %	8.3%	14.2%	10.8%	13.9%	7.0%
	£ 000	£ 000	£ 000	£ 000	£ 000
利払前利益	1,648	2,195	1,564	1,010	1,215
支払利息	433	691	195	197	391
税引前利益	<u>1,215</u>	<u>1,504</u>	<u>1,369</u>	<u>813</u>	<u>824</u>
平均使用資本額					
株式資本金	1,500	1,813	2,154	2,183	2,183
利益剰余金	848	1,112	1,405	1,556	1,668
自己資本	<u>2,348</u>	<u>2,925</u>	<u>3,559</u>	<u>3,739</u>	<u>3,851</u>
銀行・その他借入金	<u>6,145</u>	<u>6,855</u>	<u>9,760</u>	<u>10,782</u>	<u>10,182</u>
総資金	<u>8,493</u>	<u>9,780</u>	<u>13,319</u>	<u>14,521</u>	<u>14,033</u>
取引額 £ 100 当たりの	%	%	%	%	%
利払前利益の比率	10.6	11.1	7.6	4.7	7.7
支払利息の比率	2.8	3.5	0.9	0.9	2.5
税引前利益の比率	7.8	7.6	6.7	3.8	5.2
自己資本当たりの					
借入金の比率	261.7	234.4	274.2	288.4	264.4
税引前利益の比率	51.8	51.4	38.5	21.7	21.4

(注) 決算日は、4月30日あるいは直近の定期取引最終日。

(1) は売り契約の合計。

(出所) The Monopolies and Mergers Commission, *op.cit.*, pp. 10, table 4, 26, appendix 2.

(2) *The Stock Exchange Fact Book.*

当な尺度ではない。バランス・シート上の期首および期末の数字は1年間の平均を表わしていないし、日々の平均は計算できるが、借入の availability を反映しているわけでない。さらに、両社とも一時的にジョビング業務に必要な資金を運用して利子を獲得し、利払い額を減少させようとしている。ビスグット社は相当の借入金を利用しつつも、ここ数年ネットの受取利子を得ている。

両社は相当額の取引をファイナンスするため、大いに短期借入に依存している。スミス社の定款は取締役達の借入権限を自己資本の5倍に限

定している。1977年4月30日時点で、それは約2,000万ポンドとなる(表7参照)が、若干低い限度枠が現在取り決められている。当社はファイナンスを主として銀行に負っており、必要水準のLSEの上場証券を預け入れることによって提供されている。1977年中、借入額は時々限度枠に近づいた。

ビスグット社は350万ポンドまでの銀行借入枠を獲得しているが、それは取決めにより増加可能である。しかし、当社は公認されたLSEの money-broker からの借入に大いに依存しているが、この場合必要な水準の担保が提供されるな

表5 ビスグッド・ビショップ社の取引額・利益・資本

	1973年度	1974年度	1975年度	1976年度	1977年度
	£ m	£ m	£ m	£ m	£ m
取引額 (1)	544	468	380	666	660
LSE 会社証券取引高 (2)	18,762	13,872	19,105	15,587	22,526
(1)/(2) %	2.9%	3.4%	2.0%	4.3%	2.9%
	£ 000	£ 000	£ 000	£ 000	£ 000
利払前利益	1,257	744	638	817	490
支払 (受取) 利息	93	(133)	(227)	4	(20)
税引前利益	1,164	877	865	813	510
平均使用資本額					
株式資本金	100	100	100	100	100
利益剰余金	898	1,283	1,611	1,863	2,030
自己資本	998	1,383	1,711	1,963	2,130
社債	621	653	374	92	-
銀行・その他借入金	2,419	1,735	2,525	4,091	5,111
総資金	4,038	3,771	4,610	6,146	7,241
取引額 £ 100 当たりの	%	%	%	%	%
利払前利益の比率	23.1	15.9	16.8	12.3	7.4
支払 (受取) 利息の比率	1.7	(2.8)	(6.0)	0.1	(0.3)
税引前利益の比率	21.4	18.7	22.8	12.2	7.7
自己資本当たりの					
借入金の比率	242.4	125.5	147.6	208.4	240.0
社債・借入金の比率	304.6	172.7	169.4	213.1	240.0
税引前利益の比率	116.6	63.4	50.6	41.4	23.9

(注) 決算日は、4月30日あるいは直近の定期取引最終日。

(1)は売り契約の合計。

(出所) The Monopolies and Mergers Commission, *op.cit.*, pp. 10, table 4, 27, appendix 3.

(2) *The Stock Exchange Fact Book*.

表6 両社の取締役と職員の報酬

年度	取締役の平均報酬 (単位: £ 000)		£ 10,000 以上を稼得する職員数	
	Smith	Bisgood	Smith	Bisgood
1973	13	18	15	11
1974	21	16	28	11
1975	25	14	28	8
1976	21	17	19	7
1977	22	17	17	12

(出所) The Monopolies and Mergers Commission, *op.cit.*, p. 11, table 5.

表7 スミス・ブロス社のバランス・シート(1977年5月6日)

(単位: £000)			
ブル・ポジション	12,348	ベア・ポジション	7,654
品貸料	7,974	取引所会員に対する借り	4,608
取引所会員に対する貸し	7,569	その他に対する借り	488
その他に対する貸し	280	未払税金	348
現金	78	未払配当	257
固定資産	8	銀行・その他借入金	11,097
子会社への投資	2	株式資本金	2,183
還付法人税	133	利益剰余金	1,757
	28,392		28,392

(出所) *Ibid.*, p. 28, appendix 4.

