

## 論説

# 米国証券業界における 1984 年の一括登録制導入の影響

藤本 あかね

## 目次

はじめに

第一章 証券業界の競争構造と一括登録制導入の背景

第一節 一括登録制導入以前の証券業界の競争構造

第二節 1970 年代以降の金融市場と機動的証券発行の要請

第三節 情報開示制度の統合

第二章 一括登録制導入の影響と投資銀行の競争条件の変化

第一節 一括登録制の概要

第二節 投資銀行間での競争激化と発行費用の節約

第三節 投資銀行間の競争条件の変化と上位業者への集中

おわりに

## はじめに

1980 年代の米国金融市場と証券業界は、大規模な M&A ブームや証券化の進展、ジャンク・ボンド市場の急激な成長、商業銀行の証券業務への参入といった、さまざまな変化に見舞われていた。このような金融市場の変化は、それまで相対的に安定していた証券業界の競争を激化させ、投資銀行の性格を大きく変化させただけでなく、その後の投資銀行とその業務の進展のあり方を大きく規定した。1990 年代の M&A ブーム下での M&A 業務の発展や、2008 年のリーマン・ショック時において問題となった証券化商品の販売・トレーディングといった現代の投資銀行像につながる転機が 1980 年代における金融市場の変化のなかにあったと考えられる。

こうした 1980 年代の金融市場や証券業務における変化だけでなく、同時期の米国の金融制度、規制体系の変化もまた、証券業界とその競争にインパクトを与えた。その代表的なものが 1975 年の固定手数料制の廃止と 1984 年に SEC によって導入された一括登録制の導入である。特に一括登録制の導入の影響は多岐にわたり、それまでの証券業界における引受業務の慣行や、競争条件を大きく変えることになった。

本論では、米国の証券業界が一括登録制の導入をうけてその競争条件をどのように変化させたのかを、先行研究の整理を通じて明らかにする。一括登録制の導入とそれがもたらした影響に着目する意義は、この制度の導入が証券の販売期間を短縮化したことで、それまでの投資銀行の引受慣行を変化させ、引受証券の販売にトレーディングの能力が必要となった点にある。すでに 1960 年代から 1970 年代にかけて、米国企業の外部資金への依存度の上昇、資金調達が多様化、またポール・ボルカーによる「新金融調節方式」の導入により市場の不確実性が高まる中、投資銀行は同様の課題に迫られていたが、一括登録制の導入はこうした流れを受けながら 1980 年代において投資銀行のトレーディングの分野での進展を促進させた契機の一つとして評価できると考えられる。

1980 年代以降、大手投資銀行にとっては自己勘定取引に限らず、引受、M&A、マーケットメイクといった各局面での証券業務においてトレーディングの能力やそれを可能にする資本力といった条件が重要視されてきた。さらに、近年トレーディングの分野における収益が、投資銀行にとって無視できないものとなっている。こうした傾向を念頭に置くと同制度の導入は、1980 年代以降の投資銀行のトレーディング業の発展に少なからず影響を与えたものと考えられる。

上記の問題意識を念頭に、第一章ではまず一括登録制導入以前の証券業界の競争構造と同制度の導入背景について論じる。次いで第二章では、一括登録制の導入が証券業界に与えた影響について、主に競争条件の変化から明らかにする。結論を先取りすると、1960 年代以降、上述した金融市場の変化に加え、機関投資家の台頭といった新しい現象を背景に、証券業界では機関投資家向けの大口取引を行うためのブロック・トレーディングや資本力の強化が課題になっていたが、一括登録制の導入は、業界上位に位置する大手投資銀行の競争にとってこれらの要素を不可欠なものにした。なぜならば同制度下で証券の公募販売期間が短縮化され、投資銀行が短期間に大量の証券を引き受け、売りさばく必要に迫られたことから、販売のためのネットワーク、大口取引とそれに付随するリスクを負担できるだけの大規模な資本を必要とするようになったためである。

## 第一章 証券業界の競争構造と一括登録制導入の背景

### 第一節 一括登録制導入以前の証券業界の競争構造

はじめに、第二次大戦以降から、一括登録制導入に至るまでの米国証券業界の競争構造を整理しておこう。Hayes, Spence and Marks [1983] によれば、第二次大戦以降から 1960 年代前半に至るまでの証券業界は、少数の上位業者をトップにおく、安定的なピラミッド構

造が見受けられる<sup>1</sup>。このピラミッド階層の安定性の要因は、第一に、グラス・ステイガール法が商業銀行の引受業務への参入を禁じたことで引受市場への潜在的競争参入者たちが排除されたこと、第二に、戦後、引受業務とその他企業ファイナンス業務の量が安定し急速に伸びることがなかったため、下位階層の業者の間で上位の階層へ移動する土壌がなかったこと、とされている<sup>2</sup>。そのため証券業界内の競争、特に最上位におけるピラミッド内の競争は緩慢なものであった。こうした競争環境であったため、引受シンジケート組織、またその主幹事、共同幹事は階層構造の事実上の管理者として機能していた<sup>3</sup>。大手で一流の顧客企業ほどピラミッドの上層に位置する、名声ある主要な引受業者と結びつく傾向がこの階層の安定性を支えていたとされる<sup>4</sup>。

また、西川・松井〔1989〕は、1960年代半ばまでの証券業界の状況は、法人顧客とその証券のオリジネーターである投資銀行の人的関係の結びつきを基礎としながら、証券発行をオリジネートする業者が引受シンジケートを主宰し、シンジケートに参加している分売業者に引受と分売を担当させる慣行によって支配されていたとしている<sup>5</sup>。しかしこのような状況は1960年代後半の「社債旋風」をうけた社債発行総額の激増と大型の発行により様相を変えた<sup>6</sup>。これにより証券業界において大量の証券を迅速に売り捌く分売能力と分売ネットワークをもつ業者の地位が上昇してきた。また、1960年代後半の金利高騰によって高利回りの社債を求める個人投資家が増え、発行会社による個人投資家への証券販売が希望された。そのため、メリルリンチのような小売分売能力をもった業者の位置づけが高まってきていた<sup>7</sup>。

