

証研



No.1576

1999年11月

銀行界の統合・再編と証券市場 二上季代司（1）

〈市場サービス〉のアンバンドリング
～取引所の上場管理機能について～ 伊豆 久（11）

E C N
～米国株式市場再編の目～ 吉川 真裕（22）

アメリカの地方証券取引所と非上場取引
清水 葉子（36）

年金基金の議決権行使 福本 葵（47）

財団法人 日本証券経済研究所

銀行界の統合・再編と証券市場

二上季代司

今年八月の三行統合（興銀・第一勧銀・富士）の発表につづき一〇月には住友・さくら両行が合併合意を発表、すでに昨年九月には東海・あさひ両行も統合に向けての包括提携で合意している。この間、中央信託・三井信託の合併合意、さらに信託三行が親密都銀により子会社化（安田、日本）あるいは提携（東洋）しているため、大手一七行（公的管理下にある長銀、日債銀を除く）は二〇〇〇年初頭には一気に九グループに集約される。

今回の統合・合併では企業集団の中核銀行であるさくら、住友、第一勧銀、富士の四行が絡んでいる。またこ持ち合いの中核的位置を占め、かつまた子会社形式で証券業務に参入し多くの準大手・中堅証券を傘下におさめているなど、証券ビジネス、証券市場、証券業界に少なからぬ影響力を行使してきた。

したがって、大手銀行の再編・統合の背景・目的は何か、産業再編にどう影響するのか、それが今後の証券市場・ビジネス・業界にどのようなインパクトを及ぼすのか、そこに市場関係者の関心が向くのは当然であろう。以下では、この点につき簡単にまとめてみた。

1 銀行統合・再編の背景

今回の統合再編の背景としては、「イザというときの頼み」とされてきたメインバンクの支援能力の低下が挙げられている。九七年以來の数々の企業破綻（東食、山一証券など）はメインバンクが手を引いた結果であり、日産自動車がルノー傘下を決断したのも興銀・富士両行が日産への支援能力を失ったため、との市場情報が流れるなど、この間、メインバンクの地位低下を印象づける事件に事欠かなかつた。そのことがまた当該銀行の信用を損ねた面もある。体力強化への渴望が他行との統合・合併に走らせたと考へても不思議ではない。今一つの背景は今春の公的資金の導入である。一年前に早期健全化法が成立し、これをうけて地銀なども含め総額七・七兆円の公的資金が投入されたが、金融再生委員会が各行の提出した健全化計画をたてに再編圧力を加えたと言ふ絆があり、銀行経営者も返済の原資を確保したいと考えたであろう。

それでは、この統合の目的は何か。現在の銀行の最大の問題点は収益性の低さにあるといわれている。一九九七年実績で、日本の商業銀行一二六行平均の利ザヤは〇・三六%、これに対しても米国二・三%、ドイツ一・六二%、その結果、自己資本利益率は米国二一・三九%、ドイツ一〇・五七%に対して日本は不良債権処理のための巨額の貸倒引当金もあってマイナスとなつていて⁽¹⁾。そこでまず考えられる策は、統合・合併によつてプライスリーダーとなる銀行（銀行界の「新日鉄」）を作ることである。大手行一七行の貸出残高三二一兆円（九九年三月末）のうち、興銀・第一勧銀・富士の統合三行が併せて八五・八兆円（二六・七%）、住友・さくら両行が計六六兆円（二〇・五%）、東海・あさひ連合と東京三菱がそれぞれ一一%と続き、上位二行で四七%と圧倒的なシェアになる。

そこで第一の目的は、このシェアを背景に価格交渉力を高め、貸出金利の引き上げ、場合によつては低収益貸出の見直し（回収）を通じて利ザヤ拡大を計ることにあるのだろう。もちろん、直接金融へのアクセスを持つ大企業や優良企業にとつては、その様な銀行サイドの要求がそのまま通ることは無かるうが、そのアクセス手段を

持たない中堅中小企業に対しても事情が違つてくる。⁽²⁾これに関連して第二の目的は、統合・合併により顧客基盤を拡大し、年間二千億円規模のIT（Information Technology 情報技術）投資を行うことで、損益分岐点をクリアできる規模（クリティカルマス）にまで営業分野を拡大することとされている。とくに中堅・中小企業向け貸出や住宅ローンなどのリテールではスケールメリットが發揮できる程度の規模がなければならぬとされる。

第三は、調達コストの引き下げである。統合・合併により格付けが向上すれば調達コストをそれだけ下げる事が期待できるし、予定されている預金のペイオフ解禁対策にもなる。とりわけ興銀の場合には、資金調達の多くを依存している金融債が、発行解禁も取りざたされる五年物利付き国債や銀行発行の普通社債によりクラウディングアウト（押しのけ）されるリスクがあつた。コストの低い安定的な資金調達源の確保は興銀にとって重大な課題であり、先の第一生命との提携の主眼もそこについたといわれている。第一勧銀・富士との統合でその問題がクリア出来たことは確かであろう。

以上はバンキング業務における収益性拡大との関連であるが、第四に、統合・合併によって経営資源を集約させ投資銀行業務、アセットマネジメント業務など他業務への進出を確保することも目的の一つに挙げられている。中長期的に見ると、大企業の銀行離れ、直接金融へのシフトは避けられない。また短期的にも産業界のリストラは不可避であり、証券化や事業分割・売却、M&Aなど投資銀行業務のニーズ拡大が期待される。大企業との取引はその従業員の給与振り込みや財形貯蓄など職域セールスも随伴しており、大企業が銀行離れをおこしても取引関係は維持しておきたいことなのである。

2 銀行の統合・合併が成功する条件

要するにこの統合・合併は、すでに成熟産業と化しているバンキング部門での寡占によつて安定収益を確保しつつ、今後の成長分野と見られる投資銀行部門、アセットマネジメント部門へ橋頭堡を築こうと言うにあるのだが、このシナリオ通りに行かない可能性もある。第一に利ザヤ確保のためには貸出金利の引き上げ、低収益貸し出しの見直しが必要であるが、それは中小企業への一層の貸し渋りに導く可能性がある。中小企業の間からこれら大銀行の統合・合併に不安が出ているといわれるのも当然である。そういうことになれば、今春の公的資金導入の条件の一つ「中小企業金融の円滑化」にも反することになる。大手一七行にしめる融資シェアが統合三行で二五%を越えるが、中小企業にはその他の資金調達手段が実質的に閉ざされている点につき、公正取引委員会が今回の統合・合併をどのように審査するのか、興味のあるところである。

第二に、これらの銀行は融資先としてゼネコンや流通、商社など問題企業を多く抱えているが、それをどのように処理するつもりかと言う点である。交渉力の強化を背景に問題企業のリストラを迫るのか、それとも拡大した業務粗利益の余力で債権放棄に出るのか。先にも見たように「債務者利益の保護」は公的資金導入の条件であり、単純な融資圧縮は出来ないだろう。銀行としては債権放棄とセットでリストラを迫りたいのであらうが、ゼネコン等には政治が絡んでくるため、債権放棄だけ飲まされる可能性がないわけではない。銀行経営者の筋を通した決断が求められよう。

第三に、投資銀行業務やアセットマネジメント業務（資産運用やファンドの販売）への多角化のため持株会社制度の導入や分社化など経営組織の改革に着手しているが、それは人事制度の改革が伴わなければ上手く行かないという、と言う点である。証券界においても大手証券の大和、日興両社においてホールセールとリテールの分

離、持株会社の導入と言う動きがあつた。これを契機にリテールとホールセールで、はじめて異なる人事制度が適用されたのである。すなわち、大和証券では全従業員が一旦退職、適格退職年金の積立金も精算した後、改めて持株会社、リテール子会社、合弁投資銀行の三社に翌日付けで入社、採用は通年採用に切り替え、職能資格制度は残したものとの等級を大幅に簡略化、指揮命令系統を簡素化するとともに、同一等級内でも能力格差を反映した月例給与にしたのである。また日興証券ではホールセールの日興ソロモンスミスバーニーは日興側が出資の五一%を握るが、人事制度はトラベラーズ側のソロモンスミスバーニーに統一するとしている。

銀行においてもリテールバンキングとホールセールバンキング、投資銀行の各部門に分社化するのであれば、大和、日興両社に見習つて、これと同程度の人事制度改革に着手すべきであろう。欧米でも投資銀行部門はスペシャリストの集団であるが、リテールバンキングではシステム開発部門を除いてスペシャリストは不要であり、両者の年収にはかなりの開きがある。したがつて、わが国でもリテールバンキング部門の従業員の年収を削つて投資銀行部門のスタッフの報酬を厚くする必要があると思われるが、日本の雇用慣行の権化であつた銀行の経営者に、そのような人事制度の改革が出来るのか。

このように設計図は立派であるが、その通りには行かないで、図体の大きい銀行が出来ただけ、という結果になる可能性もあるのではないか。

3 銀行の統合・合併のインパクト

このように、この銀行統合・合併にはいくつかの問題があるので、もし統合・合併が実現した暁には産業界とりわけ証券界にはどのようなインパクトがあるのか。

(1) 企業集団の解体

さきにもみたようにこの統合・合併にはメインバンクの体力低下という事態があつた。それなら統合により再びメインバンクとしての地位を復活させ銀行主導で産業再編成を取り仕切ることになるのか。

しかし、この様な見方には否定的な意見が多い。況や、さくら・住友の合併で三井グループと住友グループとの統合があるなどと考へる人は希有ではないか。過去においてメインバンクは不振に陥った企業を支援し、その過程で産業再編成を主導してきたといわれてきたが、それは①高度成長と保護行政によつて安定した利益が確保でき銀行サードに支援出来る余力があつたこと、②支援することによつて長期的にはバンキングビジネスを膨らませることが出来るとの見通しがあつたこと、の二つの条件が満たされていたからである。いまはその条件がともに欠けている。バンキング部門の収益性は低く、なによりバンキングビジネスは成熟化して長期的に膨らむことは期待できない。

むしろ、最近のできごとは企業集団の解体を印象づけるものが多い。富士銀行は、今回の三行統合に参加することを表明した後、芙蓉会の幹事役から降りることを表明した。また三井造船と川崎重工の商船部門での包括提携、住友化学と三井化学との提携分野の拡大など企業集団の枠を超えた合從連衡が産業界で進んでいる。企業集團に参加することのメリットは何よりもそのことによつてビジネスが拡大すると期待できるからであるが、その条件は、産業連関に沿つて「迂回生産が拡大する」ことにあつたのである。すなわちワンセットずつ串刺しの形で各産業を代表する企業が集団を組むことで、集団内部の迂回生産を拡大させ、そのことによつて生産・流通・ファイナンスのビジネスを膨らませるという条件があつてのことである。まさに重化学工業の発展とその高度化に適合したロジックであり、産業構造の転換が叫ばれる今は満たせなくなつた条件でもある。

有り体に言えば、企業集団を形成することの経済合理性が無くなっているのである。今は企業集団に属するか否かに関係なく、産業毎の抱える問題に応じて各企業が本業を再構築していく過程である。そうであれば、メインバンクが企業集団全体の利益代表＝コーディネーターとして振る舞うことは無くなつたと考えた方がよいであろう。むしろ、今回の銀行統合によつて企業集団の解体は加速されていくのではないか。

(2) 証券ビジネスへのインパクト

そこで目を証券界に向ければ、そこにどのようなインパクトが見られるのであらうか。

既に見たように、今回の銀行の統合・合併により、企業によつては突出した融資シェアをもつ借入先の銀行が誕生する。通常は、統合・合併によつて特定の銀行の支配力が高まるのを警戒するため、企業サイドは融資シェアの調整に走る。ところが、今回は統合三行、合併二行からの借入金が極めて高くなるため、これを肩代わりできる銀行は少ないと見られる。そこで当然、融資以外の資金調達（社債発行やアセットファイナンス、証券化等）の手段を利用することにならう。また、統合・合併は資産効率化の観点から持合い株の圧縮に動くとみられており、持合いの解消は、企業に株主重視の経営を迫ると同時に、M&A（企業合併・買収）も加速させよう。

