

証 研

レポート



No.1580

2000年3月

最近の公社債発行市場の概況（上） 松尾 順介（1）

米国の店舗規制について 伊豆 久（11）

米国株式市場統合をめぐる新たな展開
～S E Cのリリースと関係者の議会証言～ 吉川 真裕（21）

証券外務員に対する規制
～保険募集人との比較～ 清水 葉子（36）

イギリスの清算会社・ロンドンクリアリングハウス
福本 葵（46）

財団法人 日本証券経済研究所

最近の公社債発行市場の概況（上）

松尾 順介

はじめに

長引く低金利のなかで、個人投資家が債券投資に向かう傾向が強まっている。従来は債券投資は、一部の国債、金融債、電力債などを除けば、個人による債券投資はみられなかつたが、最近では個人向け普通社債が好調に販売されているのみならず、為替リスクを伴う外債や、日経平均連動債などのようなデリバティブを組み合わせた仕組み債も個人向け販売されている。一般に日本で発行されている債券は、元本償還の可能性が高いものが多いが、必ずしも確実ではなく、デイフォルト・リスクがあるだけでなく、為替リスクや株価変動リスクなどがあり、これらのリスクは言うまでもなく投資家の自己責任に委ねられている。

本稿では、日本で発行されている公社債の概況を簡単に説明し、最近の変化を紹介する。

1 公社債の種類

公社債とは、公的機関の発行する債券（公共債）と民間の発行する債券の総称であるが、発行体はその発行によつて投資家から資金調達を行なうため、発行体にとっては債務となる。発行体別に、国債、地方債、政府関係機関債、金融債、社債（事業債）、外国債がある。

第一に、国債は、中央政府（国）の発行する債券であり、満期別に短期国債（一年以内）、中期国債（二～五年）、長期国債（六～一〇年）、超長期国債（一〇年超）に大別されている。ただし、二〇〇〇年一月からは五年利付債も発行されるようになった。従来、五年物利付国債は同年限の利付金融債と競合するため、長信銀の反対が強く発行されていなかつたが、五年物がないために流通市場での指標性が低下し、中期債市場の適正な拡大を阻害しているという批判が根強かつた。

第二に、地方債は、広義には「地方公共団体が負担する債務で返済が一会计年度をこえるもの」とされるが、証書借入と証券発行があり、公社債市場では、証券形態のものだけを一般に地方債と称している。このうち、広く一般投資家向けに発行されるのが公募地方債であり、地元銀行などに私募で発行されるものが非公募（縁故）地方債である。地方債も従来一〇年物に限定されてきたが、近年五年物の発行が本格的に論議されている。

第三に、政府関係機関債は、公庫・公團・事業団などの政府関係機関が発行する債券で、通常政府保証が付けられているため、政府保証債とも称される。ただし、放送債券や東京交通債券（営団地下鉄債）のように一部には政府保証のない債券もあるが、これらは一般の社債と同様に証券会社を通じて募集されるため、公社債市場では一般事業債として通常扱われている。

以上三種類を一括して、公共債と称する場合もある。

第四に、金融債は、金融機関の発行する債券であり、従来は長信銀三行が発行の中心であり、種類も五年物利付金融債と一年物割引金融債に限定されてきたが、現在は期間も多様化し、大きな変化にさらされている。

第五に、社債は、民間企業の発行する債券であり、事業債ともよばれる。電力会社の社債を電力債、それ以外を一般事業債と呼ぶこともある。さらに、現在では普通銀行やノンバンクも社債の発行が解禁されているだけで

なく、五年物や変動利付債も発行されている。

第六に、外国債は、外国政府や企業が国内で発行する債券であり、とくに円建てで発行されるものを円建て外債という。

2 公社債の発行状況

第一に、国債の発行は、一九九八年度九六兆円であり、全公社債発行額一四七兆円の約六五%に達しており、公社債市場の中核的な存在であるが、近年政府財政の悪化にともない、その発行額は増加傾向にある。内訳としては、一〇年利付国債一六兆円、中期国債六・五兆円、短期国債三九・五兆円、超長期国債一・四兆円などとなつてている。

第二に、地方債は、一九九八年度公募債二兆円、繰故地方債（証券形態）五兆円となつていて。近年の地方債の発行額は地方自治体の財政悪化を反映して急増しており、公募債だけをとっても、一九九〇年度九四〇〇億円から一〇年間で倍増している。

第三に、政府関係機関債は、一九九八年度二・一兆円から一九九九年度は三・一兆円へと増額している。これは、同年度から新規発行された預金保険機構債券六〇〇〇億円が大きく影響している。また、同機構債は政府保証債として初めての四年債であった。

第四に、金融債は、一九九八年度二四兆円となつており、九五年度の四三兆円から減少傾向にある。そのうち、割引金融債は一四兆円、利付金融債は一〇兆円となつており、割引金融債は九五年度の三〇兆円から半減している。これは割引金融債の消化先である個人の購買意欲が、長信銀の信用不安によって減退したためであると考えられる。

第五に、社債は一九九八年度に普通社債の発行額が一〇兆円を超えて過去最高を記録した。この背景には、近年の社債制度改革の進展によって、社債発行の規制緩和が行われたことが指摘できる。これによって、銀行融資から社債発行へのシフトが見られたが、他方で銀行の信用不安によって、大企業が資金調達を前倒しの社債発行で実施したことも急増の要因であった。したがって、一九九九年度になつて信用不安が落ち着いたことで、社債発行は低下したが、BBB格の低格付け社債は個人需要の高まりによって拡大している。

第六に、外国債のうち、円建て外債（資産担保証券を除く）は、一九九八年度一五〇〇億円と低迷した。円建て外債は一九九六年度三・八兆円に達していたが、アジア通貨危機による投資需要の冷え込みや日本の金融システム不安による起債敬遠が原因で低迷した。しかし、最近回復の兆しも見え始めている。

3 公社債の消化状況

第一に、国債の消化は、長期利付国債（市中公募）の場合、金融機関による消化が比較的高く、一九九八年度では都長銀一五・六%、地銀五・三%、信託一・六%となつており、第二地銀や信金を併せると、合計二七・七%を占めている。他方、割引国債は個人の割合が三一・五%と最も高く、個人を中心とした消化となつていて。また、その他の比率が高い（長期債六三・九%、割引債四〇・七%）が、その大部分は金融機関が最終的に消化しているものといわれている。

第二に、地方債の消化は、一九九八年度で都長銀一八・三%、地銀七・四%、信託三・二%となつており、個人は三・三%である。ここでも、その他の比率が五七・三%となつていてが、その大半は証券会社であり、最終

表1 公社債発行額

(単位：億円)

年	公募公共債計		国債 ^(注2)		市中消化国債 ^(注3)		利付			
	銘柄数	発行額	銘柄数	発行額	銘柄数	発行額	30,20,15年債(超長國)		10年債(長國)	
							銘柄数	発行額	銘柄数	発行額
1997	174	758,052	63	710,838	63	548,526	4	15,951	9	122,095
1998	167	1,002,069	63	958,429	63	691,123	3	23,984	8	162,590

年	利付				割引				資金運用部、日本銀行応募等 ^(注4)	
	6年債(長國)	4,2年債(中国)	5年債(割引)	1年、6,3か月債(割引初期)	銘柄数	発行額	銘柄数	発行額		
	銘柄数	発行額	銘柄数	発行額	銘柄数	発行額	銘柄数	発行額	銘柄数	発行額
1997	5	25,524	16	45,245	5	2,486	24	337,225	—	162,313
1998	6	41,392	17	65,549	5	2,429	24	395,178	—	267,307

年	地方債		政府保証債 ^(注5)		緑故地方債 ^(注6)		私募特別債 ^(注7)		うち、市中消化分	
	銘柄数	発行額	銘柄数	発行額	銘柄数	発行額	銘柄数	発行額	銘柄数	発行額
	銘柄数	発行額	銘柄数	発行額	銘柄数	発行額	銘柄数	発行額	銘柄数	発行額
1997	69	18,510	42	28,704	573	42,573	283	58,110	99	11,903
1998	69	17,540	35	26,100	615	50,239	239	54,935	92	11,500

年	公募民間債計		普通社債 ^(注9,10)		電力債		一般債 ^(注8)		NTT・JR・JT債	
	銘柄数	発行額	銘柄数	発行額	銘柄数	発行額	銘柄数	発行額	銘柄数	発行額
	銘柄数	発行額	銘柄数	発行額	銘柄数	発行額	銘柄数	発行額	銘柄数	発行額
1997	578	90,275	529	86,895	44	19,450	477	63,845	8	3,600
1998	709	110,454	635	104,534	61	22,700	566	78,384	8	3,450

年	資産担保型社債		転換社債 ^(注10)		新株引受権付社債		私募社債 ^(注10)	
	銘柄数	発行額	銘柄数	発行額	銘柄数	発行額	銘柄数	発行額
	銘柄数	発行額	銘柄数	発行額	銘柄数	発行額	銘柄数	発行額
1997	28	1,100	21	2,280	—	—	1,465	5,633
1998	59	3,780	15	2,140	—	—	1,626	8,517

年	金融債		割引金融債		利付金融債		非居住者債(円建) ^(注11)		円建外債	
	銘柄数	発行額	銘柄数	発行額	銘柄数	発行額	銘柄数	発行額	銘柄数	発行額
	銘柄数	発行額	銘柄数	発行額	銘柄数	発行額	銘柄数	発行額	銘柄数	発行額
1997	700	282,609	144	189,921	556	92,688	94	16,099	66	15,818
1998	712	244,741	144	140,095	568	104,646	76	3,929	10	1,525

年	公社債合計		(参考) 政府短期証券 ^(注12)	
	銘柄数	発行額	発行額	
1997	3,867	1,253,351	2,112,730	
1998	4,144	1,474,883	2,221,870	

表1注

- (注1) 単位未満については四捨五入である。
- (注2) 国債は1966年以降発行のいわゆる新国債及びその借換債で大蔵大臣の指定する者による応募分を含む。1990年3月発行の割引国債(30年債・第1回、発行額365億8,740万円)を含む。日本国有鉄道清算事業団債券承継国債を含む。
- (注3) 市中消化国債には郵便局窓販分(当初予定額全額を計上)を含む。
- (注4) 資金運用部・日本銀行応募分には、郵便貯金資金の金融自由化対策資金による応募を含む。
- (注5) 政保債は公募のみ。
- (注6) 緑故地方債は、地方債協会調べ。都道府県・政令指定都市により発行される証券形式のもののみ(証券貸付のものは含まず)。また、地方公社の発行したものは含む。
- (注7) 私募特別債は政府関係機関の発行した私募債(政府保証の付くものも含む)、「うち市中消化分」は資金運用部、簡易保険局資金引受分を除いたもの。
- (注8) 一般債には銀行債を含む。
- (注9) 普通社債にはデュアル・カレンシー債、リバース・デュアル・カレンシー債および外貨建債(払込日の実勢レートで円換算)を含む。
- (注10) 私募社債には、東京交通債券、放送債券、外貨建債(振込日の実勢レートで円換算)の私募発行分を含む。
- (注11) 非住居者債(円建)にはデュアル・カレンシー債、リバース・デュアル・カレンシー債、転換社債及び資産担保型社債を含む。
- (注12) 政府短期証券は日本銀行調べ。