さらに1970年代以降の機関投資家の台頭、いわゆる「機関化現象」は証券市場と証券業界にとって大きなインパクトを与えた。保険会社や年金基金などは、社債市場ですでに重要な役割を果たしていたが、1960年代以降になると株式市場における機関投資家の存在感が高まり、なかでも企業年金基金の成長や、その取引が株式市場、株価形成に及ぼす影響について注目が集まった<sup>8</sup>。特に年金基金の運用基準としてブルーデント・マン・ルールと受託者責任を制定法で導入した1974年の年金改正法（Employee Retirement Income Security Act, ERISA）の登場は、機関投資家の投資行動に大きく影響を及ぼしただけでなく、証券市場においてもインパクトを与えることになった。

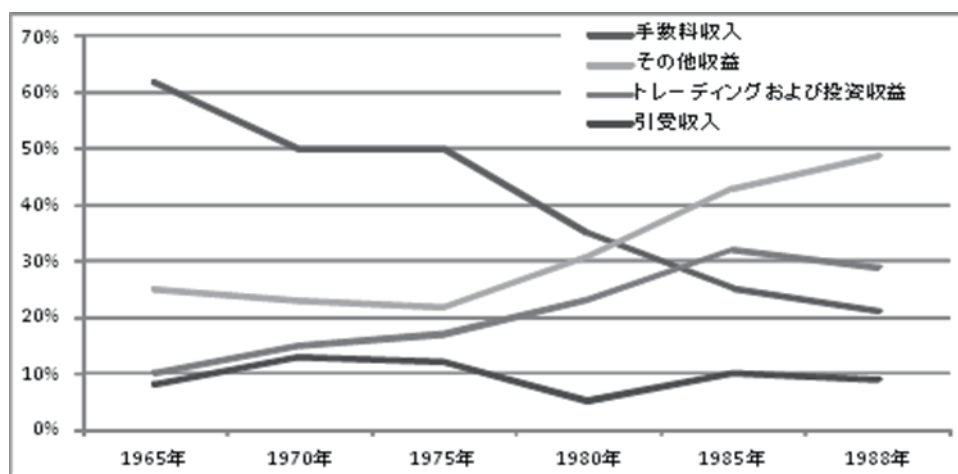
野村総合研究所〔1999〕によれば、この年金改正法が分散投資義務を明示し、ポートフォリオ全体の資産配分が分散投資の原則から判断して妥当かどうか問われることを明確化したことで、運用会社間の競争を引き起こし、投資銀行にビジネスモデルの見直しをせまったとされる<sup>9</sup>。年金基金の台頭をうけて、マーケティングと資産運用部門の強化が投資銀行

に求められるようになり、リサーチ（アナリストによる相場、個別証券価格の調査、投資判断）、セールス（機関投資家への投資アイデアの提供）、トレーディング（大口取引への対応、そのための証券在庫の保有、マーケットメイキングはじめとしたトレーディング機能）といった要件が重要になった<sup>10</sup>。さらに、機関投資家向けに証券在庫をもつための十分な資本と、トレーディングの能力の重要性が高まり、ソロモン等、業界内で機関投資家向けの大口径取引に強い業者の相対的な地位が上昇したとされる<sup>11</sup>。

機関投資家の成長が証券市場に与えたもう一つの影響として、1975 年の固定手数料制の自由化がある。固定手数料制は 1792 年の「すずかけの木の協定」<sup>12</sup>以来維持されてきた制度であったが、証券取引における機関化と取引所システムとの矛盾を背景に 1975 年に撤廃された。この時期、機関化を背景にして証券取引所における大量売買が発生していたが、従来の固定手数料制では機関投資家の大口取引に対して割引が認められないことから、機関投資家の不満が高まっていた。また機関投資家による大口取引の増大により、十分な流動性を確保できない事態も生じていた<sup>13</sup>。こうした理由から機関投資家の注文が私募市場へと大きく流れていったことを背景にして 1970 年代初頭からの段階的な手数料自由化の実施を経て、1975 年に固定手数料制は撤廃されることになった。固定手数料制の撤廃により投資銀行間での、手数料をめぐる価格競争は熾烈を極め、手数料収入は深刻な影響を受けた。図表 1 は投資銀行の収益比の推移であるが、これをみると 1975 年を境にそれまで投資銀行の収益比のうち 50%を占めていた手数料収入が急速に下落していることがわかる。手数料収入の下落は 1980 年代に入ってから継続して下落し続けている。

また図表 1 からは、上述したような固定手数料制廃止によって手数料収入が下落する一方で、その他収益、またトレーディングおよび投資収益が徐々にその比率を上昇させているのがわかる。佐賀 [1990] によれば、こうした変化は「手数料収入の低下を補うべく、先物、オプション取引をはじめとして証券化商品などの金融新商品の開発、80 年代の M&A ブームの過程で、いわゆるマーチャント・バンキングに注力してきた結果」<sup>14</sup>であるとされている。

図表1 証券会社の収益比の推移



出所: 佐賀卓雄[1991]、164ページ。

原出所: SIA, *Securities Industry Trends*, December 7, 1988.

