

昭和52年11月11日第三種郵便物認可

1999年7月12日発行（毎月1回第2月曜日発行）第1572号

証 研

レポート



No.1572

1999年7月

新規参入続く証券界

二上季代司（1）

米国のIPO手数料問題をめぐって

伊豆 久（10）

ロンドン証券取引所における取引制度変更

—ヨーロッパ統合株式市場へ向けての第二歩— 吉川 真裕（25）

アリゾナ証券取引所の登録免除について

清水 葉子（38）

東京証券取引所決済の清算機関方式への移行

福本 葵（46）

財団法人 日本証券経済研究所

# 新規参入続く証券界

二上季代司

ここ数年、日本の証券業界では証券業への新規参入が相次ぐ反面、自主廃業等による退出も増えはじめ、業者の流動化、新陳代謝が進む業界へと変わり始めている。この傾向が顕著となつたのは一九九七年からである。例えば、九七年四月から九九年五月までの二年余の間に、自主廃業や自己破産、営業譲渡等により退出した業者が一八社の減（山一、三洋を含む東証会員六社、大阪など地方会員業者五社、非会員業者七社）、合併（二一件）により一二社の減（会員業者九社、非会員業者三社）となつていている。他方、新規参入は外国証券会社一〇社、国内証券会社二六社の計三六社となつており、うち二六社は登録制実施（九八年一二月）以前の免許制の下での参入である。このほか、既存の証券会社に対する買収や資本参加を通じて異業種からの参入も相次いでいる。このように見ると、この二年間で外国証券会社を除く国内証券会社二二〇社のうち一割以上が入れ替わったことになる。

しかも新規参入組は、これまでとは違つた新しい業務に絞り込んだニッチが多い。このことは証券業という産業の構造変化を予想させるものである。そこで、特徴ある新規参入業者を取りあげて、今後の証券産業にどのような構造変化が読みとれるか、整理してみた。

## 第一は、投信販売専門業者

第一は、投信販売専門業者の参入である（次表）。

社名	免許または登録年月	備考
フィディリティ証券東京支店	97/6	・世界最大の投信運用会社フィディリティグループ。 ・Telと郵便で自社投信の投信販売。
日本インベスタート証券	98/8	・英ジャーディングフレミングと丸紅など芙蓉系との合弁 ・販売は契約ファイナンシャルプランナー(FP)に委ね、自らはパソコンでの情報提供や事務の集中処理に注力。
アメリカン・エキスプレス・ファイナンシャル・アドバイザー証券	99/1	・クレジットカード会社アメリカン・エキスプレスの孫会社。 ・その子会社の業態（販売は契約FPに委ね、パソコンで情報提供、事務処理を集中）を日本に持ち込む。
野村ファンネット証券	99/2	・Telとインターネットでの通信販売部門を野村本体から分社化。 ・コールセンターは沖縄に設置。
日本ティー・ピー・ピー証券	99/4	・三和銀行系。 ・投信販売の事務代行、販売員の研修、派遣を専門に扱うサードパーティプロバイダー会社。
アドバイザーテック証券	99/6	・米ディスクアントブローカーのチャールズ・シュワブの元社長ティモシー・マッカーシー氏がオーナー。 ・FP向けに投信を供給、インターネットで情報提供。
LPC ファイナンシャルサービス	99/11(予定)	・独立系FPと契約。

(出所) 新聞報道などにより作成

これら投信販売専門業者の特徴は、第一に販売チャンネルを工夫していることである。電話、ファックス、インターネットのような通信販売、あるいは対面販売でも外部の独立ファイナンシャルプランナー(FP)と契約し販売を委託しており、いざれにせよ営業店を持たない。独立FPと契約している場合には預かり資産に比例した報酬にしているケースが多い。第二に、基準価格や運用に関する情報提供をインターネットで提供したり、コールセンターを沖縄に設置したり、約定処理や顧客への運用報告書発送等の事務を集約するなどシステム化、コスト管理の徹底を図っている。

### 第三に、少数の富裕資産家にヘッジファンドやデリバティブ組み込みの成・販売

オンラインブローカーは、自己判断で投資する顧客を相手にしており、従来の個人営業とはコンセプトが全く違っている。アメリカでもオンラインブローカーの創業者の多くはソフトプログラマーなど証券業の経験がない人も多いとされる。新規参入業者の場合には既存証券会社の場合と違って、対面販売の営業員を抱えておらず、営業面での競合を心配することなくオンラインサービスを展開できる分、有利とも指摘される。

第二はインターネットで情報提供、注文を受け付けているオンラインブローカーである。オンラインブローキングサービスを提供しているのは現在二七社であり、新規参入組や買収による改組組は一社を除き、まだオンラインサービスを開始していない。またオンラインサービスを受けている顧客数も五万口座と多くない。しかし一〇月には手数料の全面自由化が予定されており、ディスカウントブローキングが本格化すると予想される。新規参入組や改組組はそのときに照準を合わせており、競争が活発になる。

### 2 オンラインブローカー

### 既存証券会社のオンラインサービス

オンラインサービス提供各社	開始時期	9. 東海丸万証券	98/2	18. 東和証券	98/9
1. 大和証券	96/4	10. 丸八証券	98/2	19. 日産証券	98/12
2. 日興証券	96/7	11. 明光ナショナル証券	98/4	20. センチュリー証券	99/3
3. 今川三沢屋証券	97/1	12. 松井証券	98/5	21. 太平洋証券	99/3
4. 野村証券	97/1	13. 岡三証券	98/6	22. 日の出証券	99/3
5. 丸三証券	97/7	14. 第一証券	98/6	23. 堂島関東証券	99/4
6. 豊証券	97/10	15. 和光証券	98/6	24. ユニバーサル証券	99/4
7. ウツミ屋証券	97/11	16. 岩井証券	98/6	25. 東京証券	99/5
8. コスモ証券	98/2	17. 新日本証券	98/6	26. オリックス証券	99/5

(出所) 大和証券調べ

### 新規参入のオンラインブローカー（予定含む）

日興ビーンズ証券	99/5 登録	・日興の通信販売部門を分社化。10月開業の予定。 ・資本金100億円と巨額（オンラインで引受業務狙うか？）
DLJ ディレクト SFG 証券	99/6 登録	・米ドナルドソン・ラフキン・ジェンレッタのディスカウントブローカー子会社DLJ ディレクトと住友銀との合弁会社。 ・オンラインサービスを開始。
マネックス		・ソニーと米ゴールドマンサックスの元パートナー松本氏との合弁。 ・証券業の登録申請中
アメリトレード		・アメリカにおけるオンラインブローカーの草分け（進出の計画段階）
東京海上		・ディスカウントブローカー最大チャールズシュワブと合弁の合意

### 【買収による改組】

イートレード証券	98/10 買収	・ソフトバンクと米オンラインプロカード大手E-tradeの合弁会社「イートレード」が大沢証券を買収。
HIS 協立証券	99/1 買収	・ディスカウント航空券販売の最大手HISが山一系の協立を買収。

(出所) 新聞報道などにより作成

社名	免許年月	備考
アクシーズ・ ジャパン証券	98/2	・日米同時に証券会社を設立。 ・証券化、デリバティブなどの仕組みファンドを提供。
スパークス証券	98/6	・野村出身者。 ・ヘッジファンド型運用のスパークス投資顧問の販売部門。
アイテーエム証券	98/9	・山一出身者。 ・私募投信に注力、店頭企業・東証2部のCBを組み込んだファンドなど。
ブリヴェチューリッピ 証券	98/11	・台湾などアジアへの直接投資用ファンドの組成、販売をめざす。

(出所) 新聞報道などにより作成

仕組み債などハイリスクハイリターンの金融商品を組成し、販売することに専念する業者も出でてきている。こうしたヘッジファンド、商品ファンド、不動産ファンド、プライベートエクイティファンド等のような、伝統的な株式や債券、投信とはひと味違った金融商品はオルタナティブファンド（代替的ファンド）と総称されるが、こういったファンドはごく少数の金持ちにオーダーメイドで私募投信の形で提供されるケースが多い。

これらの創業者は、既存の証券会社で個人営業の経験を積むなかで顧客ニーズを肌で感じ、それを満たすためには自分で金融商品を作つて提供したいと考えてスピアンアウトした人が多いのである。アメリカでも新規参入業者の多くはこうしたタイプの営業員のスピアンアウトであり、日本の雇用慣行が見直されて証券従業員の流動化が加速すれば、このケースの新規参入組が増えるものと予想される。

#### 4 未公開株専門業者

第四は、新興企業の発掘、育成を旗印に未公開株の売買の仲介、引受などの取り扱いに特化する業者の参入である。創業者は会計士やコンサルタント、ベンチャーキャピタルなど常日ごろ、顧客企業の財務や企業経営の問題点に接している業者が多い。アメリカの地方の投資銀行では、こうした新興企業の資金調達ニーズと前記第三のような富裕資産家の資金運用ニーズを結びつけて商機につなげている業者が多い。

#### 5 総合商社系の参入

やや分類が違うが、第五が総合商社系の新規参入である。総合商社はグループ内に多数の子会社・関連会社を抱えており、それらの資産運用のほか売掛金や資産の証券化のニーズがもともと高い。しかも内外で多くの投融資に携わっており、種々のファンドの扱いにも慣れている。そこでグループ内の財務リストラ（証券化、M&Aなど）や資産運用、海外ファンドの卸販売などを目的に証券会社を新設する例が出ている。

なお、総合商社ではないが、自グループの資産証券化商品の販売のために新設した例として日立クレジット証券（九九年一月登録）がある。同社はクレジット債権の証券化の草分け的存在である日立クレジットの子会社である。日立クレジットはこれまで自社発行のABS（資産担保証券）の販売を他社に依存していたが、これを自前で行うために同社を設立したとされる。

#### 6 デリバティブ

第六はデリバティブ専門業者の新設である。アイビージャー・ノムラ・ファイナンシャル・プロダクツ東京支店（九九年三月登録）は興銀と野村の業務提携の一環としてロンドンに設立された合弁会社が東京に逆上陸したものである。九八年一二月の改正により店頭デリバティブの国内販売が解禁されたが、リスク管理

社名	免許または登録年月	備考
日商岩井証券	98/6	・グループ内の財務再編、資産運用
伊藤忠キャピタル証券	98/11	・海外ファンドの国内販売 ・証券化、ABSの組成・販売
三菱商事証券	99/4	・本社の資金運用（4,000億円）の受託、取引先資産運用。 ・機関投資家へのファンド提供 ・引受など投資銀行業務

(出所) 新聞報道などにより作成

社名	免許年月	備考
ディープレイン証券	97/8	・未公開株の売買、コンサルタント、ベンチャーファンド組成・販売
エンゼル証券	98/2	・未公開株の売買、コンサルタント
未来証券	98/10	・日本アジア投資の子会社 ・未公開株の売買、新興企業株を組み込んだベンチャーファンドの組成・販売

(出所) 新聞報道などにより作成

の観点から店頭デリバティブは拡大発展すると見込まれている。デリバティブの契約においては取引先リスクが大きな意味を持つことから、契約にあたっては高い格付けを持つ業者が有利になる傾向がある。このため、デリバティブに注力する他の銀行、証券会社においても、資本金を積んで高い格付けをもつたデリバティブ専門の子会社を作ったり、既にある海外デリバティブ子会社の逆上陸を図る例が増えてくるであろう。

## 7 その他

そのほかの新規参入の例として、短資会社系がある。短資系の参入分野は主として債券のブローカーズブローカーである。従来の業務の周辺分野を考えるからであろう。

また日本電子証券（九八年一一月免許）はシカゴCMEの子会社の例に倣つて、大証デリバティブのマーケットメイク、ディーリングを主营业务に新設された。

最後に、伝統的なブローカー業務であるが、アメリカ流の資産管理型営業を持ち込んだ新規参入組としてメリルリンチ日本証券（九八年五月免許）を挙げねばならない。同社は元山一の社員二千人（うち営業千人）、三三店舗を継承。営業員の転勤は無し（一年目は固定給保証、二年目から業績給へ移行）、店頭での現金授受なし、支店では中堅企業への法人営業も行うが、営業スタイルはアメリカの親会社が展開する資産管理型個人営業であり、開業一年が経過した三月末、預かり資産六五〇〇億円（四・五万口座）の実績である。

## 8 小括

以上をまとめてみると次のようになる。

リテールでは、新規参入業者の注力分野は、投信販売、富裕資産家向けファンドの組成販売であり、販売チャネルとしては無店舗販売（インターネット等の通信販売または契約FPの利用による対面販売）、営業スタイルとしては資産管理型営業への指向などこれまでの既存証券会社とは違った戦略が見て取れる。それぞれの戦略に沿つて販売員の報酬形態やバックオフィスの集中処理などに工夫がなされている点も注目されて良い。

ホテルセールでは、資産の流動化・証券化、デリバティブ、M&A、未公開株の売買仲介、ベンチャーファンド、プライベートエクイティファンドの組成・販売、債券のブローカーズブローカーなどである。

