



Title	英国の新規株式公開市場に関する諸学説の再検討
Author(s)	中村, 宙正
Citation	Discussion Paper, Series B, 94, 1-35
Issue Date	2011-04
Doc URL	<a href="http://hdl.handle.net/2115/45337">http://hdl.handle.net/2115/45337</a>
Type	bulletin (article)
File Information	DPB94_new.pdf



[Instructions for use](#)

Discussion Paper Series B, No. 2011-94

英国の新規株式公開市場に関する諸学説の再検討

中村 宙正

2011年4月

**Hiromasa Nakamura: The History of Economic Thought in the Field of  
Initial Public Offerings in the United Kingdom**

北海道大学大学院経済学研究科

060-0809 札幌市北区北9条西7丁目

# 英国の新規株式公開市場に関する諸学説の再検討

中村 宙正

## はじめに

ロンドン市場は、世界の金融経済の中心として今猶重要な役割を果たしている。金本位制が採用されていた20世紀初頭は、国際収支の自動的調整の機能とイングランド銀行の公定歩合政策とが結びついて、物価、金利、貨幣供給量のバランス、および自由な資本移動による経済の牽引を模索してきた。第2次世界大戦後はIMF体制の確立と、その体制下での固定相場制の限界が確認され、スタグフレーションの発現などからケインズ経済学は批判されるに至った。市場経済を容認する立場が台頭しはじめるようになり、やがて金融市場の動向が経済を象徴すると捉えられる時代を迎える。そうしたなかで、ロンドンは、外国為替市場や国際資本市場などの金融市場として隆盛を維持してきた。1986年10月の大改革（いわゆるビッグ・バン）においては、ロンドン市場の国際競争力の強化が企図された。金融サービス法（Financial Service Act; FSA）の制定により、ウィンブルドン現象が生ずることによって市場としての競争力は維持された。2000年6月には、金融サービス市場法（Financial Service and Market Act; FSMA）が制定され、更なる規制緩和が推進された。現在、ロンドン市場は、ユーロカレンシー市場を中心に存在感をあらわしている。また、インターバンク市場の金利であるLIBOR（London Inter-Bank Offered Rate）は、重要な経済指標のひとつとされている。

このようにロンドンという金融市場は、市場としての厚みを備えている。本研究はそのなかでも新規株式公開市場（the IPO Market）を対象とするが、国際金融市場が展開しているなかで、さらにどのような厚みとして役割を果たしているのかを考察する。国際的な取引業務と比較し、規模の経済性を個別には確保し難い国内産業に関して、その資金調達あり方を検討してきた結果、ロンドン市場は特殊な新規株式公開市場を備えるに至る。すなわち英国の国内産業は自ら、長い歴史と時間のなかで中小企業金融を発展させてきた。その経緯を、マクミラン委員会、ラドクリフ委員会、ボルトン委員会、ウィルソン委員会の調査報告に見ることができ、1980年11月には非上場証券市場（Unlisted Securities Market; USM）の創設を実現している。USMは、やがて1995年6月に、代替投資市場（Alternative Investment Market; AIM）へと衣替えする。その特殊性とは上場基準に形式基準が無いことであり、東京市場でも2009年6月よりTOKYO AIMが業務を開始している。

本研究の目的は、第一に、諸学説の変遷を辿り、学説史上の年代区分を、1. 黎明期（ウィルソン委員会報告（1980年）まで）、2. 生成期（Jenkinson, T. J. (1990) 以前）、3. 躍進期（Jenkinson, T. J. (1990) – Levis, M. (1993) 以後）と区切るよう提案し、諸学説の現状を明瞭に把握することである。諸学説は、大きく4つに区分することができる。それらは、(i) 国内産業の資金調達を円滑にしようとする中小企業研究の観点から提示される学説、(ii) 公開費用の検討など証券市場に関する研究から提示される学説、(iii) 米国のファイナンス研究の観点から提示される学説、(iv) AIMに関する研究から提示される学説、である。第二に、今後、新規株式公開市場を研究する上で留意すべき事項を整理し、取り組まなければならない課題との関係性を提示する。

## 1. 黎明期（ウィルソン委員会報告（1980年）まで）

### 1. 1 新規株式公開市場の歴史

本研究は、英国の新規株式公開市場の研究史における黎明期をウィルソン委員会報告（1980年）までとする。その理由は、本委員会報告書が1980年5月にマーガレット・サッチャー首相に提出されてのち、半年後のUSM創設の契機となっているからである。すなわち1931年6月に提出されたマクミラン委員会報告（“COMMITTEE ON FINANCE AND INDUSTRY. — REPORT.”）が指摘する「マクミラン・ギャップ（中小企業の長期資金調達の困難性）」を解消する手段として、USMは、およそ半世紀にわたる政府の調査委員会の報告にもとづき成立したのである。研究史はUSMの創設後、新たな展開を迎えることになるため、本研究は黎明期を1980年ごろまでとするよう提案する。

中村宙正（2004）は「米国の新規株式公開市場に関する諸学説の再検討」を研究内容としたが、そのなかでは研究史における黎明期を Ibbotson, R.G. (1975) までとした。公募価格の過小評価（以下、アンダープライシング）を厳密な実証分析をもとに提示し、これを謎の現象であるとして、当該分野における問題提起としては大きな影響を今日まで与えてきているからである。本研究が英国を対象とするにあたり、黎明期を1980年ごろまでとすることについては、米国の研究史における年代区分との比較のうえで、およそ符合している。

新規株式公開市場の歴史を紐解くと、世界的にはオランダ・東インド会社（Dutch East India Company：アムステルダムの人により1602年設立）まで遡り、ロンドンでは1695年ごろには140銘柄の株式が売買されていたとされる。その後、法制度の整備が進められるのだが、株式公開の歴史は、株式市場のバブルの歴史とともに歩みはじめたと言っても過言ではない。1719年の仏国におけるミシシッピー会社の上場はジョン・ローの謀略によるものであり、1720年の英国における南海会社の株価暴騰（南海泡沫事件：South Sea Bubble）は、バブルという用語の語源になるほどであった。その後、英

国では1825年までバブル条例が置かれ、新たな株式公開は見られないことになる。米国では、1791年7月に、ニューヨークで、アメリカ合衆国第一銀行（The First Bank of the United States ; BUS）の過熱した新規株式公開（hot issue）を経験する。銀行株の公開は、1792年のニューヨーク銀行、1799年のチェース・マンハッタン銀行、1812年のシティーグループと続く。米国が証券取引法を制定するのは、その後120年以上を経たのちの1933年であり、証券取引委員会（Securities and Exchanges Commission ; SEC）が新規公開株式に関する論文（SEC（1963））を発表するのは、さらにその30年後となる。

ロンドンの証券取引所の基礎は、1801年の会員規則の新設により築かれ、1820年代に鉄道・運河・鉱山・保険に関わる産業の成長とともに軌道にのる。「非のうちどころのない誠実さ」が印象づけられていた株式取引所であり、1923年には紋章が授与されている。その6年後にマクミラン委員会が開催されるのだが、その間、米国では農業恐慌（および鉄道・石炭産業の業績不振）にも拘らず投機が過熱し、ダウ平均株価が1924年から5年間で5倍に高騰する時期を迎えている。世界恐慌の前夜という時代背景となっている。したがって、マクミラン委員会報告の内容にも、1924年から1930年までの各年毎（あるいは各四半期毎）などの経済統計にもとづく情勢分析が含まれている。

## 1. 2 新規株式公開市場研究のはじまり

英国の新規株式公開市場に関する研究は「金融および産業に関する委員会」（the Committee on Finance and Industry）（通称、マクミラン委員会）を起点とすると考察することができる。なぜなら前節でも記述したように、その後50年ほどにわたる3つの委員会報告をふまえて、USMの創設が実現するからである。マクミラン委員会の初会合は、1929年11月21日に開催されている。マクミラン委員長（The Rt. Hon. H. P. Macmillan, K.C.）以下、14名の委員より構成された。その一覧の7番目には、ジョン・メイナード・ケインズ（J. M. Keynes, C.B.）の名がある。本委員会は、金融が商業や貿易を発展させ、雇用を促進させるような勧告を行うことを目的としていたのである<sup>1</sup>。

マクミラン委員会報告の全体の内容は、国際金本位制、イングランド銀行を中心とする貨幣制度、国内の需要と供給の不均衡、失業問題<sup>2</sup>、金の分布、国際投資、物価下落、財政に対する影響、イングランド銀行と株式銀行との関係、金融統計、経済統計、などとなっている。第6章は、国内投資のための資本市場に関する提案（Proposals relating to the capital market for home investment）を内容としている。375段落では、ロンドン市場が国際金融市場の規模に対応しなければならず、国内産業と国際貿易とのあいだで、資金調

<sup>1</sup> 原典には次のように記述されている ; to inquire into banking, finance and credit, paying regard to the factors both internal and international which govern their operation, and to make recommendations calculated to enable these agencies to promote the development of trade and commerce and the employment of labour, Committee on Finance and Industry Report, p.1

<sup>2</sup> 英国における真の失業問題は或る地方及び若干の産業における継続的な不況の結果たるを示す傾向を有する。1930年7月の失業者は1924年3月に比し90万人増加している（103段落～120段落）。

達のための機能としてバランスが保たれないことを指摘している<sup>3</sup>。また 404 段落では、中小企業の長期資金調達の困難性を指摘している。中小企業にとっては、担保が確実である場合でさえ、資本を調達することは困難である。たとえ公募するほど大きくない 20 万ポンド程度の少額の場合でさえ、長期の資本を調達するために適切な機構を中小企業に提供することは、つねに困難である<sup>4</sup>。

マクミラン委員会報告の指摘により、1945年7月、商工金融会社 (Industrial and Commercial Finance Corporation ; ICFC) (のちの 3 i<sup>5</sup>) が創設される。これによりマクミラン・ギャップは解消される傾向にあったことが確認されているが<sup>6</sup>、1959年にラドクリフ委員会報告が提出されるころには、改めてマクミラン・ギャップの問題を指摘しなければならない新たな時代を迎えている。(但し、ラドクリフ委員会報告の 938 段落によれば、マクミラン委員会当時以来、中小企業が利用可能な新しい金融機関が発達してきたことについても確認することができる。)

マクミラン委員会報告は、マクミラン・ギャップ (中小企業の長期資金調達の困難性) を指摘することにより、ひとつの学説を形成するに至っている。マクミラン・ギャップの指摘は、その後の 3 つの委員会に大きな影響を残したほか、現代においても中小企業金融の研究分野における重要な概念として定着している。

わが国の先行研究では、岡部洋實 (1990) が、1980年代当時の金融自由化との関わりのなかで、当該分野の研究を報告されており、次のように記述がある。「もっとも、戦後、中小企業金融専門機関制度が設けられ、それが長期に渡り維持されてきたのは、この分野を専門的な領域としなければならない事情があり、それに対応した政策的配慮が働いたことによっていた。実際、戦後復興期と、1950年代半ばからの高度成長過程を通じて、中小企業は慢性的な資金調達の困難に直面しているとされ、中小企業金融専門機関制度は、そうした中小企業に対して資金供給を確保するものとして、その必要性が強調されたからであった。専門機関とされた金融機関の多くは、戦前・戦中に設立された中小金融機関であったが、主として中小商工業者を相手とする金融機関として誕生したという経緯もあって、戦後は、制度上、中小企業金融専門機関として位置づけられることになったのである (pp.223~224)。」

---

<sup>3</sup> 原典には次のように記述されている ; Each great financial centre has its own characteristics. But the City of London can still claim to be the most highly organised international market for money in the world. Its freedom and elasticity are without parallel. Its accepting houses and its discount market provide unequalled facilities for the financing of national and international commerce ; whilst the former, in their capacity as issuing houses, play a large part in the placing of international issues of a long-term character.

<sup>4</sup> 原典には次のように記述されている ; It has been represented to us that great difficulty is experienced by the smaller and medium-sized businesses in raising the capital which they may from time to time require, even when the security offered is perfectly sound. To provide adequate machinery for raising long-dated capital in amounts not sufficiently large for a public issue, i.e., amounts ranging from small sums up to say £ 200,000 or more, always presents difficulties.