このように一括登録制導入以前の証券業界は、グラス・スティーガル法の障壁や引受シンジケートによる慣行のもとで、ピラミッド的な階層構造が築かれ、比較的安定した競争環境であった。引受業務を中心として築かれた階層構造は、モルガン・スタンレーのようなシンジケート組織に秀でた業者にとって優位に働き、実際にそうした業者がバルジ・ブラケットとして引受ランキングの上位を独占していた。ただし1970年代以降の機関化現象をはじめとする金融市場の変化は、機関投資家向けの取引や手数料収入をめぐる競争を引き起こし、投資銀行の収益構成に少なからぬ影響を与えた。それは、分売やトレーディングを得意とするメリルリンチやソロモン・ブラザーズのような、これまで競争の階層の相対的に低位に位置していた新興業者の台頭と、市場リスクを伴う業務の比重の高まりをもたらした。一括登録制の導入は、証券業界におけるこのような競争の傾向に拍車をかけることになる。

## 第二節 1970年代以降の金融市場と機動的証券発行の要請

一括登録制度の導入の背景には、1970年代以降の金融市場全体の変化と、情報開示制度の規制緩和がある。まずは1970年代以降の金融市場の変化についておおまかにみていこう。

1960年代初頭まで米国企業は、その資本支出の大半を内部資金の増加で賄う、いわゆる「自己金融」をその特徴としていたが、インフレの昂進を背景とした企業収益の減退によって1960年代後半以降、外部資金への依存度を増してきた。企業の外部資金の調達に対する

依存度の増加により、証券発行とその市場規模もそれに伴って拡大し、特に 1970 年代以降は CP や社債を中心に、企業の資金調達が多様化することになった。

また、1979 年には、ポール・ボルカーがインフレ対策として「新金融調節方式」(ボルカー・ショック)を導入し、金融引き締めを行った。ボルカーの「新金融調節方式」はそれまでの金利を目標にした金融政策ではなく、マネー・サプライの管理に重点を置くものであったため、フェデラル・ファンド・レートが急激に乱高下することになる。この金融引き締め策により、1979 年には 11.2%であったレートは 1981 年には 20%にまで達した。このボルカーの金融政策による金利の乱高下は、市場のボラティリティを急激に高めることになった。

このような証券の発行市場の拡大、また企業の資金調達の多様化によって、それまで特定の投資銀行と顧客関係をもっていなかった新しい発行会社が多く市場へ参加するようになり、その発行・引受をめぐる競争が投資銀行間で徐々に活発になっていた。また金利の乱高下による市場のボラティリティの高まりは、投資銀行にとって証券の売買にあたってのリスクを増大させることにつながり、一括登録制導入以前から、こうした市場環境下で証券売買を行うためのトレーディングや資本力の強化は課題となっていた。

ではこのような金融市場の変化のもと、一括登録制はどのような背景で導入されたのであろうか。第一に、1970 年代末以降、金利乱高下のもとで証券発行のタイミングを決定することが困難になったことがあげられる<sup>15</sup>。従来の証券発行手続きでは、届出がなされてから募集が完了するまでの間に市場に不測の変動が生じた際、引受業者が全額引き受ける義務を負わない旨の契約がなされていた。そのため、市場環境が著しく不安定な場合には、証券発行そのものが不可能となりかねず、SEC は届出から効力発生までの期間短縮に取り組んできた。一括登録制の導入はそうした期間短縮の取組の総仕上げとしての意味があった。

第二に、ユーロ市場における、買取発行(ボウト・ディール)方式の普及があげられる<sup>16</sup>。1979 年に登場した買取発行方式は引受幹事会社が発行総額を一括して買取るもので、ユーロ市場での登場以降、広く普及した発行方法となっていた。ユーロ市場において買取り発行による発行経験をたんだ米国企業を中心として、米国内において証券発行方法の改善要求が強まってきていた。一括登録制はこうした発行企業の要請に応える意味もあった。

このように、一括登録制は 1970 年代の「新金融調節方式」による金利変動とそれに伴う発行の困難化といった金融市場の状況に加え、すでにユーロ市場に進出していた発行会社からの要請といった背景に後押しされながら導入された。次節では、一括登録制の基礎となった情報開示制度の統合化についてみる。

### 第三節 情報開示制度の統合

一括登録制は、それに先立って行われた統合開示制度の導入が基礎となっている。ここではまずSECによる統合開示制度の導入について整理していく。統合開示制度は1933年証券法と1934年証券取引所法の下での証券の発行開示と継続開示に関する重複を解消し、情報開示制度の効率性を高めることを目的として導入された<sup>17</sup>。

1933年法は、投資家と預金者保護の第一歩として位置づけられており、新規公募証券の販売にあたっての詐欺防止が意図されていた<sup>18</sup>。そのため、証券発行の際の情報開示に関して、証券の発行人に関する重要な情報を十分かつ完全に開示した登録届出書の提出を義務付けた。これに対し、1934年法は証券取引委員会の創設、取引慣行の規制、統制、適切な報告書の作成を要求しており、「公正かつ健全な市場」を保証する意図をもっていた<sup>19</sup>。証券詐欺に加え、「過度の投機」、「相場操縦」も問題視していたため、規制対象もブローカー、ディーラー、証券取引所といったように広範に及んだ<sup>20</sup>。また情報開示に関しては、1933年法が発行市場における情報開示義務を定めているのに対し、1934年法は主に流通市場における情報の継続開示義務を定めている。1934年法のもとでは完全な情報の開示を既発行証券にまで適用し、既発行証券の発行企業に対して、年次、四半期ごとの財務報告の提出を義務付けている。

このように、米国の証券規制、証券発行に関する情報開示は、1933年法の定める発行開示と1934年法の定める継続開示によって成り立ってきた。しかし両者は投資家保護のための「情報による規制」という理念を共有しつつも、発行開示と継続開示に関する情報開示に重複がみられ、発行企業の費用負担の軽減や投資家、証券市場へのより有意義な情報提供といった課題を有していた<sup>21</sup>。また情報開示規定に関して、1933年法は売り手の危険負担、1934年法はコモン・ロー上の買い手の危険負担といったように、両者の情報開示規定はそれぞれ独立に定められており、整合性に関して十分な配慮がなされていないという問題を抱えていた<sup>22</sup>。

こうした課題からSECは情報開示に関連する効率性を高めるために、1967年以降、段階的に各種の措置をすすめ、1934年法にもとづく継続開示を基本に情報開示の統合化を図った。Auerbach and Hayes [1986]によれば、SECによる統合開示制度の採用の際の理論的根拠として「効率的市場仮説」の影響があるとされる<sup>23</sup>。「効率的市場仮説」とは、証券の市場価格は、その証券に関する利用可能な情報を完全に反映しているとし、証券の公募に際し改めて企業情報を開示しても、開示コストに見合う便益を市場に提供できないとする説である。統合開示制度の採用にあたってはこの「効率的市場仮説」を基礎にして、継続開示が十

