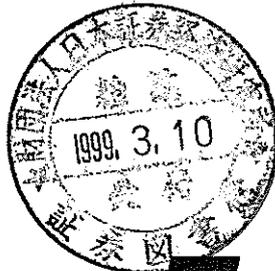


証 研



レポート

No.1568

1999年3月

- | | |
|--|------------|
| 短期金融市場の現状 | 二上季代司 (1) |
| 普通社債市場の課題と展望(2) | 松尾 順介 (17) |
| IMF協定と資本勘定の自由化 | 伊豆 久 (29) |
| 始動した新世代の取引システム
—パシフィック取引所のオブティマーカー— | 吉川 真裕 (41) |
| ATS規制の最終案について(下) | 清水 葉子 (56) |

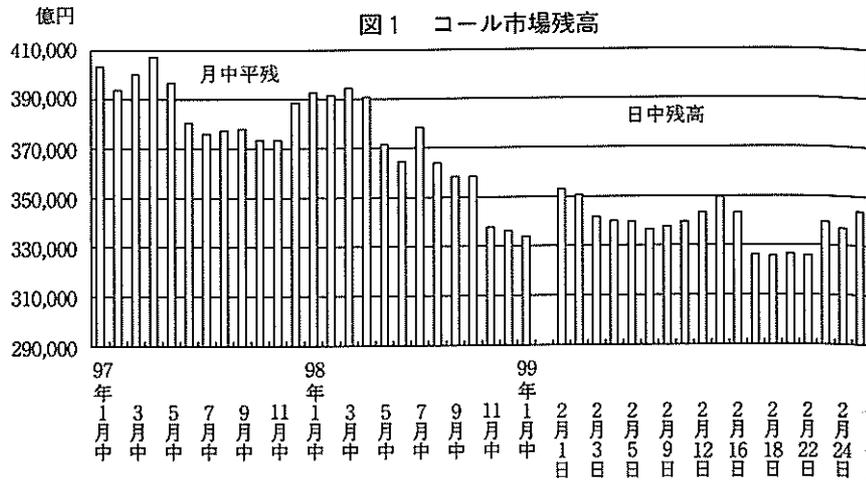
短期金融市場の現状

二上季代司

先月一二日、日銀が無担保コール翌日物（翌日に返済する超短期もの）金利の誘導水準のゼロ%も容認する緩和策を決めたことで、一七日には同金利水準の加重平均が普通預金金利の〇・一%を割り込み〇・〇八%まで低下、出し手大手の生命保険が資金をコールから普通預金にシフトさせてコール市場資金が急減（図一）、コール市場の流動性が大きく損なわれるという事態が発生した。

コール・手形市場に代表されるインターバンク（市場参加者が金融機関などに限られている）短期金融市場は、①準備預金を互いに融通しあう資金繰りの市場、②金利観に基づくファンディング・デューリングの市場、という二面的性格を持っている⁽¹⁾。一九八八年一二月の「短期金融市場運営の見直し」以来、短期金融市場には市場メカニズム活用をめざしたさまざまな改革が加えられてきた（短期金融市場研究会【一九九〇】参照）。このうち、コール・手形市場における気配値制度の廃止、日銀オペにおける入札制の導入が特記されるべき措置とされている。要するに八八年以来の改革は市場間金利裁定を円滑にし、市場メカニズムが有効に働く市場にするという目的を持っていたのであり、「資金繰りの市場」という側面よりも「デューリングの市場」という性格を重視した改革案が採られてきたといつて良からう。その背景として、八〇年代に始まる短期オープン（事業会社なども市場に参加できる）市場の多様化・拡大（CDⅡ譲渡性預金の創設、円転規制撤廃Ⅱユーロ円預金の拡大、CPIⅡコマーションペーパーの創設など）によって八〇年代中期にはインターバンク市場からオープン市場に資金が流

図1 コール市場残高

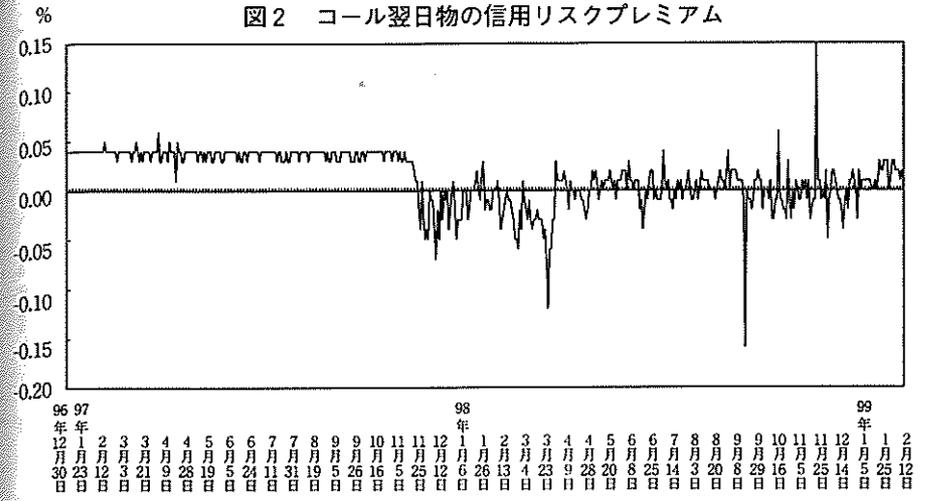


(出所) 「日本銀行月報」等より当所作成

出、インターバンク市場のアベイラビリティが低下、金融調節への悪影響が懸念されたという事情があげられる。そしてこれらの改革によって、インターバンク市場とオープン市場との金利格差が解消、参加者の資金デューリングが活発化、インターバンク市場への資金環流によってアベイラビリティが向上、金融調節のトランスミッション効果（預金金利、貸出金利への波及効果）も向上したという評価が与えられている。

ところが、一〇年後の今日、金利水準の異常な低下の中でインターバンク市場における価格メカニズムが再び機能不全をおこしかけている。本文で見るとこの機能不全は拓銀・山一証券の破綻をきっかけに九七年一月末から始まっており、一年半も続いているのである。しかしこれと平行して、現金担保付き債券貸借取引（いわゆる日本版レポ——以下、「債券レポ」と略）が急速に規模を拡大、短期金融市場の構造的な変化も見られるのである。そこで以下では、①この間において、コール・手形市場にどのような変化が起こっているのか、②短期金融市場としての資質について「債券レポ市場」ほどの程度まで条件を備えているか、といった点について簡単にまとめてみた。

図2 コール翌日物の信用リスクプレミアム



(注) (無担保コール翌日物加重平均レート-002%) - 有担保コール翌日物加重平均レート
(出所) 「日経金融新聞」二面「短期金融」覧より当所作成

1 インターバンク市場(コール・手形市場)の動向⁽²⁾

図2は、有担保コール翌日物(出し手ベース)の加重平均レートと無担保コール翌日物の加重平均との差を日次ベースで見たものである。⁽³⁾この意味するところは、出し手にとって無担保コールは有担保コールに比べてカウンターパーティに対する信用リスクがあり、信用リスクプレミアム分だけレート格差があつて当然、ということである。これを念頭に置いてもう一度図2を見ると、九七年一月二日までは、リスクプレミアムは規則的にほぼ〇・〇四%であつたが、週明けの二五日からはそれまでの規則正しい関係が失われていると分かる。

次の図3は、無担保コール翌日物の日中の最高レートと最低レートの幅を图示したものである。これを仮に「日中レート幅」と呼ぶと、やはり九七年一月二日までとその後は大きく違つており、二五日以降は日中レート幅が極端に大きくなつている。そこで、分析の対象期間を、①第一期(九七年一月二日まで)、②第二期(同年一月二五日から九八年九月九日)日銀が無担保コール翌日物レートを〇・二

五%へ低め誘導した政策転換日まで)、③第三期(同年九月一〇日から九九年二月二二日)同じく日銀が同右レートを〇・一五%へ低め誘導した政策転換日まで)、④第四期(それ以降現在まで)の四つに分け、それぞれについて日中のレート幅の平均値を計測してみた(表1)。これによると無担保コール翌日物、一週間物、二週間物、有担保翌日物すべてについて第二期にレート幅の平均値が高くなつているが、その程度は短めの物ほど高くなつている。とくに無担保コール翌日物のそれが際だつて高く、第三期以降やや落ちついてきてはいるものも現在においてもなお日中のレート幅の平均が〇・六%台と高位にとどまつている。しかし、無担保コールの日々の加重平均レートについてみると、その標準偏差が際だつて高くなつてはいるわけではなく、各期間にわたつて大きく変動しているのではないことが分かる(有担保コール翌日物についても同様である)。

以上から、次のように推論して良からう。①九七年一月二五日以降一部の銀行・証券会社の破綻により信用不安が高まり、コール市場において一部の金融機関が資金繰りのため窮迫金利でコールを取り漁る動きが顕在化、この動きが現在に置いても沈静化していないこと、②この取り漁りが、短か目物とくに無担保コール翌日物に集中、これが日中レート幅の拡大に導いたと考えられること、③これに対して日銀が、九七年一月二五日以降恒常的に大規模な金融調節を行い、その際、無担保コール翌日物レートを誘導目標としたことから、それまでの有担保コールと比較した場合のリスクプレミアムがレート差として反映しなくなったこと、④日銀の介入により加重平均レートとしては落ちついて見えるもののかえつて無担保コール翌日物の日中レート幅を拡大した、と推論される。

以上の推論の状況証拠として、次のような趣旨の記述がある(加藤【一九九八】)。九七年一月はじめには三洋証券の破綻により無担保コール市場においてデフォルトが発生、続いて二四日には山一証券の自主廃業の報道

図3 無担保コール翌日物日中レート幅

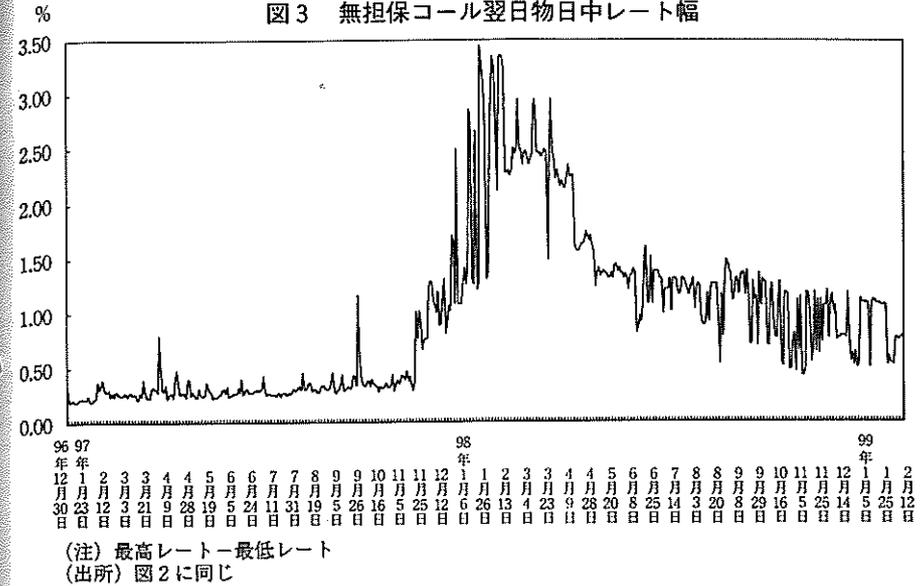


表1 コールレートの日中レート幅

	1996年12月30日 ~97年11月21日	97年11月25日 ~98年9月9日	98年9月10日 ~99年2月12日	99年2月13日 ~2月26日
(レート幅=最高レート-最低レート)				
無担保コール翌日物 (平均)	0.29	1.64	0.95	0.66
有担保コール翌日物 (平均)	0.24	0.76	0.67	0.42
無担保コール一週間物 (平均)	0.17	0.27	0.20	0.11
無担保コール二週間物 (平均)	0.10	0.15	0.19	0.11
(参考)				
無担保コール翌日物加重平均 (平均)	0.49	0.43	0.24	0.11
(標準偏差)	0.030494	0.049834	0.041422	0.014491
有担保コール翌日物加重平均 (平均)	0.43	0.42	0.23	0.07
(標準偏差)	0.033211	0.050392	0.047651	0.019551

(出所) 「日経金融新聞」二面「短期金融」欄より当所作成。

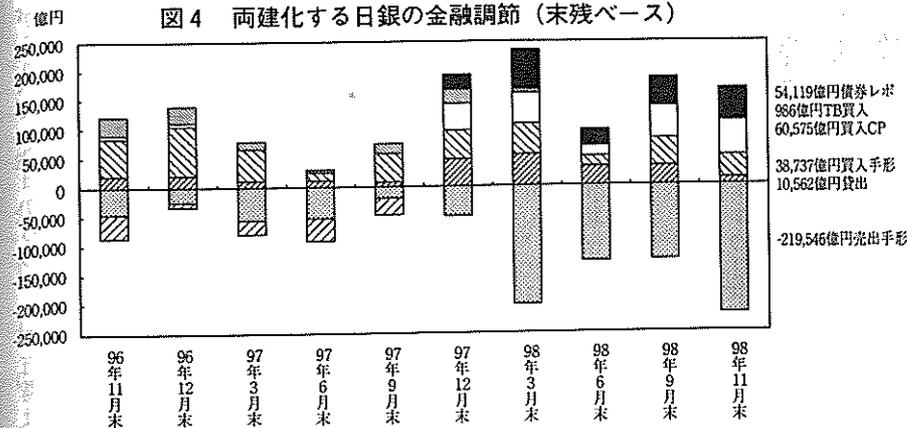
があり、二五日からのコール市場は大混乱。出し手サイドが超短期ものに運用をシフト(ターム物の手控え)、一部の信用度の高い金融機関に対してだけ資金を出したがる傾向が顕著となり、調達サイドでは午後一時の交換尻に資金決済が集中するため午前中に資金を確保しようとビッドレートが上昇、これに対して日銀が二度にわたって計七千億円の買入手形をオファー、徹底して流動性を供給し、無担保コール翌日物のレート沈静化に努めたこと、しかしこの結果として午後には資金が余剰となってレートが急降下、余剰の資金を午後五時(為決)スタートの売出手形で吸収するという変則的な金融調節が日銀によって行われた、とされる。(4) このように午前中に買入手形オペで資金を供給し、営業終了直前に売出手形オペで吸収するという変則的な金融調節はその後も継続されているのである。その結果、日銀の金融調節は両建化を拡大させている(図4)。

とくに手形市場では、①印紙税その他の理由で銀行の短期融資が当座貸し越し等、手形振り出しを伴わない形態に移行していることから民間金融機関における手形の造成率が低下、これに加え②手形市場は日銀オペの主力手段であることから、手形売買のカウンターパーティはほとんど日銀ということになっている。例えば、九九年一月末現在、手形市場一七兆円強のうち、民間金融機関同士が売買している部分(いわゆるプロパー手形)はわずか六四〇億円にすぎない。

