

証
研

レポート



No.1552

1997年11月

金融サービス法再論

二上季代司 (1)

最近の社債ディフォールトの影響と課題

松尾 順介 (17)

『全米市場システム』とは何だったか

伊豆 久 (32)

ビッグ・バンⅡ

—ロンドン証券取引所の新取引システム—

吉川 真裕 (48)

アメリカの代替的取引システムの

規制について (2)

—SECのコンセプト・リリースに対する関係者のコメント—

清水 葉子 (64)

財団法人 日本証券経済研究所

金融サービス法再論

一上季代司

金融ビッグバンといわれる大規模な市場改革案が出された次の課題は、「金融サービス法」の整備だと言っている。現行の証券取引法をはじめとする金融関連諸法を改正して金融サービス法を整備せよと言うわけである。ところで、「金融サービス法」とは八六年に成立、八八年から施行されているイギリスの証券法であり、それまでのイギリスでは自主規制機関の作成した自主ルールによるところが多く、明文化された法律は事実上無きに等しかつたとも言われている。

そこで問題なのは、わが国には既に証券取引法などのそれなりに整った法律があるのに、金融ビッグバンに絡んでなぜ既存の法律を改正し、外国の法律を導入する必要があるのか、その意義は何か、と言うことである。そのためには、①日本版ビッグバンはイギリスの金融サービス法の何に期待しているのか、逆に言えば今の証取法の何が悪いのか、それをはつきりさせる必要がある。さらに②その期待していることをイギリスの金融サービス法はどのように満足させているのか、その満足のさせ方、問題の解決の仕方、その根底にある哲学を知る必要がある。そして最後に③もし日本に金融サービス法を導入したとして、そこから別の新しい問題が生じないかどうかも見る必要がある。

以下ではこの三点について簡単にまとめてみた。

1 金融サービス法の何に期待するか

最初に、日本版ビッグバンとの関連に置いて、金融サービス法のどの部分を見習うべきだと言っているのか、それを取りあげよう。まず、金融ビッグバンの議論のスタートをきった経済審議会行動計画委員会の金融ワーキングペーパーはおおむね次のように主張している。

(1) 現行の証取法のように「証券」の定義を個別列挙するのをやめて、有価証券のみならず、債権・不動産の資産流動化商品、商品ファンド、商品先物など、資産運用としての性格を有する「金融類似商品」も包括的に対象とする。

(2) 同様に仲介業者においても、証券業、投資顧問業、信託業、商品ファンド、商品先物などは「資産管理・運用サービス業」と包括的に位置づけ、業務別の登録制により新規参入を促す（ただし、「預金受け入れ・運用」、「保険引受」は免許制とする）。

(3) 現在の証取法を「資産取引法」と「資産管理・運用サービス法」に二分し、「資産取引法」は市場参加者のあり方を律する市場規制法とし、「資産管理・運用サービス法」は市場での取引を業とするものを律する業者規制法とする。

一方、今年の六月に公表された、金融ビッグバン関連の五つの審議会報告書の総括をなす金融システム改革連絡協議会「金融システム改革のプランのとりまとめにあたって」は次のように言っている。

(1) 金融システム改革の進展に伴い、業態にとらわれない自由な市場参入、多種多様な金融商品・サービスの提供が予想されるため、市場参加者に横断的なルールを適用する法的枠組み（いわゆる金融サービス法）の整備を視野に入れて、中長期的な視点で幅広く検討すべきである。

(2) 自由な競争は同時に公正でなければならない。そのためには、市場機能の発揮を支える公正で透明な取引ルールやディスクロージャーとならんとルール違反に対する明確なペナルティ等についても整備が必要である。

さて、このように見ると金融ビッグバンは、金融サービス法の何に期待しているか、現在の日本に何が欠けていると考へてゐるかが分かる。それは次の三つに整理できよう。すなわち、①投資家保護の範囲の包括性、②仲介業者の営業規制における機能主義的な考え方、③罰則規定の明確さ、である⁽¹⁾。

具体的にいえばこうすることである。①今回の日本版ビッグバンの議論の中で様々な商品が出てくる。それだけではなくその担い手も証券会社、銀行、保険会社はもちろん商社や不動産業者など様々な出自、業種からの参入が予想される。だから、投資家保護の範囲を規定する証券の定義を、現行の証取法のように限定的に狭く列挙するのではなく、資産運用の性格を有する商品はすべて含めることが出来るように包括的に規定せよと言うのである。また、②その包括性はその取引を業とする仲介業者にも当てはめ、資産管理・運用サービス業というあらたな概念をうちだしている。これは「機能主義的な⁽²⁾」考え方だと筆者には思ふ。どういう意味かといえば、資産管理・運用サービス会社という会社、機関は無い。現実にあるのは証券会社、投資顧問会社、銀行や保険会社である。しかしこれらの機関は証券業、投資顧問業、銀行業や保険業という機能を営んでいる。そのそれぞれの機能は資産管理・運用サービス業務という点では共通している、だから機能から見てそれらすべてを資産管理・運用サービス業者と呼ぼう。そして、そのうちどれか一つ（あるいは複数でもかまわない）の機能、業務を担うものは、それが証券会社だろうが商社であろうが不動産会社であろうが、同じレベルの営業規制に服せしめる。こういう考え方である。だから仲介業者の開業規制や業務行為規制において機能主義的な考え方でルールを作れ、と言つわけであろう。そして最後に③事前予防的な行政指導はやめてルール違反にはペナルティを課す事後的な監視に移るべきだと言つている。

2 イギリス八六年金融サービス法 (Financial Services Act 1986) の特徴

以上で、日本版ビッグバンの議論の過程で金融サービス法のどの部分に期待が向けられているのか分かつてきた。それは「包括性」、「機能主義」、「ルール違反にはペナルティ」、この三つである。それでは、イギリスの金融サービス法は、この三つをどのように満足させているのか。次にそれをみよう。

(1) 包括性

まず包括性と言ふことであるが、それは金融サービス法（以下、FSAと略）における「投資物件」や「集合投資計画」（日本の投資信託や商品ファンド等にあたるもの）の概念に表れている。投資物件の定義がなぜ重要なかといえば、それが投資家保護の範囲を決めるからである。投資物件と定義されたものを保有している人はすべてこの法律で言う投資家、つまりこの法律にもとづいて保護される投資家と言うことになり、保護される投資家の範囲を決めててしまう。

さてそれでは、FSAは投資物件をどのように定義しているか。FSA付属規定1の第1部は「投資物件」として、①株式など、②社債、③政府及び公共証券、④株式または証券を受ける権利を与える証書、⑤証券に代わる証書、⑥集合投資計画のユニット、⑦オプション、⑧先物、⑨差金契約など、⑩長期保険契約、⑪投資物件に係る権利及び利益、をあげている。個別例挙ではあるが、かなり幅広い、包括的なものである。

そこで、投資物件の定義における哲学を紹介しておこう。サザンアトラン大学のガウアー教授はFSAの立案にかかわった人物であるが、彼はReview of Investor Protectionという題名で、一九八一年にディスカッショングループ一書を書き、二年後、これに対する反応を考慮に入れて報告書をまとめている⁽³⁾。このなかで、彼は大略次のようにいう。

当時、証券と定義されているものだけでは投資家保護の範囲として狭すぎる。といって投資対象として獲得されるすべての取引を含めてしまうことも行き過ぎだ。それではただの財産と投資物件はどこで線引きされるべきか。そのテストは、取得者がそれを排他的に支配できる物理的財産以外のものであるかどうか、その権利の価値が他人の行為に依存しているものであるかどうかに置くべきだと言うのである。そして一年後の報告書では切手やダイヤモンド、メダルや美術品、土地に対する収益も購入後はそれを第三者に支配・管理させ、資産評価益に参加する権利を買う場合には投資物件に含めるべきだという。法律として投資物件を定義するときに、教授のこの包括的な定義をそのまま明定することは出来なかつたけれども、投資物件として列挙されているものの中にその思想が表れているし、集合投資計画の定義にはその主張が盛られていることがわかる⁽⁴⁾。

以上のように、FSAの投資物件、集合投資計画の包括的な定義の奥深くに、なぜこれらは普通の財産と違うのか、という哲学が横たわっている。

たしかに、このような哲学に基づいた包括的な金融資産あるいは投資物件の定義は日本に欠けているし、今後、金融イノベーションによって多種多様な金融資産の出現を期待するなら、このような明確な哲学にもとづいた包括的な定義は必要となる。

しかし、包括的な定義はイギリスだけではなくアメリカの証券法にもある。三三三年証券法の証券の定義には、「投資契約」とか「一般に証券とされているすべての権利または証書」というような包括的な文言が入っている。もつともこれでは、あまりに包括的にすぎてかえってうまくワーカーしない。そこでアメリカではしおつちゅう裁判が行われ、次第に、ただの財産と証券との線引きの基準をどこに求めるべきかという合意が形成されていく。その代表例が、ホーリーイ (Howey) 判決といわれるものである。その判例には、ガウアー教授と良く似た考えが示されている。利益を期待して投資し、その投資先が共同事業であり、その利益はもっぱら第三者の努力によるものは、投資契約であり三三三年法にいう証券である、ただの財産ではない、だから証券法に照らして開示義務があるというわけである。

(2) アメリカ法との違い

それでは、なぜ日本版金融サービス法などといわずに日本版三三三年証券法を整備せよと言わないのだろうか。イギリスのFSAとアメリカの三三三年証券法とどこが違うのか。

まずアメリカでは「証券」の定義は三三三年証券法の中にあるが、これは発行者を律するものである。自分が発行するものが証券であるならば、それを購入するものが適切に投資判断できるような内容の情報を盛り込んで開示せよ、というものである。だから開示規制が基礎になる。したがってそれを仲介する証券会社や、それが取引される場である証券取引所などの市場についての規制、そこで不公正な取引きが行われないための規制の根拠法は三四年証券取引所法として、別個の法律としてある。

これに対して、FSAは投資物件の取り扱いを業とする者に注目する。投資物件と定義されたものを少しでも商売として扱うものは、投資業務を営んでいるものとみなし、すべて同じレベルの開業規制、業務行為規制を課

して不公正な取引が出来ないようにする。だからFSAは業者規制に基礎をおく法律だといえる。情報開示規制についてもFSAに盛られているが、それは実質的にはロンドン証券取引所の上場規則に委ねられており、むしろ行為規制の一つである広告規制のほうに吸収されているような印象さえ持つのである。

(3) 機関主義と機能主義

さらに重要な第一の相違点は、証券取引所のような市場、証券ブローカー、ディーラーのような仲介業者の規定がアメリカとイギリスで異なることである。アメリカの三四年法では、証券ブローカーとはなにか、ディーラーとは何か、証券取引所とは何か、とInstitution（機関）の定義をする。そうやって定義された機関は不公正取引防止の観点からその定義に固有の規制を受ける。

ところがFSAにはその様な定義はない。あるのは投資業とは何か、という機能の定義だけである。先に指摘したように、現実に存在するのは証券ブローカー・ディーラーであり、投資顧問会社であり、証券取引所であるが、FSAはそれらが果たす機能に注目する、すなわち、証券会社は投資物件の取引や助言という機能を果たしている、証券取引所は証券会社のために投資物件の取引のアレンジメントという機能を果たしている、投資顧問会社は投資物件の管理や助言さらには集合投資計画の設立という機能を果たしている、としてそれらの機能に注目し、それらは投資業という共通の要素を持つ諸機能である。その機能を担おうとするものは銀行であろうが、保険会社であろうが、すべて認可をとつてもらうか、法の適用を免除する資格を取つてもらわなければならない。こういう考え方なのである。

それでは機関主義と機能主義とでは、実際の運用においてどのような違いがでてくるのか。機関に着目するアメリカ式だと、たとえばワールームマンショーンの斡旋をしている業者はただの不動産屋かそれとも証券ブローカーか、また今問題となっている私設取引所（PTS、最近はATS—Alternative Trading Systemと呼ばれる）は証券取引所か、証券ブローカーか、まずその定義に照らして相手が何者であるかを特定しなければならない。それが何者であるかによって規制のやり方が変わってくるからである。だから金融イノベーションが進み、伝統的な定義に当てはまらないハイブリッドな存在がでてくると厄介な事が起こってくる。今、アメリカの規制当局がPTSに絡んで直面している問題がこれである。

他方、イギリス流に機能に注目すると、誰であるか相手を特定することは不需要である。誰であれ、その機能を営んでいるものは同じレベルの規制をかけられよいといふことになる。金融イノベーションがいかに進もうとも追跡していくのである。

この様に見えてくると、日本で金融サービス法を整備せよという主張のいわんとするところがどんどんわかつてくる。投資家保護の範囲の包括性ということながら、仲介業者の監督規制に機能主義的なものの考え方を導入して、金融イノベーションに対応できる規制の枠組みにしていく、のよう理解できるのである。そして、日本のこれまでの業者の監督規制はこのような機能主義的なものではなかつたことは言うまでもない。

しかし、アメリカ流の機関主義的な規制監督のやり方には先ほど見たような弱点があるが、イギリス流の機能主義的な規制監督も万能ではなく克服すべき問題を抱えている。

3 イギリス金融・証券業における規制の重複

それは規制の重複ということである。誰であるかを問わず機能に注目するわけであるから、他業態からの新規

参入ははじめから多重人格である。様々な機能を同時に営んでいれば各々の機能を監督すべき規制主体も複数になる。その結果、規制コストが加重負担になるということと、規制すべき対象に対して各規制当局の規制の範囲がつぎはぎとなつて規制の空白部分が生じる恐れがあるという問題点がでてくる。そのためにイギリスではアメリカとは違つた苦労をしなければならなくなる。イギリスでは規制のコストベネフィットといふことが絶えず問題となる。また今年五月労働党政権が返り咲いて、銀行や保険などすべての金融機関の監督権限をSIB（証券投資委員会）にまとめるスーパーSIB構想が出ているが、これもその苦労の現れである。そこで、次にイギリスの規制監督のやり方を今少し詳しく見ることにしよう。

(1) 規制監督主体の決め方

金融サービス法では投資業務を営むものは①認可業者か (Authorized person)、②適用を免除された業者 (exempted person) の二種類かでなければならぬと規定している。そして、これらの最終的な監督責任は主務官庁（大蔵省）が負うが、大蔵省はこれをさらに民間の団体であるSIBに委譲している。ソレでSIBが監督規制機関となるが、これがまた一様ではない。①まず認可業者としては、SIBの直接認可、RSRO（公認自主規制機関—Recognized self-regulated Organizations）の会員、RPB（公認専門職団体—Recognized Professional Bodies）の証明、その他法律に基づくもの（保険会社、友愛会社）、海外（EUの単一パスポート等）、②適用免除業者としては、イングランド銀行、公認投資取引所、公認清算会社、ロイズ組合、名簿登載短期金融機関、指定代理人があげられている。いま、これらのうちイングランド銀行や取引所、清算会社、ロイズ組合を除く仲介業者だけの登録状況をみると表一のようである。また銀行、保険会社の監督規制の間の重複)。