分かつ適切になされている公開会社については、その公開会社に関する情報は投資期間を通じて市場に行き渡っており、証券価格に反映されているため、証券の発行の際にあらためて目論見書によって明らかにする必要はないとされた<sup>24</sup>。そのため、このような会社の証券の公募にあたっては、登録説明書で再度これを詳細に記載する必要はないとし、発行会社の状況に応じた S-1、S-2、S-3 様式といった三層構造の新しい登録制度が導入され、情報開示の簡略化がなされた<sup>25</sup>。これら情報開示の三層構造は、証券発行の際の投資家への情報開示を簡略化することが可能であるとの考え方にたっていることから<sup>26</sup>、SEC がこの「効率的市場仮説」に大きく依拠していることを示していた。

こうした考え方を基礎に、1960 年代後半から着手されてきた統合開示制度は 1982 年に完成をみることになる。統合開示制度の採用を経て SEC は証券発行のより一層の簡略化と証券の機動的発行を目指し、一括登録制度の導入に着手していく。

## 第二章 一括登録制導入の影響と投資銀行の競争条件の変化

### 第一節 一括登録制の概要

1982 年から 2 年間の試験期間を経て 1984 年に正式に導入された一括登録制は前述の情報開示制度の簡略化、統合化を基礎に、証券発行手続きの大幅な簡略化による証券の機動的発行を目的としており、同制度の下では証券発行を希望する発行会社はあらかじめ証券発行枠、発行方法、引受人などを SEC に登録しておけば、以後 2 年間は必要に応じていつでも証券発行が可能となった。この制度により、発行会社は登録届出書の効力発生以後 2 年間は発行決定と同時に募集を開始することが可能となった。

この一括登録制の利用は、統合開示制度の新しい登録様式 S-3 様式の採用企業に限定された。背景にはこれらの企業に関する情報開示と引受人の「適切な調査」義務の問題が深刻ではないという SEC の判断があった。この判断は、統合開示制度採用の根拠ともなっていた「効率的市場仮説」に基づくものである<sup>27</sup>。

一括登録制の導入に対しては、発行会社と SEC による推進とは逆に、SIA（全米証券業協会）が証券業界の利害を代表するかたちで反対運動を繰り広げることになった。佐賀 [1990] によれば、SIA の反対理由は、以下のようにまとめられる。それは第一に、SEC の投資家保護の役割に則すれば、SEC の主要な関心は投資家へ開示される情報の質におかれるべきであるにも関わらず、SEC は資本市場の効率性や証券発行人の費用低下に関心を置いているということ、第二に、統合開示制度が導入した簡略化された登録様式と一括登録制の導入により引受人が競争圧力から一時的に大量のリスクを抱え込み、投資家への迅速な販売を急がざる



をえない状況下では、継続開示情報を十分に検討できないため、投資家に対する情報の質を低下させるということ、第三に証券発行手続きの簡略化によって資本市場での資金調達が増大し、引受証券を抱え込むための資本力の必要性から、大手業者への業務の集中が生じる一方で地方業者が市場から排除されてしまうということ、第四に、発行人にとっては、登録届出書の簡略化は費用低下と引受業者間の競争による発行費用の低下をもたらすとされるが、これは制度導入後の市場環境の良好性などといった他の要因による可能性があるということ、などといったように多岐にわたるものであった<sup>28</sup>。

しかし最終的に SEC は一括登録制の導入が投資家保護を損なうものではないとし、1984 年に正式採用に踏み切る。次節では、同制度の導入が証券業界に与えた影響についてみていこう。

## 第二節 投資銀行間での競争激化と発行費用の節約

一括登録制が 1982 年に試行的に採用されたときから、同制度による資金調達は米国資本市場に急速に浸透していった。同制度が正式に導入された 1984 年の資金調達総額のうち、一括登録の利用が 47% を占めていた<sup>29</sup>。また、後に述べるように同制度下では従来の証券引受のように、ヒエラルキーの下位に位置する業者も含めた裾野の広いシンジケートが生まれず少数の業者が引受にあたることから、同制度を用いて資金調達を行う顧客の発行証券の引受をめぐる、特に上位業者間での競争を招くことになった。一括登録制の利用は、特に債券の利用で多くみられ、当初 SEC が予期していたように、発行人の発行費用の節減をもたらした。

Kidwell, Marr and Thompson [1984] によれば、一括登録制の導入による投資銀行間での競争を反映して、一括登録によってなされた債券発行における発行人の費用の節約がみられた。また同じように、Rogowski and Sorensen [1985] は、1981 年から 1983 年の社債発行に関する一括登録制の影響を検討している。彼らによれば、業者間の競争が激化し、シンジケート組織が従来のように生まれなくなったことから、引受の発行利回りが同制度導入以降、大きく減少したとしている。また、地方の引受業者を含む、中小引受業者の競争がより困難になったこともあわせて指摘している。これについては次節で詳しく述べたい。

Foster [1989] によれば、引受シンジケート組織の参加者が一括登録制の導入によってより少数になった。これは同制度下での証券発行の時間的制約から、多数参加者による巨大な引受シンジケート組織を集めるのによりコストがかかるようになったためである。また一括登録制は投資銀行にとってのシンジケート組織のコスト低下をもたらしたとし、投資銀行は

引受スプレッドを減少させることを通じて、コスト節約の恩恵の一部を発行会社に移転させたとしている。

Auerbach and Hayes [1986] もまた、一括登録を選択した発行人の費用節約は、引受業界のヒエラルキーにおいて競争が激しくなったことから生じたとしており、市場シェアの顕著な変化と顧客関係の争奪はヒエラルキー上位のグループに見られたとしている。また、一括登録制のもとで成功を取めた引受人のスプレッドは小さなものであったとしながらも、同制度下での分売の遂行は、引受業者にとっては分売による直接の利益の取得にとどまらず、新たな顧客との取引関係の構築、もしくは他の業者の顧客取引関係への参入といった作用をもたらすことで、投資銀行の相互に関連した証券業務を育成し、支えることにつながるとしている<sup>30</sup>。

