

証 研

レポート



No.1544

1997年3月

- 日本の金融改革について
- ディフォールト社債処理の透明性について
- 委託手数料ゼロ！

—米国 のオンライン・ブローカーと  
オーダー・フロー・ペイメント—

- ベアリングズ事件再考  
—シンガポール報告書とリーソンの告白—

財団法人 日本証券経済研究所

## 日本の金融改革について

二〇〇一年までに包括的な金融改革案を一挙に進めようといういわゆる「日本版ビッグバン」構想が明らかにされたのは昨年一一月のことであった。その構想の具体化に向けて、証券取引審議会や金融制度調査会をはじめとする各種審議会が、自らに関連する各論点について審議中である。今年の六月にはすべての審議を終え改革の細目がまとまる予定であるが、すでに外為法の改正や持株会社の解禁について大体の結論が出たものもある。しかしながら、日本版ビッグバンは過去の規制緩和とは勿論、そのネーミングのお手本となつたイギリスのビッグバンと比べてもいくつかの違い、特徴がある。もちろん、改革のやり方には日本独自のものがあつても良いのであるが、改革の理念については明確にしておく必要がある。細目がまだ十分明らかでないこの段階で取り上げるのは不適当であるかも知れないが、日本版ビッグバンの問題点について簡単に整理してみよう。

### 日本版ビッグバン

まず最初に、日本版ビッグバンの概要について簡単にみておこう。表1は、昨年一一月に橋本總理が大蔵大臣と法務大臣に指示したとされる金融システム改革案の骨子である。これをみると、今回の改革案について注意すべき点が三つあると思う。

第一に期限を区切つて一挙にことを行おうとしていること（二〇〇一年までに完了）である。この点が「ビッグバン」と呼ばれる所以である。<sup>(1)</sup> ところで、ますこの時期の設定に日本の特徴がある。イギリスのビッグバンの一例

実施時期である八六年は相場が比較的よかつた年であり、この事から実施時期を決めるにあたつてイギリスでは株式市況のことを念頭に置いていたのではないか、と考える向きが多いが、そうではないようである。改革案の中に、「立会場取引きを止めてスクリーン取引きに移行すべし」という項目があり、そのためにコンピューターシステムを整備する時間が必要で、その時期から逆算して八六年一〇月と決めたのである。

これに対して、橋本内閣はどうして二〇〇一年までに実施、と決めたのか。二〇〇一年といえば、銀行預金にたいしてペイオフを解禁する時期である。それまでは銀行が破綻しても銀行預金を法人も個人も額の多少を問わず全額保護すると政府は宣言している。ということは、それ以後は、一千万円までしか払い戻ししない事もありうるわけである。預金者の自己責任が問われる時代に入り、銀行経営における「護送船団」方式は終わりを告

表1 橋本總理による金融システム改革案

（1996年11月11日発表）

3原則	項目	例
自由 Free	新しい活力の導入	①銀行・証券・保険分野への参入促進 (業態別子会社の業務範囲見直し) (銀行窓口での投信・保険販売) (金融持ち株会社の導入)
	幅広いニーズに応える商品・サービスの導入	②長短分離等に基づく商品規制の撤廃 (金融債の発行) ③証券・銀行の取り扱い業務の拡大
	多様なサービスと多様な対価	④各種手数料の自由化 (株券委託手数料の自由化) (損保保険料の自由化)
	自由な内外取引き	⑤為銀主義の撤廃
	個人貯蓄の効率的活用	⑥資産運用業務規制の見直し ⑦ディスクロージャーの充実・徹底
透明・信頼 Fair	自己責任原則の確立 (情報提供とルールの明確化)	⑧ディスクロージャーの充実・徹底
	ルール違反への処分の積極的発動	
国際的 Global	法制度の整備・会計制度の国際標準化	
	グローバルな監督協力体制の確立	⑨G7サミット、蔵相会議等で確認

（注）カッコ内はこの改革案には明示されていないが、各種審議会の議題になっている。

げる。そのような時代に入るまでに、この改革案を全部やつてしまいたい、と解釈できるのである。

第二に、改革案が非常に包括的、範囲が広いことである。この改革案をアメリカやイギリスの例と比較してみると、日本版ビッグバンは①手数料自由化や市場集中義務の見直しなど証券取引システムの改革に、②銀行・証券・保険の参入促進や証券・銀行の取り扱い業務の拡大などいわゆる「業界問題」に絡む改革案ならびに③為銀主義の廃止など外為法に絡む改革がプラスされたもの、と考えることが出来る。イギリスのビッグバンはロンドン証券取引所の改革であり、ここでいえば①だけが、そのカバーする範囲であった。(表2はイギリスのビッグバンの主たる内容をまとめたものである)日本の場合には、そのほかに「業界問題」と「外為法改正」が加わっているのである。これをもって、それだけ日本の改革は遅れているのだと言う向きもあるが、それでは英米では業界問題に関する取り扱いはどうなつていたのか、という問題が改めて出てくるだろう。

第三に、この幅広い改革案のうち、外為法の改正が先行していることである。昨年の一二月に外為審の法制特別部会が報告書を発表した。この結果、外為取引について、①企業や個人が為銀を経ないで外貨を売買する場合、また指定証券会社を経ないで外国証券を売買する場合には、これまで事前の許可・届け出が必要とされていたが、この事前の許可・届け出が不要になり代わって事後報告制に切り替わると

いうこと、②為銀制度、指定証券会社制度、両替商制度が廃止され、他業種でも外為業務が出来ること、等となつた。この改正は九八年四月施行の予定であり、ビッグバンの先行者、フロントランナーとされている。イギリスでも、ビッグバンに先行すること七年までの一九七九年に為替管理の撤廃が行われ、対外証券投資が自由になつた。それまでは、ドルブレミアム制度により対外投資用の外貨(ドル)は通常のレートより割高となり、対外証券投資がし難かつたのであるが、それが無くなつて機関投資家の対外証券投資は再び盛んになり始めた。ところが、すでにこのころにはアメリカでは手数料は自由化されており、海外株はもとより英國株についても例えばADR(預託証券)の形でアメリカに取引が逃げたことなどで国内株式市場の空洞化が起り、それがビッグバンを推し進めた要因の一つとしてあげられている。この連想から、我が国でも、もし改革案が進まなければ海外に取引が逃げて空洞化が一層進む、という認識を関係者に与え、この改革が不可避であるという印象を与えているのである。<sup>(2)</sup>

#### イギリスのビッグバン

さて、それでは海外に目を転じて、ビッグバンのお手本となつたイギリスの八六年市場改革はどうであったのか、簡単に見よう。イギリスのビッグバンを推し進めた要因として、一つはアメリカに証券取引が逃げたこと、もう一つは公正取引庁の告発が挙げられる。そこで、証券取引に関する国際競争力を付けるのはどうすれば良いか、ということと並んで(あるいはこれと関連しながら)、証券市場における競争制限的行為が取り上げられ、それを是正するという作業が行われた。証券市場における競争制限的行為の筆頭にあげられたのがロンドン証券取引所であった。というのは、他国と同様にイギリスでも証券の売買は証券取引所に集中しており、しかもその

表2 イギリスのビッグバン

(1986年に実施)

ロンドン証券取引所(LSE)改革	手数料の自由化
	単一資格制の撤廃
	取引所会員への外部資本出資制限の撤廃
	競争的マーケットメイカー制の導入
	フロア取引からスクリーン取引への移行

ロンドン証券取引所（以下、LSEと略）は七〇代初頭に地方の証券取引所を吸収して全国で一つだけの証券取引所、文字どおり独占的な証券取引所になっていたのである。

その独占的な証券取引所が、顧客からの注文について最低手数料を設定し、そのうえ会員数を限定して、しかも会員業者への外部からの資本参加も許さず、特定のものだけで証券取引を行っているのは競争制限的である、と公正取引庁は批判したのである。また当時のLSEは立会場の中で取引を行っていたが、その中でどのような取引が行われているのか、十分な市場情報が外部に伝わるような仕組みになつておらず不透明で、不正行為を防げないではないかという批判もあつた。そのほか、シングルキャバシティ（単一資格制）への批判もあつた。LSEでは、ブローカーは顧客の取り次ぎのみ、ジョッパー（ディーラー）は立会場で業者間の売買の相手をするのみ、互いに相手の領分を犯さないという棲み分けをしていた。ブローカーとディーラーの職能区分は一面では利益相反を防止する仕組みはあるが、他面ではそれぞれのサービスについての競争制限的行為などの批判もなりたつ訳である。

そこで、手数料を自由化せよ、単一資格制を撤廃させてブローカーとディーラーを同じ業者が並行して営んでも良いことにせよ、マーチャントバンクやクリアリング銀行、外資がLSEの会員業者を合併してもよいことにして、またLSEは以前から、ジョッパーと呼ばれるディーラーが立会場内で呼値を提示してブローカー経由の顧客注文にいつでも売り応じる（買い応じる）クオートドリブンの売買仕法を探つていたが、これを競争的に値付する競争的マーケットメイカー制にせよ、ということになった。そして、立会場のなかで外部から遮断され取引するのはもうやめて、マーケットメイカーがスクリーンに自分たちの気配を流す様にすれば、気配情報は透明になる、「そうしろ」ということになったのである。<sup>(3)</sup>

なお、公正取引庁は証券取引所の競争制限的規則だけを問題視していた訳ではなかつたことにも注意する必要がある。いうまでもなく、証券市場は流通市場のほか発行市場もある訳で、その発行市場について長らく公正取引庁は引受手数料のカルテルを問題視していた。イギリスの代表的な増資のやりかたはライツイッシュュー（Rights Issue）といわれるもので、株主に新株を割り当てるが、発行価格は時価に近い所に設定するものである。したがって、失権が出たばあいの手当てをする必要があり、そこで引受け団が結成される訳である。ところでイギリスの特徴は機関投資家からなる下引受け団が結成されることで、この引受け手数料（元引受け、下引受けあわせて）が二%と固定されている。公正取引庁は、これは発行銘柄の信用リスクを反映したものではなくカルテルではないか、と批判したのである。しかし、この引受け手数料の問題は、マーチャントバンクやコーポレートブローカーによるカルテルというよりも下引受け団を構成する機関投資家のカルテルである性格の方が強いためもあって、簡単に解決しなかつたのである。

というのは、引受け手数料の大部分は機関投資家からなる下引受け団に渡され（元引受け〇・五%、ブローカー〇・二五%に対して下引受け手数料一・二五%）、これがファンド・パフォーマンスを引き上げる要因の一つになっているからである。そのために機関投資家はこの改定に強硬に反対している。元来、イギリスでは投資家の力が極めて強く、配当性向も高い。ラドクリフ委員会報告書やマクミラン委員会報告書をみるとまでもなく、それがイギリス産業界の不満の種なのであるが、シティの改革に際しても、その利害が貫徹していることは、日本との大きな違いである。

## イギリスピッグバンの成果

さて、それでは、イギリスではピッグバンの効果、結果、影響はどうであったか。すでにこの点については以前に見たので、ここでは簡単に指摘しておくこととしよう。

まず「市場機能の強化」という点であるが、英国内株および海外株の売買高は傾向的に拡大していること、資金調達額も同様に拡大していることから、流動性、資金調達機能は向上した、と考えていいであろう。量の面では向上したとして、それでは質の方はどうであるうか。アメリカのニューヨーク証券取引所では市場の質に関する綿密な調査をしているが、LSEでは同様の調査はない。あるとすれば手数料率の推移とタツチ（最良の買い気配と売り気配の差）がどのくらい小さくなつたか、という統計だけである。手数料率の推移を見ると、全般的には低下しているが、二万ポンド以下の小口は上昇気味である。タツチの推移は、非流動株についてやや上昇気味の傾向が見られる。取引コストについて全般的に確定的なことはいえないが、一つだけいえることは、機関投資家にとっては取引コストは確実に下がつたということである。ロットの大きい取引の手数料率は下がつているし、手数料をとらないネットの取引を利用できるのは実質的に機関投資家だけであるし、機関投資家が好んで売買するFTSE100等の流動株のタツチは拡大していないし、交渉次第でタツチより良い値段で売買する機会は機関投資家に開かれているからである。この結果、民営化によって個人株主は急増しているにもかかわらず個人の持ち株比率、売買高比率は上昇しないどころか、低下したのである。

次に国際性という点を見ると、これがピッグバンの最大の成果といわれているのであるが、海外株の取引きシアエアならびに海外株の資金調達額のシェアはともに高くなっている。近年、欧州各国の証券取引所が相次いで改革を行つたことにより、LSEの比較優位が低下しているが、欧州やエマージング諸国の民営化株のグローバル

イッショードの中心が依然としてロンドンであることを考えると、なおその流動性は高いと考えていい。さらにまた、ロンドンが投資銀行業務の欧州における中心になつたことも指摘できる。九四年に、ドイツエバンクがフランクフルト本店の投資銀行業務を切り離して、それを子会社のモルガングレンフェルに統合させ、投資銀行業務の本部機能をロンドンに移したのであるが、これが統合EUの金融センターを目指すフランクフルトの関係者に大きなショックを与えたといふことは記憶に新しい。

一方、仲介業者の国際競争力の強化という点ではネガティブな答えが多い。主なマーチャントバンクはほとんど外資系の傘下に入り、独立系の業者はほんのわずかになつた。デイールのシェアやイノベーションの点から見ても市場をリードしているのはアメリカの投資銀行業者であり、それを資本力でもつて追撃しようとしているのは大陸系のユニバーサルバンクである。つまり取引や業務のロケーションとしてはロンドンは欧州のセンターとしての地位を固めたが、自国産業としての証券産業の競争力としては、強化出来なかつたといつてよからう。当初、会員業者への外部からの資本参加制限を撤廃した段階では、マーチャントバンカークリアリングバンクスが出資して、英國版の金融コングロマリットを作り、それで他国の金融コングロマリットと対抗しようとの意図もあつたと思われるが、この試みが成功したといえないのである。