<sup>5</sup> Coopey, R. and Clarke, D. (1995) .

<sup>6</sup> 三好元 (2008) pp.71~117 では、英国の政府系中小企業金融機関の創成に関する研究がなされている。

大内兵衛（1933）は「マクミラン委員会報告書について」と題して、次のように記述している。「一言にして云えば、これはイギリスの経済知識の実際的才能の最高の表現である。云うまでもなく、イギリスは資本主義の祖国であり、その経済学はその実際的有能さにおいて世界的定評をもっている。いま、このイギリスはその資本主義が曾つて見たこともない恐ろしい恐慌に見舞われているので、イギリスの議会は問題を率直に理解しそれを政治家的に解決すべく努力せねばならない。この報告書は、実に、かかる実践への学問的成果であり、それはイギリス当面の政策の基調の切実なる告白である。そこで、これは日本にとっても亦可なりにはいい参考書と評価されねばならない。なぜならば、日本の問題も亦イギリスの問題に類似して居り、同じような問題には同じような解決策しかないならば、日本の問題に対しても、ここに盛られているようなことは先ず以て参考さるべきであると思われるからだ。（中略）この報告書が発表せられたのは、前述の如く1931年の6月であった。そのときイギリスの恐慌の勢はいよいよ急激に狂奔せんとしていた。恐慌の対策は熱心に要求せられていた。（中略）この報告書に告白されているイギリスの苦境の描写は、さすがにイギリス経済家の実務的才能を思わせるに充分であるが、しかし、イギリスが当面していた現実そのものは、彼等の洞察力を遥かに超えて絶望的なものであったことは、間もなく明白となった。即ち、この報告書が出てからの十週間における世界各方面からのロンドン金融市場攻撃は、何よりも雄弁にこのことを証明した。即ち、ダーナート・バンクの破綻に一つのクライマックスを見出した世界金本位の恐慌の波は、流れてロンドンへの金の取付となり、そこから発せられたニューヨーク及びパリに対するクレジットの要求は受信の不能となってロンドンへ逆戻りし、ロンドンは一つのカタストロフィを見た。一世紀以上に渉り世界経済の最大の支柱として歴史を誇ったイングランド銀行の金兌換制は、9月21日を以て挫折したのである。」

### 1. 3 ラドクリフ委員会報告

1957年5月14日の第1回会合から88回の会合を重ねて作成された報告書である。第17段落には、次のような記述がある。「1959年の世界は30年前マクミラン委員会はその報告書を作成した当時とは、その経済的環境においても、その知的雰囲気においてもすっかり変わってしまった。今日金融政策が如何に機能しているかを考察するに当り、同報告が発表されて以来生じた変化を検討することが有用と思われる。」2011年現在では、マクミラン、ラドクリフ、ボルトン、ウィルソンと、ひとつの歴史のように括られられているが、最初の2つの委員会報告のあいだだけでも、実に30年の時間の経過が見られるのである。新規株式公開市場、中小企業金融および工業上の発明創案に対する金融、について、現代の株式公開や、とくに代替投資市場（Alternative Investment Market ; AIM）に通じた内容が記述されている。

新規株式公開市場については、219段落から234段落まで記述がある。マクミラン・ギャップの指摘は、229段落に次のように見られる。「大会社は容易に資金を供給されて

いるのに対し、中小会社はそれほど恵まれていない。中小企業の長期資本調達に当たっての困難は、マクミラン委員会報告において「ギャップ」として指摘、これを埋める方策が提案されて以来、広く世の注目を集めるに至った。」英国では、1949～1953年の5年間に上場会社3社の内約1社の割合で市場発行に依存しており、そしてこれによる調達総額は上場会社の新投資純額のほぼ同じ割合に相当した（227段落）。このように新規株式公開市場は発展を遂げながら、一方では新たな時代を迎えながらであるため、マクミラン・ギャップは中小企業にとって常に重要な課題となっているようである。ミッドランド銀行の調べによれば「1946年～1958年の13年間に、英国内で登録してある株式公開会社の発行総額は1970百万ポンド、これに対し海外で登録してある株式公開会社——ほとんど全部英連邦内で、主として南アフリカ——の調達額はわずか280百万ポンドに過ぎなかった。加うるに約1,200百万ポンドは国有産業により、また約850百万ポンドは内外の公共団体によってである。海外物の合計は会社、政府および政府機関すべてを併せ市場調達総額の15%に過ぎなかった」と報告している（226段落）。

中小企業金融および工業上の発明創案に対する金融については、932段落から952段落まで記述がある。とくに933段落、948段落を確認する。当時からの指摘が、現代の新規株式公開市場を整備してゆくうえで、今猶示唆を与えているからである。

「933. 今日においても、新しい工業上の発展を結実させるのは、しばしば中小企業であり非公開会社なのである。近代工業における主要な改良ならびに無数の細かな進歩というものは、それらを成し遂げた会社が未だ極めて小規模だった時代になされたものである。現在わが国では技術的研究にますます多くの努力が注がれているが、そこから十分な利益を得ようとする限り、将来についてもこの点は同様に妥当する。新しいアイデアや発明の成果を国際的な競争相手の手に委ねるべきではないということ、従ってわが国の企業が資金不足または彼等に利用可能な資本源の等閑視によりそれらの利用から遠ざけられるべきでないということは、われわれの競争的な立場にとって極めて重要なことである。」

「948. 新発明や技術上の創案の中小企業及び非公開会社による企業化、発展についての資金調達については或る種の特種問題が存在する。一つの問題は、一つのものを育成するのに要する資金量が、中小会社の資本構成や確実な収入見込みを考慮に入れると、金融機関が通常つぎ込んでもよいと思う額よりも大き過ぎるということである。もう一つの問題は危険の問題である。技術上の創案を商業的に開発することは、既にやっている生産方式を拡大する場合の危険や、既に行っているタイプの事業を拡張する危険より大きいのが普通である。そして創案がいかに有望であっても、どの程度の危険が伴うかを評価することは明らかに他の場合よりも難しい。こうした事情こそ、発明を応用開発しようとする会社が、融資してくれるかも知れない相手方に対して彼等の資金は有利な投資だと納得させるのを一層困難ならしめる原因なのである。」



現代において、A I Mは、上場基準に形式基準を定めていない新規株式公開市場であり、指定アドバイザーの裁量によって株式公開が実現されている。研究開発型の企業の場合、通常の株式公開のプロセスにより採択されることは、非常に困難とされる。しかし933段落および948段落から判断されるように、新発明や特殊な技術を発展させてゆく企業について、これを資金調達の仕事から見放すようなことがあれば、他の国や地域との競争において長期的に劣勢な立場を余儀なくされる。中小企業金融については、通常の金融機制のみでは包括できないという観点に基づくことが政策的に必要である。中小企業金融および工業上の発明創案に対する金融については、新規株式公開市場の整備に努める方法で常に対応が求められる。

952段落を確認することにより、本節を結ぶ。「952. 上記のような会社の営業規模が非常に大きいものであろうとはわれわれは考えていないが、わが国の生活水準が主として英国産業の技術的発展に依存せざるを得ない以上、われわれはこの種の技術的発展を促進するかも知れぬ提案を軽々しく却下するようではいけないと考える。われわれは、以上簡単に記述した線に沿って活動する会社があれば、英国産業の世界市場における競争力に真の貢献を為すと信ずるものであり、政府がかかる見地に立ってこの提案に配慮を加えることを勧告するものである。」

#### 1. 4 ボルトン委員会報告

中小企業部門の外部資金導入に対する必要性を金融機関が十分満たしているか否かを検討している。12・1では、次のように記述されている。

- i 信用制限とくに銀行の貸出制限の面で中小企業は致命的とってよいほど厳しい扱いを受けていること。
- ii 中小企業は5千ポンドないし5万ポンド程度の比較的少額の中期資金でさえ調達に困難を感じており、1931年に始めて指摘された「マクミラン・ギャップ」は依然として存在していること。
- iii 株式市場で資本を調達する場合、中小企業は著しく不利な立場にたたされておき、その意味で中小企業にも株式発行の道を開くため「第2株式市場」を新たに創ることが必要なこと。

12・2には、次のように記述されている。「新しい統制方法は、公開市場操作を通じ、あるいは現行の特別預金制度を実質的意義あるものに変更することにより、通貨供給量のコントロールに主眼が置かれることになるだろう。総合的に考えて、結局この変更は中小企業にとって有利と言えよう。今後の金融政策がこのように変更されるにしても、これまで貸出限度枠規制が中小企業の金融難の理由とされてきたし、また今後もこうした銀行に対する直接規制が検討される危険はなお存在する。そうしたことを考えれば、これまでこの直接規制が中小企業におよぼしてきた影響がいかに大であったかを記しておくべきだと我々は考える。」

中小企業は金融が逼迫する不況期に際しては甚だしく、かつ不釣合な被害を受け、高率な貸付金利によって金融機関の利用を著しく制限される。12・6、12・7では、マクミラン委員会報告について、12・8ではマクミラン・ギャップを埋めるべく新しい機構として創設された商工金融会社（ICFC）について、12・9ではラドクリフ委員会報告について、要約がなされている。以下では、12・6、12・7を確認する。

12・6「これまで取り挙げてきた問題は以前にも二つの委員会で既に検討されている。1931年に発表された金融と産業に関するマクミラン委員会の報告は、その後マクミラン・ギャップという名で呼ばれるに至った有名な事実を明らかにした。その内容は中小企業に対する長期資金の供給は、ロットが小さすぎるため一般公募によることは著しく困難であり、そこに大きな問題があるというものである。報告の概要は次の通りである。中小企業は担保能力が十分なときですら、折にふれて必要資金を調達するのに苦労している。一般資本市場で発行するにはロットの小さすぎる20万ポンド程度までの長期資本を調達するのに適当な機構を設けることは難しい。発行規模が小さい場合、一般公募に要する費用は比較的高くつく。またそれ故に、通常の方法では、一般投資家の関心をひくのは困難である。流通市場が整備されておらず、また普通以上に警戒を要する小ロットの社債に対しては投資信託会社も好意をもっていない。また発行商社も換金不能な長期債券に資金を凍結することはできない。従って一般的に言えばこのような小ロットの長期資本調達には、当該企業の存在する地域のブローカーや個人的なチャンネルを通して行なわれる。これが最も満足のいく方法である場合が多い。このように資本市場からの中小企業の資金調達は、その性質上一般には関心をもたれないので、一つの方法として中小企業のみを専門的に取り扱う会社をつくることも考えられる。この会社は、申し込みを受けた企業に対し普通株以外にも担保付優先株や社債の発行も可能なものとする。こうすれば危険は分散され、この金融会社を取り扱った債券は自由市場に流通しよう。その管理運用が適切になされ、またイギリスの産業が全体的に順調であるかぎり、このような方法は盛行するものと思われる。この問題につき、諸外国の解決策を詳しく調べることも必要であろう。」12・7「マクミラン委員会の指摘がその時点において正しかったことは多くの学者がひとしく認めるところである。しかし同委員会の指摘以来、とくにここ20年の間に状況はかなり改善されてきた。しかし現在でもマクミラン委員会が指摘したのと同じ理由から、25万ポンド程度にみたない金額を株式で調達するとか、またそれ以上の金額の社債発行を希望する中小企業にとって、資本市場は依然として閉ざされている。けれどもそれはそれとして中小企業に長期金融を供与する金融機関は量的に拡大した<sup>7</sup>。これまでの拡大経過については多くの論者がふれているし、またこの章においてもその特徴的事項について後で述べる。したがってここでは最も重大な変化についてだけふれることにしたい。」

非上場株式の流通市場（Secondary market）の創設について、12・69～12・75において検討がなされている。1980年のUnlisted Securities Marketの創設に繋がる

---

<sup>7</sup> The Financing of Small Business, by James Bates, Sweet and Maxwell, 1964年