このように、一括登録制の導入はこの制度のもとでの発行をめぐる引受業者間での競争を激化させることで、発行人の費用節減をもたらした。次節では上位の投資銀行間での競争条件の変化と業界内での大手と中小の業者間の格差についてみてみよう。

### 第三節 投資銀行間の競争条件の変化と上位業者への集中

一括登録制度の導入はすでにみたように証券発行の機動性を高めることを目的としていたため、公募販売期間の短縮化をもたらした。従来の発行方式では 10 日ほどかかっていた公募販売は、同制度導入以後 1 日で完了するようになり、公募販売期間の大幅短縮が実現している<sup>31</sup>。

公募販売期間の短縮化は、証券業界内において次のような影響をもたらした。第一に、証券業界の引受ランキングが大きく変化した。これは引受業者の販売及びトレーディング能力、資本力の有無といった条件が反映されている。第二に、引受業務における業者間格差が拡大した<sup>32</sup>。これは従来のシンジケート方式で組織されていた中小引受業者がシンジケート組織から実質的に排除されたことを意味している。以下、佐賀 [1986] [1991] に依拠しながら、順にみていこう。

図表 2 は一括登録制前後の引受ランキングを示したものである。これをみると同制度の導入以前は、第一章第一節で示したように、証券業界の安定的な階層構造のなかで上位を独占していたモルガン・スタンレーが引受トップを担っているものの、同制度の導入以降である 1983 年と 1984 年には他の業者に大幅に後れをとっている。凋落したモルガンに代わって、ソロモン・ブラザーズやメリルリンチといった新興業者が引受の上位にランクインするようになったことがみてとれる。

これには一括登録制の販売期間の大幅な短縮に伴う引受業務のあり方、引受シンジケートの組織といった証券の消化構造に生じた変化が関係している<sup>33</sup>。従来の証券引受機構は単独、または少数の幹事会社がシンジケート団を組織し、その下で引き受けた証券を売りさばいていくものであった。その場合、引受会社に求められるのはシンジケートを組織する能力であり、幹事会社自らが販売部門を持つ必要はなかった。こうした引受慣行のもとで引受ランキングの上位に位置し、主要幹事を務めていたモルガンは実際に 1971 年まで販売部門をもっていなかった<sup>34</sup>。

しかし発行会社の意思決定と同時に販売が開始される一括登録制のもとでは、シンジケート団を組織する時間的余裕がないために、シンジケートの組織能力よりも短時間で大量の引受証券を売りさばく能力が要求される<sup>35</sup>。そのため投資銀行にとって引受証券を販売する販売ネットワークや引受けた証券を投資家に対して迅速に販売することが重要になった<sup>36</sup>。特に大量の証券を販売するための機関投資家向けの大口販売（ブロック・トレーディング）の能力は競争にとって極めて重要になっていったことから、同制度の導入はソロモン・ブラザーズのようにもともと機関投資家向けの大口販売を得意とし、トレーディングに特化していた業者にとって非常に有利にはたらい。一方、ソロモンと同じく引受の上位に入ったメリルリンチは小口販売網を多く保有していたため、同制度下での競争条件に適合的な業者であった。

図表2 引受ランキングの推移

1981年		1982年	
金額(百万ドル)	件数	金額(百万ドル)	件数
Morgan Stanley	9014.4 95	Merrill Lynch White Weld	9051.9 263
Merrill Lynch White Weld	7716.5 224	Salomon Brothers	8406.9 212
Salomon Brothers	6949.8 172	Morgan Stanley	7773.3 124
Goldman Sachs	5922.6 121	Goldman Sachs	6785.1 182
First Boston	5262.1 121	First Boston	5543.8 151
Lehman Brothers Kuhn Loeb	4549 97	Lehman Brothers Kuhn Loeb	3459.6 100
Kidder, Peabody	2595.5 101	Blyth Eastman Paine Webber	2764.8 111
Blyth Eastman Paine Webber	2282.4 103	Kidder, Peabody	2395 106
Drexel Burnam Lambert	1927.6 85	Drexel Burnam Lambert	2183.6 74
Deab Witter Reynolds	1895.6 85	Deab Witter Reynolds	1869.1 102

1983年		1984年	
金額(百万ドル)	件数	金額(百万ドル)	件数
Salomon Brothers	12721.6 280	Salomon Brothers	20937.4 291
Merrill Lynch	10847.9 314	First Boston	9854.7 219
Goldman Sachs	10487.1 238	Merrill Lynch	9342.2 241
First Boston	8338.6 195	Drexel Burnam Lambert	8842.6 130
Drexel Burnam Lambert	6723.3 146	Goldman Sachs	8384.7 194
Morgan Stanley	6708.9 125	Morgan Stanley	4281.9 97
Lehman Brothers Kuhn Loeb	5628.6 134	Lehman Brothers (Sheason Lehman)	3962.9 106
Kidder, Peabody	3401.9 146	Kidder, Peabody	2449.2 81
Sheason/American Express and affiliates	2992.5 140	Lehman Brothers Kuhn Loeb	1917.5 47
Blyth Eastman Paine Webber	2940.2 103	Prudential-Bache Securities	1847.4 60

出所: *Institutional Investor* various issues. より筆者作成。

また同制度の導入による公募期間の短縮化は、従来のような伝統的な引受シンジケートが組織されないこと、もしくは組織される場合にも従来よりも小規模になってしまうことから、引受幹事に引受リスクを集中させることになった。そのため同制度下での証券引受において、投資銀行には上述した引受証券の販売ネットワークやトレーディングの能力に加え、積極的にリスクを負えるだけの資本力が求められるようになった。

こうした事態に対処するため、投資銀行は引受と販売に伴うリスクをカバーできるよう、資本力を強化し、トレーディング部門と引受部門の連携を強めていった。大手投資銀行で一括登録制導入前後にキャピタル・マーケット部門が新設されていくのはこのような傾向を反映しているとされる<sup>37</sup>。