以上のように、機能主義的な監督手法の導入は規制主体の重複を必然たらしめ、規制のいわば縄張りを決めてかかる作業を必要とする。

(2) コスト・ベネフィット分析

第二に必要となることは、絶えず規制のコストベネフィット分析をする」とことで、これはSIB本部の重要な仕事となっている。SIBの業務は①自主規制機関 (SFA、IMRO、PIA) や公認専門職団体の監督およびそれらの規則に対する基準の策定、②各取引所市場、決済会社、清算会社の監督ならびに市場に関する基準の策定、国際間の規制・監督調整、③投資業および市場におけるルール違反に関する取り調べ、強制執行、④規制のコストベネフィット分析、SIB直接認可業者および集合投資計画の認可・監督などとなっている。

他の自主規制機関の業務は会員業者の規則遵守の監督と規則違反に関する取り調べ、強制執行、苦情処理等となつていて。これらにかかるコストは会員業者からの入会金、年会費等から支弁され、さらにSIBに対して各自主機関は自らにかかる活動に対して納付金を支払⁽⁵⁾が、これも結局は会員業者の負担となる。

表2 規制主体の線引きの仕方一例一

A 銀行、マーチャントバンク

業務の種類	根拠法	規制主体
預金受入れ業務（注1）	銀行法	イングランド銀行
短期金融市場・外為市場における各種投資物件の取引（注2） ・金融機関同士の取引すべて ・非金融機関との大口取引	FSA43条により適用免除	イングランド銀行
投資銀行業務など証券業務一般	FSA	自主規制機関SFA
資産運用業務 ・年金運用、ユニットトラスト運用 ・基金・ユニットの受託	FSA	自主規制機関IMRO
ユニットの販売	FSA	自主規制機関LAUTRO

(注) 1、「銀行法」に言う「預金受け入れ業務」はその預金を資金源とする貸し付けその他業務を含む広範囲な概念（79年銀行法1条2項、4項）。

2、譲渡性預金（5年未満）、そのほかの債務証書（1年未満）、地方公共団体の債務（5年未満）その他公共団体の債務（1年未満）、上記の引受権、公認取引所以外で取引される債務・通貨・金銀のオプション及び先物、金利先渡契約、金利通貨スワップ、レボ取引（FSA付属規定5）

B 保険会社

業務の種類	根拠法	規制主体
保険引受業務	82年保険会社法 FSA（注1）	DTI（貿易産業省）保険局
保険の販売	FSA	自主規制機関LAUTRO
リンク保険の組成	FSA	自主規制機関IMRO

(注) 1、保険引受業はFSAにいう投資業であるが、82年保険会社法の認可保険会社は自動的にFSA上の認可業者となる（FSA22条）。

2、リンク保険とは養老保険、終身保険を基にしており、責任準備金が株式、債券、ユニットトラスト、不動産などに投資する一種の変額保険。ユニットトラストを仕組むものが多い。

表1 認可業者と指定代理人の登録状況（97年3月末）

		業者数	指定代理人数
1	自主規制機関の会員	6392	10175
	FIMBRA（金融仲介・投資管理・ブローカー協会）	116	216
	LAUTRO（生命保険・ユニットトラスト規制機構）	2	2
	PIA（個人投資委員会）	4025	9310
	IMRO（投資管理規制機構）	1055	376
	SFA（証券先物委員会）	1361	497
	（複数に加盟、重複）	-167	-226
2	SIB直接認可	16	0
3	公認専門職団体の証明による認可	15776	148
	ICAEW（イギリンド・ウェールズ勅許会計士協会）	4756	117
	ICAS（スコットランド勅許会計士協会）	444	0
	ICAI（アイルランド勅許会計士協会）	614	0
	CACA（公認会計士協会）	824	0
	LS（イギリンド・ウェールズ法律家協会）	7058	0
	LSS（スコットランド法律家協会）	565	0
	LSNI（北アイルランド法律家協会）	487	0
	IBRC（保険ブローカー登録協議会）	987	30
	IA（数理士協会）	41	1
4	その他認可業者		
	EC加盟国認可業者	84	
	保険会社	176	
	友愛組合	105	
	（複数に加盟、重複）	-369	-2
	総計	22180	10321

(注) 1、保険会社、友愛組合の多くは自主規制機関の会員でもあるので重複する。

(注) 2、自主規制機関の会員と指定代理人は市況によって入れ替わりが流動的である。

(注) 3、公認専門職団体のメンバーは投資業務が業務の比重の25%を超えてはならない。

(出所) Securities Investment Board, Annual Report, 1996/97.

従つて、業者が複数の自主規制機関に入会すると会費が重複してかかるので、コスト低減への圧力は主規制機関のボードにかかる事になる。これと並行して、SIBは規制監督の業務の規模と比較してコストが過大になつていなかどうかについて絶えず監査をしなければならないことになっている。

(3) 規制のリストラ

第三は、規制の重複によつて生じた欠陥が明らかになつたときには、たえず規制のリストラを図る必要があることである。これまでに起つた重要なリストラはリテール分野におけるLAUTROおよびFIMBRAの業者側に不適切（PIA）であった。この統合は、個人年金の販売においてLAUTROおよびFIMBRAの業者側に不適切な勧説行為が見られ、損害賠償請求が多額に上つてしまつた際に、財務状態の弱い業者を多数抱えるFIMBRAが投資家補償基金への拠出が出来ず、統合せざるを得ない事態に追い込まれたのであつた。

もう一つの重要なリストラは今年の五月、労働党政権が返り咲いた時に、現在の規制体系を全面的に見直し、証券業者はもちろん銀行、保険などほとんどの金融機関の監督責任を、現在のSIBを母体に单一の機関にまとめあげようと言つもので、スーパーSIB構想と言われる。表三は、どのような監督機能が統合されるのかをまとめたものである。

以上のように、イギリスの業者監督規制における機能主義は金融イノベーションに耐えうる傾聴すべき考え方であるが、反面で規制の重複が生じ、そのことからくる問題について解決する能力と努力を持たねばならないことも忘れてはなるまい。

表3 スーパーSIB（単一規制機関）構想

新規制機関は次の9つの機関を統合する。

機関名	範囲	移動するスタッフ(人)
1 住宅金融組合委員会(BSC)	住宅金融組合（ビルディング・ソサイティ）	170
2 友愛組合委員会(FSC)	友愛組合	
3 友愛組合登録局(RFS)	信用組合及び相互組合	
4 貿易産業省(DTC) 保険局	保険会社	80
5 投資管理規制機構(IMRO)	投資管理業務	195
6 個人投資委員会(PIA)	個人投資業務	616
7 証券先物委員会(SFA)	証券・先物業務	278
8 証券投資委員会(SIB)	投資業務	210
9 イングランド銀行検査監督部門	銀行（ホールセール金融市场を含む）	550
総計		2,099

統合のスケジュール

1段階－97年8月 ～98年春	新規制機関（NewRO）の骨格を決める
イングランド銀行法成立98年初予定	
2段階－98年春 ～99年秋	<ul style="list-style-type: none"> ・ SIBへ銀行監督権限を統合 ・ 各SROスタッフ、NewROに移る
金融サービス法改正法成立（各SRO）	
3段階－99年秋以降	<ul style="list-style-type: none"> ・ DTI.BSC.FSCのスタッフ、NewROに移る ・ 銀行、証券会社などの監督はNewROに移る

(出所) SIB. Report to the Chancellor on the Reform of the financial Regulatory System, July 1997.

4 ルール違反に対するペナルティ

イギリスのFSAでは、ルール違反に対するペナルティは、刑事責任、契約無効、差止・返還命令、行政介入、解散・行政命令、民事責任（損害賠償）があり、倒産によつて損害補償が得られないときは投資家補償基金から一部が支弁される」とはなつてゐる。

規制当局が取りうるものは、刑事責任、差し止め・返還命令、行政介入、解散・行政命令であるが、このうち刑事責任の追及が主たる方法のようである。ちなみにFSA施行後、九七年二月まで累計三四九件の刑事告発があり、このうち二三〇件が結審をむかえた。うち一五四人が有罪判決（無罪は二〇人）、この九割は実刑判決を受け勾留されてゐる。差し止め・返還命令が事前に損害をくゞ止める方法としては有効なのであらうが、それはあまりなく、刑事罰による抑止力に頼つてゐるようである。

注

(1) 「資産取引法」と「資産管理・運用サービス法」の「金融市場の指摘されたるが、筆者には」の分離の意味が分からぬ。

(2) 業者監督規制における「機能主義」と「機関主義」の複合化についてはRuben Lee, "What is an Exchange?", *Discussion Paper Capital Market Forum, section on Business Law, International Bar Association*, No.1, April, 1992. 参照 Robert C. Merton, "A functional Perspective of Financial Intermediation", *Financial Management*, Vol.24, No.2, Summer 1995.

(3) C.B.Gower, *Review of Investor Protection -Discussion Paper*, HMSO, 1982. ditto, *Review of*

Investor Protection Part I, HMSO, 1984.

(4) 集合投資計画の概義（FSA用語）、「通貨を含むあらゆる種類の財産に関する取り決めであり、目的が参加者に財産の取得、保有、管理、処分によって生じる利益に参加し、受け取ることを可能にするもの。その取り決めは、参加者が当該財産の管理を日々支配しないものである」と、参加者の利益が共同計算されるに、当該財産が分割されねば計画の運営者によつて管理される」と。

(5) の一Bは非営利組織であり、かかるたとへんは原則として各自主規制機関への課徴金（SIB Fee）によって割り切れてゐる。割り切てた方法は「時間」ベースである。の一Bのスタッフはどの自主規制機関のために働いてゐるか、勤務時間を記録し、その報告に基づいて各自主規制機関に割り当てるカットを算出する。同じ配分比率をそのままの経費（共通経費など）にも適用する。

最近の社債デイフォールトの影響と課題

松尾 順介

1 はじめに

相次ぐ大型倒産の中で、社債のデイフォールトが発生し、一般の投資家が直接損害を被る事例が出始めている。とくに、今回のヤオハンの経営破綻に際しては、同社の転換社債がデイフォールトとなつたが、社債管理会社（銀行）が不買取りを表明したため、個人を含むかなりの投資家が損害を被るものと思われる。したがつて、ヤオハン債は国内公募社債のデイフォールトにおいて、戦後初めて投資家が実損を被つた事例となる見通しが強い。ところで、このような社債のデイフォールト自体は、戦後かなりの件数を数えることができるが、ただし国内債については、戦後の慣習から受託会社（現在は社債管理会社）が一括買取りによつて処理していくために、投資家は実損を被らなかつただけであり、ユーロ債ではトラステイが設置されていても、国内債のような一括買取りによる処理はなされず、例えばリツカーデンでは、国内の投資家も実損を被つている。つまり、ヤオハン債では、社債管理会社が従来の慣行を放棄し、不買取りに転じたことが注目されるわけである。

そこで、本稿では、第一に戦後のデイフォールト社債処理が受託銀行の一括買取りによつて処理されてきたことを確認し、次に最近の社債デイフォールトとその処理を概観する。そして、第三に最近デイフォールトの可能性が高まり、かつそれによる実損が表面化したことによる社債市場の影響を概観し、最後に今後の課題を示唆する。

2 戦後のデイフォールト社債処理

戦前の社債デイフォールトでは、社債権者集会が開催され、償還期限延長や金利引き下げ、あるいは裁判によつて和議ないし強制和議などの処理がなされたが、戦後のデイフォールトでは受託会社による一括買取りが慣行として定着してきた（表1参照）。このような一括買取りが慣行として定着した要因として、日本興業銀行編『証券』は、「担保付きであり時間をかけければ元利金回収の見込みがあつたこと、さらには個人投資家の社債を買取ることにより社債権者数を絞り社債権者集会を成立させるという技術的理由」⁽²⁾をあげている。しかし、ここで指摘されている要因のうち、前者については、時間をかけても回収の見込みの薄い、鉱業担保（明治鉱業）や船舶担保（三光汽船）が付された社債についても買取りを行つており説得力を欠き⁽³⁾、後者についても、社債権者集会の決議方法は、①社債権者の利害に重要な影響を与える特別決議事項については、定足数として社債総額の半数以上の社債を有する者の出席、議決には議決権の三分の二以上に当たる多数の合意が必要とされ、②それ以外の普通決議事項については、定足数の規定はなく、議決については過半数以上に当たる多数が必要とされている⁽⁴⁾が、これは全社債の一括買取りを行う理由とはならない。なぜならば、一括買取りが多く行われた昭和三十年代から四〇年代の普通社債消化は、都長銀および地銀だけで五〇%を越え、最後に一括買取り処理が行われた一九八五年ですら保険を含む金融機関の消化が五〇%超であり、金融機関だけの出席で社債権者集会は十分に成立したのである。むしろ、技術的理由を指摘するならば、社債権者が拡散していると、更生計画案の可決に支障を来たす恐れがあるという要因があげられる。つまり、関係人集会において更生計画案を決定する際、①更生債権者の組においては議決権総額の三分の一以上に当たる議決権を有する者の同意、②更生担保権者の組では、(a) 更生担保権の期限猶予を内容とする計画案については議決権総額の四分の三以上、(b) 更生担保権減免、