このような動きは、証券ビジネスが徐々に変わりつつあることを反映しているのである。これまで金融システムにおける日本の証券業界の機能、役割、位置づけは、産業界への資金のアベイラビリティの大量かつ迅速な供給であった。しかし、今後の金融システムのなかで求められる証券業務の機能は、①第一に資産運用のアドバイザーならびに証券取引の効率的執行、②第二は財務リストラのアドバイザー（ソリューションビジネスとも呼ばれる）、③第三にベンチャービジネスの発掘を通じた産業構造の転換の促進、といった、むしろ既存の金融資産の組み替え、リスクの再配分、既存の産業構造の組み替えと言う方向になると推測される。

金融ビッグバンの目的は、高齢化社会を迎えて貯蓄を有利に運用するための魅力ある投資対象の提供、また何が二一世紀のリーディング産業になるか不透明な状況でリスクマネーを効率的かつ積極的に供給し、日本企業の発展を金融面からサポートしていくということであった（証券取引審議会総合部会「報告書」）。そうであるなら、これまでのように大衆投資家のニューマネーを産業界に動員することよりもむしろ、既存の資産の組み替え、リ

社名	免許年月	備考
トウキョウフォレックス証券	97/7	・TBやユーロ債に注目
日短ブローカーズ証券	97/9	・エマージング債に注目
上田短資証券	97/10	・中期国債に注目
八木インター証券	98/2	・TBや一般債、非流動証券に注目
山根ブレボン証券	98/11	・非流動性債券と店頭デリバティブの売買仲介に注目

(出所) 新聞報道などにより作成

## 今後の証券ビジネス

求められる機能		充実を求める業務
投資家向け	<ul style="list-style-type: none"> <li>・資産運用のアドバイザー</li> <li>・証券取引の効率的執行</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・資産管理、ファイナンシャルコンサルタント</li> <li>・種々のファンド提供、組成</li> <li>・ネットブローカー</li> <li>・シームレストレーディングの構築、マーケットメイキング</li> </ul>
企業向け	<ul style="list-style-type: none"> <li>・財務アドバイザー</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・仕組み債（CBO、CLO等）の起案、引受</li> <li>・資産の流動化、証券化</li> <li>・事業部門の再編（M&amp;A、MBO）</li> <li>・デリバティブ</li> </ul>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>・新興企業発掘、育成</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・未公開株の売買斡旋</li> <li>・ベンチャーファンド組成、募集</li> <li>・プライベートエクイティファンドの組成、募集</li> </ul>

スクの再配分ということに重きが置かれるようになるのは当然であろう。証券業界の新陳代謝の底流にはこのような根本的変化が生じつあることに注目したい。

### 注

(1) ここでいう「外国証券会社」とは、外国籍の証券会社が「外国証券業者に関する法律」にもとづいて日本国内に設置した東京支店を指す。したがって株主構成の国籍を意味するものではない。たとえば、アイビージュ・ノムラ・ファイナンシャル・プロダクツは興銀と野村がロンドンに設立した合弁会社が「外国証券業者に関する法律」により開設した東京支店である。他方、メリルリンチ日本証券は、証券取引法にもとづいて設立した国内証券会社である。

## 米国の—IPO手数料問題をめぐつて

伊豆 久

### 1 はじめに

一本の論文が米国証券界に波紋を投げかけていい。IPO（新規株式公開）市場の研究者として著名なJ・リツター氏（フロリダ大）<sup>(1)</sup>が昨年秋、大学院生と連名で発表した論文（以下、（同）論文と表記）が、中規模クラスのIPOの九〇%以上で、投資銀行の引受手数料が七%ちょうどとなっていることを指摘したのである。偶然の一致とするには比率が高すぎるが、もしカルテルが存在するとすれば、明らかな違法行為である。七%への集中という事実は、以前より周知の事実ではあつたが、今回は、集團訴訟、当局による調査も開始されたと伝えられており、事態の推移が注目される。<sup>(2)</sup>

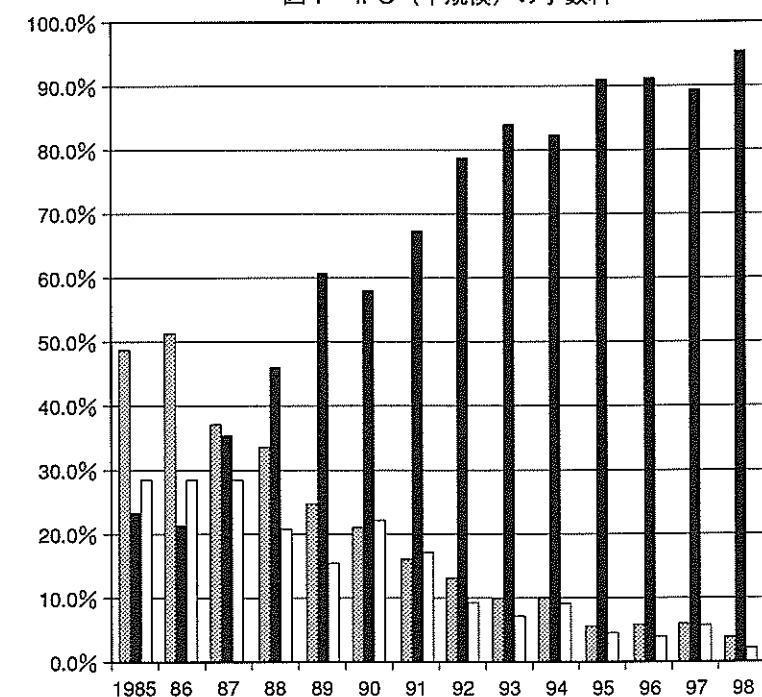
しかし、同論文の主旨は、カルテルの有無にではなく、手数料競争がはたらかない特殊な市場としてのIPOビジネスの特徴の検討にある。同じく投資銀行業務であつても、M&A関連業務や債券の引受、公開後の増資引受け業務では激しい手数料割引競争が展開されている。それゆえ、七%への集中がたゞカルテルの結果だとしても、カルテルがなぜ他の業務には存在せず、IPOだけで可能なのか、という疑問が残るからである。IPO業務の特徴は何か、以下、そうした観点から同論文を紹介することとしたい。

表1 発行額・引受け手数料別のIPO件数の推移(1985-1998)

	2000万ドルのIPO				8000万ドル以上のIPO				合計			
	7%未満	7%	7%超	小計	7%未満	7%	7%超	小計	7%未満	7%	7%超	合計
1985	38	18	22	78	16	1	3	20	54(55 %)	19(19 %)	25(26 %)	98
1986	92	38	51	181	42	8	8	58	134(56 %)	46(19 %)	59(25 %)	239
1987	51	49	39	139	29	4	3	36	80(46 %)	53(30 %)	42(24 %)	175
1988	16	22	10	48	13	3	0	16	29(45 %)	25(39 %)	10(16 %)	64
1989	13	32	8	53	13	2	0	15	26(38 %)	34(50 %)	8(12 %)	68
1990	13	37	14	64	12	0	0	12	25(33 %)	37(49 %)	14(18 %)	76
1991	26	109	27	162	46	2	0	48	72(34 %)	111(53 %)	27(13 %)	210
1992	25	155	18	198	62	4	1	67	87(33 %)	159(60 %)	19( 7 %)	265
1993	26	223	18	267	68	10	0	78	94(27 %)	233(68 %)	18( 5 %)	345
1994	18	153	16	187	35	5	0	40	53(23 %)	158(70 %)	16( 7 %)	227
1995	14	248	12	274	53	12	0	65	67(20 %)	260(77 %)	12( 3 %)	339
1996	21	348	14	383	74	26	2	102	95(20 %)	374(77 %)	16( 3 %)	485
1997	15	256	16	287	59	30	1	90	74(20 %)	286(76 %)	17( 4 %)	377
1998	6	158	3	167	45	23	0	68	51(22 %)	181(77 %)	3( 1 %)	235
1985-97	181(46 %)	105(26 %)	112(28 %)	398(100 %)	87(75 %)	13(12 %)	14(12 %)	114(100 %)	288(52 %)	118(23 %)	125(25 %)	512
1988-94	137(14 %)	73(75 %)	111(11 %)	979(100 %)	249(90 %)	26(10 %)	1( 0 %)	276(100 %)	388(31 %)	757(60 %)	112( 9 %)	1,255
1995-98	56( 5 %)	1,010(91 %)	45( 4 %)	1,111(100 %)	231(71 %)	91(28 %)	3( 1 %)	325(100 %)	287(20 %)	1,101(77 %)	48( 3 %)	1,436

(注) サンプルは、オーバー・アロットメント・オプション行使前の段階で発行額2000万ドル以上8000万ドル未満の買取引受け方式でのIPO、2488件。クローズド・エンド・ファンド、不動産投資信託(REIT)、ADRを除く。発行額は、米国GDPデフレーターを用いて97年購買力で表示されている。手数料は、7%未満、7%、7%超の3つのカテゴリーに分類されている。

(出所) Hsuan-Chi Chen and Jay R.Ritter, "The Seven Percent Solution", op.cit.



(注) サンプルは、オーバー・アロットメント・オプション行使前の段階で発行額2000万ドル以上8000万ドル未満の買取引受け方式でのIPO、2488件。クローズド・エンド・ファンド、不動産投資信託(REIT)、ADRを除く。発行額は、米国GDPデフレーターを用いて97年購買力で表示されている。手数料は、7%未満、7%、7%超の3つのカテゴリーに分類されている。

(出所) 表1に同じ。

表1は、一九八五年から一九八年のIPOの引受け手数料の推移を示したものである。公開額が八〇〇〇万ドル以上の場合には、引受け手数料七%未満の案件が、七割から九割を占めている。しかし、公開額が二一〇〇〇万ドルから八〇〇〇万ドル未満の中規模の企業の場合は実際に、案件の九一%で手数料が七%丁度となつている。同期間では実際に、案件の九一%で手数料が七%丁度となつている。同期間の一一件のIPOのうち、一〇〇件(4%)で手数料が端数もなく、タリ七%となつているのは、偶然と言つにはいかぬ不自然である。

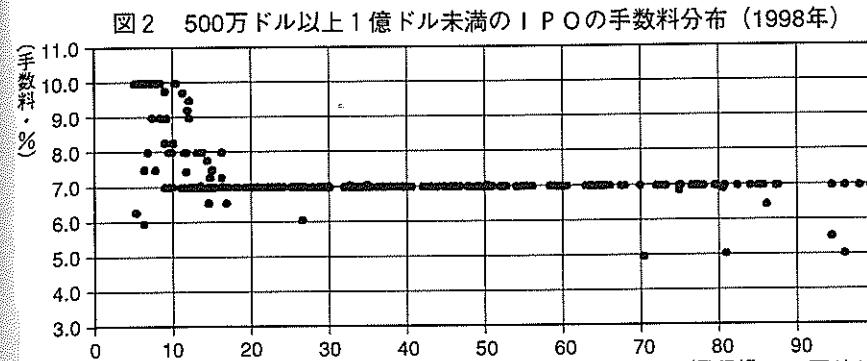
そもそも引受け業務に関しては規模の経済がはたらくはずである。

なぜ丁度7%になつてゐるのだろうか。

### 3 カルテル？

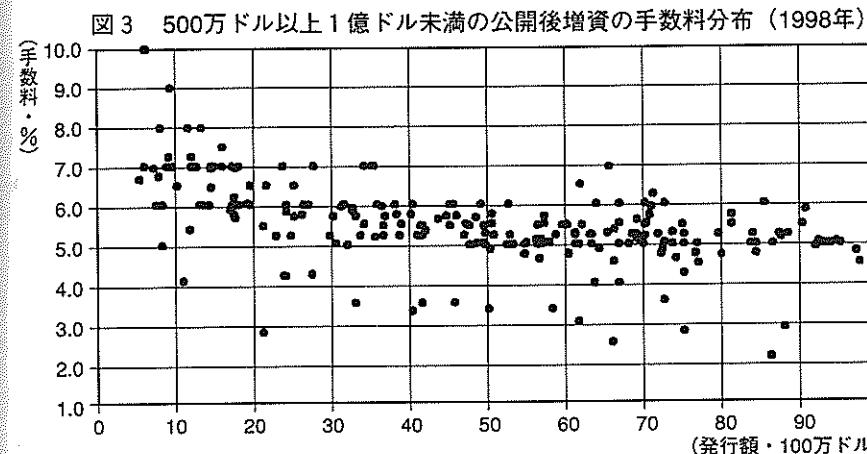
図2が示すように、500万ドル以上1億ドル未満のIPOでは、規模の経済がはたらかずに、100%近い案件で手数料が7%となつてゐるのである。また、IPOの繁閑に反応していないことも経済学の常識とは相反する。例えば、八七年のブラックマンデー以降、IPOは件数・額ともに約三分の一となつてゐる。IPOビジネスへの需要が激減したのであるから、手数料の引下げ競争が激化したとしても不思議ではない。しかし、こうした微候は全く見られなかつたのである。

こうしたことは、1000万ドル以下のケースと8000万ドル以上のケースであれば確認することができる。図2が示すように、1000万ドル以下では、手数料は7%を上回るケースが多くなり、8000万ドルを越えると、7%を下回るケースも現われる。また、こうした傾向は、公開後の増資(follow-on offering)の場合には、より鮮明である。発行額が大きくなるにつれて手数料が減少しており、かつ、IPOの場合にくらべて手数料は大きく分散してもいる(図3)。