論議である。12・86～12・98では、銀行の貸付限度枠規制により中小企業は現実に差別的取扱いを受けてきたことなどを指摘し、マクミラン・ギャップの解消に向けた政府介入の必要性を検討している。第13章では、租税の影響を検討しており、高い税率が企業内への投資を困難とし、中小企業における金融の圧迫要因となっていることを指摘している。キャピタル・ゲイン税について検討している。

### 1.5 ウィルソン委員会報告

ウィルソン委員会は、非上場株式の流通市場（Secondary market）の創設を、勧告している。マクミラン・ギャップの解消に向けた積極的な取り組みである。ウィルソン委員会の建設的な提案の姿勢を確認する。新規発行市場に関する基本的な概要については、187項から191項において確認することができるが、USMの創設に向けた勧告に関連する内容として、ここでは764項、765項、767項、769項、770項、1179項、を確認する。

「764. 証券取引所は、最近、非上場会社の証券の取引と新規発行の取決め事項の変更を提案する協議用草案<sup>8</sup>を配布した。これらの提案を詳細に論評したり、非上場会社の市場のための本委員会としての青写真を提示することはしないが、本委員会が考慮すべきだと信ずる検討事項を、以下に列挙する。」

「765. 組織された証券市場の便宜はできるだけ広い範囲の会社が利用できるものでなければならない。もっとも重要な市場参入の基準は、公正な取引を確保するための規制要件を遵守する、会社の意欲である。その株式の市場が狭いとか、会社の将来性が平均以下であるからといって排除してはならない。」

「767. 本委員会は、非上場証券の新規発行と取引の大部分が、ブローカーの手を通して行われると予想するので、会社と幹事ブローカー間に正式な連繋関係が存在することがきわめて望ましいと考える。（中略）このような連繋関係は、会社の行為に関する当該会社と証券取引所あるいは他の規制機関との間で、別の正式契約を締結することを妨げはしない。ブローカー業界が冷淡なのは、一部の小型上場会社の低い売買水準が原因であると、本委員会は聞いている。幹事ブローカーは、少なくとも、会社業績と見通しの解説（review）を年1回以上作成することが望まれ、そのサービスに対して会社から一定の料金を受け取るようにすべきだ、というのが本委員会の見解である。」

「769. 最後に、本委員会は、会社がその株式を、恒久的に非上場証券のままにしておくべきでない、という理由はないと考える。時が経過するにつれて、一部の会社は成長し、

---

<sup>8</sup> The Stock Exchange Unlisted Securities Market. A Document for Discussion, December 1979.

株式の分散が進む結果、上場証券市場にみられる高い流動性と継続性が、その会社に重要な意味をもつようになろう。しかし、上場申請の決断はそれら会社自ら行うべきであり、強制されるべきではない。規模の基準だけで、正式上場を強制してはならない。」

「770. 非上場証券の取引は、証券取引所の会員だけに限定されない。本委員会は、この市場の今後可能な構造に関する論議に対して行った証券取引所の貢献を歓迎し、その提言内容を評価している。しかし、証券市場の構造の問題は、証券取引所だけで決定すべきではない。本委員会は、証券業審議会（CSI）が商務省と協議して全利害関係者の提案を検討し、この市場の将来の組織と規制方法を決定するよう**勧告する。**」

「1179. 非上場証券市場の将来の構造と組織を規定すべきであると本委員会が考えるいくつかの点については 764 項から 770 項で述べておいた。この市場のすべての部分に一律に適用される単一の規則があることが望ましいと思われる。本委員会は、証券取引所よりもむしろ証券業審議会が、商務省やその他の関係団体と協議して、規則を制定すべきだと**勧告する。**」

USMの創設を目前に控え、1181項と1182項では、懸念される課題が指摘されている。代替投資市場では指定ブローカー制度が重要な役割を果たしていた時期があり、ブローカーのあり方をめぐる見解として意義ある指摘がなされている。

「1181. 非上場証券の取引は、一般に、ジョバーが関与することなく、ブローカーによって直接に行われるべきであると本委員会は考えているが、そうであるなら、ブローカーも株式のポジションを取ることが許されるべきかどうかという問題が生じる。利害関係の衝突の危険が生ずることは明らかである。本委員会の見解では、幹事を務めるブローカーが会社の株式を保有することをまったく排除すべきではない。しかし、取引への直接的関与を、買注文と売注文がマッチしない時の限界的取引や、小規模の取引に限定するように、ポジションの規模と各取引の最高価額について厳しい制限を課すべきである。さらにいっそうの保護措置として、ブローカーは自己勘定での取引はすべて、相手方となる買手あるいは売手にその旨を明らかにすべきである。」

「1182. この種の非常に限られた二重資格取引は、幹事を務めるブローカーがマーケット・メーカーの機能を十分に果たすために必要だと思われる。しかし、ブローカーが会社に対して適正なサービスを行い、また投資家顧客に対しても公正なアドバイスを与えるためには、ブローカーが会社の株価に対して直接的な利害を持たないことが絶対的に必要である。したがって、本委員会の考えでは、ブローカーが会社の株式や将来株式を買うためのワラント〔株式買取権〕を投資として保有することは許されるべきではない。」

既存の証券市場を補完する金融機能として、経済の動向に柔軟な資金調達機構である新規株式公開市場を整備してゆくには、上記のような様々な課題の一つひとつにたいして、法などによる規制をかけてゆくわけにはゆかない。場合によっては、速効性こそが求められる金融機能だからである。課題への具体的な対応は、その都度となるが、どのような課題に直面する可能性があるのか、常に整理されている必要があると考えられる。

## 2. 生成期 (Jenkinson, T. J. (1990) 以前)

### 2. 1 生成期における見解

英国の証券市場において、USMは新規株式公開市場として定着するが、メイン市場との比較において、どのような役割があるか、公開費用の検討など証券市場を研究する観点から提示される学説を見てみる。

中村宙正 (2004) は、米国の学説史において、生成期を Ibbotson (1975) 以降と置いている。公募価格のアンダープライシングという見解は、当該分野のその後の研究にとり重要な課題となって、現在に至っている。英国の学説史における生成期では、黎明期に提起されたマクミラン・ギャップの課題を背景として、公開費用に関する証券市場論が展開し始める。英国においては躍進期に入るまで、Ibbotson (1975) の影響を受けていない。USM創設の後のマクミラン・ギャップの課題については、Buckland, R. and Davis, E.W. (1989) が、1980年代の英国の新規株式公開市場を実証分析することを通じて、当時の研究を代表する結論を導いている。すなわち公開費用に関する証券市場論をもっては、マクミラン・ギャップの解消に関する金融機能としての是非を明確にすることはできない、としている。

わが国では、浜田康行 (1985) が中小企業研究の観点から、英国の新規株式公開市場に関する研究を展開しており、現代の代替投資市場 (Alternative Investment Market ; AIM) の前身であるUSMを「玄人向きの市場」と表現している。AIMが「プロ向け新市場」と表現されることとの符合が見られる。

### 2. 2 Business Expansion Scheme という観点

1980年1月に創設されて以来、順調な拡大を続けてきたUSMであるが、その市場の概要についてまとめられた最初の主要文献は、John Cucksey and David Medland (1984) である。Business Expansion Scheme は、1981年金融法 (the 1981 Finance Act) における Business Start-up Scheme を1983年金融法 (the 1983 Finance Act) により更新した内容となっているが、すなわち税控除 (tax relief) による新規事業の支援を促す方法であった。USMは、Business Expansion Scheme に関わる資金にとって、代替的な相場 (alternative quotation) であることが指摘されている。すなわち税控除を通じて、株式

公開の費用は削減される。税控除の項目については、資本移転税 (Capital transfer tax ; CTT)、キャピタル・ゲイン課税 (Capital gains tax)、所得税 (Income tax)、固定資産税 (Residence and domicile)、法人税 (Corporation tax) などをまとめている。

また現代のA I Mにおいては、指定アドバイザー (Nominated Adviser) が重要な役割を果たしているが、これに繋がる観点として、専門アドバイザー (the professional advisers) の役割を要約している。証券ブローカー、マーチャントバンカー、公認会計士、弁護士、

表1 USM公開企業の時価総額に関する業種別分析 (1983年12月31日現在)

業種	割当	公募	売却	合計	時 価 総 額						最大 (単位:1000 ポンド)	最小 (単位:1000 ポンド)
					Under £0.5m.	£0.5m to £1.5m.	£1.5 to £5m.	£5 to £10m.	£10m.+ 計	計		
ビール、ワイン	2	3	1	6	-	-	-	3	3	6	23,300	5,456
建設業、材木、道路	7	3	-	10	-	2	4	3	1	10	69,700	1,041
化学、プラスチック	-	2	-	2	-	2	-	-	-	2	1,240	900
小売業	5	1	2	8	-	1	3	1	3	8	43,500	972
電機	32	3	9	44	-	2	13	10	19	44	124,700	1,272
エンジニアリング	1	1	-	2	-	-	1	-	1	2	18,620	2,335
食料品	5	1	1	7	-	-	3	2	2	7	17,000	2,170
リース	1	-	-	1	-	-	-	-	1	1	33,100	33,100
ホテル、宿泊	3	2	-	5	-	1	1	2	1	5	15,900	754
工業会社	27	11	5	43	-	6	15	15	7	43	36,801	720
保険業	1	1	-	2	-	-	1	-	1	2	38,800	3,806
レジャー	10	2	4	16	-	-	8	2	6	16	72,700	2,886
自動車販売	3	1	-	4	-	-	4	-	-	4	4,673	2,175
新聞	1	-	-	1	-	-	-	1	-	1	5,037	5,037
広告業	7	2	-	9	-	-	1	5	3	9	13,000	2,880
不動産業	9	6	-	15	-	1	9	3	2	15	13,900	610
金融業	1	1	1	3	-	-	1	-	2	3	24,800	3,053
投資信託	4	1	2	7	-	3	3	-	1	7	13,400	999
石油、ガス	3	11	3	17	-	-	-	5	12	17	81,700	5,320
ゴム、麻	-	1	-	1	-	-	-	1	-	1	7,123	7,123
その他	2	-	-	2	-	-	1	1	-	2	9,800	2,511
全業種	124	53	28	205	-	18	68	54	65	205	134,700	610

出所) John Cucksey and David Medland (1984) pp.37-39 より筆者作成。

株式登録機関、コンサルタントがその役割を担うことを指摘している。

メイン市場とUSMの基準の違い、USMへの公開に至るまでのプロセスなどが簡潔にまとめられている John Cucksey and David Medland (1984) であるが、1983年12月31日現在の公開企業の個表においては、資本総額、P/Eレシオ、売買記録、税引前利益（過去3年分）などが一覧できるようになっている。当時の概況を確認するにあたり、USM公開企業の時価総額について、業種別分析の結果を、表1に紹介する。

### 2.3 公開費用に関する実証分析

Graham Bannock and Alan Doran (1987) によれば、英国の資本市場のなかでUSMはメイン市場に次ぐ整備された証券市場であることがわかる。英国の資本市場はおもに4つに区分され、整備されていない(Unregulated な)程度から順に、Venture Capital Placing、OTC / RULE 535(2)、USM、メイン市場、となる。USM とメイン市場は、整備された(Regulated な)市場である。Venture Capital Placing と OTC / RULE 535(2) は中小企業向け、メイン市場は大手企業と中堅企業を対象とするのにたいし、USM はすべての規模の企業を対象とする証券市場であることがわかる。英国では、現代においても、AIM とメイン市場が、整備された証券市場として用意されているが、以上の考察からすると、1980年代から、その原型が築かれていたことが確認される。

当該分野の先行研究は新興市場が整備されるにつれて新たな局面を迎えることになる。

表2 USMとメイン市場の公開費用の比較 (単位：1000ポンド)

	USM			メイン市場		
	公募方式	割当方式	売出方式	公募方式	割当方式	売出方式
出資者である発行会社やブローカー	25-35	35-50	35-50	30-40	50-70	50-70
証券ブローカー	0-10	0-20	0-20	0-10	0-25	0-25
引受業務	—	—	40	—	—	50
公認会計士	5-15	20-40	20-40	20-40	20-40	20-40
資本課税	—	20	20	—	25	25
弁護士	10-15	20-30	20-30	10-15	20-30	20-30
広告	4	4	20-60	4	30-50	70-100
印刷	2-5	15-25	20-30	2-5	15-25	20-30
買い手となる銀行家	—	2-4	8-12	—	2-4	8-12
公的關係	2-5	5-10	0-10	2-5	5-10	0-10
取引所手数料	1.5	1.5	1.5	4	4	4
総額の範囲	49.5-90.5	122.5-204.5	184.5-313.5	72-123	171-283	267-396