戦後の主なデフォルト社債とその処理（1997年11月5日現在）

年月	起債企業	社債種類	発行残高 (百万円)	受託銀行 またはトラスター	引受幹事	社債の処理状況	起債企業
1953(昭和28)年6月	津上製作所	国内転換社債	発行額 250	大和	野村	和議申請一債還期限を延長（1956年3月31日から1960年3月31日へ） *1953年11月会社更正法手続き開始を決定したが、1954年12月取り消し、 1956年1月和議法による和議の認可決定。	津上製作所
1954(昭和29)年11月	高砂鉄工	国内普通社債	140	勧銀	日興	会社更正法適用申請一受託銀行一括買取（額面価格） *1958年12月更生手続き終了	高砂鉄工
1955(昭和30)年7月	東洋機械	国内普通社債	377	興銀・広島	大和	会社更正法適用申請一受託銀行一括買取（理論価格） *1955年12月会社更正手続き開始決定。1957年11月会社更生手続き終了。	東洋機械
1955(昭和30)年9月	川南工業	国内普通社債	発行額 200	富士	野村	受託銀行、肩代わり、弁済計画不明 *その後和重工業に継承されたが、詳細は不明。	川南工業
1965(昭和40)年2月	日本機械工業	国内普通社債	318	三和・勧銀	日興	会社更正法適用申請一受託銀行一括買取（額面価格） *1967年12月更生計画認可。1973年12月更生手続き終了	日本機械工業
1965(昭和40)年3月	山陽特殊製鋼	国内普通社債	200	神戸・興銀・三菱	山一	会社更正法適用申請一受託銀行一括買取（理論価格） *1967年12月更生計画認可。1973年12月更生手続き終了	山陽特殊製鋼
1969(昭和44)年4月	明治鉱業 興人	国内普通社債 国内普通社債 国内転換社債	408	三井・第一・北拓	野村	会社解散一受託銀行一括買取 会社更正法適用申請一受託銀行一括買取（額面価格） 会社更生法適用申請一受託銀行一括買取（額面価格） 会社更生法適用申請一受託銀行一括買取（理論価格） *1979年8月更生計画認可。1990年5月更生手続き終了	明治鉱業 興人
1975(昭和50)年3月			932	第一勧銀	日興	会社更生法適用申請一受託銀行一括買取（額面価格） 会社更生法適用申請一受託銀行一括買取（額面価格） 会社更生法適用申請一受託銀行一括買取（額面価格） *1979年8月更生計画認可。1990年5月更生手続き終了	
1978(昭和53)年2月	永大産業	国内普通社債 国内転換社債 ユーロドルCB	932 1,300 3,092,000ドル	大和・第一勧銀・三菱信 大和・第一勧銀・三菱信 トラスティードイベンチャー	日興 日興 日興	会社更生法適用申請一受託銀行一括買取（額面価格） 会社更生法適用申請一受託銀行一括買取（額面価格） 保証銀行3行買取（額面に対し104%） *1982年9月更生計画認可。1993年10月更生手続き終了。 会社更正法適用申請一保証銀行代理弁済 *1986年会社更正法適用認可。2001年更生計画完了予定。	永大産業
1984(昭和59)年2月	大沢商会	S F普通社債（私募）	約100万S F	なし（三和銀行保証）	—	会社更正法適用申請一保証銀行代理弁済 *1986年会社更正法適用認可。2001年更生計画完了予定。	大沢商会
1984(昭和59)年7月	リッカー	S F転換社債（私募）	89	なし	—	会社更正法適用申請一更生計画の中で一般更生債権として処理（2.5%弁済） *1987年6月更生計画認可。1992年12月更生計画終了	リッカー
1985(昭和60)年8月	三光汽船	国内普通社債 国内転換社債	9,180 3,200	大和・長銀・東海 大和・長銀・東海	日興・山一 日興・山一	会社更正法適用申請一受託銀行一括買取（額面価格） 会社更正法適用申請一受託銀行一括買取（額面価格） *1986年11月会社更正法適用認可。1998年1月更生計画完了予定。 保証銀行による保証債務弁済 *1988年11月更生計画認可。1997年11月終結予定	三光汽船
1986(昭和61)年5月	オート	S F普通社債（私募）	発行額 2,000万S F	シティバンク	—	保証銀行による保証債務弁済 *1988年5月更生計画認可。1994年5月更生計画認可（新会社に営業継承） 海外関連について米国破産法第11章申請、1996年9割カットにより弁済終了 *1994年7月国内関連の更生計画認可。 更生計画の中で弁済（注） *1995年1月更生計画認可。2005年5月完済予定。	オート
1991(平成3)年5月	日東あられ	S F普通社債（私募）	発行額 3,000万S F	なし（第一勧銀保証）	—	保証銀行による保証債務弁済 *1994年5月更生計画認可（新会社に営業継承） 海外関連について米国破産法第11章申請、1996年9割カットにより弁済終了 *1994年7月国内関連の更生計画認可。 更生計画の中で弁済（注） *1995年1月更生計画認可。2005年5月完済予定。	日東あられ
1991(平成3)年8月	マルコ	S F転換社債（私募）	約11,579	なし	—	保証銀行による保証債務弁済 *1994年5月更生計画認可（新会社に営業継承） 海外関連について米国破産法第11章申請、1996年9割カットにより弁済終了 *1994年7月国内関連の更生計画認可。 更生計画の中で弁済（注） *1995年1月更生計画認可。2005年5月完済予定。	マルコ
1992(平成4)年5月	レック	国内普通社債（私募）	4,900	不明	—	保証銀行による保証債務弁済 *1994年5月更生計画認可（新会社に営業継承） 海外関連について米国破産法第11章申請、1996年9割カットにより弁済終了 *1994年7月国内関連の更生計画認可。 更生計画の中で弁済（注） *1995年1月更生計画認可。2005年5月完済予定。	レック
1993(平成5)年7月	にっかつ	S F普通社債（私募）	不明	不明	—	保証銀行による保証債務弁済 *1994年5月更生計画認可（新会社に営業継承） 海外関連について米国破産法第11章申請、1996年9割カットにより弁済終了 *1994年7月国内関連の更生計画認可。 更生計画の中で弁済（注） *1995年1月更生計画認可。2005年5月完済予定。	にっかつ
1993(平成5)年11月	テーエスティー	S F転換社債（私募）	約5万S F	なし	—	保証銀行による保証債務弁済 *1994年5月更生計画認可（新会社に営業継承） 海外関連について米国破産法第11章申請、1996年9割カットにより弁済終了 *1994年7月国内関連の更生計画認可。 更生計画の中で弁済（注） *1995年1月更生計画認可。2005年5月完済予定。	テーエスティー
1993(平成5)年12月	光洋機械産業	S F普通社債（私募） S F転換社債（私募） SF新株引受け付社債（私募） ドライカム新株引受け付社債（私募）	発行額 3,000万S F 発行額 2,000万S F 発行額 5,000万S F 発行額 5,000万S F	なし（長銀保証） なし（長銀保証） なし（長銀保証） なし（長銀保証）	— — — —	破産処理され、弁済されなかつた模様 *更生法申請するも適用されず、破産処理された模様 更生計画の中で弁済予定だが詳細は未確定 更生計画の中で弁済予定だが詳細は未確定 更生計画の中で弁済予定だが詳細は未確定 *1994年3月に会社更生法適用。1997年1月現在更生計画未認可 更生計画の中で弁済予定。担保付きであったが、一部は更生債権となり、弁済率は6.4%、7.6%となる。 *1993年11月に会社更正法適用申請。1995年1月更生計画認可 無担保、無保証であり破産に至り弁済されず *和議申請を行ったが、整理委員の同意を得られず、1995年6月破産宣告 保証銀行による保証債務弁済 *1995年8月親会社の兵庫銀行の清算で特別清算 無担保債であったが、担保付きに切り替え、担保権の実行により弁済 *1996年8月住宅金融債権管理機構へ営業譲渡し解散	光洋機械産業
1993(平成5)年11月	村本建設	国内普通社債（私募）	18,700	大和・さくら・第一勧銀・長銀・西銀	—	*1994年3月に会社更生法適用。1997年1月現在更生計画未認可 更生計画の中で弁済予定。担保付きであったが、一部は更生債権となり、弁済率は6.4%、7.6%となる。 *1993年11月に会社更正法適用申請。1995年1月更生計画認可 無担保、無保証であり破産に至り弁済されず *和議申請を行ったが、整理委員の同意を得られず、1995年6月破産宣告 保証銀行による保証債務弁済 *1995年8月親会社の兵庫銀行の清算で特別清算 無担保債であったが、担保付きに切り替え、担保権の実行により弁済 *1996年8月住宅金融債権管理機構へ営業譲渡し解散	村本建設
1995(平成7)年1月	日本データ機器	S F転換社債（私募）	不明	なし	—	*1993年11月に会社更正法適用申請。1995年1月更生計画認可 無担保、無保証であり破産に至り弁済されず *和議申請を行ったが、整理委員の同意を得られず、1995年6月破産宣告 保証銀行による保証債務弁済	日本データ機器
1995(平成7)年11月	兵銀ファクター	S F普通社債（私募）	1,000万S F	なし（東京銀行保証）	—	*1995年8月親会社の兵庫銀行の清算で特別清算 無担保債であったが、担保付きに切り替え、担保権の実行により弁済	兵銀ファクター
1996(平成8)年7月	日本住宅金融	国内転換社債	900	三和	—	無担保債であったが、担保付きに切り替え、担保権の実行により弁済	日本住宅金融
1996(平成8)年9月	オリエンピックスポーツ	ユーロ円転換社債	約4,000	ロー・ディベンチャー	野村(ロンドン)	現在進行中につき詳細は未定 *1996年11月和議申請 更生計画の中で弁済される模様	オリエンピックスポーツ
1997(平成9)年1月	京樽	国内普通社債（私募）	4,000	第一勧業・富士	—	*1997年1月会社更生法適用を申請。 保証銀行による保証債務弁済	京樽
1997(平成9)年8月	大都工業	S F普通社債（私募）	6,500万S F	なし（さくら銀行保証）	—	*1997年8月会社更正法適用を申請。 更生計画の中で弁済される模様	大都工業
1997(平成9)年9月	ヤオハン	国内転換社債	37,400	長銀・住友信	新日本・和光	*1997年9月会社更生法適用を申請。	ヤオハン

(注) 同社へのヒアリングによると、担保付きであったが、再評価の結果、すべてが更生担保権とはならず、一部は一般更生債権（弁済率35%）とされたといわれる。これが事実であれば、村本建設債以前に受託会社が買い取り処理を行わなかつた事例となるが、同社債は公社債引受け協会「私募社債便覧」に掲載されておらず、資料的に裏付けられない。

(資料) 関係団体の資料および三省事務所の調査をもとに、関係者へのヒアリングなどによって当研究所作成。

その他期限の猶予以外の方法による計画案については五分の四以上、(c) 清算を内容とする計画案については全員の同意、が必要であり、相当数の社債権者が反対すれば、更生計画案は決定されず、会社を更生するにせよ、また清算するにせよ、事態は紛糾することとなる。したがって、関係者を絞り込んだほうが会社更生ないし清算は速やかになる。

しかし、担保付きとはいえないリスクの大きなディフォールト社債を法的な義務がないにもかかわらず、受託会社が買取つてきたのは、受託会社が社債発行会社のメインバンクであったからである。すなわち、メインバンクは取引先企業が破綻の危機に瀕した場合、追加的な救済融資を行うなどして、自行の当初のリスク負担を超えるリスク負担を行うことが指摘されている。いわゆるメインバンクの保険機能であるが、ディフォールト債の買取りもその延長線上にあつたといえる。つまり、社債は融資の変形といわれていたように、企業金融において融資と競合するのではなく、融資の補完的な役割を担わされていたが、それは言い換えれば、社債発行がメインバンク制度の中に回収されていたことを意味しており、メインバンクによる保険が付されていたわけである。そして、メインバンクはこの保険機能を社債市場に対しても負担することで、社債市場に対して権限を確保するとともに、高率の手数料の根拠としていたのである。

3 最近の社債ディフォールト

ところで、慣行として定着してきた受託銀行一括買い取りは、一九八五年の三光汽船の事例を最後に以後行われていない。一九八〇年代以降のスイスフラン建私募債は、そもそも国内債のような受託会社が設置されていないため、買い取り処理がなされたのは当然であるとして、受託会社の設置された国内債では、一九九三年一月に倒産した村本建設（私募普通社債）をはじめ、今年に入つて京樽（同）、ヤオハン（公募転換社債）といつた事例において、受託会社は不買い取りを発表している（京樽の事例ではまだ不買い取りが発表されたわけではないが、その公算が強いといわれる）。つまり、村本建設の事例以降、受託会社の姿勢がはつきりと転換したといえる。この三例をみてみよう。

(1) 村本建設の事例

同社は一九〇八年設立の奈良県下最大、全国二三位のゼネコンで、破綻時の資本金二四億円、従業員約二〇〇〇名、九三年六月期の売上高は二九一五億円を計上していたが、バブル崩壊後工事の採算が悪化（当期損失約三〇億円）していた上、債務保証を行つていていたゴルフ場工事が行き詰まつたことから資金繰りも悪化し、一九九三年一月一日奈良地裁に会社更生法適用申請を行つた。いわゆる「バブル企業」の破綻であり、九三年六月期の長短借入金は二四五億円であるが、子会社や下請け会社の債務保証を加えると約五三〇〇億円にのぼり、戦後最大の倒産と報じられた。⁽⁷⁾ ただし、その後裁判所への届出債権額は約六三〇〇億円に達している。⁽⁸⁾

同社破綻時の金融機関長短借入金残高は、大和銀行四二八億円、南都銀行三一〇億円、日本長期信用銀行二三〇億円、第一勧業銀行一七七億円、さくら銀行一三五億円、三和銀行一二八億円、その他一〇一七億円、合計一四五億円となつており、またディフォールトとなつた社債は、第一回債四五億円（主受託・大和銀行）、第二回債四五億円（第一勧業銀行）、第三回債二二億円（日本長期信用銀行）、第四回債二五億円（さくら銀行）、第五回債二五億円（大和銀行）、第六回債二五億円（南都銀行）であり、すべて国内担保付私募普通社債（土地担保）であった。そして、同社の破綻の経緯をみると、大和・南都・長銀・一勧が、九三年一～三月の運転資金と

して一四〇億円、さらに九月までの運転資金として一一〇億円をそれぞれ協調融資し、またその間四月に大和、七月に南都が役員派遣を行い、三年間で一〇〇〇億円の不動産売却を柱とする再建計画を策定した。しかし、この再建計画はほとんど進行せず、四行は支援継続が困難として、それを打ち切ったことから、同社は更生法申請に至った（それに伴い役員派遣も引き上げている）。ゼネコンの場合、更生法を申請すると、開始決定がなされ、会社存続が決定されるまで工事の受注ができず、そのことがかえって再建を困難にする可能性があること、さらにメーカーと違つて裁判所が更生開始を決定する可能性が低いことが指摘され、更生法申請はあり得ないと経営者が表明していたにもかかわらず⁽⁹⁾、更生法申請しか手段がなかつたことは、逆にそれだけメインバンクの支援打ち切りの姿勢が冷厳であったことを物語つっているといえる。

一九九五年一二月、同社の更生計画案が関係人集会において認可されたが、ここで受託銀行が同社債を買い取らないことも確定し、私募債とはいえた国内債のデイフォールトで受託銀行が一括買い取り処理を行わなかつた戦後初の事例⁽¹⁰⁾となつた。そして、社債も更生計画案に沿つて弁済されることとなつたが、管財人が担保不動産を再評価した際、その評価額は発行総額を下回つたため、六本の社債のうち完全に弁済される更生担保権となつたのは一、二回債と三回債の一部で、その他は一般更生債権とされ、九〇%以上がカットされた上、弁済期間は二〇〇一年八月末から二〇一四年五月末までの一四年間とされた。したがつて、同社五回債の投資家である日本生命、六回債の住友生命の弁済率はそれぞれ六・四%、七・六%であると報じられた⁽¹¹⁾。

(2) 京樽の事例

同社は一九五〇年に設立された、持ち帰りすしチェーン店およびファミリーレストラン七六一店舗を経営する

外食産業大手であり、東京証券取引所一部上場会社（上場一九八二年）であるが、米国におけるレストラン事業の失敗や国内不動産投資の失敗、さらにグループ企業の財テク失敗などが重なり、経営破綻した。経営破綻時の資本金は、一二七億円、従業員数約一八〇〇人であり、売上高は一九九一年一二月期にピークの八二五億円を計上した後、減少傾向をたどり、九五年同月末五八二億円、九六年同月末には五五八億円と落ち込み、九五年同月末から赤字一二億円計上、九六年同月末の最終損益は一四〇億円の赤字となつていた。

また、破綻時の負債総額は、京樽本体の借入金七九四億円（うち保証債務一二五億円）、グループ会社の負債三七〇億円であり、主な借入先は富士銀行、第一勧業銀行、三和銀行、さくら銀行、安田信託銀行などであり、ディフォールトとなつた社債は、第六回債二〇億円（主受託・第一勧業銀行）、第七回債二〇億円（主受託・富士銀行）であり、いずれも国内無担保私募普通社債であつた。

さらに、破綻に至る経緯をみると、業績低迷の中で財テク（海外投資、国内不動産および株式投資）失敗が打撃を与えたことは明らかであるが、その間メインバンクの富士銀行と対立が続いており、九三年に同行から派遣された役員は、経営再建策をめぐる同社オーナーとの確執が原因で退社し、結果的に同行は最後まで積極的な支援を行わなかつたことが報じられている⁽¹²⁾。その後、京樽は冷凍食品の大手である加ト吉が支援を打ち出し、同社役員が管財人代理に選任され、更生計画を策定することとなり、現在に至つている⁽¹³⁾。