(注)サンプルは、1998年におこなわれた、オーバーアロットメント・オプション行使前の段階で発行額500万ドル以上1億ドル未満の買取引受け方式でのIPO、278件。クローズドエンドファンド、不動産投資信託(REIT)、ADRを除く。発行額が500万ドルで手数料が11.11%だった1件は図に表示されていない。

(出所)表1と同じ。



(注)サンプルは、1998年におこなわれた、オーバーアロットメント・オプション行使前の段階で発行額500万ドル以上1億ドル未満の公開後増資、228件。クローズドエンドファンド、不動産投資信託(REIT)、ADRを除く。

(出所)表1と同じ。

引受け業者の間で談合がなされていると仮定すれば、話は単純である。証券業協会規則では手数料カルテルが禁止されている<sup>(5)</sup>とはいえ、業界内では「(IPO手数料は)聖杯であり、価格競争をするくらいなら自分の喉を搔き切つたほうがましだ」<sup>(6)</sup>といった考え方方が根強いのも周知の事実である。競争激しい証券界にあって、IPO手数料は、今や最後の砦の観する所である。そこに何らかのカルテルが存在するとすれば、7%への集中は不思議でもない。しかし、それは明らかに違法行為であり、司法省もこうした疑いから調査を開始したと伝えられている。

その一方で、プライドの高いインベントバンカーがそのような違法行為を、しかも秘密保持の難しい多数が関与する引受け業務で本当に行つてきたのか、といった疑問も出されている。あるいは、仮にカルテルが存在したとしても当局がそうと断定するに足る証拠は存在しないだろうという見方もある。九四年のマーケットメーカー問題の場合は、奇数の呼値が少ないという統計的事実（そしてそれが指摘されるとすぐに奇数の呼値が増え始めたという事実）が示されただけでなく、狭いスプレッドを提示する新参のマーケットメーカーに対してなされた強迫まいの電話の録音テープが存在したのである。しかし、今はそうしたもののが存在する可能性は小さいと見られている。また、IPOには多くの有力弁護士がかかわっていることから、今回の訴訟は前回ほど大がかりなものにはならないだろう、とのうがった見方もある。<sup>(7)</sup>

#### 4 戰略的プライシング？

カルテルの有無をめぐるこれ以上の議論はここでは撇くとして、他にも手数料の集中を説明する方法がないわけではない。手数料に関する明確な協定や協調が存在したというより、慣習的になんとなく7%に収斂したといふのが本当のところではないのか、という見方である。つまり、事前の打ち合わせではなく、個々の投資銀行の個別の価格戦略によつて、結果的に7%への集中が生じたのではないかという考え方であり、同論文の著者もその可能性が高いとしている。事前かつ集団的に価格が決定されれば談合となるが、個別証券会社の戦略的な価格決定によつて結果的に価格が一致する（Implicit Collusion）のであれば違法とは言えない。例えば、価格の引下げによつても顧客を増やすことができない、とすべての投資銀行が判断しているとすれば、パイを小さくする価格競争が生じなくとも不思議ではない。その場合には、個々の投資銀行の「合理的な」行動によつて価格の収斂が生じる可能性がある。

#### 5 問題の所在

しかし、談合によるとしても、戦略的プライシングだったとしても、それだけでは7%への十分な回答と言えない。どちらにもいくつかの重要な疑問が残るからである。第一に、手数料が固定しているのが中規模（二〇〇〇万ドルから八〇〇〇万ドル）のIPOだけで、二〇〇〇万ドル以下の小口の、あるいは八〇〇〇万ドル以上の大型のIPOで、カルテルなり戦略的プライシングが機能していないのはなぜか。第二に、確かに現在は7%という数字への著しい収斂が生じているが、八五年から八七年にかけては手数料に集中傾向はみられない。すなわち、八〇年代末になつて集中化が進んだ理由は何か。第三に、談合にせよ、戦略的プライシングにせよ、そうした行動が可能になるためには、市場参加者の数が一定に限られる必要がある。多数の供給者と多数の需要者が存在する状況では、こうした行動はおよそ不可能であり、言い換えれば、相当の参入障壁がIPOビジネスには存在する」となるが、それは一体、何か。そして第四に、なぜ他の投資銀行業務では価格競争が生じてい

るのか。言い換えると、公開後の増資引受けやM&A業務では競争の激化が手数料の低下を招いているにもかかわらず、IPOビジネスの主幹時獲得競争は手数料競争を引き起こさないのはなぜなのか。すなわち、戦略的プライシングだとしても、それぞれの投資銀行が、IPOにおいては手数料の引下げが顧客獲得に有効でないと判断した理由はどこにあつたのか。

こうした疑問に答えようとすると、談合や戦略的プライシングの有無だけでは不十分と言わざるをえない。IPOビジネスそのものの特殊性、投資銀行業務の構造変化を検討する必要があるのである。

## 6 価格彈力性の低さと評判の役割

IPOにおいて手数料競争が機能していない理由の一つは、発行企業は手数料引下げに反応しないと投資銀行に信じられているからであろう。需要の価格彈力性が低い商品は、経済活動全体の中では珍しいわけではない。

そして、こうした商品には共通した特徴がある。それを整理してみよう。

一つには、提供される商品の良し悪しを評価する能力が、顧客の側に欠けている場合である。顧客に評価できないほど財・サービスの内容が専門的であるケースや、日常的に繰り返して消費されるような商品でないために消費者が商品価値を学習できないケースなどである。つまり、商品内容を十分に評価できないため、価格が唯一の評価基準となり、その結果、価格を引き下げるも需要の拡大に結びつかないのである（「安からう悪からう」といった判断はその典型）。

二つめに、顧客にとって、当該商品が決定的な重要性をもつており、失敗した場合の損失が大きく、かつ取り返しがつかないようなケースである。こうした場合、少々手数料を引き下げたからといって、顧客への訴求力は

		幹事数					平均
		1	2	3	4以上		
<b>中規模 IPO</b>							
1985-1987	小計 398	146	184	55	13	1.9	
	件数 (%)	37%	46%	14%	3%		
	発行額 (%)	36%	44%	16%	4%		
1988-1994	小計 979	137	648	182	12	2.1	
	件数 (%)	14%	66%	19%	1%		
	発行額 (%)	12%	65%	21%	2%		
1995-1998	小計 1,111	46	581	415	69	2.5	
	件数 (%)	4%	52%	38%	6%		
	発行額 (%)	4%	47%	41%	8%		
合計	合計 2,488	329	1,413	652	94	2.2	
	件数 (%)	13%	57%	26%	4%		
	発行額 (%)	12%	53%	30%	5%		
<b>大規模 IPO</b>							
1985-1987	小計 114	12	48	22	32	2.9	
	件数 (%)	11%	42%	19%	28%		
	発行額 (%)	8%	32%	22%	38%		
1988-1994	小計 276	27	86	93	70	2.9	
	件数 (%)	10%	31%	34%	25%		
	発行額 (%)	8%	26%	29%	37%		
1995-1998	小計 325	5	47	107	166	3.8	
	件数 (%)	1%	15%	33%	51%		
	発行額 (%)	1%	8%	25%	66%		
合計	合計 715	44	181	222	268	3.3	
	件数 (%)	6%	25%	31%	38%		
	発行額 (%)	5%	18%	26%	51%		

(注) サンプルは、オーバーアロットメント・オプション行使前の段階で発行額2000万ドル以上の買取受け方式でのIPO、3203件。発行額は、米国GDPデフレーターを用いて97年購買力を表されている。クローズドエンドファンド、不動産投資信託(REIT)、ADRを除く。2000万ドル以上8000万ドル未満を中規模、それ以外を大規模に分類している。幹事会社が1社なら幹事団は1、共同主幹事が1社なら、幹事団は2となる。

(出所) 表1に同じ。

表3 IPO主幹事の選択理由<sup>1</sup>

質問：理由の上位三つをチェックして下さい。

	1位	2位	3位
引受け業者の証券業の経験と「コネクション」	20.8 %	17.4 %	8.1 %
引受け業者の全体としての評判と地位	18.9 %	37.0 %	24.3 %
株式に関係しないサービス（M&Aアドバイスや債券など）	0.0 %	2.2 %	5.4 %
手数料	0.0 %	0.0 %	2.7 %
ブライシングと「予想」評価価格	5.7 %	10.9 %	5.4 %
リサーチ部門・アナリストの質と評判	22.6 %	19.6 %	27.0 %
マーケットマーク、トレーディングデスク、流動性提供サービス	0.0 %	2.2 %	10.8 %
引受け業者の顧客ベース（機関投資家）	1.9 %	4.3 %	10.8 %
引受け業者の顧客ベース（個人投資家）	0.0 %	4.3 %	5.4 %
選択の余地なし	18.9 %	0.0 %	0.0 %
その他 <sup>2</sup>	11.3 %	2.2 %	0.0 %
	100 %	100 %	100 %

1) 1993年から95年にかけてIPOをおこなった企業のうちの180社にアンケートを送付した結果をまとめたもの。回答率は34%。

2) 案件を成功させるためのコミットメント、引受け業者との以前からの関係、厳しい市況での資本調達能力、投資銀行部門の創造力、以前のIPOの公開後のパフォーマンス、別の引受け業者との関係、など。

(出所) Laurie Krigman, Wayne H. Shaw and Kent L. Womack, "Why Do Firms Switch Underwriter?", Working Paper (Dartmouth College), Feb. 1999.

限界的なものでしかない。

そして、IPOも消費者である発行企業にとってこうした性格をそなえたサービスだということができる。IPOは発行体にとって、専門的な内容をもち、はじめての経験であって、やり直しがきかず、失敗の許されないものである。そこでは、主幹事の選定において手数料の大小は重要な要素とはみなされない。あるいは、手数料の割引を要求することで、万一一公開価格を切り下げられるといったことになれば、発行体にとつてはかえってマイナスである。

自分でIPOのサービス内容を事前に評価することができないとなると、投資銀行の選択は業界内の評判(reputation)に頼らざるを得なくなる。その場合には、現在は引受能力が低下しつつある投資銀行であっても過去の業績・名声によって主幹事を獲得することが可能となり、反対に新興投資銀行はなかなかビジネスチャン

スをつかめないことになる。このことがIPOビジネスにおける高い寡占度、高い参入障壁の大きな理由になっていると思われる。

しかし、公開後の増資になると（あるいは他の投資銀行業務においても）、IPOに見られた性格のいくつかは失われてしまう。発行体は、公募増資を一度経験しているため、投資銀行の引受業務についてある程度は学習することができている。また、何度もあつても増資が重要な仕事であることには違いないが、IPOにくらべるとその決定的な重要性が低下することは否めない。公開後の増資では一定の価格競争が働いているのはこうした事情によるものと考えられる。

## 7 共同幹事数の上昇とアナリスト・カバレッジの増大

価格競争がおこなわれないとはいっても、幹事獲得に何の競争も存在しないわけではない。固定価格であつてもサービスの付加価値を上げる競争が展開されているはずである。論文は、そのサービスの中心をアナリスト・カバレッジの増大に見ている。

最近のIPOの特徴を引受シンジケートの構成からみると、二つの変化を指摘することができる。一つは参加証券会社の総数が減少傾向にあることであり、もう一つは単独主幹事条件が減り、共同幹事(co-manager)のつく案件、さらには共同幹事の数が増えていることである。従来、シンジケートの存在理由は、引受けリスクの分散と分売能力の向上にあると言わってきた。一社だけでは、売れ残りリスクを負担しきれず、かつ老舗投資銀行は自前の販売網をもたなかつたからである。しかし、大手投資銀行の自己資本は今日では巨額に上り、相当の大型案件でなければ単独でリスクを負担しきれないということはないはずである。また、機関化の進展は多数の販

売扱点を不要にする一方で、最近は自前のリテール網を備えた投資銀行も多い。こうした点から考えればシンジケート参加証券会社の数が縮小しつつあるのは当然のことと思われる。

その一方で、シンジケート団の中の幹事部分のみを見ると逆の現象が生じているのである。八五年一八七年のIPOでは、その三七%が共同幹事なしの単独主幹事であったが、単独案件は、その後、一四%（八八年一九年）、四%（九五年一九八年）と減っている。反対に幹事数三の案件が増え、平均でも幹事の数が同期間に、一・九%、二・一%、二・五%と上昇している（表2）。

シ固全体が縮小する中での幹事証券会社の増加という現象について、論文は、アナリスト・カバレッジの増加を目的としたものではないかと推測している。表3が示しているように、発行体企業の投資銀行の選択基準においては、リサーチの充実が、投資銀行の評判や名声となるんで大きな位置づけを与えられている。また、統計的にも、幹事会社が一社増えることによって、当該公開企業の収益予想をアナリストがおこなう回数が〇・三六回ないし〇・五五回増えることが確認されている。<sup>(9)</sup>つまり、引受け手数料は七%のままであっても、発行企業は、共同幹事証券会社の増加によつて、自社をカバーするアナリストの数を増やすことができ、市場へのアウンス、それゆえ自社株の流動性を高めることができるのである。

