

証 研

レポート



No.1555

1998年2月

英米の証券・金融行政のありかた

二上季代司 (1)

米国におけるディストレスト証券投資について

松尾 順介 (8)

米国証券会社の小規模多店舗展開について

伊豆 久 (20)

世界の証券取引所の現状と展望

—ロンドンIBCコンファレンスより— 吉川 真裕 (33)

S E Cによる格付機関の認定をめぐる問題について

清水 葉子 (45)

金融業とネットワーク

—ATMネットワーク接続問題にみる論点— 岡村 秀夫 (52)

財団法人 日本証券経済研究所

英米の証券・金融行政のありかた

——上季代司

日本版ビッグバンの進行とともに護送船団方式は「市場原理に反するもの」、業界と行政との協力関係は「癒着」と指摘され、金融・証券行政についても新しい法と行政のあり方が模索されようとしている。しかし長きにわたる慣行を一挙に改革するのは難しい。一部の銀行・証券会社の破綻やスキヤンダルの露見と司直の介入という事態に直面している我々であるが、こうした痛みを伴いながら変革は徐々に、しかし確実に進行するだろう。ここでは証券市場に絞って、英米に於ける法令・規則の違反に対する民事・刑事責任の追求や投資家の損害に対する救済策などがどのように行われてきたかについて整理してみた。

1 査察、強制執行の状況

(1) アメリカのケース

アメリカの証券市場に於ける規制監督当局はSEC (Securities and Exchange Commission) である。SECは独立の行政委員会であり、規則制定権や審決も行う準司法的権限を有している。ついで昨年度、SECが査察権を行使して民事訴訟を起ししたり、行政処分を下したケースを一瞥しよう(第1表)。

なお、この査察の結果、SECは九六年度中、被疑者が不正な行為によって得たとされる利益三三五百万ドル(約四一〇億円)の没収を命じる判決を勝ち得ている。また九〇年の証券規制執行改善・ペニーストック改革法、

八四年のインサイダー取引制裁法、八八年のインサイダー取引・証券詐欺取締法によりSECが民事訴訟で勝ち得た制裁金は六七百万ドル以上とされる⁽¹⁾。SECは八四年法によりインサイダー取引で得た利益(免れた損失)の三倍まで民事制裁金を課することが出来るようになった。また八八年法ではインサイダー取引の民事制裁金の対象範囲が拡大された。他方、九〇年ペニーストック改革法では主として五ドル未満と言つ上限を除去し、かつまた取扱業者によるリスク情報などの開示規制を強化、違反に対する制裁を強化した。

一方、行政処分としては業者に対する営業制限、登録停止などある。リスク情報の説明不足や店頭株に対するスプレッドの談合、営業員の過当取引に対する使用者責任等が指摘されている。このほか、自主規制団体であるNASDやNYSEも適合性の原則違反などで過怠金を課すケースもある。

(2) イギリスのケース

イギリスの規制主体は現在、銀行監督を含む単一の監督機構「金融サービス機関」に統合中であるが、投資業務にかんしてはもつかのところSIB(証券投資委員会、Securities Investment Board)が日常的

第1表 SECによる査察、強制執行の状況(96年度)

	民事訴訟		行政処分		合計	
	件数	人	件数	人	件数	人
公募における不実記載	76件	288人	51件	81人	127件	369人
証券業者による不公正取引	22	64	78	105	100	169
発行会社による開示内容の不実記載	26	80	50	72	76	152
その他投資顧問、投資会社等の不正	10	25	41	55	51	80
訴訟中	32	47	0	0	32	47
インサイダー取引	29	92	0	0	29	92
相場操縦	4	13	7	15	11	28
その他	13	26	14	18	27	44
合計	212	635	241	346	453	981

(注) 1. 括弧内は被告人。
2. 訴因が重複しているケースもある。

(出所) SEC. Annual Report. 1996. p150.

な監督権限を大蔵省から移管され、規則制定権を有している。しかし実際には、市場や業者に関する規則制定や日常の監督は自主規制機関に委ね、自らは各自主規制機関の承認や監督という間接的な監督となっている。今回の改革はこれらを統合して規制の重複・コスト増を是正しようと言う意図がある。

SIBはまた、集合投資計画の認可（アメリカの投資信託の登録と同じ機能を持つ）のほか投資業務や市場における規則違反に関する査察、強制執行も行っている。第2表は認可を得ていない（アメリカ的に言えば当局に登録をすませていらない）者が投資業を行つた、あるいは認可を受けた投資業者が規則に違反したとして査察の対象となつたケースである。ほぼ一年以内に結論がでていることが分かる。

SIBはアメリカと同様に差し止め・返還命令、業務の制限、認可取消などの行政命令を出す権限があるが、それよりもむしろ刑事責任の追求に重きをおいているようである。すなわち、SIBはSECとちがつて刑事訴追権さえもつていており、それを多く利用している。第3表はSIBによる刑事訴追の件数である。

ここから分かるように金融サービス法の施行後、九七年三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。うち一二四人が有罪判決（無罪は二〇人）、この九割は実刑判決を受け勾留されている。

2 投資家への救済策

以上は、ルール違反に対する監督当局の対応を見たのである。次に、投資家が発行者による開示規制違反（虚偽記載、重要事実の不記載など）や業者の行為規制違反（リスク開示の説明義務違反、広告規制違反、過当取引等⁽³⁾）によって受けた損害についてどのように救済されているか。アメリカでは法によつて民事責任が明定され

第2表 非認可投資業務の調査件数（開始年度ベース）

	非認可投資業者	認可投資業者	合計	終了件数
88年4月～89年3月	175件	59件	234件	230件
89年4月～90年3月	167	41	208	205
90年4月～91年3月	266	40	306	301
91年4月～92年3月	265	37	302	284
92年4月～93年3月	311	99	410	359
93年4月～94年3月	307	150	457	294
94年4月～95年3月	512	87	599	
95年4月～96年3月	507	81	588	
96年4月～97年3月	574	49	623	

（注）1. 非認可投資業者に対する調査はSIB、認可投資業者に対する調査は各自主規制機関が担当する。

2. 昨年度の非認可投資業者に対する調査（574件）のうち217件（37.8%）はなんらの投資業務も行っていなかった。

（出所）SIB. Annual Report. 1997.

第3表 SIBによる刑事訴追件数

	重大不正序へ告発	(内訳)取り調べ中	死亡により不起訴	不起訴処分	公判まち	結審	有罪判決(人)	無罪判決(人)
88年4月～89年3月	21	0	0	1	0	20	24	9
89年4月～90年3月	22	0	0	1	1	20	31	1
90年4月～91年3月	47	0	3	8	1	35	40	5
91年4月～92年3月	42	2	1	11	4	24	25	3
92年4月～93年3月	55	1	1	14	4	35	36	2
93年4月～94年3月	63	9	1	7	0	46	44	7
94年4月～95年3月	40	6	0	9	1	24	27	3
95年4月～96年3月	38	9	3	6	5	15	15	0
96年4月～97年3月	21	3	1	0	6	11	12	0
合 計	349	30	10	57	22	230	254	30

（出所）第2表に同じ

ており、イギリスでも八六年サービス法により初めて投資家による民事責任追及を認めていた⁽⁴⁾（ただし、その後の改正により訴追権のあるのは個人投資家のみとなつた）。これらの件数については把握できる数字がないが、かなり活発であることは間違いないようであり、とりわけアメリカでは集団訴訟（クラスアクション）の利用が盛んである。

また、民事訴訟は時間とコストがかかるため「証券仲裁制度」の利用も活発である。一般に仲裁制度とは、紛争を当事者が選定しその判断に従うことに同意した第三者の裁定に委ねる制度である。NASDやNYSE等の自主規制機関は会員証券会社と顧客との間で生じたトラブルを解決する為にこうした証券仲裁制度を設けていた。特に一九八六年最高裁のマクマホン判決⁽⁵⁾（三四年法の請求に仲裁は強制である）以来、証券仲裁は活発となつた。一九九六年中には、NASDに五六〇〇件の仲裁申し立てが提起されている⁽⁶⁾。

こうした民事訴訟、仲裁により顧客側が勝訴しても、業者の支払い能力欠如により賠償金が支払われない場合にはどうなるか。その場合にはアメリカではSIPC（Investor Compensation Scheme、投資家保証計画）から一定額まで支払われる」となっている。SIPCは顧客あたり五〇万ドルまで（現金は一〇万ドルまで）、IOSは損害率の一一定割合までとなっている。SIPCもSICとともに業者からの拠出金でまかなわれるが、SIPCは毎年、業者から収入の一定割合を会費として徴収するのに対し、SICは投資家への補償支払いの度⁽⁷⁾とにその会費を、損害を起した業者の所属する自主規制団体に徴求する。

3 小括

以上、米英の証券市場における法令・規則の違反に対する民事・刑事責任の追求や投資家の損害に対する救済策についてみた。わが国における官と民の関係やトラブル処理における顧客との関係が英米と幾分異なつたものであったことは否めない。「信なくばたたず」というか、公の場でそれぞれの言い分を主張して透明性のある決着をつけるというあり方とは違つた道を取つてきたといえるであろう。それは全体として見ればこれまで弁護士や会計士ならびに検査官が少なくてすみ、コストの安い方法であったのである。しかし、今後はそうではなくなりよう。九〇年以降、様々なスキヤンダルやトラブルがどれだけ高くついたか、我々は知った。透明性のある方法を摸索すべきである。

注

- (1) SEC, Annual Report, 1996, p1.
- (2) ベリー株とは主として五ドル未満の低位株で有形固定資産が少ない企業を指す。具体的に言えば、他会社を買収する形で設立したが、まだ買収対象さえ決めていない、具体的な事業目的をもたない企業の公募（白地募集、Blank Check Offering）を指している。極めてリスク高いであるため、通常の公募に於ける開示規制とは異なる規制が加えられてくる。すなわちの場合には、登録届出書をSECに提出するほか、公募に依つて発行された証券、公募手取金は所定の方法で第三者機関に供託される。そして他社を合併する蓋然性が高まった段階になつて訂正説明書を株主に発送して株主にとどまるかどうかの判断を委ねる。株主であることを辞めたければ供託金は返

却してもらえる。したがって、このような規制を免れるため五ドル以上で発行する悪質なケースもあつたのである。最近の株式ブームでベニーストックのリスク開示が不十分だったとして訴追されているケースも増えてきている。

(3) 市場に対する詐欺行為（インサイダー取引等）はSECが民事制裁金を請求する。

(4) このときまでシティでは民事責任を強化して法を守らせるという考え方はなかつたので、金融サービス法に民事責任を認める」とに猛烈な反対があつた。その結果、その範囲を個人投資家だけに限定することになつたのである。

(5) 八九年には三三年法の請求による仲裁も強制できるとの最高裁判決がでた。

(6) 以上は、菊池鋼二「米国に於ける証券仲裁制度の現状」本所ニューヨーク事務所「ニューヨークレポート」九七年九月、による。

米国におけるデイストレスト証券投資について

松尾 順介

はじめに

前回のレポートでは、米国では破綻した企業の証券（ふわゆるDistressed securities）についても流通市場が形成されており、そこには情報ベンダー、仲介業者ならし投資アドバイザーおよび投資家（ふわゆるバルチヤー・ファンデー）が存在し、相当厚みのある市場となつてゐるのを紹介した。これに加えて重要なことは、米国のデイストレスト証券投資は一九三〇年代の大恐慌期にむかのほる」とがやめぬといわれるようになり、かなりの歴史があり、業界はその過程で相当なノウハウを蓄積してゐるといふのである。そして、学界でも、ビジネス・スクールなどを中心に、すでに相当な研究上の蓄積があることである。したがって、本稿ではアルトマンおよびギルソンの研究を中心に、米国のデイストレスト証券投資の研究を紹介する。

1 ギルソンの研究

米国のデイストレス証券投資について、よく参照される調査論文は、ハーバード大学のStuart C. Gilson⁽¹⁾による一九九五年に*Financial Analyst Journal*に掲載された、"Investing in Distress Situations: A Market Survey"⁽²⁾と題された論文であり、米国のデイストレスト証券投資の実状と性格がよく紹介されてくる。したがって、リードセイフの論文に依拠しながら、米国のデイストレスト証券投資の概要を確認しておけば。