それでは産業としてシティは全くの貸し座敷になつてしまつたのかといえば、実はそうではない。ファンディビジネス、投資顧問業は隆盛を極めているのである。イギリスの資産管理サービス産業の利益率は高く、その規模も拡大している。これは考えてみれば当たり前のこととて、手数料の自由化を始めとするピッグバンの改革は資産運用業務にとってすべてプラスに働くものばかりであり、マイナスに働く引受手数料の改革の方は、依然としてたなざらしになつてゐるからである。

以上のように、イギリスのビッグバンは、最初に公正取引庁の反独占、競争促進策があつて、しかもこれを受け入れなければ競争力をなくしてロンドンから取引が海外特にアメリカに逃げてしまふという恐れがあつて、この競争促進という哲学、原理を受け入れたのである。もちろん、こういうことをすればあるいはひょっとしてイギリスの業者が海外の業者に敗退するのではないかと思わないではなかつたであろう。しかし、イギリス人はそれでも構わないと覚悟を決めて推進したのである。そしてまた、業者の破綻という事態に立ち至つた場合でもそれを救済するなどということはしなかつた。それはベアリング事件を見ても理解できる。すなわち、自己責任といふことも同時に伴つてゐるわけである。そして、マーケットプレイスあるいは業務のロケーションとしては一流の国になつたが、証券業界はアメリカの業者に席捲され英國勢力は敗退、しかし資産運用サービス業は隆々としている、このように要約できるであろう。

それでは日本版ビッグバンもこのような結果となるのか。まず、第一に競争促進という哲学、ならびに自己責任原則ということをどう考えるかである。いやそれは日本版ビッグバンにもちゃんと入つてゐるではないか、と反論が返つてきそうである。Free (自由)、Fair (公正)、Globalと銘打つてあるではないかと。しかし問題は、言葉として入つてゐるかどうかではなくて、原理としてそれが貫かれているか、ということであろう。

たとえば、銀行・証券・保険の参入と書いてあるが、これが完全な自由競争を意味するとしたら、単に銀行や証券会社が相互に参入するだけではなくて、新規に銀行や証券会社を設立することだつて認められるはずであり、そのためには現在の免許制にまで踏み込んだ議論をする必要が出てくる。アメリカではグラススティーガル法の改正論議が行われてゐるが、その一方で、毎年何百という銀行や証券会社が設立されており、同時に同じくらい

の銀行、証券会社がつぶれてゐるのである。イギリスはアメリカほど顕著ではないが、それでも銀行や証券会社の設立は日本よりはるかにたやすい。

そこまで徹底した競争促進策をとるのか、どうかである。しかしそのようにはみえないであろう。破綻した一部の信用組合や第二地銀を整理するのでさえ、容易なことではなく、徹底的な競争促進策を導入できる状況ではなかろう。したがつて、現在の免許制をもつと弾力的にするといつても、やはり限られたものにならざるを得ない。そうだとすれば——もちろん金融持株制度の議論とも絡んでくるのであるが、いま、これについては措くとして——、銀行、証券、保険の参入は、いうなれば広い意味での金融村のなかの出来事にすぎないことになる。

現在の免許制を前提にして議論すると、免許で守られたすでにある銀行、証券、保険の業態の枠内での相互参入にしかならない。そして一旦、このことが前提にされ、この大枠の中で業態間の垣根をはずせば、銀行が圧倒的に有利なことは間違いない。それはこの三業態のなかで銀行だけが日銀借り入れを受け入れることが出来るからであること、預金保険のサポートがあること、不良債権の処理の過程で預金保護の観点から政府がこれまでどのようなことをやつてきたか、これをみると日本の銀行がいかに特殊な存在であるか、ということが明らかである。要するに証券会社や保険会社と競争条件が全く違うのである。したがつて、緩やかながら免許制に守られたコップの中での相互参入であれば、証券や保険と競争条件は違つてゐるのであるから、銀行については参入するにしても業務を制限せよ、あるいは、現在の不良債権問題を解決して、自己責任が問える体力になつてから参入せよ、という声が出てくるのは当然であろう。

いや、そなではなく、そもそも、このビッグバンは、二〇〇一年に本格的なペイオフの時代を迎えるので、その前に銀行に収益面での下支えのため業務多角化のメリットを与えた、金融持株会社制度を導入して外部から

銀行へ資本を注入しやすくし資本力を強化したい、そのためのものであるとすれば、改革の意味は全く異なつてくる。もしそうだとすれば、日本版ビッグバンの目的、理念は、第一義的には銀行強化という点にあることになる。そのことと、証券市場の機能強化、市場自体の国際競争力の強化という目的とがどのようにして結びつくのか。やはり、イギリスやアメリカのように証券取引システムの改革と業界問題とは切り離して論ずべきではないか。

第二の問題は、手数料自由化など証券取引所の諸規則・ルールの改革についてどのような理念、原理がとられるべきかである。すでに見たように、これについてはイギリスでは公正取引所の競争促進の哲学が貫かれている。アメリカでも七五年のメーデーに至るまでに司法省が同様の働きをしている。これに対しても、日本の公正取引委員会が今の証券取引所のあり方について、どのようなスタンスをとっているのか、明らかではない。

もともと証券取引所は、どこの国でも独占的な位置づけを与えてきたが、それにはそれなりの理由がある。流動性と公正な価格形成のために、出来るだけ多くの注文を集めることは物理的に不可能であるし、(2)たとえそれを認めても約定不履行の危険を排除できない。そのため立会場に収容できる数だけの特定された者が取引に参加できるメンバーリ制（会員制）にし、会員資格を設けて約定不履行のリスクを排除する制度を設けた。<sup>(5)</sup>そして会員になり損ねた者の取引は、会員への売買委託を通じて執行できるようにして、出来るだけ多くの需給の集中を図るうとしたのである。さらにまた需給の集中を担保するため市場集中義務を必要とし、固定手数料制によつて会員制を財務面から維持し、かつ投資家間の不公平を招かないようにしたのである。つまり、流動性の向上、価格形成の公正さという公共的目的のために、証券取引所のカルテル的なルール・規則は許されるのである。だから規則を総点検する必要が出てくるであろう。<sup>(6)</sup>

こそ、わが国では証券取引所は独禁法の適用除外団体とされてきたのである。

ところが、テクノロジーの発達によつて、立会場という物理的な場所に注文を集めることなくコンピューターのサイバースペースのなかに注文を送るだけでよくなれば、証券取引所のような組織・制度を探らなくて、大量の証券取引を執行できるシステムができる。その第一号が六九年に開業したInstinetである。そのような状況が生まれてきてはじめて、アメリカやイギリスで証券取引所の独占的な位置づけに疑問符が打たれることになった。これが七五年アメリカのメーデーや八六年イギリスのビッグバンの背景にある。わが国においても状況は同じではないか。そうだとすると、競争促進という原理原則に立ち返つて、証券取引所のこれまでのルール・規則を総点検する必要が出てくるであろう。

最後に、取引きシステムの改革が行われて、市場規模が拡大するか、資産管理サービス産業が盛んになるか、という問題が残っている。これにはいくつか前提条件が必要である。まず第一に、日本の株式市場が市場原理に基づいて価格が形成されていることが必要である。そうであつてこそ、企業調査が生きてくる。そうではなく、ファンダメンタルズからかけ離れた相場であれば、買い手と売り手のニーズはマッチしない。これでは手数料が自由化されても取引きは増えない。この数年、日本の相場は、銀行の犠牲になつてきた。銀行が株式を持てば、銀行経営は株式相場に左右される。不良債権の処理のため、株式の含み益を減らすまいと口先介入その他の雑音が株式市場に入り交じってきた。したがつて、この問題も銀行の存在と関わっている。金融持株会社が解禁されれば、銀行の持ち株は親会社となる持株会社に疎開させるべきであろう。そのほか、資産管理サービス産業の隆盛のためには、運用スキルの向上が必要であることはもちろんである。

(1) Big Bangとは、超過密の小さな物質が爆発して現在の宇宙を形成し、今でも宇宙は拡大し続けているという宇宙物理学上の仮説である。これにあやかって、イギリスではさもざまな改革案をパッケージにして一挙にこれを実施し、これにより市場を拡大させようとの期待を込めて八六年に証券取引所改革を行つた。これがイギリスでは「ビッグバン」と呼ばれている。

(2) なお、外為法改正により対外証券取引、証券会社はどのような影響を受けるのか、予測は難しいが別の機会に論じておいたので参照してほしい。(『週刊エコノミスト』近刊)。

(3) なお、金融サービス法についてであるが、証券にかぎらず、シティは一種の特別地区で長い間、自治的な慣行によつて営まれてきており、日本の証券取引法や銀行法にあたる成文化されたものが無かつた。しかしEU統合のなかで他国と整合性を保つ必要があること、証券業務の多様化に対応する必要があること、八一年に業者の不正行為があつて投資家に被害が出たこと等が重なつて、銀行法とならんで金融サービス法も制定された。これが丁度同じ時期であったので、金融サービス法もビッグバンの一つに数えられているわけである。

(4) 詳しくは、「ビッグバン以後のロンドン株式市場」(本誌一五三七号、一九九六年八月)を参照。

(5) のみならずイギリスでは約定の不履行に対するメンバーに無限責任を求めるとして外部の株式会社形態の銀行や事業会社が出資することを禁じた。

(6) もつとも、このような取引所以外の取引きシステムについてはこれを公共の利益、投資家保護の観点からどのように法的に位置づけ、規制すべきか、解決困難な問題をもたらしている(拙稿「証券取引所とPTS」「証券経済研究」六号、一九九七年三月)。

## デイフォールト・社債処理の 透明性について

〈はじめに〉

適債基準撤廃によつて低格付け債（高利回り債ないしジャンク債）の発行が解禁されて一年以上が経過したが、国内公募普通社債では低格付け債の起債はなく、適債基準撤廃の具体的な効果は今のところみられない。この理由として、現在の低金利下で高利回り債を発行すると、銀行金利を上回る可能性が強いことが指摘されているが、最近の発行市場をみると、国内普通社債の発行銘柄の裾野は拡大するよりも、むしろ狭まる傾向があるようである。つまり、銘柄に対する投資家の選別色が強まり、投資適格の下限であるB B B格への投資にかなり慎重な姿勢をとっていることが鮮明になっており、そのことが発行市場にも影響を及ぼしている。

このように選別色が強まってきた背景には、一部銘柄に対するデイフォールト・リスクが強く懸念されるようになつてきたことがあげられる。つまり、従来の社債市場ではデイフォールトに陥った社債は受託銀行一括買い取りによつて処理され、投資家はほとんどデイフォールト・リスクを負担せずに社債投資を行つたが、最近になつてこの慣行がかならずしも維持されず、むしろ不買取が慣例化するとも考えられ、そのために低い格付けの社債投資に慎重になつていることが一つの要因としてあげられる。

しかし、デイフォールト・リスクを負担せずに社債投資を行ない得たのは、あくまでも戦後日本の金融的な枠組の下でのことであり、現在そのような枠組自体が大きく変容を迫られつつある以上、デイフォールト・リスクを考慮した社債投資が必要とされるだろう。その意味では、前述のような投資家の姿勢は旧態依然と批判される

べきかもしれないが、他方日本の社債市場ではデイフォールトが一括買取によって処理されてきたが故に、いざ買い取らないとする、どのような処理がなされるのか不明確であり、それが投資家の姿勢を過度に慎重にしているともいえる。つまり、デイフォールト後の処理を透明なものとすることが、デイフォールト・リスクを反映した社債投資を行なわれうる必要条件なのではないかと思われる。

したがって、本稿では、まず第一に最近投資家が BBB 格の社債投資に慎重になっていることをいくつかの側面から確認したうえで、第二にデイフォールト処理が不透明かつルール化されていなかつたために、戦前の日本では有担保原則という形でデイフォールト・リスクを排除する制度が導入されたことを指摘し、最後に破綻処理過程が不透明な現状の問題点を指摘したい。

#### 〈BBB格銘柄に対する選別〉

まず、投資家サイドの傾向としては、流通市場で格付け BBB 格の社債価格の低下が顕著である。とくに、ゼネコン関連の BBB 銘柄である、フジタ債、長谷工コーポレーション債、日本国土開発債などの下げが顕著であるという。これら銘柄の証券業協会発表の基準気配は、日本国土開発第三回債（表面利率 2・75%、2000 年九月償還）が、年初 10-1 円 1・7 錢から 9 四円七〇 錢（二月一八日現在）にまで下落し、フジタ第一〇回債（同三・九%、九八年三月償還）も年初 10-1 円 9・6 錢から 100 円 2・3 錢に、長谷工第七回債（同三・八五%、九八年四月償還）も 10-1 円 8 錢から 100 円 1・8 錢にそれぞれ下落した。<sup>(1)</sup> このように特定銘柄の下落が顕著な理由は、デイフォールト・リスクに対する投資家の姿勢が慎重になっていることの反映であると思われる。

また投資家のなかでも信用金庫、農林系金融機関、共済組合など、昨年の長期金利の低下局面では利回り水準の高さゆえに格付けの低い銘柄を購入していた機関投資家層がこれらの銘柄を敬遠しているといわれる。そして、一部では内規などによって貰えなくなっているともいわれている。<sup>(2)</sup>

さらに、このような変化を受けて証券会社サイドも、銘柄によつては売却先が見つかるまでは顧客からの買取に応じないともいわれ、売買が成立しないままに気配値だけが切り下がるという事態になつているという。<sup>(3)</sup>