以上のように、無担保コール翌日物では市場メカニズムによって正常なレート形成がなされていないように見える。無担保コールの日中の最高レートは九七年一月末以降、ほとんどの営業日で翌日物がターム物、例えば一週間物を上回っている(図5)。これは長め資金を取れない一部の金融機関が資金繰りのためやむなく翌日物レートをつり上げて資金を取り漁る傾向がいまに至るも沈静化していないことを示すものである。

以上のようにコール市場ではより原基的な機能である「資金繰り」の側面が前面に出て、八八年の改革以来、

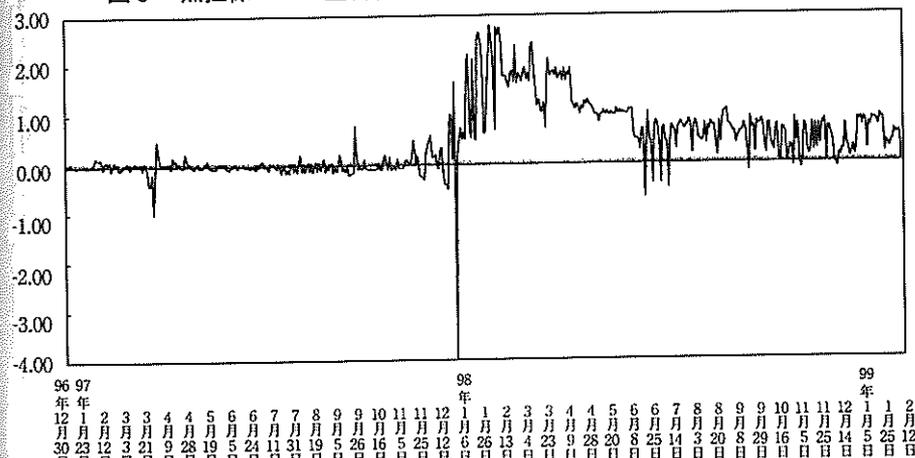
図4 両建化する日銀の金融調節（末残ベース）



貸し出し
 買入れ手形
 買入れCP
 買入れTB
 債券借り入れ
 売り出し手形
 FB売却

(出所) 日本銀行「経済統計月報」より当所作成

図5 無担保コール翌日物と一週間物とのレート格差（最高レート）



(注) (無担保コール翌日物最高レート) - (無担保一週間物最高レート)

(出所) 図2に同じ

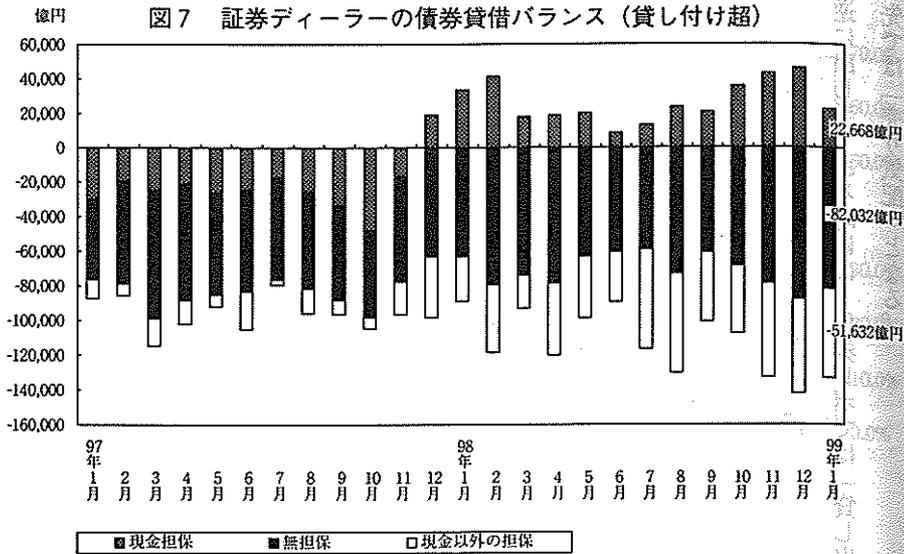
市場関係者がめざしてきた金利観に基づくファンディング・デューリングの市場、金利裁定が働くことによりトランスミッション効果を期待する市場的側面が後退している。もちろん、広い意味では市場間裁定が働いているからこそ、冒頭で見たようにコール市場から資金が流出しているのであるし、トランスミッション効果を期待して日銀は無担保コールレートを金融政策の誘導目標としているのである。しかし、コール市場では資金流出により流動性が低下、レート形成においてもリスクプレミアムが反映しにくくなっていたり、リスクの高い金融機関は長めの資金がとりにくいなど市場分断現象も生じている。他方、手形市場においても売り手・買い手の両サイドで日銀が最大の勢力となっていることから、ここにおいても自生的な金利観が形成されにくい状況にある。

2 市場としても厚みが増す債券レポ市場

これに対し、同じ時期に債券レポ市場は急速に拡大、短期金融市場としてコール市場を凌駕する規模にまで発展している。債券レポ市場は機能的には国債を担保とする資金取引である。しかも、マージンコールの導入（九七年七月）により信用リスクはフリーであり、その裏付けとなる国債残高は巨額に上り、種玉としては事欠かない。従って、債券レポがコール市場の持つ資金繰り機能を代替すれば良いのではないかという意見も出ている。

もともと、債券レポはすべて先日付取引（具体的には約定後二日(T+2)以降に受渡し）であり即日スタート（約定日に受渡し(T+0)）のものはほとんどないため機動性に欠け、即日スタートのコール・手形市場の代替は現状では無理であろう。したがって、事務処理がもっと簡便になり即日決済性が確保されれば、資産として健全性の高い債券レポは将来的には短期金融市場の中核となりうる素地をもっているともいえる。

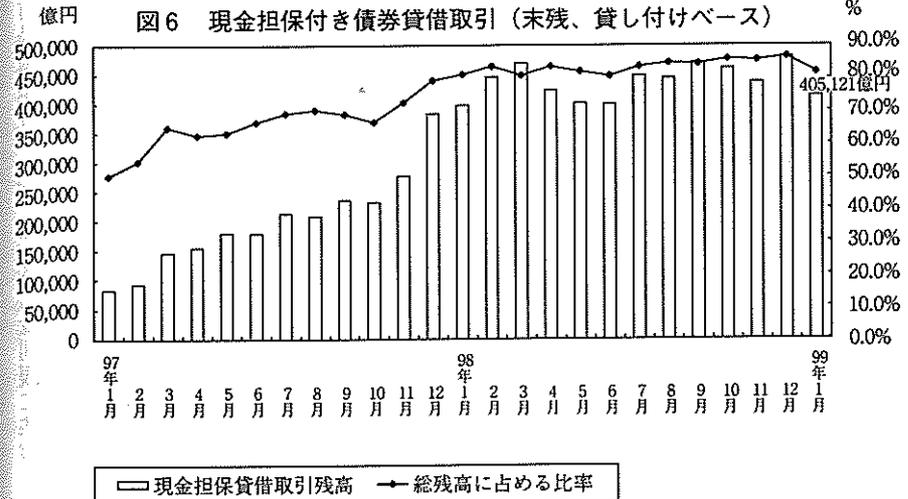
しかし、そのためには市場として十分の厚みを備え、金利指標性が高いことが必要条件である。そこで次に、



(出所) 図6に同じ

り、最近ではそれが拡大しつつあること、逆に、③現金担保での債券貸し付けは九七年一二月から借り入れを上回っておりしかもその規模が拡大しつつあることがわかる。すなわち証券ディーラーは、全体として、無担保あるいは現金以外の担保によって債券を借り入れ、それら債券を手持ち債券とあわせてレポ取引に利用し資金を調達する傾向が強まっていることが分かる。なお、日銀による債券レポオペ（資金供給）が九七年一月より始まっているが、そのうち証券会社落札分が先ほど見た証券ディーラー全体の債券レポ貸し付け超過ネットバランスに占める割合は当初は大きかったものも最近では低下して九八年一二月末現在では約二割強（一兆四〇四億円）となっている。したがって、証券ディーラーのネットバランスが日銀オペによって左右される要素は低くなっているといえる。

一方、制約高を見ると、翌日物の比率が上昇しているのであるが（図8）、にもかかわらず回転率は低下しているのである（図9）。このことはタイム物（期日物）の貸



(出所) 日本証券業協会「証券業報」より当所作成

債券レポの市場としての流動性、金利指標性についてみよう。日本証券業協会は毎月、協会員である証券会社から債券貸借取引の成約高と残高について担保別、期間別の内訳を公表している。そのうち、現金担保付き債券貸借取引の残高（末残）およびそれが全体に占める比率を見ると、図6のようになる。これは「貸し付けベース」であり、証券ディーラーが債券を貸し付け（担保として現金を受け入れる）取引である。これに対して「借り入れベース」はその逆、欧米で言うリバース・レポにあたる。「借り入れベース」の残高はここで表示していないが、いずれから見ても現金担保付き債券貸借取引レポは九七年一二月以降、残高を拡大させており、債券貸借取引全体に占める割合も八〇%台にまで高まっている。

次に、貸し付けベースと借り入れベースの残高を比較して、その差し引きバランスを出してみると第七図のようになる。これによると、①無担保での債券貸し付けが借り入れを一貫して下回っていること、②現金以外の担保物件（銀行信用状や債券など）による債券貸し付けも借り入れを一貫して下回

借期間の長期化を反映していると思われる。以上からいえることは、①証券ディーラーにとって債券レポ市場はネットで年末には五兆円を上回る有力な資金調達源泉となつていこと、②証券ディーラーの仲介する債券レポは成約高、残高とも九七年以降、急速に拡大しているが翌日物が割合を高める一方ターム物の長期化も進んでおり、金利観にもとづく値幅稼ぎを活発化させていることが窺える。市場としての厚みは増してきていると言えう。

3 債券レポ市場のレート形成

次に債券レポ市場のレート形成は金利指標性として十分かどうか、他市場と金利裁定が働いているかどうかを検討してみよう。この問題については特定の銘柄を指定しない取引（いわゆるジェネラル取引）のレートを収集する必要がある。しかしこれについては現状、「日経金融新聞」二面下欄の「短期金融」覧に記載されている野村証券の気配値しか入手できないので、それを用いることにした。この気配値で提示されている取引は一件が五〇億円、スタート日および貸借期間は区々であるが、大体において（T+2〜7）スタートの先付日取引、期間も一週間前後が多い。そこで無担保コール一週間物、CP現先一週間物（気配）、TB現先一週間物（気配）、CD現先月中物（気配）とレート比較を試みた。

その場合、仲介業者のカウンターパーティが資金の取り手である時は、比較すべき仲介業者の気配は債券レポでは「借り入れレート」（業者が債券借入れ、現金の出し手）、CD、TB、CD現先では「買い気配」となり、逆に出し手である時には、債券レポでは「貸し出しレート」（債券貸し出し、現金取り手）、CD、TB、CD現先では「売り気配」となる。

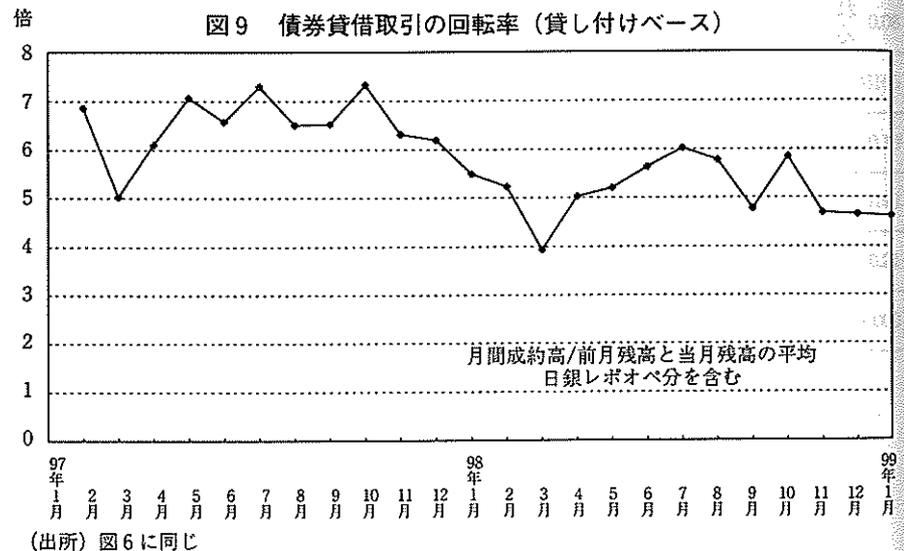
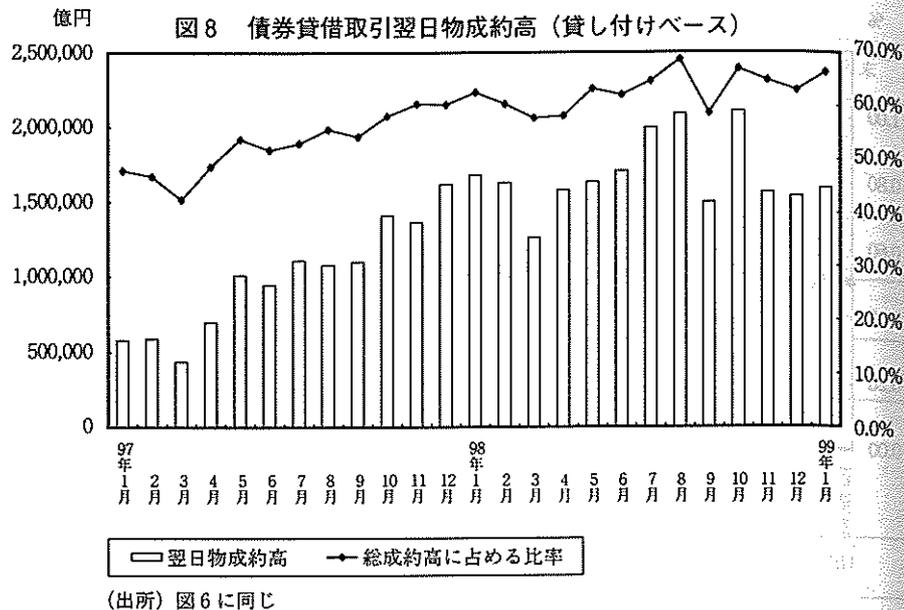


表2 期末ハネ現象

	97年12月末	98年3月末	98年6月末	98年9月末	98年12月末
レポ (借り入れ)	1.1%	0.8%	0.7%	0.48%	1%
レート 期間	25日約定 12月30日～ 1月5日	26日約定 3月31日～ 4月6日	25,26日約定 6月30日～ 7月6日	25日約定 9月30日～ 10月7日	28日約定 12月30日～ 1月11日
CP現先一週間 (買い)	1.52%	1.25%	0.91%	0.67%	1.47%
	25日約定	27日約定	29日約定	28,29日約定	28日約定
TB現先一週間 (買い)	0.64%	0.57%	0.59%	0.31%	0.9%
	26日約定	30日約定	26日約定	30, 31日約定	28日約定
CD現先月中 (買い)	0.89%	0.72%	0.78%	0.49%	0.55%
	29日約定	31日約定	30日約定	30日約定	30日約定