なお、同社は東証一部上場会社であつたため、会社更生手続き開始にあたつて取引所に報告書を提出している。それによると、一九九六年一〇月末の資産総額一〇四九億円、負債総額七六九億円は、資産総額六二三億円、負債総額一〇一三億円に修正されており、その理由として、資産については回収困難な債権控除および不動産・株式の時価評価、負債については保証債務一三三億円の増額計上および買い取り予約の不動産の予想損失の引当て

金一三三億円計上の結果としている。

(3) ヤオハンの事例

ヤオハンジャパンは、一九六二年設立の静岡県を地盤とする中堅スーパーであり、東京証券取引所一部（一九八二年上場）をはじめ、名古屋およびシンガポールにも上場していたが、国内はもとより、東南アジア、中国、イギリス、アメリカなどへの積極進出が経営を圧迫し破綻した。破綻時の資金は二三七億円、従業員数約二二〇〇名、店舗数は国内四二、海外二六であり、一九九七年三月期の売上高は一六一九億円であったが、百貨店子会社の経営不振による特別損失のため、最終損益は三五九億円の赤字計上となり、九月一八日会社更生法申請に至った。

また、破綻時の負債総額は一六一三億円で、九〇七億円の債務超過であり、負債内容は、保証債務未払い金四九〇億円、短期借入金二一九億円、長期借入金二二七億円、転換社債三七四億円などとなつており、取引銀行は東海銀行、日本長期信用銀行、住友信託銀行、大和銀行、日本興業銀行などであるが、いわゆるメインバンクをもたず、転換社債を中心とした資本市場による資金調達に依存していた点が同社の財務戦略上の特徴であった。したがつて、経営内容が悪化する過程においても、銀行からの支援はなく、また同社からの要請もなされなかつたといわれる。⁽¹⁴⁾

同社の資金調達の中心となつたのは、転換社債であつたが、会社更生法申請によつてこれらはディフォールトとなつた。具体的には、第一回債一〇〇億円（残高八八億円、管理会社・長銀・住友信・東京三菱、引受幹事・新日本・野村・和光など）、第二回債二〇〇億円（残高一九八億円、管理会社・住友信・東海・東京三菱・さくら、引受幹事・和光、新日本・野村）、円建転換社債一〇〇億円（残高八八億円、引受幹事・野村シンガポールなど）であるが、すべて無担保公募発行であり、国内公募債のディフォールトとしては、一九八五年の三光汽船以来の事例となつた。そして、同社債については、管理会社は買い取りを行わないことを表明しており、会社更生法上の手続きに従つて処理されることが明らかとなつている。⁽¹⁵⁾

(4) 不買い取りの定着

以上の三例をみると、いずれの会社もオーナー型経営であり、かつメインバンク関係が希薄ないし解消状態となつていた点に共通性がある。前述のように、村本建設は同族の持株比率が九〇%を越えるオーナー会社であり、再建過程でメインバンクの支援が打ち切られている。また、京樽も創業者の資産管理会社の持株比率が三〇%以上を占めており、経営者とメインバンクとの間の関係は修復されないまま破綻している。そして、ヤオハンも創業者一族が会長および社長を占めており、メインバンク関係を持たず資本市場からの資金調達を柱とする戦略を探つていた。したがつて、すでにみたように、ディフォールト社債の買い取りがメインバンク関係を基礎として行われたことを前提とするならば、これらの事例で買い取り処理が行われなかつたのは当然といえる。

逆に言うと、メインバンク関係の強い発行会社の管理会社設置債でディフォールトが生じた場合には、未だ買ひ取る可能性も残されているが、以下の要因から買い取り処理が困難になつてゐると思われる。

まず、銀行側の体力低下があげられる。従来の買い取り処理については、有担保であり、幾分の例外はあるものの回収の可能性が高いもののが多かつたが、現在は無担保が主流であり、また担保付きであつても担保価値が低下しているなどの理由から、回収の可能性が低い場合が多くなると思われる。その上、社債の発行総額も従来に

比べると大きくなっているため、買い取りを行った銀行側の損失は大きく、それを負担するだけの体力がない場合が考えられる。

次に、株主代表訴訟の対象となる可能性があることである。この点については、かつて買い取り処理がなされた際にも論議されたが、一九九三年商法改正前であり、実際に提訴された事例はなかつたと思われる。しかし、商法改正後は、周知のように株主代表訴訟が多発し、回収の可能性が不透明な社債の買い取りは株主代表訴訟の対象となる可能性が高く、銀行側もこの点を不買取の理由にあげている。⁽¹⁷⁾

第三に、一九九三年商法改正によって社債募集の受託会社が社債管理会社と改められ、その権限と義務が明確化されたことである。もっとも、この改正においても、デイフォールト債の買取についてはなんら規定がないが、この改正によって管理会社の役割が明確化したことから、社債管理手数料はかなり引き下げを余儀なくされており、もはや一括買取処理という、いわば保険機能を提供するだけの手数料率となつていらないものと思われる。

第四に、かつて一括買取処理を行うことによって受託銀行は社債市場全体に影響力を持つことができたが、現在そのような影響力は失われている点である。すなわち、かつて起債市場は受託銀行と証券四社などから構成される起債会によってマクロ的に統制されていたが、起債会は当局の指導のもとに受託銀行のイニシヤティブで運営されていたといわれている。そして、社債は融資の補完的な位置づけを与えられ、社債市場もメインバンク制度に回収されていったのである。ここで受託銀行が影響力を持ったのは、自らが直接的に社債の大口消化先となる一方、デイフォールトの際には買取によりリスク負担を行つたためである。しかし、今日すでに起債会は廃止され、受託銀行がマクロ的に起債市場に影響力を持つことはなくなっている。また、社債発行が融資の

補完的役割に取り込まれていたのと異なり、むしろ融資と競合する関係にすらなつておらず、銀行側がデイフォールト債を買取つてまで起債市場に関与するメリットはほぼ失われたといえよう。

4 社債デイフォールトの影響

最後に、最近の社債デイフォールトの発生にともなつてどのような影響がでているのかを見てみよう。

まず、発行会社では社債の買取入れ消却を実施するところが現れただである。前節で見たように不買取の三例はいずれもメインバンク関係が希薄ないし解消していた点で共通しており、メインバンク関係の強い発行会社のデイフォールト事例はない。しかし、ゼネコンのなかには相当経営状態の悪化しているといわれる発行会社があり、そのような発行会社の場合、社債の買取入れ消却を実施している。例えば、青木建設の場合、国内無担保公募発行の第二～五回の転換社債（残高約一三九億円、管理会社・日本興業銀行、あさひ銀行）に対して、一五億六〇〇〇万円を買取入れ消却している。これは転換社債の市場価格が発行価格を大幅に下回っていることから、消却益をねらいとしたものであるが、買取入れ資金はほぼ全額メインバンクのあさひ銀行と日本興業銀行からの借り入れであり、社債を融資に置き換えたといえる。また、期末の社債償還資金についてもメインバンクとの間で融資交渉が行われているといわれ、メインバンクが相当支援していることを伺わせるものとなつていて。⁽¹⁹⁾ この背景には、同社に対しても興銀から二名（副会長・副社長）、あさひ銀行から一名（副社長）の役員派遣が行われ、強いメインバンク関係があることがあげられるが、強まっているデイフォールト・リスクをメインバンクが未然に取り込もうとする動きともいえる。

次に、投資家側ではデイフォールト・リスクに対しきわめて慎重になつていることがあげられる。すなわち、

BBB格以下の銘柄を購入しないことを内規によって定める投資家がでてきており、実際 BBB格銘柄のスプレッドは急激に上昇している。例えば、A格と BBB格の利回り格差は、残存期間一年の場合、今年四月七日時点では二・二三三一%出合つたのにに対し、一〇月二〇日現在六・一五一%となつておらず、大きく開いている。また、個別銘柄では、フジタ一三・三%，日本国土開発一三・一%などといった銘柄も現れている。

最後に、このような投資家の反応を受けて、引受け証券会社は BBB格銘柄の引受けを中止する事態が発生している。すなわち、七月二九日に条件決定した二チロ債から一〇月一三日のミノルタ債まで発行が途絶え、ミノルタ債も知名度の高さがあつたために発行が可能となつたといわれ、今後の BBB格銘柄の起債は不透明といわれている。⁽²⁰⁾また、銘柄によつては、利回りを上乗せしてもかえつて警戒感を強めるだけで逆効果といった例もあるといわれている。

5 まとめ

以上、最近の社債デイフォールトの発生とその影響を考察したが、最後に今後デイフォールトがある程度発生することを前提として、その際の課題を指摘すると以下の点があげられる。

まず、デイフォールト後の処理ルールがいまだ十分に確立されているとは言い難いことである。社債管理会社による買取りは行われないとしても、現在社債の約七割は管理会社不設置債であり、これについては社債権者が個別的に権利行使するのか、それとも集団的に権利行使するのかが不明であるし、さらに集団的に権利行使するにしてもその実務的な方法や費用の点で課題も多いと考えられる。⁽²¹⁾

次に、デイフォールト後の企業の財務状態に対する開示がほとんどされないことがあげられる。すなわち、考えられるが、それについては別稿を期したい。

注

- (1) 拙稿「戦前日本におけるデイフォールト社債処理」、「証券経済研究」、第七号、一九九七年五月、参照。
- (2) 日本興業銀行編「証券」金融財政事情研究会、一九九六年、三五〇ページ、参照。
- (3) 明治鉱業の事例については、小林和子「社債整理と受託銀行」、「証券経済研究」、第六号、一九九七年三月、参照。
- (4) 商法第三三四条による。なお、担保付社債信託法上の規定との関係については、上柳克郎・鴻常夫・竹内昭夫編『新版注釈会社法（一〇）』社債（一）、一六五・六ページ、前田庸執筆担当、参照。
- (5) 会社更生法第一〇五条による。
- (6) 戦後における受託銀行によるデイフォールト社債買取については、拙稿「デイフォールト社債買取とメインバンク制度」、「証券研究」、参照。
- (7) 「日本経済新聞」、一九九三年一月一日。
- (8) 「官報」、一九九六年一月三〇日。

(9) 「日本経済新聞」、一九九三年一一月一五日。

ただし、一九五三年にディフォールトとなつた津上製作所債は、償還期限延長で決着しており、一括買い取り処理はなされなかつた。しかし、この事例では会社更生法申請がなされた後、その申請が取り消され、和議によつて解決された。したがつて、会社更生法が適用された事例で、一括買い取りがなされなかつたのは村本建設債が初であると思われる。また、ヒアリングによると、レック（一九九二年）の国内私募普通社債も買い取り処理がなされたかつたといわれるが、資料的に裏付けられない。

(10) 「日本経済新聞」、一九九五年一二月二三日、および「日経公社債情報」、一九九七年九月一九日、参照。

(11) 「日本経済新聞」、一九九七年一月二〇日。

(12) 「日本経済新聞」、一九九七年四月一日。

(13) 「日本経済新聞」、一九九七年九月一九日。

(14) 「日本経済新聞」、一九九七年九月一九日。

(15) 「日本経済新聞」、一九九七年九月一〇日。

(16) 「日本経済新聞」、一九八五年八月三一日、参照。

(17) 「日本経済新聞」、一九九七年一〇月九日。

(18) 吉戒修「平成五年商法改正の解説（6）」、「商事法務」、第一二三三〇号、一九九三年八月一五日、参照。

(19) 「日本経済新聞」、一九九七年九月一九日。

(20) 「日本経済新聞」、一九九七年一〇月一四日。

(21) 詳しくは、田頭章一「社債発行会社のディフォールトと投資家の権利保全・行使（上）（下）」、「金融法務事情」、第一四六四号および第一四六六号、一九九六年一〇月一五日および一月一五日、参照。

「全米市場システム」とは何だつたか

伊豆 久

1 はじめに

本稿では、米国の「全米市場システム」(NMS : National Market System)を取り上げ、七〇年代末以降の米国の証券（株式）取引システムにおける公正と効率性のあり方について簡単に検討することとする。「全米市場システム」については、すでに多くの紹介・検討がなされてきたが、一九六〇年代の市場間競争や日本の取引システムとの違いを念頭に、改めて論点の整理をおこないたい。

2 「全米市場システム」の定義

日本でも、今年六月の証取審報告書で取引所集中義務の撤廃が謳われ、現在、市場外取引を認めた取引システム実現のための議論が進められているが、それでも、NMSが一つのモデルと見なされているものと思われる。しかしながら、ではNMSとはそもそもいかなる取引システムかとなると、明確な説明は容易ではない。ところでも、米国の証券関係法にみるSECの規則等にも、NMSとは何かを定義した箇所がないからである。NMSは、確かに一九七五年証券諸法改革法 (Securities Act Amendments of 1975) によって新たに三四年証券取引所法に挿入された第一一A条を法的根拠とするのであるが、それでは、NMSの内容が定義されておらず、ただNMSの目的およびNMSを確立するための権限をSECに委ねる」とが定められているだけである。

しかも、その目的の中には、「ブローカーおよびディーラー間、取引所市場および取引所市場と取引所市場との公正な競争」(c-1)、すなわち「市場間競争の促進」が述べられている一方で、同時に、「i および iv の規定に矛盾することなく」との限定つきながら、「投資者の注文がディーラーの関与なく執行される機会」(c-v)、つまり「オーケション原則の維持」も掲げられているのである。しかしながら、市場間競争とオーケション市場とは、原理的には相いれないものである。そのため、この三四年法一一A条だけから、NMSの内容を理解することはできず、NMS構築の権限を委ねられたSECの実際の証券政策から判断するほかないのである。そうすると、七〇年代後半の一連の施策から、とりあえず、NMSとは、取引所集中義務の緩和によって市場間競争を促進する一方で、市場間をコンピュータ・システムでリンクすることで注文の最良執行を実現しようとすると、理解することができる。

NYSE会員に対する市場集中義務の緩和によって市場間での注文獲得競争が促進され、その結果、執行コストの引き下げ、投資家の多様なニーズに対応した新たな取引システムの構築など様々な技術革新が実現してきた。こうした証券取引システムに関する目覚ましい革新がNMSの最大の成果である。かつ同時に、すべての執行業者に対して、各市場を結ぶCQS（総合気配表示システム）で表示されている最良価格（最も高い買い気配と最も安い売り気配）と同じかよりよい価格での執行が義務づけられているため、市場間で大きな価格差があるといった事態が防がれている。取引価格の公正さを維持しながら、競争による取引システムの効率化を実現すること、これがNMSの最大の目的だったのであり、それは後述のような限界をもちながらも一定程度実現されたと言つてよいであろう。

3 「全米市場システム」の背景

(1) 市場の分裂

次に、こうしたNMSが導入されるに至った背景は何だったのだろうか。一つには、よく知られているように、一九六〇年代に生じた、機関投資家の成長による市場の分裂である。