他方、このような選別色の強まりは発行市場へも影響を及ぼしている。つまり、BBB 銘柄では募残が生じる案件が出ている。例えば、ヤマタネ第二回債（発行総額 100 億円、表面利率 2・80%、発行価格 100 円、六年債、二月五日募集）では、シ岡各社に相当額の募残が発生し、翌日の業者間取引で 99 円 60 錢、翌々日には 99 円 40 錢まで下落した。そして、この案件では需要予測が 2・70 ~ 2・85% の間で行なわれ、2・80% までに七割方の需要が積み上つたため 2・80% で条件決定が行なわれたが、その際 2・85% にすべきという意見は、あまり金利が高過ぎると投資家の警戒心を高めかねないという理由で退けられたと伝えられている。<sup>(4)</sup> つまり、ここから現在の状況では金利を高めても必ずしも投資家はついてくるとは限らず、投資家がリスク・リターンに対する明確な判断基準をもつていなことが読み取れる。その理由としては、デイフォールトが万一生じた時の対応が機関投資家側に準備されておらず、またデイフォールト処理については前述のようにその透明性に関して制度的に不備があることがあげられる。

#### 〈戦前のデイフォールト処理〉

ところで、戦後の日本ではデイフォールト社債は発行会社のメインバンクである受託銀行によって一括買取され、投資家にとって国内普通社債のデイフォールト・リスクはほとんど考慮する必要のないものであった。しか

し、前述のような最近の投資家の変化は、そのような買取が今後は行なわれないという懸念を背景としており、それには一九九五年一二月に受託銀行がデイフォールトに陥っていた村本建設債を買い取らず、投資家が相当の実損を被つたことがかなりの程度影響しているものと思われる。ただし、村本建設債の場合は私募債であり、今後公募債ではどのような対応がなされるのか興味深いが、それはさておき、少なくとも戦前にはこのような一括買取というような事例はほとんどみられず、投資家はデイフォールト・リスクを負いながら社債投資を行なつていた。したがって、社債がデイフォールトに陥つた際は、それぞれの状況に則して処理がなされていたのである。

戦前のデイフォールトについては処理経過が判明している事例は多くはないが、そこから簡単に戦前の処理事例<sup>(6)</sup>の特徴をまとめると、第一に担保付社債では、担保付社債信託法の規定にしたがつて社債権者集会を招集した上で、担保権を実行する場合とそれを実行せず償還期間延長（または株式との振り替え）する場合とに分けられる。

まず、担保権が実行された場合をみると、それを実行するに際しては、受託銀行主導のもとに周到な事前準備がされており、例えば工場財團担保ではその受け皿となる同業他社が確定するか、あるいは新会社を設立した上で、はじめて担保の競売が行われている。そして、このような処理がなされることによつて、社債権者の資金回収率はかなり高かつたと思われる。

他方、担保権が実行されなかつた場合をみると、いくつかの類型があるが、第一に同業他社による担保の受け皿が用意できなかつた場合、担保権は行使されず、元利金の支払い猶予をしながら、会社更生を進めるこことよつて資金回収が図られている。つまり、拙速に資金回収を図ることは回収率を低め社債権者の利益をかえつて損なうとの判断がはたられたと考えられる。第二に受託銀行と社債発行会社との間に融資関係があつた場合も、担保権が実行されなかつた場合をみると、いくつかの類型があるが、第一に同業他社による担保の受け皿が用意できなかつた場合、担保権は行使されず、元利金の支払い猶予をしながら、会社更生を進めるこことよつて資金回収が図られている。つまり、拙速に資金回収を図ることは回収率を低め社債権者の利益をかえつて損なうとの判断がはたられたと考えられる。第三に、担保の将来性が高く評価されたことによるものと思われるが、その際既存の株主は担保権が実行されて会社が継続能力を喪失することと引き替えに、株式価値の希薄化を受け入れたと考えられる。

第二に、担保付社債信託法を根拠法としない無担保債の場合、とくに一九三八年商法改正以前では「募集の受託会社」の権限が小さかつたこともあり、かなりデイフォールト処理には時間がかかりその間混乱の生じた事例が散見される。そして、このように処理に手間取つた反面、資金の回収率も担保付社債に比べて低かつたといわれている。もつとも担保付社債と無担保社債で処理期間と回収率にどの程度差があつたかについては、多数の事例を集めて比較せねばならず、検討の余地があるが、いずれにせよ無担保債では法的整備が遅れていたために、処理のルールが確定せず紛糾した事例が多かつたものと思われる。そのため歴史的には、有担保原則が導入され、長期間にわたつて無担保債が排除されていく要因となる。<sup>(7)</sup>つまり、相次ぐデイフォールトに対しても、米国ではそのリスクを計測し表示する手法（格付け）が定着するとともに、破綻後の処理ルール（一九三九年信託証書法）が確立するのに比べ、日本ではデイフォールト・リスクそのものを排除する市場づくりが行なわれていく。そして、このことが両国のその後の社債市場のあり方を決定づけていくことになるのである。ここからもし歴史的な教訓を引き出すことができるとすれば、それはデイフォールトに対してもどのような処理のルールを確立する

のかが、市場のあり方を規定する大きな要因となるということであろう。

#### 〈ディフォールト処理の不透明性〉

以上のことから、ディフォールト処理に関して現在の制度の問題点を指摘すると次の点があげられる。

まず第一に、継続企業の場合には会社内容の開示は有価証券報告書によつて行われるが、ひとたび会社が倒産するとその内容は関係者以外のものにとつて極めてわかりにくいものとなる。つまり、倒産すると有価証券報告書は提出されなくなり、かわつて会社更生法のもとで裁判所が更生計画を認可することになる。その経過は、債権者と債務者などの関係者のみに知る権利が与えられ、それ以外のものにとつては、例えば裁判記録などの閲覧も許可されていない。したがつて、処理過程はマスコミなどによつて取り上げられる場合を除いてほとんど不透明である。

第二に、唯一外部者が裁判所において認可された更生計画を知ることができるのは、官報によつてのみであるが、官報に掲載されるのは、認可後相当の時間が経過してからである上、全文が公表されるとは限らない。例えば、村本建設の場合、決定は一九九五年一二月二七日に下され、官報に掲載されたのは翌年一月三〇日付であり、さらにどのような基準によるのか不明であるが、計画案の第二章「更生計画の基本方針と骨子」の全文および計画案に附せられた別表全部（一～一六）が省略されている。

第三に、破綻企業が裁判所に対して会社更生手続開始の申し立てを行うと、その旨上場取引所に報告書が提出され、それには申し立てに至つた経緯、負債総額、今後の見通しなどが説明されるとともに、会社の概況を説明する添付資料が付されているが、なかでも修正貸借対照表が付されている。例えば、今年一月一九日に申し立て時価評価を進め、このギャップを埋める必要があると思われる。

#### 〈まとめ〉

従来の社債制度改革は、資金配分の効率性という観点から企業金融手段としての社債の利便性の向上ないし社債市場への参入規制の緩和が進められていつたという側面が強く、またその重要性を否定することはできない。しかし、バブル崩壊以降の長期的な景気低迷、さらに産業再編や企業リストラの流れのなかでは、企業破綻や倒産、あるいは解散や合併といった事態が多々生じるであろうし、今後はメインバンクによる救済も期待していくとすれば、単に市場への参入だけではなく、そこからどのようにして「退出」するのかという点も証券市場全体の課題としていく必要がある。社債の場合、まさにディフォールト処理の問題は、証券市場から退出する際の問題であり、従来は受託銀行であるメインバンクが一括買取という形で後始末をしたわけであるが、それが期待できない可能性が強い以上、今後は証券市場から資金調達した企業が自らの責任において、退出する際の後始末を要求されるのではないだろうか。そのためには少なくともディフォールト後についてもディスクロージャーの制度化がなされるべきであろうと考えられるが、その具体的なあり方については稿をあらためて検討したい。

[注]

- (1) 「日本経済新聞」、一九九七年一月一九日、参照。
- (2) 「日本経済新聞」、一九九七年一月一八日、参照。
- (3) 「日本経済新聞」、一九九七年二月一八日、参照。
- (4) 「日経公社債情報」、一九九七年一月一〇日、参照。
- (5) 例えば、一九二六年に償還不能となつた、上毛モスリン社債の処理においては、日本興業銀行は、日興証券において同社債を一括ではないが、額面で買取つてゐる。拙稿「戦前のディフォールト社債の処理について（1）」、「証研レポート」、N.O. 一五四一、一九九六年一二月、参照。
- (6) 詳しくは、拙稿「戦前のディフォールト社債の処理について（1）～（3）」、「証研レポート」、N.O. 一五四一～三、一九九六年一二月～一九九七年一月、参照。
- (7) これについては、拙稿「日本における社債受託制度の導入と確立」、「証券経済」、第一七六号、一九九一年六月、参照。

（松尾）

## 委託手数料ゼロ！

～米国のオンライン・ブローカー・ペイメント

米国証券界では、一九七五年の手数料自由化以降ディスカウント・ブローカーと呼ばれる手数料割引業者が登場し、激しい価格競争を展開してきた。

特に最近は、インターネットを使ってるひなる手数料引き下げに挑む証券会社が急増し、マスコミの注目を集めている。しかし、手数料競争にもとうとう終止符が打たれたところになるとどうか。といふのも、フロリダ州の一証券会社（エンパイア・ファインシャル社）が、今年一月から「委託手数料ゼロ（ノンハッセル・フリー）」での受注サービスを開始したのである。まさに究極のディスカウンターの登場である。<sup>(1)</sup>

委託手数料ゼロ、一体、これは何を意味しているのであらうか。なぜそのようなことが可能となるのだろうか。米国証券界では、やがて手数料はゼロになるだらうとの予測もないわけではなかつたが、事態は予想を上回るスピードで進行しているようである。

本稿では、インターネットその他オンラインで受注業務をおこなう（イープ・ディスカウント・ブローカー<sup>(3)</sup>（オンライン・トレーダー、エレクトロニック・ブローカー）について、その手数料体系にはどのような特徴があり、そうした特徴の根拠は何か、検討するにふれよう。

(1) K.Weisul."The Ultimate Discount Broker:Commission-Free Trades:Is This the End of the Price

表1 オンライン・ブローカーの委託手数料

会社名・アドレス	委託手数料
Accutrade Inc. <a href="http://www.accutrade.com/">http://www.accutrade.com/</a>	1回28ドル+2セント／株 ブローカーを通じた注文は、プラス7ドル 口座開設後最初の注文3回は無料サービス
Brown & Company <a href="http://www.brownco.com/">http://www.brownco.com/</a>	1回19ドル(5000株以下) 5000株以上の場合、19ドル+1セント／株 月間手数料が350ドル以上になると、10%割引
Ceres Securities,Inc. <a href="http://www.ceres.com/">http://www.ceres.com/</a>	1回8ドル 9時から5時までであれば、追加手数料なしで電話でスタッフが応対
Charles Schwab & Co.Inc. <a href="http://www.schwab.com/">http://www.schwab.com/</a>	1回29.95ドル(1000株以下) 1000株以上の場合、3セント／株 ただし、専用ソフトウェアの送料として6ドル95セント オンライン以外での注文の場合、通常手数料(2499株まで で30ドル+取引額の1.7%など)
CompuTel Securities (Thomas F.White & Co.Inc.の一部門) <a href="http://www.rapidtrade.com/">http://www.rapidtrade.com/</a>	1回19.5ドル(5000株以下) タッチトーンでの注文の場合、25ドル 電話での注文の場合、30ドル いずれも5000株以上の場合、1セント／株
Datek Securities Corporation <a href="http://www.datek.com/">http://www.datek.com/</a>	1回9.99ドル(5000株以下) 電話での注文の場合、25ドル
Empire Financial Group.Inc. <a href="http://www.lowfees.com/">http://www.lowfees.com/</a>	手数料ゼロ(5ドル／株以上、店頭銘柄は1000株以上、上場 銘柄は100株以上5000株以下で成り行き注文) その他の場合、25ドル ただし、取引1回につき「郵便料」として3ドルを徴収
eBroker <a href="http://www.ebroker.com/">http://www.ebroker.com/</a>	1回12ドル
E*Trade Securities.Inc. <a href="http://www.etrade.com/">http://www.etrade.com/</a>	1回14.95ドル(上場銘柄、5000株以下、成り行き注文) 5000株以上の場合、14.95ドル+1セント／株 指し値注文・店頭銘柄の場合、19.95ドル タッチトーンの場合、接続時間1分につき27セント、ただ し1回の取引につき12分間は無料
Investex Securities Group.Inc. <a href="http://www.investexpress.com/">http://www.investexpress.com/</a>	1回15ドル(5ドル／株以上、5000株以上、成り行き注文) その他の場合30ドル(500株以下)、33ドル(501-1650株)、 2セント／株(1651株以上) ただし、取引1回につき「郵便・取扱・保険手数料」とし て3.5ドルを徴収
Jack White & Company <a href="http://pawws.com/jwc/">http://pawws.com/jwc/</a>	1回25ドル(1250株以下) 1250株以上の場合、2セント／株
JB Oxford & Co.,Inc. <a href="http://www.jboxford.com/">http://www.jboxford.com/</a>	1回15ドル(1ドル／株以上、店頭銘柄、3000株以下の上 場銘柄) 1ドル以下の銘柄の場合、3セント／株または売買額の5% のうち、20ドルを最低限とする小さい額 上場銘柄で3000株以上の場合、1セント／株 ただし、取引1回につき「郵便・取扱手数料」として3ドルを徴収
K.Aufhauser & Company Inc. <a href="http://aufhauser.com/">http://aufhauser.com/</a>	800ドル／年で、20回／月まで売買可 20回を越えた部分については、1回8ドル ただし、1回の注文は200株以上 200株以下の注文の場合、1回につきプラス8ドル 緊急時以外の電話での問い合わせは1回8ドル
Lombard Brokerage Inc. <a href="http://www.lombard.com/">http://www.lombard.com/</a>	上場銘柄(1ドル／株以上、5000株以下) 1回14.95ドル(成り行き注文) 1回19.95ドル(指し値注文) ただし、5000株以上の注文の場合、1セント／株