まず、ディストレストとは倒産、破綻、ディフォールト、支払い不能など様々な事態を含んでおり、それに対する投資については、米国内でも必ずしも十分に理解されたものではなかつたといわれているが、現在多くのディストレスト証券専門の投資マネージャーがおり、リスクを抑えながら、高パフォーマンスの達成に成功している。そして、近年その市場規模はかつてなく大きなものとなり、ディストレスト証券の種類も銀行融資、社債、支払い手形、私募証券、不動産モーゲージ、法的損害賠償請求権、解除されたリース契約などにわたるものとなつていて。また、市場規模については、推計でしかないが、一九九一年ディストレスないしディフォールトの債務は一、〇〇〇億ドルであり、ディストレスト証券専門のファンダは主なものだけで二七あり、総資産は一〇〇億ドル以上とされている。ただし、ディストレスト証券の供給は景気循環によつて変動し、最近の米国の景気回復によつて減少傾向にあるが、この市場が投資家に多くの投資機会を提供するようになつてゐるのは事実である。

次に、ディストレスト証券への投資は、大別すると法的な倒産申請を行つた会社の債権への投資と、裁判所外で債権者と交渉を行うことで倒産を回避しようとしている会社の債権への投資とに分けられるが、ほとんどの倒産会社は倒産申請するまえに、債務の整理を試みており、またディストレスに陥つた会社の債権への投資と、裁判所外で債権者との合意を取り付けることに成功したといわれる。そして、裁判所外での再建は裁判によつて再建するより低コストである点で魅力的であり、株式市場もこの解決策を評価し、再建が成功した場合に株価は上昇している。それに対し、第一一章倒産の利点は、無担保債務および大部分の担保付き債務についての利払いを免除される点、不利なリース契約を破棄できる点、既存債権者に対する優先権を認めることによつて新規の債権者から資金を調達できる点、債権者全員の同意がなくとも再建が可決される点、などである。したがつて、最近では「プリパッケージド・チャプター11 (Pepackaged Chapter11)」すなわち倒産申請前に債権者と会社側が再建

策を協議・決定し、裁判によつて正式に認可を得る方式が増加しており、これによつて裁判に要する時間の節約が図られている。

第三に、破綻会社に対する投資戦略は、大別すると三つに分類される。すなわち、①積極的に経営参加し、会社資産を効率的に運用することで資産の現在価値を高める、②他の債権者のバイを小さくする」とによつて自らのバイを大きくする、③過小評価された債権を購入し値上がりを待つ、であり、前二者は事業への支配力を行使するという点でアクティブ戦略とされ、後者はパッシブ戦略とされる。

アクティブ戦略については、M&AやLBOと類似した側面が強いが、必ずしも同じではない。つまり、事業への支配力の行使は、①会社再建築の提示、②債権の買い取り（これは再建築のもとで議決権付き普通株への転換を期待して行われる）、③新規発行の議決権付き普通株の購入、などの手段によつてなされるが、ただし一章手続き中の会社の経営者は、株主および債権者双方の受託者であるとされているため、株主よりの方針をとることなどができず、必ずしも支配力を行使する有効な手段ではないといわれる。したがつて、支配力の行使は何らかの債権の購入によつてもなされる。その手段とされているのが「ボンド・メール (Bond mail)」である。一章申請会社の債権者はすべて優先権にしたがつてクラス分けされ、クラス毎に再建築が承認（三分の二の投票、過半数の賛成）されるか、すべてのクラスが再建築に合意しなければ可決されない。したがつて、会社再建築案に反対の投資家は、特定クラスの債権額の三分の一以上を買い取り、より有利な弁済計画の提示を迫ることができる。ただし、この場合、クラス分けは会社再建築のなかで決定されるため、一章申請前に投資することはリスクが高いとそれでおり、自らが再建築を提示することで債権を有利にクラス分けして、特定の債権者の投票力を縮小させる」とができるといわれている。

他方、パッシブ戦略については、この市場の参加者の増加によって、大きな利益をもたらさなくなっているが、個別企業の状態を詳細に調査することによって、魅力的な利回りを得る可能性はあるとしている。

第四に、投資リスクについては、以下の二三項目をあげている。
①「要因（判例や判事の裁量に左右される要因）、
②タイトル・リスク（債権購入者が法的に新しい権利所有者として認知されないリスク）、
③欠陥品購入リスク（債権を購入したことによって債務を引き継いでしまうリスク）、
④係争中債権および不確定債権リスク、
⑤票の集計リスク、
⑥投票権の剥奪（投資家が過度にアグレッシブに支配権を獲得しようとしたために裁判所の判断でなされる）、
⑦保有期間リスク（一章事件は通常二～三年を要するといわれるが交渉決裂などによつてさらなる遅延が生じる可能性があり、その際投資収益率は低下する）、
⑧評価の戦略的役割（ディストレスト証券の投資家は対象企業の価値を「実勢価値」と会社再建プランにおいて決定された「プラン価値」という二つの評価基準で測るが、投資家の収益はいずれの変動からも影響を受ける）、
⑨購入および購入者に関する情報不足（これららの債権の投資家はお互いに他の投資家について知ることが困難であり、そのために戦略を誤る可能性がある）、
⑩清算リスク（会社が再建に失敗し清算されることになった場合のリスク）、
⑪インサイダー取引（投資家が会社との間にインサイダー関係を持つと見なされた場合制裁される可能性がある）、
⑫課税問題（投資家が支配力の獲得のために破綻企業の債権を購入した場合、会社は純営業損繰り越しから得られる課税優遇を失うりスク、および投資家が破綻企業の債権を額面未満で購入し、二年以内に株式の五〇%超を取得するとディスカウント相当額が課税対象になりうるというリスク）、
⑬脱出戦略と流動性リスク（ディストレスト証券市場は他の市場に比べると流動性が高いとはいえない）、
である。

第五に、ディストレスト証券投資の役割については、これららの投資家の俗称が「バルチャード（Vulture）・ハ

ゲタカ」であり、「レイダース（Raiders：乗っ取り屋）」を連想させ、しばしば敵意に満ちた見方をされているが、会社再建のために機能している点は見過されざるべきではないとしている。つまり、少額の債権を一つにまとめる」とによって、「ホールドアウト（Holdouts：非協力）」の問題、すなわち少額債権者が再建に積極的に参加するインセンティブをもたないために再建が遅延するという問題を解消し、再建を早める役割を果たし、さらに会社に最適な資本構造を選択させる柔軟性を提供する」とによつても再建のために貢献していると結論づけている。

そして最後に、この市場で成功する条件として、
①会社資産の評価能力（これには情報分析能力のみならず情報収集能力も含まれる）、
②交渉および取引技術、
③リスク管理、
をあげ、米国外にも収益機会が見いだされる」と展望している。

このギルソンの調査論文は、かなりの実例を踏まえた上で、その投資戦略とリスク管理を詳細に調査・検討したものとして実務家の間でも高く評価されている。

- (1) Stuart C. Gilson, *Investing in Distress Situations: A Market Survey*, *Financial Analyst Journal*, Nov./Dec. 1995 (邦訳「経営破綻企業への投資：市場調査」(室原妙子訳)、『証券アナリスト・ジャーナル』、一九九六年八月および九月)

2 アルトマンの研究

ギルソンの研究が投資戦略とリスク管理に重点を置いたものであるのに対し、次に紹介するアルトマンの研究、⁽²⁾『Investing in Distressed Securities』は投資パフォーマンスに重点を置いたものであり、やや古いが、ハ

の分野の先駆的な研究であると思われる。

アルトマンの調査では、デイストレスト証券の投資家は目標收益率を通常110%に設定しており、その最小限度を110%～115%に設定しているが、アルトマンは收益率を計量するための指標を自ら設定している。この指標は、ニューヨーク大学ソロモン・センターで一九八七年から計測され、メリルリンチ社が毎月、「アルトマン・メリルリンチ・ディフォールト債指数 (Altman-Merrill Lynch & Co. Index of Defaulted Debt Securities)」として公表している。

この指標では、一九八七年および一九八八年の收益率が高く、逆に一九八九年に悪化し、一九九〇年にはマイナス17.1%まで低下した。そして、一九九一年には一八九億ドルのディフォールトが発生し、一九九〇年の一八四億ドルを上回った。しかし、ディフォールトに陥った企業の多数は、内在的な価値を有しており、一章倒産から更生したときの株式価値の上昇が見込まれた。さらに、ほとんどすべてのデイストレスト証券の価格は、ディフォールトしたものも、しなかつたものも含めて、すぐにでも回復しそうなくらい低い水準に落ち込んでいた。実際、デイストレスト証券市場は一九九一年から回復に転じ、この指標も43.1%に上昇した。そして、一九八七年～一九九一年の月次ベースの総收益率パフォーマンスは、他の二つの指標と比肩しうるものとなっている(表1参照)。五年間の指標の加重平均は

1987年	ランク	1988年	ランク	1989年	ランク	1990年	ランク	1991年	ランク	上昇	下落
1月	9.80%	2	1.44%	7	-4.47%	10	-2.91%	8	3.18%	5	3/5 2/5
2月	10.53%	1	5.44%	3	-3.99%	9	-2.83%	7	8.49%	3	3/5 2/5
3月	3.77%	5	3.10%	6	-0.21%	5	3.98%	1	8.50%	2	4/5 1/5
4月	1.25%	8	3.18%	5	2.06%	2	1.48%	3	13.61%	1	5/5 0/5
5月	0.44%	10	-0.91%	9	1.01%	3	-1.23%	4	2.99%	6	3/5 2/5
6月	2.90%	7	7.41%	1	-0.09%	4	-1.71%	5	1.66%	7	2/5 3/5
7月	5.50%	4	-1.14%	10	2.46%	1	2.29%	2	5.39%	4	4/5 1/5
8月	0.52%	9	-2.82%	12	-2.06%	7	-3.03%	10	-1.29%	10	1/5 4/5
9月	-2.45%	11	-0.07%	8	-7.84%	11	-2.99%	9	-1.45%	11	0/5 5/5
10月	-8.92%	12	-1.61%	11	-8.40%	12	-4.28%	12	1.08%	8	1/5 4/5
11月	3.22%	6	5.83%	2	-2.64%	8	-2.69%	6	-0.92%	9	2/5 3/5
12月	7.53%	3	4.48%	4	-0.70%	6	-4.27%	11	-3.53%	12	2/5 3/5
第1四半期	25.95%	1	10.28%	1	-8.47%	3	-1.90%	2	21.45%	1	3/5 2/5
第2四半期	4.65%	2	9.82%	2	3.00%	1	-1.49%	1	18.96%	2	4/5 1/5
第3四半期	3.46%	3	-3.99%	4	-7.51%	2	-3.77%	3	2.51%	3	2/5 3/5
第4四半期	1.10%	4	8.78%	3	-11.44%	4	-10.83%	4	-3.38%	4	2/5 3/5
年率	37.85%		26.49%		-22.78%		-17.08%		43.11%		3/5 2/5

(出所) Altman [1993], p.170.

九.8%であり、単純平均では13.5%となり、一九九一年八月までを算入すると、前者11.1%，後者15.6%に達している。S&P500普通株指数およびメリルリンチ・ハイ・イールド・マスター指数と比較すると、一九九一年ではディフォールト債指数が他の二指数を上回り、五年間ではS&P500が15.4%で最も高く、ディフォールト債指数とハイ・イールド指数がともに10%弱で並んでいる。

ただし、アルトマンの調査によると、月次ベースおよび四半期ベースでは、この指標は年初のパフォーマンスが高く、年末が低くなる傾向があるという(表2)。そして、アルトマンはこの傾向について、マネージャーが年末にポートフォリオを「クリーンアップ(Clean-up)」するためではないかと推測している。

さらに、アルトマンは別の研究で投資家がディフォールト直後に投資を行い、その後再建が完了するまで保有した場合について、発行価格、ディフォールト時の価格、そして一章確定、再生なし清算時の価値をそれぞれ

表1 アルトマン・メリルリンチ・ディフォールト債指数および他の投機的証券指数

年	アルトマン・メリルリンチ指標	S&P500株価指標	メリルリンチ高利回り債指標
1987	37.8%	5.3%	4.7%
1988	26.5%	16.6%	13.5%
1989	-22.8%	31.7%	4.2%
1990	-17.1%	-3.1%	-4.4%
1991	43.1%	30.5%	34.6%
1987-1991年 単純平均(年率)	13.5%	16.2%	10.5%
1987-1991年 加重平均(年率)	9.8%	15.4%	9.8%

(出所) Altman [1993], p.168.

表4 債券の平均発行価格と11章倒産の確定／更正時の価格

債権の種類	サンプル数	発行価格 (Po)	確定／更正時の価格 (Pc)
全サンプル	223	\$ 96.33	\$ 50.46
非転換債	189	95.83	56.91
転換債	43	98.52	22.12
優先順位別			
担保付	24	99.67	100.91
上位	76	98.85	76.94
上位劣後	38	95.00	23.30
劣後（現金払い）	89	96.19	28.41
劣後（現金不払い）	5	54.88	4.78
非転換債の優先順位別			
担保付	24	99.67	100.91
上位	71	98.76	81.05
上位劣後	35	95.01	23.38
劣後（現金払い）	54	94.60	32.18
劣後（現金不払い）	5	54.88	4.78
劣後債			
現金払いの非転換債	54	94.60	32.18
現金および非現金払いの非転換債	59	91.24	29.86
現金払いの転換債	35	98.63	22.59
非現金払いの転換債	5	54.88	4.78

(出所) Altman, Eberhart, and Zekavat [1992].