同様に、問題企業に対しても、種々の障害があるものの統合・合併を契機にこれまで以上に銀行は債務放棄と引き替えでの資産売却や事業整理等のリストラを迫つて行くであらう。このことは倒産法制の整備とも相まって、事業分割や売却（スピノフ）を増やす方向に働く。

ようするに銀行の統合・合併は、投資銀行業務（引受業務のほか、合併・買収や事業譲渡、分割など企業の戦略や財務に関する情報提供・コンサルタント業務等を含む）を拡大させる方向に働く。このような投資銀行業務

は、引受業務を除くと比較的新しいビジネスであるが、企業の財務リストラが進展して株価が上がれば個人投資家も還つてくるし、株式投信も売れるようになり、伝統的な証券ビジネス（株式売買の取り次ぎや投信の販売）も活況になつてくるであらう。このように全体として、今回の銀行統合・合併は証券ビジネス拡大にプラスに働く。

(3) 証券業界へのインパクト

もつとも、証券界にとつてはこのように拡大が見込める証券ビジネスを誰が獲得するのか、という別の問題が残つてゐる。統合三行は取引先から発生する投資銀行業務は興銀証券が囲い込もうとするであらうし、さくら・住友両行では住友銀行と大和証券との合併投資銀行である大和S.B.キャピタルマーケッツに取引を斡旋集中させたいと考えるであらう。それはある程度は効き目があるだらうが、ここでも、先ほどの企業集団解体と同じロジックが働き、銀行との関係は必ず証券ビジネスに反映するとはいえないのではないか。

歴史的に見ると、証券会社の幹事関係の地図は主取引銀行の地図と重複していた。野村証券の幹事会社は三井、第一勧銀、三和系、大和は住友系、日興は三菱系、山一は富士、三菱系というように。しかし、これは高度成長下で盛んであつた株式発行において形成された幹事関係である。当時は株主額面発行増資が主流で、引受幹事は必要ないのであつたが、増資テンポが早いために株主は払込資金の調達のため持ち株を部分的に売却しようとする。そこでこの跳ね返り玉を拾つて新規顧客にはめ込み値を崩さないようにする役割が幹事証券に求められたのである。その際、企業のオーバーポーリングを是正させるため取引先企業に増資を要求した銀行が、販売力があつて自らがメインバンクとなつてゐる証券会社を幹事証券として斡旋したこと、銀行がまとめ役になつて企業

集団が形成されていったことが、そのまま現在の幹事関係に引き継がれてきただけのことである。

ところが、投資銀行業務へのニーズはこのロジックとは異なっている。決め手は財務に関わるアドバイザリーとディールの条件の善し悪しである。銀行のネットワークが使えることで有利な条件が引き出せるメリットがある反面、財務に関する情報は企業秘密に属することが多くライバル企業と同じ証券会社と契約を結ぶことにためらいを感じる傾向も強い。統合・合併によりメインバンクが同じになつたからといって同じ証券会社を使うとは限らないだろう。

一方、リテール証券ビジネスでは、預金のペイオフ解禁、日本版四〇一K解禁をにらんで、銀行サイドでは投信や保険商品の販売チャネルを確保・強化する必要があるわけである。その観点から統合三行、合併二行に限らず、大手銀行はこれまで出資の肩代わり、さらには合併を通じて系列証券の強化・統合を進め、その営業手法を資産管理型営業に転換させてきた。すでに準大手・中堅証券では親銀行主導で九七年から厳しいリストラが進められ、かなり筋肉質の体質になつてきた。合理化は終着点にきていたといつてよかろう。むしろ今後は前向きに営業力強化の方向性を打ち出してくると思われる。

(4) 証券市場へのインパクト

最後に、市場そのものへのインパクトはどうであろうか。当面最大の問題は、持ち合い株解消に伴う影響であろう。既に見たように統合に参加するさくら、住友、第一勧銀、富士の四行は企業集団の中核銀行として巨額の株式を保有している。⁽³⁾これに加え、興銀は金融債の円滑な消化という観点から地銀の株を多額にもち、また歴史的経緯から富士も地銀の持ち株が多い。⁽⁴⁾くわえて、統合三行の場合は共同持株会社の下で統合するため、株式の保有制限は一五%であるが、さくら・住友の場合は合併のため、一五%に制限され、保有株売却の必要性は高くなる。

持ち合い株の売却は、相手サイドの自行株売却を誘発し、株式の需給関係に短期的に大きな影響を与える。しかし、中長期的に見ると利潤証券としての株式を評価するウエイトが高まって経営者が株主重視の経営に立ち返る契機になり、株価はより一層ファンダメンタルな要因によつて形成されるようになるだろう。

(注)

(1) 日本銀行国際局「日本経済を中心とする国際比較統計」一九九九年版。

(1) 中小企業向け貸出は統合三行で四三・八兆円、住友・さくら両行で四〇・五兆円、併せて八五兆円に上る(九九年三月末)。

(3) 公正取引委員会の調べによると、社長会メンバーが互いの株を持ち合つているケースを社数ベースで見ると、白水会(住友)九四%、二木会(三井)五八%、芙蓉会(富士)四八%、三金会(第一勧銀)一八%となつており、持合関係が深い分、解消売りも多くなると予想されている。

(4) 関連企業を含め興銀・第一勧銀・富士の統合三行が筆頭株主になるケースは地銀六四行中、実に四〇行にのばると算定できる。

〈市場サービス〉のアンバンドリング ～取引所の上場管理機能について～

伊豆 久

1 はじめに

NASDAQ・ジャパン構想の発表も加わって、市場間競争が激しくなっている。競争は、定率会費（場口銭）の切り下げ、取引所集中義務の撤廃、取引所による立会外取引の導入、新興企業向けの新市場の開設、取引所による複数市場の開設、取引所売買システムによる非上場銘柄の取り扱い、など様々な形で進んできた。今後さらにこうした動きに拍車がかかっていけば、同時に「市場」機能の分解（アンバンドリング）も進行していくことになるであろう。例えば、取引所外取引の解禁は、事実上、上場管理のない流通市場が誕生することを意味するが、こうなると、改めて「市場」とは何かが問われることになるであろう。それは、委託手数料の自由化が、ブローカー業務とは何かを問い合わせながら、ブローカー業務を注文受注や投資アドバイスなどの各要素に分解しつつあるのと同じである。

こうした関心から、小稿では、取引所による上場管理機能について、店頭市場の登録管理も参考にしながら、考えてみたいと思う。例えば、取引所は発行会社からの上場申請を受け、上場審査を経て上場を決定しているが、店頭市場の場合、登録申請をするのは発行会社ではなく幹事証券会社である。その違いにはどのような意味があるのだろうか。そもそも上場にとつて申請はどのよ、うな意味があるのか。また、取引所は上場会社に適時開示を

求めているが、公開会社にとって情報開示は証取法上の義務である。取引所や証券業協会が独自に情報開示を求める目的は何か。上場会社は同時に会社情報の取引所への通告も求められているが、通告と情報開示の違いはどこにあるのか。あるいは、取引所は上場会社に投資単位の引き下げや投資家への利益還元を要請しているが、そうした要請を取引所がおこなう必然性はどこにあるのか。また、取引所は上場管理の対価として上場会社から上場審査料、上場手数料、年賦課金を徴収しているが、店頭市場の場合、登録会社が負担するのは登録料と登録管理料のみで上場審査料にあたる項目はない。しかも、九〇年以前には登録会社からの費用徴収はなされていなかった。では、公開会社の上場・登録費用負担の根拠はどこにあるのだろうか。など、当然のこととみなされてきた取引所の上場管理機能について多くの論点が存在する。そのいくつかについて、問題を明確にするために思いついた単純化に努めつつ、以下、若干の検討をこころみた。

2 取引所の情報開示機能

はじめに、取引所の情報開示機能について見てみよう。⁽¹⁾ 証券の発行者による情報開示については、商法と証取法の規程がその中心となっている。現行証取法において、発行会社は、有価証券届出書の届出（第四条）、目論見書の作成（第一三條）、発行登録書の提出（第二三條の三）、有価証券報告書（第二四條）・半期報告書（第二四條の五）・臨時報告書（同上）の提出の義務を負う。さらに、第一六六条ではインサイダー取引規制の形で重要な事実の公表が要請されており、第一九四条では上場会社の委任状の勧誘に関する規制が設けられ、また（発行会社に限らないが）公開買付届出書（第二七条の三第二号）の規程も設けられている。

こうした証取法による情報開示規制において、市場開設機関（証券取引所と証券業協会）も、一定の役割を担っている。発行会社は、有価証券届出書（第六条）、発行登録書（第二十三条の二二）、有価証券報告書（第二四条第七号）、半期報告書・臨時報告書（第二四条の五第六号）の写しを、公開買付者は公開買付届出書（第二七条の三第四号）の写しを市場開設機関に提出しなければならない。そして市場開設機関の側は、提出を受けた書類を一般に公開する義務を負っている（第五条第三号、第二七条の一四第二号）⁽²⁾。

しかし、情報開示における市場開設機関の役割は、こうした証取法に規定されたものにとどまらない。取引所は、七四年六月の「会社情報の適時開示に関する要請」に始まり、最近では九八年六月の「立会時間中における会社情報の適時開示に関する要請について」に至るまで、たびたび、決算発表の迅速化、適時開示、インサイダー取引の防止を要請してきた。それらは、いざれも取引所理事長から上場会社代表者への要請にすぎなかつたが、今年になって取引所は規則を改正して、上場会社への要請から上場会社の義務へと開示規制を強化している（有価証券上場規程第一二条）⁽³⁾。

また、日本証券業協会も八四年二月の「会社情報の適時開示について」などで決算発表の早期化など、同様の要請をおこなつていて、

3 情報開示政策の目的

発行会社の情報開示について取引所や協会が一定の役割を担つている理由は、第一に、それが売買管理に必要なためだと考えられる。先に紹介した取引所の有価証券上場規程第一二条による上場会社の開示義務は、今年の規則改正前には、取引所への通告義務にすぎなかつた。つまり、上場会社の義務は、投資家への開示ではなく、

取引所への連絡にすぎなかつたのであって、この規則は「証券取引所がその売買管理に必要な情報を収集することに主目的が置かれており、投資者に対する情報開示としては機能していな」⁽⁴⁾かった。この点、関連規則「上場有価証券の通告等に関する規則」（ただし今年の改正前のもの）第二条は、上場会社からの通告だけでなく、取引所からの照会に対する報告義務を定めていたが、そこでは、「本所が上場有価証券の売買管理上必要と認めて照会を行つた場合には」（傍点引用者）と規定されており、その目的が明記されていた。また、現行規則においても、上場会社は開示の前に、当該情報を取引所に説明することになつていて（上場有価証券の発行者の会社情報の適時開示等に関する規則第二条の二）、この部分については、投資家への情報提供としての意味はなく、売買管理のためであることが明らかである。取引所が開示情報に関して上場会社に照会をおこなつた際の報告義務（同規則第三条）についても同様である。

この点、日証協の規則は、現在でも協会への報告にとどめており（「店頭売買有価証券の登録及び価格の公表等に関する規則」（公正慣習規則第二号）第三〇条）。ただし、報告された情報はその後協会によつて公開される（同第三三条）、市場開設機関による情報開示政策の第一の目的が売買管理にあることがより明確である。

また、前述のように証取法が、発行会社に証取法上の情報開示書類の写しを市場開設機関にも提出するよう求めているのも、その目的は同じである。
しかしながら、売買管理というだけでは、すでに述べたように、取引所が上場会社に通告だけでなく情報開示を義務づけたり、協会が報告内容の公開を進めたりしていくことの根拠は説明できない。売買管理のためだけであれば、情報を公開する必要はないからである。この点については、市場開設機関が自主規制機関として証取法の情報開示規制を補完している、との解釈が常識的かと思われるが、はたしてそうだろうか。証取法による情報