出所) Graham Bannock and Alan Doran (1987) p.33 より筆者作成。Newell, R. (1985) に同様の表があるが、本表はより詳細な内容となっている。

すなわち USM とメイン市場との公開費用に関する比較分析がなされるようになる。表 2 によると、メイン市場と比較して、USM の公開費用が低く抑えられることを確認することができる。

一方、マクミラン・ギャップの解消に向けて創設された USM であるが、依然、解消されていない、という立場を採用する見解が報告されている。浜田康行 (1988) においては、証券市場を研究する観点から、詳細な実証分析がなされている。その結果、USM の問題点については、次の 3 点をあげている。第一に、公開価格割れ、である。ただし騰落の激しい市場だから生じているのか、米国のファイナンス研究にあるような長期のアンダーパフォーマンスなのか、その他の要因なのかは、当研究より読み取ることができない。第二に、USM 企業の大型化である。マクミラン・ギャップの解消を目的とする金融機能としての効果について検証できないとしている。第三に、USM の上場コストが思ったほど安くないこと、である。特に発行を伴う場合には高くつき、相当規模の企業で、かつかなりの額を調達するのでなければ間尺に合わなくなっている、と指摘している<sup>9</sup>。以上の 3 点については、後の研究から妥当な指摘であったと判断される。ただしその根拠となる解析に

表 3 USM の公開費用に関わる回帰分析 (1980~85 年)

	Expenses / issue size (%)		Expenses / entrant size (%)	
	Stepwise	Forced entry	Stepwise	Forced entry
Constant	22.36 (2.48)	25.38 (3.46)	1.35 (0.32)	1.26 (0.43)
Proportion of equity issued (fraction)	-21.38 (5.89)	-22.47 (5.86)	6.11 (0.68)	6.12 (0.70)
Proportion of new money in the issue (fraction)	out of limits	—	0.0071 (0.0033)	0.0071 (0.0036)
Entrant size (£000)	-0.00076 (0.0002)	-0.00076 (0.0002)	-0.00015 (0.000025)	-0.00015 (0.000025)
Issue size (£000)	out of limits	—	out of limits	0.0000082 (0.000030)
Months since Nov. 1980	out of limits	-0.077 (0.06)	out of limits	0.0021 (0.0074)
Adjusted R <sup>2</sup>	0.079	0.082	0.456	0.451
F	9.686	7.175	56.847	33.819
Significance	0.0001	0.0001	0.0000	0.0000

出典) Roger Buckland and Edward W. Davis (1989) p.63.

<sup>9</sup> 浜田康行 (1988) pp.120~127.



については、より実証的な分析結果を待つこととなった。

同様の見解のもとで、Roger Buckland and Edward W. Davis (1989) は、企業規模と公開に掛かる経費との割合において公開費用を抑える傾向は無いこと、および発行規模と公開に掛かる経費との割合において公開費用を抑える傾向にあることを、実証分析を通じて報告している(表3)(段階的に公開へ向かう企業の場合(Stepwise)と、アドバイザーなどに公開を促される場合(Forced entry)と、2通りについて検証している)。中小企業(smaller firms)は、USMでのプレイングに向けては、発行規模の利点が得られるタイミングを見計らって公開し、経費を抑えようとするのであり、その後、イントロダクションを経由してメイン市場へと向かうのである。USMという発展した金融機能は、中小企業のための新規株式公開市場を支援するものだが、発行プロセスにおける規模の経済性の存在を乗り越えることはできていない。したがって、マクミラン・ギャップの解消に向けて課題を残している、としている。但し、第8章“Secondary Markets: Alternatives and Parallels”においては、USMおよびフランスの第2市場(the French Second Marché)が、メイン市場での公開にコストが掛かりすぎる現状に対応して成立してきた経緯があることを、実証分析の結果とともに提示している。マクミラン・ギャップの解消に向けた一つの歴史的過程として、USMを評価する必要があるだろう。

### 3. 躍進期 (Jenkinson, T. J. (1990) – Levis, M. (1993) 以後)

#### 3. 1 生成期との重複期間

英国の新規株式公開市場に関する諸学説の変遷において、躍進期の最大の特徴は、英国のファイナンス研究の方法が応用されるに至ったことである。Hutchinson, P., Meric, I. and Meric, G. (1988) は、MANOVAを用いた計量分析を行っているが、1980~83年とサンプル期間が比較的短く、米国のIbbotson, R.G. (1975) などの影響は受けていない。英国の中小企業研究の系譜のなかで、実証分析がなされている。Jenkinson, T. J. (1990) は、Ritter, J.R. (1991) より以前の研究論文であり、Ibbotson, R.G. (1975) のアンダープレイング仮説にもとづいて、英国における1985~88年の初期収益率を計測している。またその理論的根拠を、Rock, K. (1986) の「勝者の呪い(winner's curse)」や、Allen and

表4 英国における初期収益率の推移(1985~88年)

	1985	1986	1987	1988	1985-1988
初期収益率(%)	6.6	8.1	24.4	6.7	12.2
公開規模	30.9	201.4	111.2	101.4	119.5
企業数	36	57	57	47	197

出所) Jenkinson, T. J. (1990) p.438 より筆者作成。

表5 英国における資金調達規模別の初期収益率（1985～88年）

資金調達規模 (£m)	売出		割当	
	初期収益率(%)	企業数	初期収益率(%)	企業数
<5	10.2	14	14.6	45
5-10	7.0	29	16.2	35
>10	10.7	57	13.4	17
全企業	9.6	100	15.0	97

出所) Jenkinson, T. J. (1990) p.443 より筆者作成。

Faulhaber (1989)、Grinblatt and Hwang (1989)、Welch, I. (1989) のシグナリング理論に求めている。Jenkinson, T. J. (1990) によれば、1985～88年における英国の初期収益率（表4）、および資金調達規模別の初期収益率を確認することができる（表5）。および英国の1959～63年の公募方式における初期収益率の平均は14.2%（149社、公開後5営業日の収益率）、1963年の入札方式では3.8%（15社、5営業日）、1959～63年の売出方式では19.2%（193社、5営業日）（以上はMerrett et al.(1967)）、1965～71年の公募方式では8.9%（172社、5営業日）、入札方式では6.9%（41社、5営業日）、売出方式では19.1%（60社、5営業日）（以上はDavis and Yeomans(1974)）、1983～86年の公募方式では5.4%（58社、公開後3ヵ月）、入札方式では7.7%（25社、公開後3ヵ月）、売出方式では5.7%（14社、公開後3ヵ月）（以上はJackson, P. D. (1986)）であることを確認している。

生成期との重複する内容としては、株式公開にかかる経費を決定する重要な要因について問題提起をしている。その要因は公開規模であるとしている。（米国との比較分析であるためドル建てで算出されているが）英国では、1600万ドル以上の規模の83社については、総費用の割合は5.2%であるが、800万ドルから1600万ドルの規模の75社では7.7%、800万ドル以下の72社では10.4%、であり、規模が大きくなるほど経費は小さくなる関係を表している（米国でも同様の現象が見られることを実証している）。

### 3. 2 Levis, M (1993) による2つの学説の融合

Levis, M (1993) における研究方法は、米国のファイナンス研究の手法にもとづいている。すなわち、Ritter, J.R. (1991) やLoughran, T. (1993) と同様に、長期パフォーマンスを計量分析する方法としてはエクセスリターンを採用し、英国におけるIPOアノマリーを実証分析している。

サンプル期間は、1980～88年であり、ロンドン証券取引所のメイン市場とUSMを分析対象としている。表6は、各年の公開数、発行総額、公開初日の平均収益率である。公的機関の民営化にともなう株式公開の影響により、発行総額が顕著となっていることがわかる。公開初日の平均収益率は最小値でも7.90%であり、アンダープライシング仮説が適用される。

表6 英国の新規株式公開市場に関する記述統計（1980～88年）

年	英国全体			ロンドン証券取引所 メイン市場とUSM				
	公開数	発行総額（£m）		公開数	発行総額（£m）		平均収益率（%）	
		民営化含む	民営化除く		民営化含む	民営化除く	公開初日	3年
1980	12	26	26	6	13	13	19.60	-1.22
1981	48	676	116	41	666	114	9.56	65.39
1982	48	202	100	40	186	84	16.91	59.49
1983	72	275	275	61	247	247	20.51	82.86
1984	102	5,530	341	87	5,487	338	17.17	146.12
1985	121	1,043	1,043	111	913	913	7.90	77.19
1986	141	9,587	1,481	126	9,467	1,376	9.55	72.47
1987	128	5,530	1,687	120	5,459	1,594	25.69	2.95
1988	134	3,916	1,393	120	3,752	1,252	9.08	-10.03
全体	806	26,785	6,462	712	26,190	5,931	14.30	55.72

出所) Levis, M. (1993) p.30, p.37 より筆者作成。

また、表7は、長期のアンダーパフォーマンスを提示している。エクセスリターンを、ここでは、

$$ar_{it} = r_{it} - r_{mt}$$

$ar_{it}$  : 株式  $i$  における  $t$  期のエクセスリターン

$r_{it}$  : 株式  $i$  における  $t$  期の未修正リターン

$r_{mt}$  :  $t$  期におけるマーケットリターン

と置いているが、 $r_{mt}$ には3種類（FTA Adjusted、HGSC Adjusted、ASEW Adjusted）の指数を用いている。尚、Extended Hoare Govett Smaller Companies (HGSC) Indexは、メイン市場とUSMの小型株のパフォーマンスより計測する指数であり、ASEW AdjustedはAll Share Equally Weighted (ASEW) Indexにもとづく。

$t$  月におけるIPOの回数を  $n$  回と置くと、平均のエクセスリターンは、

$$AR_t = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n ar_{it}$$

と表され、第1期から  $s$  月までの累積したエクセスリターンを

$$CAR_{1,s} = \sum_{t=1}^s AR_t$$

と表している。

s 月の CAR についての t-statistic は、

$$t(CAR_t) = \frac{CAR_t \cdot \sqrt{n}}{\sqrt{t \cdot \text{var} + 2 \cdot (t-1) \cdot \text{cov}}}$$

と表されている。

これによると、1980～88 年における新規公開株式の長期パフォーマンスは、表 7 のようになる。

表 7 1980～88 年における新規公開株式の長期パフォーマンス  
(公開後、36 ヶ月について 3 ヶ月置き)