表5 11章債券の収益率

債権の種類	サンプル 数	L ₁ (%)		L ₂ (%)		L ₃ (%)	
		平均値	中央値	平均値	中央値	平均値	中央値
全サンプル	223	(48.38)	(65.60)	(79.81)	(91.57)	(83.37)	(92.64)
非転換債	189	(41.70)	(49.00)	(74.42)	(83.53)	(78.07)	(85.10)
転換債	43	(77.75)	(90.00)	(103.51)	(112.71)	(106.66)	(113.12)
優先順位別							
担保付	24	1.68	(0.75)	(32.15)	(29.73)	(36.29)	(33.49)
上位	76	(22.05)	(12.59)	(52.57)	(39.10)	(56.51)	(41.46)
上位劣後	38	(75.13)	(86.04)	(109.51)	(113.97)	(113.09)	(116.38)
劣後（現金払い）	89	(70.58)	(79.57)	(99.54)	(106.62)	(102.59)	(108.36)
劣後（現金不払い）	5	(90.38)	(91.38)	(145.74)	(133.91)	(149.44)	(137.23)
非転換債の優先順位別							
担保付	24	1.68	(0.75)	(32.15)	(29.73)	(36.29)	(33.49)
上位	71	(17.88)	(11.95)	(47.44)	(37.75)	(51.15)	(40.90)
上位劣後	35	(74.94)	(85.58)	(109.03)	(112.64)	(112.49)	(115.30)
劣後（現金払い）	54	(66.24)	(77.95)	(99.65)	(104.01)	(103.11)	(105.53)
劣後（現金不払い）	5	(90.38)	(91.38)	(145.74)	(133.91)	(149.44)	(137.23)
劣後債							
現金払いの非転換債	54	(66.24)	(77.95)	(99.65)	(104.01)	(103.11)	(105.53)
現金および非現金払いの非転換債	59	(68.29)	(78.00)	(103.55)	(106.62)	(107.04)	(107.97)
現金払いの転換債	35	(77.27)	(90.56)	(99.38)	(111.00)	(101.78)	(111.57)
非現金払いの転換債	5	(90.38)	(91.38)	(145.74)	(133.91)	(149.44)	(137.23)

(注) () はマイナス

(出所) Altman, Eberhart, and Zekavat [1992].

比較することによって分析している。その結果、一九八五年から一九九一年の期間において、ディフォールトから回復した価格およびその際の損失率は表3となり、図3での損失率は投資家が額面で債券を購入したと仮定した場合のものであり、(1-回復率)で計算される。
また、アルトマンは別の共同研究⁽⁴⁾でこの点をより詳細に分析している。すなわち、この損失をL₁、L₂、L₃として以下のように定義している。

$$L_1 = \frac{P_o - P_c}{P_o}$$

$$L_2 = \frac{P_o - (P_c - F_I - I_F)}{P_o}$$

$$L_3 = \frac{P_o - (P_c - F_I - I_F)}{P_o}$$

L₁、L₂、L₃はそれぞれ損失をあらわし、

P_o = 最初の発行価格

P_c = 一章確定、再生なし清算時の価格

F_I = 再建期間中の不払い金利（ディフォールトでのクーポンの損失を含む）

表3 ディフォールトからの回復価格と損失率
(1985~1991年)

ディフォールトからの回復価格	損失率 (1-回復率)
担保付	\$ 60.51 39.5%
上位	\$ 52.28 47.7%
上位劣後	\$ 30.70 69.3%
下位劣後	\$ 27.96 72.0%
現金不払いの下位	\$ 19.51 80.5%

(出所) Altman [1993], p.171.

$E_1 - E_0$ に対する金利

いのよろに定義した上で、アルトマンは「一章倒産によってディフォールト」、その後も継続的に取引がなされた「二三銘柄の債券について調査しているが、その結果は表4および表5の通りである。つまり、全二三銘柄では、最も単純な損失であるL1は、マイナス四八・四%であるのに対し、L2はマイナス七九・八%であり、L3はマイナス八三・四%であった。

表6 リスク証券指数の相関関係（1987年～1991年）

月次収益の相関性	S & P		
	アルトマン-メリル リンチ指数	500 株価指数	メリルリンチ 高利回り債指数
アルトマン-メリルリンチ指数	100.00%	36.18%	58.96%
S & P 500株価指数		100.00%	48.84%
メリルリンチ高利回り債指数			100.00%

四半期収益の相関性	S & P		
	アルトマン-メリル リンチ指数	500 株価指数	メリルリンチ 高利回り債指数
アルトマン-メリルリンチ指数	100.00%	14.91%	62.72%
S & P 500株価指数		100.00%	47.96%
メリルリンチ高利回り債指数			100.00%

(出所) Altman [1993], p.175.

最後に、アルトマンは先のアルトマン-メリルリンチ・ディフォールト債指数と他のリスク証券の指数を比較して、それらとの相関性を検証している（表6参照）。その結果、ディフォールト債指数と高利回り債指数との相関性は正であるが、明らかにディフォールト債指数はより変動が大きく、それは収益の高い年も低い年も共通である。つまり、すべてが正の収益をもたらしてくるときは、ディフォールト債とS&P500との関係も、一九八九年を除いて同様である。したがって、年金基金のポートフォリオ・マネージャーは、国債などの相対的に安全な投資に特化するマネージャーと、株式・ジャンク債・ディフォールト債などのリスクのある資産に特化するマネージャーとのを

組み合わせることで、その特性を生かしえる。

- (2) Edward I. Altman, 1993, Investing in Distressed Securities, in Edward I. Altman, Corporate Financial Distress and Bankruptcy (John Wiley& Sons, New York)
- (3) Altman (1992a)
- (4) Altman,Eberhart, and Zekavat (1992)

おわりに

以上、ディストressed証券投資に関する代表的な研究者である、ギルソンとアルトマンの研究の一端について紹介した。しかし、その他の研究者によつても多くの興味深い研究がなされており、それらの研究を概観し、その特徴を列挙する。①すでに多くの研究の蓄積がなされていること、②それらの研究が実務と密接に結びついて展開していること、③研究の基盤に過去の「ディフォールト」に関するデータの蓄積があること、などの点が挙げられる。したがつて、今後も折りに触れて、それらの研究を紹介していく所存である。

参考文献の分野の主な研究業績（論文を除く）は以下の通りである。

- Altman, E., (1991), Distressed Securities: Analyzing and Evaluating Market Potential and Investment Risk, Probus, Chicago, IL.
- Branch, B., and H. Ray, (1992), Bankruptcy Investing, Dearborn Press, Chicago, IL.
- Carlson, J., and F. Fabozzi, (1992), The Trading and Securitization of Senior Bank Loans, Probus, Chicago, IL.
- Dinapoli,D., Sigoloff,S., and Cushman,R.ed. (1991) Workouts and turnarounds: the handbook of restructuring and

investing in distressed companies.

Klarman, S., (1991) . Margin of Safety. Harper Collins, New York.

Ramaswami, M., and S. Moeller, (1990) . Investing in Financially Distressed Firms: A Guide to Pre- and Post-Bankruptcy Opportunities. Quorum Books, New York.

Rosenberg, H., (1992) . The Vulture Investors, Harper Collins, New York.

Sumner, L. (1991) . Investing in Bankruptcies and Turnarounds: Spotting Investment Values in Distressed Businesses.

米国証券会社の小規模多店舗展開について

伊豆 久

1 はじめに

自由化後の証券経営戦略の一つとして、小規模店舗が注目を集めている。大蔵省も九六年四月に店舗規制を原則撤廃して小人数での出店を解禁、今年に入つて営業員一名、アシスタント一名のいわゆる一人店舗を開設する証券会社も現れた。米国の証券会社では、三千余りの一人店舗を展開するエドワード・ジョーンズ社が日本でもよく知られているが、こうした小規模多店舗戦略は同社に限られたものではなく、最近の米国証券業全体の傾向となつていて。そこで本稿では米国証券業におけるこうした傾向とその背景について紹介することとする。

2 米国証券会社の小規模多店舗化

図1は、一九九〇年末を100とした、米国の株価、証券会社、証券会社支店、証券営業員の推移を表したものである。これを見ると、上昇率が株価を上回っているのは支店数のみで、証券会社と営業員は株価ほどには伸びていないことがわかる。米国の証券会社は登録制で、市場の繁閑に応じて比較的柔軟に増減すると言われているが、今回の株価上昇を反映するには至っていないことになる。唯一支店数の伸びが突出しているが、これはなぜだろうか。空前の好景気の下で、既存の証券会社が店舗数の増加という形で業容を拡大させていくわけであるが、それにしては営業員の数があまり増えていない。

図1 支店数等の推移

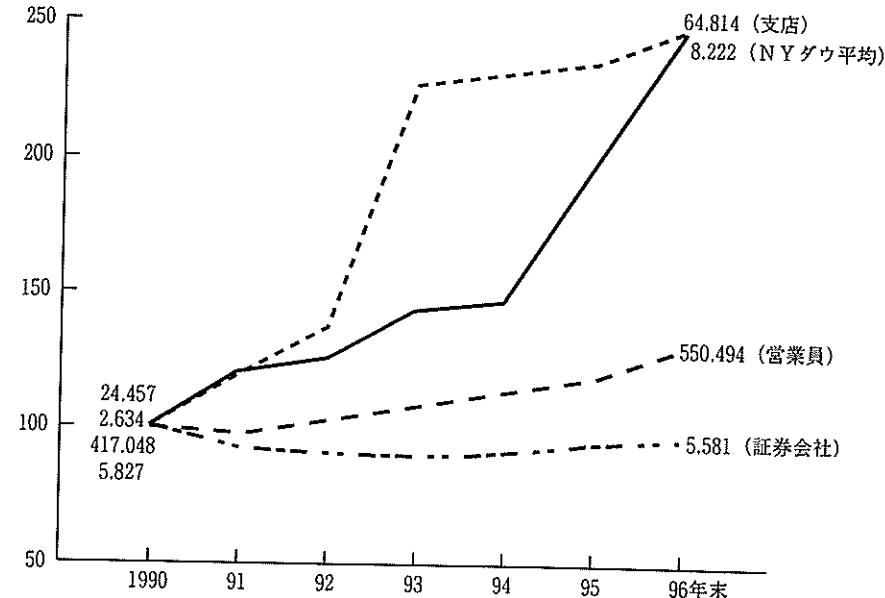


図3 1支店あたりの平均営業員数

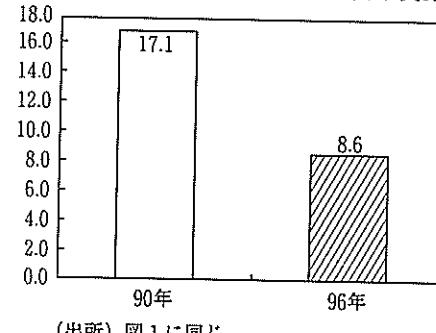
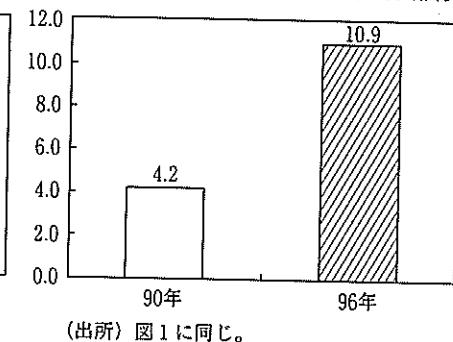


図2 証券会社1社あたりの平均支店数



つまり、米国の証券業界では、証券会社一社あたりの店舗数の急増と一店舗あたりの営業員数の急減という現象が同時に生じていていることになる。実際に、九〇年と九六年を比較すると、証券会社一社あたりの平均支店数は四・二から一〇・九へと二・五倍に、逆に一店舗あたりの営業員数は平均一七・一人から八・六人に半減しているのである(図2・図3参照)。

小規模多店舗政策が採られているということになるが、こうした変化をもたらしたものは何なのだろうか。以下、①証券営業員の独立化の動き、②投資家の証券サービスへのニーズの変化、③証券会社のリテール営業の戦略転換、④情報通信技術の発達、の順に検討していく。