年金基金・生命保険・ミューチュアルファンドなどの機関投資家は、NYSEが会員証券会社に徴収を義務づけていた固定委託手数料を割高とみなし、第三市場（非会員会社によるNYSE上場銘柄の店頭市場）や、実質的に手数料割引を認めていた地方取引所での取引を増加させた。これが「市場の分裂」と呼ばれたのであるが、そこで問題となつたのは二つの点であった。その一つは、同じNYSE上場銘柄が複数の市場で取引されるだけでなく、その取引価格が市場間で異なるという事態が生じた点である。市場間で取引情報を伝達する手段が講じられていかなかったため、株価が分裂してしまつたのである、これは取引の公正を著しく損なうものと考えられた。それと類似しているが区別すべきもう一つの問題点は、地方取引所や第三市場への取引の流出によりNYSEでの流動性が減少してしまつたことである。オーダードリブン型（注文駆動型）の取引システムを探っているにもかかわらずすべての注文が集まつていない以上、NYSEで形成された価格が「真の価格」であるか否かの疑念を生じさせ、かつ、「価格変動を大きくさせる」となつたのである。

(2) 「市場の分裂」の解消と「全米市場システム」

NMS創設の目的の一つは、こうした事態を解消することであつたが、そのためにNMS創設という方法が選ばれたのはなぜだろうか。と言うのは、右に述べた問題を解決するためには、NMSの創設以外にも様々な対

応策が與えたからである。

例えば、NYSEの大口注文向け委託手数料を引き下げるという方法はなぜ（一時期を除いて）採られなかつたのであらうか。NYSEからの注文の流出が機関投資家の大口注文を中心としており、その原因は委託手数料の高さだったのであるから、それを防ぐためには、何も手数料を「自由化」する必要はない。大口注文の委託手数料を引き下げればよいはずである。

あるいは、マーチンレポートの单一市場アプローチのように市場そのものを一つに統合するという方法も與えたはずである。同一の銘柄が複数の市場で取引されるところから市場の分裂が生じるのであるから、その市場を一つに統合し既存の取引所はその支所として重複上場（重複取引）を排除してしまえば、市場の流動性は高まり一つの銘柄には一つの価格だけがつけられることになる。この場合、市場の公正性は最も高いと言えるであろう。

ところが、米国の議会やSECはこうした方法を否定し、手数料に関しては引き下げでなく自由化を、市場に関しては単一化ではなく競争を選択したのである。

と考へると、手数料に関しては、その大きさだけではなく、その決定方法（取引所が固定手数料を決定するのか、顧客と証券会社が交渉によって決定するのか）にも問題があつたとみなされていたことになる。対応を要する問題は、実は「市場の分裂」だけでなく、その、別の問題を解決するために、手数料の大きさだけでなくその決定方法のありかたも変更されたものと考えられる。また、六〇年代のような「市場の分裂」は改善すべきであるものの、と言つて、公正を確保するために取引を集中するという方法も望ましくないと見なされていたことになる。

このように考へると、そこに共通する、もう一つの問題とはNYSEの独占性という問題であつたと思われる。手数料の大小ではなく、NYSEが手数料を決定するという仕組みそのもの、注文がNYSEに集中するという事実そのものが、解決を要する事態とみなされたのである。

したがつて、NMSが必要とされた理由は、「市場の分裂」とNYSE独占の問題の一つあつたと考えられる。そして、「市場の分裂」に関しては、その問題は価格の分裂のみであつて、そこで生じている市場間競争そのものは否定すべきではないと考へられていてと推測される。

(3) 取引所独占批判の高まり

NYSEの独占はなぜ問題視されるようになつたのであらうか。取引所とは、そもそも独占的でなければ機能しないものである。よりよい価格を見つけるためには、できるだけ多くの注文を集めることができることが必要である（独占の必要性）。また、注文の集中は価格を向上させ、よい価格の市場にはより多くの注文が集まるため、自然に独占が成立することになる（独占の必然性）。そして、すべての取引が集中していれば、取引の公正を監視する上でも都合がよい。このように、証券取引所は、本来、独占的なものであり、独占的でなければならないものである。しかし、独占的であると市場の脅威にさらされないため非効率化等の弊害が生じる可能性がある。そのため、市場の規律に代わって行政によつて監督されるのである。証券取引所にとどまらず、通信産業、運輸産業においても理屈は同様である。

しかし、こうした考へ方に對して、シカゴ学派などの市場機能を重視する新たな産業組織論から強い批判が浴びせられるようになった。ハーバード学派を中心とする伝統的な産業組織論は、市場機能を維持するためにこそ

原則として独占を禁止し、かつ自然独占が成立する場合には当局による監督下に置くことを主張してきた。ところが、シカゴ学派の新市場主義論者は、独占的であつても潜在的な競争圧力が存在する場合には、効率的なパフォーマンスと両立しうる等の主張を展開はじめた。こうした議論は、独占的な組織であつても市場規律にさらされているケースをより広く認めることにより、独占化の容認、行政から独占体への規制の軽減・撤廃、独占的公共事業の民営化、を推進する役割を担つたのである。こうした考え方は、六〇年代末からのスタグフレーションに対する対応能力の欠如、財政赤字の増大傾向などを根拠としたケインズ学派批判と呼応しながら影響力を拡大していくことになる。

こうした旧来の競争政策から大きな転換が、証券・金融に限らず、産業政策全般で進められていったのであり、証券取引システムにおける市場間競争の促進においてもこうした潮流が大きな影響を与えたと考えられる。そして、当局による規制が信頼できないとなると、それに代わるのは、市場の規律にさらすか、株式会社化などの新たな監督メカニズムの導入である。市場にさらすには、歐州のように時差が小さければ外国市場との競争という方法も可能であるが、米国では取引所集中義務を緩和することによって、取引所間のみならず、取引所と証券会社（店内執行）間の競争を促進するという方法が採られたのである。

4 「全米市場システム」の内容

(1) 取引所集中義務の緩和

具体的に、NMSの下での市場集中義務の緩和はどのように進められたのであらうか。

はじめに、第三市場について確認しておこう。米国では、従来より、非会員業者に対しては取引所規則の効力を由化されると第三市場は事实上消滅してしまうのである。

では、日本で第三市場が成立しないのはなぜであろうか。その理由は、非会員会社であつても、免許申請時の添付書類である業務方法書への記載指導という形で、市場集中義務、固定手数料徴収義務が課せられているためであろう。した指導の法的根拠は、証券取引法第六六条の二（大蔵大臣は、協会に加入せず、又は証券取引所の会員となつていな証券会社の業務について、公益を害し、又は投資者保護に欠けることのないよう、協会又は証券取引所の定款その他の規則を考慮し、適切な監督を行わなければならぬ）に求められていると思われるが、この条文は、取引所や協会が会員制度を採つてることと矛盾するのではないだろうか。すべての証券会社に取引所規則の順守を義務づけるのであれば、規則を法令化すべきであるが、その際には、取引所は会員組織としての性格を維持できなくなるであろう。取引の公正を維持するためとはいえ、こうした措置は原則的でないよう思われる。

米国の場合は、非会員会社に対する市場集中義務がそもそも存在しなかつたのであるから、NMSの下での新たた市場集中義務の緩和は、NYSE会員業者に対する集中義務を撤廃するという形で進められた。

それは、SECが七五年に三四年証券取引所法規則（以下、規則）一九c—1を採択したことによる。それによつて、NYSE会員業者であつても、委託注文の場合は取引所外へ回送・執行してもよいことが認められた。七七年には、委託注文同士のクロスおよび自己勘定取引についても場外執行を認め、一九c—1と併せて市場集

中義務を完全に撤廃することになる規則一九〇—2が提案されるが、その影響が余りに大きいと懸念されたため、それは八〇年に撤回された。代わりに採択されたのが一九〇—3で、それによって七九年四月二六日以降に上場した銘柄に限つてはあるが、自己・委託を問わず市場集中義務の適用対象は、七九年四月二六日以前に上場したがつて、現在のNYSE規則三九〇条が定める市場集中義務の適用対象は、七九年四月二六日以前に上場した銘柄について、NYSEの立会時間中で、かつ会員の自己勘定での注文と委託注文同士のクロス注文の場合に限られてくる。また、自己勘定・委託注文のクロスであつても、立会時間外であれば海外の店頭市場で執行することが認められている。言い換えると、委託注文であればすべての銘柄について、自己勘定での注文については一九〇—3銘柄について市場集中義務が撤廃されており、またそれ以外の注文・銘柄についても海外市场、主にロンドン市場を利用す」とが比較的容易であるため、市場集中義務の範囲はかなり限定されている。しかし、米国では、市場集中義務は撤廃されたわけではなく、正確には「緩和」にとどまつてゐる。

(2) 価格の公正の維持

本来、独占的であることによつてはじめて機能する取引システムに、市場外取引を認めたのであるから、そのままでは市場価格が分裂してしまふ恐れがある。それを防ぐためのシステムが、通信回線で市場を結び価格情報等をリンクするという方法である。各市場での取引情報、気配情報を集中し公表するシステム、および最良気配を出していゝる取引所に注文を回送できるシステムであり、それが、CTS、CQS、ITSである。

CTS (Consolidated Transaction Reporting System : 総合データシステム) は、直近の取引情報を公表するもので、銘柄・取引価格・株数・執行市場名を表示する。対象銘柄は、一九七六年四月の稼働開始時

には、NYSE・Amexおよび地方取引所の一一定の上場銘柄に限られていたが、一九八二年からNASDAQ/NMS銘柄も加えられる。第三市場、PTS私設取引所を含めて国内で約定された取引はすべてCTSに報告されているが、海外取引分は含まれていない。

CTSが、取引の事後情報を公表するシステムであるのに対し、一九七八年に始まつたCQS (Composite Quotation System : 総合気配表示システム) は、事前情報を伝達するシステムである。CQSには、各取引所スペシャリストの買い呼値・売り呼値およびその価格で執行可能な株数が表示されている。そして、最良執行を実現するため、すべての執行者は悪くともCQS上の最良気配で執行することが義務づけられている。そして、この義務づけが、事実上、NMSにおける最良執行の必要条件になつてゐる。

CQSが、市場情報をリンクするものであるのに対して、ITS (IntermarketTrading System : 市場間取引システム) は、最良気配を出していゝる市場での執行を可能とするため、注文そのものを市場間で回送するシステムである。ただし、ITSで注文を回送するのはブローカー証券会社ではなく、各取引所のスペシャリストである。証券会社から注文回送を受けた取引所のスペシャリストが、よりよい気配を出して他の取引所に注文を回送するためのシステムである。七八年四月にNYSEとフィラデルフィア証券取引所間で試験的に稼働し、その後、連結取引所、対象銘柄が拡大されましたが、第三市場とPTSは参加していない。

こうしたシステムによつて価格の分裂は一定程度、防がれているのであるが、同一銘柄が複数の市場で取引されていゝることのもう一つのデメリットである、流動性の低下とそれによる価格発見機能の低下については、市場間のリンクでは解決されたことにならない。事前・事後の売買価格が公表されているため、市場間で売買価格が大きく掛け離れることは回避されていゝとはいへ、すべての注文が一つの市場に集められない以上、それぞれの

市場の流動性は理論上十分とは言えず、その価格もその時点でのすべての需給を反映したものとは言えない。そして、この問題に対してもNMSは、何の手当もおこなっていないと言わざるをえない。市場間競争を認める以上、これは解消しえない問題だからである。

ただ、実際には、NYSEのシェアが八割以上を維持していることからすると、SECは、NYSEの一定のシェア維持を根拠に、NYSEの価格発見機能が大きく損なわれているわけではなく、またNYSEでの価格からの乖離が防がれている以上、NMS全体としての価格発見機能に大きな問題があるわけではない、と考えているものと推測される。

5 市場間競争の実際

(1) 市場間競争と〈独占の必然性〉

十全とは言えないまでも、このような対応策のもとで市場集中義務が緩和されてきたわけであるが、では、先に述べた、取引所は必然的に独占化するという点についてはどうなっているのであらうか。つまり、制度上でいくら市場間競争を解禁・促進しても、それだけで実際に市場間競争、具体的にはNYSE以外でのNYSE銘柄の取引が進むわけではない。取引所が独占的であったのは、制度的に市場集中義務が課せられていた（独占の必要性）からだけではなく、流動性の集中と価格の向上は相互に作用しあうため、取引の執行場所は自然に一ヵ所に集中する性格があるからである（独占の必然性）。市場集中義務が大幅に緩和されたNMSの下でもNYSEが高いシェアを維持しているのはそのためである。しかし、では、残りの二割近くがNYSE以外で取引されているのはなぜであろうか。こうした注文は、なぜ最も流動性が高く、最も価格発見機能の高いNYSEに回送さ

れないのであろうか。

(2) 一九六〇年代の市場間競争の性格

NMS下の市場間競争の実際を見る前に、対照のために、六〇年代にNYSE以外での取引が増大した理由を確認しておこう。その最大の理由は、NYSE会員の委託手数料が高かつたからであった。ということは、それは結果的に執行市場の間の（NYSEと地方取引所・第三市場）競争として現れたが、正確には、ブローカーとブローカーの間の競争であったと言うべきであろう。ブローカーが顧客から徴収する手数料の多寡をめぐる競争だったからである。ところが、その競争において、手数料を決定する権限が取引所にあつたため、NYSE会員業者は著しく不利な立場に立たされることになった。つまり、機関投資家が避けようとしたのは、執行市場としてのNYSEではなくNYSE会員の高い委託手数料にすぎなかつたのであるが、そのことが、結果的にNYSEという執行市場を避けることになつただけのことである。このように考えると、六〇年代における市場間競争は、執行手法や執行コストをめぐる純粋な意味での執行市場間の競争ではなく、主としてブローカーの対顧客手数料をめぐるブローカー間の競争によるものだったと言えるであろう。本質的には執行市場での競争ではなかつたからこそ、独占化するはずの執行市場に一定の分散化が生じえたのである。

(3) 大口注文をめぐる競争

では、手数料が自由化され、六〇年代的な競争の要因が消滅したNMSの下で、市場間競争はどうに展開されてきたのであらうか。その一つは、執行方法そのものの差別化による注文獲得である。証券会社は、委託手

数料以外の執行コストにも着目するようになつた機関投資家からの大口注文に対し、自己勘定で受けたり（店内執行）、対等する他の大口注文を検索できるシステム（PTS）を提供したりすることで、注文獲得を図ってきた。オークション市場を通さないことで、マーケットインパクトを避け、あるいは匿名性を維持したまでの執行がなされているのである。これは、六〇年代的なブローカーの委託手数料をめぐる競争ではなく、まさに執行市場における、つまり執行のあり方をめぐる競争が展開されているということである。

しかし、こうした競争のあり方の妥当性を巡つては様々な議論がなされてきた。これが、インデックスファンドの運用者など、執行コストに敏感な機関投資家にとって望ましい執行形態であることは言うまでもない。また、市場の公正という観点からも、企業業績の評価の変更をともなわないファンドのキャッシュフローへの対応などの売買を主市場の外側でおこなうことにより、市場における不必要的価格変動を避け、かえつて市場価格をより企業実績を反映したものにしており、との評価もなされている。しかし、その一方で、執行方法の多様化はすなわち市場の分断であり、市場全体の流動性を減少させる、また、公正な価格とは、企業のファンダメンタルを反映しているか否かという（企業業績に対する相対的なものとはいえ）「価格の大きさ」の問題ではなく、すべての需給を反映しているか否かという「価格形成のあり方」の問題であり、その点で市場の公正を損なうものとの批判もなされている。執行方法の多様化は、価格の分裂を含んでいなくとも、まさしく執行市場の分裂だからである。