公開会社のニーズがアナリストによるカバーにあるとすると、IPOにおいては、評判の高いアナリストを多数抱えている投資銀行に圧倒的な強みが生じ、そうでない投資銀行にとつては、IPOビジネスに参入する上で大きな参入障壁となつてゐるのである。だとすれば、七%の手数料のうち、「超過利潤」の部分については、アナリストの「超過報酬」、あるいは有力アナリスト獲得のためのコストにまわされている可能性が高いとも言えるであろう。

## 8 リサーチの重要性と市場の細分化

リッターらの論文は以上のように、手数料での競争がなされていない反面、アナリスト・カバレッジの増大という形でのサービス競争が展開されていると指摘しているが、そのことの意味を筆者なりにもう少し敷延してみよう。

アナリストのリサーチが重視され、アナリスト全体の数が増えてくると当然、担当業種の細分化が生じる。例えば、ハイテク産業担当から、さらにその内でも情報通信産業担当へ、さらにその中のインターネット産業担当へといった具合にである。となると、IPOビジネスにおいてアナリスト・リサーチが最重要だとの仮定に立てば、アナリストの担当業種が細分化されるのに応じて、IPO市場そのものが細分化されていくことになる。ヘルスケア産業に関するリサーチはネット関連企業のIPOには使えないからである。その結果、A業種のIPOに強い投資銀行だからといって、必ずしもB業種のIPOにも強いとは言えない、といった現象が生じる。IPO市場そのものが分断され、そのことは、多くのブティック型のIPO投資銀行を可能とすると同時に、細分化された市場での寡占化をもたらすことになりやすいと考えられる。

このことの意味は、幹事証券の選択で投資銀行の販売力が重視される場合と比較すると理解しやすい。証券の販売という観点からすれば、販売する証券がA業種のものであるか、B業種のものであるかの違いは、（リサーチの場合と比較して）大きな意味をもたない。したがつて、販売力のある証券会社が業種横断的なシェアを獲得し、ニッチが存在する余地ははるかに小さくなるのである。<sup>(10)</sup>リサーチ重視型でも販売力重視型でも、IPO市場が寡占的市場となるという結果は同じであつても、その理屈と態様は異なるのである。

## 9 むわりに

以上、引受け手数料における価格競争の不在という点からIPOビジネスの特徴について、リッターらの論文によりながら一、三の論点を紹介してみた。しかし、これでも、はじめに指摘した疑問のすべてに応えられたわけではなく、とりわけ、八〇年代末から急速に七%への収斂が進んだ理由については説明できていない。その点については、八〇年代以降のIPO市場の拡大や、その一方での債券引受け市場における手数料引下げ競争の激化を背景にした、いわゆるバルジ・プラケット（名門投資銀行）のIPO市場への本格参入など、投資銀行業界全体の変遷を視野にいれた検討が必要となる。それについては次号でとりあげることとしたい。

- (1) Hsuan-Chi Chen and Jay R.Ritter, "The Seven Percent Solution" (<http://bear.cba.ufl.edu/ritter/index.html>). *Journal of Finance*, July 1999 (forthcoming).
- (2) "Overcharging underwriters", *The Economist*, June 27, 1998; "Street's Incredible Unshrinking Spread", *Wall Street Journal*, April 10, 1997.
- (3) "Coincidence-or Collusion", *Business Week*, Nov. 9 1998; "IPO Firms Face Probe of 7% Fee", *Wall Street Journal*, May 3, 1999; "In IPO Inquiry, Echoes of Nasdaq Case Go Only So Far", *Wall Street Journal*, May 4, 1999.
- (4) 九五年からの四年間のIPO 111件のうち手数料が七%丁度でなかたのは101件であるが、いれもれども上回り引いて考える必要がある。例えば、公開価格が一株二三・五ドルの場合、手数料が九四セント（六・九六二三%）、九五セント（七・〇三一七%）のケースがある。七%と丁度となる九四・五セントが端数のために避けられた結果、七%丁度ではなくなりた可能性が高まる。いへしたケースも七%に含めるとすれば、101件のうち118件は七%手数料となり、七%でなかたのは111件のうちわずかに六三件（五・六七%）となるのである。さらに、手数料が七%を下回っていたうちの一一件は、仮想譲り書き段階では公開額が八〇〇〇万ドルを上回っており、また、七%を上回ってこたつちの五件は同じく一〇〇〇万ドルを下回ってこたと云う。つまり、手数料が決定される時点をとれば、いれらは母集団から除かれるべき案件である。その他、データ提供機関のミスの修正などを含めて考へれば、九五年以降の11000万から8000万ドルのIPOで手数料が七%丁度でなかたのは、わずか四%だと著者は指摘している。
- (5) NASD Rule 11710 (c)(1A) は、その報酬が公平性を欠くあるいは合理的でない公募の引受けに参加することを禁止しよう。また、NASDは、昨年一ヶ月、改めて、引受け報酬にベンチマークは存在せず、手数料に関する余員間の協調は明確に禁止されていることを再確認する余員通知（NASD Notice to Members 98-88, Oct. 1998）を発出した。あるインвестメントバンカーの回答（op. cit., *Wall Street Journal*, April 10, 1997）
- (6) op. cit., *Wall Street Journal*, May 4, 1999.
- (7) 公開価格を低めに設定しておけば、公開後の値上がりが期待される」とから、投資銀行はオーバーアロットメント・オプションの行使による手数料収入を追加的に得られ、公開株を配分した優良顧客にも喜んでもらえる。手数料を割引いてもそのような方法で利益を補填する」ことが可能だとしていることが、発行体をして値引交渉を躊躇させる一因にならざるとも考へられる。同論文十一頁。
- (8) 同論文九頁。
- (9) 同論文九頁。
- (10) この点、拙稿「米国地方証券会社の「個性」—証券業におけるニッチの存在根拠」〔証研レポート〕一九九七年一月号、参照。

# ロンドン証券取引所における取引制度変更 ～ヨーロッパ統合株式市場へ向けての第一歩～

吉川 真裕

一九九七年一〇月のロンドン証券取引所における新取引システムSETSの導入は、オーダードリブン方式の電子取引システムというヨーロッパ大陸諸国の証券取引所との共通基盤を確立し、一九九八年七月のロンドン証券取引所とドイツ証券取引所によるヨーロッパ統合株式市場へ向けての戦略的提携をもたらした。その結果、本年一月からはヨーロッパ統合株式市場へ向けての第一歩としてロンドン証券取引所とドイツ証券取引所の電子取引システムの間で重複上場銘柄の流動性の統合がすでに行われている。

他方、ロンドン証券取引所は一九九八年三月に新取引システムSETSの導入後の取引状況を振り返り、取引状況の分析とこれを踏まえたルール変更に関する協議文書を発行し、この協議文書に対する回答を検討して最大取引単位や取引開始時間、引け値の決定方法等をすでに昨年中に変更している。<sup>(2)</sup>

本稿では、ドイツ証券取引所との協議をもとにして本年三月にロンドン証券取引所から発行されたヨーロッパ統合株式市場へ向けての取引制度変更に関する協議文書に寄せられた回答とこれを受けての取引制度変更を紹介する。なお、ドイツ証券取引所も取引時間等に関する同様の制度変更を行うものと見られ、本年中にヨーロッパ統合株式市場へ向けての第二歩が踏み出されることになる見通しである。

## 1 ロンドン証券取引所による協議案の背景

一九九八年七月七日、ロンドン証券取引所とドイツ証券取引所は共通プラットフォームの開発を目指して戦略的提携を結ぶことで合意した。<sup>(3)</sup>そして、両取引所による骨子の決定後、ヨーロッパの他の証券取引所がこの提携に参加することを歓迎し、三〇〇銘柄程度のヨーロッパ主要株式の共通市場を設立することを提唱した。

一月四日にロンドン、翌五日にフランスフルトで開かれたセミナーで、両取引所は、①本年一月四日からロンドン証券取引所会員としてSETSを通じた取引に参加できること、②両取引所への入会金は免除されること、③SETS・XETRAにアクセスするためのソフトウェアその他は一年間割引レートでトライアル・パッケージとして提供されること、④清算に関してはクレジットとドイツ・ベルゼ・クリアリングの清算システムが利用され、一年間定額費用免除であること、⑤取引規則・規制・取引時間・税制については両国の従来の制度に従うこと、⑥一九九九年中に合同企業の設立、共通の規則と規制の制定、使用料金体系の簡素化、SETS・XETRAへの共通フロントエンドの提供、共通清算機構の提供へ向けての作業を行い、二〇〇〇年以降に单一取引プラットフォームと規則・使用料・清算機構の調和が計画されていることを明らかにした。<sup>(4)</sup>

英独証券取引所提携に対するパリ証券取引所の巻き返し計画にも関わらず、ヨーロッパの他の証券取引所はこの提携を支持する立場にあることが明らかになり、一月二七日にはEU統合後のヨーロッパ株式市場の構想をめぐってパリでヨーロッパの九つの証券取引所による会合が開かれた。この会議ではストックホルム証券取引所を除く八つの主要証券取引所の間で将来のヨーロッパ統合株式市場を目指して取引所提携委員会が設立され、英独証券取引所提携に他のヨーロッパ主要証券取引所が追随するという状況は決定的なものとなつた。

本年一月からは予定通り、ロンドン証券取引所とドイツ証券取引所の電子取引システムの間で重複上場銘柄の流動性の統合が行われており、ヨーロッパ統合株式市場へ向けての第一歩はすでに始まっている。昨年一月のセミナーでの発表によれば、次のステップは合同企業の設立、共通の規則と規制の制定、使用料金体系の簡素化、SETS・XETRAへの共通フロントエンドの提供、共通清算機構の提供へ向けての作業とされていて、合同企業の設立に関しては所有比率の調整で難航しており、三〇〇銘柄程度の株価指数をどのように決定するのかに關しても調整は進んでいないと伝えられている。<sup>(5)</sup>

こうした状況のもとで本年三月九日にロンドン証券取引所とドイツ証券取引所は短期的な市場調整に關する提案を公表した。<sup>(6)</sup>この提案の骨子は取引時間・注文規模の上限・指し値注文の有効期限の統一に關するものであり、昨年七月に取引開始時間を三〇分繰り下げたロンドン証券取引所が取引開始時間を一時間繰り上げるということを除けばほとんど反対する理由は見当たらない。そこで、今回の提案は両取引所による調整の難航を隠蔽するための手段に過ぎないと見方される。

ロンドン証券取引所はこうした市場調整案のほかに、FTSE二五〇指数構成銘柄へのSETSの導入や清算期間の短縮等の独自の市場改善案を盛り込んだ協議文書を作成し、市場関係者に回答を求める同時に聞き取り調査も実施した。<sup>(7)</sup>そして、六月一七日には三つの市場調整案に関しては九月一〇日から実施することを決定し、ロンドン独自の市場改善案については回答結果を考慮してより詳細な提案を再度行うこととした。<sup>(8)</sup>

以下では、ロンドン証券取引所が公表した協議文書への回答結果を、市場調整案とロンドン独自の市場改善案に分けて紹介する。<sup>(9)</sup>

## 2 取引制度の調和に関する協議案への回答

### (1) 取引開始時間の繰り上げ

市場調整案はSETSだけでなく、ロンドン証券取引所におけるすべての株式取引に対し、共通取引時間を八時から一六時三〇分まで（フランクフルト時間で九時から一七時三〇分まで）とすることを提案しており、これに従えば、ロンドンでは現在の九時から一六時三〇分までの取引時間を一時間繰り上げて取引を開始し、フランクフルトでは現在の九時から一七時までの取引時間を三〇分繰り下げて取引を終了することになる。

この提案に対する回答は非常に前向きで、回答者の七七%、そして証券会社からの回答の七九%が取引時間の変更を支持していた。これはロンドンが一方的にフランクフルトに合わせて取引開始時間を繰り上げるのではなく、フランクフルトもロンドンに合わせて取引終了時間を繰り下げるなどを妥当と考える回答者が多かつたからだと付け加えられている。

昨年七月一〇日にロンドン証券取引所は取引開始時間を八時三〇分から九時に三〇分繰り下げたが、一年前の協議案における寄り付き直後の広い気配値スプレッドと高いボラティリティを解消するための取引開始時間の変更に対する回答は、①変更不要（八時三〇分）が二四件（自己売買2、大口ブローカー11、小口ブローカー8、大手機関投資家1、その他機関投資家1、その他1）、②九時が二一件（自己売買5、大口ブローカー6、小口ブローカー2、大手機関投資家5、その他機関投資家2、その他1）、③九時三〇分が六件（大口ブローカー3、小口ブローカー1、大手機関投資家1、その他機関投資家1）、④八時一五分に寄り付くが公式取引開始は八時三〇分が二一件（自己売買4、大口ブローカー5、小口ブローカー5、大手機関投資家2、その他機関投資家4、その他1）、⑤八時一五分に寄り付くが公式取引開始は九時が一〇件（自己売買1、大口ブローカー4、大手機

関投資家2、その他機関投資家2、その他1)、⑥八時一五分に寄り付くが公式取引開始は九時三〇分は〇件であり、取引開始時間の繰り下げを望んでいたのは三三三%（二七／八二）に過ぎずなかつた。