(資料)「証券業報」各年報

第四に、金融債の消化は、割引金融債の場合、一九八九年度で個人・その他の比率が一〇〇・〇%を占めている。その理由として、割引金融債が無記名式で税金の申告の必要がなく、一万円単位から証券会社でも購入できるために、個人資産家に根強い人気があることがあげられる。また、利付金融債は地銀八・八%、第二地銀五・五%、商中・信金一一・一%などとなつていて、地銀のそれが高いことを反映している。また、この場合のその他(五七・〇%)も金融機関が多いといわれている。

第三に、政府関係機関債の消化は、一九九八年度で都長銀六・七%、地銀一二・八%、農中・農協八・三%、商中・信金八・〇%、第二地銀五・四%などとなっている。金融機関中心の消化であるが、地銀をはじめ地方の中小金融機関の消化比率が相対的に高い。これは金融機関を糾合した引受けシートの引受け分担率において、地銀のそれが高いことを反映している。また、この場合のその他(五七・〇%)も金融機関が多いといわれている。

ており、地方金融機関の消化比率が高い。

第五に、社債の消化については、普通社債の場合、かつては金融機関中心の消化であったが、一九九八年度では保険一八・六%、農中・農協一三・八%となっており、機関投資家の中心の消化構造となっている。ただし、最近は個人向けB B B格社債の増加を反映して、個人の比率も高まっている。また、転換社債も恒常的に個人消化の比率が高い。

第六に、円建て外債の消化は、一九九八年度で保険二六・三%、個人二三・五%であり、機関投資家と個人投資家の消化に分かれている。

4 公共債の発行方法

国債の発行方式には、シート引受発行と公募入札発行があるが、シート引受発行は長期国債と五年割引国債に適用されている。この方式では、国債募集引受団（国債引受シート）は、国債発行事務を委託している日本銀行との間で「募集取扱いならびに引受契約」を締結し、広く投資家に対する募集を取扱う（売れ残りは自ら買い取る）。発行条件は、大蔵省がまず利率を提示し、シートメンバーが希望価格と希望額を入札し、高い価格のものから募入（落札）される。ただし、入札による募入額は全体の六〇%までとされ（部分的入札発行）、残りはメンバーに平均募入価格で配分される。また、公募入札発行は、超長期国債・中期国債・割引短期国債に適用されており、この方式では全額が入札発行される。応募資格者はシートメンバーである。

地方債の発行は、まず計画予算策定し、地方公共団体議会の審査承認を経た上で、自治大臣または都道府県知事の許可を受けなければならない（地方自治法第二五〇条）。また、起債できる場合も、公営企業財源、中小企

業高度化貸付金財源、災害復旧事業費財源、借換え財源などの適債事業に限定されている。さらに、公募地方債は、一六の都道府県と一二の政令指定都市に発行が限定されており、その発行に際しては、募集取扱いを行なう引受シートが結成され、発行体はこのシートとの交渉で発行条件を決定し、売れ残りが生じた場合はシートが買い取ることになっている。また、シートは地方公共団体の公金取扱金融機関に指定されている指定金融機関などの金融機関と証券会社によって組成される。公募地方債の発行条件は、地方自治体間の銘柄格差はつけられていないが、現在

表2 公社債消化状況（1998年度）

（単位：百万円）

	発行額	都市・長期信用銀行	地方銀行		信託銀行		保険
市中公募長期利付国債	16,259,000	2,537,269	15.6	861,707	5.3	259,274	1.6
割引国債	242,856	34,328	14.1	13,243	5.5	4,925	2.0
地方債	1,754,000	320,120	18.3	129,199	7.4	57,919	3.3
政府保証債	2,609,970	175,795	6.7	332,960	12.8	40,999	1.6
普通社債	10,453,400	151,900	1.5	269,200	2.6	616,840	5.9
電力債	2,270,000	63,600	2.8	29,700	1.3	98,640	4.3
一般債	7,838,400	85,300	1.1	239,000	3.0	500,300	6.4
NTT・JR・JT債	345,000	3,000	0.9	—	0.1	17,900	5.2
金融債	24,474,109	344,810	1.4	916,300	3.7	147,134	0.6
割引金融債	14,009,544	—	—	—	—	—	161
利付金融債	10,464,565	344,810	3.3	916,300	8.8	147,134	1.4
非居住者債（円建）	392,900	—	—	11,500	2.9	1,850	0.5
							103,210
							26.3

農中・農協組		商中・信金等		第二地銀協加盟行		個人		その他		資金運用部	
942,684	5.8	631,317	3.9	209,073	1.3	185,704	1.1	10,388,199	63.9		
3,689	1.5	7,538	3.1	3,775	1.6	76,504	31.5	98,854	40.7		
89,875	5.1	56,479	3.2	31,299	1.8	58,372	3.3	1,004,345	57.3		
215,759	8.3	208,264	8.0	141,810	5.4	1,770	0.1	1,486,864	57.0		
1,444,620	13.8	1,171,790	11.2	97,500	0.9	777,742	7.4	3,977,258	38.0		
312,300	13.8	78,840	3.5	6,000	0.3	173,812	7.7	1,122,288	49.4		
1,023,120	13.1	1,087,550	13.9	91,500	1.2	603,930	7.7	2,702,070	34.5		
109,200	31.7	5,400	1.6	—	—	—	—	152,900	44.3		
301,176	1.2	1,264,448	5.2	577,990	2.4			20,090,270	82.1	70,500	0.3
1,978	0.0	—	—	2,680	0.0			14,004,726	100.0	—	—
299,198	2.9	1,264,448	12.1	575,310	5.5			6,085,544	58.2	70,500	0.7
38,800	9.9	13,490	3.4	1,400	0.4	92,280	23.5	130,370	33.2		

（資料）『証券業報』

流通市場では、流動性や元利払い能力などを反映して、〇・一%程度の格差が生じている。これを踏まえて、発行市場でも、販売状況に格差が出ており、不人気銘柄では売れ残りが発生し、結果的に引受証券会社が値引きせざるを得なくなっている。そこで、証券会社によつては、地方債の取り次ぎ業務から撤退する動きや、発行条件の弾力化を求める動きが出始めている。

政府機関債の発行は、政府の財政投融资計画の一環として策定され、その発行限度額は毎年度の一般会計予算の予算総則で定められ国会の決議を経なければならない。したがつて、政府機関債のうち国会の承認分だけが政府保証となり、それ以上の額については政府保証なしとなる。また、政府保証債はすべて一〇年物利付債であり、発行条件は毎月の国債の価格競争入札後、これを参考にして決定される。同月発行の政府保証債は同じ発行条件となつていて。発行に際しては、国債と同様に引受シ団が組成されるが、政府保証債では保険会社はシ団外にあり、各種年金・共済などとともに、一定額の消化を政策協力してきたが、現在は政策協力の義務付けはなくなつていて。また、多くの銘柄のシ団幹事は日本興業銀行が担当している。

5 民間債の発行方法

普通社債の発行については、従来厳しい規制下に置かれており、その規制の中心的位置を占めていたのが社債受託制度であった。この受託制度は、担保付社債信託法上の「担保の受託」および商法上の「募集の受託」を根拠として、個別の社債発行に対し社債受託会社の設置を強制しており、受託会社である銀行は高率の受託手数料を発行会社から徴求していた。また、社債発行市場全体も起債会によって規制されており、起債会では引受証券会社よりも受託会社（銀行）の発言力が強かつた。しかし、この社債受託制度は八〇年代に機能を低下させ、九年の商法改正で抜本的な改革がなされた（後述）。それによつて、社債発行は大きく規制緩和された。

発行会社は、まず引受幹事証券会社、引受シ団、社債管理会社または財務代理人、登録機関などの関係機関を選定し、同時に格付けも取得する。格付けが確定すると、引受幹事はプレ・マーケティングを行ない、需要予測のレンジを確定する。条件決定日は、午前中に需要予測を行ない、昼頃発行条件を決定し、午後に募集を行なう。その後、払込が行なわれて、社債発行は完了する。ここで採用されている需要予測方式とは、社債発行条件の決定に先だって、主幹事がシ団各社に投資家の需要調査を依頼し、その調査結果を集計した上で発行条件を決定するもので、最近は需要予測を国債金利との上乗せ幅で行なうことが多い（スプレッド・プライシング）。

金融債の発行は、割引金融債の場合、月二回売出発行方式によつて発行される。すなわち、発行額は予め決定されず、販売額が発行額となり、また売出期間が数日間ある場合、どの日に購入するかで満期までの日数が変わるために、割引率が変化し、払込金も違つてくる。また、割引債は興長銀など六つの金融機関が発行しているが、証券会社にも販売を委託している。他方、利付金融債の発行は、発行日を決定して募集を行なう募集債と、売出期間を決定しその期間中に販売する売出債とがあり、売出債は月二回の売出期間が通常設定されている。なお、募集債は最低券面一〇〇〇万円で機関投資家向けで、売出債は一万円で個人投資家向けである。また、発行条件は、市場実勢に応じて決定されるようになり、九五年一二月以降、発行体によつて利回り格差が見られるようになつていている。

米国の店舗規制について

伊豆 久

1 はじめに

インターネット取引の拡大や独立ファイナンシャルプランナーとの提携など、証券会社の営業スタイルは、大きな変革期を迎えてある。営業は、社員営業員による、会社店舗を拠点としたもの、という常識が、今では、必ずしも通用しなくなっている。そうした関心から、本誌先月号では、インテグレーテッドコンタクターに関するNASDの規制を紹介したが、本稿では、統いて、NASD規則を中心に米国における店舗規制について紹介する」とある。

2 NASDの店舗規制

(1) 支店の登録

NASDの店舗規制の前提となるのが、支店 (Branch Office) の登録である。

証券会社は、まず、NASDに加盟する際の業務方法書 (business plan) に、計画しているすべての店舗 (office) を記載しなければならない (規則第10-11条a-1A.v)。次に、会員となつた証券会社はすべての支店 (Branch Office) をNASDに登録しなければならず、変更があった場合には、110日以内に届け出る」とが義務付けられる (準則 (BY-LAW) 第四節第八条第a項、第b項)。そして、支店の登録に関しては、一支店あたり七

五ドルの登録手数料が課され、それに規則の定められたようにしたがつて年間登録賦課金も負担しなければならない (準則付属別表A第一条a)。

いづれした支店の登録は、当たり前のことをよぶに思われるが、しかし、NASDはすべての店舗の登録を求めているわけではない。前述した、NASD加盟の業務方法書に記載しなければならない店舗 (office) については、規則は、「当該店舗が、協会規則により登録を求められるものであるか否かにかかわらず」と述べている。つまり、業務方法書には加盟時点で計画しているすべての店舗を記載しなければならないが、その記載はNASDへの登録ではなく、また、NASD規則上、店舗 (office) とは登録が必要な店舗と登録をする必要のない店舗が存在するのである。そして、登録が必要な店舗が支店 (Branch Office) であり、支店の概念にあたらない店舗は登録をしなくてよこのである。後者があとで述べる未登録店舗 (Unregistered Office) である。