（4）小口注文をめぐる競争

NMSの下で生じているもう一つの注文獲得競争は、小口注文をめぐつて展開されている。地方取引所や第三

市場のマーケットメイカーは、五〇〇〇株ぐらいまでの小口（成行）注文の仕切り売買に特化し、そのシェアを拡大させている。六〇年代の市場間競争が大口注文中心だったことからすると、大きな違いである。七〇年代後半に一旦消滅した第三市場もこうした取引によつて八〇年代末から復活したのである。では、こうした競争はなぜ可能となつていているのであらうか。

その理由は、CQS上の最良気配は事実上ほとんどNYSEで形成されているものの、NYSEのスペシャリストは市場実勢を反映していないと見なした注文は表示しないことがあり、その結果、CQS上の最良気配のスプレッドが比較的大きいためである。執行業者に課せられた最良執行の条件は、CQS上の最良気配での執行であるため、執行業者には自己勘定で執行することで大きな利益を得ることが可能となる。そのため、第三市場等のマーケットメイカーは、自己勘定で即座に執行できる小口注文の獲得に特化し、かつ、注文を回送してくれるブローカーにリベートを払うことで取扱高を拡大してきたのである。それがオーダー・フロー・ペイメントである。地方取引所も、その取引の六～七割がディーラーの自己勘定による売買となつており、もはやオークション市場としては機能していないと言つてもよいであろう。しかもそのディーラーの多くは、大手ブローカーの子会社となつてるのである。注文回送を確保し、かつ右に述べたスプレッド益を内部化するためである。

対するNYSEの側も、「価格向上」を売り文句に小口注文のシェア回復を図つてゐるが、それも、最良気配のスプレッドが大きいからこそ可能な現象である。NYSEは、発注時の気配よりよい価格で約定されるケースが多いことを宣伝しているが、それは、もともとの気配がすべての注文を反映しておらず、スプレッドが実勢よりも大きいために可能なことである。つまり、価格が向上しているのではなく、比較の基準となるはじめの気配が広すぎるるのである。NYSEの「価格向上」も、その根拠は、他市場のオーダー・フロー・ペイメントと同じ

なのである。

(5) 日本での市場間競争の可能性

マーケットインパクト等を避けるための大口注文の場外執行は、日本でも東証以外でのクロス取引の形で事实上同様の取引がすでになされている。今後取引所集中義務が撤廃された時には、それを取引所外で完結させることが可能となるわけであるが、現在でも、事実上の約定は証券会社内部でおこなわれているのであるから、具体的な違いは、取引の管理を取引所がおこなうのか証券会社がおこない事後報告するかの違いにすぎないであろう。日本でも大口注文に関する市場外取引は、その適否は別にして、可能であると思われる。

しかし、NMSにおける小口注文をめぐる競争は、オーフショナルシステムとディーラーシステムを合わせた特異な米国の執行システムにもとづくところが大きい。日本のような完全オーフショナルの場合に、主市場の最良気配の範囲内で、同様の取引をおこなうことは困難であろう。

6 「全米市場システム」の終わり？

(1) 「全米市場システム」の問題点

NMSが、取引システムの効率化を促進したことは間違いないが、その一方で問題点も少なくない。何よりも、NMSでは、当初想定された気配による競争が生じていない。そもそも第三市場・PTSにはCQSに確定気配を表示する義務が課されていない。最良気配のほとんどはNYSEの気配であり、地方取引所や第三市場は気配の更新を試すことなくNYSEの気配をそのまま利用しており、その上で、自動回送執行システムによるコスト削減、小口注文の仕切り売買への特化、リペートの支払いなどを武器に注文を獲得しているのである。したがって、市場間で注文を回送するシステムであるBITS（市場間取引システム）の利用も出来高全体の5%に達することなく、最近は二%台に下がっている。NYSEへ回送するよりも自己勘定で売買したほうが利益が大きいからである。複数の市場が同時に価格発見機能をもつという想定が、そもそも現実的ではなかつたのではないだろうか。しかし、価格発見機能をもつ主市場とその気配を模倣するディーラー市場への分化は、最良執行の内容、流動性の分裂の有無、価格発見機能の質とコストなど様々な論争を引き起こさざるを得ないのである。

(2) 市場改革の行方

しかし、こうしたNMSの方は、今年導入された新たな注文取扱ルールや呼値単位の縮小によって変化する可能性があると思われる。

新しい規則によつて、マーケットメイカーは、自分の出した気配よりもよい価格での顧客指値注文があれば、それにもとづいて公表気配を更新しなければならないことになつた。このルールの影響は、NASDAQ市場ですでに大きく現れており、スプレッドの縮小、オーダー・フロー・ペイメントの減額ないし停止、マーケットメイク銘柄を縮小する業者の増大などが報じられている。

また、長年八分の一ドル（一二・五セント）に固定されてきた呼値の単位が一六分の一ドルに縮小され、今後さらにセント化される予定である。

こうした措置は、いずれも気配のスプレッドの縮小をもたらすものであり、七五年にブローカー市場で価格の自由化が実施されてから一〇年余りを経て、今度は、執行市場で価格が自由化されるに至つたものと解釈するこ

とができる。しかしながら、その時には、これまでのNMSの下での小口注文の獲得方法は機能しなくなる可能性もあると思われる。NASDAQでは、気配が縮小したためにマーケットメイクから撤退し、顧客から委託手数料を得て他のマーケットメイカーに注文をつなぐこと（ブローカレッジ）に特化する業者も増えていると言っている。事実上のディーラーマーケットと化している地方取引所でも同様の現象が進むと仮定すれば、その時には、NMS下の市場間競争も、これまでとは大きく変わることになるのではないかと思われる。

一〇月一〇日月曜日、ロンドン証券取引所はの ETS (Stock Exchange Electronic Trading Service) と呼ばれる新しい取引システムを導入した。へんじゆうの日は一九八七年一〇月一九日のブラック・マントーから約一〇年目に当たる日であるが、イギリスでは一九八六年一〇月二七日のビッグ・バンと呼ばれる市場改革から一年目に当たり、シティではこの新取引システムの導入はビッグ・バンⅡと呼ばれている。イギリスのビッグ・バンは株式売買手数料の自由化、ブローカーとディーラー（ジョバー）の兼業解禁、取引所集中義務を廃した競争的マーケット・メーカー制の採用、取引所会員権の取得制限撤廃といった証券市場改革がその中心であり、なかでも複数のマーケット・メーカーの気配値をスクリーンに表示することでフロアを廃した取引システムの採用はその後のロンドン市場の発展にとって極めて重要な変革であった。SEAQ (Stock Exchange Automated Quotations) と名付けられたこの取引システムの評価抜きにはビッグ・バンの評価は下せないとまで言われるやうであるが、その意味では今回の新取引システムの導入をビッグ・バンⅡと呼ぶのもあながち大袈裟だとは言ふきれないだらう。

本稿ではロンドン証券取引所における新取引システム導入の背景、新取引システムの概要、導入後の取引状況

ビッグ・バンⅡ

～ロンドン証券取引所の新取引システム～

吉川 真裕

を紹介する」と、わが国における将来の取引システムについて考える一助としたい。

1 SETS導入の背景

ロンドン証券取引所による新取引システムSETSの導入は、旧取引システムSEAQの老朽化に伴うシステムのバージョン・アップというようなものではなく、クオート・ドリブン（気配駆動）方式の競争的マーケット・メーカー制にオーダー・ドリブン（注文駆動）方式のオーバークション（競売買）を併存させるという画期的な試みであり、SEAQ導入後に生じたさまざまな問題に対する抜本的な解決策と考えられている。そこで、まずSEAQ導入後に生じた問題とSETS導入に至る経緯を簡単に整理しておこう。⁽¹⁾

一九八六年一〇月二七日にSEAQと呼ばれる取引システムが導入されたことはすでに述べた通りであるが、一九八七年一〇月のブラック・マンデー直後までは売買高が予想以上に急増し、マーケット・メーカーとの電話による相対取引を基本とするSEAQではマーケット・メーカーの取引処理能力が問題となり、取引件数の多い小口取引に自動執行システムを導入することが検討課題として持ち上がった。ところが、ブラック・マンデー後は一転して売買高が減少し、一九八八年九月以降はマーケット・メーカー業務からの撤退が相続いだ。こうした状況下でロンドン証券取引所が一九八八年末に設置した特別委員会（通称エルウェス委員会）は①マーケット・メーカー間の売買義務廃止、②大口取引（一〇万ポンド以上の「株式」即時公表の翌日までの延期、③SAEF（SEAQ Automated Execution Facility）と呼ばれる小口注文自動執行システムの導入等を勧告し、一九八九年二月にこれらの勧告は実施に移された。

その後、エルウェス委員会は一九八九年五月に討議文書を発行し、SEAQに関する一七の論点について意見

を求めたが、当初予定されていた九月中には報告書をまとめられず、一〇月に中間報告を発表し、一九九〇年三月に最終報告を提出した。ここで注目されるのはエルウェス委員会の討議文書にCLOSE（Central Limit Order Service）と呼ばれる指値注文処理システムの実験的開始が提案されたことである。CLOSEはマーケット・メーカーと取引するSAEFとは異なり、注文同志をマッチさせるオーバークション型のシステムであるが、全面的オーバークション方式の採用が意図されていたわけではなく、一定時間はマーケット・メーカーに排他的に注文を取得する余地を与えるといった工夫を凝らしたマーケット・メーカー制と両立するオーダー・ドリブン方式の導入が意図されていたのである。結局、ビジネス・ケースの有無を条件に検討していくという形でCLOSEは最終報告で見送られることになったが、今回導入されたSETSの源泉はこのCLOSE提案にあるとみていいだろう。

エルウェス委員会の最終報告では、マーケット・メーカーの数に従つてα、β、γ、δに四分割してきた従来の分類方法を見直し、過去一年間の対顧客取引総額を基にして一二のノーマル・マーケット・サイズ（NMS）に分類して、①NMS一単位についてはマーケット・メーカー間の売買義務を復活させる、②NMS一千株未満（最小二分類）の銘柄の取引は翌日公表、③NMS一千株以上の銘柄の取引は原則即時公表（NMS三倍以上の取引は九〇分以内に公表）、④NMSの一〇%までの取引はSAEFを利用することができる、等が提言され、一九九一年二月から実施された。

オーダー・ドリブン方式の導入に関しては、一九九一年一月にトレードポイント社がロンドン証券取引所と競合する取引システムの開発を表明し、ロンドン証券取引所も同年四月二七日からは低流動性銘柄については投資家の注文を会員業者を通じて電子掲示板に表示し、取引相手を見つけるというカンパニー・ブリテン・ボード・

サービスを採用し、同年一一月からは低流動性銘柄の注文情報と單一マーケット・メーカーの気配情報を表示するSEATS (Stock Exchange Alternative Trading Service) を導入した。また、一九九四年一一月に証券取引委員会(SIB)が提示した討議文書(通称アグリュー・レポート)では市場の透明性・公平性・信頼性といった観点からオーダー・ドリブン方式の導入を検討しており、一九九五年六月にはSIBがトレードポイントを公認投資取引所(Recognized Investment Exchange)として認可し、同年九月二一日からトレードポイントはオーダー・ドリブン方式の取引を開始している。これに対し、ロンドン証券取引所も一九九五年六月一二日から低流動性銘柄に関するSEATSに注文執行機能を加えたSEATS PLUSを導入しており、同年一一月には進行中の売買・情報システム改革プロジェクト(SEQUENCEプログラム)の完了する一九九六年八月を目標にしてオーダー・ドリブン方式の導入がロンドン証券取引所の理事会で決定された。トレードポイントでの取引は予想外に少なかつたが、競争相手となるトレードポイントの出現がロンドン証券取引所の重い腰を上げさせることになったと言つてもいいだろう。そして、一九九六年一月一二日にはオーダー・ドリブン方式の新取引システムに関する討議文書が配布され、一二月一七日までの回答を考慮して三月二一日の理事会でFTSE-100指数銘柄等の高流動性銘柄について導入を進めることができた。同年五月には計画案が示され、同年一〇月には計画原案が提示されたが、同年一二月には部分的な修正案が出され、一九九七年一月二〇日によく正式文書が発表された。

なお、取引公表義務に関しては、一九九三年七月一五日にNMS七五倍以上の大口取引は最長五日間の公表遅延を認める決定が行われ、SIBとの合意を受けて一九九六年一月には①リスクのない取引の即時公表、②低流動性銘柄のリスク取引は翌日に価格のみ公表、③高流動性銘柄のNMS六倍未満は即時公表、④高流動性銘柄の

NMS六倍以上七五倍未満は六〇分以内に公表、⑤高流動性銘柄のNMS七五倍以上は五日以内に公表、と改訂されている。

2 SETSの概要

(1) 取引対象

取引開始時の取引対象は株価指数先物取引の対象ともなっているFTSE-100指数構成銘柄に限られ、将来的(早ければ六ヶ月後)にはFTSE-115指数構成銘柄を加えることが計画されている。(一度SETS対象銘柄になると、指數構成銘柄からはずれても引き続きSETS対象銘柄であり続ける。)

ただし、SETS対象銘柄であっても、①通常決済(T+5)以外の決済方法による取引は認められず、②一株五ポンド以下の銘柄は一〇〇〇株、五ポンド超の銘柄は五〇〇株が最低取引単位であり、③NMSの九九倍(当面は経過措置としてNMSの一〇倍)が最大取引単位と定められている。

(2) 呼値の単位

呼値の最小単位は一株五ポンド未満の銘柄は〇・一二五ペニス、五ポンド以上一〇ポンド以下の銘柄は〇・五ペニス、一〇ポンド超の銘柄は一ペニス。ただし、この呼値の単位は三ヶ月ごとに見直され、価格変動によつて頻繁に変更されるわけではない。

(3) 注文の種類

SETSを通じた注文は以下の四種類のみである。

①リミット・オーダー (Limit Order)

指定した価格（またはそれよりも有利な価格）で取引を執行するために、電子注文板 (Electronic Order Book) に注文をさらしておく指値注文で、このリミット・オーダーのみが電子注文板に表示される。価格と数量の入力がからならず必要であり、有効期限は最大三一日まで日にちと時間を指定できる。日にちの指定のない注文は当日のみと見なされ、時間の指定のない注文は深夜一二時を有効期限と見なされる。（当面は経過措置として直前の取引価格から一〇%以内の価格しか入力できない。）

②アット・ベスト・オーダー (At Best Order)

電子注文板にあるリミット・オーダーの最良価格で取引を執行するための注文。数量を必ず入力しなければならないが、価格を入力することはできない。アット・ベスト・オーダーが電子注文板のリミット・オーダーをすべて消化した場合には残りの注文は無効となり、電子注文板には残らない。わが国の成行注文との違いは対当するリミット・オーダー」とに取引が成立し、最良気配の数量よりも大きな注文は複数の価格で成立すること、注文がすべての板を消化すると残りの注文のみが無効となることである。

③エクゼキューート・アンド・エリミネート・オーダー (Execute and Eliminate Order)