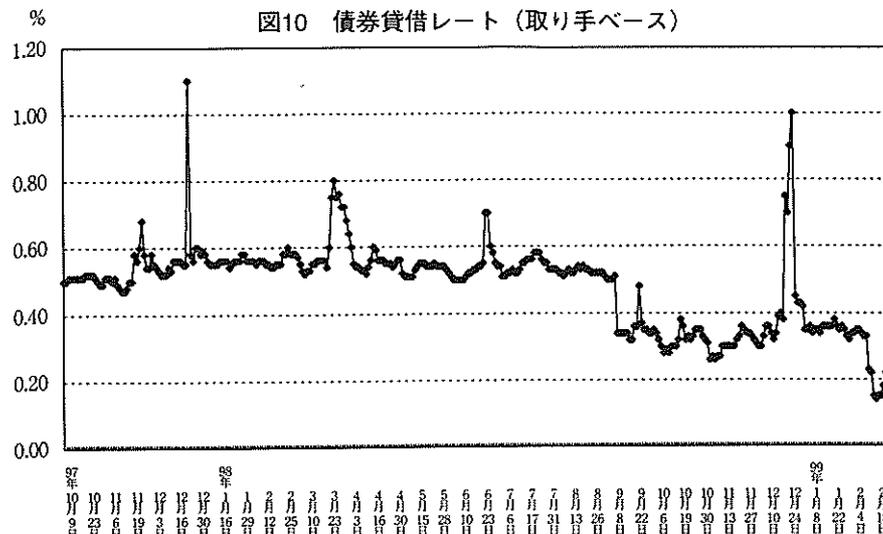
(注) 期末直前に上昇したピーク時点のレートを取りあげた
(出所) 表1に同じ

表3 レポ等の気配スプレッド

	1996年12月30日 ～97年11月21日	97年11月25日 ～98年9月9日	98年9月10日 ～99年2月12日	99年2月13日 ～2月26日
債券レポ (平均)	0.03	0.05	0.07	0.06
(標準偏差)	0.013979	0.022543	0.025193	0.009487
CP現先 (平均)	0.06	0.16	0.17	0.08
(標準偏差)	0.040105	0.126879	0.108568	0.008165
TB現先 (平均)	0.14	0.21	0.20	0.10
(標準偏差)	0.044202	0.075627	0.066174	0.016193
CD現先 (平均)	0.16	0.27	0.25	0.21
(標準偏差)	0.009563	0.049932	0.019592	0.000000

(注) レポは貸出レートと借出レートの差。CP、CD、TB現先は売り・買いの差。
(出所) 表1に同じ

図10 債券貸借レート (取り手ベース)



(出所) 図2に同じ

図10はレポ借り入れレートを図示したものである。これによると、期末のハネ現象はやや高いように見える。同様に、同じ時期のCD、TB、CD現先の「買い気配」のハネ現象を比較してみると表2のようになる。これによるとハネ現象はCPに次いで高いように見える。

そこで次に、これら四つの気配のスプレッドを、上記四つの期間に分けて計測してみた(表3)。

これによると、レポのスプレッドは一番小さく、しかもその変動(標準偏差)はCD現先に次いで小さい。つまり他のオープン各市場と比べ、流動性は一般的には比較的高いが、期末には需給の不均衡によりハネ現象が顕著となりやすいといえよう。言いかえると債券レポ市場は規模を拡大する中で流動性を高めているが、証券デイトラーが自由性の短期資金の調達源泉として利用する度合いが強まり資金調達の圧力が高くなる一方、出し手サイドの層の厚みがそれに追いつかず、期末ハネ現象が顕著になるのではないかと思われる。

参考文献

- 1 加藤出「一九九八」「準備預金導入後初の事態——大混乱だったコール市場——」『金融ジャーナル』三九卷二号
- 2 短期金融市場研究会「一九九〇年」「わが国短期金融市場の現状と課題」『金融』五二〇号
- 3 守山昭男「一九九四」「銀行組織の理論」同文館

注

- (1) この二面的性格をもとにして、日銀が資金調節・金利誘導を行う金融調節の市場という性格がもう一つ加わる。
- (2) 以下では、「日経金融新聞」二面下欄の「短期金融」記載の数値を分析のデータとして利用した。カバレッジとしては九六年二月三日から九九年二月二十六日までの五三一営業日である。
- (3) 無担保コール翌日物レートから〇・〇二%差し引いているのは、無担保コールの短資会社による仲介のやり方がブローキング形式であり、短資会社は出し手・取り手双方から媒介手数料として〇・〇二%徴収するのに対して、有担保翌日物の場合はデイリーリング形式であり、取り手レートは出し手レートに〇・〇六%上乗せして短資会社が提示している。このため出し手にとって比較されるべきは有担保コールの出し手レートと(無担保コールマイナス〇・〇二%)のレートということになる。

(4) あらゆる資金決済は最終的には日銀券か、日銀当座預金によって行われる。RTGS(即時グロス決済)が予定されている二〇〇〇年末までは、日銀当座預金を経由する資金決済のほとんどは、午前九時、午後一時、午後三時、午後

五時の時点決済によって処理されており、このうち午後一時には手形交換に基づくネット尻のほかコールマネー・売出手形によって取り入れた資金の返済が集中し、金額ベースで全体の資金決済額の四分の三が午後一時に集中する。

このほか、午後三時には外国為替円決済のネット尻と国債売買のネット尻(あわせて全体の二割)、五時には内国為替決済尻(いわゆる為決、全体の五%程度)が決済される。なお、インターバンク市場資金の返済が交換尻と同じ時点で設定されているのは、コールローン等の回収でもって交換尻を埋めるという資金循環となっていた歴史的経緯から由来していると思われる。手形交換とインターバンク市場の関係については守山「一九九四」第三章を参照。

(5) 証券会社はコール市場での採り入れを認められているが、採り入れ額には上限がある。債券レポにはこのような制限はない。

(6) ここには、ジェネラル取引のほか指標銘柄を中心とする特定銘柄取引(スペシャル取引)の気配値も記載されているが、ここで用いるのはジェネラル取引の分だけである。

普通社債市場の課題と展望 (2)

松尾 順介

前回のレポートでは、社債市場拡大の制度的要因を確認した後、今後の市場を考える上で、市場参加者のあり方や行動が鍵となることを示唆し、市場参加者として薄幸会社を取り上げた。引き続き本稿では、引受証券会社、機関投資家および格付機関を取り上げて考察する。

1 引受証券会社の変化と課題

前述のように、九三年商法改正は受託手数料の引き下げにつながり、社債市場を飛躍的に拡大させたが、同時に決着を見た金融制度改革の結果、九三年七月以降、銀行系証券子会社が参入し、引受証券会社間の競争も激化した。

その結果、従来固定的とされた主幹事関係において流動化がみられるようになるとともに、既存の準大手・中堅証券の引受シェアのみならず、大手証券のシェアも低下している。因みに、主幹事ランキングでみると、上位は大手証券で変わらないもの（ただし、大手証券に不祥事のあった九七年度を除く）、そのシェア（金額ベース）は、九五年度七五%から九八年度上半期五三%と低下している。この間山一証券の破綻があり、大手四社が三社になるといふ変化があったとはいえ、山一証券の有していたシェアを他の三社は引き継げず、むしろそれぞれのシェアさえも低下させている。逆に、銀行系証券子会社は九五年度以降上位一〇社のうち大手証券四社（現

表1 普通社債引受主幹事ランキング

(単位：億円、%)

95年度上期			96年度		
	金額	シェア		金額	シェア
①野村	14,855	26.0	①野村	10,810	19.2
②日興	10,015	17.5	②大和	9,890	17.5
③山一	9,382	16.4	③日興	7,890	14.0
④大和	8,620	15.1	④山一	6,180	11.0
⑤興銀	3,270	5.7	⑤興銀	4,480	7.9
⑥第一勧業	2,170	3.8	⑥第一勧業	3,820	6.8
⑦富士	1,800	3.1	⑦さくら	2,970	5.3
⑧さくら	1,540	2.7	⑧富士	2,390	4.2
⑨三菱ダイヤモンド	1,200	2.1	⑨住友キャピタル	1,675	3.0
⑩住友キャピタル	950	1.7	⑩三和	1,650	2.9

97年度			98年度		
	金額	シェア		金額	シェア
①興銀	13,195	15.2	①野村	16,439	25.6
②野村	10,140	11.7	②大和	9,120	14.2
③大和	8,180	9.4	③日興	8,412	13.1
④日興	8,044	9.2	④興銀	6,097	9.5
⑤さくら	7,490	8.6	⑤第一勧業	3,780	5.9
⑥山一	7,080	8.1	⑥東京三菱	3,542	5.5
⑦第一勧業	4,737	5.4	⑦さくら	2,830	4.4
⑧東京三菱	4,475	5.1	⑧富士	2,815	4.4
⑨富士	4,15	4.8	⑨住友キャピタル	2,597	4.1
⑩住友キャピタル	3,705	4.3	⑩三和	1,750	2.7

(注) 共同主幹事の場合は等分。

(出所) 『日経公社債情報』、1998年10月5日、2ページ。

在三社) 以下の上位を独占しており、従来の準大手を凌駕しただけでなく、九七年度には大手証券で不祥事があったとはいえ興銀証券が第一位となっている。この間、上位一〇社中に占める銀行系証券子会社のシェアは、九五年度一九・一%から九八年度上半期三六・五%へとほぼ倍増しており、大手証券のシェア低下(マイナス二二%)がそのまま銀行系子会社のシェア上昇(プラス一七・四%)につながっている(表1参照)。

ただし、このような銀行系証券子会社の躍進といわれる事態について、次の二点が指摘されている。第一に、銀行系証券子会社の主幹事獲得は親銀行のメインバンク関係を背景に行われており、社債発行にもメインバンク関係が影響力を及ぼしているという点である。これについては、別稿で検討したので、それに委ねることにするが、銀行系証券子会社を主幹事とする社債発行でも、発行会社はその調達資金の一部をその銀行系証券子会

社の親銀行に返済しており、メインバンクとの融資関係が低下している。もちろん、メインバンク関係は、融資、株式持合い、役員派遣などから構成される複合的な関係であるが、その基本となる融資関係の低下は、メインバンク関係そのものを弛緩させると思われる。

第二に、発行体寄りの条件設定を行って主幹事を獲得している場合が多いため、売残り（いわゆる募残）が生じ、それが在庫処理コスト（引受手数料の吐き出し）を大きくしているという点である。実際、銀行系証券子会社の収益状況は良いとはいえず、例えば九八年三月決算でも、一七社中九社が経常赤字であり、また主幹事シェア上位一〇社中の六社はシェアを大きく伸ばし、かつ引受・売出手数料収入も増加しているにも関わらず、そのうち三社が赤字である。これらの収支と募残処理がどのように関連しているのかを、公表されているデータで分析することはできないが、債券トレーディング損益が一七社中八社において赤字（上位六社中三社において赤字）であることは、部分的に募残処理コストが反映されているものと思われる（ただし、債券トレーディング損が募残処理だけを表すものではない）。

いずれにせよ、引受競争の激化は、一方では発行体寄りの条件設定の温床となり、発行市場と流通市場の乖離を生むとともに、他方では募残処理コストのために、引受業務の収益性を低下させていると推測される。このように引受証券会社が引受手数料を吐き出してまで主幹事関係の維持・獲得に注力してきたのは、主幹事を獲得することによって事業会社との取引関係が長期固定化し、総合取引のメリットが享受できたからである。⁽²⁾しかし、現在では主幹事獲得が必ずしも長期固定的な関係につながらず、総合取引のメリットも相対的に低下していると考えられる。なぜならば、株価低迷ないし景気低迷のなかで増資はもろろんのこと、余資運用のオーダーも減少していると考えられる（銀行系証券子会社は株式ブローカー業務を許可されておらず、当初からこの面でのメリ

ットは享受できない）からである。他方、発行会社が長期固定的な主幹事関係を維持したのは、増資環境整備などの点で主幹事証券の相場関与度が期待できたためであると考えられるが、バブル崩壊後の株価低迷の中でエクイティ・ファイナンスは極めて低調であり、またそれが可能である場合も、主幹事の相場関与度を期待しにくくなっているため、発行会社も固定的な主幹事関係を重視しなくなっている。したがって、現在証券会社は、手数料を吐き出してまで主幹事関係を維持・獲得するメリットは相対的に低下していると考えられる。実際、最近では証券業界の業績低迷の中、大手証券および銀行系証券子会社では、管理会計が導入され、引受部門、トレーディング部門など部門毎の収益管理がより厳しく行われるようになってきている。そして、引受部門では引受案件毎あるいは顧客毎の収益管理が行われるようになってきている。もともと、このような社内体制整備が発行体寄りの条件設定に歯止めをかけているかどうかは必ずしも明らかでなく、またこのような体制整備が発行体寄りの条件設定という見方もあるが、総合取引のメリットが低下したことによって、社債引受業務に対しても費用便益計算が厳しく行われるようになってきていることは明らかである。このような傾向は今後とも強くなることが予想され、発行体寄りの条件設定も排除されていくと考えられる。

2 機関投資家の変化と課題

現在社債投資の中心は機関投資家であるが、その変化として機関投資家の投資姿勢がきわめて慎重になっていくことが指摘できる。その背景として、最近の企業倒産増加によってデフォルト・リスクが高まると同時に、デフォルト社債に対しても一括買取処理がなされなくなることが挙げられるが、機関投資家の中には内規などによってBBB格投資を行わないとしている場合も多く、BBB格の社債発行がほとんど中断している一因にもな

つていとされる。確かに、現在BBB格とされる企業の中には不良債権問題を抱えるゼネコン銘柄などがあり、機関投資家の警戒感が強まるのも当然であるが、それらを除くと、BBB格が発行されない要因として、前述のように、銀行のBBB格企業に対する貸出レイトが低すぎるために、BBB格企業が社債発行よりも借入を偏好していることが指摘できる。因みに、BBB企業でも長期プライム・レイトの二・五％程度で融資を受けられる場合が多いのに対し、起債の場合の表面利率は三％以上といわれており、このため資金調達で融資にシフトしている。しかし、BBB格とA格を比較すると利回り格差は一％以上に拡大しており、この高い利回りが機関投資家の注目を集めはじめている。実際、銘柄を選別した上で購入を開始する動きも表れている。低金利による運用難のために、機関投資家もBBB格債を排除できなくなっている。したがって、機関投資家にとって、信用リスク管理体制を整えた上で、リスク・リターンを分析する体制が構築できるかどうか課題といえる。

3 格付機関の変化と課題

八五年以降国内系の公認格付け機関は、日本公社債研究所、日本インベスターズサービス、日本格付研究所の三社体制をとってきたが、九八年四月日本公社債研究所と日本インベスターズサービスが合併し、日本格付投資情報センター(R&I)と改称され、二社体制となった。この合併には、調査能力や事業基盤を拡充する狙いがあり、海外格付機関との競争が本格化する中で、国際競争力を求められるようになったことを意味するものとされているが、このことは近年外資系格付機関が急速に格付対象銘柄数を拡大し、日本での地位を高めていることへの対応であるとともに、いまだに国内系格付機関が市場参加者の信頼を十分に確立しておらず、定着したとはいえない状況にあることを示すものと考えられる。したがって、格付機関の課題については、格付についての懇談会による報告書「我が国資本市場における格付の定着に向けて」(八九年)に代表されるように、さまざまに提言や論議がなされてきたが、格付機関が市場参加者の信頼を確立し、定着できるかどうかという点に尽きるものと思われる。