開示規制は、市場開設機関の独自の政策によつて補完されなければ十分機能しないことなら、現行証取法が不十分だと考えるべきであろう。それよりむしろ、市場開設機関の投資家に対するサービス活動の一環と考えたほうが理解しやすいように思われる。上場・登録証券は、市場開設機関にとつて「商品」であり、その品質を高めることは「顧客」である投資家（およびその委託を受けた会員証券会社）にアピールするために必要不可欠である。とすれば、売買管理も同様に、市場開設機関から投資家へのサービスと考へることができる。すなわち、投資家の自己責任を問うために必要な最低限の情報開示や売買管理については証取法が定めており市場開設機関はそれに従わなければならないが、同時に市場開設機関は、証取法の要請の範囲を越えて提供「商品」の質を高めることで投資家をより多く集めようとし、そのためにより高度の情報開示や売買管理をおこなつてているのである。市場間競争という状況の下でこうした動きはさらに強まることになるであろう。取引所が上場会社に情報開示のみならず、投資単位の引き下げや増配等の利益還元を求めているのも、同じ目的から理解することができる。つまり、取引所は投資家に流動性を提供するだけでなく、その取扱「商品」の魅力を引き上げ、より多くの投資家を集めようとするのである。

こうした見方からは、証取法が市場規制機関に提出された開示書類を「公衆の縦覧に供」することを求めていふことは理解できないが、この規定は、投資家に開示情報にアクセスしやすいようその利便性を図つたものにすぎず、その場所が市場開設機関でなければならない論理的必然性はない。投資家が集まりやすい場所であればどこでもよいのであって、電子的な開示システムが整備されればその役割は意味を失うことになると推測される。それは、市場開設機関に内在的な情報開示機能ではないからである。

4 投資家へのサービス提供と発行会社による「コスト負担」

取引所による情報開示等の投資家サービスは、しかし、取引所単独では提供することができず、上場会社の協力が不可欠である。ところが発行会社の側から見ると、市場開設機関に対してこうした協力を「おこなうメリット」は直接的には存在しない。そのメリットを享受するのは投資家や証券会社、それらを顧客とする市場開設機関なのである。それにもかかわらず投資家へのサービス提供に協力させるため、取引所は上場会社に上場契約書を提出させ、取引所規則の遵守を誓約させている。それによって上場会社は、取引所の規則に従つて証取法の範囲を越えた情報開示等の措置をおこなわなくてはならないのである。上場契約書は、その名称からは上場に関する取引所と発行会社との契約をイメージさせるが、その性格・内容は、上場の契約そのものとは別個のものであり、上場後に上場会社に発生する義務に関する同意書とみなすべきである。⁽⁶⁾ 現行上場契約書の内容は、上場会社に關係のある取引所規則を順守すること、および上場廃止等の措置を受け入れることの二点から成つてゐる。日証協の場合には、その点わかりやすく、「確約書」の名称で、登録会社に、規則順守等を記載した書面を提出させてゐる。

すなわち、原理的には、上場と上場契約書は一体のものではない。にもかかわらず、発行会社が上場契約書や確約書を提出するのは、言うまでもなく、そうした負担を考慮に入れても公開による資金調達というメリットがあまりに大きいからにはかならない。そのため、上場会社は、情報開示など取引所の規則を守り、年賦課金などの負担にも応じてゐるのである。しかし厳密には、上場会社の協力によつて生産・提供されているサービスの直接的な享受者は上場会社ではなく投資家である。しかし現在のところ、このズレは、株式公開によつて発行会社が得るメリットのあまりの大きさによつて覆われてゐるのである。

しかし、上場によつてメリットを受けるのは上場会社だけではない。上場にともなう流動性の向上は、投資家や証券会社にも大きな利益となる。そこから考えれば、投資家や証券会社によつて上場が申請されるといったケースも、原理的には想定可能であろう。それに、そもそも株券は投資家のものであつて発行会社のものではない。発行会社が譲渡制限を課していないとすれば、その売買の場所や方法についても制限は課せないと考えることもできる。また、現状でも、取引所が有価証券の上場（廃止）にあたつて発行会社の申請を重要視しながらも、それを上場（廃止）の十分条件とせず、最終的には取引所の判断によつて決定しているのは、当然のことながら、そうした原則を否定できないからであろう。にもかかわらず、実際の上場においては発行会社による上場申請を必要条件としているのは、発行会社からのイニシアティブによる上場でなければ上場契約を結ぶことができず、ひいては投資家へのサービスである売買管理や情報提供のための通告や開示等の協力を得ることができないためだと考えられる。

対照的に、国債等の上場の場合に申請主義がとられていない（上場規程第二条）のも、そうした証券の場合は、そもそも証取法上の情報開示規制の対象外となつてのことのほか、売買管理等の投資家サービスために発行者から情報開示が必要でないからだと考えれば整合的に理解できる。

あるいは、発行会社からの協力が担保されるのであれば、必ずしも発行会社自身による申請は必要でない。例えば店頭市場の場合には、登録の申請は証券会社がおこなうことになつてている（公正慣習規則第二号第三条第一項）。発行会社の協力は、登録を申請する証券会社が登録申請書に発行会社の確約書等を添付するという形で確保されているのである。つまり、上場の場合には、上場会社と取引所が直接的な関係に立つのに対して、店頭市場への登録の場合には間に主幹事証券会社が入つており、例えば、前述の会社情報の報告でも協会への報告をおこなうのは証券会社であり（同規則第二号第三〇条第一項）、登録会社による協会への登録料等の支払いも、主幹事会社が発行会社から徴収した上で協会に支払うという二段階の手続きがとられている（同規則第九条第一項）。これは恐らく、店頭市場は、証券会社と投資家との相対売買によつて取引が成立する市場であつて、取引所市場のように市場開設機関の施設の中で需給が付け合わされる市場ではない、という原則論から導かれたものではないかと推測される。証券業協会の管理業務も、したがつて、市場そのものを管理するというより、相対売買をおこなう証券会社を管理するところに重点が置かれてきたのであり、その結果、登録会社との関係も間接的なものとされてきたのではないだろうか。しかしながら、事実としては、需給のほとんどは協会の管理運営するJASDAQシステムで付け合はれているのであり、また、証取法上有価証券市場と位置付けられたのであるから、取引所市場と店頭市場における発行会社との距離の違いには、本質的な意味はないと言えるのではないだろうか。であるとすれば、発行会社の協力が確保できれば、取引所が証券会社からの上場申請を受ける方法をとることも、協会が発行会社からの直接申請の方法をとることも、原理的には可能ではないかと思われる。

6 取引所外取引の場合

では、発行会社による取引所規則等の順守の確約なしに勝手に上場した場合にはどうなるのか、考えてみよう。これは一種の思考実験にすぎないが、すでに実施されている取引所外取引を勝手上場の一形態とみなすこともできよう。もちろん、上場株式の店頭取引は、協会の開設する店頭有価証券市場での売買ではない。そもそも証取法は協会が設立する市場での売買対象から上場証券を排除している（第六七条第一号）。しかし、店頭売買有価

証券が、店頭売買有価証券登録原簿に登録された証券と定義され、その登録が協会による「売買価格等の公表」のため（公正慣習規則第二号第二条）であるところからすると、協会によつてその売買価格等が公表される取引所外取引（上場株券等の取引所証券市場外での売買に関する規則第一三条）も、実態的には、上場株式の店頭市場への「勝手登録」に近い面があるとも言えるであろう。とすればそこでは、登録管理がないまま売買がなされていることになる。証取法上の情報開示書類の写しが協会に提出されることもなく、発行会社から協会に重要な事実が通告されるわけでもないのである。

そこで、売買管理の実際を見ると、まず、協会規則は「基準価格公表取引所」という概念を設けて、ここでの価格を基準として価格制限を設定し（同規則第五条）、売買停止については当該株券の上場取引所が売買停止措置をとつた場合が一番に規定されており（同規則第九条）、上場取引所の売買管理政策に大きく依存する形になつてゐる。同じ有価証券の売買の場でありながら売買管理等をともなう場と独自の十分な機能を備えない場が併存していることになるが、その理由の一つは、形式上、取引所外取引が有価証券市場ではなく、あくまで証券会社の業務の延長（証券業）に位置づけられているからであろう。証券業協会は取引所外取引のための市場を開設しているのでではなく、取引をおこなう証券会社の不正を防止する観点から一定の規制を課しているだけだと言える。しかしながら、情報通信技術が発達し、かつ市場間競争が解禁されている今日、そのように証券業の機能と市場の機能を明確に区別することが可能なのか、といった疑問も残る。そしてもう一つの理由は、「市場」開設機関による独自の「上場」管理や売買管理を必要としない投資家が事実として存在するということである。メインマーケットで上場・売買管理サービスが提供されていれば、自分が実際に売買する「市場」では独自のサービス提供はなくともよい、とする投資家である。むしろ、価格制限など売買管理が緩いということを自らのメリットとする投資家もある。

このように考えると、投資家に適合した上場管理といった概念が現実に成立していると言える。さらには、例えば、売買をおこなう取引所に上場管理サービスはなくとも自己責任で投資をおこなえる機関投資家のみを対象とする取引所であれば、上場管理サービスの質を引き下げることも可能となる。そのときには、上場会社からの協力の必要性も低下し、したがつて発行会社による上場申請や上場契約も不要となろう。ロンドン証券取引所における勝手上場をそのような市場と考へることも可能である。しかしその時にも、個別それぞれの投資家に自己責任を問えるだけの条件整備という意味での投資家保護とは区別される、市場全体としての公正さをいかにして維持・向上させるのかという意味での投資家保護の問題が、常に残つてしまつようと思われる。

(1) 取引所の情報開示政策については、神崎克郎「証券取引所の開示政策の発展」「インベストメント」一九七九年四月号、

鈴木竹雄・河本一郎「新版証券取引法」有斐閣、一九八四年、二二二—二五頁、参照。

(2) 証取法が定める情報開示書類のうち、目論見書と委任状参考書類については、市場開設機関に写しの提出が定められていない。目論見書が提出対象外であるのは、その内容が有価証券届出書と重複するためであろう。他方、委任状参考書類の規制機関への提出が財務局長にとどめられている（上場株券の議決権の代理行使の勧誘に関する規則第六条）のは、当該参考書類は、既存の株主に交付されれば十分であり、潜在的投資家への情報提供や取引所の売買管理のためには不必要的との判断によるものと推測される。しかし、この参考書類も取引所への送付と公衆縦覧が義務づけられるべきであるとの意見もある（野村証券法務部編「注解証券取引法」有斐閣、一九九七年一三四九頁）。また、委任状勧誘規制を上場会社に限定していることにも合理的な理由はないとの意見もある（神崎克郎「証券取引法新版」

- (3) 下村昌作「会社情報適時開示政策の上場規則化について」『証券』一九九九年九月号。適時開示については、従来より、規則化（義務化）の必要性が訴えられてきたが、長い間、時期尚早と判断されてきた。佐久間景義「会社情報の適時開示に関する要請について」『商事法務』六七一号、一九七四年七月五日。
- (4) 鈴木・河本前掲書、二二二一二三頁。
- (5) 日証協では、この一月より、この公開をインターネットによっておこなう（JDS）予定である。
- (6) 証券取引法研究会『インベストメント』一九六五年一月号、九二頁。