表8 ビスグッド・ビショップ社のバランス・シート(1977年5月6日)

(単位: £000)			
ブル・ポジション	5,165	ベア・ポジション	2,407
品貸料	2,511	取引所会員に対する借り	2,813
取引所会員に対する貸し	3,474	その他に対する借り	124
その他に対する貸し	75	未払税金	255
CDおよびTB	2,008	未払配当	170
現金	56	銀行・その他借入金	5,454
固定資産	25	株式資本金	100
還付法人税	91	利益剰余金	2,082
	13,405		13,405

(出所)表7と同じ。

らば特別な限度枠は設定されない。当社は借入権限に対して何らの制限を課していないが、最大1,200万ポンドを借入れ可能と計算している。

合併が行なわれ、新会社がスミス・ブロス社の定款と同様、自己資本の5倍まで借入可能とすると、約3,000万ポンドが借入可能となる。結果、特定時期において、活発な市場へ資金を向けうる余地が拡大するであろう。

最後に、表8により、1977年5月6日時点のビスグッド・ビショップ社の「純資産 (net assets)」が763万ポンドであることが確認されている。

以上がChapter 2の内容であるが、呈示された貴重なデータから分かるジョバー商会の競争

状態や経営状況について、他の資料によって補足しつつ、以下簡単に触れておこう。

その前に報告書における「純資産」概念にコメントしなければならない。純資産とは、言うまでもなく、貸借対照表の総資産から総負債を差し引いた残額であり、総資本から他人資本としての負債を差し引いた自己資本とも規定される。ビスグッド・ビショップ社の場合、表8の「株式資本金」と「利益剰余金」の合計、218万ポンドがそれに当たる。ところが、本報告書の規定する「純資産」とは、それらに「銀行・その他借入金」(545万ポンド)を加算したものであり、表5の表現に従うと、「平均使用資本額 (average capital employed)」あるいは「総資金 (total funds)」と呼ばれるもので

ある。

この点は報告書の誤記ではないかと疑ったが、別の箇所においてもnet assets (equivalent to 'total funds') との表現があり<sup>13)</sup>、報告書が「純資産」=「総資金」と考えているのは間違いない。ところで、アクロイド・スミザーズ社の*Reports and Accounts*では、株式資本金と利益剰余金が純資産として分類されている<sup>14)</sup>ように、ジョバー商会が共通して報告書のような奇妙な会計処理を行なっていると考えることはできない。残念ながら、公正取引法や独占委員会が、なぜこのような独自の「純資産」概念を採用しているかは判明しない。理解できることは、このように規定された「純資産」額が500万ポンドを超過する合併案件の場合、独占委員会の承認が必要とされているということである<sup>15)</sup>。

では、表4、5およびアクロイド・スミザーズ社の財務情報をまとめた表9を参考に、ジョバー商会の競争状態・経営状況について検討しよう。

第1に、当時においても大いに問題となっていた少数のジョバー商会による取引独占の状況を確認しよう。先に見たように、報告書はウェッド商会とアクロイド社を大手2社、ピンチン・デニー商会 (Pinchin Denny & Co) からビスグッド・ビショップ社までを準大手3社と

区分しているが、各商会の市場シェアのデータが与えられているわけではない。この点に関し、1984年時点で、大手2社が金額で国債取引の90%以上、株式取引の60%程度を占めていると推定され<sup>16)</sup>、また、大手2社で国債取引の75%を占め、株式取引では5社で90%を占めているとの指摘もある<sup>17)</sup>。この2つの推定からすると、1984年時点で国債取引では大手2社が75~90%を占め、株式取引では大手2社で60%、準大手3社を含めた5社で90%を占めるという独占状態にあったと考えられる。1970年代後半においても同様な状況にあったであろうか。

後述するChapter 5では、ロンドンにおいてジョバー業務の約90%が大手5社によって行なわれていると一般に認識されているとの指摘があるが、いかにも大雑把な指摘である。ただ、会社証券については、若干の手がかりがある。まず、表4、5で与えられている両社の年間取引額がLSEの会社証券取引額に占める比率を求めることによって、両社の会社証券取引のシェアが計算できる。会社証券にはスミス社が取り扱っていないprior chargesも含まれるが、当社は転換社債を取り扱っているため、会社証券の取引額を分母とした。また、両社の取引額は売り契約だけの合計で、実際はそれに照応する額の買い契約があるわけで、表の3段目の数字を倍にしたのが両社の取引シェアとなる。すると、スミス社の場合、その比率は14.0~28.4%で平均は21.7%となり、ビスグッド社では4.0~8.6%で平均は6.2%となる。よって、

13) The Monopolies and Mergers Commission, *op.cit.*, p. 11.

14) 小林襄治「英国の証券業」『証券研究』第63巻、1981年、63頁、表II-6参照。ちなみに、当社の1977年度の純資産額 (株式資本金+利益剰余金) は、1,556万ポンドで、スミス・プロス社 (394万ポンド) の約3.9倍であった。

15) この規定は、1965年の独占・合併法 (Monopolies and Mergers Act) にさかのぼることができ、同法では「被取得企業の資産 (the assets acquired)」が500万ポンドを超過する場合に、独占委員会に付託された (L. Hannah, *op.cit.*, p. 176. (訳、182頁))。

16) H. McRae and F. Cairncross, *Capital City; London as a Financial Centre*, Eyre Methuen, 1973, new ed., Methuen, 1984, p. 135. (中前忠訳『キャピタルシティ』東洋経済新報社、1986年、183頁)

17) M. Stevenson, 'Work in Progress; A Survey of the City in London', *The Economist*, July 14, 1984, survey 10.