3 証券営業員の独立

(1) 独立の背景

米国の証券営業員に独立を目指す人が多いのは、そもそも営業員の報酬体系が完全歩合制となっていることにによる。リテール営業の平均的な戻し率は四割であるが、そのことは営業員サイドからは、稼得手数料の六割を払つて会社からサービスを購入していると理解されている。そのため営業員はある程度仕事ができるようになると、会社の提供する商品・サービス(リサーチ、専用商品、執行・清算、口座管理など)や営業支援体制(研修、アシスタンントなど)、また年金や保険などの福利体制が手数料の六割分に値するかどうかを吟味し始めるのである。こうした報酬と会社サービスのバランスへの関心のほか、何よりも独立ということそのもの、会社の被雇用者から事業主へと飛躍することが、人生における大きな目標とされていることも、独立の大きな理由となつている。しかしながら、当然、誰でも簡単に独立できるわけではない。まず、会社を辞めることによって、それまでの

ように名前を通った大手証券会社のレポートや専用商品で仕事をする」とはできなくなる。営業管理、コスト管理、アシスタントの雇用などそれまで会社がやつてくれていた仕事を自分でしなさなくてはならない。また、会社内のアナリスト、ファンデマネジャー、他の営業員などと日常的に接触できなくなるとのデメリットも大きい。様々な情報や営業上のアイデアを交換するといった刺激がなくなるからである。

しかし、実際に独立するにあたっての最大の問題は、それまでの顧客が口座を移してくれるかどうかである。そして、それはひとえに顧客の信頼をどこまで勝ち得ているかにかかっている。とは言え投資家の中には田代が事業主である人も多く、独立そのものを評価し応援してくれる場合も少なくないようである。

こうした営業員の独立が増加しているのは、言うまでもなく現在の好景気によるところが大きいが、それだけではない。一つには証券業の提供サービスの中心が、リサーチや専用商品などいわば会社依存型のサービスから、ファイナンシャル・プランニングなど顧客密着型のサービスへと移行しつつあること、もう一つは、顧客口座のポートフォリオ管理など従来は会社の大型コンピュータを使わなければ不可能であったサービスが、ハード・ソフト両面の技術進歩によりパソコンで提供可能になったことなど、証券会社に依存せずに営業員が単独で提供できるサービスの領域が広まったという変化が大きな意味をもつていているのである。(ハ)ハした点は後述)。

(2) 証券会社の設立

独立の典型的な形は証券会社を設立することである。米国の証券会社は登録制で日本に比べると新規設立や撤退が簡単であると言われるが、しかし、それはあくまで「日本と比較すれば」ということに過ぎない。米国でも、登録の書類を作成するのに最低一ヶ月、予備面接で一ヶ月、本面接でさらに一ヶ月で最低三～四ヶ月、そこには何らかの書類の不備があつたり、当局の仕事が詰まっている場合は合計半年から一年かかることがあると言われている。費用に関しても、最低資本金の他、登録費、証券業協会(NASD)加入費、監査費、営業員研修費など、会社立ち上げの段階で必要となる資金も小さくない。こうした手続き、時間、資金などの負担が大きいことから、必ずしも独立を目指す営業員が直ちに証券会社を設立するわけではないのである。

(3) インデベンド・コントラクター

証券会社の設立を断念しながらも独立を目指す人は、多くの場合、投資顧問(Registered Investment Advisor: RIA)⁽¹⁾かインデベンド・コントラクター(Independent Contractor: IC)⁽²⁾となる。証券会社オーナーに近い自由な事業展開ができる一方で、手続きが簡単だからである。

ICとなれるには三四年証券取引所法・関連規則上の手続きは不要である。同法は、ICと通常の証券営業員(Registered Representative)を区別していないからである。したがって、自前の営業体制さえ整えば(もちろんそれが大変なのが普通であるが)、所属証券会社を退職し、新しい適切な証券会社と契約を結ぶだけで、後は(自営業者になることにともなう)税金・社会保険関係の手続きだけである。しかもそれらは新しい証券会社が手伝ってくれるのが普通である(所属証券会社を一旦退職し、そりと改めてIC契約を結ぶ)ことは通常ないが、最近それに類似したことを見られるようになった。この点、後述)。

このことを証券業全体から見れば、営業員数は変わらないで支店が一つ増えることになる。つまり、冒頭で確認した証券会社の多店舗化、店舗の小型化といった現象の中心にあるのは、こうした営業員のIC化であると推測できるのである。

では、契約先証券会社とICOの関係はどうなっているのだろうか。まず会社の取り分（ICOから会社への支払い）であるが、三種類の方法が組み合わされている。一つは稼得手数料の一定割合（5%から20%くらいまで）を会社が取るケース（つまり、ICOの戻し率が八〇～九五%となるケース）、二つ目は売り上げに関係なく会社が定めた一定額を毎月支払う方法、三番目は会社が提供するサービス（執行・決済などの基本的サービスから情報端末やリサーチ・レポートの提供、アシスタンントの斡旋など様々）をそれぞれ個別に代価を払って購入する場合である。そして、会社はこの三つの手数料徴収の方法をICOへのサービス提供のあり方と組み合わせて使い分けている。例えば、一律形式での会社への支払い額が大きい場合は、会社から無料で提供されるサービスの種類が増えるといった具合である。ICOの側も、その提供サービスとコストのバランスを見て、契約する証券会社を選ぶわけである。

4 投資家のニーズの変化

小型店舗の増大は、投資家サイドの求めるサービス内容が変化したために起こっている現象とも言える。単純化すると、米国の個人投資家が資産運用会社に求めているのは、退職後の生活設計のための資産運用計画だと言えるであろう。ベビーブーマー世代が五〇才前後となり、退職後の生活を具体的に考える人が増え、かつ、年金制度が確定給付型から確定拠出型へ移行したことなどの変化が、退職をキーワードとした資産形成プランへのニーズを高めている。証券投資もそうした目的からの資産運用の一環なのである。

となると、証券会社に求められるサービスにおいても、リサーチや高度な専用商品などよりも基本的なファイナンシャル・プランニングの重要性が相対的に高まることになる。営業員においては、複雑なデリバティブ商品を提供するよりも、長期的な信頼関係の中で顧客に合った基本的な資産設計のアドバイスをすることが重要となるのである。いわゆる顧客密着型サービスであり、そこでは、相対的にではあるが証券会社独自のサービスの比重は低下せざるをえない。ブランド力のある大手証券会社よりも、顧客に密着した独立営業員、小規模店舗が支持を受ける場合が少なくない理由の一つは、こうしたところにあるのである。

5 証券会社のリテール営業戦略の変化

(1) フローからストックへ、コミッショングからフィーへ

委託手数料の自由化、さらにブラックマンデーを経て、証券会社全体が、収益基盤を市況に左右されやすい売買ベースから預かり資産ベースに移行させていることも、小規模多店舗戦略の背景となっている。フローでの注文集め（コミッショング収入）からストックとしての資産集め（フィー収入）へと営業の重点が移っているのであるが、もちろん、預かり資産を増やしたからといって何もせずにフィーを得られるわけではない。手数料を得られるだけの付加価値のあるサービスを投資家に提供しなければならないのであるが、注文集めのためのサービスでは、銘柄の選択と売買のタイミングのアドバイスが重要となるのに対し、資産集めではポートフォリオ管理が重要となる。そこでは、やはり、ファイナンシャル・プランニングのウエイトが従来以上に高まるのであり、小規模でも地域・顧客に密着したサービスを提供できる支店が重視されることになるのである。

(2) ICO提携型証券会社のサービス

リテールビジネス全体で右のようなことが言えるとはいえ、すべての証券会社が多店舗展開を目指しているわ

けではない。ICOの側でも、当然、会社の提供サービスと会社への支払額を考慮した上で、自分のメリットが最も大きいと判断した会社とだけ契約するのであって、言い換ればICOからの選別に耐えられなければICO提携型証券会社として生き残っていくことはできない。では、ICO提携型の証券会社はどのような特徴をもつているのだろうか。

まず、ICOを集めるためには、ICOへの戻し率を高く、会社の取り分を小さくしなければならない。コスト分担の方法についてはすでに述べた通りである。

次に、ICOが魅力を感じるサービスを提供しなければならない。対顧客向けの営業はICO自身がおこなうわけであるから、証券会社はそこに直接入り込む必要はない。というより対顧客関係に会社が入り込むことはICOによって拒否されるであろう。したがって、ICO提携型証券会社に残されているサービスは、ICOの営業を支援するためのバックオフィス業務、経営管理的総務的業務の提供、代行、サポートといったことになる。

そして、ICOと契約するためには他社よりもすぐれたICO向けサービスを低コストで提供しなければならないのであって、証券会社であればどこでもICOと契約できるというものではない。したがって、もちろん普通的地方証券会社などでも数名のICOと契約しているといったケースがないわけではないが、ICOと契約しているのは、多くが特殊ICO提携型証券会社といったグループ分け可能な一群の証券会社に限られている。つまり、ICOとの契約という証券ビジネスも、IPOへの特化や清算業務への特化と同様に、証券業におけるニッチの一つとなっているのである。

そして、こうしたICO提携型の証券会社は数百あるいは千人を越えるICOと契約している（したがって支店の数も数百規模となる）大規模な会社が多い。そうなるのは、ICO向けサービスの提供というビジネスでは規模の

経済が働くからである。こうした業務のコストは固定費の部分が大きいため、提携ICOの数が増えればふえるほどICO一人当たりの会社コストは小さくなり、一人のICOから徴収する手数料を抑えることが可能となる。するとさらにICOを獲得することができ、という循環が生じるのである。このように、この業種では規模の大きさが競争力の重要な要素となるため、小規模の会社ではICO提携型証券会社として生き残ることは難しい。実際、吸収合併も少なくないようである。⁽³⁾

(3) 大手証券会社の対応

こうしたICO提携型証券会社の攻勢に対して、大手証券会社も対抗策を打ち出し始めている。その理由の一つは、以上に述べてきた業界全体における小型多店舗化を自ら進めるためであり、もう一つは自社営業員の転職をくい止めるためである。

例えば、メリルリンチ社は、小さな町や郊外にspecial-market officeと名づけた二人から六人程度の小型店舗の出店を開始した。また、ティーンウェイクター社（モルガンスタンレー社と合併）もOffice of Convenienceの名前で一人店舗を出す予定だと伝えられている。また、地方証券会社のインターフェース・ジョンソン・レイン社やウイート・ファースト・ブッチャード・シンガード社も、同様の小型店舗を展開し始めている。こうした店舗の営業員は、いずれもICOではない（つまり会社の従業員である）ものの通常の営業員より幅広い裁量を認められている。そして、戻し率と営業費負担比率がともに高めに設定されており、いわば半ICO型店舗となっているのである。

小規模多店舗展開を促していくもう一つの要因は、インターネットに代表される情報通信技術の発達である。ICO提携型証券会社は、全米のすべての州にばらまくように小規模の店舗を展開しているが、そうした地理的な分散には二つのハードルがあった。一つは、母店から地理的に離れたところにある店舗にどうやってサービスを提供するかであり、もう一つはそうした店舗の営業活動をどのように監督するかである。当然のことながら、サービスを提供できなければICOから手数料を得ることはできない。また、ICOであっても証券関係の法規則上は社内営業員と全く同じであるから、コンプライアンス上の責任は証券会社にあり、例えば、ICOに適合性の原則違反などの違法行為があつた場合は証券会社が民事上の責任を負わなくてはならない。

しかし、こうした問題のかなりの部分が、受渡決済が基本的にペーパーレス化されていることもあって、情報通信技術の発達によつて解決されつつある。会社からICO店舗へのサービスの中心は、物理的なデリバリーではなく、市場・顧客口座・営業手法などについての情報の提供であるため、コンピュータネットワークによつて処理することが可能である。また、コンプライアンスについては、顧客口座ごとに売買額、銘柄、売買回転数、手数料などに関する一定の基準を設けて自動的にチェックし、また必要に応じて個々の口座の動向を確認するといつたことがオンライン上で可能である。つまり、営業拠点が地理的に離れており、かつ営業員が会社の従業員ではなく独立した営業体であることにともなう困難は、九〇年代の情報通信技術の発達によつて、一定程度解消されつつあるものである。⁽⁴⁾

7 おわりに

以上、米国証券業における店舗の小型化、多店舗化の背景について見てきた。ここでそれをまとめると、第一に証券営業員に関する要因として、市場の拡大にともなつて独立を図る営業員が増えているものの、彼らの多くが、手続きの面倒な証券会社設立を避け、代わりにICOとなつていてこと、第二に投資家側の要因として、退職後の生活設計のための資産運用サービス、ファイナンシャル・プランニングへのニーズが高まっていることである。そして第三に、証券会社においてフロー（注文集め）からストック（資産集め）へと営業の重点が移り、かつ営業コストの外部化が図られていること、第四の要因としては、情報通信技術の発達によつて地域的に離れた多くの支店にサービスを提供し、かつその営業活動を監督することがある程度可能になったことである。