ECN

～米国株式市場動向の図～

吉川 真裕

伝統的な証券取引所ではなく、民間企業による取引所類似施設は一九八〇年代からアメリカで台頭し、当初は PTS (Proprietary Trading System) と呼ばれていたが、米国証券取引委員会 (SEC) は一九九七年四月の規制案でこれらを一括して ATS (Alternative Trading System) と定義した。本年四月から施行されているATS規制では、ATSの会員は証券会社に限られ、機関投資家の本体が直接会員となることはできない上に、ATSに最良気配の公表を義務づけてるので、取引所のような自主規制機能は有していないものの、実質的にはATSは取引所と同じサービスを投資家に提供している。ウォール・ストリート・ジャーナル紙等においてはATSという言葉が現れるることはほとんどなく、コンピューターによる自動執行機能を有したATSという意味でECN (Electronic Communications Network) という言葉が頻繁に使われている。アメリカではニューヨーク証券取引所 (NYSE) や店頭市場 (NASDAQ)⁽¹⁾ はコンピューターによる自動執行機能を導入していないので、ECNはコンピューター技術を駆使した最新テクノロジーとして注目を集めている。

本稿では、ECN台頭の背景を述べた後、アメリカに存在する九つのECNを紹介し⁽²⁾、ECNの現状と将来について考察する。

1 ECN台頭の背景

アメリカでは一九六〇年代後半から固定手数料制のもとでNYSEに上場されていた株式の取引が地方証券取引所や店頭市場（第三市場）に手数料の実質的な割引を求めて流出した。一九六八年から手数料は段階的に引き下げられたが、一九七五年五月に完全自由化するまでこうした動きは続いた。

手数料の完全自由化以後、NYSEからの取引流出は止まり、第三市場は消滅したとも言われたが、NYSEでの取引形態も変化していた。NYSEから流出していた取引は主として機関投資家の大口取引であったが、マーケット・インパクトを抑えて大口取引をNYSEで執行するためにアップステアーズ取引と呼ばれる相対型取引が増加した。アップステアーズ取引は、顧客から大口注文を受けた証券会社が取引所の立会場に直接注文を出すのではなく、あらかじめ取引と付け合わせる注文を集めて立会場に売り注文と買い注文を同時に出すこと（クロス取引）によって、大口注文に伴うマーケット・インパクトを回避するという取引方法であり、統計上は区別されていないが、実質的には他の立会場取引とは異なる取引システムと考ええることができる。

一九八〇年代になると、アップステアーズ取引を通じて証券会社に支払う手数料を節約すると同時に発注者の匿名性を守るために、投資家自らが取引相手を捜す市場としてPTSでの取引が拡大した。PTSの中では一九六九年に設立されたインステイネットが有名であるが、SECはノー・アクション・レターを通じて二〇以上のPTSを認可しており、PTSを第三市場として位置づけている。さらに、PTSの中にはオーフショron形式のもの以外にNYSEの終値での取引をおこなうクロッキング形式のものもあらわれ、取引流出を恐れたNYSEは一九九一年に自らクロッキング・セッションI（個別銘柄）とクロッキング・セッションII（バスケット取引）という終値でのクロス取引市場を開設した。

一九九〇年代に入ると、機関投資家の執行コストに対する関心が高まり、とりわけマーケットメーカーにスプレッドを支払わなければいけないNASDAQを避けて、PTSで取引がおこなわれる傾向が強まつた。SECの報告書「マーケット二〇〇〇」（一九九四年）によると、一九九三年上半期におけるPTSの売買高シェアはNYSE上場銘柄で一・四〇%、NASDAQ登録銘柄で一三・四六%であり、一九九七年五月の取引所規則に関するSECのコンセプト・リリースではNYSE上場銘柄で四%、NASDAQ登録銘柄で二〇%と推計されている。

注文の発注・取引成立の通知・決済情報の伝達といった作業を投資家がコンピューターを通じておこなえるPTSの多くは取引の自動執行機能も備えており、取引所の将来像を先取りしている面もあつて、ECNという名称で自動執行機能を持たないPTSとは区別されている。ECNは一九九六年のオーダー・ハンドリング・ルールの施行に伴つて最良気配の公表を義務づけられたが、この規則を通じてNASDAQのマーケットメーカーやブローカー／ディーラーからの注文が急増し、一九九九年四月に施行されたATS規制によつて取引所となる道も開かれた。

2 九つのECN

(1) インステイネット (Instinet)

「インステイネット・アドレス」 www.instinet.com

〔所在地〕 ニューヨーク（ロンドン、パリ、フランクフルト、チューリッヒ、香港、東京、トロント、シドニー）
〔設立〕 一九六九年

〔親会社〕ロイター（一九八七年に100%子会社となる）・・・英國の通信社

〔顧客〕機関投資家

〔セールス・ポイント〕匿名性、中立性、流動性、F.I.X対応

〔利用者数〕米国機関投資家の90%以上

〔売買高〕一日平均一億七〇〇〇万株⁽³⁾

〔取引費用〕（後述のアイランドECNは自らの取引費用をインステイネットの六分の一と宣伝している⁽⁴⁾）

〔取引対象〕取引所上場銘柄、店頭登録銘柄

〔法的位置づけ〕ブローカー／ディーラー

（2）ブルンバーグ・トレーディング（Bloomberg Tradebook）

〔インターネット・アドレス〕 www.bloomberg.com/products/trdbk.html

〔所在地〕ニューヨーク

〔設立〕一九九六年

〔親会社〕ブルンバーグ（Bloomberg）・・・米国情報ベンダー

〔顧客〕機関投資家

〔利用者数〕3000以上

〔売買高〕一日平均三五〇〇万株以上

〔取引費用〕一株〇・〇四ドルまたはそれ未満

〔取引対象〕店頭登録銘柄

〔清算〕BTトレード・サービス

〔計画〕POSITIVEを運営するITGと提携し、スーパーECNの設立を計画中

（3）アイランデック（Island ECN）

〔インターネット・アドレス〕 www.isld.com

〔所在地〕ニューヨーク

〔設立〕一九九六年

〔親会社〕デイテック・オンライン（Daytek Online）・・・ブローカー

〔顧客〕NASDAQに加盟するブローカー／ディーラー

〔セールス・ポイント〕スピード、信頼性、低コスト、流動性

〔利用者数〕200⁽⁵⁾

〔売買高〕一九九九年第一四半期で約五五億株

〔取引費用〕流動性を消費する取引では一株〇・〇〇一五ドル、流動性を提供する取引では一株〇・〇〇一ドル

〔取引対象〕店頭登録銘柄

〔清算〕NASDAQのACTシステム

〔法的位置づけ〕SECに取引所登録を申請中であるが、現在はブローカー／ディーラー

(4) アーキペラゴ (Archipelago)

[インターネット・アドンバ] www.tradeARCA.com

[所在地] シカゴ

[設立] 一九九七年（一九九九年に前身のテラ・ノバ・トレーディングから変名）

[設立者] テラ・ノバ・トレーディング (Terra Nova Trading) . . . プローカー／ディーラー

[出資者] サウスウェスト・セキュリティーズ、タウンゼント・アナリティックス、ゴールドマン・サックス、

Eトレード、JPモルガン、インスタイルネット、メリルリンチ、CNBC

[顧客] 機関投資家、ヘッジファンド、ブローカー／ディーラー

[セールス・ポイント] ハーザー・フレンチリーな最新のFIX対応オーブン・テクノロジー

[利用者数] 六〇〇〇以上（機関投資家六〇%、小口投資家四〇%、マーケットメーカー五%以下⁽⁶⁾）

[売買高] 一日平均1〇〇万株から1五〇万株

[取引費用] 一株〇・〇〇五ドルから〇・〇一五ドル

[取引対象] 取引所上場銘柄、店頭登録銘柄

[リンク先] 全店頭登録銘柄およびNYSE、AMEX、PSE、CSX

[清算] サウスウェスト・クリアリングを通じてDVP、ACT、QSR

[法的位置づけ] NASDとNYSEの会員で認可されたECON、SECに取引所登録を申請中

[計画] IPOを計画中

(5) レディブック (REDbook)

[インターネット・アドンバ] http://www.redi.com/redibook.htm

[所在地] ニューヨーク

[設立] 一九九七年

[親会社] スペア・リーズ&ケロッグ (Spear Leeds & Kellogg) . . . ブローカー／ディーラー

[出資者] フィデリティ、DLJ、シカワップ、トロウォーターハウス、ペインウェーバー、クレディ・スイ

ス・ファースト・ボストン、リーマン・ブラザーズ、ナショナル・ディスクountain・ブローカー

[顧客] プロの投資家

[取引対象] 店頭登録銘柄

[法的位置づけ] ブローカー／ディーラー

[計画] スペア・リーズ&ケロッグ、フィデリティ、DLJ、シカワップが計画中のECONの土台となる予定

(6) アトマイ (Attain)

[インターネット・アドンバ] www.attain.com

[所在地] モントベール (ニュージャージー)

[設立] 一九九八年

[運営者] オール・テック・インベストメント (All-Tech Investment) . . . デイ・トレード・ブローカー

[顧客] 個人投資家およびブローカー・ディーラー

〔セールス・ポイント〕 低コスト、中立性

〔取引費用〕 リモート・サービス・チャージ月一五〇ドル、取引一回一五ドル、割引あり

〔取引対象〕 店頭登録銘柄

〔法的位置づけ〕 ブローカー／ディーラー

(7) ブラス・ユーティリティ (Brass Utility) またはブルート (BRUT)

〔所在地〕 ニューヨーク

〔設立〕 一九九八年

〔親会社〕 サンガード・データ・システムズ・・・バスクオフィス技術を支援するコンピューターサービス会社

〔出資者〕 ナイト／トライマーク、ゴールドマン・サックス、メリルリンチ、モルガン・スタンレー・ディーン・

・ウイッター

〔顧客〕 NASDに加盟するブローカー・ディーラー

〔売買高〕 一日平均約八〇〇万株⁽³⁾

〔取引対象〕 店頭登録銘柄

〔法的位置づけ〕 ブローカー／ディーラー

〔計画〕 ストライクと合併する方向で交渉中⁽³⁾

(8) ストライク (Strike)

〔所在地〕 ニューヨーク

〔設立〕 一九九八年

〔設立者〕 ベア・スターンズ (Bear Stearns) ・・・ブローカー／ディーラー

〔出資者〕 ソロモン・スミス・バーリー、リーマン・ブラザーズ、DLJ、ペインウェーバー、他計一八社

〔顧客〕 機関投資家

〔セールス・ポイント〕 JAVAによるプログラム

〔売買高〕 一日平均約五〇〇万株⁽³⁾

〔取引対象〕 店頭登録銘柄

〔法的位置づけ〕 ブローカー／ディーラー

〔計画〕 ブルートと合併する方向で交渉中⁽³⁾

(9) ネクストレード (NexTrade)

〔インターネット・アドレス〕 www.nextradel.com

〔所在地〕 クリアウォーター (フロリダ)