(2) 管理母店と支店

NASDは、コアブライアンス上の目的のために証券会社の店舗を、管理母店 (OSJ; Office of Supervisory Jurisdiction) と支店 (Branch Office) に分け、前者に対してもより厳しい監督体制を要請していく。

両者の違いは、具体的には、まず、当該店舗における管理担当者の地位で、管理母店には、当該母店の業務の監督を担当する「登録された本人」(registered principal)⁽¹⁾を置かなければならぬが、支店の監督担当者は「登録された本人または登録された代理人」(registered representative) である。規則第110-10条a四)。支店の監督担当者は、余社幹部やなくともよこのである。

かへりの違いは、証券会社自身による立ち入り検査 (inspection) の頻度である。証券会社は、すべての管理

母店（本店を含む）に対しても、少なくとも年一回、立ち入り検査をしなければならないが、支店の検査は、会社が書面により定めた監督手続きにもとづく周期でよいとされる（規則第三〇一〇条c）。その場合も各支店における業務内容を考慮しなければならないが、例えば「年に一回と定める」とも可能なのである。こうした違いが設けられているのは、当然のことながら、管理母店ではより重要な業務が行われており、より厳しい監督が必要とみなされているためである。管理母店は、以下の①から⑦の業務のうち一つ以上を行つてゐる場所（location）と定義されている（規則第三〇一〇条g）。

- ① 注文の執行またはマーケットメーカー
- ② 公募もしくは私募の組成
- ③ 顧客資産の保護預り
- ④ 新規口座開設の承認
- ⑤ 顧客注文の確認と保証
- ⑥ 広告・宣伝文書の承認
- ⑦ 支店における提携関係者の監督⁽²⁾

ただし、証券会社は、以下のAからEの点について考慮し、監督のために必要だと判断すれば、当該店舗も管理母店に指定しなければならない（規則第三〇一〇条a三）。

- Ⓐ 当該場所において、個人投資家向けの営業、または、公衆との恒常的なコンタクトをともなうその他の業務を行つてゐるかどうか
- Ⓑ 当該場所で相当数の者が証券業務を行つてゐるか、あるいは当該場所が他所における相当数の者の証券業務を行つてゐるかどうか

務を監督しているかどうか

- Ⓒ 当該場所が、他の管理母店から地理的に離れているかどうか
- Ⓓ 当該場所に所属する者が地理的に分散してゐるかどうか
- Ⓔ 当該場所における証券業務が特異なもしくは複雑な性格のものであるかどうか

そして、以上のように定義され指定された管理母店（OSJ）以外の店舗は、基本的にすべて支店（Branch Office）に区分されることになる。NASDは、支店を「会員が投資銀行業務または証券業務を行う場所」として、公衆または顧客に告知されてゐる（identified）すべての場所」と定義している（規則第三〇一〇条（g）1）。ただし、同条は、特定の条件が満たされてゐる場所を支店の定義から除外しているのである。

（3）未登録店舗

支店の定義から除外されるのは以下の条件を満たす店舗である。

- i 電話帳、名刺、レターへッドに記載されているものの、そゝに、当該場所で業務を行う者を直接に監督している支店または管理母店の住所および電話番号が記されている場所
- ii 会員の（新聞などでの）広告に当該店舗の電話番号、私書箱が記載されているものの、住所は記されておらず、かつそこに、当該店舗で業務を行う者を直接に監督している支店または管理母店の住所および電話番号が記されている場所

iii 会員の（チラシなどの）宣伝文書に当該場所の住所が記載されているものの、そこに、当該場所で業務を行う者を直接に監督している支店または管理母店の住所および電話番号が記されている場所

iv 時折、かつ専ら顧客の便宜のために業務を行う場所で、個々の顧客に、当該場所で業務を行う者を直接に監督している支店または管理母店の住所および電話番号が告知されている場所

つまり、店舗の存在を公衆に伝える際、同時に、当該店舗を管理している管理母店または支店の住所と電話番号も伝えるという条件を満たせば、支店としての登録を免除された店舗を設けることができる。そして、

一般顧客への伝達の度合いに合わせて、配布先が限定されるチラシ（iii）やレターヘッダ（i）の場合には住所と電話番号を書くことができるが、不特定多数に幅広く伝わるマスメディアでの広告（ii）の場合には住所の掲載が禁止されるなどの区別が設けられているのである。

こうした未登録店舗（Unregistered Office）については、NASD規則は特段の業務制限を設けていない。とはいっても、すでに述べたように、管理母店以外では、顧客口座の新規開設の承認や保護預りを行うことができず、多人数の営業員がいるような場合も管理母店とすべきとされるのであるから、こうした未登録店舗は、小規模店舗に限られる。実際には、未登録店舗の多くが、証券会社とICO契約を結んでいた営業員の自宅オフィスとなっており、そこでは、営業員が別の金融会社と提携して、あるいは個人で、保険や不動産、会計、投資顧問など、証券会社とは関係のない業務を行っているのである。⁽³⁾

（4）NASDの店舗規制の特徴

このように、NASD会員証券会社の店舗には、本店以外に、管理母店、支店、未登録店舗の三種類があること

となるが、未登録店舗および支店に関する規制の特徴は、一つには業務についての制限を課していないことである。業務制限は、管理母店の指定のみであり、それ以外の部分については、証券会社の自主性に任されている。支店と未登録店舗の間に業務内容に差は設けられていないのである。もう一つの特徴は、反対に、公衆や顧客への告知のあり方で支店と未登録店舗を区別していることである。支店の定義に「公衆または顧客に告知されいる」ことが含まれており、言い換えば、告知されなければ支店にはあたらないのである。また、前述したように、管理担当店舗を併記する」として、単独での告知にはあたらない、つまり支店にはあたらない、との判断がなされている。

管理母店とそれ以外は業務内容で、支店とそれ以外は公衆への告知で区別されているのである。

そして、この未登録店舗は、本稿冒頭に述べた、NASDの支店登録義務の対象ともならず、管理母店や支店のように立ち入り検査の頻度等がNASD規則で具体的に規定されているわけでもない。もちろん、このことは未登録店舗が証券会社のコンプライアンス上の対象外であることを意味するわけではなく、規則は必要最低限を定めているに過ぎない。NASDの会員通知（注3参照）は、「未登録店舗に対する立ち入り検査は、規則によって定められていないが、当該店舗におけるビジネスの性格と規模にもとづいて慎重に判断されねばならず、少なくとも定期化されているべきである。また、未登録店舗を監督している支店については、少なくとも年一回の検査が望ましい」と警告している。証券会社は、自らのビジネスの特徴に適合した監督体制を構築、実施しなければならないのであり、適切な監督の最終責任は証券会社にあるのである。

3 NYSEの店舗規制

次に、NYSEの店舗規制を見てみよう。

まず、NYSEは、規則第三四二一条で、会員証券会社の店舗に関する義務を定めている。そこには、会社による店舗（Office）監督担当者の任命、店舗設立に際してのNYSEの事前同意取得などが規定されている。また、第三四二一・一〇条で、店舗の年間登録費用が定められている。」つした点は、紹介したNASDの店舗規制にも共通するものであるが、NYSEの規程の特徴は、営業員が自宅で業務を行う場合や小規模の店舗についても具体的に述べているところである。

規則第三四二一・一一条は、登録代理人が自宅で業務を行うこと、その際、自宅の住所と電話番号を通常の方法（名刺、地方紙、レターヘッドなど）で公表することを認めていた。ただしその時には、NYSEの事前の承諾が必要で、かつ、当該登録代理人の自宅は証券会社の店舗（office）となるとしている。また、同条に関する解釈ハンドブックにおいて、①登録代理人が自宅で業務をおこなうためには証券業の経験が六ヶ月以上なければならない（第三四二一・一一条〇三）、②本店あるいは支店で業務をおこなう登録代理人も、営業時間後の連絡のために自宅の住所、電話番号を広告することができるが、その場合には、所属する支店の住所と電話番号を併記しなければならない（第三四二一・一一条の〇一）、としている。

このように、NYSEは営業員が自宅で業務を行うことを認めていたが、その場合には、当該自宅を証券会社の公式の店舗としてNYSEに登録し、証券会社の通常の店舗監督体制に組み込むことを義務化している。NASD規則の場合には、管理母店と支店の区別が設けられ、支店の概念にあてはまらない未登録店舗も存在したが、NYSEはこうしたグレーな存在を認めず、公式の支店しか認めていないのである。そもそもNYSEの規則では、店舗の階層化、区分がなされていない。

その前提の上で、NYSEは、営業員二人までの店舗を小規模店舗（small office）とし、具体的な規定を設けている。規則第三四二一・一五条は、会員証券会社は、有資格の本人あるいはマネジャーを監督担当者とする小規模店舗を設置できるとし、設置場所が監督担当者の居住地域外である場合には、当該地域に居住する登録代理人を副監督担当者とすることができるとしている。つまり、監督担当者の居住地から離れた場所、すなわち管理母店から離れた場所でも、営業員を副管理担当者とすることで小規模店舗を出すことができる。

ただし、NASD規則では、支店が監督できる未登録店舗の数について具体的な制限は設けられていないのに対し、NYSEでは一人のマネジャーが担当できる小規模店舗は、店舗が近距離（within short travel distance）にあっても二店舗までに制限されている。

また、複数の人員からなる小規模店舗には当該店舗の担当者となる営業員を置くことが求められているが、一人店舗の場合（自宅店舗など）には、その必要はない。ただし、こうした一人店舗は、本店が直接、監督しなければならないとされる（第三四二一・一五条の〇一）。

NASDとは異なったこうした厳しい規制のため、メリルリンチなどいくつかのNYSE会員証券会社は、情報技術等の利用により営業員の自宅勤務システムをすでに構築しているにもかかわらず、帳簿管理などの点で自宅を店舗監督体制に組み込むことが困難であるとして、自宅勤務制度の実施を先送りしていると言われている。⁽⁴⁾

監督手続きの明確化に重点を置きながら、NASDのほうが証券会社により広い裁量を認めていた。会員証券会社の多様性のより大きいNASDの場合、「一律の規制を課す」とは、証券会社自身による効果的な監督をかえつて難しくしてしまうとの考え方によるものと思われる。しかし、その前提には、証券業に関する規制が、SEC一自主規制機関—証券会社、の三層構造で「デザインされてる」とある。SECは自主規制機関を、自主規制機関は証券会社を、そして証券会社は自分自身を監督するという考え方であり、そこでは、登録を受けた証券会社は証券業の主体であると同時に、最前線に位置する最重要の監督主体である、と位置づけられている。だからこそ、証券会社は自らの違反行為と同様に、違反行為に対する監督責任を厳しく問われるのであり、店舗規制における高い裁量性は、こうした構造とカインの裏表の関係にあると言えるであろう。

(注)

- (1) NASD規則は、証券会社において証券業に携わる者を、「本人 (principal)」、本人の「代理人 (representative)」、「注文処理のための補助代理人 (assistant representative-order processing)」の三種類に分けている。「本人」とは「A S D会員証券会社において主体として証券業務を行う者であり、具体的には、オーナー・経営者、役員、パートナー、取締役、管理母店店長（規則一〇一二条）。「代理人」は、会員証券会社と提携関係にあって証券業に携わる「本人」以外のもの（規則一〇二二条）で、通常証券会社の営業員等の従業員を指す。証券会社とI-C契約を結んで営業を行ふものも「代理人」にあたる。「補助代理人」は、勧誘や投資アドバイスの提供等は行わずに、注文の処理のみを行う従業員で、報酬形態は固定給に限定され（出来高制の報酬を受け取ることを禁止され）、また店舗の外で業務を行ふことも禁止されている（規則一〇四〇条）。以上の三者は、それぞれの資格試験に合格し、NASDに登録する」とが求められる。ただ、証券会社において事務的または補助的な業務のみを行う者等に関しては登録が免除されている（規則一〇六〇条）。
- (2) ハリヤー提携関係者は、当該支店で業務を行つ者すべてを指し、注1で述べた本人、代理人、補助代理人のほか、NASDへの登録を要しない事務員を含む。
- (3) 未登録店舗について、NASD Notices to Members, 99-45, June 1999.
- (4) Michel Hayes, "There's No Place Like Home", Registered Representative, May 1999.