(出所)各社のホームページより作成。ただし、データは97年2月時点のものである。

(2) 「大阪米国証券市場観察団報告書」(一九九六年一二月) 一三一頁。

(3) 本稿で取り上げるディープ・ディスクヴァンサーの対極に位置するフルサービス・ブローカーについては、本誌先月号(一五四三号)掲載の拙稿「米国地方証券会社の『個性』—証券業におけるニッチの存在根拠」を参照されたい。また、証券市場全体におけるインターネットの利用については、佐賀卓雄「インターネットは証券取引をどう変えるか—サイバースペースからの挑戦」—「証券レビュー」第三六巻第八号、一九九六年八月、大崎貞和「インターネットが変える証券市場」「財界観測」一九九六年九月号、播本慶子「米国における『インターネット・ファイナンス』を巡る動きについて」*Discussion Paper* (日本銀行金融研究所) 96-J-20拙稿「米国地ビール会社のインターネットファイナンスをめぐる」「証研レポート」一五三七号、一九九六年八月を参照されたい。

(25)

### オンライン・ブローカーの手数料

表1は、主なオンライン・ブローカーの委託手数料(コミッション)をまとめたものであるが、これをもとに、まずその特徴を整理してみよう。

特徴の第一は、改めて言つまでもないが手数料の水準が極端に低いことである。フルサービスの証券会社であれば、どんなにわずかな取引でも最低五〇ドル前後は必要であり、例えば三〇ドルの株を一〇〇〇株も買えば通常五〇〇ドル程度の手数料がかかるのに対して、オンラインの場合、ほとんどの会社で二〇〇ドル以下となつてゐる。しかも、ただ安いだけではない。手数料体系そのものが、フルサービスと根本的に異なつてゐるのである。すなわち、第一に、ほとんどの会社で手数料がフラット(一律)になつてゐることである。売買する株式の価

格や数量に関係なく、取引一回につきいくらという手数料体系となつてゐる。そのバリエーションとして、一回あたりの基本手数料にプラスして一株につき一一二セントをプラスする会社(アキュトレード社、ネットインベスター社、ウォールストリート・エレクトロニカ社)や、年間八〇〇ドル支払えば一ヶ月につき一〇回まで無料で取引できる会社(K・アウファウザー社)もある。

フルサービスであれば、基本的に株価と株数を縦軸と横軸にしたマトリックスにもとづいて手数料は決められており、株価、株数が大きくなれば手数料も大きくなるのが普通である。最近は預かり資産残高をベースにしたフィー体系への移行も進んでゐるといえ、原則として、メーデー以前のこのスタイルが維持されているのである。<sup>(4)</sup>

こうした違いはどのように考えるべきであろうか。オンライン・ブローカーの手数料がフラットになつてゐることは、今日の受注・執行業務のコストのあり方そのものが、一回の注文における株数や売買額に関係なくなつてゐることをうかがわせる。それに対して、フルサービス・ブローカーの手数料は、①売買額が大きくなれば大きくなり、かつ、②一株あたりの株価よりも株数が重視されているという特徴をもつ。売買額が大きくなれば手数料が大きくなる理由としては、それ自体すでに投資額に対する手数料としての性格をもつてゐること(これがさらに進むと売買の回数に関係のない運用額に対するフィーとなるのであらう)、額が大きくなれば信用リスクへの対応コストが増大すること、また高額の投資家は高手数料を負担しやすいと想定できること、などが考えられる。しかし、フルサービスの手数料も、よく見てみると同じ売買額(株価×株数)でも株数が大きいほうが手数料は大きくなつてゐる。つまり、同じ一万ドルでも、一株一〇ドルの一〇〇〇株(メジロ・ファイナンシャル社の場合、二六七ドル三セント)より、五ドルの一〇〇〇株(同三一九ドル一三セント)のほうが手数料は高く

(26)

なつて いるのである。これは、執行・清算コストの観点からすると株価よりも株数が大きな意味をもつためではないかと思われる。アキュトレード社などが、基本手数料プラス株数比例額の形（売買額比例ではなく）を探っているのも、こうしたコスト意識の名残と言えるであろう。

オンライン・ブローカーの手数料における第三の特徴は、低い手数料が適用される注文の種類が、上場銘柄か店頭銘柄か、株価、株数、指し値注文か成り行き注文かなどで細かく限定されていることである。しかも、よく見てみると、各社で最低の手数料が適用される注文には共通した特徴があることがわかる。それは、店頭銘柄で、成り行き注文であり、株価が一ドル以上、かつ、一〇〇株から五〇〇株程度の大きさの注文の場合である。そして注文方法としては、電話によるオペレーターを介した注文、タッチトーンでの注文（自動音声によるプッシュユーホンでの発注）、オンラインでの注文、の順で手数料は安くなっているのである。

では、オンライン・ブローカーの手数料がこうした三つの特徴、すなわち、安く、フラットで、かつ注文の種類の限定という特徴をもつのはなぜなのか、次に見てみよう。

(4) フルサービス証券会社の手数料については、前掲「視察団報告書」一六一三頁参照。同書二二二三頁には、フルサービス証券会社の一つメジロ・ファイナンシャル社（シカゴ）のマトリックス型の手数料表が掲載されている。

#### 提供サービスの限定

委託手数料を安くできる第一の理由は、周知のように顧客への提供サービスが限定されているからである。

何よりも、こうした証券会社は投資アドバイスを提供しない。オンライン・ブローカーをはじめとするディスクウェント・ブローカーは、ブローカレッジ・サービスの中の受注・執行サービスに特化しているため、銘柄を分

析するリサーチ部門も、その内容を投資家に「対一」で伝える外務員も不要なのである。したがって、個別投資家のニーズに合った投資商品を推奨するという、フルサービスの証券会社が最も重視する業務は存在しない。その結果、顧客の開拓方法も異なることになる。フルサービス証券会社が、既存顧客からの紹介などによって個別に顧客を獲得するのに対して、ディスクウェント・ブローカーは、広告を中心にもスとして顧客を集めるのである。こうしたことが意味するのは外務員報酬や顧客開拓費用の削減だけではない。証券会社から特定の銘柄を推薦しないのであるから、適合性原則などのコンプライアンスにかかるコストも削減できるのである。例えば、スコッツデイル社はそのホームページで「当社は、お客様の投資の結果についてモニターすることも何らかの意見を述べることも致しません。お客様の投資が、お客様の投資目的や資産状況に合致しているかどうかを確認することも致しません」と述べている。顧客のニーズに合った銘柄を推奨できるかどうかで競争しているフルサービス・ブローカーであれば、このような「放任」は自らのビジネスを否定するものであり、また、投資アドバイスを提供している以上、法的にも許されないのである。フルサービスの会社は、それゆえ、顧客との適合性の順守に費用もかけるかわりに、対価として高い委託手数料を徴収しているわけである。ところが、ディスクウェント・ブローカーは全く逆に、投資の適合性については顧客自身の判断に委ね、その代わりに、徴収する手数料は低く抑えているのである。

次に、提供商品も、株式と個別株オプションのみというところがほとんどであり、債券や投資信託、新規公開株式などを扱っているところは少ない。また、資産管理業務も原則なされておらず、IRAなどの口座も扱わないか別途手数料を徴収するところが多い。株価情報は一五分遅れのものは無料でリアルタイムのものは有料、リサーチレポート等も提供しないか有料となつて いるようである。品揃えやサービスの拡充にともなう費用がカッ

トされているのであり、顧客への提供サービスは、あくまで受注関連業務に限定されているのである。

### 受注業務における「コスト削減

手数料をディスカウントできる第二の理由は、提供サービスを受注業務に限定するだけでなく、受注業務そのものにおいてもギリギリまで費用がカットされていることである。

まず、インターネットなどを使ったオンラインで注文を受け付けていることである。こうした証券会社では、支店や営業員がないだけではなく、従来のディスカウント・ブローカーの最大の受注手段であったフリーダイヤルさえ使っていなかったところもある。そうした会社では、発注のほか、会社への問い合わせや連絡も、すべてオンライン（Eメール）に限定しており、電話での連絡に応じるのはコンピューターシステムが万一故障した場合だけとなつていて（緊急時の電話番号は口座開設時に顧客に伝えられるが、通常時には使用できない。通常時に電話で連絡すれば、一回につき一〇ドル程度が徴収される）。

そして各社は、こうした「サービスの悪さ」も、コスト削減、ひいては手数料の安さの証明という」とありますか、悪びれるどころかむしろ積極的に宣伝している。例えばe・ブローカー社のホームページによれば、「フリーダイヤルの料金も誰かが負担しているので、なぜあなたが（高い手数料という形で）それを支払わねばならないのか」ということになる。同社にとつては支店をもつことなどもつてのほかであり、「毎晩その床にモップをかける費用は結局、誰が負担するのか」〔swab=モップをかける〕を「s(ch)wab」と表記し、多店舗展開しているディスカウンター最大手のチャールズ・シェワップ社を皮肉っているといった具合である。

さらに、オンラインでの受注には、こうした比較的単純なコスト削減とは別のメリットも存在する。従来のよ

うに電話を使うのであれば、受けた注文を執行市場につなぐため端末に再入力する作業が必要となる。しかし、自社のシステムを執行市場にリンクさせているオンライン・ブローカーの場合、顧客が自宅のパソコンから注文を入力すると、証券会社のシステムを経由するとはいえた自動的に市場まで注文が流されるようになつていて（シームレス・トレーディング<sup>(5)</sup>）。その結果、顧客が自分のパソコンから注文を入力してから、ブローカーを経由して、執行市場で約定され顧客に取引の確認がなされるまで、わずか数秒しかからないというスピードアップが実現しているのであり、このことも、手数料の安さならぶオンライン・ブローカーの強みとなつていているのである。このことは、ブローカーにとっては、受注・回送の手間、ペーパーワークがなくなり、それらにともなう人為的ミスもゼロとなることを意味している。投資アドバイスどころか、投資家の注文を取り扱い所につなぐという機能までがカット（自動化）されているのである。こうなると、オンライン・ブローカーが投資家に対して提供しているサービスは、こうしたネットワークシステムの提供のみということになり、実態的には、もはや証券会社というよりコンピューターシステム会社に近いとも言えるであろう。

しかし、こうした自動化にはデメリットも存在するのであり、その一つは、証券会社が顧客の注文をチェックできなくなることである。すでに述べた理由から適合性の原則については措くとしても、はじめから決済の意志のないような注文や、インサイダー取引や相場操縦など違法な注文を受注段階で排除することができなくなるのである。こうした問題への対処の一つは、あらかじめチェックすべき項目をインプットしておき、そうした条件に引っ掛かった注文だけが自動的にマネージャーのモニターに回されるというシステムの構築である。<sup>(6)</sup>もう一つは、口座に保有されている現金・証券の残高の枠内でのみ発注を認めるという方法である。ほとんどのオンライン・ブローカーが、五千ドルから一万ドルの口座開設最低額を定めているが、こうした手段で、金利収入を得る

とともに顧客リスクの低減化を図っているのである。<sup>(7)</sup>

コンピューターシステムへの依存にともなうもう一つのリスクは、万一本システムトラブルが発生した場合に、取引ができなくなつた顧客から巨額の損害賠償を請求される可能性があることである。E\*トレード社は、九六年五月に一度にわたるシステムダウンを起こし、その際の顧客への損害賠償額は一七〇万ドルを上回つたといふ。<sup>(8)</sup>

(5) 清田康之・西 昭仁・大崎貞和「情報スーパーハイエー時代の証券市場」『財界観測』一九九五年三月号。

(6) ウォーターハウス社でのピアリングによる。

(7) こうした原則が一般化すると、逆に、インベステックス社やワイスチャイス社のように、発注時の口座残高は注文額の五〇%に抑え、それを顧客サービスの一環として宣伝するところも現れている。

(8) 同社の一九九六年六月七日付登録届出書(Form S-1)による。

(31)

### 委託手数料以外の収入

しかしながら、いくらコストを削減しても手数料の引き下げには限界がある。ましてや手数料をゼロにすることは不可能であり、事実、オンライン・ブローカーはコストを削減するだけでなく手数料以外の様々な収入を得ている。

その一つは、自社のホームページ上に掲載するパソコン会社や情報サービス会社などからの広告料である。わずかではあるが、これはオンライン・ブローカーならではの副収入であろう。

二つ目は、信用取引にともなう金利収入である。委託手数料が低いオンライン・ブローカーの顧客には、信用取引で頻繁な売買を繰り返す顧客が多いと言われており、金利収入は大きな比重を占めていると思われる。冒頭

に紹介したエンパイア・ファイナンシャル社も、コミッショングゼロでもやつていける理由の一つとして金利収入を上げている。

第三の収入源が、委託手数料以外の様々な名目での手数料収入である。代表的なものは、口座開設・解約手数料、保護預かり手数料、休眠口座手数料、名義書換手数料、本券での受渡し手数料、銀行口座との送金手数料、リアルタイムでの気配情報へのアクセス料などであるが、会社により、何を有料としくらとするかはまちまちである。ただし、こうした各種手数料は、フルサービス証券会社でも別途徴収しているところは少なくない。とは言え、オンライン・ブローカー全体を見ると、やはり、委託手数料が低い会社ほどその他手数料を比較的高く設定しているようである。

しかし、中にはすべての取引に対して委託手数料(コミッショング)とは別に、「郵便料」や「取扱手数料」などの名目で二~四ドルを徴収している会社もあるが、これは、投資家に誤解を与えるものと言わざるをえない。エンパイア・ファイナンシャル社は、冒頭で述べたように「委託手数料ゼロ(コミッショング・フリー)」をホームページに大きく掲げているものの、よく見ると、「その他手数料」の欄には「すべての取引に対し郵便料三ドル」を徴収すると記されているのである。これでは、実質的に手数料三ドルと同じであろう。