1973～77年間平均で、スミス社は会社証券の取引額の21.7%、ビスグット社はスミス社の1/3弱の6.2%を取り扱っていたことになる。

この数字と、表3に示された同時期のジョバー商会の取扱会社数と比較すると、ビスグット社の取扱会社数はスミス社の71%であり、また、報告書によると取扱銘柄数でもスミス社の75%を占めているのに、取引額ではわずか1/3弱しか占めていないことが注目される。このことは、後述のように両社の取扱銘柄の重複はきわめて少ないことからして、スミス社の取扱銘柄がビスグット社のそれより売買頻度・額が2.6倍ほど高いことを示している。

さて、スミス社が会社証券の21.7%を占めている事実と、筆者も市場シェアを一定示唆する資料として利用してきた<sup>18)</sup>、表3で示されている取扱会社数の大手2社と準大手との大きな格差をどう整合的に理解するかが難しい。大手2社がスミス社の2倍以上の取扱会社を有していることから、市場シェアはスミス社の2倍以上、それぞれ40%以上を占めていると即断することはできない。それでは、5社の市場シェアは120%以上になってしまう。この問題の解決は推定の域をでないが、3点から検討してみよう。

(1) スミス社が大規模ではないが、場外のユーロ債市場や海外金融センターとの間で行なう取引<sup>19)</sup>がLSEには報告されないが、表の取引額に含まれている可能性がある。この点を考慮すると、スミス社のLSEにおける取引シェアは表から確定される数字を下回る、20%未満かもしれない。(2) ビスグット社が取扱証券数に比して市場シェアが低い事実を考慮すると、取扱会社・証券数と市場シェアとの連動性はかなり低いと考えられる。当時、取引額の60%が機関投資家によって行なわれ、彼らがFT普通株指数

やFT Actuaries株価指数を構成する大型で流動性の高い銘柄に集中する傾向があることからして、そうした流動性の高い大型株をカバーしていればかなりの取引シェアを確保できる。逆に、大手2社に多い単独取扱会社の場合は、商いは薄く取引額の増大には貢献しない。ピンチン・デニー社程度の取扱範囲が適当で、それ以上の範囲拡大は非効率であることも考えられる。とすると、スミス社の21.7%もあながち過大ではない<sup>20)</sup>。(3) Chapter 3で、両社は合併後、「大手4社がそれぞれ全株式取引額の約1/4を取り扱うであろう」と主張しているが、1/4は大雑把な指摘だが、この主張から、当時大手2社とピンチン社とで大きな差がないと当事者が認識していると推察される。

以上の検討から推定できることは、会社証券に関し、スミス社の市場シェアは20%前後で、ウェッド商会、アクロイド社、ピンチン社の市場シェアはそれより多いが、取扱会社数が示すよりもその差は少なく、最大数%程度であろうというものである。5社全体で90%のシェアを有していたであろう。この推定の当否はより正確な数字が提出されないと判断できないが、表3が示唆するより4社の市場シェアはかなり拮抗し、時には順位が入れ替わる事態も生じたと推定される。

次に、表9を見ると、大手であり国債取引も

18) 小林襄治、前掲論文、58-9頁。稲富信博「ジョーピング・システムの変化と要因」『証券経済』第150号、1984年、86-7頁。

19) Committee to Review the Functioning of Financial Institutions, *Appendices*, p. 487. (訳、756頁)

20) 1984年においてウェッド・ダラハー・モーダント商会はアクロイド・スミザーズ社より多くのジョバーを立会場に出していたが、取引額では拮抗しているかアクロイド社が陵駕しているとの推定もある(H. McRae and F. Cairncross, *op.cit.*, p. 135. (訳、183頁))。

行なっているアクロイド・スミザーズ社の取引額がLSEの全証券取引高に占める比率は、1977～79年間に29.8～39.0%で、平均33.1%である。この数字と、上記の推定、大手2社の会社証券シェア50%を援用して、大手2社の国債取引シェアを試算してみよう。最大のジョバー商会、ウェッド商会が全証券取引額の35～40%を占めると仮定すると、2社で国債取引の70～77%を占めるとの数字がでてくる。ウェッド商会の全証券取引額のシェアをどう仮定するかによって違いがでてくるが、2社の国債取引シェアは75%程度とみるのが妥当であろう。

以上、会社証券シェアでは、準大手3社を含めた5社で90%を占めるという1984年時点の状

況とさほど変わりがないであろうが、大手2社のシェアは50%程度であり、上位4社ではかなり拮抗していると推定される。また、大手2社が国債において90%を占めていたというのは、84年時点では当てはまるかもしれないが、70年代後半では75%が妥当な数字である。以上の推定は、70年代後半では大手2社の市場占有率が、会社証券・国債取引両方において84年時点よりも若干低いことを意味するが、より正確な数字が得られない限り確定的なことはいえない。それでもなお、少数のジョバー商会が市場を独占していることはいうまでもない。

第2に、これも大いに問題となっていたジョバー商会の資本問題を検討しよう。ジョバー商

表9 アクロイド・スミザーズ社の取引額・利益・資本

	1977年度	1978年度	1979年度
	£ m	£ m	£ m
取引額(1)	26,487	27,108	25,204
LSE 全証券取引高(2)	173,334	138,769	168,937
(1)/(2)%	15.3%	19.5%	14.9%
	£ 000	£ 000	£ 000
税引前利益	15,512	107	11,132
平均使用資本額			
株式資本金	2,000	2,000	2,000
利益剰余金	13,563	12,867	16,996
自己資本	15,563	14,867	18,996
銀行・その他借入金	289,632	231,898	277,132
総資金	305,195	246,765	296,128
取引額£100当たりの	%	%	%
税引前利益の比率	5.9	0.04	4.4
自己資本当たりの			
借入金の比率	1,861.0	1,559.8	1,458.9
税引前利益の比率	99.7	0.7	58.6

(注) 決算日は、9月末あるいは10月始め。

(1)は売り契約の合計。

(出所) 小林襄治「英国の証券業」『証券研究』第63巻、1981年、63頁、表Ⅱ-6。より  
原資料はAkroyd & Smithers Limited, *Reports and Accounts*.

(2) *The Stock Exchange Fact Book*.