米国株式市場統合をめぐる新たな展開 ～SECのリリースと関係者の議会証言～

吉川 真裕

一九九九年九月のレビット米国証券取引委員会（SEC）委員長によるコロンビア大学法律大学院での講演以来、米国における新たな株式市場統合策が注目を集めしており、一二月にはSECの圧力を受けて、ニューヨーク証券取引所（NYSE）が主要銘柄に対する取引所集中規則（ルール三九〇）の撤廃を決定し、ECN等を継続するため現行のITSを改善する計画案を承認する一方、ブローカーによる注文の内部付け合わせに対する従来よりも厳しいルールの採用をSECに要請した。⁽¹⁾ 一〇〇〇年一二月二三日にSECはNYSEの規則改正に関するリリースを公表し、ルール三九〇の撤廃に対するコメントを求めると同時に、六つの株式市場統合案を提示し、これに対するコメントも合わせて広く求めた。さらに、一二月二九日には上院銀行・住宅・都市問題委員会で将来の金融市場に関するヒアリングが行われ、レビットSEC委員長、グラントNYSE理事長、ザーブNASD理事長、五つの証券会社の代表が証言し、米国株式市場統合策に対する各社の考え方が示された。

以下では、まず、SECのリリースの内容を紹介し、次いで各種報道に見られるさまざまの反応や議会証言の概要を紹介し、最後に株式市場統合をめぐる問題を整理する。

1 NYSEルール三九〇撤廃に関するSECのリリース

（1）位置づけ

一二月二三日、SECはNYSEの規則改正に関するリリースを公表し、ルール三九〇の撤廃に対するコメントを求めるに同時に、六つの株式市場統合案を提示し、これに対するコメントも合わせて広く求めた。⁽²⁾ このリリースはイントロダクションに統いて、ルール三九〇の撤廃の背景と目的、撤廃に伴う内部付け合わせルールの変更要請というNYSEの文書がそのまま掲載されており、このあとにNYSEの内部付け合わせルール変更要請に関連してSECによる現状の評価と市場統合案が紹介されている。表題はNYSEのルール三九〇となっているが、内容的には全米市場システム（NMS）の再構築を含めて、今後の米国株式市場に対するSECのスタンスが問題となつており、分量的にもこの部分が全体の三分の一以上を占めている。SECは一九九四年の「マーケット二〇〇〇」では取引所類似施設に対する厳しい規制は市場間競争や技術革新を阻害するというスタンスをとつていたが、一九九八年の【レギュレーションATS】では一定の取引量に達した取引所類似施設は取引所となり、NMSにも参加すべきであるとして、市場の分裂を意識した形にスタンスが変わったようであった。そして、一九九九年九月のレビットSEC委員長の講演はこれをさらに進めてバーチャル・リミット・オーダーブックという形で真のNMSの構築という提案まで行われていた。SECの今回のリリースはこうした流れの延長線上にあって、レビット委員長の講演以来、SECのスタッフによって検討してきたプランがNYSEのルール三九〇撤廃に合わせて公表されたというのが内実であり、今後の米国株式市場のあり方を見通す上で重要な位置づけを与えるべきであろう。

(2) NYSEの提案

一九七五年の証券取引所法改正に伴つて一九七六年にNYSEで導入されたルール三九〇は会員によるNYSE上場株式のあらゆる店頭取引を禁じていたが、一九七八年の証券取引所法一九C一の採用によつて取引時間外の海外店頭取引等の一〇項目の適用除外規定が設けられ、一九八〇年の証券取引所法一九C三の採用によつて適用対象は一九七八年四月二六日時点のNYSE上場株式に限定されている。この結果、NYSEによれば、現在のルール三九〇は会員による適用対象銘柄の店頭市場での自己売買と、委託注文の店内付け合わせ(in-house agency cross)を禁止しているに過ぎない。この種の取引は顧客の注文が他の市場参加者からの注文により、より有利な価格で執行(価格改善)される機会を奪うことになり、顧客注文どうしの付け合わせ機会の確保を目的としたNMSの精神に反することになる。⁽⁴⁾しかも、顧客注文に対しても最良買い気配で売り、最良売り気配で買うという形でのブローカー／ディーラーによる顧客注文の内部化は市場の分裂を促進し、利害相反の問題も引き起こす。したがつて、ルール三九〇の撤廃に合わせて、こうした問題を回避するためにSECが新たな規則を採用する」とをNYSEは提案した。

NYSEは新たな規則の採用を提案したばかりではなく、具体的にその規則も提案している。NYSEの提案はブローカー／ディーラーによる顧客注文の内部化に着目しており、次のようなものである。

- (i) 顧客の買い注文に対しても、ブローカー／ディーラーは最良買い気配、なしし最良売り気配と最良買い気配の内側の価格でのみ応じてもかまわない。
- (ii) 顧客の売り注文に対しても、ブローカー／ディーラーは最良売り気配、なしし最良買い気配と最良買い気配の内側の価格でのみ応じてもかまわない。

(3) SECによる現状の評価

現状においてはブローカー／ディーラーによる顧客注文に対するフロントランニングは禁止されているが、各市場間でのブローカー／ディーラーによるフロントランニングは禁止されてはいない。NMSのもとで各市場を結ぶ市場間取引システム(ITS)でも一九九六年に施行されたオーダー・ハンドリング・ルールでも最良気配値であれば顧客注文をブローカー／ディーラーが執行し、顧客注文を最良気配を提示している市場に回送しないことが認められており、ある意味では最良気配を提示した注文に対するフロントランニングが合法的におこなわれている。こうした状況ではリスクを負つて指値注文を出す主体が必ずしも報いられず、指値注文を出して価格形成に参加するインセンティブが削がれかねない。しかも、こうした状況を利用して価格形成に参加せず、最良気配での注文執行に特化するブローカー／ディーラーもあらわれ、注文を獲得するためにオーダー・フロー・ペイメントと呼ばれるリベートをブローカーに支払うという慣行も存在している。現状では、より迅速な執行を実現するために顧客注文を回送するブローカーが顧客にオーダー・フロー・ペイメントを受けていることを明示していれば、オーダー・フロー・ペイメントを支払うことも受け取ることも認められており、合法的である。

一九九九年九月の数字では、NYSE上場銘柄の取引回数の七四・四% (売買高では八三・九%) はNYSEで、一四・五%は地方証券取引所で、一一・一%は店頭市場でおこなわれており、NASDAQ登録銘柄の取引回数の二八・〇%は九つの代替的取引システム(ATS)でおこなわれている。NYSEのルール三九〇の撤廃はこうした数字に影響を及ぼす可能性もあり、ITSを通じたNYSE上場銘柄の売買高は二%程度であるということを考え合わせると、市場間競争を促進しながらも市場の分裂を回避するために何らかの市場統合策が必要であるかもしれない。

(4) SECの市場統合案

NYSEの提案した規則はプローカー／ディーラーによる内部付け合せに関するものであったが、SECはより広い意味での市場の分裂に対応した市場統合策を検討しており、議論のたたき台として六つの市場統合案を提案した。

①取引執行と注文回送に関するより詳細なディスクロージャー

各市場とプローカーに対して、取引執行と注文回送に関するより詳細なディスクロージャーを課すことで、投資家がプローカーの執行能力を判断し、プローカーや投資家が各市場の執行能力を判断することを助けることにより、市場間競争を促進し、執行能力の劣つたところへの注文回送を抑制する。

②注文の内部化とオーダー・フロー・ペイメントの制限

プローカー／ディーラーが他の市場の最良気配で顧客注文を執行することを制限することにより、プローカー／ディーラーの利益を圧縮し、オーダー・フロー・ペイメントの原資を削減することで市場の分裂を抑制する。なお、顧客注文の獲得時の最良気配よりも良い値段でのみ、プローカー／ディーラーは注文の内部付け合せをおこなうことができるというNYSEの提案はこの案の一種である。

③注文に対する価格改善の機会の提供

各市場に対して、成り行き注文や執行可能な指値注文を執行する前に何らかの形で価格改善の機会を与えることを義務づけ、注文の内部付け合せを抑制し、価格競争を促進する。この種の案はSECが一九九五年にオーダー・ハンドリング・ルールに関するパブリック・コメント⁽⁵⁾を求めた際にも提案されていたが、一九九六年のオーダー・ハンドリング・ルールには盛り込まれなかつた。

④顧客の指値注文に対するプローカー／ディーラーによる市場間フロントランニングの禁止

スペシャリストを含めたマーケットメーカーに対して、自動執行が可能な他の市場で先に出された顧客の指値注文を執行する前に、自分が受けた顧客注文をその価格で執行することを禁止し、市場の分裂を抑制する。ただし、これを実現するためには、各市場が顧客の指値注文の価格・数量・受け付け時間・受け付け時間を他の市場に通知し、取引の自動執行が可能なリンクエージ・システムに参加することが必要となる。

⑤最良気配の最初の注文に対する市場間時間優先原則の導入

最良気配を最初に提示した注文に対してのみ価格改善者として時間優先権を与え、各市場はその注文を消化しない限り、より良い価格以外では取引をおこなうことはできなくなることによつて、市場の分裂を解消し、価格競争を促進する。ただし、この場合にも、各市場は指値注文の価格・数量・受け付け時間・受け付け時間を他の市場に通知し、取引の自動執行が可能なリンクエージ・システムに参加することが必要となる。

⑥すべての指値注文に対する市場間時間優先原則の導入

すべての指値注文に対して時間優先権を与え、各市場は同一価格では時間優先権を持つ注文を消化しない限り、より良い価格以外では取引をおこなうことはできなくなることによつて、市場の分裂を解消し、価格競争を促進する。この場合には、各市場はすべての指値注文に価格優先／時間優先の原則を適用することになり、あたかも一つの市場のようになるが、ナショナル・リンクエージ・システム（NLS）を創設することによつて複数の市場が存在していても、価格優先／時間優先を実現しながら取引の自動執行を実現することになる。なお、一九九九年九月の講演でレビットSEC委員長の提案したバーチャル・リミット・オーダーブックはこのNLSの別名と言える。