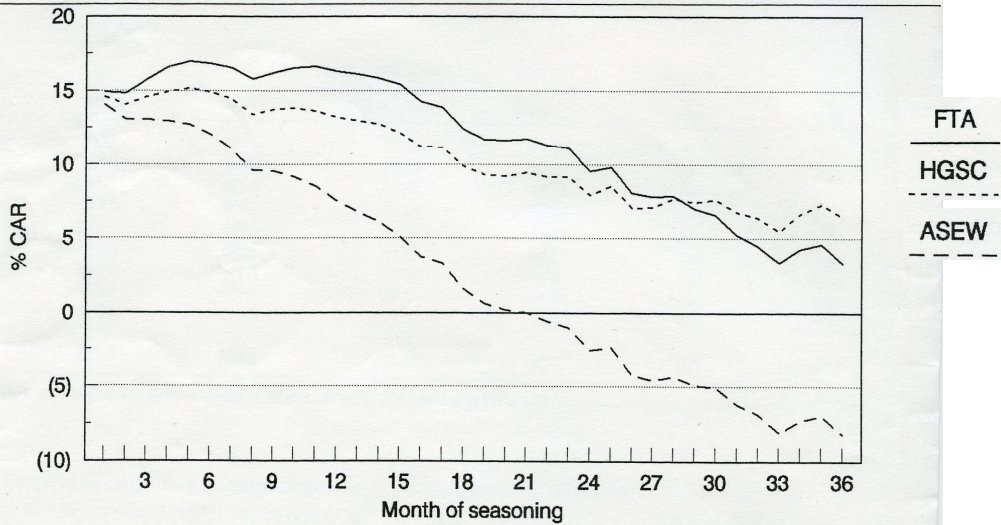
公開後 月 数	標本数	FTA Adjusted		HGSC Adjusted		ASEW Adjusted	
		CAR %	t-stat	CAR %	t-stat	CAR %	t-stat
3	712	0.98	1.10	-0.16	-0.15	-1.65	-1.49
6	710	2.08	1.62	0.20	0.15	-2.67	-1.91
9	709	1.48	0.94	-1.00	-0.63	-5.19	-3.26
12	705	1.57	0.85	-1.55	-0.86	-7.20	-4.01
15	697	0.69	0.33	-2.63	-1.32	-9.65	-4.85
18	688	-2.35	-1.03	-4.87	-2.23	-13.10	-6.01
21	676	-3.02	-1.21	-5.31	-2.24	-14.73	-6.17
24	656	-5.20	-1.92	-6.80	-2.69	-17.33	-6.87
27	611	-6.90	-2.32	-7.61	-2.75	-19.34	-6.99
30	579	-8.14	-2.52	-7.11	-2.37	-19.80	-6.61
33	518	-11.35	-3.18	-9.23	-2.80	-22.85	-6.93
36	483	-11.38	-2.95	-8.31	-2.35	-22.96	-6.49
<i>var</i> (ARt の分散)		0.0165		0.0157		0.0156	
<i>cov</i> (共分散)		0.0018		0.0023		0.0020	

出所) Levis, M. (1993) p.36 より筆者作成。

すなわち、Exhibit 7 (Levis, M (1993) p.36) によると、英国の長期パフォーマンスが、中村宙正 (2004) p.122 (p.758) において紹介した米国を対象とする 2 つのグラフと同様の形状をあらわしている。

および Levis, M (1993) は、公開初日と公開後 3 年の平均収益率の関係 (表 8)、業種別のパフォーマンス (表 9) について報告している。

Exhibit 7. Cumulative Average Adjusted Returns for 712 IPOs, 1980-1988 (Including First Partial-Month Returns)



公開後の月数

図 Levis (1993) が描く新規公開株式の長期パフォーマンスに関するグラフ

FTAは Financial Times Actuaries All Share Index、HGSCは Extended Hoare Govett Smaller Companies Index、ASEWは All Share Equally Weighted Index、によって、それぞれ修正されたリターン (Adjusted Returns) である。

また、図1と図2は、中村宙正 (2004) が紹介した Ritter (1991) 及び Loughran (1993) が描く新規公開株式の長期パフォーマンスに関するグラフ、である。これらは米国を対象としているが、Raw Returnsを除く Adjusted Returns については、英国を対象とする Levis (1993)と同様の形状を表わしている。

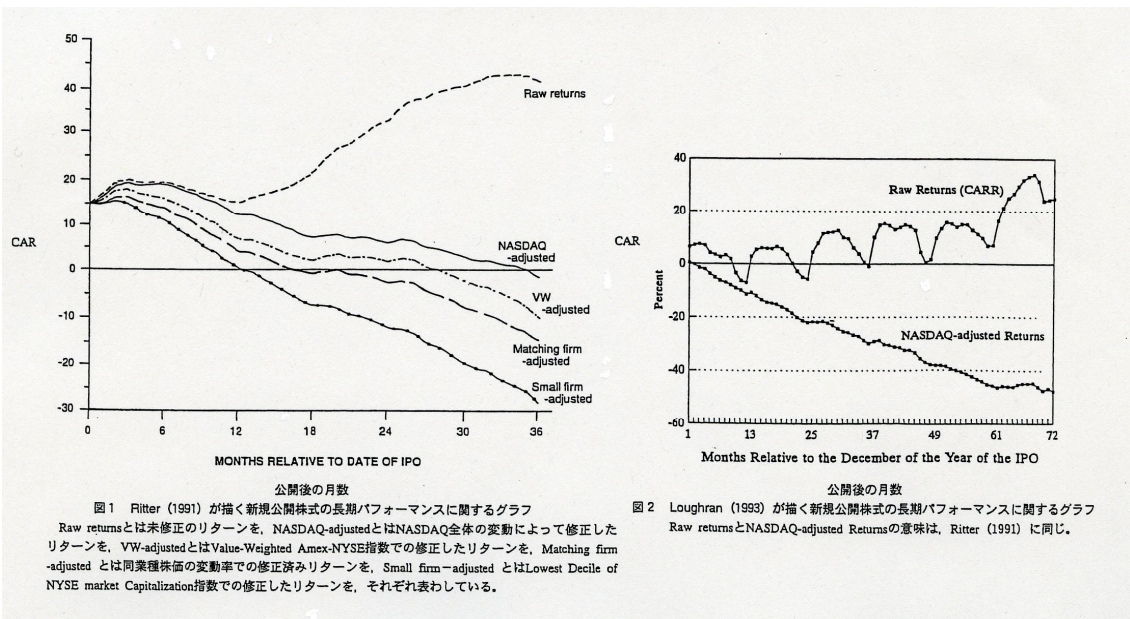


図1 Ritter (1991) が描く新規公開株式の長期パフォーマンスに関するグラフ

Raw returnsとは未修正のリターンを、NASDAQ-adjustedとはNASDAQ全体の変動によって修正したリターンを、VW-adjustedとはValue-Weighted Amex-NYSE指数での修正したリターンを、Matching firm-adjusted とは同業種株価の変動率での修正済みリターンを、Small firm-adjusted とはLowest Decile of NYSE market Capitalization指数での修正したリターンを、それぞれ表わしている。

図2 Loughran (1993) が描く新規公開株式の長期パフォーマンスに関するグラフ

Raw returnsとNASDAQ-adjusted Returnsの意味は、Ritter (1991) に同じ。

表 8 公開初日の平均収益率と3年間の平均収益率との関係について

公開初日の平均収益率の分類 (%)	公開数	3年間の平均収益率(%)
24.7+	143	42.07
12.2-24.6	143	50.55
5.8-12.1	142	72.04
0.01-5.7	161	60.58
<0	123	52.36
全体	712	55.72

出所) Levis, M. (1993) p.38 より筆者作成。

表 9 業種別のパフォーマンス (1980~88年)

業種	公開数	平均発行総額(£000s)	公開初日の平均収益率(%)	3年間の平均収益率(%)
代理店業	61	3,302	17.52	24.48
生産財関連	64	5,892	10.86	57.78
最寄品関連	55	5,741	15.56	65.91
買回品関連	50	8,889	17.74	43.05
建設業	63	5,551	11.42	81.88
電気機器	82	4,981	16.43	52.95
金融業	30	20,606	14.27	52.65
食料品	25	5,875	18.59	33.51
健康・家事	16	24,359	14.61	-2.95
娯楽	36	8,037	12.24	100.00
出版・印刷	17	2,684	24.63	79.92
不動産業	44	8,203	12.59	43.30
オフィス関連	15	3,594	4.37	114.36
小売業	32	7,516	18.41	81.08
その他	110	16,139	10.81	44.33
公的機関の民営化	12	1,694,103	37.25	96.91
総計	712	37,537	14.30	55.72

出所) Levis, M. (1993) p.39 より筆者作成。

最後に、発行総額の規模とパフォーマンスとの関係を報告している (表 10)。Levis, M (1993) は、サンプルにメイン市場とUSMの双方を加えており、ここに英国の伝統的な学説の研究対象を、米国のファイナンス研究の手法で分析している。Hutchinson, P., Meric, I. and Meric, G. (1988) は、マクミラン委員会報告などやICFCに関する記述はあるが、IPO

アノマリーやアンダープライシングに関する研究課題については全く念頭にない。一方、Jenkinson, T. J. (1990) においては、USMという用語さえ見られない。すなわち、Levis, M (1993) の研究は、米国のファイナンス研究と英国の中小企業研究が融合された特色ある研究成果となっている。

表 10 発行総額の規模とパフォーマンスとの関係  
(1980～88年)

ロンドン証券取引所メイン市場とUSM			
発行総額の規模 (£000s)	公開数	公開初日の 平均収益率(%)	3年間の 平均収益率(%)
1 - 1,438	139	22.52	84.26
1,439 - 2,148	139	11.82	56.76
2,149 - 3,554	139	13.43	55.40
3,555 - 7,802	139	12.01	36.36
7,803+	140	12.82	49.58
全体	696	14.52	56.46
ロンドン証券取引所メイン市場			
発行総額の規模 (£000s)	公開数	公開初日の 平均収益率(%)	3年間の 平均収益率(%)
1 - 4,251	46	12.52	37.03
4,252 - 6,461	47	12.82	64.48
6,462 - 10,073	46	13.93	64.65
10,074 - 18,707	48	10.00	47.08
18,708+	47	16.21	68.91
全体	234	13.08	56.44
Unlisted Securities Market ; USM			
発行総額の規模 (£000s)	公開数	公開初日の 平均収益率(%)	3年間の 平均収益率(%)
1 - 1,126	92	22.20	68.63
1,127 - 1,791	92	16.95	83.88
1,792 - 2,525	93	12.99	70.23
2,526 - 3,491	92	13.96	46.86
3,492+	93	10.22	13.57
全体	462	15.25	56.47

出所) Levis, M. (1993) p.40 より筆者作成。

## 4. AIMに関する研究

### 4.1 わが国におけるAIM研究（1990年代後半）

わが国における英国の代替投資市場（AIM）に関する諸研究をしてみる。まずその前身であるUSMに関する研究から整理する。代田純（1995）は、USMへの公開企業数が854社に達し（1992年12月現在）、そこから204社の上場企業が誕生していったという事実をみるならば、USMが英国の中小企業金融と上場企業育成という点で一定の積極的意義を有したことは間違いない、と評価している。

USMは相対市場であるが、場内市場であるゆえに店頭市場とはいえない。しかし英国では、取引所取引自体が店頭取引に近い性格を有している。取引所取引が、個別的な相対取引の総和として存在しているからである。この点はビッグ・バン以前のジョバー制でも、マーケット・メーカー制でも同じである。ジョバー制ではブローカーに委託された投資家の注文とジョバーの相対取引であり、マーケット・メーカー制ではマーケット・メーカーとの相対取引である。英国の取引形態は日米の取引所取引と異なり、オークション取引またはオーダー・ドリブン取引の側面をもたない。このような点で英国の取引所取引は店頭取引に近い。とはいえロンドンの取引所取引は取引所規則により営まれていることから、取引所取引の一形態である。USMは取引所内取引であり、店頭市場ではない<sup>10</sup>。

1986年のビッグ・バンにより、マーケット・メーカー間の競争が激化し、マーケット・メーカーのリスク回避傾向が強まることによって小型株の流動性が低下している。機関化が加速するなかで、機関投資家は流動性に乏しい小型株の売買に消極的である<sup>11</sup>。

忽那憲治（1997a）「イギリスのベンチャー・キャピタル投資と小型株市場改革－USMの成長と停滞－」は、USMを次のように分析している。マクミラン、ラドクリフ、ボルトン、ウィルソンの4回にわたる委員会報告は、中小企業が抱える資金調達面の問題を指摘しており、さまざまな対応策がとられてきたが、十分な成果を上げられないでいる、と評価している。そのなかで英国経済社会研究協議会（Economic and Social Research Council；ESRC）が、こうした問題への対応として1989年にパークレイズ銀行や貿易産業省（DTI）ほかとの協同により中小企業研究プログラム（Small Business Research Programme）を発足させ、多岐にわたる視点から中小企業の包括的研究を進めていたことを報告している。その一環として、1991年には英国の中小企業に関するボルトン委員会報告以来の包括的・全国的調査がケンブリッジ大学中小企業研究センターによって実施されたが、ここでも、中小企業の成長にとって最も重要な問題は資金のアクセシビリティと調達コストであるとの調査結果が出され、金融面の課題解決が重要視されている。1991年に実施された実態調査をもとにとりまとめられたケンブリッジ大学調査報告は、従業員数500人未満の中小・中堅企業2028社のサンプルに基づき、産業部門別（sector）、