表10 資本規模拡大のための措置

1939年	無限責任会社の認可。
1962年	会員は必ずパートナーシップ商会に属すること。パートナー1人の出資金は最低5,000ポンドであること。ジョバー商会の資本は最低15,000ポンド、ブローカー商会は10,000ポンドが要求された。
1966年	非会員と会員が「合弁会社 (Consortium Co.)」を設立し、ジョバー商会の有限責任パートナー (limited partnership) になりうる。
1967年	会社法の改正により20名のパートナー数の制限解除。
1969年	非会員と会員の有限会社設立の認可。ただし、非会員による100%資本参加は可能だが、1非会員の資本参加は10%を超えてはならない。取締役である会員は無限責任を負う。
1972年	会員有限責任会社の取引所への上場認可。
1973年	商会の最低資本要件が改訂され、ジョバー商会は5万ポンド、ブローカー商会は3万ポンドが要求された。
1982年	1非会員の資本参加を29.9%まで認可。

(出所) R. J. Briston, *The Stock Exchange and Investment Analysis*, George Allen & Unwin, 1970, p. 36.  
 H. McRae and F. Cairncross, *Capital City: London as a Financial Centre*, Eyre Methuen, 1973, p. 116.  
 R. C. Michie, *op.cit.*, pp. 430-5, 439, 489, 555.

会の合併は、取引規模の拡大に対処するために資本増強を目指したジョバー自身の対応でもあったが、LSEも表10のように会員の資本規模の拡大を促進する措置を、1960年代以降本格的に採用した。これらの措置と上述の両社の沿革で触れられた組織変更の経緯をみると、スミス・ブロス社の場合、1969年、72年の措置に迅速に対応し、積極的に株式売却を通じて外部資本を導入したことが窺える。69年時点で株式資本の25%が外部資本であり、その比率は73年の一般公募により一層高まったと推測される。そして、スミス社は83年時点でアクロイド・スミザーズ社と並んでLSEに上場されている数少ないジョバー商会であった<sup>21)</sup>。一方、ビスグッド・ビショップ社は20世紀初頭の設立から長い間パートナーシップ形態を採っていたが、1969年の措置を受けて、72年には非会員との有限会

社に組織変えし、株式資本の30%を外部から調達した。

このように2社は株式資本の少なくとも25～30%を外部資本に依存していた。ところで、1984年に活動していたジョバー商会17社(ロンドン12社、地方5社)中、1978年時点で有限責任会社は3社、無限責任会社1社、パートナーシップ13社(うち3社が有限責任パートナーシップをもつ)であった<sup>22)</sup>。結局、外部資本を導入していたのはわずか6社であり、残り11社は会員だけの資金に依存している。確かに、1982年までの資本参加率10%では外部資本が経営権を取得できないという措置自体の欠陥も

21) *The Stock Exchange Official Year Book 1983-4*, pp. 16, 634.

22) M. Stevenson, *op.cit.*, survey 13. 小林襄治、前掲論文、57頁、表II-2。



あった<sup>23)</sup>。しかし、ジョバー商会の資本増強が要請され、LSEも種々の措置を採用したにもかかわらず、税法上パートナーシップが個人にとって有利であり、会員の伝統的なギルド的体質のため、外部資本による資本拡大は容易に進まなかった。その中で、有限責任会社を採用したのはこの2社とアクロイド社だけで、この意味では積極的に外部資本を導入した会社と位置付けられる。

しかし、株式資本が自己資本（純資産）に占める重要性は2社で大いに相違している。スミス社の場合、利益剰余金が小さいこともあって、株式資本金は自己資本の過半を占めていたが、ビスグッド社の場合、株式資本金は10万ポンドと少額かつ固定され、1977年度には株式資本金は自己資本の4.7%を占めるにすぎない。同様な傾向はアクロイド社の場合にもみられ、77年度で株式資本金は自己資本の12.9%を占めているだけである。この点は各ジョバー商会が、企業形態ばかりでなく、財務および配当政策で大いに異なっていることを示す。スミス社が外部資本および株式資本にもっとも依存した経営を追求する一方で、有限責任会社であったビスグッド社やLSEに上場しているアクロイド社でさえ外部資本や株式資本金への依存はきわめて低い。

よって、ジョバー商会の資本規模を問題とする場合、有限責任会社の場合でさえ、株式資本ではなく、利益剰余金を加えた自己資本で判断しなければならない。1975～77年間、スミス社

の株式資本はアクロイド社を上回っているが、利益剰余金を加えた自己資本ではスミス社はアクロイド社の1/4の規模にすぎない。ちなみに、1977年度のアクロイド社の自己資本額1,556.3万ポンドは円換算で73.3億円となるが、その額は日本の準大手8社の平均自己資本額の60%程度で、下位にある準大手、大阪屋証券、第一証券を上回る規模であった<sup>24)</sup>。ブローカー・ディーラー業務だけではなく、引受業務を行ない、同時に全国的な店舗展開をしている日本の証券会社とジョバー商会を比較することはあまり意味がないが、ジョビング業務だけに従事しているジョバー商会の資本規模としては、アクロイド社やウェッド・ダラハー・モーダント商会の場合相当な規模であると判断される。

第3は資本規模と関連して論じられる、借入金の規模である。2社の決算期末の数字では、スミス社が自己資本の2.3～2.8倍、ビスグッド社が社債も含めて1.7～3.0倍の借入金を有している。しかし、スミス社は自己資本の5倍弱、ビスグッド社は6倍程度を借入限度枠として設定し、業務上その限度枠に近い借り入れを行なうケースも生じていたようである。この2社が会社証券を専ら取り扱っているのに対し、取引額の9割近くが国債であると推定されるアクロイド社の場合、自己資本に対する借入額は14.6～18.6倍となっている。この相違は、借入金が買い入れた証券を担保として設定され、その際にカバーないしマージンと呼ばれる「保証金」を預け入れる必要があり、現金取引で行なわれる国債の場合それが時価の5%であることによると考えられる<sup>25)</sup>。よって、国債の場合は自己