2 リリースに対する反応

二月二三日に公表されたNYSEの規則改正に関するSECのリリースでは、NYSEのルール三九〇撤廃に關しては三月二〇日まで、市場統合策については四月二八日まで、というコメントの提出期限を定めているが、今後の米国株式市場のあり方という事柄の重要性から関心を集めしており、さまざまな反応が紹介されている。⁽⁶⁾

NYSEはレービットSEC委員長の提案したバーチャル・リミット・オーダーブックに対し「反対の姿勢を示している。ニューヨーク大学のハスプロック教授によれば、バーチャル・リミット・オーダーブックとフロア取引は共存不能であり、いつフロア取引が廃止されるのかが問題になるからである。ただし、バーチャル・リミット・オーダーブックはNYSEと取引所類似施設に均一の技術を強要し、各市場のイノベーションを困難にするはずであるとも述べている。また、バラック大学のシユワルツ教授も、市場の質という観点では市場の集中に意義があり、競争という観点からは市場の分裂にも意義があると述べている。さらに、バラック大学のウィーバー教授はNYSEのフロアaprookerが投資家により良い価格を提供していることは事実であり、実証分析によればセントラル・マーケットはよりよい価格を提供しているが、何らかの保護政策が存在する場合には市場の分裂が気配値スプレッドを小さくすることもあると述べている。

ECNもバーチャル・リミット・オーダーブックはよりよいサービスを提供するインセンティブを削ぐとして概ね反対している。アイランドECNのスミス顧問弁護士は、価格優先／時間優先の原則を徹底することは政府が一つの市場を運営している場合には意味があるが、そうした市場は現に存在しておらず、そうしたaprookerを探ることは競争のもたらす利益を犠牲にすることになると述べている。ネクストレードのスキアブル社長もITSを手直しすればバーチャル・リミット・オーダーブックを作る必要はなく、多くの問題は解決されると述べている。

ている。また、レイブウイツ最高経営責任者は、バーチャル・リミット・オーダーブックには反対で、ITSの手直しもナスダックを有利にするので反対であり、現実的な対策はおそらく自主的な情報の共有であろうと述べている。さらに、アーキペラゴのパトナム最高経営責任者はECNや各取引所に市場の分裂を回避するための有効なリンクを決定させるべきであり、どういう手段を探るべきかとすることを提案するのに一四年もかかったSECに決定させるべきではないと述べている。ところが、最大のECNであるインステイネットのアトキン最高経営責任者は、今回のリリースの公表前に、価格優先／時間優先の徹底は投資家に最良の価格を提供するインセンティブを与えることで競争を促進し、他のいかなる政策よりも投資家に利益をもたらすはずであると述べていた。

他方、証券会社の反応はこれとは逆に、紹介されている大手証券会社は概してバーチャル・リミット・オーダーブックに賛成していると伝えられている。もともと、レービットSEC委員長は一九九九年九月の講演前に大手証券会社の首脳と会談し、彼らのアイデアの一部を講演内容に採り入れたとも言われており、バーチャル・リミット・オーダーブックは大手証券会社とSECの結託だという批判も存在していた。さらに、今回のリリースの内容についても、メリルリンチ、ゴールドマン・サックス、モルガンスタンレー・ディーンウイツター、エドワード・ジョーンズ、ABNアムロの五社による文書が影響しているとも伝えられている。⁽⁷⁾ 一月一四日と付されたその文書はSECの顧問弁護士を努めていたピット弁護士によって作成され、SECに提出されており、ITSをアップグレードしてスーパーNMSを創設すること、リンクされたすべての市場を監督する独立した単一の自主規制機関を創設すること、各市場の自主規制機関によつて課されている規則から不要な規則と整合的でない規則を取り除くことを提案している。

SECによるリリースの公表から五日後の二月二九日、上院銀行・住宅・都市問題委員会では将来の金融市場に関するヒアリングが行われ、レービットSEC委員長、グラッソNYSE理事長、ザーブNASD理事長、五つの証券会社の代表が証言し、米国株式市場統合策に対する各社の考え方が示された。このヒアリングにおける正式な証言記録は入手していないが、証言内容の概要は各種の報道機関から紹介されている。⁽⁸⁾

まず、SECのレービット委員長は、ウォールストリートで生じている変化をつかみ損ねれば米国市場の将来を危うくすることになりかねないとして、開かれた議論を奨励し、現状に安住して証券市場における変化を拒む者に警告を発した。次いで、米国株式市場における市場の分裂の可能性に対し憂慮している旨を述べた。また、米国市場から取引を奪うことになるかもしれない海外市場における取引システムの変化に注目する必要があるとも述べた。そして、単なる効率的な取引システムではなく、効率的な国家規模での市場システムを維持していくことが重要であると結んだ。

五つの証券会社の代表としては、モルガンスタンレー・ディーンウイツターのバーセル会長、チャールズ・シユワップのシユワップ会長、ゴールドマン・サックスのポールソン会長、メリルリンチのコマンスキーハー会長、クレディスイス・ファーストボストンのフィート会長が証言をおこない、チャールズ・シユワップを除く大手証券会社の会長はバーチャル・リミット・オーダーブックに賛同していたが、オンライン取引を活発におこなうチャールズ・シユワップのシユワップ会長はバーチャル・リミット・オーダーブックは競争とイノベーションを阻害すると反論していた。また、シユワップ会長は注文の内部付け合わせによる利益が手数料引き下げの源泉であり、注文の内部付け合わせなしには現在の低手数料水準は維持できないとも述べている。

他方、NYSEのグラッソ理事長も大手証券会社の会長たちが賛成したバーチャル・リミット・オーダーブックに真っ向から反対しており、画一的(monolithic)な構造は競争とイノベーションを抑圧し、代替的なシステムを海外にシフトさせる可能性があると証言した。また、大手証券会社の会長たちがバーチャル・リミット・オーダーブックに機関投資家の大口取引のために例外規定をもうけようとしている点を突いて、米国株式市場を個人投資家ための透明な市場と機関投資家のための不透明な市場に二分することになると批判した。⁽⁹⁾ そして、NYSEはフロア取引を廃止することは全く考えておらず、電子取引システムによつてフロア取引を補完する体制を整えていると証言した。

NASDのザーブ理事長はシユワップ会長やグラッソNYSE理事長ほどバーチャル・リミット・オーダーブックに対して批判的ではなかつたが、ナスダックが計画中のスーパー・モンタージュと名付けられた注文表示システムがこうした議論の参考になるはずであると証言し、ナスダックの技術力を誇示していた。⁽¹⁰⁾ そして、米国株式市場を再編成することになる市場統合案は慎重に分析されるべきであり、誰が得をし、誰が損をするのかも考へる必要があると締めくくつた。

なお、このヒアリングでは、委員長を務めるテキサス州選出のグラム共和党議員はバーチャル・リミット・オーダーブックをソビエト・タイプのモノポリーだと批判し、SECのリーダーシップに対しても懐疑的であつたが、ニューヨーク州選出のシユーマー民主党議員はバーチャル・リミット・オーダーブックに対して好意的であり、海外市場との競争の中でニューヨークそしてアメリカをグローバルな資本市場の中心に保ち続けることを唱えていた。また、ミシガン州選出のグラムス共和党議員は、この問題はグラス・ステイガル法改正のように三〇年もかけずに実行されるべきであり、議会と規制当局の協力が必要であると呼びかけていた。

4 株式市場統合をめぐる問題

以上がSECのリリースとこれに対する反応、関係者の議会証言の概要であるが、最後にいつたい何が問題になつてゐるのかということを整理しておこう。

まず、歴史的な経緯を簡単に振り返れば、一九六〇年代に手数料の削減を求めてNYSE上場銘柄の取引が地方取引所や店頭市場に流出し、市場の分裂が問題となつた。そこで、手数料の自由化とNMSの構築によつて分裂した市場を統合しようとする動きが強まり、ITSによる取引所市場の統合やNYSEのルール三九〇が生まれた。他方、店頭市場の整備と独占化したNYSEに対する競争市場としてNASDAQが誕生したが、一九九〇年代には情報通信関連をはじめとしたベンチャー企業が叢生し、NASDAQ自体が大幅に拡大し、ECN等の取引所類似施設の競争にさらされるようになつた。SECは大きくなりすぎた市場がNASDAQのインセンティブに欠け、独占化する傾向を排除するために市場の分裂を容認し、取引所類似施設のイノベーションと取引所やNASDAQとの間の競争を奨励してきた。しかし、ECNがNASDAQの三〇%のシェアに達するに及んで市場の分裂に対する不安を募らせ、再び市場統合策を打ち出そうとしていることが背景となつてゐる。

こうした経緯を見ても明らかのように、市場間競争による市場の分裂と何らかの市場統合策による市場の統合は車の両輪となつて米国株式市場の発展に貢献してきた。したがつて、市場の分裂や市場の統合はどちらか一方が正しく、他方は間違つているという性質のものではない。ヨーロッパ諸国においては一国内では市場は独占化されていても周辺諸国との市場間競争を通じてこうしたダイナミズムは作用している。要はバランスの問題であつて、アメリカでは現在、市場間競争によつて市場の分裂が進んだために何らかの市場統合策によつて市場を統合する方向へ傾きつつあるということである。

株式市場を静態的に見れば、市場を統合することによるメリットは明らかであり、反論の余地はない。しかし、動態的に見た場合、統合され、独占化した市場はイノベーションのインセンティブに欠け、停滞する傾向にあることも事実であり、両者のバランスを探ることが重要である。また、見方を変えて、マクロ的に見た場合には注文の内部化は競争圧力を弱め、市場の価格形成能力を阻害する可能性が高いが、ミクロ的に見た場合には、シユワップ会長が述べていたように、注文の内部化が余剰利益をもたらし、オーダー・フロー・ペイメントや手数料の引き下げ原資となり、当該業者を利用した投資家にも手数料の削減や迅速な取引執行という形で利益をもたらすこともある。そして、この場合には個別の利益が必ずしも全体の利益に結びつかないという問題が生じる。

また、市場の統合に関する問題点としては、グラッソNYSE理事長が述べていたように、価格優先／時間優先という原則を徹底した場合には大口注文に対する除外規定という措置は考えられない。投資家が十分に賢明であり、大口注文を不用意に出さない、あるいは不用意な大口注文に惑わされて狼狽しないという前提のもとでは大口注文を特別扱いする理由は見当たらないはずである。しかし、実際問題としてはNYSEにもクリーン・クロス規定があるように、大口注文が不用意に発注されれば市場の不均衡やこれに伴う価格の乱高下という事態が生じかねない。経験的な知恵として、大口注文を特別扱いすることは大口注文を優遇するという観点よりも、大口注文に伴う市場の混乱を回避して市場の安定性を維持するという観点からおこなわれていると考えられる。したがつて、大口注文の取り扱いに關しても原理原則に従つた正論と経験的な知恵による現実的な取り扱いのバランスをとるということが問題となつてくるはずである。