例えば、直近のR&Iとムーディーズ社の格付マトリックス表をみると(表2)、ここには年限および格付毎の銘柄数、複利利回り(算術平均)、その標準偏差が公表されているが、これによって格付毎の標準偏差から、AAA格全銘柄の標準偏差の平均値(算術平均)をとってみると、それぞれ〇・二〇四と〇・二四五であり、R&Iの方がわずかに小さく、銘柄間での利回り格差が小さいことを表しているが、A A格では〇・二九三と〇・二一六で、ムーディーズの方がわずかに小さくなり、A格では〇・五六二と〇・三三三で、その差はさらに大きくなる。さらに、BBB格では、一・〇四七と〇・五五三となり、ほぼ倍となり、B格では、一七・七二三と二・三〇八と圧倒的な差が生じている。すなわち、R&Iの格付では、格付が低くなるほど同一格付でも銘柄間での利回り格差が相対的に大きくなっており、銘柄によるばらつきが大きくなっていることがわかる。例えば、同じAに格付けられている残存期間のほぼ等しい銘柄でも、一％以上の格差が生じている場合がある。つまり、投資家は低格付になるほど同一格付でも銘柄によって選別的な投資行動を行う傾向があると同時に、その傾向は国内系格付機関の格付に対してより鮮明に表れている。このことは、とくに低位の格付について、外資系格付機関の格付が国内系格付機関の格付よりも信用されていることを示唆するものと思われる。

周知のように、日本の社債市場では、米国で発展・定着してきたような格付ないし格付機関は存在せず、戦後における格付は起債会格付であり、そこでは社債を資本金・純資産額・社債残高を基準とした格付がなされ、起債調整が行われた。すなわち、格付は社債市場への参入制限として位置づけられ、政策的資金配分的手段として

表2(A) R&Iの格付マトリックス(99年1月8日現在)

残存期間	AAA			AA			A			BBB			BB			B		
	銘柄数	獲得回リ	標準偏差	銘柄数	獲得回リ	標準偏差	銘柄数	獲得回リ	標準偏差									
1年	43	0.821	0.221	21	1.353	0.287	42	1.993	0.539	28	2.957	1.233	8	7.772	4.055	2	51.499	26.533
2年	38	1.054	0.252	40	1.523	0.312	86	2.174	0.548	49	3.391	1.905	3	8.576	2.538	1	41.665	14.567
3年	47	1.274	0.209	36	1.746	0.324	113	2.42	0.6	37	3.549	1.414	5	7.54	2.556	1	38.772	12.039
4年	45	1.48	0.216	49	1.905	0.272	100	2.521	0.541	27	3.651	1.455	6	7.484	2.736	0	0	0
5年	25	1.675	0.215	25	2.126	0.243	74	2.765	0.603	15	3.633	1.161	1	9.201	2.366	0	0	0
6年	20	1.811	0.205	38	2.305	0.244	44	2.769	0.438	9	3.478	0.84	1	8.119	2.566	0	0	0
7年	8	1.978	0.194	13	2.439	0.256	17	3.153	0.543	5	3.576	0.697	0	0	0	0	0	0
8年	10	2.045	0.2	13	2.611	0.271	23	3.157	0.594	6	4.076	0.927	0	0	0	0	0	0
9年	28	2.084	0.173	47	2.691	0.256	23	3.159	0.492	3	3.257	0.483	0	0	0	0	0	0
10年	4	2.303	0.212	11	2.906	0.284	6	3.802	1.034	2	4.004	0.922	0	0	0	0	0	0
11年	4	2.399	0.185	7	2.938	0.308	3	3.422	0.464	1	3.532	0.483	0	0	0	0	0	0
12年	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
13年	0	0	0	2	3.244	0.259	1	3.606	0.323	0	0	0	0	0	0	0	0	0
14年	1	2.793	0.201	0	0	0	1	3.78	0.558	0	0	0	0	0	0	0	0	0
15年	9	2.841	0.215	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
16年	15	2.88	0.187	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
17年	14	2.913	0.174	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
18年	24	2.904	0.154	3	3.564	0.398	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
19年	28	2.898	0.157	3	3.422	0.386	1	4.455	0.701	0	0	0	0	0	0	0	0	0
20年	1	3.574	0.31	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
合計	364	39.527	3.68	308	34.773	4.1	534	43.176	7.868	182	39.104	11.52	24	48.692	16.817	4	131.936	53.139
平均	20.2	2.196	0.204	22.0	2.484	0.293	38.1	3.084	0.562	16.5	3.555	1.047	4.0	8.115	2.803	1.3	43.979	17.713

表2(B) ムーネース社の格付マトリックス(99年1月8日現在)

残存期間	AAA			AA			A			Baa			BB			B		
	銘柄数	獲得回リ	標準偏差	銘柄数	獲得回リ	標準偏差	銘柄数	獲得回リ	標準偏差	銘柄数	獲得回リ	標準偏差	銘柄数	獲得回リ	標準偏差	銘柄数	獲得回リ	標準偏差
1年	23	0.976	0.47	24	0.889	0.214	7	1.236	0.224	39	1.816	0.492	16	2.833	0.841	11	5.899	2.797
2年	22	1.271	0.53	32	1.137	0.217	19	1.627	0.257	87	2.092	0.594	41	2.921	1.084	9	5.81	3.147
3年	22	1.354	0.222	26	1.37	0.226	22	1.831	0.392	81	2.321	0.562	40	2.921	1.177	7	6.902	2.821
4年	15	1.572	0.223	30	1.586	0.223	37	1.986	0.253	75	2.464	0.474	39	3.308	1.107	8	7.103	2.832
5年	10	1.781	0.222	14	1.819	0.236	17	2.265	0.263	47	2.692	0.49	22	3.316	0.871	4	5.334	2.73
6年	7	1.901	0.208	13	1.945	0.215	35	2.423	0.256	41	2.822	0.461	7	3.467	0.569	1	8.21	2.611
7年	3	2.084	0.2	7	2.173	0.22	9	2.691	0.319	15	3.188	0.539	6	3.822	0.737	2	5.594	0.739
8年	5	2.158	0.208	6	2.234	0.225	10	2.72	0.258	23	3.246	0.593	9	4.115	0.878	1	5.687	0.767
9年	16	2.188	0.177	13	2.248	0.194	30	2.796	0.261	43	3.218	0.496	9	4.047	1.066	0	0	0
10年	1	2.414	0.219	3	2.45	0.214	7	3.036	0.295	13	3.655	0.709	5	4.437	1.225	0	0	0
11年	0	0	0	5	2.556	0.21	4	3.184	0.331	4	3.692	0.511	0	0	0	0	0	0
12年	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	4.817	0.998	0	0	0
13年	0	0	0	0	0	0	3	3.421	0.363	0	0	0	2	4.833	1.13	0	0	0
14年	1	2.895	0.216	0	0	0	1	3.538	0.521	1	3.92	0.488	0	0	0	0	0	0
15年	4	2.932	0.227	4	2.949	0.23	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
16年	5	2.969	0.183	10	2.983	0.206	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
17年	2	2.997	0.174	10	3.008	0.186	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
18年	11	2.991	0.162	12	3.011	0.181	1	3.774	0.419	3	4.035	0.615	0	0	0	0	0	0
19年	10	2.975	0.162	15	3.065	0.26	1	3.793	0.408	1	4.576	0.723	0	0	0	0	0	0
20年	1	3.485	0.36	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
合計	158	38.953	4.163	224	35.423	3.457	203	40.221	4.85	473	43.717	7.747	197	44.976	11.683	43	50.529	18.444
平均	9.3	2.291	0.245	14.0	2.214	0.216	13.5	2.681	0.323	33.8	3.123	0.553	24.6	5.622	1.460	5.4	6.316	2.306

利用されてきた。また、日米円ドル委員会以降、複数の民間格付機関が設立された後も、適債基準として利用され、同様に市場への参入制限という位置づけに変化はなかった。したがって、米国の格付がデフォルト・リスクの表示であり、格付機関が三〇年代の大恐慌を契機に、情報生産産業として自生的に発展してきたのと大きく異なっている。日本では、この時期有担保原則が導入され、デフォルト後の回収（とくに銀行主導型の回収）を重視するシステムが構築されるだけでなく、その後は起債制限という形で、デフォルトの可能性がある銘柄そのものを市場から排除していく。すなわち、三〇年代の恐慌を分水嶺として、日米の社債市場は対照的な展開をたどったのである。そして、九〇年代以降、日本の社債市場ではさまざまな規制緩和がなされ、適債基準撤廃によって参入制限も解除されたが、このような歴史的経過をたどったことは、格付機関に対して現在もなお大きな影響を及ぼしていると考えられる。つまり、国内系格付機関は近年に至るまで、ほぼデフォルト・リスクのない銘柄を対象として格付を行ってきたからである。したがって、これらの格付機関にノウハウが蓄積されず、そのため信頼を獲得することが遅れていたとしても、その責任を格付機関に帰することはできない。そのような環境が格付機関に与えられなかったからである。

したがって、今後格付機関が市場参加者の信頼を獲得し、定着していくための条件を客観的条件と主体的条件に分けるとすると、客観的条件は格付対象となる社債発行の拡大であり、主体的条件は格付機関そのもののノウハウの蓄積である。前者は市場の裾野の拡大という点で前述のような課題があるものの今後も拡大が見込まれる。後者については、恒常的にデフォルトが生じる環境が与えられることが必要条件となるものと考えられるが、最近のデフォルトの多発によって、そのための環境は整えられつつあるといえる。

4 展望

最近の市場参加者の変化を考察し、それぞれの課題を挙げると以上のようになる。

整理すると、第一に発行会社については、負債構造を社債にシフトする動きが見てとれるが、低格付会社の社債市場への参加が進展していないという課題がある。その要因としては、機関投資家が社内規則でA格以上を投資対象としている場合が多いことなどが指摘されているが、BBB格企業については、銀行の貸出金利が社債利回りを下回っているために、より金利の低い銀行融資を選択していることが指摘されている。つまり、低格付企業に社債発行が拡大していくかどうかは、今後の機関投資家と銀行の動向に左右される側面が強い。しかし、機関投資家は低金利による運用難のなかで低格付企業の高利回りに関心を高めており、投資姿勢を変えつつある。したがって、銀行の動向が注目される。とくに、銀行のBBB格企業に対する融資レートはデフォルト率を反映せず、割安な金利設定が行われているとされている。しかし、このような状況が今後解消されていくかどうかを予想することは困難だが、企業倒産が増加する中で、銀行もデフォルト・リスクに即した金利設定を行わざるを得ない環境が強まっていることは確かであり、そうなれば割安な金利設定も解消に向かうだろう。実際、一部の銀行ではデフォルト率に基づく独自の信用格付を行っており、これが金利設定にも影響していく可能性は高いと思われる。

第二に引受証券会社については、銀行系証券子会社参入以降厳しい引受競争にさらされており、ここでは発行会社寄りの条件設定が頻発する状況があった。そのため、引受手数料の吐き出しがおこなわれるとともに、発行市場と流通市場との乖離も生じていたが、このような状況も解消される方向にあるものと考えられる。なぜならば、総合取引のメリットが低下したために、手数料を吐き出してまでも主幹事関係を維持・獲得するメリットは

相対的に縮小しているからである。したがって、引受証券会社の収益管理の徹底は、発行会社寄りといわれる条件設定を排除する要因となる。

第三に、機関投資家については、デフォルトの増加によって、投資姿勢が慎重になっており、これが低格付社債発行の阻害要因になっていることも指摘されているが、最近その投資姿勢に変化の兆候が見られる。すなわち、機関投資家がBBB格付社債投資に前向きになっており、実際大手生損保などには、購入する動きもあることが伝えられている。その際、銘柄選別や一件あたりの購入限度設定などが行われているようだが、このことは社内リスク管理体制とともに、リスク・リターンを分析した上で投資する体制が整いつつあることも表している。ただし、問題となるのは、実際に保有銘柄にデフォルトが発生した場合であろう。日本では証券市場の中でデフォルトに対応する手段をもたず、デリストレスト証券市場が発達している米国と比較すると、未成熟である。したがって、上場・公開企業に対しては破綻後も継続開示を義務づけるなど、デフォルトに対して証券市場で対応する制度的枠組みを整備することが重要な課題である。それなくしては、今後デフォルトが多発した場合、再び機関投資家の低格付銘柄に対する投資姿勢が硬化化する懸念が残る。

最後に、格付機関については、前述のように、信頼の確立のためには何よりもノウハウの蓄積であるが、最近のデフォルトの増加は、まさにそのための環境を提供するものであるといえる。

したがって、銀行を含めて市場参加者にはそれぞれ課題があり、その動向によって市場の拡大も大きな影響を受けているが、各市場参加者はそれぞれがさらされている環境変化のために、全体として市場原理に即した行動を余儀なくされる傾向にあるといえる。そして、このような傾向は今後も強まっていくものと思われる。その意味では、市場の拡大は市場参加者に委ねられているといえる。

ただし、今後も増加が予想されるデフォルトに対しては制度的な対応が必要だろう。これについては、別稿³⁾で論じたここでは繰り返さないが、受託銀行一括買取処理方式が終焉した現在、デフォルト処理に対しても市場原理が導入されることになる以上、情報開示を制度的に整備する必要があることを付け加えておきたい。

注

(1) 拙稿「普通社債発行とメインバンク」、『証券経済研究』、第二一号、一九九八年一月、参照。

(2) 総合取引のメリットとしては、引受証券会社にとっては、高い収益性が期待できる株式やエクイティ関連債の発行の主要事獲得につながることで、当該事業会社の余資運用の際にブローカー業務で手数料収入を得られること、さらに各種の情報が入手できることなどのメリットが挙げられる。また、主幹事関係が長期固定化することによって事業会社が得られるメリットとしては、増資環境整備が期待されること以外に、各種の情報あるいはアドバイスが得られ、それが主にファイナンスに関連する経営判断の材料になることが挙げられる。

(3) 拙稿「社債デフォルトとデリストレスト証券市場」、『証券経済研究』、第二三号、一九九八年五月、参照。

IMF協定と資本勘定の自由化

伊豆 久

1 はじめに

九七年のアジアに始まって、ロシア、中南米と通貨危機が広がるなか、資本移動に規制をかけるべきか議論が高まっている。二月末のG7でもこの問題が議題の一つとされた模様である。自由化推進派は、資本の自由移動が資源の最適配分をもたらし、世界レベルでの経済厚生を向上させると主張し、規制導入派は市場メカニズムの暴走に歯止めをかけるべきだとしている。