23) ウェッド・ダラハー・モーダント商会はパートナーシップであったが、一時 Rothschild Investment Trustが10%の資本参加をしていた。しかし、当トラストは、それ以上の資本参加が許可されそうもなく、密接な提携関係を築けそうもないので、出資額をウェッド商会に買い取らせ、出資額を回収した (M. Reid, *op.cit.*, p. 37. R. C. Michie, *op.cit.*, p. 517.)。

24) 大蔵省証券局年報編集委員会『第16回大蔵省証券局年報』1978年、金融財政事情研究会、381、394-9頁。

25) 小林襄治、前掲論文、69-70頁。

資本の20倍が借入限度額となる。それに対して、2週間定期決済制(fortnightly account settlement system)で行なわれる会社証券の場合、有するリスクを反映して、マージンが国債の4倍程度必要なため、自己資本の5～6倍が借入限度額となっているようである。

最後に、1973～77年間に両社の利益率がきわめて減少したことが、合併を計画する直接的動機となったことは明白であろう。自己資本当たりの税引き前利益率は、スミス社では半減し、ビスグッド社では1/5へと激減している。その原因を詳細に論ずる余裕はないが、この時期コール・レートもバンク・レートも9%を超える水準で乱高下を繰り返したが、「取引額£100当たりの支払利息の比率」の推移をみると、高金利が税引き前利益の減少要因として大きく作用したとは考えられないし、ビスグッド社の場合、利息収支は黒字となっており、高金利が利益増加に貢献している。それでも利益率が減少したのは、「取引額£100当たりの利払前利益の比率」が低下したことによる。その原因は、この期間に小売物価指数が1.95倍にもなったこと<sup>26)</sup>に示される、インフレーションの昂進による固定的経費の増加であった。ジョバー商会の固定費として何が太宗を占めていたかは判別しないが、職員人件費、事務・通信費、オフィス賃料などがインフレによって高騰し、それが取引当たりのコストを押し上げ、利益を減少させたのであった。

### Chapter 3 : The merger and the case for it

Chapter 3では、両社が合併の正当性を表明している。

要約すると5点挙げられていて、第1は、資

本力のある第3のジョバー商会が誕生すること、第2は借入れのための資本ベースが拡大し、その結果、第3に、広範な証券を取り扱うことができ、第4に、具体的には、外国証券にも業務を拡大でき、貿易外収支に貢献する。第5に、インフレ時にも利益率を改善させることができると、合併の効果が謳われている。最後の利益率の改善に関しては、スミス・ブロス社の業務の多様性とビスグッド・ビショップ社の高い経営効率の相乗効果が強調されている。

当然、合併によりジョバーの競争が減少するとの懸念に対して反論を展開している。第1に、合併はLSEの売買能力(marketability)を減らすことなく、合併後大手4社の間でより実質的な競争が続けられると主張されている。大手4社それぞれが全株式取引の約1/4を取扱い、したがって、1社が独占状態になる可能性は少ないと主張されている。

第2は、両社の取扱証券の重複が少ないことが、強調されている。先に述べたように、スミス・ブロス社の取扱証券は1,600銘柄、ビスグッド・ビショップ社は1,200銘柄なので、合併により取扱証券数は合計で2,800銘柄になるが、重複しているのは48銘柄に過ぎないと指摘されている。この48銘柄中、取扱いジョバーが2名だけになるのは15銘柄に過ぎず、他のジョバーがそれらの取扱いに進出すると予想されること、また、少なくとも1社の大手ジョバー商会がこれら48銘柄を取り扱っている事実が挙げられている。

さらに、論点は違うが、価格のvolatilityに関しては、合併により大口取引に十分に対処し

26) B. R. Mitchell, *British Historical Statistics*, Cambridge U. P., 1988, p741. (犬井正監訳『イギリス歴史統計』原書房、1995年、741頁)

うるので、volatilityを増加させないと主張している。そして、一般論として、大口の取引を取扱いうるジョバーおよびブローカーの能力が証券取引所システムの強靱さにとって重要であり、合併はその強靱さを増大させると、述べている。

そして、以上の諸点から、合併は公益に適っていると合併の正当性を表明している。

#### Chapter 4 : The views of interested parties

Chapter 4では、利害関係者である、LSE理事会、他のジョバー商会、ブローカー商会、機関投資家、イングランド銀行、株式銀行の当該合併に対する見解が検討されているが、強く反対する意見は表明されていない。

{合併に対する全体のトーンは、LSE理事会、ジョバー商会、イングランド銀行、株式銀行が賛成で、ブローカー商会は概して賛成もしくは中立で、少数が当該合併や将来のジョバー商会の減少、およびスプレッド協定に懸念を表明している。合併に反対ではないが、スプレッド協定それ自体を疑問視し、合併が協定の増加をもたらすのでないかと懸念しているのが機関投資家であると、大別できる。}

LSE理事会は既に合併を承認しているわけで、前章で述べられた合併の正当性を当然支持している。これらの点を繰り返して検討する必要はないが、合併により取扱いジョバーが3社から2社に減る15銘柄について、ジョバー数を3社に戻す措置を講ずるとの主張をしている。

また、スプレッド協定に関するLSE理事会の見解は興味深い。理事会によれば、スプレッド協定はスプレッドの額に関するだけの協定であって、ジョバーが競争しながら値付けをする

実際の価格には関係ない。したがって、3pのスプレッドがジョバー間で協定されても、ブローカーは他のジョバーに出向くことによって、1pのスプレッドを獲得できる。{この表現だけでは分かりにくいですが、例えばジョバーAが「96p-99p」の値付けをしていますが、3pのスプレッド協定に参加しているジョバーBが「94p-97p」の値付けをしていれば、ブローカーは97pで買注文を執行し、96pで売注文を執行することができる事態を想定しているのである。}また、ジョバーAのように3pのスプレッドで値付けしても、ブローカーが注文が買いかあるいは売りを明らかにして交渉すると、スプレッド以内での取引が行なわれることも指摘している。