SECのリリースで紹介された六つの市場統合案は議論のたたき台であつて、究極的な選択肢ではない。六つの案の中だけでもディスクロージャーの徹底による市場の自然淘汰から、一つの市場を最先端の技術で追求する

バーチャル・ワールド・オーダープラットフォームや、統合の度合はは大きく異なる。何いかの市場統合策が必要であるとかればそれが選ばなければならぬふらはいとなるが、やがてした判断はその時点での状況に応じた判断であらうが、時間が経過すれば必ず見直す必要が出てくるのである。したがつて、これが正しければ形で考へるよりむしろ重要であるうが、それが最も現実的かといふ判断もまた見逃されなければならない。田標を定めるルールの田標を実現するためには必要な措置を執るゝことを巡回してはならないだらう。

SECのリリースで述べてあるよほど、市場統合案に対するコメントを分析するゝことが前面の課題であり、市場統合策の実施はある程度のコモンセンスが得られた後とするべくことなるであらう。しかし、米国株式市場がかかる市場統合策を採るのかどうかは、わが国の株式市場を考へる上での参考にならうとは間違はない。

(注)

- (1) ニューヨーク証券取引所の議論によれば、指摘「真の証券の構築へ向けてニューヨーク証券取引所の提案～」(本誌1月7日号、「一九九九年10月」、以下この段落を対応する箇所)では、指摘「[...] ニューヨーク証券取引所の新構想～[...] ハーフマーケット～の如き～」(本誌1月7日号、「11000年1月」)を参照。
- (2) SEC, NYSE Rulemaking: Notice of Filing of Proposed Rule Change To Rescind Exchange Rule 390; Commission Request for Comment on Issues Relating to Market Fragmentation, Release No.34-42450 ; File No. SR-NYSE-99-48, 23 February 2000 (<http://www.sec.gov/rules/sros/ny9948n.htm>)。以下、このカーベル記述の上に改めて改訂された
SEC, "SEC Requests Comments on NYSE Rescission of Rule 390 and on Market Fragmentation", 23 February 2000 (<http://www.sec.gov/news/rules390.htm>)
- (3) ニューヨーク証券取引所の立場では、この日(トランクルーム)、トーキングトランク(ETC)、トーキングトランク(ETC)、
GII(大手取引所登録を申請しておらず、他の証券取引所に登録されておらず、大手取引所に登録されておらず、
セントラル大手取引所登録証を取得)にて。³⁹ SEC, Commission Notice : Regarding the Application of the International Securities Exchange LLC, for Registration as a National Securities Exchange, Release No. 34-42455 ; File No. 10-127, 24 February 2000 (<http://www.sec.gov/rules/others/34-42455.htm>)
- (4) 証券取引所法第A(3)(1)(c)は次の目的として次の五つを挙げてゐる。①取引の効率的な執行、②トロー
カーナンチャードー間における市場間での公平な競争、③取引情報および気配情報を公表、④顧客注文の最良な市場での
執行、⑤顧客注文がトローラー、トマーラーによる介入なしに付たるやられん機会の確保。
- (5) Securities Exchange Act Release No. 36310 (Oct. 6, 1995), 60 FR 52792 (proposed Rule 11Ac1-5 : Price improvement for customer market orders)
- (6) Elizabeth Smith, "NYSE, ECNs oppose virtual central limit order book", Reuters, 24 February 2000 / Yahoo! Finance, 28 February 2000 (<http://biz.yahoo.com/rf/000228/bfe.html>), Greg Ip, "How Any Market Revamping Might Remove, Add Wrinkles", Wall Street Journal Interactive Edition, 29 February 2000
- (7) Michael Schroeder and Randall Smith, "Firms Propose Sweeping Change To Structure of the Stock Market", Wall Street Journal Interactive Edition, 29 February 2000. ショールベルトナー・チャーチル・ヘッターハウス・ヒル・ハーブ
社(日本では証券のルームが複数ある)、他の金融機関は証券会社の壁面に壁面に壁面に壁面に壁面に壁面に壁面に
が日本の銀行(日本)と並んである。 "Responding to Chairman Levitt's Call : A Plan for Achieving a True National
Market System", Wall Street Journal Interactive Edition, 29 February 2000

(33)

(34)

(∞) Judith Burns, "Lawmakers, Regulators Debate Future of U.S. Markets", *Wall Street Journal Interactive Edition*, 29 February 2000, Judith Burns, "Levitt : Some Mkts May Stand In Way Or Industry Progress", *Dow Jones News*, 29 February 2000, Peter Ramjug, "Feds choose to leave future market rules to players", *Reuters / Yahoo! Finance*, 29 February 2000 (<http://biz.yahoo.com/rf/000229/bf9.html>), Elizabeth Smith, "NYSE chief opposes centralized U.S. stock market", *Reuters / Yahoo! Finance*, 29 February 2000 (<http://biz.yahoo.com/rf/000229/bf5.html>), Randall Smith and Greg Ip, "Exchanges, Firms Debate Restructuring of Markets", *Wall Street Journal Interactive Edition*, 1 March 2000

- (9) ニューヨーク証券取引所は、大口取引規制に十分な効果があることを認めた。
- (10) ただし、ページ・インターフェースは価格優先／時間優先で注文が執行されるわけではなくて、日中を束ねたページ上に表示されるなど、ナビゲーションの構成規制同様は遠く離れて。

証券外務員に対する規制

～保険募集人との比較～

清水 葉子

1 はじめに

金融システム改革にともなって、投資信託をはじめとして金融商品の販売チャネルが拡大されるなど、金融商品の販売のあり方の効率化と柔軟化が進められている。とくに証券会社の経営に重要な位置を占める証券外務員については、資産管理やファイナンシャル・プランニングなど新しい視点から顧客ニーズに対応することが必要であるとされている。

証券外務員に対する規制は、投資家保護という点ではある程度厳格なものでなければならないが、効率的な証券営業のためにはできるだけ緩やかであることが望ましい。

証券外務員に対する規制は他の金融商品の営業に対する規制に比べてどのような特徴があるだろうか。本稿では、保険募集と比較しながら証券外務員に対する規制のあり方について考察する。保険募集は、販売する商品の特性上、証券営業と異なる点も多いが、リスクのある金融商品を店舗以外の場所で営業員（募集人）が販売するという点で証券営業と一定の共通点があると思われる。

2 証券外務員に対する規制

(1) 証券外務員の登録

証券取引法では、証券外務員についてどのような規定が設けられているだろうか。証券取引法第六四条では、証券外務員を、「(……)いかなる名称を有する者であるかを問わず、(証券会社の)役員又は使用人のうち、その証券会社のために次に掲げる行為（注・証取法第二条第八項に定める証券業務と有価証券の売買等の勧誘）を行う者」と定義している。

証券外務員は外務員登録原簿に登録を受けなければならず、氏名、生年月日、住所、所属営業所名、役員又は使用人の別、過去の証券外務活動に関する情報、その他省令等で定める所定事項をその内容とする。証券会社は登録を受けた者以外に外務員の職務を行わせることはできない。登録は、一定の拒否事由に該当する場合には拒否される。登録拒否事由としては、禁治産や破産などの欠格事由に該当する場合、五年以内に登録取消を受けている場合、他の証券・金融機関の外務員である場合が挙げられている（証券取引法第六四条の二）。さらに、証券外務員は登録事項に変更があった場合には届出をしなければならない（第六四条の四）ほか、処分、登録の取消についても定めが設けられている（第六四条の五、六）。

また、証券外務員には、「有価証券の売買その他の取引（……）」に関し、一切の裁判外の行為を行う権限を有するものとみなす（第六四条の三）と極めて広範な権限が言及されている。ここで定められている権限は「代理の擬制」と解釈されており、外務員は所属証券会社から委任をうけて証券業務を行うのであるから、外務員の行為は代理の本人である証券会社に帰せられる。この代理に関する法理を擬制することで、顧客は外務員の行為に関して、所属証券会社にその責任を追求することができるのである。このように、証券取引法では、外務員の

行つた行為について証券会社に幅広く責任を負わせるための規定が設けられている。

(2) 社員外務員と歩合外務員

ところで、以上の証券取引法の規定は、証券会社の役員又は使用人で証券営業を行う者を一律に外務員と定めているのであって、社員外務員であるか歩合外務員であるかを問わない。一方、社員外務員と歩合外務員との区別は証券業協会の規則に設けられている。証券業協会の規則によれば、歩合外務員とは「(……)取引高に応じて報酬を受ける者で、所属会員と歩合外務員契約を締結している者をいう」（日本証券業協会、公正慣習規則八）とされ、七年以上の証券業務の経験を有し、不都合行為者の取扱いを受けておらず、三年以内に証券会社から解雇などの処分も受けっていないことが資格要件となっている。

実際の歩合外務員契約では、証券会社は歩合外務員に対して交通費・通信費などの経費や社会保険料の負担をしない場合も多く、税法上も歩合外務員は独立自営業者として扱われているとされる。このように、歩合外務員は証券取引法上は社員外務員と同様に使用者と位置付けられているものの、現実の雇用関係で見た場合には被雇用者というより委任契約に近い契約形態をとっているといふことができる。⁽¹⁾

(3) 証券会社の責任

証券外務員の行う営業行為が具体的にどのように規制されるかという問題は、投資家保護の面からも大変重要な点である。この点に関して証券取引法は、一つには証券外務員の登録制をとることによって、金融監督庁が不適格な者を排除できるよう規制していると言ふことができる。

さらに加えて、証券会社が証券外務員の行為に関する広い範囲で責任を負う。これは、先に述べたように、証券取引法で外務員に幅広い代理権を規定しているからである。この規定によつて顧客が外務員の行為がらなんらかの損害を受けた場合、証券会社は代理の本人としての責任を負わなければならない。

もつとも、証券会社は外務員の行為に関して無制限に責任を負うわけではない。まず、外務員が証券業務以外の点で証券会社を代理することは考えられないから、証券会社の責任も当然当該証券会社の営業の範囲内に限定される。とはいえ、直接的な証券業務だけでなく、証券の保護預りなど附隨業務についてもこの権限は幅広く認められるとするのが一般的である。

さらに、顧客が外務員と共謀して不正行為を行うなど、外務員が代理の権限を超えていることを知りながら取引を行う場合も考えられるが、このように相手方が悪意である場合には証券会社は責任を負わない（第六四条の二一一一）。証券会社はこのように代理の本人としての責任を負うのに加えて、使用人である外務員の行為について民法上の使用者責任（民法第七一五条）も否定されるわけではない。

くり返しになるが、以上のような証券会社の責任は、外務員が社員であるか歩合であるかを問わない。これは証券取引法上、外務員は雇用関係の有無に関わらず使用人と規定され、幅広い代理権限が擬制されているからである。

3 保険募集人の規定

(1) 保険募集人

保険募集は、昭和二三年以来の長い期間にわたつて「保険募集の取締に関する法律（募取法）」によって規制

されてきた。保険商品は、死亡や疾病、物的な損害など通常好ましくない事態が生じた時にその保障をするものであるため、需要側から積極的に購入の意思表示がなされることは考えにくく、募集勧誘によつて売り手側から需要を喚起するほかないとされてきた。こうした理由で、保険募集は保険会社の経営戦略上特別な位置付けを与えられており、それを規制する募取法も、募集秩序の維持など保険業界独特の利害を反映していくと推測される。