それでも、その他手数料が明示されているだけ良心的ということになるのか、中には「当社はすべての手数料を明示しており、hidden chargeを課すことはありません」とわざわざ表記しているブローカー(P.C.・ファイナンシャル・ネットワーク社、ケイック・レイリ社他)もあるのである。

しかし、こうした金利収入や各種手数料は、オンライン・ブローカーにとってそれほど大きなものではない。委託手数料以外の最大の収入源となつてているのは、実は、オーダー・フロー・ペイメント(Payment for

(32)

Order Flow, POF) と呼ばれる執行業者からの一種のリブートであり、それが、オンライン・ブローカーの収入の一割に達している<sup>(2)</sup>のである。そして、顧客からの受注業務オンライン化の主な目的は、受注業務そのもののコストダウンというよりも、むしろ、既に実現している執行業者・ブローカー間のオンラインにブローカー・投資家間のオンラインを接続することにあると言つべきであろう。つまり、POFこそが、収入面においても、オンライン化の意味を理解する上でも決定的なポイントとなつており、オンライン・ブローカー業務における鍵となるところと思われるのである。では、このPOFとは何が、以下、見てみよう。

(2) E\*トニー社によると、同社の収入に占めるオーダー・フロー・ペイメントの比率は、九五年九月末までの一周年で110%、九六年三月までの六ヵ月間で11%となっている (Form S-1) また、オンライン・ブローカー全体としては四割に達するという見方もある ("On-Line Investing Flourishes as Brokers Slash Commissions on Computer Trades", *Wall Street Journal*, Sept. 27, 1996) ナショナル・ディスカウント・ブローカー社は、そのホームページで、手数料が安いのはオーダー・フロー・ペイメントを受けているためであると明記している。

#### 市場間競争とオーダー・フロー・ペイメント

周知のように、米国の店頭市場では、一つの銘柄に対して複数の証券会社がマーケットメイカーとなり、よりよい気配を提示する」とより多くの注文を集めようと競い合っている。上場銘柄についても、取引所集中義務が原則撤廃されているため状況は同じである。NYSE上場銘柄も、地方取引所に重複上場されているばかりか、証券会社が店頭で売買すること（第三市場）も可能であり、一つの銘柄が複数の市場で同時に取引されているのである。こうした執行市場の分散化は、それぞれの市場がよりよい気配による注文獲得を目指して競争する」と

で、かえって市場の実質的かつ効率的な統合をもたらすものと、考えられたのである。

しかし、当初の目論みに反して、気配の向上ではなくリバートによって小口注文を集めようとするマーケットメイカーが現れ始めた。このリバートすなわちPOFの支払いは、その後上場銘柄にも広がり、最近では上場銘柄の売買の一五～一〇%はPOFを支払う執行業者によって執行されている<sup>(1)</sup>。

具体的には、ディスカウント・ブローカーは、特定のマーケットメイカー、地方証券取引所のスペシャリストと契約を結び、投資家からの注文をすべて契約先のマーケットメイカー等に自動回送しそうで約定させている。つまり、ブローカーは、自社が集めた注文の執行市場を固定しており (preferencing)、場の状況に応じて変更するところがないのである。

ブローカーと執行業者の契約の条件は、一九九一年のNASDの調査によると、①執行業者がブローカーに支払うPOFの額は、売り気配と買い気配のスプレッドが八分の一ドル以上の株式一株につき一～二セント、②一ヵ月に回送される注文数が一定（通常一〇万株）以上あること、③注文一回あたりの株数が一定（通常三〇〇〇株）以下であること、④機関投資家の注文やプログラム売買、低位株、指し値注文は不可、というものであった<sup>(2)</sup>。こうした契約によって、マーケットメイカーの側は、一株一～二セントのコストで一二・五セント以上のスプレッドで約定できる注文を集めることができ、ブローカーの側はリバート収入によって安い手数料による低収入を補うことができるというわけである。

そして、POF契約に必要なこうした条件こそが、先に整理した、ブローカーが最低手数料を特定の注文（店頭銘柄<sup>(3)</sup>・成り行き注文・株価一ドル以上・一〇〇株から五〇〇〇株程度）にしか適用できない最大の理由であると思われる。つまり、ブローカーはこうした条件を満たす注文であれば顧客からの手数料のほかに一株につき

一一一 セハム (11000株の注文であれば110~60ドル) を得る」とがであるため、その分、手数料を下げる」とがであるのであり、POFの条件」」そが、事実上、オンライン・ブローカーの受注可能な注文の種類を決定してくるのである。」」の「」」を考えれば、今後、POFの一部を投資家に返すブローカー、つまりマイナスの手数料が現れる可能性もないとは言えないであろう。

」」うした奇妙な現象は、一体なぜ生じているのであるうか。それは、何よりも、一九七五年に始まった「全米市場システム」の下での市場間競争において、マーケットメイカーや地方証券取引所が、NYSEとの気配による競争を諦め、自動執行システムの構築など、執行コストやスピードでの競争へと競争の次元を自ら変更したことによる。そうした執行業者は、執行価格についてはNYSEの価格をそのまま利用するとともに、市場内の約定システムとブローカーとのオンライン化を推進する」とによて、コスト削減とスピードアップを図り、かつ、ブローカーにリベートを払うことで注文を集めてきたのである。そのような特異な執行市場間競争が展開されている」とを前提にして初めて、小口投資家とブローカーをオンライン化する」とによるシームレス・トレーディング、そこでの低手数料とハイスピードが可能となるのである。

つまり、受注業務のオンライン化によりて、受注市場（ブローカー市場）間の競争（証券会社間の競争）は、委託手数料ゼロという極限的なところまで進んでいるのであるが、それは、ブローカー間の競争のみによるものではなく、執行市場間競争の特異な展開によって現れた、売買執行の自動化と、それを前提としたpreferencingとPOFが可能としたものなのである。すなわち、執行市場間競争において価格競争が不十分にしか展開されていないため、それが、POFという媒介項を介してブローカー市場に転位し、受注業務における過度の価格競争として現れているのである。そして、その価格競争局面の転換を十分に可能ならしめたものこそ

が、「受注業務のオンライン化によるシームレス・トレーディングの実現なのである。

逆に、執行市場、ブローカー・執行市場間が自動化されていない状況で、受注部門だけをオンライン化したとしても、そのメリットは限定的とならざるをえない。顧客からの注文は、もう一度、手で入力されねばならず、しかも、顧客の側からするとブローカーがオンラインでの注文を受け取つてから何秒（分）後に自分の注文を執行市場に発注するのか明らかでないからである。これは、ブローカーと執行市場の間が自動化されていないためであり、そうした場合には、少なくとも時間的には電話のほうが効率的であろう。既に述べたように、米国におけるオンライン・ブローカーの低手数料とスピードアップは、受注業務におけるオンライン化そのものだけなく、執行市場間競争の成果をブローカー業務に還元する」として可能となつたものであり、オンライン化の主目的もそこにあるのである。

(10) "SEC urges disclosure on order flow payments", *Wall Street & Technology*, Nov.1993.

(11) SEC Release No.34-33026, Oct.6, 1993, p.7.

(12) 内 誠一郎 「米国のオーダー・フロー・ペイメントについて」『証券』一九九三年一〇月号九頁、C.M.C.Lee, "Market Integration and Price Execution for NYSE-Listed Securities", *The Journal of Finance*, vol.48 no.3, p.1014.

(13) 店頭銘柄に対するPOFの額は、上場銘柄のそれより大きい」と言われてゐるが(SEC, op.cit.p.7.)、それは、一般的に店頭銘柄のスプレッドが上場銘柄よりも大きいためである。近年、NASDAQ市場におけるスプレッドの大きさに対し、ディーラー間の談合疑惑など様々な批判がなされてきた」ともあり、今年一月一〇日より、スプレッドの内側の値段で出された指し値注文をスクリーン上に表示する新たなシステム(Naqcess)が導入された。」」した事実上

のスプレッド縮小措置に対し、P.O.F.の支払いを取りやめるチャーターも現れてしまふ (J.Horowitz, "OTC Market Braces for Impact of New Order-Handling Rules: Kiss Payment for Limit Orders Goodbye", I.D.D.Jan.20,1997)

(14) NYSE規則六<sup>(1)</sup>条は、「一ドルを越える株式売買において呼び値の単位を八分の一ドル以上でなければないと定め」とある。言い換へれば、株価が一ドル以下の場合は、スプレッド、すなわちディーラーの利潤が一六分の一ドル（六・一五セント）となつてしまつたる、P.O.F.の対象から外されているのである。

#### オーダー・フロー・ペイメントと最良執行義務

では、こうしたP.O.F.という慣行は投資家にとってどのような意味をもつのであらうか。最大の問題は、一種のリベートを支払つて注文を集めていいるような執行市場で、本当に最良執行ができるのかといふ点である。投資家の注文は、確かに安い手数料で仲介されているものの、約定される値段が悪いのであれば、それは投資家の利益を損なう」となるからである。<sup>(15)</sup>

現在の「全米市場システム」における最良執行義務は、COQS（総合気配情報システム）に提示された最良気配（以内）で執行する」とそれでおり、P.O.F.を支払つている執行業者も、当然それは順守している。しかし、問題はCOQS上の最良気配が常に「本当の最良価格」とは限らない」とである。例えば、COQSでは「一分の一ドル（五〇セント）のスプレッドとなつても、NYSEなどでの内側で約定される場合がある。<sup>(16)</sup> その場合も、P.O.F.を支払つている執行業者はほとんどの場合<sup>(17)</sup>一分の一ドルのスプレッドでそのまま執行するのであり、「COQS上の最良価格」と「本当の最良価格」との差額は投資家の損失となつてしまふのである。

これに対して、P.O.F.を擁護する側（NASD等）は、規定上の最良価格は維持している上、「本当の最良価格」に劣る価格であつても、ブローカーはその分をP.O.F.の享受によるより安い手数料という形で投資家に還元しており、全体としての最良執行義務は十分守られている、としている。また、成り行き注文を、COQS上の既存の最良気配でそのまま執行するため、投資家の発注から約定・確認まで数秒しかかかるない」とも、スピードとこう点で執行の最良性を高めているとしている。<sup>(18)</sup>

一方、NYSEは、NYSEの価格向上機能の高さ（COQS上の最良のスプレッドの内側で約定される比率の高さ）を強調しており、また、上場銘柄については、COQS上の最良価格のほとんどがNYSEで作られていることから、その他の執行業者はNYSEの価格発見機能に「ただ乗り」していると批判を強めている。<sup>(19)</sup>

こうした問題に対しても、「P.O.F.を全面的に禁止すべきだ」、「気配の最小単位を十進法に改めるべきだ」といった案が出されているが、SECは、現在のところP.O.F.そのものは市場間競争の一手段として容認する一方で、さしあたりの対応策として、ブローカーにこうした支払いの事実を投資家に知らせる義務を課すこととし、九四年一〇月に投資家への開示義務を定めた規則<sup>(20)</sup>を発表（九五年一〇月二日から実施）、現在に至っている。

では、実際のところ、P.O.F.を支払つている業者での執行は投資家にとってどれくらいのマイナスとなるのかとこう点については、一株あたり〇・七一セント（つまり、顧客の損失額は結果的にP.O.F.での支払額にほぼ一致し、P.O.F.のすべてが本当に手数料の引き下げの形で投資家に還元されているのであれば、問題はない）ことになる<sup>(21)</sup>とするものもあれば、スプレッドが八分の一ドル以上の場合で一株あたり五セント、八分の一ドルの場合を入れても一セントあり、P.O.F.の額を上回つてゐるとする研究もあり<sup>(22)</sup>、現在のところ結論は出ていない。

こうした現象は、ブローカー市場（委託手数料）は完全に自由化されてゐるにもかかわらず、ディーラー市場

(スプレッド)は十分には自由化されていないことに理由の一つがあると思われる。今、投資家の負担コストを、A(委託手数料)+B(スプレッド)、とすれば、Aが自由化されてくるにもかかわらず、Bが完全には自由化されない(価格競争が十分に機能しない)ために、過度に大きいスプレッドをもつ執行市場(B)からブローカー市場(A)にリバート(POF)が支払われ、それを原資としてA(委託手数料)の過度の引き下げが生じていると言えよう。委託手数料が完全自由化されている以上、スプレッドの自由化(例えば、価格の単位を一セント刻みにするなど)が、ディーラーの収益、ひいては市場全体の流動性を損なうといった議論は説得力をもたないと想われるえない。しかし、大口取引と小口取引との違いなどは、その取引コストの違いなど価格メカニズムによつては解消されない違いをもつため、価格の自由化のみによつて、問題が解消されるとも考えられない。また、個人投資家に、わざりにくく約定価格の向上よりもはつきり田に見える手数料の安さを重視するという傾向がある」とも否定できないであろう。<sup>(25)</sup>

ただ、以上のように、米国のディープ・ディスクонт・ブローカーにおける手数料競争は、サービスの限定やコストの削減といった個別証券会社の経営戦略のレベルを越えて、市場間競争のあり方、最良執行義務の解釈など、取引システムそのものを問い合わせレベルに達してくるのである。

(15) こうした点を中心としたPOFを巡る議論のサーキュレーションは、前掲、内論文、SEC.op.cit.,Lee.op.cit., "Note: The Perils of Payment for Order Flow",Harvard Law Review,May 1994 を参照。

(16) 米国の投資情報誌には、ディープ・ディスクонт・ブローカーの見かけの安さにだまされなかつ「NYSE上銘柄を売買する場合にせばNYSEで執行するよりはブローカーに要求しよべ。もしやれを抱むなら、他の会社は最良価格での執行に積極的でないのかもしけなら」(Jeanhee Kim,"Hidden costs of el cheapo brokers",Money,Jan.1996) と、投資家

に注意を促す記事も見られる。

(17) NYSE (SuperDot経由の成り行き注文)での取引の一大特徴は、スプレッドの右側で約定されてしまう。  
(K.D.Ross,J.E.Shapiro.and K.A.Smith,"Price Improvement of SuperDot Market Orders on the