〔設立〕 一九九八年

〔運営者〕 プロフェッショナル・インベストメント・マネジメント・・・ブローカー／ディーラー

〔顧客〕 ネクストレードと契約したブローカー／ディーラーとその顧客

〔セールス・ポイント〕 一四時間取引、FIX対応

[利用者数] 100以上⁽⁷⁾

[取引費用] 流動性を提供する取引は割引

[取引対象] 店頭登録銘柄

[法的位置づけ] プローカー／ディーラー

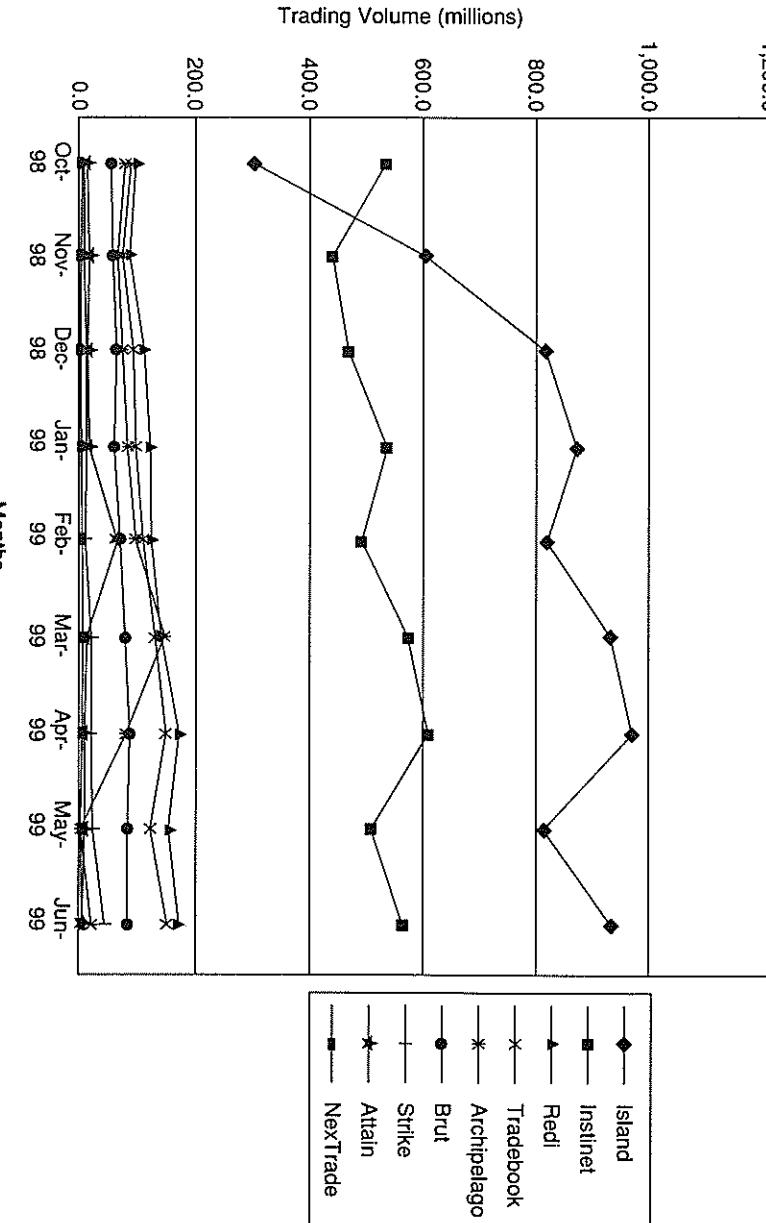
3 ECNの現状

アメリカでは現在、以上に紹介した九つのECNが取引をおこなっている。本年四月からのATIS規制の施行に当たっては各ECNでの売買高が重要な指標となるが、正確な売買高はほとんど公表されてはいない。NASDAQのホームページ (<http://www.nasdaqtrader.com>) は各ECNの月間売買高が公表されているが、ECNによって計算方法が異なり、信頼性に欠けるとECNやNASDAQが自ら認めている⁽⁸⁾。たとえば五〇〇〇株の取引がおこなわれた場合、アイランドECNは売り手五〇〇〇株と買い手五〇〇〇株の合計一万株として報告し、インステイネットは五〇〇〇株の取引として報告している。さらにインステイネットは取引の報告義務を売り手に課しているためにインステイネットに売り注文が回送された場合にはインステイネットの取引としては報告されないし、マーケットメーカー相手の取引は売り買いに関わらず報告していない。その結果、NASDAQのホームページの数字はインステイネットの取引の一〇%から一一%しかあらわしてはいない⁽⁹⁾。これをインステイネットのジョンクマン副社長は認めているし、ブルートのハインドマン社長もブルートの数字は四五%程度実際よりも小さくと述べている。この問題に関してはNASDAQのスポーツマンも同意しており、NASDは一九九八年一月にECNの売買高報告様式を統一するための四つの試案をSECに提出したが、SECはこのルールに

(31)

注: Between 30% & 40% of Nasdaq volume in selected, active issues

〔出所〕 R. Shriver Associates (<http://www.sia.net/conf/essentials/rrwrapup/williams/CONFERENCE%20PRESENTATION%20V5.ppt>)



(32)

関する意見を各ECNに求めた後、ルールの決定をまだおこなつていないと説明している。

このように現在入手可能なデータは不正確ではあるが、全体像を把握するためにはこれを用いざるを得ない。付図はNASDAQのホームページ上のデータから作成された各ECNの月間売買高の推移をあらわしている。この図からはアイランドECNとインスティネットの規模が格段に大きいこと、アイランドECNの成長が著しいこと、レディブック、ブルンバーグ・トレードブック、ブルートも規模は小さいながらかなり成長していること、逆にアーキペラゴウは一九九九年三月以降縮小していることがわかる。また、ATS規制によつて規模の大きなECNは取引所登録をする必要があることから、取引所登録を望まないECNは報告売買高を小さく見せようとするものと考えられるが、すでに取引所登録を申請しているアイランドECNとアーキペラゴウのうちアーキペラゴウの売買高は伸びてはおらず、逆に他のECNでは全般的に売買高は伸びているようである。

4 ECNの将来

ECNは今後も成長を続けるのであろうか。アメリカでの近年におけるECNの成長にはさまざまな要因が作用していようが、NYSEとNASDAQが注文の自動執行を採用していないこともその一因と考えられる。急速に進む株式市場のコンピューター化の中で、両市場はこのところ順調に推移しているだけに大幅な変化を伴う取引システムの変更は議題にのぼりにくい。その隙をついて拡大したのがECNであるという解釈も成り立つだろう。とりわけマーケットメーカーとの取引が大半を占めるNASDAQでは投資家の注文どうしがマッチする指値注文板が導入されない限り、ECNへの取引流出はますます広がるものと予想されている。NASDAQは指値注文板の導入というSECの要請を受けて、パシフィック取引所が採用したオプティマークを一

〇月一一日に導入した。NASDAQがオプティマークの導入を決定した背景にはオプティマークでは注文板が見られず、マーケットメーカーの通常業務と競合しにくいという点が重要であつたと考えられるが、オプティマークの導入でECNへの取引流出が止まるかどうかは定かではない。本年一月にオプティマークを導入したパシフィック取引所では予想されたほど取引は増えとはいえないと言えられている。⁽⁹⁾

アイランドECN、アーキペラゴウ、ネクストレードが本年四月に施行されたATS規制に基づいて取引所登録を申請したことは、民間企業が取引所を開設することが可能になつたという歴史的な変化をあらわしており、これを受けてNYSEとNASDAQは逆に株式会社化を計画している。NYSEはECNを取り込むことについてライバルであるNASDAQの取引を奪取することをもくろんでいるようであり、NYSE自らが店頭銘柄を対象としたECNを設立することも考えられる。他方、NASDAQはオプティマークの導入にとどまらず、二〇〇〇年夏に指値注文板を導入して巻き返しをはかる一方、ECNをNASDAQのネットワークの一部として取り込んで文字通り一大電子証券取引ネットワークを確立することでフロア取引に固執するNYSEの取引を奪おうと虎視眈々と狙つているようである。

NYSEか、NASDAQか、あるいはアイランドECNか、ウォール・ストリートの主要証券会社が来年に導入を計画中のプライムエックスという新たなECNか、いずれが二十一世紀の主要取引所となるのかは予測できないが、ECNが米国株式市場再編の目となることは間違いないであろう。

(注)

(1) NASDAQでは小口注文自動執行システム(SOES)を通じて自動執行もおこなわれているが、売買高全体に占

（C S X）やシカゴ証券取引所、パシフィック証券取引所（P S）

E) といった地方証券取引所でもコンピューターによる自動執行機能をすでに導入しているが、売買高は多くはない。

Directory", *Global Investment Magazine*, June 1999, Megan Barnett, "The Exchange Revolution", *The Industry Standard*, 16 August 1999 (http://www.instinet.com/news/art_id_stand_08-16-99.htm)

(cc) Greg Ip,"Strike, Brass Utility Set Merger As ECNs May Start Pairing", *Wall Street Journal* Interactive Edition, 14 October 1999

(w) Mike McNamee, Stanley Reed, and Debra Sparks, "Instinet: Still King of the E-Bourse?", *Business Week ONLINE*, 21 June 1999 (<http://www.businessweek.com/reprints/9925/b3634146.htm>)

(12) Island ECN, "Island ECN extends trading hours to offer market's longest continuous session from 8 AM - 8 PM", Press

(2) Jeremy Quitters, "This Ex-Trader Is Building His Own Stock Exchange", *Business Week Frontier*, 26 February 1999
Accessed, 15 September 1999 (<http://www.jstic.com/prssoon/releases/091399.htm>)

(http://www.businessweek.com/smallbiz/news/coldadvice/reallife/r1990226.htm)

(∞) Samara Zwanger, "Measuring ECN Volumes: Which Way Is UP?", *Institutional Trading Technology*, 8 March 1999

(5) Greg Ip,"OptiMark System Gets Reality Check As Challenges, Restrictions Continue", *Wall Street Journal Interactive* <http://www.wsj.com/news/article?r=1<collum>

アメリカの地方証券取引所と非上場取引

清水 葉子

1 はじめに

周知のように、アメリカでは一九七五年に証券諸法が改正され、証券取引所が固定手数料制や取引所外取引の制限などの反競争的とされた規則を改める一方、全米の全ての市場を結んで取引情報、気配情報、注文回送を行なう情報システムを整備した。この改革によって、一つの証券が複数市場で取引され、市場間の注文獲得競争を通じて証券市場全体の効率性を高めると同時に、市場間を結ぶ情報システムの整備によって投資家保護をはかるという理念の実現がめざされたわけである。

しかしながら、現実の市場間競争はかならずしも理想どおりに行なわれているわけではない。上場証券を時価総額で見ると九七%がニューヨーク証券取引所の上場証券であつて、アメックス証券取引所は二%、地方証券取引所は五か所合計で一%を占めるに過ぎない。⁽¹⁾ 上場証券のうち複数市場で重複取引が行なわれている銘柄はITSと呼ばれる注文回送システムによつて他市場への回送が行なわれるが、ITS適格証券四八四四銘柄は全てニューヨーク証券取引所（四〇〇五銘柄）かアメックス証券取引所上場銘柄（八三九銘柄）であつて、地方証券取引所の単独上場銘柄は含まれていない。このことからも主要取引所上場銘柄は地方証券取引所で重複取引されるが、その逆に地方単独上場銘柄が主要取引所で重複取引されることはないことが推測できる。

また、取引規模の点からも、ニューヨーク証券取引所の圧倒的な優位性が見て取れる。ニューヨーク証券取引

所上場証券の取引は、その八四・一%がニューヨーク証券取引所で行なわれており、統いて店頭市場が七・九%を占めるが、五つの地方証券取引所は合計で八%程度に過ぎず、規模的に見て対等な競争が行なわれているとは考えにくい。

こうした主要証券取引所、とりわけニューヨーク証券取引所の圧倒的優位の下で、地方証券取引所は上場をめぐる競争を行なうことは難しく、また気配値の向上による取引獲得競争も事実上放棄して、執行の自動化などによる取引の迅速性といったさまざまな市場サービスの提供による競争を進めていると考えられている。

こうした地方証券取引所の取引を支えているのが非上場取引特権 (Unlisted Trading Privileges, UTP) という制度である。地方証券取引所は見たように取引の多くを主要取引所上場銘柄に依存しているが、アメリカの地方証券取引所は、こうした他取引所上場銘柄を取引するのにあたって重複上場をとっているわけではなく、非上場取引特権によって非上場のまま取引しているのである。

例えばボストン証券取引所の場合、取引されている約一〇〇〇銘柄のうち、ボストン証券取引所に上場されているのは約二〇〇銘柄であることが紹介されていることから、残りの一八〇〇銘柄は非上場の形で取引さされていると考えられる。