米国における小規模多店舗化の進行は、こうした四つのベクトルの和として現れていると見えるであろう。であるとすれば、日本におけるいわゆるミニ店舗の可能性も、日米の違いはあるものの、かなりの程度こうした要因に左右されるものと思われる。

注

- (1) 投資顧問も、九二年の一八〇〇社から九六年末には二二〇〇社へと急増している。
- (2) 本稿でいうICOとは、証券会社の被雇用者ではないものの自営業者として会社と契約を結んで証券営業をおこなう個人のことである。ICOについては、拙稿「インデペンデント・コントラクターについて」[証研レポート]一五四号、一九九六年一二月参照。ただし、ICOという雇用形態は証券業に限られたものではない。米国労働統計局の

資料によると、九七年一月時点でのICOの数は八四六万人で総労働人口の六・七%を占めている（表1参照）。

(c) 昨年一月には、業界大手のロイヤル・アライアンス社（従業員三五〇〇名）がケオクター・ヤーガン社（同四〇〇人）を買収している。

(4) ただし、ICOに対する証券会社の監督能力を疑問視する意見がないわけではない。米国の証券規制とICOの関係を述べる議論によれば、次の機会があると紹介した。³⁰⁾ 例如、Alexander C.Dill, "Broker-Dealer Regulation Under The Securities Exchange Act of 1934: The Case of Independent Contracting," *Columbia Business Law Review*, vol.1994,no.2(189), 1994; Charles V.Senatore, "Supervision Challenges Facing Broker-Dealers Employing The Independent Contractor Small Branch Office Model:A Call to Action," *The Business Lawyer*, vol.52,August 1997. 続屈³¹⁾ また、日本の証券規制とICOの関係は、行澤一人「新たな販売チャーハンの可能性—証券販売におけるインストペハトル・カハムトクターに関する法的考察—」[東京資本市場] 一四八号、一九九七年一一月参考。

表1 I Cの業種別比率(1997年2月時点)
(1000人・%)

I	C	126,742
		8,456(100)
農業		5.7
鉱業		0.2
建設業		20.7
土木工運輸業		4.7
公益卸売業		5.1
小売業		3.5
金融・保険・不動産		10.1
サービス		8.4
公共団体		41.4
		0.2

(出所) Bureau of Labor Statistics
(<http://www.bls.gov/>)

(31)

参考文献

- Kevin Pilot, "Little Guy Inc.: Registered Representative," July 1995.
Nicole Olmstead, "Traditional Firms Branch Out," Registered Representative, March 1997.
Thomas M.Kostigen, "Where are All the Broker/Dealers?," Registered Representative, October 1997.

世界の証券取引所の現状と展望

～ロハズノーブルハーフアレンズより～

吉川 真裕

去る一月二十六日と二十七日にロンドンのランガム・ヒルトン・ホテルで行われたIBC主催のコンファレンス「世界の証券取引所—取引システム・競争的挑戦・新たな投資機会」に参加する機会を得たので、コンファレンスでの報告に基づき、取引システムを中心にして世界の証券取引所の現状と展望について紹介する。昨年一〇月二〇日のロンドン証券取引所による新取引システムSETSの導入、一月二八日のドイツ証券取引所による新取引システムXETRAの取引開始、本年一月二一日のストックホルム証券取引所とコペンハーゲン証券取引所による共同市場（ノルディック取引所）計画の正式調印等を踏まえると、このコンファレンスは非常に時機を得たものであつたといえよう。各国で見られる機関化の進展や取引技術の進歩は従来の証券取引所の姿を大きく変えようとしており、こうした諸外国の証券取引所を取り巻く環境の変化はわが国の証券取引所にとっても無縁ではない。わが国でも本年四月からは株式と株式デリバティブ取引における取引所集中原則の廃止が予定されており、すでに昨年後半には東京・大阪・名古屋の各証券取引所で大口取引市場とブロック取引市場が創設されていることを考え合わせると、諸外国の状況はわが国の証券取引所にとって貴重な情報であることに間違いはないだろう。

取引システム

（1）取引システムの変遷

まず、コンファレンスの冒頭で「ヨーロッパの株式取引—統合の現状と二十一世紀の試み」（一九九六年）の編著者である英國王立国際問題研究所（Royal Institute of International Affairs）のベン・スティール（Benn Steil）氏が、株式取引システムの変遷について紹介し、その後の議論の枠組みを提示した。

昨今の取引システムの変化の原因は技術の進歩と競争の激化にあり、コンピューター技術の進歩が取引構造に新たな競争をもたらし、発行企業は資金調達コストの削減を、投資家はより高いリターンを、仲介業者はサービスの差別化による利益を求めていることを指摘した。また、採用された技術が市場の競争形態に影響すると同時に、競争条件が技術の選択に影響するという両者の相互作用についても言及した。そして、コール・マーケット（板寄せ取引）、継続オーダーショーン市場（ザラバ取引）、継続ディーラー市場という三つの代表的な市場構造については、それぞれの取引形態に一長一短はあるものの、継続オーダーショーン市場はネットワーク化が困難であり、継続ディーラー市場は現状では維持するのが難しいとして、本年夏にパシフィック証券取引所で導入が予定されているオペティマークを例に上げてコール・マーケットとの三つの中で最も望ましいものとして評価した。

また、ヨーロッパの市場構造改革については、一九八六年のビッグバンとロンドンでのディーラー市場の興隆をスタートとして、一九八九年から一九九一年をヨーロッパ大陸諸国でのコンピューターによるオーダーショーン市場の発展、一九九一年から一九九四年をSEAQインター・ナショナル市場の崩壊、一九九五年から一九九七年をイギリス証券市場構造の転換と位置づけた。そして、ヨーロッパにおける証券取引所の統合を推進する力としては①基本的な取引構造の共通性、②主要な仲介業者が汎ヨーロッパ化していること、③国際的な清算業務の改善

の遅れ、④ヨーロッパ通貨統合（EMU）の存在を上げていた。それに、ヨーロッパの取引所統合に至る道筋としては①共通会員権制度、②取引システムの調和、③株式会社化された証券取引所の買収・合併となるまでのシナリオを呈示していた。

さらに、技術と取引所の構造に関しては、フロアでの取引が会員制度を生み出したが、コンピューター技術の進歩によって電子注文板が導入されると、取引所の株式会社化がますます進むと予測していた。

最後に、こうした潮流は私設取引システム（PTS）の成長に端的に表れていたが、PTSの成長の原因は①機関投資家等の買手の成長、②証券業への参入障壁の激的な低下、③新たな取引構造に対応した新技術の採用、④取引費用の削減と匿名性の尊重、⑤伝統的な取引所の環境変化への適合異常といった点に求められていた。

（2）電子取引

次いで、一九九五年九月にイギリスで取引を開始したトレーディング・ポインターのニック・スタッチフィールド（Nick Stuchfield）氏がコンピューターによる電子取引市場の現状と展望について報告を行なった。

まず、理想的な電子取引市場の特徴として、①開かれた市場である（Open Access）、②透明性、③公正なルール、④分かりやすい（Straightforward）、⑤匿名性、⑥リスクが小さい、の六つを上げ、理想的な電子取引市場の技術の特徴としては、①完全コハク・パートナー化、②費用が安い、③拡張性（Scalable）、④信頼性（reliable）、⑤使いやすい（User-friendly and easy to access）、の五つを上げた。

昨年一〇月にロンドン証券取引所が導入した新電子取引システム（SETS）導入後のイギリス株式市場の状況に

関しては、①技術的に問題はないこと、②取引前の透明性が不十分であること、③取引後の透明性は十分であること、④市場は分裂しており、平等でない（Non-level playing field）、⑤匿名性（Name give-up）、⑥カウンターパーティリスクが存在すること、の六つを上げ、ロンドン証券取引所が現状の改善をはかる必要性を指摘していた。

また、今後の趨勢としては、①クロスボーダー取引の増加、②取引方法の標準化（procedural standardisation）の進展、③投資家のダイレクトなアクセスの拡大、④ルールの調和の進展、の四つが予測され、おり、これまでの趨勢の延長線上に、現在の航空産業がそうであるように、コンピューター技術によつて連結され、幅広い共通のルールを持ち、グローバルインベスターに单一の端末を提供する少数のグローバルなネットワークができるあがるという長期的な展望が示された。

2 世界の証券取引所の現状と展望

（1）ニューヨーク証券取引所

上場時価総額や売買代金で世界一のニューヨーク証券取引所からはジェームス・コクラン（James L. Cochrane）氏が参加し、ニューヨーク証券取引所の市場構造の特徴として、①集中され、かつ透明である（Centralized and Transparent）、②オーナーによる取引が小口取引を奨励し、気配値スプレッドを小さくする、③究極の買手と売手の直接取引が成立していること、④スペシャリストが自ら売買を行ない、流動性のギャップを埋め、短期的な価格変動を抑え、市場の質を確保していること、⑤継続的な価格報道が指値注文を保護し

てみると、⑥売却の制限が市場の正當性 (Integrity) を発揚していくこと、の六つを上げた。

P.T.S.の成長に関しては、NASDAQ上場銘柄に占める取引シェアが一九九四年の一三%から一九九六年の一〇%以上昇しているのに対し、ニューヨーク証券取引所上場銘柄では一九九四年の一%から一九九六年の四%に上昇しているとするなどして、それほど心配してはいないようであった。しかし、①一日に四度のクロッシングを行なうPOSIT、②午後六時にクロッシングを行なうクロッシング・ネットワーク (The Crossing Network)、③一日中取引を行なうインスティネット、④アリゾナ証券取引所、⑤その他の新しいP.T.O. (Terra Nova Tonto, Bloomberg's B-Trade, Island) の存在を紹介していた。

また、昨今の話題によく上るオプティマーク (Optimark) に関しては、①これはP.T.S.ではなく、取引所の一施設である」と、②IBM、ダウ・ジョーンズ、パシフィック証券取引所、シカゴ・ボード・オプションズ取引所が主な戦略的パートナーである」と、③日中に九〇秒間隔で複雑な条件付き注文を匿名のコール・オーライジョンを通じて行なうシステムである」と、④本年中に導入が予定されている」と、⑤NASDAQとの合意がすでに成立していることを紹介していた。

さらに、インターネットに関しては、情報提供という観点からは大量の組織された情報が無料で入手できる点と証券業への新たな入り口を開くという点を評価しながらも、インターネットを通じたビジネスという観点からすると、信頼性を確保する必要性と、株式発行市場や流通市場の直接化 (Disintermediation) を心配していた。

将来の取引システムという点に絞ってみると、それぞれの取引所や取引施設にはメリットもデメリットもあり、唯一の最善な取引システムが存在するわけではなく、ニューヨーク証券取引所は当面、従来の取引方法を大幅に変更する見通しがないことが確認された。

(2) ロンドン証券取引所

ロンドン証券取引所のマーティン・ウェーハム (Martin Wheatley) 氏は昨年一〇月に導入した新取引システムSETS、来年に迫ったEMUへの対応、諸外国、とりわけヨーロッパ諸国との競争という二つの問題を取り上げた。

まず、新取引システムSETSは従来のSEAQシステムではそれほど重視されていなかった中規模の取引を念頭に置いたものであり、マーケットメーカーが仕切るブロック取引と大手のマーケットメーカーによって自動執行が行われる小口取引の間に位置する取引が対象となっていることが説明された。そして、一〇月一〇日の取引開始から一二月三一日までのSETSを通じた取引金額シェアの推移は四〇%から六〇%の間に分布しており、ほぼ半分の取引がSETSを通じて取引されているが、そのほかは従来と同様の方法で取引されていることが明らかにされた。さらに、SETS採用銘柄の日中の平均気配値スプレッドは当初の一ヶ月では八時三〇分の寄り付き直後の一・八%から九時三〇分以降の〇・六%へと推移していたが、二ヶ月目と三ヶ月目では寄り付き直後を除けば〇・一ポイント以上低下しており、九時三〇分以降では〇・五%を下回っていることも明らかにされた。ただし、気配値スプレッドの大きさは指値注文量に依存するために日によってまちまちであり、一〇月一五日から三〇日までの四営業日と一二月一六日から一九日までの二営業日では〇・七%を上回っており、気配値スプレッドが〇・五%を下回る銘柄数も極端に少なかつたという事実も示された。こうした状況を踏まえて、SETSに関する未解決の問題としては、①取り付き直後の気配値スプレッドの開き、②引け間際の流動性、③価