そうした議論の一方で、国際通貨基金(IMF)では、資本勘定取引の自由化をIMFの目的として明文化すべく、現在、IMF協定の改正作業が進められている。IMFは、これまで発展途上国や旧東欧諸国に対して資本移動を含めた経済の自由化を半ば強制的に推進してきた⁽¹⁾が、IMFの根拠法である協定(The articles of agreement)には、資本自由化を進める権限は記されていない。協定が認めているのは、反対に、加盟国に資本規制の導入を求める権限である。実態と協定が大きく掛け離れてしまっているわけで、そのズレを協定の改正によって解消しようというのが、今回の改正論である。本稿では、IMF協定という制度面に絞って、IMFと資本移動の関係について整理してみた。

2 IMF原協定と資本自由化

IMFといえば、金融の自由化・国際化を推進する機関との印象が強いが、そうした理解は、正確でない。例えば、一九六〇年代後半に日本が資本自由化を進めた際、その関係機関となったのはOECDである。日本は先進国クラブであるOECDへの加盟(一九六四年)と引き換えに、資本の自由化に着手せざるをえなかった⁽²⁾のであり、そこではIMFは直接的には関係していない。

では、IMFの目的はどこにあったのか。有名なブレトンウッズ会議で採択されたIMF原協定(四五年一月発効)は、その第八条(加盟国の一般的義務)第二項で「加盟国は、基金の承認なしに経常的国際取引のための支払い及び資金移動に制限を課してはならない⁽³⁾」と定めている。また、同条第四項は経常取引にともなう「外国保有残高の交換可能性」を保証する義務を記している。つまり、財やサービスの国際取引にともなう外国為替取引の自由化を義務づけているのであって、裏返せば、経常取引以外の国際取引、すなわち資本取引(直接投資や証券投資、資金の貸借など)については自由化の対象としないことになる。それどころか、第六条では、資本移動による国際収支不均衡に対処することを目的にIMFの資金を利用してはならず、そうした場合には、IMFは「(資本)管理を実施するように加盟国に要請することができる」(同条第一項)としている。そしてそうした事態を未然に防ぐべく、同条第三項で、加盟国自体の裁量で「国際資本移動の規制に必要な管理を実施することができる」と述べているのである。

これは、IMFが、国際収支赤字の原因を貿易赤字など経常取引に起因するものと、資本流出など資本取引によるものとの二つに分けて考えているためである。そして、経常取引に関しては自由化を強制する代わりにその赤字対策にIMF資金の利用を認めるのに対して、資本取引に関しては、資本勘定赤字を理由とするIMF資金

の利用を禁止する一方で各国が自由に資本規制を行えることとしたのである。

したがって、IMF原協定のもう一つの柱が固定相場制の維持であったことと併せて考えれば、IMFの目的は要するに、経常収支赤字に陥った国が、①通貨切り下げ、②経常勘定取引の交換性の制限、③過度の国内需要抑制、に訴えることなく、国際収支赤字を是正できるよう一時的な資金繰りを支援する、ことにあつたと言える。言い換えれば、通貨決済面から貿易取引を促進することである。輸入制限や関税・非関税障壁など、貿易取引そのものに対する規制（保護貿易的措施）については、一九四八年一月一日に発効したGATT（関税と貿易に関する一般協定）がその撤廃を進めたわけであるが、例えば輸入数量制限が撤廃されても通貨交換性の制限によって決済ができないのでは、貿易をおこなうことはできない。そこで、貿易取引そのものについてはGATTが、その決済についてはIMFが担当するという分業の下、両者はともに戦後の国際取引を促進してきたのである。ただし、それはあくまで貿易取引に関するものであつて、資本取引に関しては、前述のように六〇年代以降OECDが積極的に取り組むものの、IMFの公式の業務・目的としては位置づけられていなかった。しかしながら実態的には、注1で紹介した韓国への融資条件に見られるように、七〇年代以降の金融の国際化という大きな潮流の中で、IMFは中心的積極的に資本の自由化を進めて来たのである。こうしたギャップは、IMFの規則上はどのような形で現れていたのか、次にそれを見てみよう。

3 IMFの変容

原協定の枠組みは、七一年八月のニクソンショックによる固定相場制の崩壊にもなつて解体する。なぜならIMFの役割は、述べたように、固定相場制の下で経常取引決済の自由化を義務づけるところにあり、そこから

必然的に生じる各国の金融財政政策へのしわ寄せをいくらかでも緩和するためにこそ、IMF資金が必要だったのである。ところが変動相場制が容認されれば、各国は国際収支の不均衡に、国内経済のマクロ的調整ではなく、為替レートの変動によって対処することが（少なくとも理屈の上では）可能となり、IMFの存在根拠はなくなる。協定上の変化を見れば、第二次改正（七八年四月発効）によって、加盟国は為替相場制度を自由に選択する権利を認められ、IMFはその「通告」を受けただけとなる。（原協定第四条では、加盟国は固定相場を維持する義務を負い、レートの変更は、基礎的不均衡の是正を目的とし、かつIMFと協議の後のみ可能とされ、さらに、調整幅が一〇%を越える場合にはIMFが異議を唱えることができることと定められていた）。

しかしながら、IMFは、新しい仕事を見つけたことでその存続を図ってきた。コンディショナリティとサーベイランスを武器として発展途上国に経済改革を実行させ、その代わりに、IMF資金だけでなく他の国際機関及び先進国の民間金融機関からも資金を引き出させる役割を果たすようになるのである。そしてその過程で、協定上は加盟国に認められているはずの資本移動規制が、IMFの（半ば強制的な）アドバイスによって撤廃されるという事態が繰り返されてきたのである。つまり、そうしたIMFの「アドバイス」が、資本移動規制を推奨している協定と、IMFによる資本自由化という実態とのギャップを埋める役割を果たしてきたのである。では、そうしたIMFの「アドバイス」の根拠となつているコンディショナリティ、サーベイランスとは何か、その協定上の位置付けを見てみよう。

4 コンディショナリティとサーベイランス⁽⁴⁾

IMFの融資は、IMFの目的を遂行するための手段であるから、その資金の利用は、当然IMFの目的に沿

つたものでなければならぬ。それを定めたものがコンディショナリティ（融資条件）である。ただ、その性格と内容は常に論争の対象となってきた。そもそもIMF創設段階において、イギリス代表のケインズは、加盟国は融資を自動的に受ける権利をもち、その返済は国際収支赤字が解消された時とすべきだとし、米国代表のホワイトは不適切な借入を防ぐためIMFは借入要請に異議を唱える権利を有するべきだとしている。⁽⁵⁾ IMF設立後、イギリスは資金の利用者となり、米国は出し手となることが確実だったからである。そのため原協定の借入規定も、「通貨の買入れを希望する加盟国が、この協定の規定に合致する支払いをその通貨で行うために、その通貨が現に必要である旨を示すこと」（第五条第三項の（a）（i））という抽象的なものにすぎなかった。

それでも、IMF発足直後は、マーシャルプランなどによる国際的な資金散布が大きかったこともあり、一定の論争になったとはいえ、借入条件についてはそれほど大きな混乱は生じなかった。

しかし、その後IMF資金へのニーズが高まると、IMF理事会は、五二年二月一三日に初めてコンディショナリティの原則となる決定⁽⁷⁾を採択する。そこで、「IMFの各加盟国の状況に対する態度は、（加盟国）の問題が一時的な性格のものであるか、加盟国の採る政策が当該期間内に問題を解決するに十分であるか、による。結局、（加盟国の）政策がIMFの態度を決定するのである」ことが確認された。つまり、IMF資金を借りられるかどうかは、借入希望国の経済政策次第であり、それが妥当であるか否かはIMFが決定するのである。ただ、IMFがいかなる政策を妥当とするかは、時代状況によって異なり、またIMFスタッフの依存する経済学にも大きく左右されてきた。それは、大まかに言えばマネタリスト的な考え方が次第にIMFに浸透してきた歴史であり、特に七〇年代後半からは新古典派経済学の市場主義が支配的な役割をはたすようになったのである。⁽⁸⁾

五二年の理事会決定は、第一次協定改正（六九年発効）によって協定へと格上げされる。原協定の第五条第三

項に新しく（c）と（d）が加えられ、（c）では、「加盟国による基金の資金の利用は、基金の目的に従って行われなければならない。基金は、その資金の利用に関し、加盟国がその国際収支上の問題を基金の目的に合致する方法で解決するのを援助し、かつ、基金の資金の一時的な利用のための十分な保証を確立する政策を採択するものとする」、（d）では、「基金は、申し込まれた買入れがこの協定の規定及びそれに基づいて採択された政策に合致するかどうかを決定するため、・・・加盟国が行った申し立てを審査する」と明記された。IMFにおけるコンディショナリティの位置づけがこの時期に高まった理由の一つは、欧州諸国の状況が変化したことである。五〇年代にはIMF資金を借りる側だった欧州諸国が、六〇年代後半には資金の出し手となったため、コンディショナリティの明確化・厳格化に対して、反対から賛成へと立場を変えたのである。⁽⁹⁾

さらに、七九年三月には全一二項目からなる「コンディショナリティに関するガイドライン」⁽¹⁰⁾が理事会で決定されている。その第四項は、「IMFは、（加盟国の）国内の社会的政治的・経済的優先順位・・・に適切な注意を払う」としているが、これは、七〇年代後半にコンディショナリティに対する途上国からの批判が高まったことに応えようとしたものであるが、その他は、IMF融資におけるコンディショナリティの重要性を再確認するものとなっている。第一項では「IMFの政策に合致した一般資金利用の援助を受ける際には、加盟国は矯正策（corrective measures）を採用するよう期待される」、第六項では「フェージングとパフォーマンス条項が（融資には）盛り込まれる」とされた。フェージング（phasing）とは、融資の全額がはじめに供与されるのではなく、何回にも分けて引き出されることである。「IMFは政策の進捗状況を定期的にモニターし、もし合意どおりに実施されていないときはその時点で融資を打ち切る」のである。⁽¹²⁾ 第七項では「加盟国は、IMFによって（融資が）承認される前に、矯正策を採用することが期待される場合がある」としている。こうした政策

の要請（公式にはあくまで借入国が「自発的に」IMFに提出するものであってIMFが強制したり加盟国に代わって作成したりするものではないとされる）において、IMFは七〇年代以降、途上国の経済政策に対する極めて大きな権限をもつようになったのであり、その中で、協定には書かれていない資本の自由化を含めた経済自由化が実施されてきたのである。

コンディショナリティと並んで、七〇年代以降のIMFに大きな権限を与えたのはコンサルテーションとサーベイランスである。コンサルテーションは、（經常取引に関する交換性義務を定めた）「第八条第二項、第三項、又は第四項に合致しない制限をなお存続している加盟国は、基金が業務を開始した日の五年後及びその後毎年、将来の存続について基金と協議（コンサルテーション）しなければならない」という原協定第一四条第四項の規定に基づく。IMFに加盟しながら過渡的措置として交換性義務を免除されている国（一四条国）にIMFとの協議を義務づけたもので、条文通りIMFが業務を開始した一九四七年の五年後の五二年から始まったが、その後、六〇年六月の理事会で交換性義務を満たしている国（八条国）に対しても行うことが決定された。つまり、それ以降、全加盟国に対してコンサルテーションが行われてきたのである。

そして、このコンサルテーションの上にサーベイランスがかぶさることになる。すでに述べたように、IMFは協定の第二次改正によって変動相場制への移行を承認するのであるが、その一方で、（IMFが）「加盟国の為替相場政策の確実なサーベイランスを実施し、また、為替相場政策に関するすべての加盟国に対する指針とするための特定の原則を採択する。各加盟国は、このサーベイランスのために必要な情報を基金に提供しなければならない」、また、基金が要求するときは、自国の為替相場政策について基金と協議しなければならない」（第二次改正第四条第三項）ことが定められる。

つまり、第二次改正により、IMFは、為替相場制度に関する権限を失ったものの、各国の為替相場政策を監視する権限を手にしたのである。これがその後、IMFの中心的な役割の一つとなるサーベイランスの協定上の規定である。そして、この協定改正が行われた際の七七年四月二十九日付け理事会決定「為替相場政策に関するサーベイランス」⁽¹³⁾により、従来のコンサルテーションもサーベイランスの下に組み込まれる形となったのである（「サーベイランスの手続き」第二項による）。

この理事会決定では、「IMFが加盟国との議論の必要性を示唆するものと見なす」要件として五つ⁽¹⁴⁾があげられているが、その内の（Ⅲ）の（b）は「国際収支上の目的のための、資本の流出入に対する制限もしくは促進策の導入あるいは重要な変更」となっている。第二次改正後も、協定上は、加盟国は資本取引によるIMF資金を利用できず、代わりに自由に資本規制を実施できることになっている（第六条）にもかかわらずである。

5 今回の協定改正論

以上のように、IMFは、コンディショナリティやサーベイランスの形で、発展途上国経済の市場化、資本移動の自由化を推進してきたのであるが、それでも協定上はそうした規定がないため、今回、IMFの協定を改正して、資本移動に関するIMFの監督権限を明文化すべきとの議論がなされているのである。こうした議論は、七〇年代から繰り返し行われてきたが、今回、九七年四月のIMF暫定委員会⁽¹⁵⁾が資本勘定の自由化をIMFの目的とし、資本移動に対する監督権限をIMFに与えるよう協定を改正するとの合意に達したことで具体化した。委員会はさらに、九七年九月二日に「IMF協定改正の下での資本移動の自由化」と題する声明⁽¹⁶⁾を発表し、理事会对して改正作業を進め、総務会に改正草案を提出するよう要請している。現在は、暫定委員会からの要請

を受けた理事会が改正草案づくりを進めている段階と思われるが、資本移動規制を定めた第六条を撤廃するとともに、資本勘定の交換性について、これまでの経常勘定と同様に第八条で義務化し第一四条で過渡的措施を与えることになる模様である。

しかしながら、こうした動きには賛否両論がある。今は自由化ではなくむしろ行き過ぎた資本移動に規制をかけるべきだとの議論も根強い。また、資本自由化を推進すべきであるがゆえに、今回の協定改正は見送るべきだとする意見もある。IMFの調査局長、理事を務めたJ・ポラックは、IMFはこれまでもコンディショナリティやサーベイランスという形で資本自由化を推進してきたのであるから、それをあらためて明文化する必要はない、明文化によってかえって効率的な自由化を進めにくくなる、また、こうした監督領域の拡大は、金融サービス貿易の自由化という角度から資本自由化に取り組んでいるWTO(世界貿易機構)など他の国際機関とのパッシングを招きかねない、ことを理由に改正の必要はないとしている⁽¹⁷⁾。協定の改正をめぐっては、資本移動の経済的コストとベネフィットの分析や、国際金融の構造変化についての検討はもちろんのこと、様々な角度からの議論がさらに必要ではないかと思われる。そこでは同時に、これまで資本勘定の自由化を事実上担ってきたコンディショナリティとサーベイランスのあり方についても再検討されねばならないであろう。

注

- (1) 例えば、九七年二月には、IMFと韓国の間で融資の条件としての広範囲な内容の経済改革が合意された。その中には、マクロ経済・金融財政政策改革などとともに、「資本勘定の自由化」の一項目があり、外国人の株式投資制限の五五%への引き上げ、韓国企業の海外借入規制の撤廃などが盛り込まれている。もちろん、IMFの認識において

は、こうした政策を強制しているのでは決してなく、IMFは「韓国政府の経済金融改革プログラムを支援するために」韓国政府からの融資要請を承認した(IMF, Press Release, Dec. 4, 1997)にすぎないことになる。経済改革は、IMFの融資に関係なく国際収支不均衡に陥った加盟国が実行せねばならないものであり、IMFは、ただ加盟国自身が決定した改革が効果的かつスムーズに遂行されるよう、改革案作成の段階で必要に応じてアドバイスを起こない、かつ一定の資金援助を行っているだけだというのが、IMFの公式見解である。

- (2) OECDは、マーシャルプランの受け皿であったOEECを改組する形で、六一年九月に設立された。同年一二月には理事会で「資本移動の自由化コード」が採択されている。資本自由化という大きな課題を引き受けてまで日本がOECDへの早期加盟を目指したのは、国際経済に関する諸問題が「しばしばIMF、GATT等の国際会議の場に提出される以前にOECD内で討議されて」おり、「OECDに加盟することで必要な情報をより早く入手することができる」と期待されたためだとされる(大蔵省財政史室編「昭和財政史・昭和二十七年―四八年度第一二巻」一三六頁)。

- (3) 以下、IMF協定条文の日本語訳は、原協定については堀江薫雄「国際通貨基金の研究」岩波書店、一九六二年、付録を、第一次および第二次改正条文については滝沢健三「新訂国際金融機構」文雅堂銀行研究社、一九八六年、付録に依った。ただし一部表記を変更した。なお、現行協定は第三次改正(九二年一月発効)後のものである。

- (4) コンディショナリティとサーベイランスの制度上の変遷については、滝沢健三「IMF融資のConditionality」『東京銀行月報』一九八二年九月号参照。

- (5) Made Vies, *International Monetary Fund: 1945-1965*, vol.1, p.482.