NYSE",NYSE Working Paper 96-02,1996)

(18) 第二市場最大手のマイドット社のよつて、一定の価格向上機能を備えてくるものなんわけではない。

(19) リベート約定、確認の速さもオンライン・ブローカーの強みとされており、各社それを強調してくる。そして、多くの会社がスピードアップの理由としてハイテクノロジーの駆使をあげているが、それは理由の半分でしかないだろう。ロジックエンジニアを使った自動執行が可能となるためには、その前提として、成り行き注文のみを受付け、かういCQGの上の最良気配以上の価格向上を放棄し、公表されている気配やそのまま約定するといった受注・執行・約定方法が不可欠なのである。

(20) NYSEは、九五年一〇月一日より、NYSEの価格向上機能の高さを投資家にアピールすべく、メリルリンチ社と

協力して、取引報告書にCQGs上の最良気配に対する価格向上分を記入するNYSE Prime<sup>TM</sup>ログハムを試験的に開始した(九六年一月からはすべてのNYSE会員会社が参加可能となりてゐる)。また、メリルリンチ社はこれに合わせてボストン・バシフィックの両取引所にもついていたスペシャリスト部門を売却・縮小し、小口注文の地方取引所への回送を中止すると発表した。リベート約定など地方取引所側は激怒、NYSE Primeの計算方法は恣意的で投資家に誤解を与えると主張すると同時に、地方取引所の価格向上機能を投資家に訴えるキャンペーンを開始した("Merrill Shifts on Small Investors'Orders",W.S.J.,Oct.20,1995,Jack Willoughby,"NYSE Prime Proposal Sparks Debate Over National System",I.D.D.,Dec.4,1995,"Regional Exchanges Band Together to Combat

(21) のように、現在多くの多くの対応について検討を進めているが、もし「これが禁止ないしなんらかの制度変更により不可能な状態になれば、POFに取引の相当部分を依存しないオフライン・ブローカーは大きな打撃を受け、手数料の高め上げに追いやられてしまうことになるであろう。例えば、田\*ムーン社は、増資時の登録届出書（前掲）において、のPOFによるPOFの扱いの変更を当社のシステムに対するリスクとして記載している。

(22) SEC Release No.34-34902,Oct.27,1994. POFを受け取つてあるブローカーは、口座設定約款書、取引報告書、年次口座報酬等の記述を明記しなければならない。

(23) Lee,op.cit.

(24) Ross,et.al.,op.cit.

(25) ナスダック市場のマーケットメイカー、マイヤー・ショウワツアード社（チャールズ・ショウワード社の子会社）は、九五年一〇月、これまで一一五社の顧客ブローカーに対して、一株につき一セントのPOFを支払つて来たが、新たな価格向上システムの開発に成功したため、POFを中止すると発表した。POFは、ペーパーブームの支払によるものではなく、もともと価格での約定において、ブローカーからの執行注文を集めようとしたわけである。この決定は、のPOFをもつ「全米市場システム」の基本的考え方によると称赞されたが、ブローカー各社がマイヤー社を見限り、別のブローカーとの契約に動き始めたため、一ヵ月足らずで取扱いを終めた。これは、ブローカー（あるいはその背後にいる個人投資家）が、約定価格の向上よりもPOF（あるいはPOFを原資とした高い委託手数料）を魅力的だと感じたことを如実に示すケースでもあった（"Schwab Plans to End Order-Flow Payments". *W.S.J.*, Oct.10,1995, "Order-Flow Fees Continue at Schwab", *W.S.J.*, Dec.15,1995.）

## ベアリングズ事件再考

### 「シンガポール報告書とリーソンの告白」

一九九五年二月二七日に生じたイギリスの金融持株会社ベアリングズの事実上の倒産からすでに二年の月日が経過した。シンガポールの子会社ベアリング・フェューチャーズ（BFS）のトレーダー、ニック・リーソンによる日経平均先物・オプション、日本国債（JGB）先物、ユーロ円金利先物を用いた不正取引が九〇〇億円を上回る巨額の損失を生み出して、デリバティブ取引に関する巨額の損失事件として世界中の注目を集め、そのポジションの手仕舞のためにわが国の金融市场に衝撃を与えたことはまだ記憶に新しい。同年三月六日にはオランダの金融・保険会社INGグループによる買収によってとりあえず事態は收拾し、株式市場や債券市場への影響も予想されたほど大きなものではなかった。ベアリングズ・グループの監督責任を持つイングランド銀行は事件の発覚直後から調査チームを結成し、七月一八日には『ベアリングズ破綻の事情調査』と題する報告書を公表した。また、BFSの監督責任を持つシンガポール大蔵省もプライス・ウォーターハウスに事件の調査を依頼し、一〇月一七日には『ベアリング・フェューチャーズ』と題する報告者が公表された。二月二三日から失踪していたリーソンは三月一日にフランクフルト空港で逮捕され、一二月二二日にシンガポールへ送還され、一二月二日に六年半の実刑を受けてシンガポールのタナ・メラ刑務所に服役中である。一九九六年一月二三日にはドイツで拘留中のリーソンの証言をもとにした著作が出版され、二つの報告書とともに事件の真相はほぼ明らかとなつた。

事件発覚直後の状況とイングランド銀行の報告書についてはすでに本誌でそれぞれ取り上げているので、今回

はシンガポールの報告書とリーソンの告白から明らかになつた事実を中心としてベアリングズ事件の真相について改めて考察する。<sup>(1)</sup>

### シンガポール報告書の紹介

一九九五年三月九日、監査法人プライス・ウォーターハウスに所属するマイケル・リム・チヨー・サン (Michael Lim Choo San) とニッキー・タン・ダ・クアン (Nicky Tan Ng Kuang) は会社法セクション (III) に基づいてベアリング・ファーチャーズの捜査官として事件の調査と報告をシンガポールの大蔵大臣によつて依頼された。報告書は九月六日にシンガポールの大蔵大臣に提出され、イングランド銀行の報告書から約三カ月遅れて一〇月一七日に公表された。報告書によると、シンガポール国内ではBFSと外部監査人の記録を閲覧し、四五人の証人に五六回のインタビューを実施、イギリス・日本・香港でもINGグループの協力によつてベアリングズ・グループの関連会社や社員・元社員の記録を閲覧し、三六人の証人に六二回のインタビューが実施された。ただし、拘留中のリーソン容疑者とベアリングズ・グループのロンドンにおける外部監査人であるC&Lロンドンへのインタビューは実現できず、イングランド銀行監督局からC&Lロンドンに対するインタビューの記録と書類の提供を受けたと記されている。

この報告書は本文一七章、付録二二からなり、合わせて一八三ページに及んでる。そして冒頭には一一ページにわたる要旨（エクゼキュティブ・サマリー）が付されており、調査結果が要約されている。

第一章は「イントロダクション」であり、捜査官の任命、事務弁護士の任命、任命の背景、捜査の範囲、報告書の対象領域、報告書の構造、謝辞、という七つの節からなる。この章は文字どおり続く一六章の導入であり、

捜査の目的はBFSおよびベアリングズ・グループの倒産に至る事実の再構成とその原因究明にあり、時間的な制約にため関係者の行動の評価は含まないと述べている。しかし、報告書を読めば明らかかなように、イングランド銀行の報告書以上に関係者に対して厳しい指摘が随所に見られる。また、法的な制約のためにイングランド銀行捜査チームとシンガポール捜査チームの間での情報交換は非公式の限られたものであり、シンガポールチームのロンドンでのインタビューの記録をイングランド銀行チームは入手したが、C&Lロンドンへのインタビューを除けばシンガポールチームはイングランド銀行チームのインタビューの記録を入手できなかつたと述べている。これはイングランド銀行報告書が、シンガポールではBFSとSIMEXの一部の文書のコピーを除いては資料入手できず、BFSの人間へのインタビューを行うとともにBFSの電話記録入手することもできなかつたと報告書の中で述べていたことに対応している。

第二章は「組織」というタイトルで、ベアリングズ・グループ、BFSの歴史的背景、リーソン氏のシンガボールへの派遣、自己売買の拡大、委託取引と自己売買、ベーカー氏と金融商品グループ、ソロ・コンソリデーションおよびベアリング・ブレイズ (BB) とベアリング・セキュリティーズ (BSL) の合併、資金繰り、SLK支払誓約書、資産負債委員会 (ALCO)、一九九五年二月、調査対象、という一二節からなり、事態の経過を概説している。「」で注目すべき」とは、BFSのコンピューター・コンサルタントを勤めるウォン博士の証言によつて、不正取引に用いられた888888口座も他の口座と同様に開設当初はロンドンのBSLにトレード・フィードを通じて転送されていたが、数日後、888888口座の転送を停止するようリーソンからプログラムの変更を頼まれていたことが明らかになつたことであろう。

第三章は「リーソン氏の活動」というタイトルで、イントロダクション、トレーディング活動、888888

□座、日経平均先物取引の拡大、ヘッジされていない日経平均先物・オプションのポジション、ショート・ストラドル、JGB先物取引の拡大、日中のヘッジされていない取引、「トランスマーケット」取引、価格調整、FOCT、偽装「トランスマーケット」取引の記帳、証拠金のファイナンス、偽装取引の記録、送金請求、一九九五年一月から二月、888888□座の損失、リーソン氏による活動報告のコントロール、という一八の節からなる。ここで新たに明らかになったことは、

①一九九四年にリーソン氏に認められていた日中の自己売買のポジション上限は日経平均先物で二〇〇枚（SIMEXでは四〇〇枚）、JGB先物で一〇〇枚（SIMEXでは一〇〇枚）、ユーロ円金利先物で五〇〇枚であり、ヘッジされていないポジションの持ち越しは許されていなかつた。<sup>(3)</sup>

②大阪証券取引所とSIMEXの日経平均先物の間での裁定取引と東京証券取引所とSIMEXのJGB先物の間での裁定取引がリーソン氏には認められていたが、ヘッジされていればポジションの大きさには制約がなかつた。

③888888□座の最初の取引はBFSによるSIMEXでの取引開始一日後の一九九二年七月三日に行われており、それ以後定期的にこの□座は使われていた。

④一九九四年一二月三一日までに四七〇億円にのぼる日経平均先物オプションのプレミアムが888888□座で受領されており、この時点でも一七八億円のプレミアムがこの□座に入金されていた。

⑤一九九四年八月から一九九五年一月までの期間で、888888□座での日中のヘッジされていないポジションは、日経平均先物で八〇〇枚から一六一七六枚、JGB先物で七〇〇枚から五六〇〇枚に達していた。

⑥888888□座に記録された取引の大半は東京のベアリング証券（BSJ）かBSLの□座で開始され、リーソン氏の指導の下で二人のフロア・トレーダーによってSIMEXで取引終了三〇秒前にトランスマーケット取引を通じて888888□座に振り替えられていた。

⑦トランスマーケット取引の価格は後でBSJないしBSLが有利になるようにリーソン氏の指導に従ってライン・トレーダーによって価格が改竄されており、損失は888888□座に蓄積されていた。

⑧一九九四年七月から一一月までの間に、JGB先物の取引でリーソン氏によってFCTのアルギロポロス氏が有利になるように価格の改竄が六回行われており、逆にリーソン氏が有利になるような価格の改竄が五回行われていた。

⑨SIMEXのフロアでトランスマーケット取引が成立しなかつた場合でも888888□座とBSJまたはBSLの□座の間で架空のトランスマーケット取引がBFSの取引リストに記録されていた。

⑩リーソン氏はしばしばBFSの清算業務担当者に架空の取引を記録させており、翌日の取引開始時に元に戻させていた。

⑪リーソン氏は架空の取引を記録することによって888888□座のポジションを過小に報告し、マージン・コールを軽減していた。

⑫リーソン氏は月末に銀行□座を動かして借り方に銀行受取基金がくるように清算業務担当者を指導していた。

第四章は「組織の構造」というタイトルで、BBとBSJの合併、グループ財務とリスク、マトリックス・マネジメント、ローカル・マネジメント、プロダクト・マネジメント、マトリックス・マネジメントの実際、フロントとバック・オフィスの兼任、不十分なコーディネーション、結論、という九節からなる。ベアリング・グループは地域ごとに指揮系統を統括するローカル・マネジメントと取扱商品ごとに指揮系統を統括するプロダク

ト・マネジメントによって二重に管理を行うマトリックス・マネジメントを採用していたが、BBとBSLの合併に伴つて一九九二年後半からリーソン氏に対する監督が曖昧になり、リーソン氏に起因する問題を解決するための適切なコーディネーションが上級管理職の間で行われていなかつた。

第五章「内部監査」は、BBとBSLの内部監査部門の統合、BFSの内部監査の準備、主要な問題、内部監査報告書、業務の分離、証拠金の一一致、資金繰り、トランザクション・テスト、独立したリスク&コンプライアンス・オフィサー、結論、という一〇節からなる。ここで明らかになつたことは、

- ①一九九四年の内部監査の前に、ペアリング・インベストメント・バンク（BIB）の財務担当重役アントニー・ホーズがBSLの内部監査担当者ジェームズ・ベーカーに対して、BFSのフロントとバック・オフィスの分離、特定できない顧客の証拠金を補填するためにロンドンからBFSへ資金が送金されている問題を指摘していた。

②内部監査報告書ではBFSのフロントとバック・オフィスの分離は取り上げられたが、証拠金請求額の確認はリーソン氏の反対によつて最終版では削除されていた。

③内部監査報告書はBFSの外部監査人に公開されていなかつた。

第六章「コンプライアンス」は、イントロダクション、レポートティング・ライン、内部監査との関係、フロント・ランニング、検査、結論、という六節からなり、リーソン氏はイギリス証券先物監督局（SFA）にディーラーとして登録しようとした際に民事の前科が判明し、登録申請を撤回していたにも関わらず、一九九二年七月のSIMEXへの申告ではこの事実を隠し、SIMEXへの登録が認められていたことが明らかになつた。