<sup>10</sup> 代田純（1995）p.159。

<sup>11</sup> 2000年以降のAIMの動向と比較すると、機関投資家のシェアは、2004年の約35.2%から2006年8月23日には56.7%まで上昇しており、現代に至っては当時指摘がなされた頃との情勢の違いがわかる。



企業規模別 (size)、企業の設立年別 (age)、成長率別 (rate of growth) の4つの視点から英国の中小・中堅企業の現状について検討を加えている。同調査では、英国の中小企業が成長するにあたって何を重大な制約要因と認識しているのかについて、1987年から90年までの3年間において事業目標を達成する際に制約となったと考えられる11の要因それぞれの重要度を0(まったく重要でない)から9(非常に重要である)の10段階にランク付けしてもらい、重要度ランクの平均を各制約要因別に分析している。これによれば、上位2要因を事業拡張資金の利用可能性とコスト(4.95)、当座貸越の利用可能性とコスト(4.90)という金融面の要因が占めており、80年代後半以降においてもボルトン委員会報告当時と変わらず、中小企業にとっていかに資金源を確保し、より低コストの資金を調達するかという金融面が依然として重要な課題になっていることがうかがえる。

流通市場面に関して、忽那憲治(1997a)は、中小企業株(小型株)の重要な問題点の1つが低流動性問題にあることを、あらためて指摘するまでもないこととしている。そのうえで、上場基準の緩和により公開市場がUSMからAIMへと移行したところで小型株の持つ低流動性問題が解決されるわけではない、と指摘している。

AIMに関する先駆的な研究としては、浜田康行(1996)がある。AIM設立の8カ月後、日本のベンチャーキャピタルを内容とする著作として刊行されているが、そのなかでAIM、およびBusiness Expansion Schemeについても解説がなされている。当時、Alternative Investment MarketやNominated Adviserなどの用語には定訳がなく、ここではそれぞれを、代わりの投資市場、認定アドバイザー、と翻訳されている。ただ、これらは定訳となること無く今日を迎えることになる。浜田康行(1996)における報告内容を確認する。「イギリスでは第三市場、USMの廃止で一番困った中小の証券会社から強い要請があり、これらの市場の代わり(Alternative)の市場が開設されました。名前が面白いのですが、「代わりの投資市場」(Alternative Investment Market)、略してAIM(イギリス人はこれを「エイム」と読みます)と言います。これは、既に説明した旧五三五条二項取引を制度的に承認したもので、技術的には、コンピューターベースで、SEATSという現在あるシステムを拡張運用します。第三市場では評判の悪かったスポンサー制度を強制しない、公開基準は特に設けず目論見書と最新の監査報告を出せば良い、など大胆な内容です。ロンドンの証券取引所も熱心に取り組んでいるようです。(中略)AIMは九五年六月一九日に十四銘柄(八銘柄は旧五三五条二項取引からの移行組)でスタートし、目下次々と企業が参加しています。AIMの特徴のひとつは特にハイテクを意識していないことで、対象は成長企業(Growing Business)です。業種は、マルチメディアがあるかと思えば、カフェや庭作りの会社、オーストラリアで鉱山をやっている会社(鉱山・石油採掘業は旧五三五条二項取引の本来の対象業種)もあるといった具合です。

AIMの本格稼動に伴って旧五三五条二項取引は廃止されましたから(九五年十二月二十九日)、ここにある二百以上の銘柄が移行し、AIMは市場としての格好がつくというのが取引所側の期待です。財政当局もAIMに公開する企業、投資家にはいくつかの減税を

実施し、誘い込みを狙っています。例えば、相続税、キャピタルゲイン税、投資減税の一種であるエンタープライズ・インベストメント・スキーム、株で損した際の所得税の減税等です。後で説明しますが、ベンチャー・キャピタル・トラストなどの適用もあります。

A I Mへの前評判も高いようです。A I Mに関しては、十五の都市で二十七回に及ぶ説明会（取引所主催）、四十回の民間団体主催のセミナーが開かれ、延べ二千人以上の参加があった、と「A I Mニュース」は自慢しています。私は九五年一月に、中小証券会社のひとつであるウィンターフラッド社（ロンドン）を訪問して、社長のウィンターフラッド氏に会う機会を得ました。彼は、A I Mが彼ら中小証券会社の活動の主要な舞台となることで、大手証券との棲み分けができると大いに期待をしている様子でした。

以下に紹介するのは、最初のA I M公開会社となったカントリーガーデンという造園業の社長の話です。「金がほしくてA I Mに出たのではない。株主に株式の流動化のチャンスを作ってやりたかった。一九八五～八七年の間に、ビジネス・エキспанション・スキーム<sup>12</sup>（事業拡張制度：認可された中小の会社に個人が投資すると所得税の減税が受けられる制度）で一千万ポンドを調達し、二千五百人の株主を新たに作った。その多くは引き続き株の保有を望んでいるが、持ち株に流動性が付加されるのは良いことだろう。当初、わが社は四条二項（旧五三五条二項のこと）で取引をしていたが、流動性は十分でなかった。A I Mの魅力は三つある。株主の対象範囲が広がる。機関投資家が集まる。新聞等に報道されやすくなる。さらに、A I Mは銀行融資と公式上場の間のギャップを埋めてくれる。資金調達はむしろ四条二項のもとでよりも簡単だ。A I Mの成功はシティの反応いかんにかかっている。彼らが中小の成長企業の面倒をみてくれるように望んでいる。我々は未来のビッグビジネスなのだ。」（中略）

A I Mに関する最大の心配は、公開基準もほとんどなく、責任を持つスポンサーも場合によってはいなくて良いとなると、株主保護はどうなるのだろう、ということです。取引所もスポンサーなしということにはかなり心配しているようで、A I M公開企業には取引所の認定した助言グループ（公認会計士、中小証券会社、マーチャントバンカーなど、現在のところ四十社から構成される）の活用を訴えています。次に引用するのは、認定アドバイザーのひとつであるローウェン・ダーリントンという会社の話です。

「わが社は地域密着型（この会社はブリストルに根拠地がある）の証券ブローカーだが、顧客のほとんどは中小企業で、A I Mは彼らに資本市場へのアクセスの可能性を与えてくれた。既に何社かからA I M公開について相談を受けている。我々は認定アドバイザーとしての役割を重大なものと受け止め、公開会社の吟味は我々の義務と考えている。社内ルールで、公開希望会社には専門家による報告を提出してもらっている。これは、デューデリジェンスの重要な一部と心得ている。わが社が取り扱ったオールド・イングリッシュ・パブ・カンパニー（Pub はイギリス全土どこにでもある居酒屋、庶民の社交場でイギリスの文化の象徴）は、以前は四条二項取引（旧五三五条二項のこと）だった。A I Mの魅力

---

<sup>12</sup> 2.2 節を参照。

はなんとと言ってもその流動性だ。」(中略) AIMは本当に流動性を高められるのか。そのカギを握るのはマーケットメーカーですが、当初公開の十四社について見る限り、九社に二社ずつがついており、五社が単独という状況です。ウィンターフラッド社は十四社すべてのマーケットメーカーになっています。(中略) AIMは、取引所の傘の中にはありますが、やや突き放された印象もあり、一応イギリス版ナスダックを目指したものと評価できるでしょう。いずれにしろ、まだできたばかりですから、今後の推移に注目したいと思います。」

一方、忽那憲治(1997b)には、小型株市場改革のプロセスについて、次のように記述がある。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(以下LSE)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。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(旧535.2)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。(中略)取引所は、指定アドバイザー(Nominated Adviser)<sup>13</sup>と指定ブローカー(Nominated Broker)の設置というかたちで原案を修正し、1995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。(中略) 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。

外国為替市場、ロンドン証券取引所メイン市場、ユーロカレンシー市場など、国際金融市場として隆盛をきわめているなかに、中小企業の証券市場であるUSMが加わることによって厚みを増しているロンドン市場であるのだが、その魅力については、かつてのウィルソン委員会報告1072において、次のように記述されておられる。「英国においては(中略)伝統的に他の多くの主要国に比べてあまり正式な形をとらない規制方法によってきた。すなわち、あまり法的規制を重視せず、法律によらない規制、とくに自主規制により重きを置く規制方法を考案するというアプローチであった。こうしたアプローチは、英国において、提供される金融サービスの豊富さおよびコストという点あるいは海外の英国金融機関に競争上の強みをもたらすという点で大きな利点があると一般に看做されていた。規制当局のこうした対応は、国際金融センターとしてのロンドンの一つの大きな魅力である。(中略)より強固な規制体制をとっている国の方が金融機関倒産の危険から顧客を守るという点に関してより成功していると信ずべき理由はない。たとえば、1973～75年の銀行危機は非常に広範囲にわたって生じ、英国よりも法的な規制体制が整っている国にまでその影響が及んだ。同様に米国の証券市場に対する監督は、法的な後楯をもつ証券取引委員会(Securities and Exchange Commission)により行われていたにもかかわらず、1960年代後半の米国証券会社内の窃盗、詐欺、禁治産の広範化および数多くの倒産、強制合併の実施を防ぐことができなかった(西村閑也監訳、1982、pp.466～467)。」自主規制の魅

<sup>13</sup> 尚、現在のところ、Nominated Adviserの定訳には「指定アドバイザー」が慣用されており、金融庁金融審議会などでも採用されている。

力は、ロンドンAIMにも引き継がれており、発行開示をはじめ、半期ごとの継続開示、及び株価に影響する情報の適時開示の義務は、NOMAD経由で果たせばよいとされている。

社団法人 日本経済研究センター（1998）は、忽那憲治（1997）を補完しながら、指定アドバイザーの適格性の判断基準についてヒアリング調査を実施している。これによると、ヒアリングを行った指定アドバイザーすべてが、適格性の尺度として成長性、経営陣の資質、過去の業績、企業規模などを挙げており、投資家を強く意識した内容になっている。適格性の判断材料として最も重要とみなされているのは、事業の成長性と経営陣の資質である。成長性については将来計画に加え、過去3年間の売上高及び税引前利益の伸びを1つの指標としている。経営陣の資質については、信頼できる人物であることが必須となるが、さらに将来の事業拡大を前提にして社外取締役を含めた社長、財務担当、販売担当のバランスや個々の経営者の経営能力を評価している。経営者の過去の実績について、信頼できる人物の要件と考えるか、「実績はあるにこしたことはないが、必ずしも必要ではない」とするかで考え方に幅がある。指定ブローカーと兼務している指定アドバイザーほど、商品性をもとに適格性を判断する傾向があった。

#### 4. 2 2000年を前後に出版されたハンドブック

Keith Hatchick, David Collins, Keith Smith (1997) *The Alternative Investment Market Handbook*, Jordans.<sup>14</sup> には、市場に関する統計、各種法律との関わり、上場関係書類などが紹介されている。指定アドバイザーの適格性の判断基準については、CHAPTER16 AIM ADMISSION RULES に一覧がある。16.1 の213頁では、指定ブローカーに関して次のように記述がある。

On admission of a security to trading on the Alternative Investment Market ('AIM') and at all times thereafter, the following conditions must be satisfied :

⋮

(d) the issuer of the securities must have :

(i) a nominated adviser; and

(ii) a nominated broker;

which roles may be performed by the same firm.