- (6) IMFの融資は、借入国が本国通貨を払い込んでIMFから外貨を買い入れるという形を取るため、条文上「買入れ」

を整理された。

- (7) "Use of Fund's Resources and Repurchase, Decision No.102-(52/11)", in M.de Vries, *International Monetary Fund:1945-1965*, vol.3.
- (8) de Vries, vol.1, p.484.
- (9) *ibid.*, p.485.
- (10) "Guidelines on Conditionality, Decision No.8056-(79/38)", in IMF, *Selected Decisions 21th issue*, 1995.
- (11) de Vries, *op.cit.*, pp.490-494.
- (12) 大野健一・大野 泉「IMFと世界銀行」日本評論社、一九九三年、九頁。
- (13) "Surveillance over Exchange Rate Policies, Decision No.5392-(77/53)", in De Vries, vol.3.
- (14) メキシコ通貨危機後の九五年四月の理事会決定により、新たに二項目「非持続的な民間資本移動」が追加された。Decision No.10950 (95/37) in IMF, *Selected Decisions*.
- (15) IMF暫定委員会は、全加盟国を代表する二〇人の総務等（大蔵大臣など）から成り、七四年の設立以来、制度問題に関する様々な勧告を行ってきた。国際通貨制度が混乱した七〇年代初め、IMFは国際通貨問題に関する監視権限と決定能力をもつ評議会の設立を決定したが、それまでの暫定的な措置として作られたのが暫定委員会である。そのため、委員会には決定権限はなく形式上はあくまで諮問機関にすぎないが、評議会の設立の目的が立たない現状で、それに代わる役割を果たしているとも言える。
- (16) "Statement of the Interim Committee on the Liberalization of Capital Movements Under an Amendment of the Articles".
- (17) J.Polak, "The Articles of Agreement of the IMF and the Liberalization of Capital Movements", in S.Fischer, et.al, *Should*

the IMF Pursue Capital-Account Convertibility, Essays in International Finance, No.207, May1998.

始動した新世代の取引システム 〜パシフィック取引所のオプティマーク〜

吉川 真裕

一九九九年一月二九日、新世代の取引システムとも呼ばれるオプティマーク (OptiMark) がパシフィック取引所¹でようやく取引を開始した。一九九七年九月一七日のSEC (証券取引委員会) による認可からはすでに一年四カ月が経過しているが、これはニューヨーク証券取引所をはじめとするITS (市場間取引システム) 接続取引所の反対によるものであり、それだけオプティマークの潜在的可能性を既存の取引所が認めているとも言えよう。オプティマークは価格と数量という従来の注文様式に優先度という新たな要素を加え、注文状況は一切公表されないという点ではこれまでPTSやECN、ATSと呼ばれてきた取引システムの新たな発展と位置づけられるが、パシフィック取引所の取引システムとして採用されたことにより、パシフィック取引所への注文とCQS (総合気配表示システム) 上の最良気配を提示する取引所の注文も執行の対象となり、大口注文だけでなく、小口注文も含めた注文執行システムとして注目を集めている。

本稿では、パシフィック取引所によるオプティマーク導入に至る経緯とオプティマークの注文付け合わせメカニズムを紹介し、新世代の取引システムといわれるオプティマークの利点と問題点について考察する。

1. パシフィック取引所のオプティマーク導入に至る経緯

オプティマークは一九九七年一月一八日に米国特許庁から特許を得た取引システムであり、オプティマーク・テクノロジ社によって開発された。オプティマーク・テクノロジ社を設立したのは、ウィリアム・ルピエン (William A. Lupien) 氏とテリー・リカード (Terry Rickard) 氏であり、この二人の経歴は非常に興味深い。ルピエン氏は一七年間パシフィック取引所のスペシャリスト (うち七期間はフロア・オペレーション委員会のメンバーと委員長) を勤めた後、一九八三年から一九八八年まで五年間インスチネットの最高経営責任者としてインスチネットの急速な成長に貢献し、その後、新たな取引システムの開発に乗り出していた。他方、リカード氏はエンジニアリング・フィジックスの博士号を取得した後、対潜水艦ソナー・システムという軍事関連の仕事に従事しており、一九九四年にルピエン氏に出会うまで証券業務とは全く無縁であった。最適市場 (Optimal Market) を意味するオプティマークは、ルピエン氏の経験とリカード氏のシステム設計能力の賜であるが、ハード面ではIBMが協力していたことも見逃せない。

一九九六年九月二四日、ニューヨークで開催された第三回証券業会議 (Securities Industry Conference) において、価格・数量・満足度という三次元取引システムとしてオプティマークはじめて全貌が明らかにされた。そして、この時点でパシフィック取引所とシカゴ・ボード・オブション取引所がすでに導入を決定していることが明らかにされ、パシフィック取引所での株式を対象とした取引は一九九七年半ばの導入を目標としているとも伝えられた。

一九九七年六月二日にパシフィック取引所はオプティマーク導入に伴う規則改正案をSECに提出した。⁽¹⁾この規則改正案に対して、オプティマークへの注文が公開されないのは競争上不当であり、オプティマークへの注

文の I T S への自動回送は主要取引所への裏口発注にあたるとして反対するコメントがニューヨーク証券取引所から寄せられたが、同年九月一七日、S E C は八月一日、八月二十九日、九月一六日に三度パシフィック取引所によって修正されたこの規則改正案を承認した。⁽²⁾ この決定を受けて、オプティマーク・テクノロジー社とパシフィック取引所は、オプティマークを一九九八年春にパシフィック取引所に導入する見通しを明らかにした。

ところが、I T S に参加する八つの取引所によって構成される I T S O C (I T S オペレーティング委員会) ではパシフィック取引所から提出されたオプティマーク導入に伴う規則改正案の採用決定が進まず、一九九八年六月三日の投票でもニューヨーク証券取引所とアメリカン証券取引所が反対したため、全会一致による規則変更という I T S O C 固有の問題から規則改正案の採用は行われなかった。

そこで、S E C は I T S O C の規則改正にも乗り出し、同年七月一五日に I T S をその一部とする N M S (全米市場システム) 修正案をリリースの形で公表して、I T S O C での議論を紹介し、関係者にコメントを求めた。⁽³⁾ この修正案はパシフィック取引所から出された I T S O C 規則改正案とはほぼ同じものであったが、ニューヨーク証券取引所から出された部分的な対案をも含んでいた。ニューヨーク証券取引所から出された対案の該当個所をパシフィック取引所の改正案と簡単に対比すると、パシフィック取引所案では I T S 回送上限が三カ月間移動平均で当初五カ月は二五%、次の五カ月は二二・五%、その後は二〇%というものであったが、ニューヨーク証券取引所案では当初五カ月で一五%、次の五カ月で一〇%、その後は五%というものであり、比率の計算方法や移動平均の取り方もより厳しいものとなっていた。

ニューヨーク証券取引所は S E C へのコメント・レターでも I T S の規則を改正する必要はなく、I T S O C での交渉を通じて解決すべき問題であるとしながら、規則改正が決定された場合に備えて、I T S へ自動回送する前に少なくとも一五秒間はパシフィック取引所のスペシャリストが関与すべきであることや、シンシナティ証券取引所の I T S への自動回送を認めた際に制限規定を設けたのと同様にパシフィック取引所にも数量制限を課すべきであること等を主張していた。⁽⁴⁾

その後は S E C による決定が行われなまま年を越し、一九九九年一月第三週にパシフィック取引所とニューヨーク証券取引所の間で妥協が成立した模様で、一月二七日には S E C がオプティマークの導入を認可し、これを受けてついに一月二十九日からパシフィック取引所でのオプティマークの取引が開始された。⁽⁵⁾ ただし、この日取引が開始されたのは 3 M (Minnesota Mining & Manufacturing Co.) 一銘柄だけであり、八〇社の機関投資家と四社の証券会社が取引に参加し、一〇分ごとに付け合わせが行われ、オプティマークを通じての初日の取引は四万二九〇〇株であった。⁽⁶⁾ 二月一日までに約一〇〇銘柄を、四五日以内にパシフィック取引所で取引可能なニューヨーク証券取引所とアメリカン証券取引所上場銘柄を含めて約二六〇〇銘柄を対象としてオプティマークを導入する予定であると伝えられたが、その後だけの銘柄が取引されているのか、それだけの取引が行われているのかについては今のところ公表されてはいない。しかし、すでに二〇〇銘柄以上で取引が行われており、三月一日までに三〇〇銘柄、そしてその後は毎週一〇〇銘柄のペースで取引対象を拡大していくという話もある。

なお、パシフィック取引所以外にも N A S D A Q が一九九七年一月二三日にオプティマークの採用を決定し、一九九九年夏の導入を目指して一九九八年二月一日に S E C に規則改正案を提出している。⁽⁷⁾ また、大阪証券取引所も一九九八年九月二十九日にオプティマークの採用を決定し、二〇〇〇年春の導入に向けて準備を進めており、カナダの中心市場であるトロント証券取引所も一九九九年二月三日にオプティマークを採用する決定を下している。

2 パシフィック取引所のオプティマークの注文付け合わせメカニズム

オプティマークはパシフィック取引所のフロア取引に併設された取引システムであり、従来同様にパシフィック取引所の会員を通じて発注が行われる。ただし、投資家が会員との間で契約を結んだ場合には会員が投資家の取引履行を担保することによって投資家はオプティマークに直接発注を行うことができる。

(1) 注文入力

オプティマークへの注文は、価格と数量に○から一までの○・一刻みの優先度(当初は満足度と呼ばれていた)を加えた三つの要素からなる価格刻みの注文を一つに束ねた複合注文(プロフィール)として入力される。その際、優先度○は黒、優先度が上がるにしたがって紫・青・赤・黄、そして優先度一は白という具合に優先度を色分けすることによって、価格は縦軸、数量は横軸、優先度は色合いという形でプロフィールは視覚的にディスプレイ上に表示される。そして、注文入力を容易にするために九つの典型的な注文形態についてはテンプレートが用意されており、注文タイプをクリックし、マウスでプロフィールを描くことにより、数値入力の手間を省くこともできる⁽⁸⁾ようになっている。

また、一つのプロフィールには価格ごとの注文が複数組み合わせられているので、すべてが実行されると必要以上の取引をすることになる可能性があるため、一つのプロフィールから実行される取引量の上限を入力し、こうした事態を回避する工夫も行われている。

さらに、会員が注文入力を行う際には注文付け合わせの優先順位に関わる関係上、委託注文が自己売買かを明示しなければならぬ。

なお、CQS上の最良気配は優先度一のプロフィール(CQSプロフィール)として自動的に入力される。

(2) 注文付け合わせ

注文の付け合わせプロセスはサイクルと呼ばれ、アグリゲーション・ステージと(当初はアキュミュレーション・ステージと呼ばれていた)ネゴシエーション・ステージと呼ばれる二段階に分かれる。

まず、アグリゲーション・ステージでは、個々のプロフィールを優先度ごと、価格ごと、千株ごとのコーディネート(千株未満の端数も一つのコーディネート)に分解し、優先度一のコディネットだけが、①価格、②スタンディング、③クラス、④時間、⑤サイズ、という優先順位にしたがって売り手と買い手にまとめられ、最良条件の売り手と最良条件の買い手の間で先に入力されたもの(アグリゲーション・アトラクター)から優先的に付け合わせが行われる(ただし、CQSプロフィールはアグリゲーション・アトラクターとなることはない)。なお、スタンディングとは一括執行等の付随条件をもたないことを指し、条件付注文の優先順位は低くなる。クラスとはブック(スペシャリストを通じた委託注文)・投資家の注文・自己売買・CQS上の注文という四つの区別であり、この順序で注文は優先され、サイズでは当該価格での注文の大きさが大きいほど優先順位は高くなる。また、CQSプロフィールはITS・コミットメントという形で注文が送られ、CQSの価格ではなく、オプティマーク上で計算された価格で執行されることになっている⁽⁹⁾。

次に、ネゴシエーション・ステージでは、①相互優先度(優先度の積)、②スタンディング、③クラス、④売りまたは買いプロフィールの早い方の入力時間、⑤売りまたは買いプロフィールの遅い方の入力時間、⑥サイズ、⑦価格、という優先順位にしたがって各コディネットの付け合わせが実行される。

各サイクルの間隔は銘柄ごとに最高九〇秒から最低一日一回まで異なり、サイクルの開始はパシフィック取引所のフロアでの当該銘柄の寄り付き以後で、パシフィック取引所のフロアでの当該銘柄の取引終了後にはサイクルは実行されない。

3 注文付け合わせの具体例

オプティマークの注文付け合わせメカニズムは従来のオークションほど自明でないので、抽象的な説明では理解しにくい。そこで、以下では簡単な例を用いて注文付け合わせメカニズムを確認する。⁽¹⁰⁾

(1) 注文付け合わせ例1

まず、CQS上の最良気配は、五〇・五ドルで一万株の買い気配、五〇・六二五ドルで七五〇〇株の売り気配であるとする。

いま、ある売り手が大口の売り注文を出そうとしており、七万五〇〇〇株売れるならば買い気配よりも安い五〇・三七五ドルでもよく、この五〇・三七五ドル以上であれば最大一〇万株まで売り注文を出すというプロフィールをオプティマークに入力したとしよう。他方、買い手Aは買い気配と同じ五〇・五ドルで五万株を買いたい、五万株未満の執行は望んでおらず、五万株の一括執行条件付注文のプロファイルをオプティマークに入力したとしよう。また、買い手Bは買い気配よりも安い五〇・三七五ドルで最大四万株まで買いたいという通常の指値注文と同じタイプのプロファイルを入力し、買い手Cは買い気配と同じ五〇・五ドルで最大一万株まで買いたいという通常の指値注文と同じタイプのプロファイルを入力したとしよう。