しかしながら、このたびの金融システム改革によつて保険の商品設計面等で規制緩和がなされたことを受けて、保険募集人の資格要件の面での規制を整備するとともに、販売チャネルの多様化・効率化をはかるとして、平成七年に保険業法が改正され、募取法は保険業法の第三編保険募集としてあらたに修正の上統合された。⁽²⁾ 保険業法第三編では、保険募集を保険契約の代理または締結と定めている。保険募集の代理とは、保険会社を代理して会社のために契約の締結をするもので保険募集人に法的な権限があるのに対し、募集の媒介とは、契約締結に向けて仲介・斡旋するのみであつて、法的な権限を持たない。⁽³⁾

このように証券外務員の場合とは異なり、保険募集人には法的な代理権を持たず契約締結の仲介・斡旋のみを行う者が存在する。これは、保険契約においては、加入時の健康不良を告知しなかつたり、加入後にモラルハザードにあたる行動をとるなどする不良な契約者が存在し、こうした契約者の保険を引き受けると、保険料の支払いを通じて保険会社の経営に悪影響をおよぼすだけでなく、最終的には保険料の上昇という形で他の被保険者の厚生にも影響が及ぶという特別な事情があるからである。

そうした不良な契約者を見分けることは高度な専門的判断能力を持たない保険募集人には困難であるため、募集人に保険契約に関する広い代理権を持たせるわけにはいかない。したがつてとりわけ生命保険募集人にはこう

した代理権を持たない者が多く存在する。代理権を持たない募集人が行った行為については、一般には保険会社に責任を追求することは難しい。

(2) 保険募集人の登録

保険募集を行なう者は保険業法によつて登録を義務付けられている。これは登録によつて募集行為の実体把握と不良募集人の排除をはかるとともに未登録者の保険募集行為を禁止するもので、証券外務員の登録義務と同様の目的によるものであると思われる。

生命保険・損害保険ともに、保険会社の役員、使用人の他、保険会社の委託を受けたもの（代理店）とその役員もしくは使用人が保険募集人となることができ、登録が必要とされる。⁽⁴⁾ 登録に際しては、名称や氏名と住所、事務所の名称および所在地、所属保険会社の名称、他に行う業務の種類、その他大蔵省令で定める事項を記載せねばならず、登録の内容は、おおむね証券外務員と同様である。ただ、保険募集が代理店制度をとるため、募集人や代理店は保険会社の営業店に所属する必要はないほか、代理店が保険業務以外の業務を兼営することも多いため、兼営業務も記載することが求められている点が異なる。

(3) 所属保険会社の賠償責任

保険業法には、保険会社は保険募集人が契約者に与えた損害を賠償する責任を負うことが明記されている（保険二八三の一）。これは、民法の使用者責任の特則と解されており、会社と募集人の関係が雇用・委託のいずれであつても保険会社に責任を回避させないための規定である。

保険募集は代理店制度をとるため、保険会社と直接の雇用関係にはない募集人が存在する。保険募集人が保険会社の使用者の場合には会社との間に雇用関係が存在するため使用者責任を問うことができるが、代理店や代理店の使用者の場合には保険会社との間には雇用関係でなく委託関係があるに過ぎないため民法上の使用者責任を問うことが難しい。

また、先に述べたように、募集人のなかには契約締結の代理権を持つ者もあれば、代理権を持たず募集の仲介・斡旋のみを行う者もある。この場合にも、保険会社の代理の本人としての責任を一律に問うことは難しい。

このように保険募集は多様な形態をとるが、契約者保護のためには、いざれの場合にも保険会社の責任が明示されていることが望ましい。こうした理由で、保険業法には使用者責任の特則にあたる規定が盛り込まれ、雇用関係や代理権の有無に関係なく保険会社の使用者責任が定められていると考えられる。⁽⁵⁾

(4) 保険仲立人（ブローカー）

平成七年の保険業法改正で、従来の保険募集人に加えて、保険会社から独立して顧客のために保険契約締結の媒介を行なう保険仲立人（保険ブローカー）が新たに規定された。保険仲立人は特定の保険会社との間に継続的委託関係がないため、保険会社の使用者でも代理商でもなく、商法上は保険契約締結の媒介を行う仲立人の一種とされる。保険会社の代理人ではないため代理権を持たず、単に契約締結の媒介をするに過ぎない。

保険仲立人も、募集人と同様大蔵省に登録が義務付けられており（もともと保険仲立人は所属する保険会社がないのでかわって取り扱う保険契約の種類を登録する）、仲立人がその役員または使用人に募集を行わせる時は大蔵大臣に届出をしなければならない。当然ながら、保険募集人と兼務することはできない。保険仲立人は保険

会社との間に委託関係が存在しないため、顧客に対する誠実義務が別途規定されている。

保険募集人と異なり保険仲立人の場合には所属保険会社がないため、契約者は損害賠償の責任を保険会社に追求することはできない。このため、保険仲立人には保証金制度が設けられており、仲立人は最寄りの供託所に手数料や報酬に応じて最低四〇〇〇万円の保証金を供託することが義務付けられている。また、大蔵省の承認を受けた場合には保険仲立人賠償責任保険契約を結ぶことによって保証金の一部に充当することもできる。

こうした措置は、所属保険会社を持たない仲立人の勧誘を受ける契約者を保護するための措置であるが、保険仲立人にとってかなり大きな負担であると思われる。

4 おわりに

顧客保護の点で証券外務員と保険募集人にそれぞれどのような規制があり、所属会社にどのような責任規定があるかについて見てきた。簡単にまとめると、証券会社の場合は、証券外務員は社員外務員であるか歩合外務員であるかをとわざ（実際の雇用関係の有無に関わらず）、証券会社の使用者人であると規定され、両者とも広範な代理権を有しているとみなされること、したがって所属証券会社は、代理の本人としての責任とともに使用者責任も免れないことが分かつた。歩合外務員の場合は現実には証券会社との間に雇用関係ではなく、独立性の高い営業活動を行っているにもかかわらず、証券会社の監督責任は社員外務員と同様に重い。このため、証券外務員には登録に際して所属営業所の記載を求めるなど、証券会社の監督を担保する規定が存在していると考えられる。

一方、保険会社の場合には、募集人は保険会社と雇用関係にある者もあれば雇用関係のない代理商の場合もあり、またすべての募集人が代理権を持つているわけでもない。したがって、保険会社の責任を明確にするために、保険業法では使用者責任の規定を設け、保険会社との関係がどのような形態であつても保険会社は使用者責任を免れないような手立てがとられていると考えられる。

証券営業の領域では、近年の販売チャネルの多様化や、ファイナンシャルプランニングの需要などにともなつて、外務員の営業行為の柔軟化が必要となつていて考えられ、アメリカのインディペンデント・コントラクターへの関心も高まっている。⁽⁶⁾ 証券会社の責任が担保できる範囲で、外務員制度をどの程度柔軟化できるか検討する必要があるだろう。⁽⁷⁾

（注）

- (1) 西原寛一（一九六六）「歩合外務員の法的性格について」『協会報』大阪証券業協会、八月号、証券取引法研究会（一九六六）「歩合外務員の法律上の性格について」『協会報』十一月号。
- (2) 改正後の保険業法に関しては、石田満（一九九九）『新版保険業法』（財）損害保険事業総合研究所、東京海上火災保険編・江頭憲治郎他（一九九七）『損害保険実務講座』補巻、保険業法、など参照。以下の記述はこれらによる。
- (3) 保険外務員の多くに保険契約上の権限がないことについては多くの議論がある。例えば生命保険募集人に關しては、吉田明（一九八一）「生命保険外務員の契約上の権限」『生命保険経営』一九八一年一月参照。
- (4) 生命保険募集人となることはできるのは、①生命保険会社の役員、②生命保険会社の使用者人、③役員・使用者の使用者人、④生命保険会社の委託を受けた者、⑤生命保険代理店の役員もしくは使用者であり、うち③以下の者は保険会社と雇用関係はない。損害保険募集人となることはできるのは、①損害保険会社の役員・使用者人、②損害保険代理店の役員もしくは使用者であり、②は保険会社と雇用関係はない。また②は届出のみで登録は不要である。生命保険募集

人の場合は全ての募集人が登録を義務付けられるのに対して、損害保険募集人の場合は代理店の役員と使用人は届出のみで募集行為を行なうことができるとされ、生命保険と損害保険で類似の保険商品を扱う第三分野などの領域では問題があるとされる。

(5)

民法の使用者責任の規定から、保険会社の責任は、保険募集に関して発生した損害であつて保険募集人に有責行為が存在し、損害と有責行為との間に因果関係があることが要件となる。また、保険会社が当該保険募集人の「選任」「雇用」「委託」に相当の注意をした場合には免責される。

(6)

アメリカのインディペンデント・コントラクターについては、伊豆久（一九九七）「インディペンデント・コントラクターと証券規制」『証研レポート』一五五七号、一九九八年四月、参照。

(7)

行澤一人（一九九七）「新たな販売チャネルの可能性 証券販売におけるインディペンデント・コントラクターに関する法的考察」『月刊資本市場』一九九七年十二月、No.一四八、参照。

イギリスの清算会社・ロハドンクラコングハウス

福本 葵

1 はじめに

一九九九年五月より、東京証券取引所では、東証で行われる全ての取引を対象に清算機関方式を導入している。また、アメリカでは、一九七六年に設立されたNational Securities Clearing Corporationを代表とする清算会社が決済の一プロセスである清算の役割を果たしてきた。これらは、主に現物取引の清算制度である。清算会社は、オプション取引や先物取引についても存在する。アメリカの先物取引所シカゴ・ボーム・オプション取引所(CBOE)の子会社として、一九七一年に設立されたオプション清算会社(OCO) やイギリスのLondon Clearing House (LCH) は、先物取引の清算会社である。先物取引については、ドイツとフランスが共同運営する金融先物取引所EUREX (ユーレックス) の日本進出を今月内に発表する事が報道された。⁽¹⁾ これは、国債の先物を扱う東京証券取引所とも競合するものである。このように先物取引においても市場間競争が始っている。そして、先物取引が行われている市場がどのようなバックオフィスシステムを持っているかは、その市場を取り扱う場合として、選択するか否かの一つの決定材料となる。市場間競争で生き残るために、決済が安全で効率的に行わることが必要となってくる。

そこで、本稿では、イギリスの先物取引の清算会社である London Clearing House (LCH) について紹介する。⁽²⁾ LCHはどういう取引の清算をその業務の対象としているのか。どのような特徴があるのか。

2 設立

イギリスに、London Clearing House (LCH) とハクリアリングハウスが存在する。LCHの前身は、ロンドン物産清算会社 (London Produce Clearing House) である。ロンドン物産清算会社は、商品取引の清算を行うことを目的として、一八八八年、設立されたものである。この会社は、ロンドンの商品市場の清算を行つ」とを業としていた。また、一九六九年以降は、海外の商品市場においても、先物契約の保証と清算という重要な役割を果たしてきた。また、ロンドン物産清算会社は、一九七三年五月に、社名を International Commodities Clearing House Limited (I-CCH) と変更してゐる。更に、一九八九年、I-CCHはLCHの清算部門とICCH Financial Marketsに分離された。LCHの清算部門が新たに発足したの、これが、LCHである。