図表3は主要証券会社の資本額ランキングである。図表3をみると、図表2で示された、一括登録制導入以後引受ランクを伸ばしたソロモン・ブラザーズやメリルリンチといった業者は、他の業者と比べて資本規模が大きいことがわかる。他方、引受ランキングで順位を大きく落としたモルガン・スタンレーは、資本額ランキングでみると12位に位置しており、他の有力業者と比べて資本額が大きく見劣りしている。

図表3 主要証券会社の資本額ランキング

（単位：ドル）

	会 社	資本総額	自己資本	純資本額
1	Merrill Lynch & co. Inc.	2,214,574,000	2,078,712,000	306,663,000
2	Shearson,Lehman Brothers	1,896,000,000	1,029,000,000	241,000,000
3	Salomon Brothers Holding Co. Inc	1,731,800,000	1,538,100,000	415,400,000
4	Dean Witter Financial Service Group	1,237,046,000	937,046,000	77,247,000
5	E.F. Hutton Group Inc.	1,019,886,000	638,288,000	65,993,000
6	Goldman, Sachs & Co	859,000,000	585,000,000	539,861,705
7	First Boston Inc	659,000,000	463,100,000	277,400,000
8	Prudential-bache Securities Inc.	617,852,000	394,153,000	40,038,000
9	Paine Webber Group Inc.	572,401,000	330,591,000	61,119,500
10	Drexel Burnham Lambert Group Inc.	561,183,000	415,390,000	94,722,000
11	Bear, Stearns & Co.	500,000,000	347,175,000	205,086,000
12	Morgan Stanley & Co. Inc.	355,256,000	275,256,000	75,567,000
13	Stephens Inc.	320,102,845	320,102,845	15,589,447
14	Donaldson, Lufkin & Jenrette Inc.	310,863,000	208,790,000	72,500,000
15	Thomson Mckinnon Inc	243,481,000	193,481,000	66,245,000

原出所: *Wall Street letter*, April 5, 1985.

出所: 佐賀[1986]、40ページ。

資本力強化の課題に対して、大手投資銀行は1980年代を通じて株式公開を行い、公開会社化、もしくは他社からの資本参加をすすめるといった動きをみせている。従来証券業界における会社形態はパートナーシップ制が一般的であったが、パートナーシップ制は資本集中の範囲がパートナーに限られるため、資本力の強化のための主要な手段が内部留保に限定されてしまうといった課題があった<sup>38</sup>。

実際、1981年にはソロモンがフィブロの傘下に入るとともに株式会社となっており、資本力で後れをとっていたモルガン・スタンレーは1986年に公開会社化をはたし、ゴールドマン・サックスも住友生命からの資本参加をうけいれている。1980年代を通じてスペシャル・ブラケットの公開会社化は進み、パートナーシップ制をとっているのはゴールドマンのみとなった。しかしゴールドマンも1999年には株式公開を果たしている。他の業者に比べて公開会社化は遅れたものの、ゴールドマンもこの当時、株式公開をまったく考慮していなかったわけではない。1986年には当時のゴールドマンのパートナーであったスティーブ・フリードマンとロバート・ルービンによって、トレーディングとプリンシパル・インベストメントといった、リスクが高く資本力が必要とされる業務の競争力を保つために株式公開の提案がなされていた<sup>39</sup>。

図表4 一括登録制導入に伴う債権引受シェアの変化

	導入以前 (81年1月~82年4月)	導入以後 (82年5月~84年9月)
Salomon Brothers	4.9%	15.8%
Goldman Sachs	3.9%	8.7%
Merrill Lynch	5.6%	7.1%
First Boston	5.3%	6.7%
Drexel Burnham Lambert	1.5%	6.6%
Shearson, Lehman / American Express	2.7%	4.5%
Morgan Stanley	4.0%	3.9%
Paine Webber	1.5%	2.0%
Kidder Peabody	1.1%	1.6%
E F Hutton	1.1%	1.1%
Bear Stearns	0.5%	1.1%
その他	67.9%	40.9%

出所: *The Economist*, March 16, 1985.

公募期間の短縮は、大手投資銀行への集中を進める一方で中小引受業者との格差を拡大させることにもなった。図表4は一括登録制の利用が多い債券引受におけるシェアの変化をみたものである。導入前後の引受シェアを比べてみると、モルガンを除いたスペシャル・ブラケット業者が大幅にシェアを伸ばしていることがわかる。ここでもとくにソロモン・ブラザーズが4.9%から15.8%へと大きくシェアを伸ばし、ファーストボストン、メリルリンチ、ゴールドマン・サックスといった業者がそれに続いていることがみてとれる。他方で一括登録制導入以前はトップクラスの投資銀行であったモルガン・スタンレーのシェアは全く伸びていないことがわかる。

さらに上位5社の集中度をみると、23.7%から44.9%へと上昇している。また「その他業者」が67.9%から40.9%へとシェアを大幅に低下させていることから、同制度の導入が業界の上位業者へと引受シェアを集中させ、中小の引受業者のシェアを大幅に低下させたことがみてとれる<sup>40</sup>。また株式発行についても、Paulsen and Marr [1987]によれば、一括登録制の結果、地方業者によるマーケットシェアが低下したといわれている。

こうした事態は、伝統的シンジケーション方式の衰退、大口販売による機関投資家への販売の比重増大が、シンジケート内で分売機能を果たしてきた地方・中小業者を引受機構から排除する傾向を生みだしたことによる。またこれらの中小業者は機関投資家への販売力とト

レーディング部門の強弱、およびリスクを引き受ける資本力といった、同制度のもとで必要とされる競争条件をもたないことや、こうした条件をもつ業者が大手投資銀行に集中していることも、格差を顕在化させる要因となった<sup>41</sup>。この傾向は引受業務における競争の激化、引受スプレッドの縮小によって幹事会社が収益確保のうえからも自ら販売に携わることによっても加速されていった<sup>42</sup>。このように同制度の導入は一部の大手投資銀行への上位集中をまねく一方で、地方・中小業者を引受シンジケートから排除することにつながった。