さて、以上の設定のもとでオプティマークの注文付け合わせサイクルが始まると、まず、アグリゲーション・ステージが開始され、①価格、②スタンディング、③クラス、④時間、⑤サイズ、という優先順位にしたがって売り注文と買い注文がそれぞれ整理される。

売り注文は大口の売り手の五〇・三七五ドルの売り注文とCQSプロフィールの売り気配五〇・六二五ドルの二つであり、価格優先のルールに従って大口の売り手の五〇・三七五ドルでの売り注文七万五〇〇〇株以上一〇万株以下が最優先される。

買い注文は買い手Aの五〇・五ドル、買い手Bの五〇・三七五ドル、買い手Cの五〇・五ドル、そしてCQSプロフィールの五〇・五ドルの四つであり、買い手Aの五〇・五ドルの買い注文は条件付注文であるので、買い手CとCQSプロフィールが優先されるが、CQSプロフィールはクラスまたは時間で買い手Cに劣るので、買い手Cの注文が最優先されることになる。

〔想定A〕もし大口の売り手の注文が買い手Cの注文よりも先に発注されているとすると、大口の売り手が最優先権をもつことになる。まず、大口の売り手の七万五〇〇〇株以上一〇万株以下という条件付注文に見合う買い注文は、五〇・三七五ドルでは買い手Cの一万株、CQSプロフィールの一万株、買い手Aの五万株、買い手Bの四万株、合計一〇万株存在し、このうち買い手Cの一万株、CQSプロフィールの一万株、買い手Aの五万株、買い手Bの三万株、合計一〇万株が五〇・三七五ドルで付け合わせが可能であることがわかる。次に、オプティマークでは、売り手にとってより有利な価格で同一数量以上の取引が可能かどうかを調べる仕組みになっており、五〇・五ドルでは買い手Cの一万株、CQSプロフィールの一万株、買い手Aの五万株、合計七万株しか存在せず、五〇・三七五ドルでの一〇万株よりも売り手の取引量が減ることになるので、この段階で先の五〇・

三七五ドルでの付け合わせが行われることになる。

〔想定B〕他方、買い手Cの注文が大口の売り手よりも先に発注されているとすると、買い手Cが最優先権をもつことになる。しかし、大口の売り手の注文は七万五〇〇〇株以上という条件付注文なので買い手Cの一万株という注文にマッチする売り注文はなく、注文の付け合わせは行われず、次の優先順位の注文に優先権は移るようになる。

〔想定BA〕ここで、大口の売り手の注文が買い手Aと買い手Bよりも先に発注されているとすると、〔想定A〕と全く同じ状況となり、五〇・三七五ドルで買い手Cの一万株、CQSプロファイルの一万株、買い手Aの五万株、買い手Bの三万株、合計一〇万株が付け合わせられることになる。

〔想定BB〕他方、買い手Aの注文が大口の売り手よりも先に発注されているとすると、買い手Aの五万株という条件付注文に見合う売り注文は存在せず、次の優先順位の注文に優先権は移ることになる。

〔想定BBA〕そこで、大口の売り手の注文が買い手Bよりも先に発注されているとすると、〔想定A〕と全く同じ状況となり、五〇・三七五ドルで買い手Cの一万株、CQSプロファイルの一万株、買い手Aの五万株、買い手Bの三万株、合計一〇万株が付け合わせられることになる。

〔想定BBB〕他方、買い手Bの注文が大口の売り手よりも先に発注されているとすると、買い手Bの四万株に見合う売り注文は存在せず、優先権は大口の売り手に移ることになる。

〔想定BBBA〕最後に、大口の売り手の注文が優先権と持つとすると、〔想定A〕と全く同じ状況となり、五〇・三七五ドルで買い手Cの一万株、CQSプロファイルの一万株、買い手Aの五万株、買い手Bの三万株、合計一〇万株が付け合わせられることになる。

この設定では、優先度が未満の注文はいずれのプロファイルにも含まれていないので、ネゴシエーション・ステージは実行されず、このサイクルはこれで終了することになる。

(2) 注文付け合わせ例2

次に、先と同じ設定のもとで、買い手Aの五〇・五ドルの一括執行条件を五万株ではなく、七万五〇〇〇株に変更した場合について考察してみよう。

先と同様に、アグリゲーション・ステージが開始されると、売り注文では大口の売り手の五〇・三七五ドルの注文が最優先され、買い注文では買い手Cの五〇・五ドルの注文が最優先される。

〔想定A〕もし大口の売り手が買い手Cよりも先に発注していたとすると、大口の売り手が最優先権をもつことになる。まず、大口の売り手の七万五〇〇〇株以上一〇万株以下という条件付注文に見合う買い注文は、五〇・三七五ドルでは買い手Cの一万株、CQSプロファイルの一万株、買い手Aの七万五〇〇〇株、買い手Bの四万株、合計一三万五〇〇〇株存在し、このうち買い手Cの一万株、CQSプロファイルの一万株、買い手Aの七万五〇〇〇株、買い手Bの五〇〇〇株、合計一〇万株が五〇・三七五ドルで付け合わせが可能であることがわかる。次に、五〇・五ドルでは買い手Cの一万株、CQSプロファイルの一万株、買い手Aの七万五〇〇〇株、合計九万五〇〇〇株しか存在せず、五〇・三七五ドルでの一〇万株よりも売り手の取引量が減ることになるので、この段階で先の五〇・三七五ドルでの付け合わせが行われることになる。

〔想定B〕他方、買い手Cが大口の売り手よりも先に発注していたとすると、買い手Cが最優先権をもつことになる。しかし、大口の売り手の注文は七万五〇〇〇株以上という条件付注文なので買い手Cの一万株という注

文にマッチする売り注文はなく、次の優先順位の注文に優先権は移ることになる。

〔想定B A〕ここで、大口の売り手の注文が買い手Aと買い手Bよりも先に発注されると、〔想定A〕と全く同じ状況となり、五〇・三七五ドルで買い手Cの一万株、CQSプロファイルの一万株、買い手Aの七万五〇〇〇株、買い手Bの五〇〇〇株、合計一〇万株が付け合わせられることになる。

〔想定B B〕他方、買い手Aの注文が大口の売り手よりも先に発注されているとすると、買い手Aの五〇・五ドル以下で七万五〇〇〇株という条件付注文に対して大口の売り手の七万五〇〇〇株以上一〇万株以下という注文が存在し、五〇・五ドルで七万五〇〇〇株の付け合わせが可能であることがわかる。さらに、五〇・三七五ドルでも売り手の七万五〇〇〇株以上一〇万株以下という条件付注文が存在し、七万五〇〇〇株よりも買い手の取引量が減ることはないので、この段階で買い手にとってより有利な五〇・三七五ドルで付け合わせが行われることになる。

4 オプティマークの利点と問題点

それでは、ここまで紹介してきたパシフィック取引所のオプティマークの利点を考察してみよう。

まず、オプティマークの第一の利点はその注文付け合わせメカニズムにあると言えよう。オプティマークがパシフィック取引所に導入されるのではなく、機関投資家等を対象としたPTSであったとしても、これまでのPTSにはないユニークな注文付け合わせメカニズムを持ち、より多くの取引執行に役立っていたであろうことは十分に考えられる。もちろん、PTSに限らず、取引所取引としてみた場合にも従来にない新たな取引執行方法を提供しており、ティッカー・テープ以来の大発明あるいは新世代の取引システムと呼ばれるゆえんでもある。

次に、オプティマークは取引所取引として導入されたことにより、PTSとは違って取引所を通じて取引する小口投資家にもより多くの執行可能性（流動性）を提供し、PTSにはない便益を社会的に提供することにもなる。SECがニューヨーク証券取引所等の反対にも関わらず、パシフィック取引所へのオプティマークの導入を積極的に支援した背景にはオプティマークの持つこうした利点を評価していたからだと考えられる。

さらに、こうした新たな取引方法の開発自体が意味を持ち、これを十分に評価し、開発者に答えることにより、より多くの新たな取引方法の開発を促進することにもなるだろう。これはPTSに限らず、取引所取引についても言えることであって、コンピューター化がますます進んでいく状況の下でより効率的な取引方法を開発するということは今後も一層必要とされることであろう。

ところで、パシフィック取引所のオプティマークにはこうした利点があるものの、現状では問題点があることも見逃してはならない。

まず第一に、従来のCQSやITSという制約によって、パシフィック取引所以外の取引は最良気配にある注文だけが直接オプティマークで執行される可能性があり、二番目以降の指値注文はオプティマークでの執行価格よりも優れていても執行されないこと（トレード・スルー）になる。⁽¹⁾ このこと自体はオプティマークやパシフィック取引所の責任ではないが、やはり社会的に見て効率性と公平性の観点から問題があると言えよう。本来、オプティマークのような小口注文をも取り込む取引システムは最も多くの指値注文を持つ取引所に導入されてこそ、その能力を最大限に発揮することができるはずであり、現状はそうした状況に至っていないという意味で問題があると言えるだろう。

次に、これもITSというこれまでの制約に関わることであるが、CQSプロファイルは価格が公開されてい

る注文であるにも関わらず、価格が公開されないオプティマークへの注文よりも優先順位が劣るという点も問題であろう。ただし、パシフィック取引所に出された注文についてはクラスの段階でオプティマークに出された公開されない注文よりも優先的に扱われており、オプティマークやパシフィック取引所が公開された形での注文よりも公開されない注文を優先させようとしているのではないことは明らかであるが、やはり現状は公平性の観点から問題があると言えるだろう。

さらに上げるとすれば、かならずしもオプティマークの欠点ではなく、利点であるかもしれないが、一つの価格で取引数量を最大化するように付け合わせを執行しようとするため、最も優先権のある注文の執行価格がかならずしも最良とはならない点がある。先の例で言えば、例1の「想定A」で売り手が優先権を持つにも関わらず、五〇・五ドルで七万株を付け合わせ、五〇・三七五ドルで三万株を付け合わせるといことは行われない。大口の投資家が部分的な価格改善よりも一つの価格での執行を望むとすれば問題はないとも考えられそうだが、合理的には、たとえ価格が割れてもより有利な価格で執行できる方が最も優先権のある注文を出した人間にとつては望ましいはずであり、最良の価格を提示するインセンティブを強めて価格発見機能を高めるといふ社会的に見た便益を提供することにもなると考えられる。例1の「想定A」では売り手がより有利な価格で取引を執行できるということはそれだけ買い手が損失を被るということであるが、最優先権をとるためにより競争的な価格を提示するということを促すシステムへの変更も一考の余地があるだろう。この点については、オプティマークは機関投資家の嗜好を優先させるという決定を行ったのであり、より競争促進的な取引システムを開発するという可能性は今後も残されていると言えるであろう。

最後に、おそらくオプティマーク自身が今後はその方向で改良されるであろうが、現状では個別の銘柄についてしか注文付け合わせが行われておらず、バスケット取引や銘柄間の条件付注文に対応してはいない。さらなる技術の進歩と取引システムの開発努力は今後はこの方向でも進められるものと考えられる。

注

- (1) SEC, Release No. 34-38740, June 13, 1997
- (2) SEC, Release No. 34-39086, September 17, 1997
- (3) SEC, Release No. 34-40204, July 15, 1998
- (4) "Big Board Objects To SEC's Rewriting Rules For OptiMark", *Securities Industry News*, August 31, 1998
- (5) Greg Ip, "Big Board, Pacific Exchange Patch Up Dispute Over OptiMark Trading System", *Wall Street Journal*, January 28, 1999. なお、合意内容は公表されていないが、関係者の証言によると、オプティマークからニューヨーク証券取引所への注文回送は当面はITS経由で行われるが、その後はスーパードット経由に変更され、取引上限もITS経由の段階では一五%、スーパードット経由では一〇%とすることで妥協が成立したとも伝えられている。
- (6) Elizabeth Pierson, "OptiMark Launches Trading System on Pacific Exchange", *Durango Herald*, January 30, 1999
- (7) SEC, Release No. 34-40835, December 28, 1998
- (8) オプティマークのディスプレイ上の色や形については、オプティマーク・テクノロジー社のインターネット・サイト (<http://www.optimark.com/home2.html>) を参照。
- (9) ITSSOCでの議論を紹介した先のSECによる一九九八年七月一五日のリリースでは、パシフィック取引所案でも

ニューヨーク証券取引所案でもITSを利用した場合のCQS価格での取引執行の可能性が取り上げられており、オ

プティマークの価格での取引執行という形にいつ変更されたのかは明らかではないが、その後のパシフィック取引所とニューヨーク証券取引所との交渉の過程で変更されたものと考えられる。

(10) 以下の設定は、Eric K.Clemens and Bruce W.Weber, "Restructuring institutional bloc trading: An overview of the OptiMark system", *Journal of Management Information Systems*, Vol.15 No.2, Fall 1998 に于いて。

(11) パシフィック取引所では従来通りのフロア取引も行われるが、スペシャリストに出した注文がオプティマークに入力されず、オプティマークの執行価格にトレード・スルーされた場合にはスペシャリストがオプティマーク価格での執行義務を負うことになっているので、パシフィック取引所ではトレード・スルーは生じない。

ATS規制の最終案について(下)

清水 葉子

1 はじめに

SECは、懸案となっていた代替的取引システム (Alternative Trading System, ATS) の最終的な規制を、一九九九年十二月に発表した。前稿ではその前半部分について紹介したが⁽¹⁾、本稿では、同規制の後半部分について引き続き紹介する。

前半部分を簡単にふりかえってみよう。新規制では、取引所登録を行うかブローカー・ディーラー登録を行うかに関して、基本的にATS自身が選択することができるようになる。

ATSの選択を可能にするために、まず、ATSのような電子システムを利用した取引市場も取引所の定義に含まれるよう取引所の定義の解釈を拡大する。従来の取引所の定義が物理的・空間的条件に偏っており、加えて一般に取引所とみなされているものを取引所とするといった循環的な文言となっていたために、取引を行うための物理的な場所をもたず、過去に取引所として認知されていなかったATSのような電子システムを取引所と同等に扱うことができなかったためである。

定義拡大に続いて、SECの証券取引所法上の免除権限を用いて、新たに定めるRegulation—ATSと呼ばれる規則に服するATSは取引所の定義から免除すると定める。この免除措置によって、ATSはRegulation—ATSに服する場合には取引所とはみなされず、取引所規制にも従う必要はないということになる。

以上の二段階の措置によって、取引所登録をのぞむATSは取引所登録を行うことができ、取引所登録をのぞまない場合はRegulation—ATSに従うことで、取引所ではなくブローカー・ディーラー登録を行うことを選択できるため、規制形態の選択が可能となる。⁽²⁾