2 非上場取引特権

アメリカでは、証券取引所で証券を取引するためには、形式的には二種類の手続きが必要とされる。証券を取り引所で取引きするためには、まず三四年証券取引所法第十二条 (a) 以下の定めにしたがつて証券取引所に登録されていなければならない。証券の登録は、発行会社が証券取引所に対して必要書類を添えて登録を申請し、(並行して上場手続きも進められているのが通常であるから) 証券取引所が登録・上場ともに承認したことをSECに通知してから一定期間が経過すれば有効となる。

また、証券の取引所取引のためには、各証券取引所規則に基づいて上場もなされなければならない。上場のためにはそれぞれの証券取引所の定めに従つた審査や手続きが必要である。たとえばニューヨーク証券取引所では、取引所が定めた上場基準が満たされている上で、発行会社が財務書類など必要事項を添えて上場を申請し、上場審査を受けるなど規定の手続きを行なわなければならない。発行会社は、証券取引所との間に上場契約を結び、財務情報の提供や適時情報開示などの義務と上場手数料の支払いなどについての取り決めをする。上場が承認されると取引所は、先ほど述べた登録と上場を承認した旨をSECに對して届け出る。このように三四年証券取引所法に定める登録と取引所規定による上場手続きは、同時並行的に進められるものと考えられる。

このように、証券取引所での取引にあたつて、証券は取引所への登録と上場とともにに行なう必要があるが、これは取引所取引の公正性と投資家保護を確保するために、取引所で取引される証券に一定の水準を要求するための手続きであると考えられる。取引所上場証券は、上場・登録後も三四年証券取引所法の要求する継続開示義務と各取引所が定めた継続・適時開示義務に従う必要があり、これによつて多くの店頭証券に比べてより厳しい開示規制にしたがつてはいるといふことができるるのである。

ところで、述べたように地方証券取引所で取引されている証券の多くはニューヨーク証券取引所上場銘柄であつて、当該地方証券取引所には上場も登録もなされていない。これは、三四年証券取引所法第十二条 (f) の定めによつて、国法証券取引所は、一定の条件を満たせば登録・上場していい証券であつても取引所取引を行なうことができる「非上場取引特権 (Unlisted Trading Privileges, UTP)」が認められていることにのついたもの

である。

三四年証券取引所法第十二条（f）の規定によると国法証券取引所に非上場取引特権が認められたのは次の三種類の場合である。

①一九六四年七月一日以前に非上場取引特権が認められていた証券についてはそのまま既得権として非上場取引を継続することができる。

②すでに他の国法証券取引所に登録・上場している証券については、SECの承認は不要で、そのまま非上場取引が認められる。

③店頭銘柄であっても、三四年証券取引所法第十二条（g）の条件を満たす登録証券であって上場証券と実質的に同等の情報開示義務が課されている場合には、取引所がSECに申請しSECの承認を得ることで非上場取引を行なうことができる。⁽⁵⁾

3 非上場取引の下での投資家保護

このように、アメリカでは国法証券取引所に非上場取引特権が認められており、一定の条件を満たせば証券を非上場のまま取引所で取引できることになっている。非上場取引では、通常の上場のような手続きは取られず、取引所取引を行なうにあたって発行会社の上場申請は不要である。したがって、発行会社の意志に反して非上場取引を行なうことも可能である。

また、上場申請が行なわれないのであるから、発行会社と取引所とが上場契約を結ぶことはなく、したがって取引開始に当たって審査が行なわれることもなく、発行会社の適時情報開示などを定めた上場契約が結ばれること

ともない。発行会社から取引所に対して上場手数料が支払われることもない。

さて、非上場取引特権は、取引所に正式に登録・上場されない証券の取引所取引を認めるわけであるから、取引所での取引にふさわしい取引の公正性や投資家保護をどのように確保するかという問題は重要である。

SECは、右記の②のケースのようにすでに他の証券取引所に登録・上場されている場合には、最初の登録・上場の時点で完全な手続きが行なわれ、その後も三四年法と取引所上場規定に定められた情報開示義務も課されているので、追加的な規制は投資家保護上必要がないとの見解を示している。⁽⁶⁾

非上場取引に承認を必要とする③のケースについては、その承認にあたって、(i) 非上場取引特権を適用することが公正で秩序ある市場の維持と投資家保護など法の目的に合致する、(ii) 当該証券における公衆の取引行動や取引の特性、既存市場への影響、全米市場システムの進展状況、(iii) 申請取引所の規則が当該証券のディーラーの執行能力や、ディーラー間ないしディーラーとスペシャリスト間の競争を不当に制限するものではないことをSECが確認しなければならないとされており、これらの点で問題が認められた場合は非上場取引を承認してはならないと定められている。

また、SECには非上場取引を停止ないし廃止する権限が与えられており、非上場取引の開始後六十日以内であればいつでも非上場取引を停止することができるほか、公益や投資家保護の上で必要かつ適切と認めた場合は十二か月を超えない期間非上場取引特権を停止することができる。またSECのほか、発行会社、ブローカー・ディーラー、その他善意の利害関係者からの申請によつても、通告と審問の機会を設けた後、SECは非上場取引特権を廃止もしくは十二か月を超えない期間停止することができる。

いつたん停止された非上場取引を再開する場合には、三種類のどのケースであつても、もっとも厳しい手続き

を必要とする③と同等の手続きを踏まねばならず、取引所はあらためて非上場取引特権の申請を行ない、③の承認の時と同様の条件で再開の承認を行なう必要がある。

」のように、非上場取引特権の承認と停止・廃止にあたっては、SECに広範な権限が認められており、取引の公正性や投資家保護に問題が認められた場合には、非上場取引の申請を承認しない、もしくは迅速に停止ないし廃止することができる。」こうしたSECの広い権限が併せて非上場取引の公正性を保証していると考えられる。

4 市場間競争と地方証券取引所の位置付け

非上場取引という観点から、アメリカの市場間競争における地方証券取引所の位置付けを考えてみよう。

証券取引所での取引は、そもそも発行会社の許可や申請によらずに、ブローカーやディーラーの取引要請にして取引をするという形から出発したのであるから、そもそも非上場取引であつたといふことができる。その後、証券取引所のステータスが高まるとともに取引所取引が公的なものとして認識されてくると、発行者に対して上場サービスを提供することとひきかえに上場のための条件を課したり情報開示義務を定めたりするようになったと考えられている。しかし非上場取引を完全に廃止することは容易ではなく、ニューヨーク証券取引所でさえ非上場部門を廃止して取引を上場証券に限定したのは一九一〇年のことであった。⁽⁷⁾

十分な単独上場証券を持たない地方証券取引所にとっては、非上場取引がいつそう重要であったのは当然である。地域的な証券を主に取引していた地方証券取引所は、通信技術の進歩によつて地理的な制約が薄れたことや、主要な証券発行者であった鉄道などの地方公益事業の統合といった国家の経済運営の変化などのために、徐々に

単独上場銘柄を失つていった。地方証券取引所は単独上場証券の減少をニューヨーク証券取引所上場証券の非上場取引で補わざるを得なかつた。⁽⁸⁾

地方証券取引所は、一九二〇年代に一時的に活況を呈したもの、その後再び非上場取引に大きく依存するようになつた。こうした中で、ニューヨーク証券取引所会員は、地方証券取引所の会員権も併せて取得し（二重会員 Dual Member）、地方証券取引所でのニューヨーク上場銘柄の取引を行なうようになつた。これに対しても地方単独会員は、二重会員との間に相互契約を結んで手数料収入を分け合うことで収入を確保するという取引形態が一般化した。

こうした状況の下で制定された一九三四年の証券取引所法では、当初は国法証券取引所での取引の公正性を守るために非上場取引を完全に禁止することが構想されたが、非上場取引に大きく依存する地方証券取引所の反対で実現せず、一九三六年の改正によつて、現在と大きく変わらない形で、①一九三四年以前に行なわれていた非上場取引の継続、②他の証券取引所の上場銘柄と、③取引所非上場証券であつて実質的に上場証券と同等の情報開示義務が課される銘柄、の二種類についてはSECの承認を必要とする、合計三種類の非上場取引特権が三四年法第十二条（f）に盛り込まれた。

非上場取引特権が証券取引所法によつて認められたことで、地方証券取引所は非上場取引を禁止されることは免れたものの、これまでのようなく自由に非上場取引を行なうことはできなくなつた。上場申請の場合には証券の方が取引所取引にふさわしいかどうかが審査されるのに対しても、非上場取引の場合は、取引所市場の側が非上場取引を行なうことが公共の利益もしくは投資家保護の上で必要ないし適切であることをSECに証明する必要があるとされ、SECの承認を得ない限り非上場取引を行なうこととはできなかつたからである。

とはいって、SECはごく初期の時期を除いて、②の他市場上場銘柄の非上場取引の審査条件を事実上緩和し、
②に関する規則を制定することで実質的に地方証券取引所での非上場取引を封じようとした。地方証券取引所で

こうした動きに対して、上場証券の取引流出をおそれたニューヨーク証券取引所は、十二条(f)に対して明示的に反対することはせずに、自らの会員に対して、他の証券取引所でニューヨーク上場銘柄の取引を行なうことを禁じる規則を制定することを許可する決定を下した。⁽¹⁰⁾この決定によって、証券取引所は、自市場上場証券が上場後どのニьюーヨーク上場銘柄の取引には、ニューヨーク証券取引所の二重会員が大きな役割を果たしていたから、これら二重会員の活動を制限すれば地方での非上場取引は実質的に不可能になるからである。

これに対してもSECは、地方証券取引所の規則制定を阻み、その会員が地方証券取引所で二重会員として活動することを許可する決定を下した。⁽¹¹⁾この決定によって、証券取引所は、自市場上場証券が上場後どの取引所で取引されるかについての決定権を事実上持たないことが示されたと言つてよい。

その後もSECは、地方証券取引所の非上場取引特権申請に対してほとんどすべてに承認を与えてづけ、また主要市場の側も自市場上場銘柄が地方証券取引所で非上場取引されることに意義を唱えることはほとんどなくなつた。SECは、最初の証券取引所に上場・登録した時には完全な登録がなされ、適切な開示義務にしたがつてるので、追加的な規制は不要であるという理由を述べて、ついには一九九四年の法改正⁽¹²⁾でSECへの申請・告知・承認のすべての手続きを不要とし、ニューヨーク証券取引所上場証券の地方証券取引所での非上場取引を自由化した。

5 おわりに

アメリカの非上場取引特権と地方証券取引所について概観した。アメリカの地方証券取引所では主要取引所上場証券を非上場のまま取引することがさかんに行なわれているが、こうした非上場取引は三四年証券取引所法第十二条(f)に定められている非上場取引特権に基づいており、SECの承認を必要としてきた。

SECは、証券取引所の非上場取引の承認責任を負つたことで、競争関係にある取引所市場に對して、取引証券の配分権限を持つことになる。証券は、いつたんどこかの証券取引所に上場されると、その後は発行会社の意向にも、また最初に上場が行なわれた取引所の意向にも関係なく、地方証券取引所の申請とSECの承認によつて他市場での非上場取引が行なわれることになるからである。

すでに述べたように、非上場取引はそもそも地方証券取引所の救済策的な意味いで導入されたが、その後もSECが他取引所上場銘柄の非上場取引の承認を機械的に行なつてきた背景には、地方取引所の収入不足や運営上の問題に対する公共政策的な配慮があつたと考えられる。SECは初期の非上場取引承認事例で、「われわれは小規模の諸取引所を存続せしめるとの望ましさと、これらの取引所にとってその取り引き高を増大する機会を与えていていることがいかに重要であるか」ということについても同様に無関心でいるわけではない」として、その立場を明示している。

地方証券取引所は、現在においてもニューヨーク証券取引所にとつて市場間競争の対等な相手となるだけの十分な取引規模を持っているとは言えないことはすでに見たとおりである。また、地方証券取引所のスペシャリリストは確定気配義務が免除されているが、このことは、地方証券取引所が気配値競争を対等に行なうだけの力がないことを示していると考えられる。