ここまでみてきたように、一括登録制の導入は投資銀行に対して、引受証券を機動的に発行するための販売ネットワーク、大口取引に対応するためのトレーディング能力、資本規模などといった条件を課す一方で、そうした条件を満たした大手業者とそうでない地方・中小業者との格差を生み、引受業務における大手業者の集中をすすめることになった。

## おわりに

本論では一括登録制導入以前の証券業界の競争構造と同制度の導入背景、そして同制度の導入が証券業界に与えた影響を先行研究に基づきながら検討してきた。戦後の米国証券業界の比較的緩やかな競争環境が1960年代以降の金融市場の変化や機関投資家の台頭を受けて変容する中、一括登録制の導入は証券引受の慣行、ひいては投資銀行の競争条件を変化させたことを先行研究の整理を通じて論じてきた。それによって明らかになったことは、機関投資家向けの証券販売や分売といった大口取引と、これを可能にするトレーディングの能力、資本力といった条件が、一括登録制の導入によって証券業界における上位業者間での競争の条件となったことである。

では証券業界にこうした変化をもたらした一括登録制の独自の意義は、現代的にどのように評価できるであろうか。それは投資銀行の最も基本的な業務である引受業務にトレーディングの要素の必要性を迫ったことにある。1960年代以降の機関投資家の台頭をうけてトレーディングの能力は投資銀行にとって課題となっていたものの、引受業務の分野におけるトレーディングの必要性に大手投資銀行がより晒されるようになるのは一括登録制導入以降である。

その後の投資銀行の発展過程を見るに、トレーディングの分野における収益は、投資銀行にとって無視できない大きさになっている。また2008年のリーマン・ショックを経て、トレーディング業のなかでも特に自己勘定取引は金融規制の中心的課題として注目されている。こうした現代の投資銀行像とその後の発展史を念頭に置きながら一括登録制導入を位置づけると、同制度の導入のもう一つの意義は、投資銀行のトレーディングの分野における後

の進展を促した契機の一つとして評価できると考えられる。

これまで検討してきたように先行研究は一括登録制による投資銀行への影響の具体的内容については明らかにしている。しかし時代的な制約もあり、一括登録制の位置づけについて 1990 年代以降の投資銀行のトレーディング業務の発展過程との関係から十分に検討できているとは言い難い。こうした点に関する実証に関しては、次稿以降の課題としたい。

また、2000 年代以降、SEC によって一括登録制は改正され、資産担保証券 (ABS) の一括登録が可能となった。このような変化は、リーマン・ショックで証券化商品が危機の要因とされたこととの関連で考察に値するものと思われるが、これについても持ち越しの課題としたい。

(FUJIMOTO Akane, 本学大学院国際関係研究科後期課程)

---

<sup>1</sup> Hayes, Spence and Marks [1983], p.24-26.

<sup>2</sup> Hayes, Spence and Marks [1983], p.24.

<sup>3</sup> Hayes, Spence and Marks [1983], p.26.

<sup>4</sup> Hayes, Spence and Marks [1983], p.80.

<sup>5</sup> 西川・松井 [1989]、265-266 ページ。

<sup>6</sup> 西川・松井 [1989]、265 ページ。

<sup>7</sup> 西川・松井 [1989]、265 ページ。

<sup>8</sup> 1970 年代になると、この企業年金基金の大半を管理下に治めていた銀行信託部の投資行動が株価形成に対して果たす役割とともに、いわゆる「株価の二重構造」といった現象がみられるようになる。

<sup>9</sup> 野村総合研究所 [1999]、96 ページ。

<sup>10</sup> 野村総合研究所 [1999]、99-105 ページ。

<sup>11</sup> 野村総合研究所 [1999]、106 ページ。

<sup>12</sup> 「すずかけの木の協定」は米国株式市場におけるブローカー間の基本的なルールである。ブローカーが顧客から徴収する最低限の手数料を定め、手数料の割引を禁止してきた。この協定により、証券業界内の手数料をめぐる価格競争は長く防がれていた。

<sup>13</sup> 佐賀 [1991]、49-52 ページ。また、固定手数料制が撤廃されるまでは、機関投資家の固定手数料制に対する不満に対して、ブローカーは手数料分与と互惠手数料といった手法を用いて非価格競争を繰り広げていた。

<sup>14</sup> 佐賀 [1991]、88 ページ。

<sup>15</sup> 西川・松井 [1989]、358 ページ。

<sup>16</sup> 西川・松井 [1989]、359 ページ。

<sup>17</sup> 神埼 [1983]、3-4 ページ

<sup>18</sup> Auerbach and Hayes [1986], p. 110.

<sup>19</sup> 佐賀 [1991]、102 ページ。

<sup>20</sup> Auerbach and Hayes [1986], p. 110.

<sup>21</sup> 佐賀 [1991]、106 ページ。

<sup>22</sup> Auerbach and Hayes [1986], pp. 110-111.

<sup>23</sup> Auerbach and Hayes [1986], pp. 113-114.

<sup>24</sup> Auerbach and Hayes [1986], pp. 112-114.

<sup>25</sup> S-1、S-2、S-3 の新しい三層構造のそれぞれの内容については神埼 [1983] に詳しい。発行会社の継続開示の期間と、証券市場における関心の広範さ、度合いに応じて、S-3 に近づくほど情報の簡略化が可能となっている。