ATSが取引所登録を避けてRegulation—ATSに従う場合、課される規制は次のようなものである。まず、取引高の大小に関わらず、自主規制機関の会員となり自主規制機関のもとでの規制に従うこと、運営開始と運営停止、運営期間中の変更事項についてSECへの届け出を行うこと、システム容量や安全性の確保のための措置をとること、自主規制機関やSECの検査・監督に対する協力を行うこと、取引記録の保持義務を果たすこと、取引報告を所定のフォームで行うこと、取引情報の機密性を保持や内部的な利益相反を防止するための措置をとること。

また、ATSのうち、一定以上の取引高のある規模の大きいものは、以上の義務に加えて、取引の透明性を確保するため、システム上の最良価格を公開し、公開された価格についてはシステム外からのアクセスも認めると、客観的な参加認定基準を確立し、不合理な参加拒否を行わないことといった規制義務に従うことになる。

本稿では、ATSが取引所登録を行う場合、どのような規制義務が課されるのかについて検討しよう。

2 証券取引所登録を行うATSの規制

ブローカー・ディーラー登録を行う場合に比べて、取引所登録を行う場合は、自主規制義務を果たすなどより重い規制義務が課されるのであるから、ATSが自発的に取引所登録を望むことは当面考えにくい。

しかしながら、SECは、取引所登録にもメリットがあるとして次のような点を挙げている。まず、取引所登録を行えば自身が自主規制機関となるため、他の自主規制機関の監督を受けない自律性を獲得することができる。特にブローカー・ディーラーとしての規制の下ではNASDなど市場運営という点で競合関係にある自主規制機関の規制監督下におかれるため、利益相反の可能性が懸念されるが、取引所登録を行うことでこうした好ましくない状況は回避することができる。

また、取引所登録を行えば、自ら規則制定を行う権限を持つことができるため、取引規則やFIIの決定、市場基準の設定などの権限を独自で持つことができる。加えて取引所登録は、投資家の信頼性の向上、全米市場システム(NMS)への直接参加による執行機会の増大、非上場取引特権の取得などのさまざまなメリットがあるとしている。

取引所登録を行うATSは、既存の取引所と全く同様に、証券取引所法第六条(b)に定められた取引所としてのすべての規制義務を満たさなければならない。ただし、以下で見るように、ATSはそもそも営利を目的としたビジネス活動であり、また会員制度をとっていないという点に配慮して、一部の規制に柔軟性を持たせ、ATSの私有・営利組織としての性格が変更されなくてすむよう配慮している。とくにこれまでの議論の中で問題となっていたのは、私的所有の非会員組織であるATSが理事選出に関して会員の公正な代表義務をどのように満たすかという点と、ブローカー・ディーラー登録の下では可能であった機関投資家の直接参加をどのように扱うかという点である。

(a) 取引所として必要な自主規制を行うこと

取引所登録を行うATSは、証券取引所法上の自主規制その他のすべての取引所規制に従わなければならない。

登録は、既存取引所と同様の形で行い、運営者に証券取引所法上問題となる経歴がないことも要求される。

また、登録証券取引所として上場制度を維持するため、上場基準の設定や上場審査を行う必要があり、そのために必要な人的その他の備えを持つことが求められる。不公正取引や相場操縦の防止についても既存取引所と同様の措置をとる必要がある。取引規則の制定やその実施のために必要な対策を講じなければならない。

さらに、約定・清算にかかわる措置、取引記録保持の責任についても、既存取引所と変わらない規制義務を果たすことが求められる。

もつとも、既存の自主規制機関との間で会員が重複しているといった理由で、自主規制活動のうちいくつかを他の自主規制機関と分担することが効率的でありまた問題を生じる可能性もない場合には、自主規制機関どうしの契約によって自主規制機能を分業することも認める。

(b) 公正な代表義務

証券取引所法第六条(b)(3)では、登録証券取引所は、理事会が公正な代表としての条件を満たすために、(1)発行者および投資家の代表であつて会員やブローカー・ディーラーと提携関係を持たない一名ないし二名の理事を選任すること、(2)理事の選任と業務の運営において会員を公正に代表させることを保証する、というふたつの条件を満たさなければならないとしている。

第一の、公益代表理事に関しては、取引所登録を行うATSは既存登録取引所と同様に市場として公的な性格を持ち市場参加者に対して公正な運営がなされねばならないので、営利・非会員組織であるATSであっても、公益代表理事を置くことは義務づけられる。

しかしながら、ATSは会員組織でないため取引参加者とシステムの運営者が別の主体となつていることを考えると、後半の会員の公正な代表となる理事の選出義務は現在のままでは満たすことができない。私的所有の営利・非会員組織が公正な代表義務を満たすためにはどのような策をとれば良いのが問題になるが、SECはATSが取引所登録をするにあつて、ATSの営利・非会員組織としての性格まで変更する必要はないとして、理事の選任に関しては従来の規制に柔軟性を持たせるとしている。

SECは会員の公正な代表義務を別のやり方で満たしている例として、パシフィック証券取引所の投票権をもたない電子会員のケース、合併に際してそれぞれの会員を適切に代表するよう理事の構成が決定されたAmexとNasdaqのケース、株主と参加者の主体が異なる清算機関のケースを挙げて、従来とは異なつた方法でも公正な代表義務は満たし得るとしている。ATSの場合、取引規則制定と懲戒に特化した子会社を作り子会社の運営が参加者を公正に代表して行われるよう計らうであるとか、理事に参加者代表を加え、所有に関わらない部分の意志決定に関わるなどが可能であるとしている。

SECは取引所登録を行うATSの公正な代表義務について詳細なガイドラインを示してはいないが、ATSのような営利取引所であっても取引所としての責任上、運営が公正な代表によって行われることはきわめて重要であり、この点が軽視されることはないと思われる。

(c) 会員をブローカー・ディーラーに限定

ATSは機関投資家の直接アクセスを認めることで成長してきた側面が大きいため、ATSが取引所登録を行う場合に機関投資家のアクセスを引き続き認めるかどうかは、ATS規制をめぐる議論の大きな争点のひとつで

あった。今回の最終規制で、ATSが取引所登録を行う場合には機関投資家のアクセスは認められず、既存の取引所と同様、会員をブローカー・ディーラーとその提携関係にあるものに限定することとなった。

これは、機関投資家が取引所の会員権を得るなり、ブローカー・ディーラーを通じて直接アクセスを行うと、機関投資家の規制負担が過重になるとの判断に基づいている。機関投資家が取引所会員となるためには、例えば直接清算機関の会員となる必要が生じるが、その場合、清算機関の求める最低資本量や取引記録保持などほぼブローカー・ディーラーなみの規制義務が課されることが予想される。機関投資家がこうした義務を果たすコストを考えると、直接アクセスのメリットは大幅に減じてしまい、自らが取引所の会員となるより、むしろ子会社ブローカー・ディーラーを設立した方がより合理的であるということになる。

実際ニューヨーク証券取引所のスパー・ドットやバシフィック証券取引所のオプティマークなどは、会員ブローカー・ディーラーをシステム上経由するものの、直接アクセスとは同等の利便性が得られていると考えられるため、機関投資家が自ら会員権を取得することに強くこだわる理由はないのであろう。

ただし、ATSが子会社ブローカー・ディーラーを設立して機関投資家のアクセスを補助することは禁じられる。ATSはこれまで機関投資家の直接参加を許容してきたので、取引所登録にもなって直接アクセスが制限されることになると、従来の顧客であった機関投資家に子会社を通じてアクセス・サービスを提供するインセンティブが生まれる可能性があるが、SECは、ATSがブローカー・ディーラー子会社を作ることとは利益相反が大きいとして禁止する意向である。

(d) 公正な参加と競争

取引所法第六条(b)(2)、同(c)では、証券取引所が会員のアクセスに対して不合理な拒否や差別的扱いをすることを禁じている。ATSも取引所登録にともなつてこの規制義務に従うことが求められる。また、同六条(b)(8)では、証券取引所が反競争的規則の制定を行つてはならないことが定められているが、ATSも取引所登録を行う場合には、既存取引所と同様この義務にも従わなければならない。

(e) システム容量などの確保

現在、すべての登録証券取引所とNASDは、SECのARP (Automation Review Program) と呼ばれる取引システムの検査プログラムに参加することが義務づけられている。これは、取引高の急増に対応できるだけのシステム容量を備え、システムの統合性や緊急時の対応を確立するためのプログラムであつて、SECはATSの取引所登録に際してSECのガイドラインで定めた条件が満たされているかをチェックする。

取引所登録が義務づけられるATSはかなり取引規模が大きいものに限られる一方、既存の地方取引所の中には取引規模が極めて小さなおもあるため、取引量だけから判断すると実質的に既存取引所の方が厳しい義務を課されることになるが、これは証券取引所が全米市場システム(NMS)に直接参加しており、システムに問題が生じた時の影響がより甚大であるとの判断に基づくものであるとしている。

(f) 取引証券の登録

登録証券取引所は取引証券をSECに登録したうえで上場の認可を受けるか、SECから非上場取引特権(U

TP)を受ける必要がある。これは取引所で取引される証券に関して、投資家保護のための十分な情報を確保することを意図したものである。現在、ATSのなかには私募証券や未登録外国証券などを扱っているものもあり、こうしたATSに対して既存取引所と同等の取引証券の登録義務を課すと、既に取引が行われている証券の中には取り扱いが認められなくなるものが出てくる可能性がある。しかしながら、SECは証券の登録は投資家保護上重要であるとして、この規制もそのままATSに適用する。

(g) 全米市場システム(NMS)への参加

現在すべての証券取引所とNasdaqは、全米市場システム(NMS)を構成するCQS、CTA、ITSへの参加が義務付けられている。ATSも取引所登録を行う際には既存取引所と同様にこれらの情報伝達・注文回送のためのシステムに参加する必要がある。

CQSとCTAに関しては、新規登録取引所の加入が義務付けられており、加入のための手続きも定まっているため、ATSの参加には問題がないと予想される。一方、取引所間の注文回送を行うITSへの参加のためには、劣後執行ルールなどいくつかのITSルールに従わなくてはならないほか、現在の参加者による全会一致制によって参加が決まるため、ATSの新規加入には困難が予想されている。参加の詳細は取引所の構造によって違いため、ATSの取引所登録の時にケース・バイ・ケースで対応するとしている。

(h) 取引停止措置など取引規則の統一

SECは、銘柄ごとの取引停止措置やサーキット・ブレークについて各市場に共通する取引規則を定めている。

これらの規則は全市場が従わなければ意味を持たないため、適切な市場運営のために取引所登録を行うATSも既存取引所と同じ規制に従う必要がある。すでにATSはNASDの権限の下でこれらの規則に従っているため、追加的な規制負担とはならないとSECは考えている。

なお、最後にSECは登録証券取引所がATS運営を行う可能性についても言及している。SECによれば、今回の規則によって、登録証券取引所が子会社ないし関連会社としてATSを運営することにはなんの妨げも生じない。ただし、設立されたATSはブローカー・ディーラー登録を行って、いずれかの自主規制機関に所属し、ATSとしての規制義務を果たさなければならない。

また、そのような取引所の子会社ないし関連会社としてのATSと、設立主体である証券取引所はいかなる形であれリンクしてはならず、両者の関連が認められた場合、ATSは取引所の施設の一部とみなされ、ATS規制の対象とならない。

3 既存自主規制機関の規制緩和

現行の規則下では、自主規制機関が新しい取引システムを導入する場合、SECに届け出を行って内容の公開を行い、その後関係者のコメントを受けた上で必要な修正を施して認可する、という手順を踏まなければならない。こうした手順は時間がかかって起動性がない上、競争相手である他の取引所や市場にいち早く新システムの内容が知られてしまうため、競争上の不利益がある。

今後は、既存の自主規制機関の運営する市場がATSと同じ土俵で競争を行うことになる以上、既存自主規制

機関がイノベーションを通じてより高度な取引システムを早い速度で取り入れていくことのできる条件を整備しなければ、ATSとの競争上登録取引所であることがかえって不利となる可能性すらある。

このためSECは新規規則1995を制定し、自主規制機関の運営する取引システムで取引量の上限など一定条件を満たしたものは、一年に限定して試験的取引システム(pilot trading system)として従来のプロセスを免除することとし、「Form PILOT」による届け出のみで稼動可能にする。自主規制機関は、試験的システムについては、四半期ごとの報告・変更の届け出のみで運営することが可能となり市場全体としてイノベーションが促進することが期待できる。

4 附随する規則改定

以上の新規導入にもなつて、ATSはブローカー・ディーラーとしてRegulation—ATSに従うか、取引所登録を行つて取引所規制に従うかのどちらかとなつたので、従来ブローカー・ディーラーの運営する取引システムとしてATSに記録保持と報告に関する義務を課していた規則17a-3は不要となり削除される。ただし、従来規則17a-3の対象となつていたブローカー・ディーラーの中で、今回の規制でATSとみなされないシステム(internal broker-dealer system)が残るため、17a-23とほぼ同様の規制義務が、引き続き規則17a-3、17a-4の形を変えて採用される。

5 おわりに

以上の新規制によつて、ATSはいったん取引所の定義に含めた上で、ブローカー・ディーラー登録を行うか、取引所登録を行うかを自身で選択できることとなつた。あるシステムが取引所なのかブローカー・ディーラーなのかという長く行われてきた議論は、この規制でATSをいったん取引所とすることで決着がついたということができる。そのうえで、ATSの競争力の保護という、より現実的な必要性から、実際の規制はほぼ従来の規則17a-3と大きくは変わらないものが採用された。もつとも、一部のきわめて取引量の大きいATSに限っては、取引所登録を義務付けられることになることから、この点に関しては、ブローカー・ディーラーであるか自主規制機関であるかについての線引き問題は取引量の大小によつて決められてしまつた面もある。

一方、我が国でも、昨年十二月からPTS業務が法的に認められるようになったが、米国の事例を参照して導入されたと思われるこの新規制が導入されてわずかの間に、先行していた米国の規制が大きく変更されたのは皮肉なことといわざるを得ない。しかし、米国の規制の経緯を見ても、SECは、規制の整合性というよりはむしろ現実的な必要に対応して規制を見直して来たのであり、我が国の規制のあり方も、今後どのような取引システムが登場してくるかによつては柔軟な対応の必要があると言えるのではないだろうか。

注

- (1) 清水葉子「米国ATS規制の最終案(上)」『証研レポート』一五六七号、一九九九年二月。なお、本規制については、大崎貞和「米国におけるATS(代替的取引システム)規制の導入」、『資本市場クォーター』一九九九年冬号、でも紹介されている。正式なリリースは、Securities Exchange Commission, Release No. 34-40760, File No. S7-12-98, "Regulation of Exchanges and Alternative Trading Systems", December 22, 1998.

- (2) ただし、取引量が極めて大きいATSは選択の余地なく取引所登録が求められる。取引所登録が義務付けられるため

の条件は、(1) 4 四半期のうち3 四半期にわたって一銘柄について一日平均取引高が五十%以上かつある種類区分
に関して五十%以上ある場合、もしくは(2) ある種類区分に関して四十%以上ある場合、のいずれかにあてはまる場
合である。SECは現在のところこの条件にあてはまるほど巨大なATSはないという認識を示している。