格操作に対する監視、④現在のFTSE100銘柄に加えてFTSE150銘柄にも導入するかどうかが上げられていた。

EMUに関してはイギリス政府はまだ正式に一九九九年からの参加を表明していないが、ビジネス界ではEDMへの参加を当然と受け止めしており、いつ正式な参加表明が行われてもいいように準備が進められている。ondon証券取引所でも共通通貨ユーロへの切り替えをにらんで市場参加者と討議を進めており、上場に及ぼす影響については、①一部の上場企業はユーロへの切り替えを望んでいること、②ユーロへの切り替えのためには法律の変更が必要であること、③しかし、現行の上場規則そのものを改正する必要はないこと、④取引所としては無額面株式への移行を奨励しようとしていることが示された。また、取引への影響に関しては、①ユーロ建て取引への需要が拡大していること、②取引所のSEQUENCEは現在三七通貨の取引に対応できること、③取引所の規則変更是必要でないこと、④国内通貨とユーロの両方に対応できる柔軟性が必要であること、⑤市場が最終的な決定を行なうことが上げられていた。

ヨーロッパ諸国との競争という点に関しては、①ヨーロッパの優良企業300社を集めたユーロトップ300指数を構成する銘柄の取引を可能とするサービスを準備する」と、②各国通貨建ての指値注文板に加えてユーロ建ての影の指値注文板を持つこととで市場の厚みを増せる」と、③現行のSEAQインターナショナルにものEATSを導入し、SETSインターナショナルとする」と、④各国の取引所と競争と協力を勧める」とが提示され、「ロンドンはヨーロッパの資産である(London is a European Asset)」という象徴的な言い回しで報告は締めくくられた。

(3) パリ証券取引所

パリ証券取引所のジャック・ヌーベル(Jacques Nouvel)氏は「パリ証券取引所—新たな挑戦」と題する報告を行なった。

まず、ヨーロッパの証券取引所の現状は、①金融商品の国別分断、②国際投資家の各商品への関心の高まり、③各国取引所間の競争、④各取引所のコンピューター化という四つの特徴に集約できるが、ユーロの導入によって急速な変化が生じ、①各取引所を取り巻く環境はますます同一化し、②金融商品の国別特徴は弱まり、③金利を対象とした商品のばらつきは縮り、④投資家にとってはヨーロッパ共通金融市场が誕生し、⑤取引所間で上場競争が激しくなると予想される。その結果、①上場商品の特徴は収斂し、②電子取引システムへの投資コストは大量の取引を必要とすることになり、③取引の清算業務を集中することが必要となり、共通商品の上場は難しくなり、④大手ブローカーの取引は内部化され、⑤PTSは規制の国境を越えて広がることになると述べられた。

こうした競争の激化のもとで、パリ証券取引所は技術的な専門性を維持するためには、電子取引市場こそがその方策であり、コストをさらに削減する唯一の方法であり、外国からのアクセスを可能とするものと認識している。また、パリを国際金融センターとしてプロモートし、より多くの遠隔地会員を確保し、投資家の遠隔地からのアクセスを促進することが重要となると考えている。さらに、より多くのヨーロッパ企業がフランスで活動し、フランス人によって株式を保有され、流通市場における流動性が増し、それぞれの特徴に応じた上場手続きと市場構造の採用が必要になるものと予想している。

他方、MONEP(パリ流通オプション市場)がすべての株式と株価指数を対象としたデリバティブ取引を担

当する」として商品構成を再構築し、M A T I F (パリ国際金融先物取引所) をS B E (フランス証券取引所) の100%子会社とすることであらゆるフランス金融市场のグローバルな戦略を打ち出し、その結果、あらゆる市場で同一の取引システムを採用し、あらゆる取引で同一の清算システムを利用し、一つの市場哲学のもとで共通の発展をはかることが可能になるものと考えている。

さらに、他の取引所との協力関係については、標準化されたアクセスと手続き、幅広い商品構成、より大きな資金プールによってユーザーのニーズに応える一方、会員数を増やし、より多くの分野で活動することでプログラマティックに弾みをつけることが上げられていた。協力関係の利点としては、開発費用を分担することができ、商業的に見た有効性を高めることができることができることが上げられており、①新指数とそのデリバティブ商品の共同開発、②取引プラットホームのコネクションの確立、③新商品の共同開発、の三点でドイツとスイスの取引所との間で合意を成立させることが明示された。

(4) ストックホルム証券取引所

伝統的に会員組織で構成されていた証券取引所を株式会社化し、EU投資サービス指令 (I S D) に基づいて遠隔地会員権制度を実現させているストックホルム証券取引所のベン・ライデン (Bengt Rydn) 会長は「挑戦と競争—未来の証券取引所」と題する報告を行なった。

かつて証券取引所は自らの利益のために会員が協力する組織であったが、株式会社化 (Demutualisation) によって、①利用者に対するサービスに着目し、②理事会や執行部が機敏になり、③あらゆる側面で業務を遂行する能力が増した。ストックホルム証券取引所はデリバティブ取引所であるO Mと合併してストックホルム取引所の設立を目指すと同時に、コペンハーゲン証券取引所と協力して共通の取引システムでフランス化されたノルディック取引所の設立を目指している。効率性を増し、コストを削減するための決定的なステップは、取引フロアを廃止して電子取引へと移行することと、I S Dに基づいて国内会員と遠隔地会員の間の規制を緩和することにあり、その結果、競争が促進されることになる。

ストックホルム証券取引所は一九九六年九月から会員を通じたオンライン自動注文回送サービスを開始し、多くの会員は小口投資家に低コストのインターネット・サービスを提供しており、その結果、さまざまなサービスのアンバナンドリングが生じている。

ストックホルム証券取引所における会員数と売買高の40%以上は外国会員によって占められており、平行会員権制度 (Parallel Memberships) はクロスボーダー取引をインハウス取引へと転換することになるだろう。現行のクロスボーダー取引の清算サービスは不十分であり、平行会員権制度はクロスボーダー取引の清算サービスにも影響を及ぼすことになるだろう。

競争、柔軟性、利用者の視点に基づいて、ストックホルム証券取引所は株式会社化して五年の経験を持ち、ヨーロッパ第三位のオプション取引所であるO Mとの合併にすでに合意し、つい先頃コペンハーゲン証券取引所との同盟契約にも調印したことが示された。

(5) コペンハーゲン証券取引所

ストックホルム証券取引所との間で平行会員権制度に基づくノルディック取引所 (N O R E X) 構想に合意したばかりのコペンハーゲン証券取引所からはラルフ・ヨハンセン (Lars Johansen) 会長が出席し、N O R E

X構想についてもう一方の当事者として報告を行なつた。

コペンハーゲン証券取引所とストックホルム証券取引所は一つのノルディック株式市場という共通のビジョンの基づいて一月二一日にNOREX構想に正式調印したばかりである。両取引所としては周辺国の取引所がISDに基づく平行会員権制度の重要性を見逃すはずではなく、将来的にはより多くの取引所がNOREXに参加するものと期待している。NOREXは独立した取引所間の協力であり、一つの技術的なリンクによって複数の取引所にアクセスすることを可能とするものである。ノルディック取引所(Nordic Exchange A/S)と名付けられた両取引所の子会社が実際の運営にあたり、デンマークとスウェーデンの清算機関がそれぞれの国の株式の清算業務に従事することになっている。また、ストックホルム証券取引所のSAX-1000という取引システムがNOREXの取引システムのベースであり、コペンハーゲン証券取引所もSAX-1000を採用することを予定している。

すでに、航空業界では飛行機の相互乗り入れに加えて、提携航空会社の飛行機の利用は一般化しており、この種の提携を特別視する必要はないであろうとヨハンセン会長は締めくくった。

(6) アムステルダム証券取引所

アムステルダム証券取引所のポール・アールマン(Paul Ariman)氏はコンファレンスの議長を務め、アムステルダム証券取引所の現状について詳細に言及することはなかつたが、アムステルダム証券取引所の取引制度改革に関する資料が配布されたので、その内容を簡単に紹介する。

アムステルダム証券取引所は昨年一一月二四日に現行の取引システムTSA(Trading System

Amsterdam)に関する討議資料を発行している。この討議資料のポイントは高流動性銘柄に従来よりも使いやすい指値注文板を導入するという点であり、ロンドン証券取引所が高流動性銘柄に関してマーケットメーカー制から指値注文板の導入へ踏み切つたのと同様にして、アムステルダム証券取引所でも高流動性銘柄に関してスペシャリスト(ホークマン)制から指値注文板の広汎な利用へと移行しようとしているのである。

この提案はまだオランダ金融監督当局から認可を得たわけではないが、本年七月までに四段階の移行計画を準備している。この二月に予定されている第一段階では指値注文板に匿名で注文を入力できる装置とホークマンの自己売買用の装置の導入が準備されており、四月に予定されている第二段階では注文の執行・削除機能の導入が計画されている。そして、五月から六月に予定されている第三段階では指値注文板の状況を公表することと大口注文専用市場(WASH)の導入が計画されており、七月に予定されている第四段階では小口注文の新しい執行方法が導入されることが計画されている。ここではアムステルダム証券取引所の新取引システムの詳細を紹介することはできないが、ロンドン証券取引所における新取引システムに近い形での改革が試みられようとしていることだけを指摘しておこう。

SECによる格付機関の認定をめぐる問題について

清水 葉子

1 はじめに

投資指標としての格付けのインパクトは日本でも急速に高まっており、特に昨年以来、格付機関による格付けの見直し発表や引き下げがシグナルとなつて、市場での発行体の資金調達を急速に困難にするなど、その影響力の高まりが報じられている。それにもなつて、特に近年、格付けが市場の判断をあと追いしているに過ぎず、新たな投資情報としての価値を十分提供していないとか、市場での信用不安が高い状態で一定以下の格付けの起債が一律に困難になるケースが見られ、格付け判断が絶対視されて市場が硬直的になつてゐることなど、多くの懸念が聞かれる。

格付けの認知度の高まりとともに見られるようになつたこうした事態は、時に格付けが単なる一投資情報として以上の影響力をもちうることを示していると思われる。格付けは、まずなによりもアルファベットや数字などのシンプルな形式で有価証券の信用力を表示するという簡便さという利点を持ち、また格付機関自らは資金投下を行わないため、客観的な第三者による評価としての性格を有しているため、市場指標として大きく取り上げられ易いからである。

アメリカでは、こうした格付けの簡便性、客観性という性格を利用して、格付けを証券会社の自己資本規制などの公的規制に利用したり、年金基金などが内規で投資対象を限定する際に格付けを用いたりと、公的、私的両面で利用が盛んである。格付けの公的規制への利用は、規制当局にとって監督コストの低下につながるだけではなく、市場メカニズムを利用したより柔軟な規制を可能にする一方で、格付機関にとっても、格付けの市場への定着を進め、格付けの権威を高める効果があると思われる。しかしながらこのように公的規制への格付け利用が進むと、格付けは一投資意見にすぎないという格付機関の主張にもかかわらず、事実上、半公式的な市場指標としての存在意義が次第に高まつていくと考えられる。

今回取り上げるSECの格付機関認定の問題は、こうした市場における格付けの意味合いのために、きわめて微妙な問題となつており、今後も論議が続くと思われる問題の一つであると考えられる。

2 格付けの公的・私的規制への利用

SECは、一九七五年以来、証券会社の自己資本比率規制を行うに当たつて、格付けを利用した「ネット・キャピタル・ルール」を定めている。証券会社の自己資本を計算する際、資産である保有有価証券の評価に関しては、有価証券の種類や残存期間ごとに一定のヘアカット率を市場価格から減じることになつてゐるが、SECの認定を受けた少なくとも二つ以上の格付機関が投資適格の格付けを付与してゐる有価証券に関しては、ヘアカット率を小さくすることができるといふものである。

格付けは、証券会社の自己資本規制だけでなく、銀行や保険会社の保有有価証券規制にも同様に用いられてゐる。こうした規制の多くは、トリプルBとダブルBを境に債券をインベストメント・グレード（投資適格債券）とスペキュラティブ・グレード（投機的債券）に分け、スペキュラティブ・グレードの債券保有に制約を設けている場合が多い。一九八〇年代以降は、一定以上の格付け取得を条件にさまざまな規制緩和措置をとるケースも

見られるようになり、証券保有者にとっての自由度の高い規制スタイルに移行していると言ふことができる。

また、公的な規制だけでなく、多くの年金基金や投資信託が、投資対象を一定の安全資産に限定する時の中安として格付けを用いることも頻繁に見られる。通常は内規などに規定を設けて、投資先を投資適格以上の債券に限定する形で利用されている。

「」した格付けを用いた自己資本算定や投資対象の限定は、ほかの統計的評価手法を用いる方法に比べてはるかに簡便であるため、規制当局の規制コストを節約するだけでなく、格付け判断の客觀性を前提とすれば、市場メカニズムを利用したより柔軟な規制を可能にしていると考えられる。こうした公的・私的規制による利用を通じて格付けはアメリカの証券市場につかり定着したといふことができる。