第七章「リスク管理」は、イントロダクション、市場リスク、独立したリスク&コンプライアンス・オフィサ

ー、ALCO、結論、という五節からなり、ペアリングズ・グループのリスク管理に関する常設委員会であるALCOは、一九九五年に至つてもリーソン氏に対して適切な指導を行はず、SIMEXにBFSの活動を全面的にバックアップするという書簡を送つていたことが論じられている。

第八章「清算」は、レポートティング・ライン、以前の清算に関わる問題、BFSの送金請求とロンドンでの確認、顧客の証拠金計算とマージン・コール、グレンジャー女史、不一致の発見、結論、という六節からなり、BSLの清算部門は遅くとも一九九四年七月までにBFSによる顧客のための送金請求が顧客の取引記録と一致していないことに気付いていたことが明らかになつた。

第九章「グループ財務」は、イントロダクション、ソロ・コンソリデーション、内部監査、ミドル・オフィス、アジア地域財務担当者、証拠金の分類、シンガポール・プロジェクト、一九九五年二月のシンガポール訪問、検査、ホブキンス氏、という一〇節からなり、第一〇章「財務コントロール」は、プロードハースト氏のベアリングズ・グループでのキャリア、プロードハースト氏のグループ・ファイナンス・ディレクターとしての役割、ソロ・コンソリデーション、損益計算、資金繰り、一九九四年の外部監査の作成、結論、という七節、第十一章「信用コントロール」は、レポートティング・ラインと責任、ソロ・コンソリデーション、ソロ・コンソリデーション後、結論、の四節からなり、BFSないしその顧客のための送金が十分に分析されていればリーソン氏の不正取引はもつと早くに発覚していたはずであるとしている。

第二二章「金融商品グループ」は、ベーカー氏、東アジアにおける取引戦略、リーソン氏の評価、ミドル・オフィス・バーンとその費用、リスク・レポートティング、結論、の六節、第一三章「監督機関への報告」は、イントロダクション、ソロ・コンソリデーションと報告要件の法的背景、ペアリングズ・グループの融資特権と財

務協定、不正確なBFSへの融資報告、不適当な証拠金の報告、大口融資報告、という六節からなり、ペアリングズ・グループが三つの取引所に預託した証拠金が自己資本の二五%という大口融資規制をオーバーしていたにも関わらず、一九九五年二月一日までイングランド銀行からの注意はなく、なぜイングランド銀行がペアリングズ・グループの報告を黙認していたのかは不明であると述べている。

第一四章「内部監査」は、イントロダクション、BFS外部監査人の責任、デロイト&ツーシェ（監査のアプローチ、年末の作業、一九九三年の監査、デロイトによる監査からの発見）、C&Lシンガポール（監査のアプローチ、七七・七八億円の不一致に関する監査活動、C&Lシンガポールによる監査からの発見）、の四節からなり、C&Lシンガポールによる一九九四年一二月の外部監査の際に発覚した七七・七八億円の不足金をリーソン氏がSLKからの払い込みがあると説明したことに関して、銀行の送金通知状の送金主欄が改竄されて読み取れなかつたこと、そしてその送金通知状に同じ日にほぼ同額の七八・七八億円の引き出し記録されていたこと、BFSから受け取つた取引記録とリーソン氏が捏造したSLKの契約確認書では細部が食い違つていたことにC&Lシンガポールが気付かなかつたこと、などが明らかにされた。

第一五章「SIMEX」は、先物取引、取引所、証拠金、監査・検査部（流動性の評価、取締検査、88888口座）、市場監視部、法務部、BFSの倒産、結論、の八節からなり、ここで明らかになつたことは、

①SIMEXによる監査の結果、顧客資金の不適切な分離や不適切な計算に関するBFSがSIMEXの規則と先物取引規制に五つも違反していることが判明し、一九九五年一月一六日にSIMEXは文書での回答をBFSに要求していた。

②888888口座の月末バランスは虚偽の記載によつて大抵ゼロまたは極めて小さな値に引き下げられていた。

③一九九四年一二月二八日にSIMEXはBSSLの99001口座のサブ・アカウントと報告されている888888口座のSPAN証拠金計算レポートの提出をBFSに求めたところ、99001口座の証拠金二・四二一億ドルと、BFSの提出したSPAN証拠金計算レポートに基づいてSIMEXが計算した888888口座の証拠金三・四二一億ドルの間には一億ドルの食い違いが生じていた。

④SIMEXに報告されたポジションによると、BFSは日経平均先物・オプション合計の建玉上限一万枚を数回越えていたが、証拠金はきちんと預託されていたのでSIMEXはBFSにそのことを問いつめなかつた。

⑤一九九五年二月二二日、BFSの一人のトレーダーがSIMEXの規則に反して互いに取引を行つてゐることをSIMEXのフロア法務部が発見し、翌二月二三日にリーソン氏を召還して説明を求めたが、十分な説明がえられなかつたので、ルール五一三違反とし、二月二十四日に文書でBFSに通知していた。

第一六章「スペア・リーズ&ケロッグの支払誓約書」は、イントロダクション、第一バージョン、第一バージョンに対するロンドンの理解、第二バージョン、ジョーンズ氏の反応、ロンドンでの更なる議論、シンガポールでの監査活動、第三バージョン、第四バージョン、一九九五年二月三日、第四バージョンが有力に（ホブキンス氏、ペーカー氏、一九九五年二月八日のALCO会議）、監査人によるマネジメント・レター、第五バージョン、第六バージョン、一九九五年二月一〇日、一九九五年二月一三日のALCO会議、バックス氏の証拠、ノリス氏の証拠、推理と調査結果、という一八節からなり、リーソン氏がC&Lシンガポールに説明したスペア・リーズ&ケロッグ（SLK）からの受取資金をめぐつてペアリングズ経営陣の間でさまざまな議論が行われたことが詳細に論じられている。報告書によれば、ペアリングズの最高経営責任者であるピーター・ノリスがSLKにまつわる事件の隠蔽工作を謀り、外部監査人によつて明らかにされた取引の重要性を軽んじ、外部監査人を含めて当該

取引に対するあらゆる調査を妨害し、この件をよく知らない者には取るに足りない問題だと思わせ、リーソン氏に対するいかなる処分も回避しようとしていた。なぜならば自分が作り上げた新体制の中でリーソン氏が上げる利益は重要な位置を占めるので、なんとかこの収益源を保持したいとノリス氏が考えていたからに違いないからであると指摘している。

第一七章「倒産直前の出来事」は、イントロダクション、帳簿の不一致、不一致を解消しようとする努力、一九九五年一月二三日、ロンドンの反応、一九九五年一月二三日深夜から一四日早朝、一九九五年一月二十四日、一九九五年一月二十五日、倒産、の九節からなり、以下のような事実が明らかになった。レイルトン氏がBFSの清算業務を監視するために派遣され、一九九五年一月一七日にBFSに送金された資金が一四〇億円不足していることを発見し、リーソン氏に調査の協力を要請したが、体の不調を理由に作業は先延ばしとなつた。リーソン氏が行方をくらませた二月二三日の晩、ジョーンズ氏がSLKの支払誓約書がリーソン氏の自宅からFAXされていたことを発見し、ロンドンへ報告した。翌二月一四日未明に駆けつけたホーツ氏、バックス氏、レイルトン氏によつて888888口座が資金紛失の原因であることが発見され、ロンドンでリスク・レポートをチェックしていしたプロードハースト氏とサクラニー氏によつて非公認取引によるものという見方が固まつた。二月二十四日の朝にはタイのブーケットで誕生日を祝うために休暇を取るというFAXがトレーディング・フロアで発見され、午後三時過ぎには辞職を申し出るリーソン氏のFAXがクアラルンプールのリージェント・ホテルからBFSに届いた。二月二十五日、ノリス氏の指示に従つてバックス氏が事態をイングランド銀行に説明した。

報告書は冒頭の要旨の中で、次のように厳しく経営陣の責任を追及している。ベアリングズ・グループの経営陣が888888口座のことを実際に知つていたかどうかは問題ではない。例え知らなかつたとしてもポジションを調査するための何らかの措置を講じていればそれに気づいていたはずである。倒産に至るまで気づかなかつたとしたら眞実から目を背けようとしつづけたと言わざるを得ない。

### リーソンの著作の紹介

一九九五年一〇月一四日、ベアリングズを倒産に追い込んだニック・リーソンの著作の版権がイギリスの出版社リトル・ブラウンによつて四五万ポンドで落札された。<sup>(4)</sup>執筆はロスチャイルド銀行に勤務していたジャーナリストのエドワード・ウイットレーの協力によつて進められ、一二月一日のシンガポール法廷での判決をまつて、一九九六年二月二三日、くしくもシンガポールからの逃亡一年後にロンドンとニューヨークで発売された。<sup>(5)</sup>

リーソンの著作の表題は『ローラ・トレーダー（いかさまトレーダー）』で、これはイギリスの大蔵大臣が事件発覚直後に下院で彼をこう呼んだことに由来している。<sup>(6)</sup>構成はプロローグと一章からなり、一章から九章までがロンドンでの生い立ちから逃亡まで、プロローグがコタ・キナバルでの逃亡生活、一〇章が逮捕、一章がドイツでの拘置所生活となつてゐる。

まず、イングランド銀行報告書やシンガポール報告書では見られないリーソンの生い立ちを簡単に見ておこう。ロンドン郊外ワトフォードに左官工の長男として生まれ、一八歳で高校中退、一九八五年にクーツ・アンド・カンパニー銀行に小切手処理係として勤務、一九八七年六月にモルガン・スタンレーに先物・オプション部門の事務処理係として勤務、そして一九八九年七月一〇日、ベアリングズに先物・オプションの事務管理部門スタッフとして入社（年俸一万ポンド）、九ヶ月後にはジャカルタで株券の整理に当たる。このとき、ロンドンから派遣されてきたリサ・シムズに出会う。一九九一年三月にロンドンに戻り、一九九二年二月にリサ・シムズと結婚、

そしてBFSの責任者となる。

次いで、著作の中で明らかにされた新事実を以下に列挙する。

① SIMEXで業務を開始したとき、99905というエラー・アカウントを作り、そこにミスを入れていたが、デリバティップ事務管理部門の責任者であるゴードン・ハウザーから電話があり、もう一つエラー・アカウントを作つてシンガポールで持つていてくれないかと言わされて作ったのがエラー・アカウント<sup>ファイブ・エイブ</sup>888888である。何週間かしてロンドンのゴードン・ハウザーから再び電話があり、新しいコンピューター・システムを導入して十分対応できるようになつたからエラー・アカウントがまつすぐロンドンへ来るように戻してくれと言われ、888888口座はすぐに休眠状態になつた。

②一九九二年七月一七日金曜日、新入りのキム・ウォン（年俸四〇〇〇ボンド）が富士銀行の日経平均先物三月限二〇枚の買い注文を誤つて売つてしまい、二万ポンドの損失を出す。七月一〇日月曜日、キム・ウォンは辞職し、取引終了後に888888口座に四〇枚の売りを入れ、富士銀行を二〇枚の買いポジションに変更。三日後に市場は二〇〇ポイント跳ね上がり、損失は六万ポンドに拡大。一九九一年末までに三〇以上のエラーを888888口座に入れるが、まだ破滅的というほどではなかつた。BFSのトレーダー達はエラーを犯した場合にはそれが888888口座に入るこことを知つていた。

③SIMEXの理事長アン・スウェー・チャンの紹介によつて、バハマに本拠を持つヨーロピアン・トラスト・アンド・バンキング・カンパニーのフィリップ・ボヌフォイの注文を執行することになる。<sup>(7)</sup>ジョージ・ソロスを除けば誰よりも多くの日経平均先物を取引しているはずだとボヌフォイは豪語した。BFSの巨大なポジションはヘッジファンドのものではないかというヘッジファンド説も全くの的外れではなかつた。BFSはボヌ

フォイの巨額の注文をSIMEXで執行することによって次第に評判を高めていくことになつた。

④一九九三年になつて888888口座の損失を手数料収入や顧客の資金で埋め合わせることは不可能になり、日経平均先物オプションの売却による円資金で変動証拠金の支払いをすることになつた。SIMEXでは当初証拠金は円でもドルでもかまわないと、変動証拠金は円で支払わなければならなかつたので、顧客資金の立て替えとしてロンドンからドルを送金させることはできても円を送金させることは難しかつたからである。

⑤一九九三年七月に市場が急騰すると888888口座の六〇〇万ポンドの損失は一時は利益へと変わつたが、その状態も長くは続かなかつた。ボヌフォイから日経平均先物コール・オプション六五〇〇枚のロールオーバーを獲得するために無理をし、一二万五〇〇〇ドルの損失と五〇〇枚のコール・オプションを888888口座に押し込むはめになつた。

⑥一九九三年度のベアリングズの利益は税込みで二億ポンド、リーソンの上げた利益は一〇〇〇万ポンド以上であつたが、888888口座には二三〇〇万ポンドの損失が隠されていた。一九九四年一月、リーソンは一三万五〇〇〇ポンドのボーナスを受け取り、フロア・トレーダーに一八カ月分、バック・オフィスのスタッフに一二カ月分のボーナスを支払つた。

⑦一九九四年七月の内部監査の時点では約五〇〇〇万ポンドの現金がバランス・シートから消えていたが、帳簿操作によつてシティバンクに預金残高があるように見せかけて内部監査をしぶぐ。内部監査報告書の草案では架空の取引に基づく証拠金請求がなされる可能性があるとして、日々の証拠金要請額が一致していることを確認する必要があるとされていたが、途中で週ごとの一致でも良いことになり、最終的には月ごとの一致で良いことになつた。また、報告書はフロント・オフィスとバック・オフィスを同一人物が監督しているという問題を