{例えば、ジョバーAが買い越し残高(long position)が多くなり、売りを行なってポジションの均衡を図りたいと考えている時に、買注文をもっているブローカーが登場すると、Aはそのブローカーに対し99pではなく、98pでも売付けてポジションの均衡を計ろうとするケースを指摘しているのである。この点は、委員会の結論に関係するので、再び、検討しよう。}

他のジョバー商会の当該合併に対する見解は、理事会と同様であるが、ジョバー商会の市場に対する現状認識がいくつか紹介されている。あるジョバー商会は、volatilityの増加はインフレの副産物であると主張している。また、あるジョバー商会は機関投資家の力や優位に特に注目し、したがって、ジョバー商会の存続能力と競争力を高める必要性を強調し、それが全市場を強化すると主張している。しかしながら、当該合併に反対ではないが、合併する商会が他の3大ジョバー商会と2、3年の内に合併することに反対するジョバー商会もあった。ただし、その商会も、より小さなジョバー商会との合併

を排除する見解に立ってはいなかった。

ブローカー商会の見解は以下のように要約される。当該合併を強く支持する商会がある一方、当該合併には、特に取扱証券の重複が少ないので、懸念はないが、一層の合併は望ましくないとするブローカー商会もあった。また、1、2の商会は当該合併を含むジョバー数の減少は有害であると考えていた。

合併を支持するか中立的立場に立つブローカー商会は、合併が競争状態に悪影響を与えず（あるいは良い影響を与え）、コストが減少すると考えている。他方、合併に懸念をもっているブローカー商会は、当該合併（およびジョバーの一層の減少）が競争を削減し、スプレッドの拡大をもたらすと考え、改善策はジョバー商会への新資本の注入であり、新しい参加者がいないまま集中が増加するのは公益に反すると考えている。

ブローカーによって多数のコメントが寄せられた問題は、スプレッド協定に関してであった。独占委員会が合併を承認するならば、全ての協定の廃止をその条件とすべきであると証言する商会もあった。他方、全てを考慮に入れると協定は有害ではなく、あるいは協定は深刻に懸念される問題ではないとの見解も表明されている。

当該合併が株式の市場性に与える影響に関しては、ブローカーの一般の見解は、特に売買頻度の少ない証券に関して、市場性が幾分減少してきたが、このことが合併によって影響を受けないとするものであった。volatilityに関しては、ブローカー商会は全体として、この現象と合併には強い関係はないと考えている。

機関投資家の見解は合併に中立的か、あるいは支持するものであった。しかし、ある大きな機関投資家はスプレッド協定が小口投資家の利

害に反していると証言している。{この証言の真意は分かりづらいが、推測すると、ジョバー達がスプレッド協定を結んでいるのは、25,000ポンドから50,000ポンド規模の取引に即座に応ずるためである。この点で、そうした規模の取引を行なう機関投資家は協定によって即時の売買可能性というメリットを享受しているかもしれない。しかし、取引規模が小さく、ジョバーと交渉する余地のない小口投資家の場合は、協定がなければより狭いスプレッドで取引可能であるのに、協定によって大口取引のための広いスプレッドで取り引きせざるを得なくなっていると、この機関投資家は判断しているようである。} また、他の投資機関は、ジョバー数の減少が市場の競争を増加させるとは考えず、全体として、数年前よりも公益が損なわれているが、この原因をジョバー数の減少のみに帰すことはできないと考えている。

イングランド銀行の見解は合併を強く支持するものであった。その理由は、(1) 合併がジョーピング・システムの能力を強化し、(2) 合併商会の能力増強が国債市場への参加を促すかもしれないこと、(3) 取扱証券の重複が少ないので競争に与える影響が最小であり、(4) ジョバー数の減少は遺憾であり劇的な減少は避けなければならないが、一層の集中を停止すべき段階にはない。さらに、中小規模のジョバー商会のさらなる合併は有益かもしれない、という見解に立っていた。

株式銀行も全体的に同様な見解を表明したが、合併承認の条件として一層のスプレッド協定を認めないことが公益に適っていると考える銀行もあった。この銀行は、過去10年間のジョバー商会の減少がvolatilityを増加させたと考えているが、より重要な要因として個人投資家の減

少と機関投資家の増加を挙げている。

最後に全体の証言では、volatilityの主要な原因として、小口投資家の減少、機関投資家の増加、インフレーション、金利の頻繁な変更、全般的な政治・経済上の不安定性が挙げられていることが指摘され、このChapterが締めくくられている。

## Chapter 5 : Conclusions

Chapter 5では、独占委員会が結論に至った論理展開が詳細に述べられ、それぞれの問題に対する委員会の積極的な判断が呈示されているが、ジョビング・システムがジョバーの競争によって証券の流動性を確保しているとの見地から、ジョビング・システムの変容とその背景がまず検討されている。

ジョビング・システムの変容の背景は、機関投資家の増加にあると指摘し、それによる投資行動の同一性や取引規模の拡大という2側面が、volatilityを増加させた。そして、volatilityの増加と取引規模の拡大が、ジョバーのrisk exposureを増加させ、さらにブル・ポジションをファイナンスするコストを増加させた利子率の上昇が、ジョバーのリスクを悪化させたと述べている。{この指摘自体誤りではないが、機関投資家の増加によるもう1つの注目すべき影響として、取引規模が拡大するなかで、取引件数が相対的に停滞していることを指摘しておかねばならない。1966～76年間に、国債および会社証券の取引高はそれぞれ5.2倍、3.7倍と増加しているのに対し、取引件数ではわずか1.7倍、1.2倍と増加しているにすぎない。こうした取引件数の相対的停滞と取引規模の拡大は、一方で負担すべきリスクが増大しているにもかかわ