「ハーバード」とから、非上場取引特権が現在においても地方証券取引所に対する救済として機能している面があるにばかりか、かなり確かなものであると考えられるが、このことは、一市場に集中しがちな性質を持つ証券取引において、対等な市場間競争を維持するとの難しさを示しているのではないだろうか。

注

- (1) Securities and Exchange Commission (1994), *Market 2000 Report*.
- (2) New York Stock Exchange (1998), *NYSE FactBook 1998*.
- (3) 注(2) ヒ画。
- (4) ボストン証券取引所のホームページ: <http://www.bostonstock.com/>。
- (5) 非上場取引特権の対象のうち、③のケースは店頭証券の取引所非上場取引を意味するが、これは②のケースと対照的に極めて厳しく制限されましたが、本稿では触れなかつた。清水葉子（一九九九）「アメリカの非上場取引特権について」、「イングストメント」、第五一巻、第五章、No.315、大阪証券取引所、参照。
- (6) ただし、②の他取引所上場銘柄の非上場取引のケースも、当初は③と同様SECの承認を得る必要があつたが、一九四四年の法改正によって承認を不要とした（後述）。また、アメリカでは市場参加者であるブローカー・ディーラーに最良執行義務が課されており、他市場の最良気配より劣る執行が禁止されているが、このことも他市場上場銘柄の非上場取引の公正性を担保してくると言えられる。
- (7) New York Stock Exchange, *NYSE Company Manual*.
- (8) SEC報告書邦訳研究会（一九六二）『SEC証券市場特別調査報告書（十八）』第八章取引所市場—相互関係（下）。
- 九一—九五ページ。
- (9) 当初の非上場取引特権では、②の他市場上場証券のケースでもSECの承認が必要とされた。注(5) 参照。
- (10) Securities and Exchange Commission (1941) Release No.3033, October 6, 1941.
- (11) 一九九四年のコトコ法とそれによる新たなSEC規則の改訂は、Securities and Exchange Commission(1994),
注(8) 108ページ。

年金基金の議決権行使

福本 葵

1 今年の株主総会の傾向

一九九九年三月期決算企業の株主総会の大半は六月二九日に開催された。上場企業を中心に一二二七社が同日開催した。⁽¹⁾例年に比べ若干の分散化は見られるものの、大多数は同日一斉開催であった。本来、株式の所有者である株主が会社を統治する場であるはずの株主総会は、実質形骸化しており、株主総会を開催する会社にとっては質問や討議が行われない短時間の株主総会を良しとする傾向が強かつた。このような株主総会の開催形態については、従来から批判が多くなった。

しかし、今年、新聞紙上では、IR（インベスター・リレーションズ）の文字が散見されるようになつた。IRとは、企業自らが自社の経営理念や業績、将来性に関する正確な情報を自主的かつタイムリーに開示（ディスクローズ）し、株主らの投資家から経営への信頼と正当な評価を得ることを目的とするものである。会社は、株主総会をIR活動の一環と捕らえ、株主に情報を開示し、株主との対話を図る傾向にある。

また、近年、株主の行動についても変化が見られるようになつた。これまでの、株主総会では、代表的な株主である機関投資家の議決権行使はほとんど見られなかつた。年金基金運用のため、多くの上場企業の株式を保有する生命保険会社や信託銀行といった機関投資家についても、投資先の会社に白紙委任状を提出し、事実上、反対票を投じることはなかつた。ところが、一九九八年六月、三井信託銀行は、企業年金の投資先企業のうち、証券不祥事や総会屋への利益供与事件を起こした企業を対象に、株主総会で議決権を行使し、退任役員への退職金議案に対して事実上反対する方針を固めた。⁽²⁾これに次いで、今年、日本生命保険や東洋信託銀行などの生保、信託の大手各社は、顧客から預かれた資金の運用先企業に対し、一九九九年の株主総会から株主議決権行使することとし、各社とも顧客の利益に反する議案には反対票を投じることを検討した。⁽³⁾また、第一生命保険は、初めて企業側の議案に対し、反対票を投じた。同社では、議決権行使の行動指針を作成し、株式を保有する企業の議案を精査した。そこで、著しく配当性向が低いなど、株主の利益に反していると判断した企業のうち、一社の議案に対し、反対票を投じた。⁽⁴⁾

従来、日本の機関投資家の大半は、投資先企業の株主総会の際に、白紙委任状を提出することによって、投資先企業の提出案に賛成票を投じてきた。しかし、近年、加入者および受給者の資産運用の代理人である年金基金について、機関投資家に受託者責任を問う議論が活発化している。⁽⁵⁾中でも年金基金の株主としての議決権行使が重要視されている。

2 年金基金の株主議決権行使の背景

そこで、本稿では、年金基金を運用する機関投資家の株主総会における議決権行使について考察する。まず、従来、議決権行使しなかつた機関投資家が、なぜ、近年になって、議決権行使を検討し始めたか。その動機となつたものは何か。

日本の機関投資家が株主総会における株主としての態度を変化させる背景には、外資系信託銀行等の年金受託者との競争があげられる。現在、外資系信託銀行が年金受託のシェアを拡大しつつある。外資系会社は、受託者

責任の下、顧客の利益に反する議案には反対する行動を取り続けている。このような外資系会社の影響を受け、それまで、白紙委任状を提出し、「物言わぬ株主」であった日本の年金受託者である機関投資家は、対応の改善をせざるを得なくなっている。

改善策の一つとしては、収益性の低い投資先企業の株式を売却することもあげられるが、年金基金が長期の保有を予定していることや、株価の暴落から、収益が下がつたので即、売却するという行動がとりにくくなっている⁽²⁾。そこで、株式を保有したまま、収益性を上げる方法を考えなければならない。その一つに、今まで「物言わぬ株主」であった態度を「物申す株主」に変化させることがあげられる。投資先企業の株主総会の際、年金基金の受託者である機関投資家が株主として議決権行使することもその一つである。

また、国際分散投資の方針から、外資系信託銀行等の機関投資家が、日本企業をその投資先とする傾向が見られる。アメリカにおいては、年金基金や投資信託の規模が拡大している。日本における株価の暴落は、海外機関投資家にとっても、株式の売却を困難なものとしている。そこで、株式を保有したまま、収益性を追及するためには、積極的に議決権行使する動きが見られる。

日本における機関投資家の議決権行使への動きは、第一義的には、日本市場において外資系の年金受託会社との競争から生じるものであり、第二義的には、日本企業を投資先とする海外機関投資家の影響を受けているという点で、国際化の影響を色濃く受けたものであると言えるであろう。

3 年金基金の受託者責任

機関投資家が議決権行使を始めた背景として、近年、年金基金やその運用委託を受けた保険会社や信託銀行

の受託者責任が問われるようになっていることがあげられる。受託者とは、一般に、他人のために法律行為や事実行為の委託を受けた者を指す。狭義には、信託法上の受託を受けた者をいう。信託法では「受託者は信託行為の定むる所に従ひ信託財産の管理又は処分を為すことを要す」とある（第四条）。また、「受託者は信託の本旨に従ひ善良なる管理者の注意を以て信託事務を処理することを要す」と定めている（第二十条）。

年金基金に関して言えば、基金は加入者から資金を預かり、資産運用を行うものである。加入者が委託者であり、年金基金は受託者である。受託者である年金基金は委託者である加入者の利益を尊重した行動をとらねばならない。年金基金の受託者責任を問う裁判として、平成六年一月一六日に解散した日本紡績業厚生年金基金の理事に対し、受託者責任を追及し、損害賠償を請求する訴えが大阪地方裁判所に提起された⁽³⁾。第一義的に受託者責任というと、加入者が委託者、年金基金（その代表は理事）は受託者ということになろう。更に、日本の年金制度は、年金基金は自らが資金運用するのではなく、信託銀行と委託契約を結ぶ場合、投資顧問会社に運用を委託し、その投資顧問会社が信託銀行と特定金銭信託契約を結び管理を委託する場合、保険会社に運用委託する場合の三つの類型に分けられる。そこで、年金基金の理事が投資顧問会社、信託銀行、保険会社に対し、受託者責任を問う裁判を提起する裁判例も見られるようになつた⁽⁴⁾。年金基金を委託者、運用機関を受託者とする構造である。

年金基金の投資先企業が明らかに株主の不利益となる行動を取った場合、従来のように、信託銀行や生命保険会社といった機関投資家がそれを放置する、議決権を投資先企業任せにすると「⁽⁵⁾」行動は、年金の加入者の利益に繋がるということになる。受託者責任を問われる事態が発生する。

4 議決権行使の判断基準

年金を受託した生命保険会社や信託銀行の受託者責任が見直される昨今、各機関投資家は、投資先企業の株主総会において、議決権行使するか否かについての基準を設ける必要がある。この基準をもとに、どのような事柄が加入者の利益に反するかについて、詳細に精査、検討し、議決権行使するか否かを判断する。

米国最大の公的年金基金であるカリフォルニア州公務員退職年金基金（The California Public Employees' Retirement System 以下、カルパース）は議決権行使の詳細な基準を設けている。カルパースの議決権行使ガイドラインの内容は、国内株と外国株とでは異なっている。ガバナンスの方法がそれぞれで異なると考えているからである。以下では、アメリカ国内株の議決権行使基準について見ていくとする。

5 カルパースの議決権行使ガイドライン

カルパースのアメリカ国内株の議決権行使ガイドラインは、三章から成っている。第一章は、取締役の経済的責任の基準を明記したものであり、第二章は、取締役の社会的責任について、第三章でそれぞれの項目について議決権と投じるかの基準が記載されている。⁽¹⁰⁾

（1）取締役の選出、取締役会等についての投票基準

① ずらし任期

アメリカには通常年一回の取締役選出のほかに、ずらし任期（Staggered Term）の取締役が存在する。ずらし任期は、会社システムの経済的利益にとって有益であると判断された場合に採用されるものである。ガイドラインはこの制度そのものには反対ではない。しかし、会社システムの経済的利益に反していると判断される場合は

投票を差し控えるか、または、立候補者に反対票を投じる。更には、ずらし任期制度自体を無効にする提案をなす。

② ノンサルタント手数料

会社からコンサルタント手数料を受け取る取締役には投票しない。コンサルタント手数料とは、法的なカウンセリングや会社の発行する証券の起債を行う投資銀行に対する手数料等である。

③ 有権者代表制度

会社の取締役の第一義的な責任はすべての株主の利益になるよう、「会社を方向付ける」とある。従って、提案されている取締役の資格は、すべての株主のために機能すると期待される。このことからも有権者が全株主を代表して投票する有権者代表制度の採用については反対票を投げる。

④ 累積投票

カリリフォルニア州法（Sec. 6900, Government Code）の下、政府の年金基金のために必要とされている累積投票には賛成票を投げる。

⑤ 取締役の責任除去または制限

理解可能な基準を超える任務懈怠や他の注意義務違反を含む取締役の責任について、その責任の回避や制限を求めている会社の提案に反対する。

⑥ 損害賠償の増額

忠実義務の基準を満たさないと要求しているにもかかわらず、注意義務違反を犯した取締役その他の役員（officer）が引き起こした損害による損害賠償の増額を要求する会社の提案に賛成する。更に、取締役や officer が

忠実に行動せず、その者が会社に最も利益になると当然に信じて いる目的を遂行しないのであれば、その取締役や officer の防御が失敗した場合の損害賠償の増額提案に賛成する。

⑦ 監督責任

一般に取締役会で推薦された取締役の候補者全員に対し、それまでの取締役が監督責任の遂行に怠慢であったように思われる時を除いて、賛成に投じられる。カルパースのスタッフはこのような監督責任が適切に行われていない、資金の長期のリターン期待を害する危機にいると思われるときはいつも、会社管理者にコンタクトする。この評価をする際に考えられる要因は乗っ取り、株主権の制限、不正な補償案、長期の程度が低パフォーマンスに対抗する施策の設立である。管理側からの反応が満足の行くものでないと認められる時は、株主総会で取締役の候補者全員に反対票が投じられる。会社はこの意図を知らされる。