(d) と同様の記述は第2版では見られない。指定アドバイザー制度の重要性と比較し、指定ブローカー制度の金融機能としての特筆性は薄いと考察される。(わが国における金融庁金融審議会において、指定ブローカー制度については言及されることがなかった。)

Keith Hatchick, Keith Smith, Paul Watts (2002) は、金融サービス市場法 (Financial

---

<sup>14</sup> 初版のセカンドライターの David Collins 氏が 1998 年 12 月に亡くなっているため、第2版では Keith Smith 氏がセカンドライターに、Paul Watts 氏が新たにサードライターとして起用されている。

Services and Markets Act 2000 ; FSMA 2000) が制定された前後の A I M の概況を伝えている。海外からの更なる投資を呼び込むための法改正であり、株式公開に関連する内容が紹介されている (pp.138-159)。コーポレート・ガバナンスに関しては、補論 4 (Appendix 4) において、初版と同様の記述がある。

これらのハンドブック以降、2000年代後半まで、A I M 研究は空白の期間を迎える。A I M に類似する金融機能としては、グリーンシートやピンクシートが存在し、これらを対象とする研究が、この空白期を補っていると考えられる。わが国では、竹本拓治 (2003) があり、未公開株式の流動性の確保が重要な問題となること、日本のベンチャーキャピタルがアーリーステージからの投資を行わないためグリーンシートの必要性を高めていること、などを指摘している。

#### 4. 3 指定アドバイザーによるコーポレート・ガバナンス

Chris Mallin and Kean Ow-Yong (2008) は、指定アドバイザー制度の役割と、AIM 上場企業のコーポレート・ガバナンスについて分析している。前節で確認した2つのハンドブックにあるコーポレート・ガバナンスに関する論議と符合している。

本来、コーポレート・ガバナンス論は、企業統治のあり方を検討しているのであるが、法学、経営学、企業倫理、会計・監査など、様々な観点から論議がなされている。なかでも経済学的な観点によれば、企業の経営権が市場によって規律づけられている、という枠組みが提示されており、A I M のような特殊な新規株式公開市場では指定アドバイザーがコーポレート・ガバナンスを担っている、という結論が成立するならば、画期的な視角の提示が展開されていることを意味する。

Chris Mallin and Kean Ow-Yong (2008) は、AIM 上場企業、AIM 投資家、指定アドバイザー、ブローカーへのインタビューによる研究がなされている。コーポレート・ガバナンスに関する費用-便益分析、機関投資家による AIM 上場企業のガバナンス、指定アドバイザーによる AIM 上場企業のガバナンス、AIM 上場企業が適切なコーポレート・ガバナンス構造を採用することの困難性、などを分析している。AIM 上場企業のコーポレート・ガバナンスについて、指定アドバイザーの重要性を強調する結論を導いている。

#### 4. 4 わが国における A I M 研究 (2000年代後半)

長崎大学の5名の教員による共著論文が、2009年に報告されている。川村雄介・須齋正幸・森保洋・阿萬弘行・工藤健 (2009) 「代替的新興市場創設による経済効果分析」による新興市場整備のマクロ経済への効果に関する研究、においては、シンプルなマクロ経済モデルに、信用の概念を導入して分析した Bernanke and Blinder (1988) のモデルを株式市場のケースに拡張している。わが国のマクロデータに基づく分析では、新興市場整備の経済効果を導出している。データは、日本銀行のマネーストック (M1)、内閣府 GDP デフレータ、日本銀行の無担保オーバーナイト物コール・レート、日本銀行による資金循環

の民間法人企業の負債項目中の株式の金額、日経平均株価、貸出約定平均金利、である。分析結果から、新興の株式市場の整備は、流動性制約に陥っている企業の資金へのアクセスを高めることを通じて、おおむね経済成長に寄与することが示されている。

および Johansen, S. (1991) の共和分検定より、AIM は英国の Main Market および米国株式市場と、長期的な関係は存在しないことを示唆している。データは、AIM 100 Index, AIM 50 Index, FTSE 100 Index, S&P 500 Index の日時データに基づいている。分析期間は 2005 年 5 月 17 日から 2007 年 12 月 31 日であり、サンプルサイズは 657 である。

これらの分析が示唆する 2 つの結果は、新興市場の整備が経済成長をもたらすという視点をあたえ、AIM は他の在来市場と長期的な関係が存在しない、という興味深い結論を示している。あえてこの研究を批判するならば、AIM の特色のひとつである指定アドバイザー制度については、全く言及されておらず、分析のなかで考慮されていないこと、である。したがって、前半の分析は、AIM のみに関係しているのではなく、一般的な意味での新興市場の整備が経済成長をもたらすこと示した内容となっている。

#### 4. 5 2010年代における研究

最近の研究では、Colombelli, A. (2010) が、1995年から2006年にAIMで株式公開を果たした 2,500 社を対象に、創業促進の方法に関する実証分析を行っている。リスクを取ることで、技術革新がなされていること、投資家からの支持があることが、創業を切り拓く方向へ導くと結論づけている。技術者を確保し、知的財産権を保護できるかどうか、投資家からの更なる投資を呼び込めるかどうかに関わる。かつて、ラドクリフ委員会報告の 932 段落から 952 段落において、中小企業金融および工業上の発明創案に対する金融、に関する論議が展開されていた内容と符合する。とくに 933 段落、948 段落は、今猶、示唆を与えている<sup>15</sup>。

#### 5 ロンドン市場の普遍的意義（ウィルソン委員会報告を参考に）

英国における AIM 発展の背景には、ロンドン市場に元来から備わっている金融市場としての伝統の影響も受けている。したがって、海外からの投資を呼び込むことに成功しており、著しく規制が緩和された上場基準を採用することができている。ここでは、今後、新規株式公開市場を研究する上で留意すべき事項を整理する意味において、ウィルソン委員会当時から指摘されているロンドン市場の普遍的意義を、当委員会報告の該当箇所から確認する。

##### 5. 1 国際金融センターとしてのロンドン

国際金融センターとしてのロンドンの卓越した地位は、国際貿易や国際投資の金融およ

---

<sup>15</sup> 本稿 p.6 を参照。

び保険においてロンドンが果たしてきた歴史的な役割に負うところが多い。世界貿易における英国のシェアの相対的低下やポンドの国際取引通貨としての役割の後退にもかかわらず、ロンドンがその重要性の維持に成功している理由の一つは、ロンドンが他の金融センターに対して数々の大きな利点を持っているという事実を負ってきている（431段落）。

第一に、ロンドンはヨーロッパに接しており、アメリカとアジアの中間にあるという、その地理的な地位から利益を得ている。その営業時間はアメリカとアジアのそれと一部重なっており、ヨーロッパの他の部分とは密接に関係し合っている。そしてまた、そのことが極東における金融センターに対してロンドンに大きな優位性を与えている（432段落）。

第二に、ロンドンは英語が主な国際商業語となっているという点で他のヨーロッパ諸国に対し大きな優位性を持っている。われわれが米国と共通の言語を用いているという事実は、多くの主要米国金融機関が欧州における主要な事務所をロンドンに置くことを決意するときの大きな影響力となったであろうことは疑いない（433段落）。

第三に、ロンドンはその背景が政治的・社会的に安定していることと、シティが誠実と金融上の安全性に関して高い評価を得ていることから利益を得ている。また、これらに続く要因としては、他のいくつかの金融センターにおいては当局の態度が硬直的であり、法律にこだわるところがあるのに対し、英当局の規制は、労働党政権の下においても保守党政権のもとにおいても、比較的柔軟であることを挙げることができる。たとえばロンドンがユーロカレンシー市場の発展に大きく貢献することができたのはイングランド銀行の奨励によるところが大きい（ただし最近では、この市場の成長ぶりと市場規制が充分であるか否かについて懸念が表明されている）。イングランド銀行は外国の銀行や諸機関のロンドン進出を意図的に促進する政策を採ってきており、同行のこのような態度はいくつかの外国の中央銀行の態度と較べると対照的である。米国の銀行の中で、ニューヨークよりもロンドンに事務所を持っている銀行のほうが多いということは注目に値する（434段落）。

その他の要因としては、あらゆる種類に及ぶ金融および商業サービスの小地域への集中、それを支持するサービスの水準および効率のよい通信、運輸組織が挙げられる。取引、とくに外国為替およびユーロカレンシー市場における取引の大部分は国際金融センター間の電話とテレックス網に依存している。しかしながら、通信の発達とそのコンピューターへの接続が促進され、それが国際資本市場の統合を促進することになれば、物理的集中の意義は薄くなり、シティの地位に影響を与えることになるかも知れない（435段落）。

ロンドンがその最大の中心地となっているユーロカレンシー市場の発達は、もしこの市場の発達がなかったとしたらポンドに対して外国人が抱いた不信感のためにロンドンが打撃を蒙ったであろうその時期にロンドンの地位を維持するのに貢献した。ロンドンの現在の国際業務はポンド建の資本金を持つ諸機関によって行われてはいるが、国際業務そのものは主として外貨（とくに米ドル）によって行われている（436段落）。

他の金融センター、とくにスイスや西独のような強い通貨圏のセンターまたは米国や日本におけるセンターの発展およびその高度化は疑いもなく国際金融センターとしてのロン

ドンの今後の成長にとって圧迫要因として働く。過去 10 年ほどにおけるポンドの役割と価値の減少、米国における高率のインフレーションと激しい国内金利水準の動きは、すべて、他のセンターの相対的魅力を増す役割を果たした。加えて、多くのセンター、とくにケイマン諸島のようなオフショア・センターにおいては、政府は有利な税制を採用したり、そこに進出している金融機関に対する統制を緩和したりすることによってその成長を助けた。しかし、ロンドンにおける市場の深さと利用しうる金融手段の多様性は、他の多くのセンターにおけるより、はるかに大きく、また為替管理の撤廃は、たとえば国際債の発行に基地を提供することによって、ロンドンの地位をさらに強化するのに貢献するであろうし、さらに、海外収入の増加の機会を提供することになるだろう。保険に関してロンドン市場は、大規模化し複雑化して行く世界中の危険に対処していくうえで、いまだに他をはるかに圧する能力を持っている（437段落）。

保険を含む世界の金融市場におけるシティの圧倒的な地位は、他のセンターが発達し成熟するにつれて徐々に侵食されていくかもしれない。しかし、シティは英国の重要な外貨収入源として残るであろうし、このことは促進されるべきことであって、妨げられるべきことではない。外貨収入のこのような可能性は、これら金融機関に影響を及ぼす政策提案を考慮する場合には常に心に留めておくべき要因の一つであることは明らかである（438段落）。

## 5. 2 規制に関する考え方

英国においては（中略）伝統的に他の多くの主要国に比べてあまり正式な形をとらない規制方法によってきた。すなわち、あまり法的規制を重視せず、法律によらない規制、とくに自主規制により重きを置く規制方法を考案するというアプローチであった。こうしたアプローチは、英国において、提供される金融サービスの豊富さおよびコストという点あるいは海外の英国金融機関に競争上の強みをもたらすという点で大きな利点があると一般に看做されていた。規制当局のこうした対応は、国際金融センターとしてのロンドンの一つの大きな魅力である、と指摘されることもしばしばある。過去 10 年間、いろいろな経験を経てきたが、より強固な規制体制をとっている国の方が金融機関倒産の危険から顧客を守るという点に関してより成功していると信ずべき理由はない。たとえば、1973～75年の銀行危機は非常に広範囲にわたって生じ、英国よりも法的な規制体制が整っている国にまでその影響が及んだ。同様に米国の証券市場に対する監督は、法的な後楯をもつ証券取引委員会（Securities and Exchange Commission）により行われていたにもかかわらず、1960年代後半の米国証券会社内の窃盗、詐欺、禁治産の広範化および数多くの倒産、強制合併の実施を防ぐことができなかった（1072段落）。



### 5. 3 金融システムの進化と新規株式公開市場

金融システムの進化については<sup>16</sup>、これまで株価の暴騰・暴落に対処するセーフティネットであるサーキットブレーカー<sup>17</sup>を例として、複製子(replicator)と相互作用子(interacter)の相互関係が報告されているが<sup>18</sup>、本研究においては、上場基準から形式基準を取り払ったAIMを、新規株式公開市場の進化的現象として指摘する。

新規株式公開市場には、それぞれ上場基準として、純資産の額、利益の額、株主数、流通株式、上場時価総額、事業継続年数、財務諸表等、監査意見、などに基づく形式基準が定められており、これを満たせば、事業会社や取引所等は株式公開によって、擬制資本(fictitious capital)を生み出すことができる。上場基準は各市場毎に異なり、新興市場はより小型な企業にも株式公開の可能性をあたえている。すなわち上場基準の緩和が実現されているほど、新規株式公開市場は発達を遂げていると言える。