らず、それに見合うリスク・ヘッジがとれない状況をもたらす。これに機関投資家の投資行動の同一性が加わって、ジョバー商会の合併を促進し、ジョバー商会の減少をもたらしたのであった<sup>27)</sup>。}

この事態に対処するために、第1に、ジョバーの合併が進行し、中小の商会は脱落した。出現した大ジョバー商会はより大きな資金にアクセスできることによって、大口取引を実施することが可能となり、取引をより多様な証券に拡大することによってリスクを分散できるようになった。第2に、ジョバーはスプレッドを拡大してきている。明らかに現在のスプレッドは、例えば10年前より拡大しているが、ただし、ジョバーの利益がそれに応じて増加しているわけではない。第3に、ジョバーは、次第にスプレッド協定に依存するようになった。

こうした変化の結果、ジョビング・システムに対する批判として、競争が不十分であり、全ての証券に対して流動性が与えられていないし、極論として、ジョビング・システムを廃止し、代替の取引機構が採用されるべきであるとの諸見解があることを指摘している。

次に、ジョバーの競争状態の現状を検討しているが、最初に、ロンドンにおけるジョバー業務の約90%が大手5社によって行なわれていると一般に受け入れられていると指摘したあと、競争制限の手段であると考えられる、共同受注簿とスプレッド協定を検討している。まず、共同受注簿は頻繁ではなく、多くが一時的であることから、競争状態への影響は小さいと断定し

27) 稲富信博、前掲論文、85-6頁。ジョバーの競争条件を悪化させた要因として、これら構造的要因の他、インフレーションによる固定的経費の増大、ポンド防衛のために1968年から79年まで実施された為替管理による海外証券市場の縮小が挙げられる。

ている。しかし、スプレッド協定に関しては、交渉によりスプレッド内での有利な取引をブローカーが獲得するには、ブローカーは売手か買手かを明らかにしなければならず、ジョビング・システムの特徴である、ブローカーが手の内をさらさずにジョバーの値付けを聞くという優位 (advantage) を放棄せざるをえないという理由から、協定は「反競争的効果 (anti-competitive effect)」をもつと判断している。そして、現在の株式に関するジョバーの競争は、除去されてはいないが、限定的 (limited) になっていると結論付けている。{株式に関する競争と限定されているのは、国債の取引便宜はLSEだけではなく、割引商会、銀行も提供しており<sup>28)</sup>、競争が激しいと委員会が認識しているからと推測される。} また、全ての証券に対しては流動性を与えていないので、代替の取引機構が採用されるべきとの批判に対しては、いかなる取引システムもそうした困難を持つとの判断を示している。

最後は、合併がジョバーの競争に与える影響が多く の点で判断されている。まず、重複する48銘柄の競争はいくらか減少するであろうが、市場全体の競争が相当程度に減少するわけではなく、また、発行市場に悪影響を与えない。さらに、スプレッド協定は、合併がなくても今後増加すると予想され、合併が協定を促進させる影響は少ない。ただし、当該合併の悪影響は最小だが、一層の合併は注意深く検討すべきであり、大手商会の場合は特にそうである。しかし、大手2社に次ぐ、第3の商会の誕生は、競争を強めるであろうし、個人投資家の利益が損なわれているのは、機関投資家の増加によるところ

が大きく、また、機関投資家を通じて、個人も間接的に利益を得る。volatilityは、ジョバー商会の減少も一因だが、多様な原因の相乗作用であり、合併により、状況が悪化するわけではない。合併によって、国際業務がロンドンに牽引されるのであれば、公益性があるし、経営上のシナジー効果も予想されると、プラスの判断を下すことになる。その結果、最終結論として、合併は公益に対しpositiveではないが、一定の利益をもたらすとして、合併を承認したのであった。

### III おわりに

ここまで、ジョバーの経営・競争状態や、合併の公益性に関する独占委員会の判断を検討してきたが、重複の少なさによる競争減少の程度、新たな大手商会の出現による競争促進の可能性を評価すると、当該合併に関する委員会の判断は妥当だと考えられる。しかし、「競争は限定的」であるとの事実認識には若干検討すべき余地がある。競争状態を判断することは難しいのであるが、アメリカの反トラスト政策の基準となっているJ. S. ベイン (J. S. Bain, J. M. Clark and S. H. Sosnick) らの今日的「有効競争規準」<sup>29)</sup>からすると、ジョバー商会の場合、集中

29) 小西唯雄によると、今日的「有効競争」規準は3つの基本概念を軸に構成されているが、本論の議論に関連してジョバー商会に当てはまる規準を挙げると、1. 市場構造規準(1)集中度があまり高くないこと(2)市場参入が容易なこと(3)極端な製品差別化がないこと。2. 市場行動基準(1)価格について共謀がないこと(2)製品について共謀がないこと(3)競争者への「強圧政策」がないことである。第3の基本概念は市場成果規準であるが、たえずスプレッドの縮小圧力があることと翻訳することができる(小西唯雄『産業組織政策原理』東洋経済新報社、1977年、114-5、130頁)。

28) R. C. Michie, *op.cit.*, pp. 352, 398-9, 409-10, 502, 519.