指定した価格（またはそれよりも有利な価格）で電子注文板にあるリミット・オーダーの最良価格と取引を執行するための注文。価格と数量を必ず入力しなければならず、この注文が電子注文板のリミット・オーダーをすべて消化した場合には残りの注文は無効となり、電子注文板には残らない。

④ファイル・オア・キル・オーダー (Fill or Kill Order)

電子注文板にあるリミット・オーダーの最良価格で取引をすべて執行するための注文。注文量をすべて執行できない場合にはすべての注文は執行されず、無効となり、電子注文板には残らない。数量は必ず入力しなければならず、最悪の場合に執行される価格を指定することもできる。

(4) 取引執行方法

SETSに入力された注文は価格優先、時間優先の原則に基づいて電子注文板上で自動的に付け合わされ、執行される。ただし、毎朝八時三〇分の寄り付き時と取引停止措置が解除された直後にはアンクロッキング (Uncrossing) と呼ばれるホール・オータクション取引が行われる。

アンクロッキングは取引休止時間中にクロスしたリミット・オーダーの売り注文と買い注文を取引量が最大となるように単一価格で執行し、最低売り気配と最高買い気配の逆転を解消するために行われる取引であり、アンクロッキングにはリミット・オーダーしか参加することができない。

(5) 取引停止措置

上場銘柄の上場廃止や重要情報の発表の際には当該銘柄の取引は停止され、当日寄り付き時の最良売り気配ないし最良買い気配（またはその前の取引停止時の最良売り気配ないし最良買い気配）から一〇%価格が変動した場合には一〇分間、当該銘柄のSETSでの取引は停止される。ただし、新規の注文によって価格が変動した際に対応する取引が電子注文板上に存在する場合には通常通り執行される。また、株価指数先物や株価指数オプシ

ヨンの満期日にあたる毎月第三金曜日の一〇時から一〇時三〇分までは価格変動による取引停止は生じない。

(6) 取引情報

電子注文板の情報（気配価格、気配株数、入力順位、執行価格、執行株数等）は情報ベンダーを通じて公開されるが、注文の入力・取り消しは会員業者を通じて行われなければならない。SETSを通じた取引は自動的に取引所に報告され、公表される。

(7) 取引時間

SETSでの取引は次の五つの時間帯によって区別される。

- ①オープニング（八時から八時三〇分）
- リミット・オーダーの入力と取消のみが可能であるが、取引の執行は行われない。

- ②ノーマル・トレーディング（八時三〇分から一六時三〇分）

アンクロッキング・アルゴリズムによつて寄り付き価格が決定された後、注文の自動執行が開始され、四種類の注文が可能となる。

- ③クローズ（一六時三〇分）

取引所が各銘柄の最終自動執行取引価格を引け値として公表。

- ④オーダー・デリーション（一六時三〇分から一七時）

注文の取消を行えるが、自動執行は行われず、注文の入力も行えない。

(5) クローズド（一七時から翌日八時）

注文の入力も取消も行うことはできず、自動執行も行われない。有効期限に満たないリミット・オーダーは電子注文板に残るが、有効期限に達したリミット・オーダーは取り消され、翌日七時に注文取消メッセージが発信される。

(8) 電子注文板以外の取引

SETSの対象銘柄についても従来と同様にマーケット・メーカー（Retail Service Provider: RSP）と相対で取引を行うことが認められているが、三分以内に取引を取引所に報告しなければならず、報告された取引は即座に公表される。ただし、NMSの八倍以上またはSETS構成銘柄を含む二〇銘柄以上のバスケット取引を対象とした会員業者による顧客との間の将来の取引契約（Worked Principal Agreement: WPA）については三分以内の取引所への報告義務はあるが、取引所による公表は当該契約に基づくリスク・ポジションの八〇%が解消されるまで、ないしはその日の一六時三〇分まで延期される。企業の売却等の例外的なケースについては取引所の判断によって翌営業日の一六時三〇分まで公表を延期することもありうるが、NMSの七五倍未満の取引がその適用を受ける可能性は小さいとされている。

ところで、当初の計画では、電子注文板以外での取引は同値またはそれよりも有利な価格での電子注文板上の注文を消化することが義務づけられていたが、電子注文板以外でのポジションは最終的には電子注文板を通じて解消されることになるというので、この義務は免除されることになった。

また、SETSのノーマル・トレーディング以外の時間帯にも取引を行うことができるが、一七時一五分から

翌日の七時一五分までの取引は翌日の七時一五分から八時までの間に取引所に報告されねばならず、七時一五分から八時三〇分までの取引は八時三〇分または三分以内のうち遅い方までに取引所に報告しなければならない。

(9) 自動注文入力装置
自動注文入力装置 (Automated Input Facilities: AIF) とは指數裁定取引システム、または二〇個以上の注文を自動的に決定し、発注する電子取引システムを指し、これを用いるためには事前に取引所に登録していく必要がある。この種のシステムの利用は取引所のシステム容量に応じて制限を受けたり、停止を命じられたりする」とある。

3 SETSの導入

(1) SETSの導入準備

一九九七年一月二〇日にロンドン証券取引所は取引規則と実施要綱文書を公表し、四月からは取引所と会員業者・情報ベンダーとの間でカスタマー・テスティング・サービスを開始した。カスタマー・テスティング・サービスは取引所との接続が正常に機能するかどうかをテストするコンフォーマンス・テスティング・サービスと、これをパスした者のSETS取引準備をサポートするマーケット・レディネス・サービスからなる。コンフォーマンス・テスティング・サービスはSETSに参加するすべての業者に義務づけられており、マーケット・レディネス・サービスは①実際の取引を想定したライブ・シミュレーション、②異常時を想定したスクリプトツド・シナリオ、③カスタマードとのシナリオを想定したカスタマー・スペシフィック、④参加者の協調をテストする

トレーニング・エンバイロメント、⑤大口取引の執行をテストするボリューム・インプット、の5つからなる。

六月にはマーケット・レディネス・テストの進行状況を取引所が調査し、七月一日にはこの調査結果を受けて一〇月二〇日の取引開始が確認された。そして、九月七日・一三日・二〇日・二七日には少なくとも一度は参加することを義務づけられている会員業者向け取引リハーサルが行われ、一〇月四日と一一日の土曜日にはSETSを使用するすべての業者の参加を義務づけた取引リハーサルが行われた。

四ヶ月間のマーケット・レディネス・サービス期間中に九〇〇万以上の注文が電子注文板に入力され、一七六社の会員業者が取引所と直接に接続し、SETSを通じた取引が可能となつた。また、ロンドン証券取引所はSETS導入の準備のために一八ヶ月間で一億五〇〇万ポンドの費用を負担し、一二ヶ月間で延べ四〇人×年の労力を技術的な準備のために費やし、約二三キロメートルに及ぶ接続ケーブルを設置した。そして、ようやく一〇月二〇日の取引開始を迎えることになった。

(2) SETSの前評判

SETSの導入に対してもさまざま意見があり、SETSの導入に伴う影響や導入後の見通しについても多くの市場関係者が語っているので、ここではそのうちのいくつかを紹介しておこう。

まず、SETSの導入に肯定的な見解としては、従来よりも小さなスプレッドで取引ができる、投資家にとっては好ましいという意見がある。ブローカー業務に特化したクレディ・リヨネ・レイン社の調査ではロンドンでのスプレッドは平均〇・六%であるが、オーダー・ドリブン方式をとるヨーロッパ諸国では平均〇・一%から〇・一五%であり、SETSの導入によって〇・一%程度まで低下すると予測されている。さらに、昨年電子取引に

移行したスイスでの機関投資家の委託手数料は〇・一%程度にまで低下しており、平均〇・一一%であるロンドンの委託手数料の低下も見込まれるとされている。また、ヨーロッパ諸国での経験によると、電子取引への移行は売買高の大幅な増加に結びついているという経験的な事実もある。⁽²⁾

他方、否定的な見解としては、個人顧客ブローカーのコム・ピア社によると、いくつかの執行専門業者は売り上げが低下し、取引費用がかさみ、生産性の低下と利益の削減が予想されるとしている。そして、オーダー・ドリブン取引は業者の二極化と買収・合併を加速するという見方も根強い。さらに、SETTSの基準を満たさない小規模な取引や通常決済ではない取引では逆にスプレッドが広がる可能性があり、最悪の場合には個人を対象とした大手RSPの業務撤退もあり得るとして、大口取引を行わない個人投資家にとつては歓迎できないと言う意見もある。⁽³⁾

こうした賛否両論の意見のほかに、SETTS導入の影響が大きいかどうかという点でも意見が分かれている。資産運用サイドや機関投資家を対象としたビジネスに関わる業者の多くはオーダー・ドリブン方式の導入は一九八六年のビッグ・バン以上の変化をもたらすと見ているが、それほど大きな影響はない見る業者も数多い。トムソン・フィナンシャル・サービスの子会社であるオーテックス社による一二〇人のブローカーやファンド・マネージャーを対象とした調査によると、取引開始当初のSETTSの利用量は五〇%以下と予想されており、引き続き従来のマーケット・メーカー制を通じた取引が続くという見方もある。⁽⁴⁾

このようにSETTSに関しては様々な見解が存在するわけであるが、SETTS導入をめぐる議論の中でもっともバランスのとれた見方としては、フィナンシャル・タイムズ紙のコラムニスト、レックス氏のものが上げられよう。より透明で、よりコストの安い市場への転換は喜ばしいことであり、SETTSが設計通り機能することと、信頼できる価格形成がSETTSを通じて行われることが示されなければならない。したがって、問題はSETTSが機能するかどうかというところにあるというよりも、いつ設計通り機能するのかというところにあるといえるだろう。⁽⁵⁾

(3) SETTSの取引状況

一〇月二一〇日、ロンドン証券取引所は理事会でのオーダー・ドリブン方式導入決定から一三カ月を経て新取引システムSETTSによる取引を開始した。くしくもこの日は一九八七年一〇月一九日のブラック・マンデーから約一〇年目に当たる日であるが、八時三〇分にブラウン蔵相がアンクロッキング開始のボタンを押すと、株価は一斉に下落し、スクリーンは赤色に変わった。これはイギリスが一九九九年一月の歐州通貨統合への参加を見送るという前週末の報道を、直前のSETTS開始セレモニーのスピーチで否定しなかつたためである。この日、FTSE一〇〇指数は六〇・一ポイント(一・一%)下落して五二一・〇ポイントで取引を終えたが、シティでは一〇年前のブラック・マンデーをもじってブラウン・マンデーとささやかれた。⁽⁶⁾

アンクロッキング開始から一五分後、FTSE一〇〇構成銘柄のうち六銘柄には気配値が表示されず、正確な指數を知る者はいなかつた。また、取引開始から一時間には信じがたいようなスプレッドも少なからず見られた(Railtrackでは最大一〇%のスプレッドが表示された)。その後、こうした極端なスプレッドは最も流動性の低いグループを除いては見られなくなつたが、価格の表示されるべきところに戦艦のアイコンが表示され、取引価格がわからないといった小さなバグも報告されている。ロンドン証券取引所も取引開始直後のスプレッドが平均〇・七七%と従来の平均〇・六%よりも大きかつたことは認めているが、ほぼ半数の銘柄では〇・五%未満の

スプレッドで一日中取引が行われており、Railtrack, Wolseley, ICI, Haysの四銘柄で10%の価格変動による10分間の取引停止措置が発動された」とその原因と見てくる。SETSの取引はETの約100銘柄で1億800万株と云つてもよりかなり少なかつたが、このうち八八〇〇万株がSETSを通じて行われ、四二%という数字にロンドン証券取引所は満足してゐるとのコメントをしている。⁽⁷⁾

一〇月二三日木曜日、香港市場での過去最大の株価下落を受け、寄り付き後三〇分以内に一一銘柄が10%の価格変動に伴う10分間の取引停止となり、ロンドン証券取引所はこの日に限って一時取引停止の引き金を一五%に引き上げる」とを九時に公表した。この日、SETS-100構成銘柄の売買高のうちのETはを通じて取引された株数は三八%で、取引開始後四日間のうち最低水準であった。ディーラーの間では電子注文板の厚みが不十分であり、SETSの導入が市場のボラティリティを増幅したという見方が根強いが、ヨーロッパ市場のボラティリティはこの間イギリス以上に高まっており、こうした見方を裏付ける証拠はないとフィナンシャル・タイムズ紙は伝えている。⁽⁸⁾

ロンドン証券取引所はSETS導入後の一週間を振り返って、次のようなコメントを発表した。⁽⁹⁾

①電子注文板の使い方になれるにつれて大多数のトレーダーは非常にうまくSETSを操作している。とりわけ、昨今の困難な市況の下でSETSは高い透明性と執行の確実性といった従来のシステムにはない利点を示しており、バスケット取引やプログラム取引では多数の銘柄の迅速な執行という強みを發揮している。

②SETSを通じた取引は日々拡大しており、一日平均一億三八〇〇万株の取引をこなした。

③自動執行の一時停止措置は限られており、一日平均五銘柄、典型的な停止時間は八分間であった。

④最終リハーサル後のルール変更（最大取引単位のNMS九九倍から一〇倍への引き下げ、リミット・オーダー

の入力範囲を市場価格から10%以内への制限）は潜在的な誤用・悪用の防止に役立ち、誤った注文や不正注文のレベルは極めて低く、SETSの運営に支障をきたすことはなかつた。

ロンドン証券取引所の新取引システムSETSは苦難の船出を始めたばかりであり、SETS導入の評価は今しばらく事態の推移を見定めたあとに改めて論じる」とにする。しかし、クオート・ドリブン方式の長い伝統を持つロンドン証券取引所がオーダー・ドリブン方式の導入に踏み切つたという事実は、ヨーロッパ諸国との市場間競争があるとはいえ、既存の利害関係者の反対を押し切つても新たな時代に合わせた取引システムの構築をめざすという姿勢を物語つており、率直に評価したい。オーダー・ドリブン方式の長い伝統を持つわが国でもクオート・ドリブン方式の採用を含めて新たな時代に合わせた取引システムの構築を真剣に考えるべきであろう。

注(1) SETSの導入の背景に関しては、小林襄治「英国マーケット・メーカー制の一考察：エルウェス委員会の議論をめぐら」〔証券研究〕、第一〇五巻、一九九一年一月）、中村俊夫「ロンドン証券取引所の透明性について」〔証券レビュー〕、第三六巻第四号、一九九六年四月、第三七巻第一号、一九九七年一月）、二上季代司「ビッグバン以前の英國取引所制度の改革」〔証券アナリストジャーナル〕、第三五巻第一号、一九九七年一月）、三輪光雄「証券取引所」〔國語イギリスの証券市場（一九九七年版）〕、日本証券経済研究所、一九九七年四月）等を参照。

(2) George Graham, "Comment and Analysis: Upheaval behind the Screen", Financial Times, September 13, 1997

September 21, 1997. Jean Eaglesham. "Brokers:Warning that Changes could trigger Takeovers". *Financial Times*. September 29, 1997. Jean Eaglesham. "How It works: Get Ready. Get SETS. Go". *Financial Times*. October 18, 1997.

(4)

Jean Eaglesham. "Brokers: Warning that Changes could trigger Takeovers". *Financial Times*. September 29, 1997. Jane Martinson. "Slow Burn:Overseas Investors are keen but new Ways may take Time". *Financial Times*.October 6, 1997. George Graham. "City Lifestyles: More a small Fizz than a Big Bang". *Financial Times*. October 18, 1997.