(2) 資産構造

① 株式増加の承認

株式を増加させることについての承認は他の説得的理由を示せないなら、その時点から一二ヶ月のうちに資金的に必要な量までに制限されている。

② 経営権の買取

公開企業がレバレッジドバイアウトを通じて所有される傾向にあるときはいつも、カルパースのスタッフは注意深く、取引が株主の利益になるか、それが主に現在の管理者の利益を求めるものであることを計画しているか評価する。カルパースのスタッフは以下のガイドラインにそつて考える。

(a) 経営権の買取は可能性のある競争相手が会社に投機する機会を得ており、競争に入ってくる機会を得ている時にだけ、許されるべきである。

(b) 管理者はいわゆるロックアップを含む操作方法を使うことを禁止されるべきである。ロックアップとは第三競争者が管理者やその同盟者と競争することを防ぐ方法である。

(c) 管理者がすでに支配的利権を持っているのであれば、残留している公的な株主の持つ株式を買収して競争者に匹敵するようになるか、それより上位に立つべきである。あるいは、代わりに、最高の競争相手に証券を売却するべきである。

(d) カルパースのスタッフの評価が、管理者が完全に株主の最高利益のためにはならないこと示すなら、レバレッジドバイアウトに反対する投票がなされる。

③ 合併／買収

合併や買収、株式買取申出、敵対的乗っ取りに関するすべての提案は年金システムの利益になるか決定するために詳細な調査が必要である。管理者側や利害関係のない者が決定した株主の利益を害する如何なる提案も反対される。反対は以下の一つまたは全てを含む。以下の行為が年金システムの利益になると判断した場合における、有害な行動への反対代理投票、会社管理者側とのコミュニケーション、株主代表訴訟に参加、株主総会への参加、発言、株主の利益集団への参加、株式売却を含めたその他の行為である。

④ 新株引受権 (Preemptive Rights)

新株発行の際、資本の5%の株主または、それ以下の株主を除いて、株主に新株引受権を認める提案に対しても票は賛成に投じられる。更に、新株発行の際、資本の5%株主または、それ以下の株主を除いて新株引受権を制限する提案に対して反対票が投じられる。

⑤ 自社株買

株式を発行する会社によるどのような自社株買も、それが合法的な会社の目的のためであり、企業の防衛を増強するべき試みではないことを保証するために調査される。しかしながら、株主がそのような自社株買の投票をする機会を持たないことはしばしば認められる。一般に取締役会は会社がその会社資本の一一定量まで一定の時期に自社株買を行うことを認められている場合、自社株買のプログラムを認める。」のような判断を示す機会が与えられているのであれば、購入については是非が判断される。

⑥ 単純な大多数の承認 (Simple Majority Approval)

一般に、合併提案と同等の数量を期待する利害関係のない（競争相手によって保有されていない）単純な大多数承認に対し票は賛成に投じられる。さらに高いパーセンテージを必要とする提案は、年金システムの経済的利益に見合った場合にのみ賛成される。

(3) コーポレートガバナンスと契約の問題

① 監査役

会社の監査役が彼らの監査義務を履行するにつき、緩慢であると信すべき理由があるとき、票は反対に投じられる。

② 高額退職金 (Golden Parachutes)

取締役が退職する際に、高額な退職金を支払うことを「ゴールデンパラシュート」という。会社の売上の上昇における通常の形態ではない、有利な報酬構造を生み出そうとするどのような試みもケースバイケースで審査すべきである。しかし、会社の売上は、計画が立ち上げられている時には明白でない可能性があることを注意すべきである。（有利な報酬構造創設の計画時点では、会社の売上が未確定の可能性がある）。

③ 株主提案

経済的な事項に関する株主提案は考慮される。会社に対しては、これらの提案に対する適切に対応することが義務付けられる。不適切または不用意な対応は年金基金にとって不利に働く可能性がある。更に、それらの株主議案提案権は年金システムの利益に最良であるか、財政的意味を持つので、株主提案に対しては、注意して審査される。

(4) 役員報酬およびストックオプション計画

① 外部取締役に対するストックオプション

外部取締役に対するストックオプションは正当な理由があり、明確な発行条件と執行条件が定められており、極端な株式希釈がない場合に承認される。更に、金銭の支払いの代わりのストックオプションはかなり好意的に受け止められる。

② Officerに対する貸金

会社役員 (officer) に株式を購入させる目的での、特に援助的利率での多額の貸金を認める会社の提案は更に慎重な調査を必要とする。株主が officer に対する実際の貸金案に投票する機会を得る」とは稀である。もつと可能性の高いのは、会社がこのような貸金認めた後に、代理の声明でもって、株主に知らせることである。一般に、株主がこのような問題に投票の機会を持つとき、それは貸金が提出されている条項の一つにその計画があるという文脈で使われる。このような判断をする際に、過去行われた習慣を見る」とは重要である。会社がこのような資金を過去、頻繁に利用しているのであれば、そして、多くの場合、これらの貸金がその後に免除されているの

であれば、計画において、これらの過去の習慣は最終票を投じる上で、圧力を持つかもしれない。一見解として、状況が通常ではないと言つことを示す例外がなければ、一般には反対票が投じられるであろう。

③ オプションの再評価

管理者のストックオプションが株価を低下させるような会社提案は慎重に審査されるべきであろう。全ての会社に影響を与えていたる広範囲の市場価格の下落からその要請が生じるものであれば、肯定的な可能性がある。特定の会社の株式市場価格が低下し、それが管理者の決定の結果生じるものであれば、否定的な結論が導き出されうである。株主が実際の再評価の状況について投票する機会を与えることはあまりない。それよりも事実が生じた後に会社が株主に情報を与えることのほうが可能性としては大きい。再評価を行つたり、再評価を提供する計画を認める提案に対応するとも、二つの最も重要な要因が株価パフォーマンス（再評価とは逆の関係にある）と再評価の歴史（過去の習慣）である。

④ ストックオプション

ストックオプションとインセンティブ報酬 (incentive compensation) の計画は会社人事のモチベーションという決定的な目的を持たなければならない。このような計画は個人と会社のパフォーマンスに緊密に関係がある。過度に浪費的と考えられる場合には反対票が投じられるであろう。給料や役員報酬もこの決定と同じ到達点であると考えられる。（会社の役員に対する給料は会社の人事と同様、市場の条件を正確に反映するべきである。人事は必要とされる技能と能力を身につけ、維持するために必要な量だけを支払うべきである。）すべての役員報酬は正当な企業ニーズを反映するべきであり、コストベネフィット分析の下で自らの功績に依拠することが可能であるべきである。

(5) 取締役の社会的責任の基準

こののような票は会社の内容に応じて、ケースバイケースで決定されなければならない。計画は会社の過去に行つてきたことを審査するが、それは特別の問題が生じた場合において、会社が保守的になるべきか、革新的になるべきか、決定するためである。

取締役会の受託者義務は容認できるリスクを取りながら、ファンダントで、最も高いリターンを獲得することである。ファンダントは投資先の会社の管理者に社会的考慮に対し見識をもつて、適切に行動することを期待している。仮に、社会的責任について、適切でない慣習が始まつたら、取締役会は会社管理がそれらを制限するよう動き、繰り返しを避けるために適切なコントロールが行われることを期待する。

人権侵害が行われている国または環境において、会社が営業している場合、取締役会はこれら侵害を除去する最大限の革新的行動に期待する。このような権利侵害があるために利益を受けていない従業員のために、取締役会は従業員の全員とその家族が生命の尊厳と個人的健康を求めるニーズを保証する目的で、会社が自らの個々の合理的、合法的に許された手段を遣り通すことを期待する。このような環境において会社の営業は、株主に情報を提供する特別な報告を続ける。もし、進歩が明らかに欠如しているなら、問題は会社が他の圧力団体に屈していないか注意深く審査されるべきである。

(6) 議決権行使のガイドライン

株価収益率管理委員会 (PERS' Board of Administration) が取締役会の政策と一貫性を持つすべての代理権と投票指示を実行するために、スタッフに権限を委譲する。ガイドラインはこの仕事を行うの助けとなるように意図される。しかし、これらはただのガイドラインにすぎない。取締役会は特別な状況になれば、それに応じた対

応がある」とを認めている。このため、経営の幹部や投資決定の幹部が、ケースバイケースで、ガイドラインとは異なるが株価収益率にとつては利益となるような投票を認める可能性が有る。

アメリカ国内株の議決権行使のガイドラインは、三章の後半に記載されている。」」では、その詳細について紙面の関係上省略するが、以下に続くガイドラインは、詳細かつ多岐に渡っている。」」これまで述べたようなどの業種にも共通する取締役会に関するもの他、例えば、食品業者に対するもの、環境問題を考慮に入れたもの、銃の販売業者に対するものなど、社会問題に対する責任についても、個々のガイドラインを設けている。

6 まとめ

近年、年金基金を運用する機関投資家の議決権行使が行われる傾向にある。これまで、日本の機関投資家は、投資先会社に白紙委任状を提出し、議決権行使することはほとんどないといつても過言ではなかつた。しかし、投資先会社の取締役が、明らかに加入者に対して、不利益な行動を取つた場合、これを黙認することは、年金の受託者としての責任を全うしないことになる。

今回、概観したカルパースの基準は、アメリカ国内株の基準である。冒頭に、日本においても機関投資家の議決権行使が、始まつたと述べた。カルパースのガイドラインは、日本の機関投資家が日本の投資先の議決権行使する際の判断基準を作成するのに参考となると考えられる。また、カルパースは、日本企業に対し、海外向けのガイドラインを設け、議決権行使の判断基準としている。カルパースは投資家として、日本企業に対し、ガイドラインの下、アグレッシブに行動している。」」のような行動は、日本の機関投資家にも要求されるようになつてきている。そのためには、日本の機関投資家も、確固たる判断基準を設け、また、一つ一つの議案に対し、慎重に判断する能力が要求される。

- (1) 「日本経済新聞」一九九九年六月二九日、参照。
- (2) http://www.jira.or.jp/jr_01.html 参照。
- (3) 「反対するのは、野村證券、日興證券、大和證券、三菱自動車、三菱地所が株主に提案している「退任役員に対する退職慰労金」の議案・各社とも不祥事で経営陣などから逮捕者を出した。引責辞任した役員などに合計数億から数十億円に上る退職金を支払うとみられる。」「日本経済新聞」一九九八年六月二十四日、参照。
- (4) 「日本経済新聞」一九九九年六月一日、参照。
- (5) 「日本経済新聞」一九九九年六月三十日、参照。
- (6) 「年金基金のコーポレート・ガバナンスに関する研究会報告書—議決権行使のための行動指針—」(平成一〇年六月)
<http://www.dirus.com/Press/honbun.htm>
- (7) 首藤恵・鈴木裕「わが国年金基金のコーポレート・ガバナンス」「証券アナリストジャーナル」九八年八月号 「株主が投資先企業と経営に関与する方法は、「退出」(Exit)と「発言」(Voice)の二つに他別される。」
- (8) 平成七年、日本紡績業厚生年金基金の加入事業所であった三社は、元理事長と元常務理事を相手に、解散時に負担した特別掛金のうち約六四〇〇万円についての損害賠償請求を、大阪地裁に提訴した。池田秀雄「受託者責任Q&A」参照。
- (9) 東京実業厚生年金基金の損害賠償請求訴訟。九八年八月東京実業厚生年金基金は、国際投信投資顧問に対し損害賠償請求訴訟を提訴した。http://www.nenkin.co.jp/view/9811_c.html 参照。
- (10) <http://www.calpers.ca.gov> 参照。