そのうえでAIMには、新規株式公開市場における進化的現象を確認することができる。AIMには上場基準に形式基準が無く、それぞれの指定アドバイザーが、一つ一つのルールを持っている複製子である。そして、それらのルールを活用する公開会社や取引所等は相互作用子である。複製子である指定アドバイザーは、ロンドン市場で発生した金融機能であり、米国と比べて自主規制が重んじられてきた法制度や慣習などを背景としている。その進化は、フランクフルト市場や東京市場にも影響を及ぼし、2005年5月よりAlternext、2009年6月よりTOKYO AIMが業務を開始している。

次に、共進化の事例として、LIBOR (London Inter-Bank Offered Rate)の動向を見てみる。LIBORは、ロンドン市場における銀行間の相対取引(インターバンク市場)で決定する市場金利であるが、その市場参加者である銀行は一つ一つのルールを持っている複製子である。そしてLIBORを重要な経済指標とみなす多くの個人等の経済主体は相互作用子である。複製子である銀行が相対取引を発展させることができた背景には、やはり米国と比べて自主規制が重んじられているロンドン市場の慣習があり、こちらもフランクフルト市場にFIOR (Frankfurt Inter-Bank Offered Rate)、東京市場にTIBOR (Tokyo Inter-Bank Offered Rate)として伝播している。LIBORとAIM、FIORとAlternext、TIBORとTOKYO AIM、は、ともに関係性を持っていることが確認されることから<sup>19</sup>、AIMとインターバンク市場との共進化を現象として説明することができる。

西部忠(2011)は、内部化する市場と自由投資主義に関する議論のむすびを、資本主義

---

<sup>16</sup> 西部忠(2004)には、進化経済学における「進化」概念について、非完結的・系統発生的なものとして理解すべきである、と記述がある。社会経済における系統発生的進化は、目的や到達点があらかじめ決まっている個体発生的な成長や発展とは異なる。系統発生的進化では、多様に産出される変異が淘汰圧を受けながら選択されるプロセスを通じて、システムは構造変化し、変動する。

<sup>17</sup> 大規模な価格変動が発生した際に決められたルールに基づいて一時的に取引を停止させるという制度。

<sup>18</sup> 西部忠他編(2010) pp.37~45。

<sup>19</sup> 証券経済学会第74回全国大会 2010年11月7日(日)第2会場第2報告(中村宙正「LIBORの上昇とロンドンAIMの活況に関する一仮説」)。

を超えるオルタナティブと題し表現している。コミュニティ通貨が、経済、社会、文化における様々な価値を結びつけ、言語的コミュニケーションと貨幣的コミュニケーションを統合するコミュニケーション・メディアとして発展することになる、と指摘しており、貨幣・金融では、マイクロ・ファイナンスがこれに加わる、としている。コミュニティ通貨もまた、相対で成立しているのであり、市場取引というよりはお互いをよく知る関係性のうえで、貨幣と言語の両義性を備えている。AIMにおいても、指定アドバイザーが仲介する相対取引によって、市場取引というよりは互酬的なコミュニケーションが成立することにより擬制資本が生み出される。それはコミュニティの価値を結びつけながら進化する新規株式公開市場である。

## 6. むすびにかえて

英国の新規株式公開市場における学説の系譜は、マクミラン・ギャップ（中小企業の資金調達の困難性）という概念にもとづき、その解消に向けた課題を克服すべく展開してきたことがわかる。それは、米国のファイナンス研究のようなアンダープライシング仮説の解明とは異なる方法論であったが、本質的な内容において共通する部分も多く見られる。ただし米国における諸研究の見解は、一度、不利な立場に置かれると、再起が図れないかのような視点（Winner's curse）をもっているのにたいして、英国の場合は、国際的な経済活動の大規模な潮流にたいし、自立した内国的な経済活動を支えるための中小企業金融という観点から、AIMの整備を実現させてきている。国際金融市場としてのロンドン市場に、最も規制が緩和された新規株式公開市場を附随させることによって、金融市場として厚みを加えている。

またその様な観点は、英国の新規株式公開市場に関する諸学説を、1. 黎明期（ウィルソン委員会報告（1980年）まで）、2. 生成期（Jenkinson, T. J. (1990) 以前）、3. 躍進期（Jenkinson, T. J. (1990) - Levis, M. (1993) 以後）、と区切ることから整理される。マクミラン・ギャップの解消を目標とする黎明期の試みが、躍進期に米国のファイナンス研究の影響を受けてからも引き継がれ、現在のAIMの整備へと進化している。

一見、同様に評価されがちな英米の新規株式公開市場だが、英国の特殊性を浮き彫りにすることによって、ロンドン市場の動向を捉えやすくしている。そうした観点は、わが国において東京市場の動向を逐次適確に捉え続けてゆかなければならないという課題に向けて基礎的な視点を与えるのではないかと考えられる。

## 参考文献

- 大内兵衛 (1933) 「マクミラン委員会報告書について」『大内兵衛著作集 第九巻』岩波書店、1975年8月.
- 岡部洋實 (1990) 「金融自由化と中小企業金融専門機関制度」日本証券経済研究所『証券研究』第93巻、1990年7月.
- 川村雄介・須齋正幸・森保洋・阿萬弘行・工藤健 (2009) 「代替的新興市場創設による経済効果分析」『証券経済学会年報』第44号、2009年7月.
- 忽那憲治 (1997a) 「イギリスのベンチャー・キャピタル投資と小型株市場改革—USMの成長と停滞—」『中小企業金融とベンチャー・ファイナンス』東洋経済新報社
- 忽那憲治 (1997b) 「A I M創設とイギリス証券会社の発行業務における新展開」『中小企業金融とベンチャー・ファイナンス』東洋経済新報社
- 財団法人 日本証券経済研究所 (2008) 『図説 イギリスの証券市場 2009年版』財団法人 日本証券経済研究所.
- 社団法人 日本経済研究センター (1998) 「英国にみる事業の創出・成長の新しい試み—代替投資市場と住民主導の地域活性化事業—」社団法人 日本経済研究センター 経済分析部・産業研究班中間報告書.
- 代田純 (1995) 『ロンドンの機関投資家と証券市場』法律文化社.
- 竹本拓治 (2003) 「日本における未公開株式市場発展の可能性」『証券経済学会年報 第38号』、2003年5月.
- 中村宙正 (2004) 「米国の新規株式公開市場に関する諸学説の再検討」北海道大学大学院経済学研究科『経済学研究』(第53巻第4号)、2004年3月.
- 西部忠 (2004) 「進化主義的な制度設計」『進化経済学のフロンティア』日本評論社.
- 西部忠他編 (2010) 『進化経済学 基礎』日本経済評論社.
- 西部忠 (2011) 『資本主義はどこへ向かうのか 内部化する市場と自由投資主義』NHKブックス.
- 浜田康行 (1985) 「イギリスの中小企業金融政策」日本中小企業学会編『下請・流通系列化と中小企業』同友館.
- 浜田康行 (1988) 『第三の証券市場』東洋経済新報社.
- 浜田康行 (1996) 『日本のベンチャーキャピタル』日本経済新聞社.
- 三好元 (2008) 「イギリスの中小企業と商工金融会社 (ICFC) の創設」『政府系中小企業金融機関の創成—日・英・米・独の比較研究—』北海道大学出版会.
- Allen, F. and Faulhaber, G. R. (1989) Signalling by underpricing in the IPO market, *Journal of Financial Economics* 23, pp.303-323.
- Bannock, G. and Doran, A. (1987) *Going Public : The Markets In Unlisted Securities*, Harper & Row Publishers, London.
- Bernanke and Blinder (1988) Credit, Money, and Aggregate Demand, *American*

- Economic Review*, 78(2), pp.435-439.
- Buckland, R. and Davis, E.W. (1989) *The Unlisted Securities Market*, Clarendon Press · Oxford.
- Chris Mallin and Kean Ow-Yong (2008) Corporate Governance in Alternative Investment Market (AIM) Companies, The Institute of Chartered Accountants of Scotland.
- Colombelli, A. (2010) Alternative Investment Market : A Way to Promote Entrepreneurship, *Journal of Industry, Competition and Trade*, pp.253-274.
- Committee on Finance and Industry Report*, presented to Parliament by the Financial Secretary to the Treasury by Command of His Majesty, London : His Majesty's Stationary Office 1931. (大内兵衛序、瀧口義敏譯 (1933)『マクミラン委員会報告書 現代金融論—金融及産業について—』東京書房版。) (加藤三郎・西村閑也訳 (1985)『マクミラン委員会報告書』日本経済評論社.)
- Committee on the Working of the Monetary System*, (日本銀行調査局訳 (1959)「ラドクリフ委員会報告—金融組織の機能について—」日本銀行調査局.)
- Committee To Review The Functioning Of Financial Institutions, Report And Appendices* (金融機関の機能を検討するための委員会) (西村閑也監訳 (1982年)『ウィルソン委員会報告—英国の金融・証券機構と産業資金供給—』財団法人 日本証券経済研究所.)
- Coopey, R. and Clarke, D. (1995) *3 i: fifty years investing in industry*, Oxford University Press.
- Cucksey, J. and Medland, D. (1984) *The Unlisted Securities Market: A Review*, Waterlow Publishers Limited (Prepared by Robson Rhodes) .
- Davis, E.W. and Yeomans, K.A. (1974) *Company Finance and the Capital Market*, Cambridge University Press, Cambridge, U.K.
- Grinblatt, M. and Hwang, C. Y. (1989) Signalling and the pricing of new issues, *Journal of Finance* 44, pp.393-420.
- Hutchinson, P., Meric, I. and Meric, G. (1988) The Financial Characteristics Of Small Firms Which Achieve Quotation On The UK Unlisted Securities Market, *Journal of Business Finance and Accounting*, 15(1) Spring 1988.
- Ibbotson, R.G. (1975) Price Performance of Common Stock New Issues, *Journal of Financial Economics* 2, pp.235-272.
- Jackson, P. D. (1986) New issue costs and methods in the U.K., Bank of England Quarterly Bulletin, December.
- Jenkinson, T. J. (1990) Initial Public Offerings in the United Kingdom, the United States, and Japan, *Journal of the Japanese and International Economics* 4,

- pp.428-449.
- Johansen, S. (1991) Estimation and hypothesis testing of cointegration vectors in Gaussian vector autoregressive models, *Econometrica*, 59, pp.1551-1580.
- Keith Hatchick, David Collins, Keith Smith (1997) *The Alternative Investment Market Handbook*, Jordans.
- Keith Hatchick, Keith Smith, Paul Watts (2002) *The Alternative Investment Market Handbook*, Second Edition, Jordans.
- Levis, M. (1993) The Long-Run Performance of Initial Public Offerings : The UK Experience 1980-1988, *Financial Management* 22 (Spring 1993) pp.28-41.
- Loughran, T. (1993) NYSE vs NASDAQ returns : Market Microstructure or the Poor Performance of IPOs?, *Journal of Financial Economics* 33, pp.241-260.
- Merrett, A.I., Howe, M., and Newbould, G.B. (1967) *Equity Issues and the London Capital Market*, Longmans, London.
- Newell, R. (1985) The USM : A Little Less Glamour, *Money Management*, June.
- Report of the Committee of Inquiry on Small Firms chairman J.E.Bolton, DSC*  
 The Committee of Inquiry on Small Firms. (中小企業問題諮問委員会—委員長 J・E・ボルトン氏) (商工組合中央金庫訳 (1974) 『英国の中小企業 (ボルトン委員会報告書)』 商工組合中央金庫調査部.)
- Ritter, J.R. (1991) The Long-Run Performance of Initial Public Offerings, *Journal of Finance* 46, pp.3-27.
- Rock, K. (1986) Why new issues are underpriced, *Journal of Financial Economics* 15, pp.187-212.
- SEC (1963) Report of Special Study on Securities Markets (U.S. Government Printing Office, Washington, D.C.) .
- Welch, I. (1989) Seasoned offerings, imitation costs, and the underpricing of initial public offerings, *Journal of Finance* 44, pp.421-449.