SECはこうした公的規制に格付けを利用するにあたって、一定の条件を満たした格付機関を指定し、それをNRSROs (Nationally Recognized Statistical Rating Organizations) と定めた上で、規制上用いる格付けはNRSROsの格付けに限定している。

3 NRSRO認定の問題

ところが、「」のようないくつかのSECがNRSROsを指定して行う格付け利用には問題があることが指摘されてしまった。

まず、一九七五年のNRSROs導入以来、NRSROsの定義がどこにも規定されないまま用いられていることである。指定の手続きは現在はノー・アクション・レターによってなされており、格付機関が一定の条件を満たしているとSECが判断すれば、その格付機関の格付けを、証券会社の自己資本規制に利用しても法的措置をとることはないという形式をとっている。SECはNRSROs認定の条件として、当該格付機関がアメリカ国内で広く認知されていることを第一とし、加えて、格付機関の社内組織、財務の健全性、スタッフの規模と質、格付け対象企業からの独立性、格付けの手順、機密情報管理のための手順の確立と遵守などの項目について検討を行つてあるとしている。しかしながら、このような認定条件はきわめてあいまいであるといわざるをえない。

もう一つの問題は、現在のノー・アクション・レターを通じる認定手続きそのものの不透明さである。NRSROs認定の申請や、そのあとどのようなプロセスで認定が行われているのかがきわめてあいまいであるため、おもにアメリカへの参入をのぞむ外国の格付機関から不満の声が上がっていた。

とはいえ、SECがNRSROsの定義をとけ、認定条件や手続きをあいまいにしたままNRSROsの格付け利用を行ってきたことは理由がある。それは、SECのNRSROs認定の眼目は、あくまでも証券会社の自己資本規制にあるのであって、一投資意見を述べているにすぎない格付機関を直接規制することにはいためであると考えられる。SECの格付け利用の矛盾はここにあって、格付けの簡便性、客觀性といった利点は、市場メカニズムを生かした柔軟な規制を行う上で非常に都合がよいが、単なる投資意見に過ぎない格付けを実際に規制に用いるためには、一定の標準を設けるのでは規制の有効性を損いかねない。一方、厳格に格付機関の標準化をすすめてしまうと、格付け利用の柔軟性が失われてしまう。このようなSECのジレンマにもかかわらず、NRSROs指定が、アメリカの証券市場で格付がビジネスを行うために重要な要件になつていていることから、結果的にはNRSROs認定の条件が不透明であることはアメリカでの格付機関の活動への大きな参入障壁になつている」とは否定できない。⁽¹⁾

こうした問題についてSECは、すでに一九九四年に、格付機関の問題に関する最初のコンセプト・リリースを提示しており、このなかでSECは今後もNRSROs利用を継続すべきか、NRSROsの定義を定める必要がある

るか、ノー・アクション・レター発行という手続きが適切であるか、といった点に関してコメントを求めていた。

今回取り上げるSECのコンセプト・リリースは一九九四年に出されたコンセプト・リリースの議論をふまえて再提出されたものであり、格付機関の市場での重要性の高まりを受けた措置であると考えられる。

4 SEC提案の概要

SECは一九九七年一二月一七日付けでNRSROs認定に関する二度目のコンセプト・リリース⁽²⁾を提出した。すでに述べたように、一九七五年のネット・キャピタル・ルール以来、SECはNRSROsを無定義で利用しており、その認定にはノー・アクション・レター方式を用いて、個別に認定を行うというやり方をとっていた。ノー・アクション・レター方式でのNRSROs認定の条件は3節で述べたとおりであるが、今回のリリースではSECは、こうした認定条件を明文化するとともに、新たに発行体企業幹部へのアクセスという条件を付け加えた上で次のように提言するとしている。

- (1) 米国での全国的な認知度（主要な格付け利用者から信頼できる格付機関であるとの認知を受けていること）
- (2) スタッフ、財務基盤、組織構成が規模と質の点で適切であること（信頼できる格付業務を執行するに足るだけの条件を備えていることと、格付け対象企業からの経済的圧力に屈しないだけの独立性を備えていること）
- (3) 正確で信頼度の高い格付けのために必要な系統的な格付け手順が確立されていること。
- (4) 発行体の幹部とのコンタクトの度合（客観的なリスク評価に必要な発行体へのアクセスが十分確保されていること）

(5) 格付けに必要な発行体の非公開情報が漏洩しないよう十分な社内手順が確立され、また遵守されていること。

リリースによれば現在NRSROsの指定を受けている格付機関は新しい条件の下でもそのまま資格が引き継がれる一方、今後指定に必要な条件を満たさなくなつた場合は指定が取り消されるとしている。

また、リリースではこれ以外の問題にも言及している。まず、発行体から支払われる格付け手数料が格付機関の収入の多くを占めている現状は中立的な格付判断に支障をきたす恐れがないか、司法省のMoody's調査に見られるように、発行体の了承を得ずに行う勝手格付けが結果的に発行体にたいして格付け取得を迫る圧力になっているのではないかなどである。また、このリリースの提案でNRSROs指定への参入が増加すれば、多くのNRSROsの間を回つてより有利な格付けを得ようとする「shop」の可能性も出てくるがそれをどのように考えればよいか、などもとり上げている。

5 おわりに

SECは今回のリリースのなかで、NRSROsの定義や認定手続きが不透明である点を主に取り上げ、その改善策を提言している。NRSROs指定の手続きがより透明になることで、現在指摘されているような外國系格付機関の米国参入がより容易になり、多くの投資判断が提示されるようになるとすれば望ましい」とあると考えられる。ところが一方で、格付判断の規制利用がより進むようになることも予想されるので、格付けの投資意見としての私的な性格より半公式的な性格のほうが前面に出る可能性があると考えられる。その場合、格付け情報の市場での扱いは今後微妙に変化することが考えられる。

実際、格付けは、情報量の少ない個人投資家を別にする、投資情報として現実の運用に用いるだけではなく、情報開示などの際の客観的な指標の一つとして用いられる」とめかなり多いと考へられる。アメリカでは指定格付機関の格付けは、多くの年金基金や投資信託などで投資判断の基準として使われているが、それは運用上の投資情報としてではなく、資金委託者への説明のために使われているとみなしうる性格を多くもつており、実際、運用者が無批判に格付けを自らの運用判断に用いてくることはまれであるといわれている。すなわち、格付けは、投資情報としてだけではなくて運用者のモラルハザードがないことを示すアカウンタビリティーのために使われている要素がかなり高いと思われる。

格付機関の格付判断の責任を問う裁判では格付機関が憲法上の言論の自由を持ち出して反論するケースが多いように、格付けは本来は私的投資意見であるべきである。しかしながら、このように格付けは徐々に半公式的な性格を強めてきている可能性があり、リリースをめぐる今後のSECの判断によってそれが加速化するならば、必ずしも望ましい方向とはいえない。

注

- (1) 現在はMoody's Investors Service' Standard & Poor's Rating Services' Fitch IBCA Inc' Duff & Phelps Credit Rating Co' Thomson BankWach Inc の社名のロゴが記載されている。まだ日本格付機関を含む数社がNRSROs登録を申請中であるところ。
- (2) Securities and Exchange Commission. Release No. 34-39457. December 17, 1997.

金融業とネットワーク

—ATMネットワーク接続問題にみる論点—

岡村 秀夫

金融技術革新によって、銀行預金口座が従来提供していた機能を証券会社が提供することが技術的には可能になつてゐるが、顧客との接点である支店やATMの数については、証券会社は銀行に遠く及ばない。この点を補う戦略としてATMネットワークの提携があり、九九年春からは、証券会社と都市銀行間での提携が実現する見込みである。⁽¹⁾八三一台しかATMを保有しない証券会社側にとって、三一、四五一台ものATMを保有する都銀との提携は大きなメリットがあると考えられる。だが一般には、ネットワーク拡大で利用者の利便性は向上する一方で提携先への顧客流出や競争激化の可能性があるため、今後も提携が容易に実現するとは限らない。

一般に、ネットワーク産業ではネットワーク外部性が参入障壁として働くため、新規参入は容易ではない。金融ビッグバンによつて規制が緩和・撤廃されても、競争条件に大きな差があれば、競争が促進されなかつたり、新規参入意欲が削がれるかもしれない。そのため、競争促進による利用者（消費者）の利益向上のためにも、新たな事業展開や新規参入を容易にするような条件を整えることが必要である。その一例としてATMネットワークの提携・接続問題を取り上げ、ネットワーク産業としての視点を踏まえて、金融ビッグバンにより業態間の垣根が益々低くなつていくであろう金融業における課題を検討する。

本稿の構成は次の通りである。第一節では、最近のATMネットワーク接続に関する問題を取り上げる。第二節では、ネットワークの概念について整理し、金融業との関係を検討する。第三節ではネットワーク外部性という視点からATMネットワーク接続問題を検討する。第四節では今後の課題と残された問題点について述べる。

1 はじめに —ATM提携のメリット・デメリット—

最近の新聞報道によると、九八年秋の実現に向けて、信託銀行五行（三井信託銀行は検討中。日本信託銀行は提携見送り。）のATMネットワークと郵便貯金のATMネットワークを接続する方向で準備が進められている。⁽²⁾また、地方銀行の中には、自行の顧客による他行ATMの手数料を肩代わりすることによって、自行のATMネットワーク拡大とほぼ同等のサービスを顧客に提供しながらATMネットワーク構築に必要な投資を軽減しようとすることもある。⁽³⁾両者に共通する点は、ネットワーク拡大による顧客の利便を図り競争力を向上させることにある。しかし、前者については一部に抵抗感があるのに対して、後者については一つの経営戦略としてとらえられている。両者に対する反応の違いを、「民間銀行」対「郵貯」の長年の対立の延長線上で理解することで十分なのだろうか。利用者の立場からすると、一枚のキャッシュカードで預金を引き出すことのできるATMは多ければ多いほど便利である。そして、銀行にとつても提携により顧客の利用可能なATM数を増加させることは理にかなっているように思える。だが、ATMネットワークの提携には副作用が伴う。即ち、提携前に比べればATMの設置数や設置場所によつて顧客を囲い込む戦略の有効性が低下することである。もつとも、他行ATMの利用には手数料が必要であつたり、提携先での機能が引出や残高照会に限定されていたりするので、囲い込み戦略もある程度有効だと考えられるが、仮に手数料が現行水準よりも大幅に低かつたり、同等の機能が利用可能であるとしたら、(53)

預金その他の金融商品での競争が激しくなるだろう。そのため、銀行としてはATMネットワーク提携によるメリットとデメリットを比較秤量することになる。

つまり、利用者の立場からは常に望ましいと考えられるATMネットワークの提携も、金融機関の立場からは常にメリットがあるとは限らないのである。一般に、地理的に、あるいは商品面で、競合関係が強いほど提携の合意は困難となるだろう。信託銀行と郵貯の提携については、信託銀行の提供する金融商品と郵便貯金の商品性が比較的異なるため競合が生じにくく、また都市部に少数の店舗しか保有しない信託銀行にとつては郵貯との提携によるATMネットワークの拡大は大きな魅力と映つただろう。一方で、都市銀行や地方・第二地方銀行としては、普通預金・定期預金と郵貯の通常貯金・定額貯金などは商品性で競合する上に、店舗展開でも全国的に競合しているため、信託と郵貯の提携が銀行界全体へ波及することへの警戒心は強いものと思われる。

日本の民間銀行については、一九九〇年から翌年にかけて行われたMICCS（全国キャッシュサービス）を介する各業態間のATMネットワーク相互接続によつて全国規模のATMネットワークが完成しているものの、郵便貯金や証券会社のATMネットワークとは接続されておらず銀行、証券、郵貯にまたがるATMネットワークの提携・接続問題が今後の焦点である。金融技術革新によつて、技術的には証券会社に設けた口座が従来の銀行預金口座と同等の機能を提供することは可能になつていて⁽⁴⁾、証券会社にとつては、銀行や郵貯等のATMネットワークとの提携が実現すれば、自らの少ない支店・ATMを補うことが可能となり、ビジネスを拡大するチャンスとなり得る。また、金融業への新規参入者にとつても、既存金融機関との提携によつて顧客との接点としてのATMネットワークを構築する費用や時間を大幅に節減することが可能となる。今後、金融ビッグバンが進展するなかで、既存のATMネットワークとの提携・接続は証券会社やその他の新規参入者が事業を展開する上で一(54)