指摘していたが、BFS専任の担当役員を置くことは見送られ、香港のゴードン・バウザーが年に4回監査を行うことになった。

⑧ロイターのアロイシウスとバーに飲みに行き、シンガポール航空のスチュワーデスに尻を見せたという罪で逮捕される。最悪の場合実刑一年であったが、最終的には微罪に軽減される。<sup>(8)</sup>

⑨一九九四年末には888888口座の損失は一億七〇〇〇万ポンドに膨らんでおり、七七億八〇〇〇万円の現金が不足していた。この時点では888888口座に国債やユーロ円のポジションはなく、日経平均先物買い建て一〇〇〇枚と日経平均先物オプションのショート・ストラドルだけであった。

⑩神戸震災から二日後の一九九五年一月二〇日金曜日、地震の前から二〇〇ポイント低いところで日経平均先物三月限を一万枚買い建てたが、一月二三日月曜日に市場は八〇〇ポイント下落した。一月二七日金曜日までに三万枚近くの先物を買い増した。

⑪一月二三日、監査法人C&Lシンガポールから七七億八〇〇〇万円のSIMEXからの受取が見当たらぬといふ質問を受け、二月にSLKとBSLの間で行つたOTC取引がコンピューターから抜け落ちたという言い訳をし、C&Lシンガポールから連絡を受けたサイモン・ジョーンズには取引はSLKとBNPの間で行われ、コンピューターのミスでSLKではなくベアリングズがBNPに支払をすることになったと報告。二月二日、C&Lシンガポールの要求に従つて、七七億八〇〇〇万円を支払うというSLKの確認書、七七億八〇〇〇万円を受け取つたことを示す銀行残高の一覧、ロンドンのロン・ベイカーによる取引承認覚書を偽造し、自宅からオフィスへファックスを送つた。

⑫二月三日、いくらかの先物の売りをシステムに記入し、888888口座の最近の買いとのバランスを取り、S

SIMEXのコンピューターにSIMEXがBFSから余分な証拠金を受け取つてゐるという操作を行つた。

⑬二月八日から一〇日にかけて、JGB先物を一万枚売り増して二万枚の売り建てとし、日経平均先物を二万五〇〇〇枚買い増して五万五〇〇〇枚の買い建てとした。すでにロンドンから一億ドルの送金を受けていたが、さらに四五〇〇万ドルの送金をSIMEXの臨時証拠金という名目でロンドンのブレンダ・グレンジャーに依頼し、了承された。

⑭二月一六日、ベアリングズの最高経営責任者ピーターソンがシンガポールを訪問し、リーソンはオフィスに呼び出された。部屋へ入るとノリスは電話中で二〇分間待たされた。ようやく電話が終わり、会話を交わすまもなく別の電話が入り、再び五分間待たされた。ノリスはポジションの状態を訪ね、大丈夫だという返事に満足していたところへまた電話が入り、話はこれでお仕舞いだった。

⑮二月二三日、日経平均株価は下がり、JGB価格は上がってはいたが、日経平均先物を六万一〇三九枚買い建て、JGB先物を二万六〇〇〇枚売り建て、さらにユーロ円先物と日経平均先物オプションを持つていた。ついに逃亡を決意し、エスキープという名前の飲み屋からLIFFEでJGB先物を扱つてているタレツツのウイロウに電話をして、損失が少しでも少なくなるように六月限へのロールオーバーを二〇〇〇枚注文した。

⑯二月二三日の夜にクアラルンプールに到着し、リージェント・ホテルにチエックイン。翌朝、ブーケットに向かおうとしたが、飛行機が満席のためブルネイに接する東マレーシアのコタ・キナバルへ変更し、シャングリラ・ホテルに宿泊。日経平均株価が三〇〇ポイントしか下げていないことを知り、事態がうまく收拾したと勘違いして、週末は休暇を取る。二月二七日月曜日の朝、妻はシンガポールへ帰り、荷物の整理をしてブーケットで合流するつもりであったが、ベアリングズの倒産を知り、ロンドンへ行き先を変更。翌朝のブルネイ行き

飛行機のキャンセル待ちをしたが、切符が得られず、ハイアット・ホテルに移動。最も早くヨーロッパに着く便を探し、翌日のブルネイ、バンコク、アブダビ経由のフランクフルト行きに搭乗。三月一日、フランクフルトで逮捕。

(17)イギリスの重大不正捜査局はすべてを話すと提案していたにも関わらず、ロンドンへ引き渡されなければ黙秘すると言つていると発表し続けた。九月一三日、重大不正捜査局はシンガポールこそリーソンを裁く最良の場所であるとして捜査から手を引いた。その後、ベアリングズの永久社債保有者がイギリスの裁判所で訴訟しようとしたが、重大不正捜査局は公共の利益に反するという理由で訴訟を差し止めた。

(18)七月一八日に発表されたイングランド銀行の報告書は嘘を連ねた紙の無駄使いであり、いかなる意味でも同意できない。88888口座の取引のみを取り上げており、損ばかりが積み上がっているように見えるが、実際は日本との他の取引を通じて利益も上げていた。

(19)一〇月一七日に発表されたシンガポールの報告書はベアリングズの管理体制を厳しく批判しており、高く評価できるが、一九九二年に偽造を行っていたことを示す奇妙な脚注には同意しかねる。さらにこの報告書はイギリスにある大半の証拠書類に近づくことを禁じられたとしているが、これはフランクフルトで重大不正捜査局から聞いた情報と全く矛盾している。

#### 事実の照合

以上でシンガポールの報告書とリーソンの著作から新たに明らかになった事実を列挙したが、ここではイングランド銀行の報告書を含めて三つの文献の整合性を照合しながら、事実の再構成を試みよう。

まず、事件の張本人ニック・リートンについては、彼自身の著作を通じて見る限り、極悪非道というよりも罪の意識に苛まれたごく普通のトレーダーといった印象を持つが、彼の書いていることが本当に事実なのか、あるいは誇張したり、意図的に都合の悪いことを隠してはいなかという疑問が残ることは事実であろう。猥褻物陳列罪で逮捕された事件や方々で馬鹿騒ぎをやっていたことは書かれているが、SFAにディーラーとして登録しようとした際に民事の前科（個人破産）が判明し、登録申請を撤回していくにも関わらず、SIMEXへの申告ではこの事実を隠し、登録が認められていたことについては何も触れてはいない。また、一九九二年七月二〇日に初めて88888口座を真正に使用したのは部下が過ちを犯した日経平均先物二〇枚（往復四〇枚）だと主張しているが、シンガポールの報告書によると七月二〇日に88888口座の取引は記録されておらず、七月一七日には一〇〇〇枚以上の取引が記録されていた。さらにコンピューター・コンサルタントの証言によれば、不正取引に用いられた88888口座も他の口座

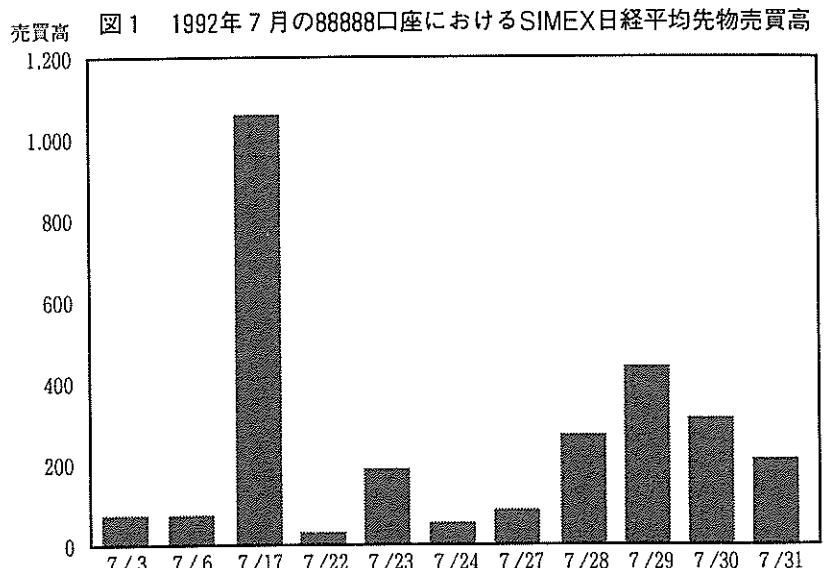


図1 1992年7月の88888口座におけるSIMEX日経平均先物売買高  
(出所) シンガポール報告書、Appendix 3 A  
(58)

と同様に開設当初はロンドンのBSSにトレード・ファイードを通じて転送されていたが、数日後、888888口座の転送を停止するようにプログラムの変更を頼まれたことが明らかになつてゐるにもかかわらず、このことについても全く触れられてはいない。したがつて、リーソンは自らが不利になることはできるだけ伏せようとしている形跡があり、彼の証言は割り引いて見る必要があるだろう。

次に、イングランド銀行および重大不正捜査局の態度は、リーソンが盛んに述べているようにベアリングズの経営陣に対して寛容で、自分たちもこの事件を未然に防止できなかつたという責任の一端があるせいか、歯切れが悪い。それに比べると、シンガポールの報告書は経営陣の責任問題に関しては歯切れが良い。国際的な市場の評判を守るために事実の公表を極力回避するのではないかと心配されていたが、出来上がつた報告書は予想に反して厳しい姿勢で事実の解明に取り組まれていた。SIMEXに關しても監督責任の一端があるとの姿勢は自国の問題を特別視せずに取り扱つたという意味で評価できるが、SIMEXの証拠金口座は欧米諸国と同様に顧客口座を分離していると説明しながら、888888口座の不正取引入力によつて証拠金請求が削減されていた（顧客口座どうしのネットティングが行われていた）ことは見逃してはいたようである。また、リーソンの著作によれば、フィリップ・ボヌフォイを紹介したのはアン・スワイー・チャンSIMEX理事長（当時）のことであるが、シンガポール報告書はアン・スワイー・チャンやシンガポールの市場関係者にインタビューを行つていたにもかかわらず、このことは報告書では触れられてはいなかつた。

他方、ベアリングズの経営陣がBFSの送金要求に対し、厳格な審査も十分な確認もせずに、要求されるがままに送金し続けていたことは驚くべきことであつた。ロンドンからの送金を担当するブレンダ・グレンジャー やトニー・ホーラスは増大し続ける送金要求に不安を持つていたが、ロン・ベイカーとマアリー・ウォルツがベア

リングズの様さ頭と目されていたリーソンを支援し、ピーター・ノリスもリーソンの活躍を自ら作り上げた新体制の成果として必要としていた。ベアリングズの内部監査や監査法人による外部監査の不徹底ぶりはいずれの文献からも明らかであるが、ロンドンのベアリングズ本体の監査においてピーター・ノリスがSLK絡みの問題をもみけそうとしていたことがシンガポールの報告書から明らかになつた。シンガポールの報告書によると、二月一六日にノリスがシンガポールを訪れた際にリーソンと一時間以上話し合つたという関係者の証言と五分程度会話をしたにすぎないというノリスの証言は食い違つていたが、リーソンを部屋に呼んでおきながら他の電話にかかりきりであったというリーソンの証言で辻褄はある。

最後に、リーソンがなぜ神戸震災後に急激にポジションを膨らませたのかという問題については、日経平均株価の値下がりによつて大量のショート・ストラドルから生じる損失を被ることを回避しようとしたからであり、なぜ大量のショート・ストラドルのポジションを持つたのかといえば888888口座のマージン・コールを円で支払わなければならなかつたからである。リーソンにとつては神戸震災が最後のチャンスであったわけであるが、リーソンの証言によれば一九九四年末にシンガポールからロンドンへの逃亡をすでに考へており、そうしていたならばベアリングズの倒産という事態は回避されていたであろう。

二つの報告書とリーソンの著作を通じて新聞紙上等で報じられてきたことの多くは確認され、これまでに知られていなかつた新たな事実も判明した。これらを照合してみると、当事者の告白は貴重であるが、その裏付けとなる資料の収集なしには無条件で信用するわけにはいかない。その意味でイングランド銀行の報告書とシンガポールの報告書は事件の解明にとつて非常に有意義であった。その後に生じた大和銀行ニューヨーク支店事件や住友商事銅取引事件についても同様の報告書が作成されることを期待する。

注

(1) 事件直後の状況については「バーリングズ・シックの教訓」(本誌第一五一六号、一九九五年五月)、マハタマ・ダ  
銀行の報告書については「バーリングズ事件の真相～イングランド銀行報告書の検討～」(本誌第一五二六号、一九九  
五年九月) を参照。

(2) Michael Lim Choo San and Nicky Tan Ng Kuang. *Baring Futures (Singapore) Pte Ltd: The Report of the Inspectors Appointed by the Minister for Finance*. October 1995.

(3) 一九九五年一月十七日午後二時三〇分決算簿は、田舎平均先物から田舎先物の中の※公済会社に上場せられたHOO枚(セイヌエーワンハンドレッド) が記載された。

(4) Dan Atkinson. "LEESON SELLS STORY FOR POUND450,000". *The Guardian*. October 14. 1995.  
"Leeson trades in his story for £ 450,000". *Daily Mail*. October 14. 1995.

(5) "EX-BARRINGS BANKER BRINGS OUT BOOK FROM HIS JAIL CELL". *The Plain Dealer*. February 27. 1996.

(6) Nick Leeson with Edward Whitley. *Rogue Trader: How I Brought Down Barings Bank and Shook the Financial World*. Little Brown and Co. 1996 (リチャード・コーンン『私がバーリングズ銀行をひねった』  
一九九七年、新潮社)

(7) ただし、清算業務はフランスのシナコテ・ジェネラル銀行系のEIMATを通じて行われた。

(8) ニの事件に関する話題はシングポールでは裁判やいたようであ。<sup>8</sup> "Barings'bottom line". *International Financing Review*. Issue 1071. March 4. 1995.