## （2）注文規模の上限

現在、ロンドン証券取引所のSETSにはノーマル・マーケット・サイズ（NMS）の二〇倍という一回の注文規模に上限が存在するが、ドイツ証券取引所のXETRAには注文規模に上限は存在しない。そこで、市場調整案はロンドン証券取引所がドイツ証券取引所に合わせて注文規模の上限を撤廃することを提案していた。この提案に対する支持は圧倒的であり、回答者の九一%は注文規模の上限撤廃に賛成していた。そして、ほとんどの証券会社は自社のフロントエンド・システムで実質的な注文規模のチェックは可能であると確信していることが付け加えられている。

もともとSETSの注文規模には上限は設定されていなかつたが、システム設計上からNMSの九九倍とされ、それが取引リハーサル中の入力ミスの多さから導入直前にNMSの一〇倍に経過措置として設定されたという経緯を持つ。しかも一年前の協議案での最大注文単位の引き上げに対する回答は、イエスが四四件（自己売買9、大口ブローカー14、小口ブローカー4、大手機関投資家6、その他機関投資家6、その他5）、ノーが一二二件（自己売買3、大口ブローカー9、小口ブローカー4、大手機関投資家3、その他機関投資家2）であり、これを受けて昨年六月八日に注文規模の上限はNMSの一〇倍に引き上げられた。したがつて、導入後一年半が経過し、SETSでの取引が定着した感のある現在では入力ミスを恐れた注文規模の制限にこだわる者が少ないので当然であろう。

## （3）指し値注文の有効期限

ロンドン証券取引所のSETSにおける指し値注文の最大有効期間は三一日、ドイツ証券取引所のXETRAにおける指し値注文の最大有効期間は一年であり、市場調整案は両者の中間をとる形で指し値注文の最大有効期限を九〇日とすることを提案していた。

この提案に対する支持も圧倒的であり、回答者の九三%は指し値注文の最大有効期限の拡大に賛成していた。指し値注文の最大有効期限についてもロンドン証券取引所はSETSの原案の段階では無期限としていたが、注文の取り消し忘れ等に伴う証券会社の負担を減らすために原案の修正段階で二五営業日に変更され、さらに非営業日を含まないと有効期限の計算が面倒になることを考慮して最終段階で暦日の三一日に決定されていた。実際問題として考えると、一年という有効期限は余りにも長すぎると思えるが、三一日と九〇日の違いはそれほど大きいとは考えられず、あえて反対する理由が見当たらないというのが実状であろう。

## （4）市場調整案による制度変更の影響

以上三点に関する制度変更是実質的にはそれほど大きな影響を与えるとは考えられないが、実施時期について本年後半とすることでシステムや営業戦略上の問題を生じないかという質問も付け加えられていた。この質問に対する支持率は明記されていないが、回答者からは実質的な影響はないという回答が寄せられると説明されている。

### 3 ロンドン独自の市場改善策に関する協議案への回答

#### (1) 寄り付き以外のオーケション

現在、ロンドン証券取引所のSETSでは寄り付き時と価格変動に伴う取引中断後にのみオーケション（アンクロッキング）が行われているが、ドイツ証券取引所のXETRAでは流動性の高い銘柄においては寄り付き時と取引終了時、価格変動に伴う取引中断後にオーケションが行われており、さらに銘柄によっては日中の定時のオーケションも実施可能となっている。<sup>(10)</sup>将来、ドイツ証券取引所と共にプラットフォームを採用する際にはロンドン証券取引所でも取引終了時と日中の定時にオーケションを導入する可能性が生じるはずであり、これに対する市場関係者の意見が求められた。

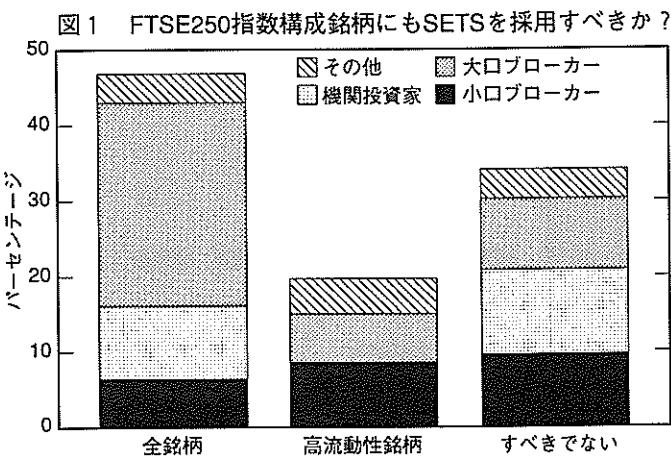
寄り付き時と取引中断後以外にオーケションを導入することに関しては三分の一以上の回答者が導入すべきであると回答していた。そして、取引終了時のオーケションによって引け値を決定することに関しては過半数の回答者が支持していた。オーケションによる引け値の決定を支持した回答者の多くは昨年一二月に導入された売買高加重平均価格（VWAP）による引け値の決定に満足していたが、オーケション価格で引け値を決定するになれば、引け値で取引を行うことができ、デリバティブ取引との併用もより容易になると回答していた。他方、日中の定時オーケションに関してはそれほど人気はなく、気配値の内側で取引できる可能性は高まるが、そのために一時取引ができなくなることや価格の連続性が損なわれる可能性があることを懸念する者も見られた。

また、一口にオーケションといつてもヨーロッパ諸国の証券取引所でのオーケションには制度的な違いがあり、統合株式市場設立のためには制度の調整が必要であるという意見も見られ、ロンドン証券取引所はヨーロッパ諸国のおーケション制度の有効性を比較し、望ましいオーケション制度の検討を行うことを約束している。

#### (2) FTSE250指数構成銘柄へのSETSの導入

FTSE250指数構成銘柄へのSETSの導入に関しては三分の一以上の回答者が支持していたが、流動性の高い銘柄に限るとする意見と流動性の供給者を採用して二五〇銘柄すべてに導入すべきという意見に分かれた（図1）。ドイツ証券取引所のXETRAではDAX指数構成銘柄以外の低流動性銘柄にはマーケットメーカーが付くことができるという形で昨年一〇月から低流動性銘柄の取引も行われており、このことが質問の背景にあつたと考えられる。

ちなみに、一年前の協議案に対する回答では、FTSE250銘柄の取引制度を変更すべきかに対して、イエスが三七件、ノーが五七件、変更はどのようにすべきかに対して、一斉が一七件、段階的が四件、その他の方針が四四件、どのような制度に変更すべきかに対して、SETSが三〇件、修正されたSETSが一二件、全く異なる制度が一八件、低流動性銘柄に適した他の制度とはに対して、SEATSが五件、マーケットメーカー付きのSETSが二件、より多くのマーケットメーカーが四件、オーケションが三件、スペシャリスト制が一件であった。



### (3) 清算期間の短縮

ロンドン証券取引所のSETTSを通じた取引の清算期日は五営業日後（T+5）であるが、ドイツ証券取引所のXETRAでは一営業日後（T+2）に清算が行われている。ヨーロッパ統合株式市場が創設された場合にはほかのヨーロッパ諸国での清算期間を見渡してもロンドン証券取引所が清算期間の短縮を迫られるることは明らかである。そこで、ロンドン証券取引所は清算期間を短縮することに対する意見を市場改善案として求めた。

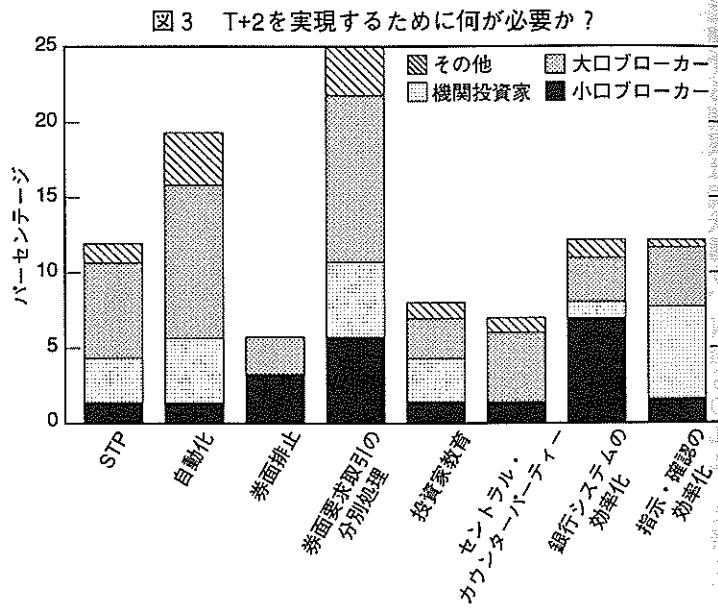
四分の三以上の回答者は清算期間を短縮することを支持しており、清算期間の短縮はカウンターパーティ・リスクの削減にも役立ち、ヨーロッパ全体で単一の清算期間を採用することが重要であるという意見が寄せられた（図2）。そして、T+1を最終目標とすべきという回答が三分の二を占め、T+0を主張する者はほとんどいなかつた。ロンドン証券取引所はドイツ証券取引所との調整を念頭に置いてT+2を目標としているが、T+2への移行は一二ヶ月以内に可能だが、二〇〇〇年問題の解決後にすべきという意見が多かつたとされている。

他方、清算期間の短縮に対する主要な障害はカストディアンやブローカーによる指示や確認作業の非効率、券面要求取引の清算、現行の小口銀行システムにあるという意見が寄せられており、T+2を実現するための措置としては、①券面要求取引に対する分別処理が二五%（小口ブ

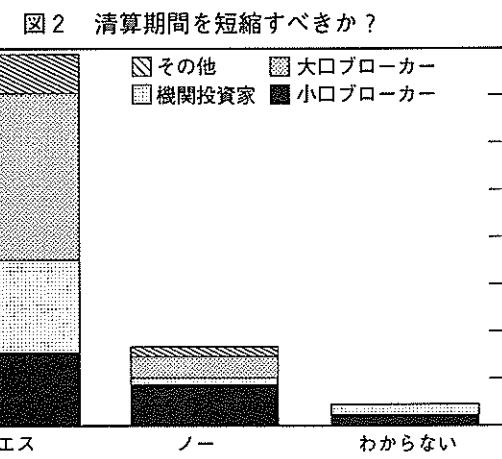
- ローカル6、機関投資家5、大口ブローカー11、その他3）、  
②注文処理の自動化が一九%（小口ブローカー1、機関投資家5、大口ブローカー10、その他3）、③ストレート・スルー・プロセッシング（STP）が一二%（小口ブローカー11、機関投資家3、大口ブローカー7、その他1）、③銀行システムの効率化が一二%（小口ブローカー7、機関投資家1、大口ブローカー3、その他1）、③指示・確認作業の効率化が一二%（小口ブローカー1、機関投資家7、大口ブローカー4、その他0）、⑥投資家教育が八%（小口ブローカー1、機関投資家3、大口ブローカー3、その他1）、  
⑦セントラル・カウンターパーティが七%（小口ブローカー11、機関投資家0、大口ブローカー5、その他1）、⑧券面廃止が六%（小口ブローカー2、機関投資家0、大口ブローカー4、その他0）であった（図3）。

#### 4 協議文書に対する回答結果に基づいた制度変更計画

六月一七日、ロンドン証券取引所は三月九日に発行された協議文書に対する回答を検討した結果、ドイツ証券取引所との間の市場調整措置として本年九月一〇日から以下の点を変更する計画を明らかにした。



(34)



(33)

### (1) 取引時間

SETSの取引開始時間は現在の九時から八時に繰り上げ、注文板への入力も現在の八時五〇分から七時五〇分へと繰り上げる。

株式市場の取引開始時間の整合性を取るために、ロンドン証券取引所で取引されるその他の取引についても呼び値表示義務開始時間を八時に繰り上げ、参考呼び値表示開始時間も七時三〇分へと繰り上げる。ただし、転換社債の取引については原株の寄り付き価格を確認するために八時五分を呼び値表示義務開始時間とする。

取引開始時間の繰り上げに伴って、取引所によるニュース配信(Regulatory News Service)は七時から開始され、七時にニュースを発表したい上場企業(AIM登録企業を含む)は前日の一七時三〇分までにカンパニー・アナウンスメント・オフィスに届け出る。また、配当権利落ちに関する情報はレギュラトリーオペレーター・オフィスを通じて七時から公表される。

### (2) 最大注文規模

NMSの一〇倍という現行のSETSを通じた注文入力の規模に対する制限は廃止する。ただし、技術上の問題からセントラル・システムはNMSの九九九九九・九九倍を超える規模の注文は処理できない。なお、注文入力規模に関する制限の撤廃により、会員およびSETS特別会員は誤った注文入力に対する十分な対策を探ることを求められる。

他方、SEATSとAIMでの取引に対する注文入力規模に関する制限は現状通り、NMSの九九・九倍以下

### (3) 指し値注文の有効期限

SETSを通じた未執行の指し値注文の最大有効期間は現行の二一日から九〇日へと拡大する。九〇日を経過した未執行注文は自動的に削除される。

他方、SEATSとAIMでの未執行の指し値注文は自動的に削除されるいとはなく、執行されるか、取り消さない限り、有効である。

#### 注

(1) 英独証券取引所による戦略的提携の詳細については、拙稿「英独証券取引所による戦略的提携が意味するもの—EU統合後の証券取引所の行方—」(本誌一五六五号、一九九八年一一月)を参照。