度が高く、実質的な参入障壁があり、スプレッドについて共謀の事実があることからして、当然「有効競争」状態であるとは言えない。独占委員会は、合併の公益性のみを問題としているので、ここでは、参入障壁などがある点は無視しているか、あるいは所与のものとして、競争状態を検討しているわけである。

委員会が「競争は限定的」との判断を下した根拠を検討しながら、「限定的」という形容の意味内容を確定したい。まず、第1の根拠は「業務の90%が大手5社に」集中していることが挙げられそうだが、合併を肯定的に判断したことからして、競争的寡占の状態であると想定していると考えられ、これを根拠に「限定的競争」とは判断していないといえることができる。

次に、スプレッドの拡大が近年見られることを競争が限定的となっている根拠に挙げているが、この点に関しては委員会の判断は説得的ではない。まず、データの的に数量的分析が不可能で、特に、取引規模が1,000ポンドの場合の3pと、10万ポンドの場合の6pとでは、後者の方が実質的にスプレッドは縮小していると考えられる。よって、スプレッドの拡大と取引規模の拡大との関連を追究しなければならないが、そうした分析はようやくビッグバン直前になってから行なわれているに過ぎない。

そうすると、最大の根拠は、競争制限的効果をもつと判断されたスプレッド協定であると考えられ、特に、ブローカーが手の内をさらして交渉しなければならないという、優位の放棄であると判断される。ここで、優位の放棄がどの程度意味をもつかの疑問が生ずる。1870年代以降の取引慣行では、ジョバーの最初の値付けにブローカーが同意すると、ジョバーが必ず取引に応じなければならないのは、銘柄によって決

まっている平常取引量 (marketable quantity)、例えば1,000株とか2,000株とかの場合に過ぎない<sup>30)</sup>。それ以上の場合には、一般にブローカーは手の内をさらして交渉することになる。それゆえ、こうした事態は昔から頻繁に生じていたわけで、ことさらブローカーの優位の放棄と見做すには無理がある。ただ、多くの取引が平常取引量で執行される個人投資家の利益は、スプレッド協定により確かに阻害されていると判断することができる。

次に、歴史的に見ると、スプレッド協定は1870年代頃にはなく、きわめて最近の出来事である。また、ビスグッド社の取扱銘柄の1/4というかなりの部分を占めている点を考えると、有効競争の規準である「価格の共謀」が生じていることになる。さらに、協定の60%が株価指数を構成する高い流動性をもつ銘柄であるが、それは同時に機関投資家が同一方向でかつ大口で取引をする銘柄でもある。要するに、ジョバーのrisk exposureが大きくなる銘柄であり、それにジョバーが防衛的に協定を結んでいると判断される。ただし、ジョバーは値付けの価格水準で本来競争するものであるから、協定の存在がジョバーの競争を排除しているわけではない。

よって、個人投資家の利害に反し、「価格の共謀」が取引量のかなりを占める銘柄で行なわれているというこの2点から「限定的」との形容を付すことはできる<sup>31)</sup>が、そうした協定を生

30) Royal Commission on the London Stock Exchange, *B.P.P.*, 1878, XIX, J. H. Daniell, Qq. 504-10, C. Branch, Qq. 3435-8, W. Ingall, Qq. 4999-5002.

31) ジョバー商会の競争状態について、「有効競争」状態にはなく競争も上記の意味で「限定的」であるが、それでも競争的寡占の状態にあると考える。ジョバーには、ブローカーあるいはその背後にいる機関投資家に対する対抗力がないため、価格形成における競争制限的行動をとりえないからである。

じさせたのは独占的利潤を得ようとする動機からではなく、risk exposureの増大を回避しようとする防衛的動機から生じたものであることを重視すべきである。ここに、個人投資家の利害に反してでも、機関化現象に対応しようとしたジョバーの苦渋をみることができる。さらに機関化が進行すれば、一層の寡占化によって対処するか、参入障壁を廃止し巨額の外部資本を注入するしか方法がない。その後者の措置が採られたのが、ビッグ・バンといえることができる。

最後に、ジョバーの競争状態に関する独占委員会の判断は、ウィルソン委員会でもほとんどそのまま踏襲され、表現もきわめて似通っている。しかし、ウィルソン委員会報告では、ジョーピング・システムが「実質的な変更なしに継続されるか否かは、疑うべき理由がある」として、ジョーピング・システムに代わる代替取引機構を考えるべきだと提案している点で大きな違いである<sup>32)</sup>。この点は、ウィルソン委員会が「金融機関の役割と機能」の調査という広範な役割を付託された結果、LSEの全システムが検討の対象とされたことから生じている。さらに、直接的には、1976年の競争制限的取引慣行規制令(Restrictive Trade Practice Order)の改正が大きく影響している。この改正により同法がサービス産業にも適用された結果、1979年2月、公正取引委員長(Director General of Fair Trading)によってLSE規則が競争制限的

であるとして競争制限的取引慣行審判所(Restrictive Practices Court)に付託されたのであった<sup>33)</sup>。1980年、ウィルソン委員会がサッチャー首相に最終報告を提出した時点では、審判所の判断基準が「有効競争規準」のように厳しく、取引所側が審判で負けるであろうと予想されていたのであった。それゆえ、代替的取引機構の検討が、公然と要請されるようになったのである。

以上、1978年独占・合併委員会報告書を中心にして、ビッグ・バン前夜のジョバー商会の経営状況や競争状態の一端を解明してきた。しかし、議論の展開が、報告書の内容に即していたため、十分な解明に至らなかった。これらを含めて、ビッグ・バン前夜のイギリス資本市場の構造解明が次なる課題である。

[九州大学大学院経済学研究院助教授]

32) Committee to Review the Functioning of Financial Institutions, *Report*, p. 106. (訳、168頁) ウィルソン委員会は代替案の策定に当たり審判所は不適切であり証券業審議会(Council for the Securities Industry)が行なうべきだとし、間接的な形であるが「証券取引所に対する証券業審議会の公式の権威が、取引所の規則と規制の改訂や手数料の水準と体系のような問題については、疑いの余地のないはっきりしたものとされるべきだと勧告」した(*ibid.*, pp. 105-6, 316 (訳、167-8、511頁))。

33) M. Reid, *op.cit.*, pp. 26-7. およびW. A. Thomas, *op.cit.*, pp. 35-7. (訳、53-6頁)