- <sup>26</sup> 神崎 [1983]、6 ページ。
- <sup>27</sup> Sherman [1999] , p. 7.
- <sup>28</sup> 佐賀 [1991]、117-119 ページ。
- <sup>29</sup> Auerbach and Hayes [1986] , p. 126.
- <sup>30</sup> Auerbach and Hayes [1986] , pp.130-133.
- <sup>31</sup> Selby [1985] では、84 年の GM の販売金融会社 GMAC の社債発行の事例によると、それまで 3 週間が費やされていた社債発行が、一括登録制導入以後 1 日で発行が完了となったことが示されている。
- <sup>32</sup> また、その他の重要な影響として、Sherman [1999] は、一括登録制は引受業者間での競争と、引受業者による「適切な調査」義務に欠陥をもたらしたと指摘している。このうち、発行証券に対する引受業者の「適切な調査」にかかわって、公募販売期間の短縮化が引受業者に時間的な制約を課したことで、「適切な調査」が十分に行われなくなったこと、また引受業者が一括登録制下で十分な「適切な調査」を行おうとすれば、以前よりも早いスピードで行われなければならないことから、調査がより高コストなものになってしまうことを指摘している。
- <sup>33</sup> 佐賀 [1986]、42 ページ。
- <sup>34</sup> 佐賀 [1986]、28 ページ。
- <sup>35</sup> 佐賀 [1986]、28 ページ。
- <sup>36</sup> 佐賀 [1986]、28 ページ。
- <sup>37</sup> 佐賀 [1986]、34 ページ。
- <sup>38</sup> 佐賀 [1991]、166-167 ページ。
- <sup>39</sup> エンドリック（斎藤聖美訳）[1999]、35 ページ。
- <sup>40</sup> 佐賀 [1986]、31 ページ。
- <sup>41</sup> 佐賀 [1986]、29-30 ページ。
- <sup>42</sup> 佐賀 [1991]、128 ページ。

<参考文献>

- 井手正介・高橋由人 [1977] 『アメリカの投資銀行——ウォール街を支える人びと』日本経済新聞社。
- 小畑二郎 [1988] 『アメリカの金融市場と投資銀行業』東洋経済新報社。
- 神崎克郎 [1983] 「発行開示と継続開示」『証券研究』第 68 巻、13-23 ページ。
- 佐賀卓雄 [1986] 「一括登録制（Shelf Registration）導入以降の米国引受業界」『経営研究』第 37 巻第 2 号、21-42 ページ。
- 証券団体協議会『一括登録制度（規則 415）の内容と同制度をめぐる議論』1982 年。
- 佐賀卓雄 [1991] 『アメリカの証券業——変貌過程と規制緩和』東洋経済新報社。
- 西川純子・松井和夫 [1989] 『アメリカ金融史——建国から 1980 年代まで』有斐閣選書。
- 野村総合研究所 [1999] 『ウォール街のダイナミズム』野村総合研究所。
- リサ・エンドリック（斎藤聖美訳）[1999] 『ゴールドマンサックス——世界最強の投資銀行』早川書房。
- 龍田節 [1983] 「証券の一括登録制」『証券研究』第 68 巻、24-35 ページ。
- Auerbach, J. and Hayes, S. L. III [1986] , *Investment Banking and Due Diligence: What Price Deregulation?*, Harvard Business School Press（佐合紘一ほか訳 [1988] 『投資銀

- 行業の変貌——一括登録制の導入とその影響』同文館).
- Bloch, E. [1986] , *Inside Investment Banking*, Dow Jones-Irwin (佐藤隆三監訳 [1992] 『投資銀行の内幕』勁草書房).
- Carosso, Vincent P. [1970] , *Investment Banking in America: A History*, Cambridge (小林襄治ほか訳 [1978] 「アメリカの投資銀行」(上)(下)『証券研究』55、56 巻).
- Foster, F. D. [1989] , “Syndicate Size, Spreads, and Market Power during the Introduction of Shelf Registration,” *The Journal of Finance*, vol. 44, no.1, March, pp. 196–204.
- Hayes, S. L. III, Spence A. M. and Marks, D. [1983] , *Competition in the Investment Banking Industry*, Harvard University Press (宮崎幸二訳 [1984] 『アメリカの投資銀行——ピラミッド構造と競争』東洋経済新報社).
- Hayes, S. L. III [1986] , *Wall Street and Regulation*, Harvard Business School Press.
- Kidwell, D. S., Marr, M. W. and Thompson, G. R. [1984] , “SEC Rule 415: The Ultimate Competitive Bid,” *Journal of Finance and Quantitative Analysis*, vol. 19, June, pp. 183–195.
- Kidwell, D. S., Marr, M. W. and Thompson, G. R. [1987] , “Shelf Registration: Competition and Market Flexibility,” *Journal of Law and Economics*, vol.30, April, pp. 181–206.
- Paulsen, A. and Marr, M. W. [1987] , “Shelf Registration: An Analysis of Intra-Industry Changes in Underwriting Revenues,” *SEC Working Paper*.
- Rogowski, R. J. and Sorensen, E. H. [1985] , “Deregulation in Investment Banking: Shelf Registration, Structure, and Performance,” *Financial Management*, vol. 14, Spring, pp. 5–15.
- Sherman, A. E. [1999], “Underwriter Certification and the Effect of Shelf Registration on Due Diligence,” *Financial Management*, vol. 28, no.1, Spring, pp. 5–19.
- Selby, B. [1985] , “The Twilight of the Syndicate,” *Institutional Investor*, August.
- Smith, C. W. [1986] , “Investment Banking and the Capital Acquisition Process,” *Journal of Financial Economics*, vol.15, January/February, pp. 3–29.

## The Effect of the Introduction of the Shelf Registration in 1984 on the American Securities Industry

The American securities industry received some major impacts in the 1970s and 1980s on its financial institution and regulation. The impacts were represented by the abolishment of the fixed brokerage commissions in 1975 and the introduction of the shelf registration by the SEC in 1984. The latter, in particular, spread its effects on many corners of the US securities industry and drastically changed its underwriting customs and competitive conditions.

This paper shows how the introduction of the shelf registration transformed competitive conditions in the US securities industry on the basis of previous literature. Its conclusion is that against the background of the rising institutional investors since the 1960s major US investment banks needed to strengthen their trading business and capital base for dealing with large-scale block transactions with institutional investors.

The significance of the paper lies in that it reveals traditional underwriting business of investment banks, which had not necessitated active risk-taking until then, began to unavoidably involve risky elements in trading. The introduction of the shelf registration would strongly promote the development of investment banks in trading business.

(FUJIMOTO, Akane, Doctoral Program in International Relations,  
Graduate School of International Relations, Ritsumeikan University)