(2) SETS導入後の制度変更の詳細については、拙稿「ロンドン証券取引所における新取引システムの導入(II)」(『證券経済研究』一九号、一九九九年五月)を参照。

(3) London Stock Exchange and Deutsche Börse, "First Step to a Single European Stock Market", Press Release, July 7, 1998

(4) London Stock Exchange and Deutsche Börse, "Seminars Outline Phase One of Alliance Delivery: Exchanges offer market free try-and-buy package", Press Release, 4 November 1998 (<http://www.londonstockex.co.uk/about/release/04-11-98.htm>)

(5) Vincent Boland, "Frankfurt and London put on a brave face: Creating a pan-European stock exchange is showing progress,

of sorts", *Financial Times*, March 1, 1999

- (6) London Stock Exchange, "Alliance Continues Move towards Harmonization", Press Release, 09 March 1999 (<http://www.londonstockex.co.uk/about/release/09-03-99.htm>)

(7) London Stock Exchange, *European Alliance: Joint briefing and London stock Exchange proposals to harmonize and develop the order book*, March 1999

- (8) London Stock Exchange, "Market Harmonization Details Confirmed: European Alliance Exchanges to adopt new market hours", Press Release, 17 June 1999 (<http://www.londonstockex.co.uk/about/release/marketharmon.html>)

(9) London Stock Exchange, *European Alliance: Results of London Stock Exchange market harmonization and order book development consultation*, June 1999 ([http://www.londonstockex.co.uk/new/euro\\_alliance.html](http://www.londonstockex.co.uk/new/euro_alliance.html))

(10) ニューヨーク証券取引所の規制による「複数取引所による市場の統合」によって証券取引所のXETRA（本誌155回）、「新たな路線を歩むべく新たな証券取引所のXETRA-XETRA-RAT（本誌156回）、「新たな証券取引所のXETRA-XETRA-RAT（本誌157回）」を参照。

## アリゾナ証券取引所の登録免除について

清水 葉子

### 1 はじめに

一九九八年一二月、新たに代替的取引システム（ATS）<sup>(1)</sup>規制が発表された。新規制では、いったん取引所の定義を拡大してATSを取引所に含め、その上で所定の規制「Regulation ATS」に従う」とを条件にATSを取り扱う所の定義から免除するという一段階の規制構造が取られることとなつた。

このように、新規制ではATSと証券取引所は機能的には区別されず、ブローカー・ディーラーとして規制に服するのか、取引所登録を行つて証券取引所としての規制義務に服するのかをATS自身が選択することができる。

SECは新規制と平行して、証券取引所の登録免除の制度も継続すると明言している。これは三四年証券取引所法第五条の規定によって、取引量が一定以下であることを条件にSECが適切と認めれば証券取引所としての登録を免除されるというものである。

この登録免除措置は、一九三五年から一九三六年にかけて七つの証券取引所に適用されたが、これらはいずれも、取引される証券が地域的なものに限定されていた、遠隔地であるため当時の交通手段によつては充分な規制が困難であった、一九二九年の証券価格の大暴落の影響で取引量が一時的に大きく減少した、など特殊な理由によるものであつた。

一方、アリゾナ証券取引所は、稼動し始めたばかりのATSとして登録免除証券取引所となつたただ一つの取引所であつた。これはATSの規制方針として例外的なものであるといふことができる。

アリゾナ証券取引所の登録免除の経緯を見てみよう。

## 2 アリゾナ証券取引所のシステム

アリゾナ証券取引所は一九九一年に登録免除証券取引所となつたが、登録免除以前は Wunsch Auction Systems, Inc. と称する代替的取引システム (ATS) のひとつであった。

アリゾナ証券取引所のシステムは次のような仕組みとなっている。

アリゾナ証券取引所は、機関投資家やブローカー・ディーラーなどのいわゆるプロの市場参加者に対して一日に数回コール・オーフション方式の取引の場を提供するものである。アリゾナ証券取引所は、参加者から銘柄、取引量、価格、売買の別を明示した指値注文を受け取り、所定の時刻になると入力された全ての注文から総取引量が最大になるような取引価格をコンピューターが自動的に計算する。注文はまず価格、続いて入力時間による優先が適用される。均衡価格が決定すると、その価格以上のすべての買い注文、その価格以下のすべての売り注文が单一の価格で執行される。

全ての注文は匿名で入力されるが、参加者は刻々と入力される注文の板 (book) を見ることができる。おおよその執行価格を知ることができる。また、アリゾナ証券取引所には「reserve book」と呼ばれる注文入力があり、ここに入力された注文は、均衡価格の計算には参入されるが、付け合せが行われるまで注文内容が他の参加者に公表されない。「reserve book」の注文は通常の方法で入力された注文より優先順位が低い。

付け合せの行われる所定時間までは、参加者は入力した注文を取り消したり変更したりできる。しかしながら、無制限の取り消し・変更を防ぎ、早い時間の注文入力を奨励するために、手数料体系に工夫がなされており、取り消し・変更にはペナルティが課され、付け合せまでの間に反比例して料金が高くなるような手数料体系が取られている。

## 3 アリゾナ証券取引所の登録免除

三四年証券取引所法体系のもとでは、証券取引所の定義にあてはまるものは証券取引所としてSECに登録を行ふか、もしくは登録の免除を受けなければならないことが定められている。すなわち、三四年証券取引所法では、第五条の規定によつて証券取引所の定義にあてはまるものは証券取引所としてSECに登録を行い所定の規制に服さなければならず、一方、同じく第五条の規定によつて、「取引量が限定されており、取引所登録が公衆の利益や投資家保護に照らして実際的ではない、もしくは必要ないし適切でない」とSECが認めた場合、証券取引所としての登録が免除される」とも規定されている。

国法証券取引所が多く規制義務を負っているのに対し、登録免除取引所は比較的軽い規制義務しか負わない。たとえば、登録取引所であれば、会員の証券取引諸法や取引所規則の遵守を監督することと、参加者をブローカー・ディーラーに限定し公正なアクセスを保証すること、取引所が会員の公正な代表によって運営されるよう適切な措置をとること、取引所の理事が会員と投資家その他の公益を代表するよう適切に選出されること、市場での不正取引を防止するための適切な規則の制定と取引監視を行うこと、など多くの規制義務を負うが、登録免除取引所の場合にはこうした規制義務の多くは免除される。

SECは、一九三五年から一九三六年のあいだに七つの証券取引所を登録免除している。しかしながら、これらはいずれもハワイのホノルル証券取引所など取引所が遠距離に所在し地方の証券取引需要にのみ応えている特殊なケースか、一九二九年以降の証券価格の大暴落の影響で取引量が大きく減少したケースなどに限られており、一時的な緊急措置として行われたに過ぎなかつた。したがつて、その後五十年あまりにわたつて、登録免除が限定されていることを根拠に登録免除取引所とする旨のリリースを発表した。

取引所として認定されるものはなかつた。

アリゾナ証券取引所は、こうした過去の登録免除のケースとは違つて、代替的取引システム（ATS）と呼ばれる電子取引システムの運営者としてはじめて登録免除取引所となつたケースである。アリゾナ証券取引所はSECに対して証券取引所として登録免除措置を申請し、同時にブローカー・ディーラーでもその他の市場参加者でもないことを認めるよう申し出していたが、SECはこれに対して一九九一年にアリゾナ証券取引所を取引量が限定されていることを根拠に登録免除取引所とする旨のリリースを発表した。

#### 4 登録免除をめぐる議論

アリゾナ証券取引所は、このように、一時的な緊急措置ではない形で実質的な登録免除を受ける最初の取引所となつたが、登録免除をめぐつては既存の取引所や証券業協会との間でいくつかの議論が行われた。

まず第一は登録免除の基準となる取引量の限定をどの程度におくかという点であつた。基準を取引金額に置くのか取引数量におくのか、絶対額で規定するのか市場全体に対する割合で規定するのか、また取引される証券の種類や参加者にも限定を置くのかといった点が議論された。

第二に、先に述べたように、過去の取引所登録免除はすでに稼動している取引所が対象であったため、取引量

を過去の取引記録から推定することが可能であったが、アリゾナ証券取引所は未稼動のシステムであつたために、登録免除に際して将来的な取引量をどう予測するのかという問題も同時に生じた。

また、登録免除取引所となつた場合、どのような規制義務を負うのかという点も問題となつた。特に既存の取引所に比べて大幅に規制の緩やかな市場となつた場合には、全米市場システムの理念に照らして規制ギャップが生じ市場分裂の原因になりかねないという懸念があつた。

また、規制の重さの違う証券取引所が出現することで、既存の証券取引所との競争が公平に行われないのでないかという問題が既存取引所側から主張された。

最後に透明性の確保をどのように行うのか、とくに機関投資家の私的な市場として全米市場システムに包摃されない取引の場が生まれることにどう対処するのかといった点も、問題視された。

#### 5 SECの決定

SECは以上のような議論に対し、次のように結論し、アリゾナ証券取引所の登録免除を認めた。

まず、取引量についてであるが、アリゾナ証券取引所は一日数回程度の非連続的な付け合せ時間しか持たず（当初は一日一回、週三回の付け合せがなされていた）、マーケット・メーク機能を果たす市場仲介者もいない。こうした市場の取引量が将来的に大きく拡大するとは考えにくいため、登録免除の基準である取引量が限定的であることという条件に合致する。

また、法的にはどの程度の取引量をもつて登録免除の対象とするかについて明言されていないが、免除時点の登録証券取引所で最も取引量の小さい取引所（一九九一年時点ではシンシナティ証券取引所であった）を上まわ

らないことを持つて免除基準とする。

規制ギャップが生じるという懸念に対し、(1) SECがシステムの検査をおこなうこと、(2) 適切な取引報告をSECと自主規制機関に対して行うこと、(3) 従業員の監督を適切に行い、信用情報などの漏洩を防ぐこと、(4) 主要取引所での取引停止措置が取られた時にはシステムも停止措置に従うこと、(5) その他SECが要請した場合にはシステムでのオーバークションを停止すること、(6) コンピューター・システムの容量や安全性の確保について所定の規制に従うこと、の六点を示し、既存取引所との間で大きな規制ギャップが生じないとを保証した。

また既存取引所との間で、競争条件が不公平になることや、透明性に問題が生じるといった指摘に対しては、アリゾナ証券取引所の取引量が極めて小さいことが予想されるので、全米市場システムの理念を搖るがすような大きな競争問題や市場分裂問題は生じない、として議論を打ち切っている。

## 6 わりに

このように、アリゾナ証券取引所の登録免除をめぐっては、ATS規制に際して見られたような証券取引所の定義をめぐる議論が行われた様子はあまりない。これはアリゾナ証券取引所の取引量が、SECが主張したようにそもそも限定されたものであつたことや、その後も大きく拡大しなかつたために、既存取引所にとってその他のATSのように大きな競争相手とならなかつたためであると推測できる。

しかしながら、アリゾナ証券取引所の登録免除取引所としての扱いは、既存の規制体系の中では非常に微妙な位置をとつていることも確かである。

例えば、市場類似機能を果たす多くのATSが長い間ブローカー・ディーラーとして規制されてきたのに対し、アリゾナ証券取引所のみが登録免除取引所とされた理由が必ずしも明らかではない。おそらく、ATSに対してできる限り取引所規制に近い規制を行おうとしたSECの意図から、スタートアップ段階のATSの規制の選択肢の一つとして実験的に行われた面もあつたのかもしれない。しかしながら、当時のSECの証券取引所の定義の解釈に照らしてみると、アリゾナ証券取引所を登録免除証券取引所としたことにはいくつかの論点が残っていることが分かる。

まず、アメリカの証券取引所法体系の下では、証券取引所はブローカー・ディーラーを直接の参加者とすること、会員や公衆の利益を代表する公正な理事の選出をおこなうことなどが定められているが、アリゾナ証券取引所は機関投資家の直接参加を許しており、参加者とは別の主体が所有・運営しているという点でこれらの条件をいずれも満たしてはいない。

また、SECはアリゾナ証券取引所を登録免除とする決定の前年に出した別のリリースで、証券取引所の定義の解釈として、「証券取引所をブローカー、ディーラー（中略）と区別しているのは、取引を集中し（中略）、売買の気配を常に、また連続的に売手と買手に提示する」とで、それら売手・買手がそうした気配に基づいて常に執行が可能であるという合理的な期待（reasonable expectation）を抱く」とができるような基本的な特性である」という見解を示しているわけであるが、アリゾナ証券取引所は単一価格一括オーバークションによる注文執行を行うシステムであるので、SECの言うような連続的な気配が出されているわけでもなかつた。

このように、アリゾナ証券取引所の登録免除に関して、登録免除のための条件はともかく、そもそも取引所と認めた根拠については、当時の証券取引所の定義から考えて無理の残る点がいくつかあつたと考えられる。

され、新しいATSの規制の下でも、ATSは所定の条件を満たした場合、取引所の定義から免除され、取引所でなくブローカー・ディーラーとなることになったが、新規制に服するATSと、登録免除取引所となつたアリゾナ証券取引所との間の規制の整合性には依然として検討の余地が残るのではないかだろうか。

- (1) 代替的取引システム（ATS）とは、登録証券取引所や証券業協会以外の者が運営する営利を目的とした証券取引システムを総称する概念であったが、一二月の新規制によって、証券取引所と同一の証券市場としての機能を果たすが自主規制を行わないもの、と定義された。新規制の概要は清水葉子「米国ATS規制の最終案（上）・（下）」『証研レポート』一五六〇、一五六八号、一九九九年一月、三月。
- (2) 一九九九年三月に、同条の規定によつてあらたにTradePointが登録免除証券取引所となつたため、現在登録免除証券取引所は二つとなつた。
- (3) SEC Release No.34-27611, 12 Jan, 1990.