(5)

Lex. "London Stock Exchange". *Financial Times*. October 20, 1997

(6)

George Graham & Jane Martinson. "Trading System Launch: City Goes Red for Brown on Screen Debut". *Financial Times*. October 21, 1997. Steve Thompson. "Monday: Equities Perform Well in the Face of Adversity". *Financial Times*. October 21, 1997

(7)

Jane Martinson. "Day One: Dealers Get to Grips with Culture Shock". *Financial Times*. October 21, 1997. George Graham. "New Share Deal System:Opening Day Sees Market Shrug off Uncertainty". *Financial Times*. October 21,1997

(8)

Jane Martinson. "Stock Market: Breakdown Narrowly Avoided". *Financial Times*. October 24, 1997. Simon Davies. "London: Confused? Join the Crowd".*Financial Times*. October 25, 1997

(9)

Nicholas Call. "Order Book Upgrade", *SETS Email Newsletter*, October 27, 1997. "Lessons from the Dress Rehearsals", *SETS Newsletters 20*. October 16, 1997

アスキーの仕組みについての規定に(1)～(2)

清水葉子

1 はじめに

アメリカではコンピューター・テクノロジーを利用した新しい私設の証券取引システムが近年大きく取引高を伸ばしており、関係者の注目を集めていることはすでに多く紹介されている。こうした代替的取引システム(Alternative Trading System, ATS)⁽¹⁾は、現行の規制のもとではブローカー・ディーラーが所有する注文付け合わせシステムであるとされていが、機関投資家やマーケット・メーカーなどの注文をコンピューター・スクリーン上に表示して付け合わせ、執行を行うという点で証券取引所にきわめて類似した機能を備えているといふことがである。一方、代替的取引システムは、當利企業である」と、会員制度をとらず機関投資家の直接参加を認めていること、現行規制の下では市場としての機能を持ちながら自主規制団体ではないことなどの点で從来の取引所とは大いに異なっている。

代替的取引システムの取引高は、NYSE取引高の四%、店頭市場の一〇%を占めるにまで至っており、四年前にNYSE取引高の一・四%、店頭市場の一三%とされていたことと比較すると、まさに指數的成長を遂げている。このように、代替的取引システムはその位置づけが困難であるだけではなく、量的にも無視できない存在と

なつており、アメリカの証券市場規制を考える上で、こうした市場をどのように規制するかということは、非常に重要である。とりわけ現在のブローカー・ディーラーとしての規制のもとでは、システムが果たしている市場機能の部分を十分規制することができない一方、システムを取り扱うと認めてしまうと、取扱いとしての規制がシステム運営にとって過重な負担となつて結果的にイノベーションを阻害することになるという懸念があるため、規制の混乱をもたらしていることが問題となつてゐる。

SECは、こうした状況に対処するために、一九九七年五月二三日に代替的取引システム規制のための新しい方針を示したリリース⁽²⁾を公表した。このリリースでSECは、代替的取引システムの規制について、二つの提案をしている。一つは、今後も引き続いて代替的取引システムを基本的にはブローカー・ディーラーとみなす、言わば「ブローカー・ディーラー・アプローチ」であつて、取引システム運営を考慮にいれて従来のブローカー・ディーラー規制のうちで不十分な規制は拡充し、純粹なブローカレッジ業務のための不必要的規制は削除するというものである。二つめは証券取引所の定義を拡大して代替的取引システムも証券取引所とみなしたうえで、取引所の種類を三段階に分け、各々の規模やシステム特性に応じて段階的に規制を緩和する「段階的アプローチ」である。

2 関係者からの「メント・レター

SECのコンセプト・リリースは、代替的取引システムをめぐる諸問題を要約した上で、右の二つの代替案を示すというきわめて論争的なものであり、さまざまな論点を一四三⁽³⁾という膨大な数にわたつて質問形式で提示し、一定の期間を設けて一般からのコメントを募つて議論を喚起した。コメント募集期間は、一度延長されたあと一

〇月三日に締め切られており、電子媒体を通じて提出されたメント・レターはSECのホームページを通じて読むことができる。本レポートでは、これらの現在入手可能なコメントレターのうち、代替的取引システムと競合する証券取引所最大の取引件数シェアを誇っていた取引所である。その後はシェアを低下させているものの、アメリカの証券市場のなかで依然重要な地位を占めている。
パシフィック証券取引所の主要な主張は次のようなものである。

まずパシフィック証券取引所のメント・レターであるが、この証券取引所はアメリカの五つの地方証券取引所のなかでも一九六九年ときわめて早い時期に小口注文の自動執行システムを導入し、一九八〇年代なかばまでは地方証券取引所最大の取引件数シェアを誇っていた取引所である。その後はシェアを低下させているものの、アメリカの証券市場のなかで依然重要な地位を占めている。

パシフィック証券取引所としては、代替的取引システムは引き続きブローカー・ディーラーとして規制すべきであつて、証券取引所として認める段階的アプローチは好ましくない。SECは、証券市場規制は取引市場(trading market)が行うべきであり、参加者の監督は自主規制機関が行うべきであるとの二つの前提を置いてゐる。しかし、前者についていえば、マーケット・メーカーやブロック取引を行う証券会社は取引が行われる場であるという意味で市場機能を果たしているが、あくまでも私的なビジネスであつて規制機能を果たしているわけではないし果たすべきであるとも考えられない。後者については、機関投資家は主要な市場参加者の一つであるが、自主規制機関によつて規制されているわけではない。このように、規制と市場運営という機能は必ずし

も一体である必要はなく切り離しうるものであるから、代替的取引システムを規制の枠組みに組み込むために取引所として登録したり自主規制機関としての責任を負わせたりする必要はない。

SECは代替的取引システムを取引所として登録することで、市場参加者の公平な扱いや公正な代表による運営が実現することを期しているが、これら取引所の諸特徴は本来会員制度に由来しているものであるから、会員制をとらないまま代替的取引システムを取り扱うことは意味をなさない。逆に現在の取引所が会員制を廃止するならこうした義務も免除されるべきである。

またSECは取引諸規制を段階的に緩和することでイノベーションの保護をはかるとしているが、現在の取引所規制を適用することが代替的取引システムにとってイノベーション阻害をもたらすのであれば、それは現行の取引所にとつても阻害をもたらしているはずであり、いずれにとつても好ましくないはずである。代替的取引システムを取り扱うことは、現行の取引所とのあいだの公平な競争を損ねるため好ましくない。

結局、取引所、NASD、代替的取引システムなどの各市場は、最低限度の規準を満たしてさえいれば、法的に同じカテゴリーに属する必要はないし、システムの違いを排除することは競争を阻害するのかえって好ましくない。そのうえで、従来の取引所との類似性などにこだわらずにあらゆる形態の市場取引量や価格の重要度で判断してNMSにリンクageさせるべきであつて、リンクageに際して取引所としての登録の有無は問題ではない。現在、ブローカー・ディーラーとしての規制のなかでスペシャリスト、マーケット・メーカーなど性質の違う主体が各自の規制に服しているように、代替的取引システムも公平性や効率性といった基本的な原則を満たしてさえいれば、ブローカー・ディーラーとしての規制のフレームワークで対応可能である。統いて各市場が満たすべき最低限度の規準として、透明性、市場アクセス、公正な競争、市場の効率性を挙げてそれぞれに代替的取引システム規制の改善点を述べている。

なお、パシフィック証券取引所は、この問題に関しては業界との間で十分な議論をする必要があり、証券法上の諮問委員会を設ける」とを提言している。

(2) NASD

Nasdaqは、代替的取引システムの影響を最も大きく受けている取引市場であると考えられている。代替的取引市場への注文流出も、四年まえの一三%から今回のコンセプト・リリースでは一〇%を占めるにまで至ったことが指摘されている。こうした流出のかなりの部分は、代替的取引市場の匿名性を利用して、Nasdaqマーケット・メーカーが手持ちのポジションを処分するための取引が占めているとされており、投資家の最良執行の点からもこうした不透明なあり方が問題となつてゐる。一九九七年一月にはこうした代替的取引システムの不透明性を改善するために、Order Handling Ruleが導入され、代替的取引システム上にマーケット・メーカーがよりよい価格を表示するには、こうした価格は一般投資家にも公表する」とが定められたばかりである。

NASDのコメントも、大筋では代替的取引所を登録証券取引所とすることには否定的である。その理由として、流動性の提供という点では代替的取引システムもブローカー・ディーラーにすぎず、Order Handling Ruleを強化するなどの現在の規制のフレームワークで十分対応可能であること、現在の自主規制機関の組織や情報フローを改善することによって一定の規制効果があげられるので、多様な免除取引所のヒエラルキーをつくることはのぞましくないことであることを挙げてゐる。

取引所の定義の解釈に関しては、SECは従来、継続的な流動性が期待できる」とを取引所の要件にしてきたが、今回のリリースでの新解釈ではこれが変更されるため、アリゾナ証券取引所の扱いにも問題が生じる。また、新解釈を採用し、代替的取引市場を証券取引所として認めるとは、市場に多様な自主規制機関が多く存在する事態につながるため（市場の分裂だけでなく）規制の分裂をもたらして好ましくないと述べている。具体的には、現行のように代替的取引システムをブローカー・ディーラーとみなして財務条件や記録保持について監視することができるなくなること、取引の場が分散するため取引の追跡記録なども分散し規制の分裂が生じてしまつこと、またそのことは市場監視上も好ましくないと、代替的取引システムが市場監視を他の自主規制機関に任せただ乗り（free ride）が生じる可能性がある」と、またこうしたことは同じように証券取引所と称しながらも競争条件が異なる取引所を生みだし公正な競争を妨げること、市場監督の分散が監督の効率性を低下させ監督コストを高めたりインベーションを阻害したりする可能性がある」と、自主規制と市場運営を切りはなせば、利益相反の問題は解消するので、取引所の定義変更是不要であることを「段階的アプローチ」への反論として挙げてゐる。

(3) Instinet

今回のリリースの主要な当事者の一つであるInstinetは、設立が一九六九年とアメリカで最も古く、また最も成功した代替的取引システムの一つである。ノメント・レターのなかでのInstinetの主要な主張は、現在の規制についての考え方があまりにもテクノロジーに重点を置きすぎており、それを是正してみると広い見地から証券市場規制を捉えなおすべきだといふものである。

Instinetの考えによると、代替的取引システムは高度なテクノロジーを利用して取引所類似の機能を果たし始めたこれまでにない組織であると認識されており、その規制が現在問題になつてゐると考えられているが、それはがなならずしも正しい見方ではない。なぜなら、ブローカレッジ手数料が低下していく趨勢のなかで、各市場サービス提供者はそれぞれに生き残りの道を模索してきたのであり、伝統的なブローカレッジ業務から、自己資本を投下してリスクを負うことで利益を得るマーケット・メイキングやインベストメントバンクといった業務で成功する証券会社が出てきたのと同様に、Instinetは純粹な取次業務の部分で私設取引システムというみずからニッチを得て取引を伸ばしているのであるからである。こゝした活動のためにどのようなテクノロジーを採用するかと云ふとともに、利益を得るためにビジネス上の意思決定であつて、ほかの証券会社の戦略決定と何ら変わりはない。このように、問題なのはテクノロジーではなく、ビジネスをどのように行つてゐるか（business practice）であつて、その点についてバランスのとれた規制が行われないと一部のビジネス上の意思決定に不利益が生じて好ましくない。

たゞやが、Instinetのような代替的取引システムの活動は、ビジネスをどのように行つてゐるか（business practice）から見て見るならば、実際にはupstairsと呼ばれる大手証券会社内部で行う注文付け合わせと何ら変わるところはないのであって、そのためどのようなテクノロジーを採用しているかは重要ではない。Instinetの業務も、経営環境によっては電話だけでなれてゐるよりも多く、テクノロジーのみに過度に注目する必要はない。したがつて、代替的取引システムの活動は、upstairsなどのブローカレッジ活動との関係でもうと広く捉えるべきである。したがつて、upstairsに関しては事後の透明性の確保というフレームワークで規制を考える必要があり、代替的取引システム規制はその枠のなかで、upstairsと同列に論じられる

べきである。

システム・クリスクと市場監視についても、代替的取引システムのキャパシティーの問題が強調されているが、右のようなupstairsも視野にいれた議論に基づいても「と全業界的な議論を行なうべきであつて、テクノロジーの問題のみ結び付けるべきではない。また、市場監視についても、代替的取引システム内での取引情報が自主規制機関に十分把握されないなどに対する懸念が表明されているが、代替的取引システムを、ビジネスをどのように行なっているか(business practice)に注目して見るならば、ほどの自主規制機関の会員に比べて情報開示の程度が低いわけではない、また高いテクノロジーを採用しているほうが不正を行うのがより難しくなる面もある。

Instinetはいのめらに述べたあと、みずからの代替案のアウトラインを提示している。それによると、ブローカーと取引所との境界を決定するには確かに難しい。だからといって、SECが示したようなテクノロジーに注目した段階的アプローチでは、必ず区別をするかどうか「線引き問題」が必ず持ち上がってくるから、新しい形態の組織が生まれてくるとそれにあわせて段階をさらに増やさなければならかねない。したがってInstinetは、新しい区分として、「自主規制機関または取引所の会員(SRO member/exchange member)」と「投資的取引所(Investment exchange)」を提案、各組織が自分がどちらに当たるかを自主的に選択するようすればよろしく述べている。この提案によれば、各市場参加者は、同じ種類の市場サービスを提供するのに、自主規制機関の会員としてやいや制定されたルールのもとで活動を行うが、それとも「投資取引所」として活動を行うかを自由に選択することができるところである。Instinetはいはした規制のあり方の例として、ロンダン証券取引所とトレーディング・ポイントの関係を挙げている。

3 おわりに

以上は、代替的取引システム規制のためのSECのコンセプト・リリースに対する多くのコメント・レターのなかから、一部を紹介したものである。代替的取引システムの規制をめぐっては、いくつかのルールが提案、実施されることは撤回するという複雑な経緯があつたことは周知のとおりであり、今回のコメント・レターも、SECのホームページを通じて読むことができるものだけにかぎつてもかなりの量が集まっているようである。これがしたるがままな議論が今後どのように集約されていくのかはきわめて興味深い。

注

- (1) SECのリリース(注2参照)のなかでは、ATDSとは、注文の集中、表示、付け合せ、クロス等を行う自動システムで、国法証券取引所または登録証券業協会としてのSECに登録されないものの総称であるとしている。

- (2) SEC Release No.34-38672. "The Regulation of Exchanges" May 23, 1997. 署名は清水葉子(1997)
「アメリカの代替的取引システムの規制」のトピックはセミナー「証券レポート」15回
八号、一九九七年七月参照。

- (3) <http://www.sec.gov> 10月10日現在、このウェブ・サイトで閲覧可能なコメント・レターは115通あり、本レポートで紹介するコメント・レターは、このサイトを通じて入手したものである。これ以外に紙媒体でSECに届けられたコメント・レターが多く存在すると推測されるが、現時点までに確認できなかつた。また今回のリリースでは、外国市場へのアクセスの問題も検討事項の一つとなつたが、今回のレポートでは国内市場規制だけに限定してとりあげてある。