つのポイントとなるだろう。

2 ネットワーク産業としての金融業

(1) ネットワークとは何か

ネットワークとは、もともと鉄道や運河など交通路の網状組織を指していたと言われる⁽⁵⁾。そして、電力やガスの供給網、電信・電話などの通信網、テレビ・ラジオなどの放送網を指す意味でもネットワークという言葉が使われている。さらに、人と人のつながり、企業や組織、取引関係、企業グループ、国家間の関係、などについてもネットワークという言葉が使われている。当初は物理的に構築された網状組織を指していたネットワークという言葉が、人間同士や組織間の関係およびコミュニケーションのための手段・方法という概念を含むようになつたと考えることができる。言い換えると、物理的構築物としてのハードウェアを指す概念から情報伝達やコミュニケーションのための約束事・規格というソフトウェアまでを含む概念に広がつたと言える。

人的ネットワークのように、ほぼ全てがソフトウェア的要素で構成されているネットワークもあるが、産業として成立しているものについては、ハードウェアとソフトウェアの両方の要素で構成されているものが大半である。もちろん両者の比重は産業によって異なり、鉄道業や電力業などではハードウェアの重要性が比較的高いが、通信業や放送業などでは相対的にソフトウェアの重要性が高まると考えられる。金融業についてみると、支店・ATM網などのハードウェア的要素と取引関係や取引情報処理などのソフトウェア的要素で構成されているが、情報処理技術などの技術的条件の変化によって両者のバランスは変化してきている。次に、ネットワーク産業としての視点から金融業を検討する。

(2) ネットワーク産業としての金融業

金融業を営むには、本支店網や通信網などのネットワークが必要であり、また大量の取引を効率的に処理するために取引の手順や方法は多くが定型化されている⁽⁶⁾。都市銀行や大手証券会社は全国各地に支店を設け、顧客の利便をはかると共に、情報の収集・伝達・交換に注力してきた。特に、決済機能を提供する銀行業では、古くは手形交換所、そして現在では全銀システムのような銀行間のネットワークを構築してきた。

金融業の中で銀行を特徴づけるのは与信機能と決済機能を併せ持つ点であり、ネットワーク産業としての特徴は決済機能に顕著に表れている。銀行法によれば、「銀行業」とは①預金または定期積金の受け入れと資金の貸付または手形の割引とを併せて行うこと、②為替取引を行うこと、とされており、①は与信機能、②は決済機能である。池尾（一九九四）は、従来の決済システムは銀行間における一定時間ごとの差額決算を基本としていたため、必然的に未決済残高の形成と結びつき、その結果与信機能（上記①の機能）を持った銀行が決済機能の提供に優位性をもつに至つた、と指摘している。だが、情報処理技術の進展で全ての決済を取引ごとに同時に処理することが経済的に引き合うようになれば、与信機能をもつた銀行が必ずしも決済機能の提供において特に優位性をもつ理由もなくなる、とあわせて指摘している。

ところで、決済サービスを構成する要素は、取引当事者間でやりとりされる「価値」と、その価値を移転するための「支払い指図」に二分される⁽⁷⁾。「価値」については、現金や預金など確定額の債務が用いられてきた。また、「支払い指図」については、紙幣・貨幣の交付、小切手の交付、振込指図などの方法がとられてきた。従来、何らかの「支払い指図」を行う際には、多くの場合銀行に出向くことが必要であった。最近、ホーム・バンкиングやファーム・バンкиング、インターネット・バンкиングなどのサービスが開始されているが、これらは「支払

い指図」を行うためにわざわざ銀行に行く必要をなくした点で顧客の利便性を大幅に向上させるものである。だが、銀行に行く必要がないなら、そもそも銀行業以外の業種であっても「支払い指図」サービスを提供することができるのではないかという疑問が湧いてくる。事実、現在の決済システムは巨大な情報処理システムであり、データ通信業、POSシステムを構築している流通業などからの参入は技術的に可能であると考えられる。また、「価値」についても取引と同時に決済することができるとなれば、(瞬間的には価値が確定していると考えることができるので) 株式や債券などを用いることが可能になるかもしれない。⁽⁸⁾

情報処理技術の発展と金融規制の緩和・撤廃によって、決済機能を銀行だけが果たす必然性・優位性は薄れ、証券業やデータ通信業、あるいは流通業などからの参入が可能になる。その際に問題となることは、既存の銀行間ネットワークに新規参入者のネットワークを接続させることができるとなるかどうかという点である。ネットワークに入れる(あるいはネットワークを利用)ことから得られる価値は、ネットワークの加入者数が多いほど大きくなり、このような性質を「ネットワーク外部性(外部効果)」と呼ぶ。ネットワーク産業においては、ネットワーク外部性が新規参入者への参入障壁として働くことが知られている。⁽⁹⁾

次節では、ネットワーク外部性の視点を踏まえて、ATMネットワーク接続問題を検討する。

3 ATMネットワークの相互接続問題

(1) ネットワーク接続の効果

前節の最後では、ネットワーク産業においてはネットワーク外部性が参入障壁として働く可能性を指摘した。例えば、小規模なネットワークと大規模なネットワークがある場合、ネットワーク外部性が存在するなら消費者

は後者を選択し、その結果小規模ネットワークを運営する事業者の経営は困難になることが予想される。一般に、新規参入者は既存業者に比べて小規模なネットワークしか当初は構築することができないので、既存の大規模ネットワークとの接続の可否や接続条件(接続のための費用(アクセス・チャージ)、接続によって提供可能なサービス内容、互換性など)次第では、すぐに撤退したり、そもそも参入をあきらめるかもしれません、その結果当該産業では独占や寡占が生じる可能性がある。

ATMネットワーク接続問題を産業組織論の立場から理論的に研究したものとして、例えばMatutes & Padilla(1994)を挙げることができる。彼らは、ATMネットワーク接続による効果としてネットワーク効果(network effect)と代替効果(substitution effect)に注目している。前者はATM接続によるネットワーク外部性が銀行経営に与えるメリットともいふべきもので、顧客の利便を図ることによる自行の競争力向上効果である。後者は、ATM接続による銀行に対する負の効果としてとらえられているもので、顧客にとってATM接続によって自らが口座を持つ銀行の支店・ATMが身近にあること必要性が薄れるために顧客から見れば銀行の代替性が高まり、銀行間で預金金利などの商品性をめぐった競争が激しくなるような効果である。ATMの接続によるネットワーク効果は、小規模なネットワークしか保有しない銀行ほど、またATMで提供されるサービスが多いほど(言い換えると窓口に出向く必要性が薄いほど)、効果が大きいと予想される。一方、代替効果については、商品性や顧客層での競合度が強いほど、そして(提携相手先に顧客が流れれる可能性が高くなるという意味で)大規模なネットワークを保有する銀行ほど、負の効果が大きくなると予想される。

(2) 「民間銀行」対「郵貯」

表1 業態別CD/ATM設置台数(平成9年3月末 証券会社は6月末 現在)
(単位%)

	全国銀行	都銀	地銀	第二地銀	信託	長信銀
設置台数	77,956	31,452	33,243	12,149	976	136
うちATM	71,851	28,110	30,923	11,706	976	136
	信用金庫	信用組合	農協	漁協	労働金庫	
設置台数	17,234	3,090	12,744	196	2,058	
うちATM	16,497	2,564	9,531	153	1,916	
	民間計	郵便局	全体			
設置台数	113,278	23,358	136,636			
うちATM	102,512	9,557	112,069			
	証券会社	銀行系クレジットカード	信販系クレジットカード			
設置台数	831	678	1,994			

第一節で取り上げた信託銀行と郵貯の提携に当てはめると、九七六年のATMしか保有しない信託銀行から見ると一二三、三五八台のCD・ATMを保有する郵貯との提携によるネットワーク効果は大変大きく(表1参照)、また郵貯と商品性における競合度もそれほど強くないと考えられるため代替効果は小さいだろう。また郵貯側にとつても、ネットワーク効果はほとんど期待できないものの、代替効果が小さいため提携することによるデメリットはそれほどないと考えられる。(証券会社と都銀の提携についてもおおむね同様であると考えられる。)都市銀行や地方・第二地方銀行などが郵貯との提携に消極的な理由として、信託銀行に比べればネットワーク効果が相対的に小さいにも係わらず、商品性や顧客層での競合が予想されるため、代替効果によるデメリットが大きいことが予想されるからだろう。利用者の立場から見るとメリットのある銀行と郵貯間のATM提携が進展しない背景の一には、上記の要因があると考えられる。^[11]

また、他行ATM利用時に顧客が支払う手数料を、顧客が

口座を持つ銀行が肩代わりするというサービスは、当該銀行にとつては手数料の存在によるネットワーク効果の減少を防ぎ自行の競争力を向上させる戦略と考へることができる。

(3) 新規参入との関連

金融業を含めたネットワーク産業では、ネットワーク外部性が参入障壁として働く可能性があることは既に述べた通りだが、情報通信技術の発展によつて金融業における参入障壁は小さくなつていくことが予想される。一つ目の理由としては、テレホン・バンキングやインターネット・バンキングなどの方法によって、大規模な支店・ATMネットワークを構築する必要性が薄れつつあることが挙げられる。二つ目の理由としては、証券業、ノンバンク、データ通信業、流通業など銀行業以外の業種間で提携して機能を分担することが技術的に可能になつたため、単独で多額の投資を行う必要が低下し、またネットワーク構築に要する時間も節約できるようになつたことが挙げられる。

金融取引に必要な手続きの大半は、郵便、電話、インターネットなどで行なうことが可能になりつつあるが、決済に占める現金の志向が大幅に変化しない限り、現金を出納する接点としてATMは一定の役割を果たすものと考へられる(表2参照)。そうであるなら、銀行や郵貯の大規模なATMネットワークとの接続問題は依然重要であろう。

利用者の利便性を向上させつことが金融ビッグバンの最大の目的といわれている。金融業の中で隣接分野への進出を容易にしたり、他業種からの参入を促進させるためには、必要な条件を整備しなければならない。特に、金融業はネットワーク産業であるため、ネットワーク接続に関する条件整備は大変重要である。

本稿では、あまり触れなかつたが重要な論点としては、接続のための費用負担問題を挙げることができる。電気通信業においては、長距離電話会社が市内電話会社に支払うアクセス・チャージ決定問題として多くの議論・研究がなされている。今後、金融業に関しても、新規参入促進に向けて議論が深まる」とを期待したい。

注

- (1) 「金融情報システム白書（平成十年度版）」一四二ページ。
- (2) 「日本経済新聞」一九九七年一二月二〇日号。
- (3) 「日本金融新聞」一九九八年一月一六日号。
- (4) 既に、証券会社と銀行の提携により、中期国債ファンドと普通預金を組み合わせたスワイープ勘定のような商品は発売されている。
例えは、林・松浦編（一九九二）一二四ページ、辻・西脇（一九九六）三ページなどを参照。
- (5) 決済システムの変遷、電子決済を含めた今後の展望については、木下・日向野・木寅（一九九七）が詳しい。
- (6) 木下・日向野・木寅（一九九七）九四ページ参照。
- (7)
- (8) 池尾（一九九四）参照。
- (9) 例えは、江副（一九九四）、林・松浦編（一九九二）、Shy（一九九五）など参照。
- (10) ATM利用の手数料収入が最も期待できるメリットかもしれない。
- (11) 民間銀行と国営の郵貯との競争条件が大きく異なるなら、代替効果は非常に大きなものとなる可能性がある。

参考文献

- 池尾和人（一九九四）「情報技術革新とネットワーク産業—銀行業の場合」、林敏彦・大村英昭編『文明としてのネットワーク』第三章、NTT出版。
- 石崎隆（一九九四）「ネットワークとしての金融業」、南部鶴彦・伊藤成康・木全紀元編『ネットワーク産業の展望』第六章、日本評論社。
- 磯部朝彦・ケブンリ・J・カーニー監修（一九九三）『エレクトロニック決済と金融革新』、東洋経済新報社。
- 江副憲明（一九九四）『市場と規制の経済学』、中央経済社。
- 木下信行・日向野幹也・木寅潤（一九九七）『電子決済と銀行の進化』、日本経済新聞社。
- 金融情報システムセンター編、『金融情報システム白書』、財経詳報社。
- 辻正次・西脇隆（一九九六）『ネットワーク未来』、日本評論社。
- 電子マネー及び電子決済に関する懇談会（一九九七）『電子マネー及び電子決済に関する懇談会報告書』。
- 日本銀行金融研究所（一九九五）「わが国の金融制度」、日本信用調査。
- 林敏彦・松浦克己編（一九九一）『テレコミュニケーションの経済学』、東洋経済新報社。

県区留め縫帳（一九九七）『金融の情報連携事例』 横浜経済新報社。

Matutes, C and A. J. Padilla. (1994). "Shared ATM Networks and Banking Competition." *European Economic Review* 38, pp1113-1138.

Shy, O. (1995). *Industrial Organization*, The MIT Press.