## 東京証券取引所決済の清算機関方式への移行

福本 葵

去る平成一一年二月一六日、東京証券取引所決済の清算機関方式への移行が発表され、同年五月一日より、東京証券取引所では、本方式による決済が実施されている。そこで、本稿では、東京証券取引所決済の清算機関方式がいかなるものであるか、また、次回は、一九七〇年代より、清算機関を設立し、先行して、清算機関による清算業務が営まれているアメリカの清算業務の説明を行うこととする。

### 1 東京証券取引所における決済制度改革の歴史

昭和二四年四月に新発足した東京証券取引所は、昭和二六年には既に、米国証券市場視察団を送り、それを機に計算業務の機械化の研究を開始した。翌年、昭和二七年には、東京証券取引所において、清算作業が深夜に及び、立会時間の短縮、立会停止にまで及ぶという事態が発生したため、清算業務の機械化が図られた。

その後の東京証券取引所における決済制度改革は大きく二分される。一つは、右記のような清算業務に関する改革であり、もう一つは、清算後の証券受渡業務の改革である。東京証券取引所のこれまでの制度改革の経緯の中では、どちらかといえば、証券受渡業務の改革、具体的には、保管振替制度導入に力点が置かれてきた。この保管振替制度は、昭和五九年一月一四日、「株券等の保管および振替に関する法律」が施行され発足に至っている。保管振替制度については、いくつかの問題点を残すものの、これに関する制度改革は一応の終結を

見たといえるであろう。

それでは、清算業務に関する改革はいかに進められてきたか。これについては、これまで、受渡業務の保管振替制度導入のような大規模な改革はなされていない。証券決済における清算に関しては、新発足当時から総括清算が行われてきた。これは、同一決済日における同一会員の同一銘柄の売買取引を対象として、約定値段に関係なく売株数と買株数とを相殺して差引株数を算出するものである。その差引株数が取引所を通じて受渡しされた（決済時における相手方指定）。

## 2 清算機関方式への移行の背景

### (1) グローバルスタンダード

東京証券取引所は、清算機関方式への移行の目的について、以下のように述べている。「決済の安全性向上及び効率性確保の観点に立ち、ランファルシー基準により求められているネットディング決済に係る法的根拠の明確化を実現すると共に、グローバル・スタンダードとの調和を図る観点から、本所決済について清算機関方式（取引所が決済の当事者となる方式）に移行する。」

証券決済制度におけるリスクをいかに削減するかについては、関係者の間でも国際的に討議されてもだ。一九七八年に設立された民間の独立、中立の非営利団体である G30 (the Group of Thirty, 以下同じ: the Consultative Group on International Economic & Monetary Affairs, Incorporated) は、国際経済、金融問題の理解を深めたり、公共、民間部門の決定事項に関する国際的な反響を深めたり及び、政策決定者が利用可能な選択肢を調査

するための研究会議の母体に向かってメンバーで討議している。

証券決済は、G30にとっても、主な討議事項の一つである。G30では、一九八九年に九つの勧告「世界の証券市場における清算と決済システム」を発表している。この勧告を受け、ISSA (国際証券管理者会議) は、一九九五年に、G30の勧告の改正を発表した。今回の東京証券取引所の清算機関方式への移行に關係の深いものが、勧告四の修正勧告である。一九八九年 G30 の勧告四は、「市場の取引量や参加者の状況を検討し、リスク削減と効率性の促進というメリットを実現する上で、ネットディング決済導入が望ましいかどうかが決定すべきである。」というものであった。これを受けた ISSA の修正勧告は、「各市場は、リアルタイム・クロス・セトルメント、ないしは、ランファルシー基準に完全に沿ったネットディング決済の導入により、決済リスクの削減を目指すこと」となっている。つまり、G30 の勧告がネットディング決済導入の検討を勧めるに止まったのに對し、ISSA の修正勧告では、リアルタイム・クロス・セトルメントを行なうか、ネットディング決済を採用するかは、各市場、対象証券によって検討すべきであるが、ネットディング決済を採用する場合には、ランファルシー基準を完全に採用することによる安全策を講じなければならぬとしている。

### (2) ランファルシー基準

ISSA の修正勧告に示されたランファルシー基準とはいかなるものか。ランファルシー基準とは、BIS によって一九九〇年に発表された『G10諸国中央銀行によるインバーンク・ネットティング・スキーム検討委員会報告書』において「クロス・ボーダー及び多通貨ネットティングとその決済スキームの設計と運営に関する最低条件」として示された六つの基準をいう。具体的には、以下のとおりである。

① ネットディング・システムはすべての関係法下で確固とした法的根拠を持つこと。

② ネットディング・システムの参加者は、ネットディングの導入が当該システムに係るリスクに及ぼす影響を明確に認識していなければならない。

③ マルチラテラル・ネットディング・システムは、ネットティング・サービスの提供者や参加者の責任を明らかにすべく、明確に定義された信用リスクと流動性リスクの管理手法をもつていていること。また、関係者全員が各種リスクを抑制・管理するインセンティブと能力をもつことが確かであること。

④ マルチラテラル・ネットディング・システムは、その最低条件として、ネット負債額が最も大きな参加者が決済不能となつた場合でも、日々の決済をタイムリーに完了させることができなければならない。

⑤ マルチラテラル・ネットディング・システムは、公正かつ開かれたかたちでのアクセスが可能となるよう、客観的かつ一般に公表された参入基準を設けていなければならない。

⑥ すべてのネットディング・システムは、業務処理面において信頼に足る水準を確保するとともに、日々の事務処理量に対応し得るバック・アップ設備を確保すべきである。

### (3) 制度移行の目的である法的根拠

先述した東京証券取引所の清算機関方式移行の目的に述べられている「ランファルシー基準により求められているネットディング決済に係る法的根拠」とは、ランファルシー基準の第一番目の基準である、関係法下での確固とした法的根拠を指す。これは日本においては、民法五〇五条第一項の相殺規定であると解される。<sup>(1)</sup> 民法五〇五条は、二者間の相殺を想定しており、三者間以上の相殺に関する規定ではない。そのため、新制度についても、の決済に關係する規定の改正が行われた。

## 3 清算機関

次に、東京証券取引所が採用する清算機関方式の清算機関とはいかなるものであろうか。清算機関とは、取引所等で行われた証券取引を決済する際、清算業務を担当する機関である。アメリカにおいては、取引所とは別会社である清算会社が設立され、これが清算業務を行つていて。清算機関による清算の特徴は、清算機関が原始取引者に代わつて、債権債務のカウンターパーティ（債権債務の相手方当事者）になることにある。清算機関がカウンターパーティになることによつて、取引者は、取引を行う当初の相手方の資力、取引の相手方が決済不履行となるリスクを懸念する必要がなくなる。清算機関が決済の履行を保証するからである。

取引当事者は、原始の相手方ではなく、清算機関と債権債務関係を有することとなる。証券の買い方は、代金を清算会社に支払い、売り方は証券を清算会社に引き渡す。

## 4 東京証券取引所の清算機関方式

### (1) 基本的しくみ

東京証券取引所の清算機関方式の基本的枠組みとして、東京証券取引所では、「現物及び先物取引の成立により、正会員及び特別参加者（以下「正会員等」という。）が取引の相手方正会員等に対し負担することとなつた

債務（証券の引渡し又は金銭の支払い）を本所が引き受け、当該債務に對當する債権を取得する。」としている。

これは、先に述べた清算機関の特徴を述べたものである。また、債務の引き受け時期を取引成立と同時とし、東京証券取引所で行われるすべての取引を清算機関方式の対象としている。

清算機関方式の導入に伴い、それまで行われていた決済時におけるいわゆる相手方指定は廃止された。制度導入後、正会員等が行う取引の相手方は、取引所となるからである。

## (2) 決済方法

清算機関方式導入に伴って、正会員等間で行う決済方法から、取引所と正会員等の間で決済を行う方法に改められた。実務上は、導入以前でも、東京証券取引所で行われる取引の有価証券及び金銭の受渡しは、取引所を通じてなされてきたことから、基本的には導入以前の仕組みを踏襲することとなつた。

また、渡方会員等が有価証券の引渡しを行えない場合、現行どおり有価証券引渡票（DB）による決済を可能としている。<sup>(2)</sup> 現行のDBのしくみとは、渡方会員が、輸送の遅延その他のやむをえない事由によつて、有価証券を引き渡すことができない場合に利用される制度である。この場合、渡方会員は、取引所に有価証券を引き渡すことのできない事由を訴明し、受方会員の承諾を得たうえ、DBを受方会員に交付することによって決済を行うものである。導入以前であれば、DBの発行によつて、渡方会員と受方会員の間に証券の貸借関係が成立する。渡方会員は、DB発行の日から起算して五日目までに、この決済を行わなければならない。清算機関方式の導入によつて、これまで渡方会員と受方会員の間で生じていた貸借関係が、渡方会員と取引所の間、受方会員と取引所の間の各々で生じることとなる。

また、導入以前は、渡方会員は、約定代金相当額の預託金を取引所に預託しなければならず、かつ、取引所に認証料を納付し、受方会員に品借料を支払わなければならなかつた。

導入後は、これを受けて、預託金については、渡方会員が東京証券取引所に預託するが、東京証券取引所が受方会員に預託することとはしない、また、品借料については、渡方会員から東京証券取引所を通じて受方会員に支払うこととなつた。

## (3) 違約損失準備金の位置付け

違約損失補償準備金に関しては、東京証券取引所の定款第九六条に規定されていた。改正前の条文はその第一項に、「取引所の会員が、東京証券取引所の市場における有価証券の売買取引に関し締結した契約の不履行によつて、他の会員に損害を与えた場合で、その不履行によつて被つた他の会員の損害が、東京証券取引所の定款及び業務規定のすべての規定による弁済をもつて完済し得ないとさには、東京証券取引所は、違約損失補償準備金をもつて、契約不履行者に代わつて、その完済し得ない損害額を補償するものとする。」とあつた。違約損失補償準備金の制度上の位置付けは、右記のように、売買契約の相手方が決済不履行になることによつて損害を受けた会員の当該損害を補償することにあつた。しかし、制度導入後は、取引所が債権債務の相手方となることから、有価証券の売買に関し、東京証券取引所が被つた被害を補てんする制度として位置付けられることとなつた。それに伴つて、違約損失補償準備金から違約損失準備金に改称された。

清算機関方式導入により、会員が決済不履行となつた時、決済不履行のリスクは東京証券取引所が負担しなければならない。前述のランファルシー基準<sup>⑥</sup>でも、「マルチラテラル・ネットディング・システムは、その最低条

件として、ネット負債額が最も大きな参加者が決済不能となつた場合でも、日々の決済をタイムリーに完了させることができなければならぬ。」とある。従つて、違約損失準備金を代表とする決済不履行となつた場合の手当が重要となる。新制度の導入に伴つて、違約損失補償準備金の位置付けは会員の損害を補償するものから、違約損失準備金と改称し、東京証券取引所の被る損害を補てんするものへと変更されたが、積み立ての方法は、導入前と同様の方法で行われる。導入以前でも、違約損失補償準備金が不足する場合には、会員から特別会費として、臨時に納入を求めることが可能であった（定款一五条三項）。導入後の違約損失準備金もこの方法を踏襲している。

#### （4）「定款」等の改正

清算機関方式の導入に伴つて、定款、業務規定、受託契約準則等の決済関連の改正が行われている。主な改正点は、債券債務の当事者が、他の会員から取引所に変更されること、および、それに伴つて、従来の違約損失補償準備金が、改正後は違約損失準備金と改称され、目的についても、他の会員の損害を補償することから、取引所の損害を補てんする目的に変更された点である。

### 5 決済不履行時における東京証券取引所の保証

東京証券取引所は、先述のように、有価証券引渡票制度（DB）を設け、当日決済できない場合に備えている。しかし、これによつても会員が決済債務を履行できなかつた場合、東京証券取引所は、以下の措置を講じて債務不履行株の弁済に充ててゐる。<sup>(3)</sup>

#### （1）決済不履行会員の売買取引等の停止ならびに有価証券および金銭の取引停止

東京証券取引所は、正会員が売買取引の決済を履行しないときまたはそのおそれがあると認めるときは、東京証券取引所が必要と認める期間、当該正会員に対し、売買取引の停止ならびに本所から（移行前は「本所を通じて」）受け取るべき有価証券および金銭の全部または一部の引取り停止の処理を行う（東京証券取引所業務規定第五八条第一項）。

#### （2）引取停止有価証券の売却および引取停止金銭による弁済

東京証券取引所は、引取停止有価証券および引取停止金銭については、売買取引の決済の不履行の弁済に充当することができる（東京証券取引所業務規定第五八条第三項）。

#### （3）清算基金による弁済

東京証券取引所の正会員が東京証券取引所清算部に加入するときは、清算基金を東京証券取引所に預け入れなければならない。そして、清算部加入会員が、売買取引の決済債務の履行を怠つた場合、その清算基金をもつて、弁済に充當することができる（東京証券取引所清算部規則第一六条第一項）。

#### （4）東京証券取引所における債務不履行会員の諸積立金による弁済

東京証券取引所定款四六条では、脱会に関する規定を置いている。この中で、基本準備金、基本積立金、別途

積立金及び本所が定める積立金があるときは、その額を、脱会の日に属する事業年度初の正会員数で除した額である。しかし、脱会会員が弁済しなければならない債務をもつ場合、その返済金および有価証券をもつて、他の会員および証券取引所に対して負担した一切の債務の弁済に充てなければならないとしている。（東京証券取引所定款四七条）

#### （5）会員信認金による弁済

証券取引法は第九七条、一二一条で会員信認金について規定している。会員に対して有価証券市場における有価証券の売買取引等の委託をした者は、その委託により生じた債権に関し、当該会員の会員信認金について、他の債権者に先立ち弁済を受ける権利がある（証券取引法第九七条四項）。また、会員が有価証券市場における有価証券の売買取引等に基づく債務の不履行により他の会員に対し、損害を与えたときは、その損害を受けた会員は、その損害を与えた会員の会員信認金について、他の債権者に先立ち弁済を受ける権利がある（証券取引法第二二一条）。つまり、会員信認金は有価証券の売買委託を行った者と有価証券の売買取引のために、損害を被つた他の会員を保護するために用いられる。

会員信認金については、定款第一六条にも規定があり、正会員は三〇〇万円を証券取引所に預託しなければならないとしている。

#### （6）不履行会員の東京証券取引所持ち分による弁済

不履行会員の東京証券取引所持ち分とは、出資金をいう。東京証券取引所における決済不履行会員の諸積立金と出資金に手を付けざるを得ない場合には、会員は脱退となり、その場合の処理方法は定款四六、四七条にある。

#### （7）違約損失準備金による弁済

正会員が東京証券取引所の市場における有価証券の売買取引に関し締結した契約の不履行によつて、東京証券取引所に損害を与えた場合で、その不履行によつて被つた東京証券取引所の損害が、定款および業務規定どの方法によつても完済し得ないときは、東京証券取引所は、違約損失準備金をもつて、その完済し得ない損害額を補てんする（東京証券取引所定款第九六条第一項）。

違約損失準備金を用いるということは、会員全体で、決済不履行会員の債務を弁済することである。従つて、不履行会員が右記（1）から（6）までによるすべての弁済を行つても、債務を弁済することができない時に用いられる最終手段である。これは、決済に係る不履行を担保することのみを目的としている。

### 6 まとめ

清算機関方式は、清算機関が原始取引者に代わつて、決済における債権債務のカウンターパーティ（当事者）となるものである。清算会社が債権債務を保証するので、取引者は、取引を行う当初の相手方の資力、取引の相手方が決済不履行となるリスクを懸念する必要がなくなる。取引の安全を確保する制度である。

さらに、取引の安全を確保するためには、債務不履行時における弁済方法が適切なものであるか検討する必要があるであろう。

次回は、一九七〇年代から行われているアメリカの清算機関による清算がいかなるものであるかを検討したい。

## 注

- (1) 「二人互いに同種の目的を有する債務を負担する場合において双方の債務が弁済期にあるときは各債務者はその対当額について相殺によりてその債務を免る」とを得たし債務の性質がこれを許すものに限らなければ。」
- (2) 東京証券取引所の発表によると、「DVPの導入に合わせ、DB制度に代えていわゆるフェイイル制度を導入する予定である」としている。DBによる決済は、決済日に完了するのに対し、フェイイル制度において、決済は、決済日に完了せず、翌日に繰り延べられる」ととなる。
- (3) 先物取引の場合は、これに加えて、売買証拠金、取引証拠金による弁済がある。

## 資料

### 本所決済の清算機関方式への移行について（要綱）

平成11年2月16日  
東京証券取引所

項目	現行	将來
1. 清算機関の役割と意義		
① 清算機関の機能	<ul style="list-style-type: none"> <li>取引の原始相手方に代わり、債務を引受けることにより、決済の当事者となる。</li> <li>取引参加者は、個々の取引の相手方の決済不履行に係るリスク（信用リスク）を意識することなく取引を行うことが可能となる。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>清算機関は、決済の当事者として決済履行を保証することとなる。</li> </ul>
② 清算機関の意義		
2. 清算機関方式移行の目的	<ul style="list-style-type: none"> <li>決済の安全性向上及び効率性確保の観点に立ち、ランファーリン基準により求められているネットティング決済に係る法的根拠の明確化（別添1参照）を実現すると共に、グローバル・スタンダードとの離脱を図る観点から、本所決済について清算機関方式（取引所が決済の当事者となる方式）に移行する。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>決済制度に係る国際的なベンチマークであるISDA修正勧告（1995年）において、各市場はRTGS（リアルタイム・セーフティ）を採用するかまたはネットティング決済を推進するのであるが、ランファーリン基準に完全に沿ったものとすることが求められている。（別添2参照）</li> <li>諸外国においては、特に派生商品の決済について一般的に清算機関方式がとられている（別添3参照）。</li> </ul>
3. 基本的な枠組み	<ul style="list-style-type: none"> <li>現物及び先物取引の成立により、正会員及び特別参加者（以下「正会員等」という。）が取引の相手方正会員等に対し負担することとなつた債務（证券の引渡し又は金銭の支払い）を本所が引き受け、当該債務に対当する債権を取得する。</li> </ul>	

資料

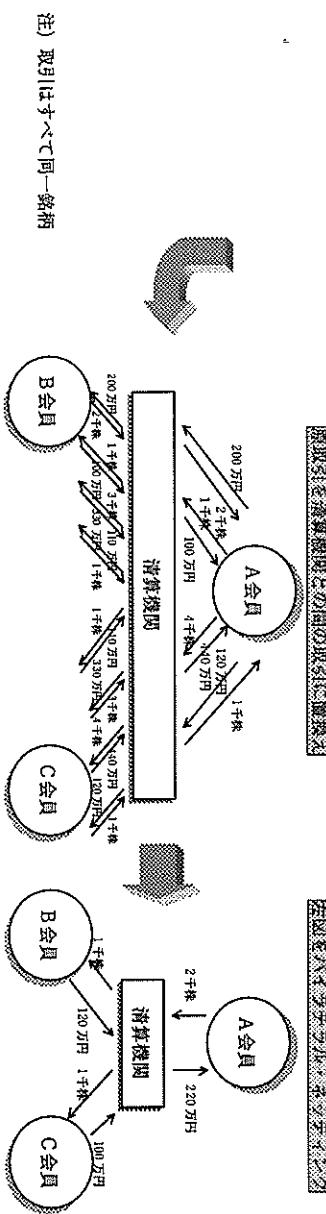
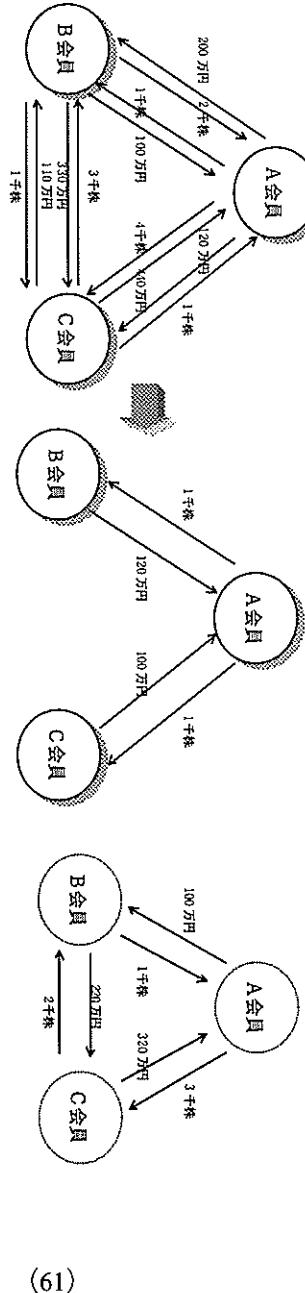
項目	内 容	備 考
4. 債務引受け等の時用	<ul style="list-style-type: none"> <li>・本所の債務引受け等は、取引成立と同時に使う。</li> </ul>	
5. 対象部位	<ul style="list-style-type: none"> <li>・本所で行われる全ての取引を対象とする。</li> </ul>	
6. 相手方指定	<ul style="list-style-type: none"> <li>・本所が債務引受け等を行うことにより、正会員等が決済を行う相手も本所となることから、決済におけるいわゆる相手方指定は禁止する。</li> </ul>	
7. 決済方法	<ul style="list-style-type: none"> <li>・正会員等の間で決済を行う現行の方法から、本所と正会員等との間で決済を行う方法に改める。</li> <li>・ただし、実務上は、現行でも有価証券及び金銭の授受は本所を通じて行っていることから、基本的にはその仕組みを踏襲し、日銀 DTR を利用した国債大口取引の決済及び国債先物の受渡決済についてのみ以下のとおり変更を行うものとする。</li> </ul>	
8. 債務引受け等による決済	<p>a. 指定国債による場合は、日本銀行指替決済制度における渡方正会員等の口座から本所口座、本所口座から受方正会員等の口座への振替により行う。</p>	
9. 連続損失補償準備金等の位置付けについて	<ul style="list-style-type: none"> <li>・渡方正会員等が有価証券の引渡しを行えない場合には、現行どおり有価証券引渡票（DB）による決済を可能とする。</li> <li>・DBの仕組みは現行どおりとする。すなわち、預託金は渡方正会員等が本所に預託するのみとし、本所が受方正会員等に預託することはしない。また、品種料は渡方正会員等から本所を通じて受方正会員等に支払うものとする。ただし、DBによる有価証券の貸借関係については、渡方正会員等と本所との間、本所と受方正会員等との間において各自成立させることとなる。</li> </ul>	
10. 施施行期	<ul style="list-style-type: none"> <li>・5月を目途とする。</li> </ul>	
	以上	

(出所) 東京証券取引所の www サイトより (<http://tse.or.jp/news/release/article/199902/inhouseyok.pdf>)

## マルチラテラル・ネットティングについて

現在のマルチラテラル・ネットティング

(参考) マルチラテラル・ネットティング



(出所) 東京証券取引所のwwwサイトより (<http://tse.or.jp/news/release/article/199902/inhouseyokop.pdf>)

資料

### B I S ランファルシー 基準について

別添 2

ランファルシー基準とは、B I Sにより1990年11月15日に発表された「G10諸国中央銀行によるインター銀行・ネットティング・スキーム検討委員会報告書」において「クロス・ポーダー及び多通貨ネットティングとその決済スキームの設計と運営に関する最低条件」として示された下記の6つの条件（基準）である。このように同基準は、そもそもは中央銀行によって銀行間決済システムに関する提言されたものであったが、証券決済分野でも、1995年に公表されたG-30のI S S Aによる修正勧告において、ネットティング決済についてはランファルシー基準に完全に沿ったものを導入し決済リスクを削減するよう求められるに至った。

#### I. ネットティング・システムはすべての関係法下で確固とした法的根拠を持つこと。

II. ネットティング・システムの参加者は、ネットティングの導入が当該システムに係るリスクに及ぼす影響を明確に認識していないければならない。

III. マルチラテラル・ネットティング・システムは、ネットティング・サービスの提供者や参加者の責任を明らかにすべく、明確に定義された信頼リスクと流動性リスクの管理手法をもっていること。また、関係者が各種リスクを抑制・管理するインセンティブと能力をもつことが確かであること。

IV. マルチラテラル・ネットティング・システムは、その最低条件として、ネット負債額が最も大きな参加者が決済不能となつた場合でも、日々の決済をタイムリーに完了させることができなければならない。

V. マルチラテラル・ネットティング・システムは、公正かつ開かれたかたちでのアクセスが可能となるよう、客観的かつ一般に公表された参入基準を設けていなければならない。

VI. すべてのネットティング・システムは、業務処理面において信頼に足る水準を確保するとともに、日々の事務処理量に対応し得るパック・アップ設備を確保すべきである。

## 各国の清算機関方式の採用状況

	現物	先物
米国	○	○
英國	× (注1)	○
フランス	○	○
ドイツ	× (注1)	○
日本	×	△ (注2)

注1：英國（LSE）及びドイツはクロス決済方式をとっているため、清算機関方式を採用していない。ただしLSEでは、SETS（新売買制度）導入に伴い、清算機関方式の導入を検討している。

注2：日本においても東京金融先物取引所は清算機関方式を採用している。

（出所）東京証券取引所のwwwサイトより (<http://tse.or.jp/news/release/article/199902/inhouseyokop.pdf>)