3 資本

LCHは、一九八六年金融サービス法によつて認可されたクリアリングハウスである。また、LCHは株式会社といふ形態を取つてゐる。その、五千万ポンド (450M) の株式資本のうち、七五%がその参加者によって、残りの一五%をロンドンの三つの取引所 (Liffe, LME, IPE) によって保有されてゐる。それぞれの参加者が一株を持つように要求されている。取引所の株式はLCHが行う処理量に比例し、それぞれの取引所の分担金に基づいて所有されてゐる。

4 目的・業務

LCHの目的は、安全で効率的なクリアリングを行うこと、参加者と取引所に対するサービスを提供すること

と、国内、国際的市場と関係者の利害関係の完全性を守ることである。

LCHは、現在、金融商品、非鉄の主要成分金属、エネルギー、繊維 (Soft commodity) と農産物、の取引から発生する1110の異なる先物とオプション契約と九二六の株式取引を清算している。LCHが清算する取引は、The London International Financial Futures and Options Exchange (ロンドン国際金融先物取引所、LIFFE), The London Metal Exchange (ロンドン金属取引所、LME), The International Petroleum Exchange of London (ロンドン国際石油取引所、IPE), Tradepoint Financial Networks (Tradepoint) の四取引所で行われた取引である。異なる取引の特徴と広範囲の契約を持つ個々の取引所の取引を清算すれば、LCHに多様なリスクポートフォリオを提供する。LCHの手続はそれぞれの契約に合わせて作られてゐる。しかし、それを支える基礎的なシステムは、大部分は標準化されてゐる。複数の取引所で清算を行う参加者は、それらのバッカオフィスシステムを集中化し、標準化することが可能であり、すべての参加者の取引はネットされ、それぞれの通貨) とに清算された後の契約について、一回の支払いまたは、受け取りを行えばすむ仕組みとなつてゐる。

5 参加者 "アーフォルトファンド (MDA)

参加者は、参加者のデフォルトファンダ (MDA) として、一億五千万ポンド (450M) の分担金を現金で納めることが必要とされている。分担金は三ヶ月ごとに再計算され、調整される。このMDAについては、すべてのメンバーが三ヶ月のLIBORプラス1%利子を受け取る。

参加者がデフォルトした場合にはどうなるか。デフォルトした参加者との関係で、LCHに損失が発生しが、かつ、その損失が、デフォルトした参加者がLCHに預けていた証拠金を越える場合は、MDAが使われる」とい

なっている。最初の請求金は、デフォルトしている参加者の基金への分担金から取り崩される。次に、最高一千万ポンド（約10M）がその年のLCHの税引前利益から支払われる。その後に、他の参加者の分担金から支払われる。損害が一億五千万ポンド（約150M）を超えるのであれば、最高一億ポンド（約100M）が別の保険から引き出される」とがである。

これまで、LCHの国内の清算活動関係でデフォルトがあったのは二件である。

6 規制機関

LCHは、一九八六年金融サービス法下で、クリアリングハウスとして認められ、証券投資委員会（Securities and Investments Board, S-I-B）によって規制される。その参加者は the Securities and Futures Authority (SFA)、イングランド銀行等によって規制される。LCHは、参加者規制に関して、情報の共有のためにSFAや取引所と協力している。

7 主要な役割

LCHの主要な役割はロンドンの取引所で行われた取引のカウンターパーティを務めるところである。LCHが取引のカウンターパーティになることによって、参加者（取引所の清算会員）にデリバリー、執行、決済まで含めてすべての債権債務を保証する」とがである。

証券取引が行われる取引所では、取引情報を電子的に登録する。それぞれの営業日の終わりに、取引はLCHの名前で登録される。このことによって、取引当事者が行つた当初の取引は、買い手当事者としてLCH、売り手当事者としてLCHとの間の一いつの契約に置きかえられる。

LCHの複数取引の集中化されたカウンターパーティとしての働くことは、参加者とその顧客との清算に多くのメリットを提供している。

まず、LCHは、効率的で集中化されたバンキングシステムとリスク管理のノウハウを有している。また、複数の市場の様々な取引を対象としていることから、様々なリスクポートフォリオを有している。これらのことから、参加者や取引所に対し、効率性と安全性を与える。一番目に、参加者が取引相手方になることを免れ、このリスクをLCHが担うことによって、市場流動性を拡大させることができる。かつ、清算と決済のコストを減らす。三つ目に、LCHは、参加者の顧客と直接、契約の関係を持つていないが、その参加者は自己分と顧客口座を分別して管理することが可能なしくみとなっている。クリアリングハウスの規則は顧客口座の利益を保護するものである。参加者がFSAやその他の司法権において要求されている顧客の金銭との分別に従うこと可能にする。

8 リスク管理

(1) 参加者のカウンターパーティとなる「JPM」なるリスク

参加者のカウンターパーティとなる「JPM」によって、クリアリングハウスはデフォルトの可能性に備えられる。このリスクは以下の三つの手段によって回避される。

Membership Review (参加者の監視)
Position Monitoring (ポジション監視)

Margining (証拠金)

① 参加者審査

このプロセスには LCH の参加者になるための加入審査と既存参加者に対する継続審査がある。参加者は以下の条件を満たさなければならない。

一九八六年金融サービス法とその他の銀行業務あるいは金融を規定するあらゆる条件に一致すると認められた法人である」と、取引所の清算会員であること、LCH が要求する LCH に対する資金の即時転送のための銀行約定を締結すること、最低純資産の条件を満たすこと、最低永久資金需要を満たすこと、である。

LCH 参加者の規制は、FSA の導入の結果としてだけではなく、EU 指令、国際銀行業務取り決めの下、マーケットリスクをカバーするために、この十年で、さらに包括的になった。

規定する必要条件を満たすことができなくなつた場合、五〇以上の国際的取引所とクリアリングハウスに届け出ると共に、LCH の協定の下、SFA とイングランド銀行にも、届出を行わなければならない。

② ポジション監視

LCH は参加者のポジションを日々監視する。これは、参加者に、日々更新される証拠金を請求し、また、デリバリーすることができるかどうかを監視することである。これらの行為によつて、LCH はその参加者のリスクを分析する。LCH は、極端な価格変動の可能性とマーケット不安定性を考慮に入れながら、未決済建玉と証拠金債務の大きさに関係する、ポジションの集中や異常な動きを見つける。LCH のモニタリングは取引所の監視によつて補完される。取引所は、FSA の下、市場の秩序と完全性を保証する責任を持つてゐる。LCH は取引所等の規制機関と常に情報交換を行つてゐる。また、清算会社のリスク管理は、すべてリアルタイムで行われる。

③ 証拠金

決済を保証するために、信用証拠金として当初証拠金の積立が義務づけられている。また、市場価格が予想に反して変動したために、証拠金が目減りした場合には、価格変動に見合つた変動証拠金の追加積み立てが必要になる。

(a) 当初証拠金 (Initial Margin)

潜在的なマーケットリスクに対し、リスクをカバーするための、LCH は、すべての未決済の建玉について、現金、抵当あるいは銀行保証の形での証拠金の預託を求めてゐる。これを当初証拠金といふ。当初証拠金は、参加者が新規に取引を行う場合に、参加者のそれから LCH に預託されるものである。当初証拠金の金額は、清算会社と取引所によつて決められてゐるが、清算会社は、個別契約の日々の変動に応じて、追加的に証拠金を徴収することができる。

当初証拠金は、契約がやむをえず手仕舞いされる時、清算会社が資力を持つていなければならぬため、LCH の参加者によつて支払われるものである。契約は、すべてネットティングされてゐるので、証拠金が、すべての建玉に必要とされる。証拠金は、第一義的には、顧客が、次に、ブローカーによつて支払われる。

一般に、他の市場では当初証拠金の必要額が日々計算される。しかし、LCH は一日中価格を監視している。異常な市場状態のために、契約に必要な証拠金が既存の当初証拠金（適切な取引と関連して、LCH によつて設けられた）を越えるのであれば、追加証拠金が要求される。

(b) 変動証拠金 (Variation Margin)

変動証拠金は、営業日終了後、すべての未決済の先物とオプションのポジション、株取引について、日々計算され、関連ある取引の終値に照らし合わせて再評価される。参加者は、決済の前に、これらの相当量の代金を LCH に支払うか、LCH から受け取る。あるいは、金属取引やオプション取引の場合のように、参加者の貸方残高は決済日まで、借り方を埋め合わせるために使われる。

(2) デリバリーリスク

LCH は受渡まで含めてすべての契約のカウンターパーティであり続ける。参加者の受渡不履行によって被るリスクを、証拠金の支払いによって、また、DVP を実行することを通じて、カバーする。買い手参加者からの支払いや売り手参加者から引渡は、どちらも反対の移転が行われる前に受け取られる。買い手がフェイルした場合、クリアリングハウスは、商品や証券の貸与や代替売却によって、購入者に資金を渡せるようにする。反対に、売り手がフェイルしたならば、クリアリングハウスは、借入、買戻しによって、先ほどの売り手のために、商品や証券を調達する。この行為のコストは、最終的には、参加者に請求される。

(3) 銀行、担保預金に関するリスク

当初証拠金の大部分が現金の形態で保持される。LCH は参加者にその利子を払う。この現金は慎重にロンドンインターバンク市場に投資され、元本は清算会社の業務を支えるものとなっている。LCH はこのマーケットにおける主要な仲介者の役を務める。そして、満期の短期化や、取締役会公認の銀行、取締役会によって承認された銀行にその運用を制限することによってリスクをコントロールする。

(4) 契約リスク

不適当な取引、詐欺、非流動性の結果として、契約が予定通りに行われず、そのために受渡が不可能になる可能性がある。この場合、LCH は、関連する取引所と協力し、フェイルされた契約が完全に決済されるようになることによって市場の完全性を守る。

9 資産

LCH は、自動化された資金オペレーションを集中化している。それは、すべての支払いと受け取りを管理し、担保預金の手続きを行っている。そして、おおよそ一五億ポンドの現金資産を管理している。

(1) 取扱い可能な通貨と担保

LCH によって清算された契約は、英國通貨、ドイツマルク、USD ドル、イタリアリラ、ECU、スイスフラン、日本円、スペインペセタ、フランスフランなど、広範囲の通貨に換算され、参加者が当初証拠金、変動証拠金の債務をどの通貨によつてもカバーできるようになつてゐる。また、現金以外でも、LCH は当初証拠金をカバーするイギリス国債、ギルト (UK Treasury Bills and Gilt's)、英國預金証書 (Sterling Certificates of Deposit)、等の担保を広く受け入れている。

(2) 参加者債務のネットティング

それぞれの参加者の支払いと受け取りはすべての契約が、通貨」ととにネットされていく。これは、参加者とし

CHの間の金銭のやり取りの回数を減少させ、管理を容易にし、コストを節約している。特に取引所をより多く利用する者にとってコスト安になる。

(3) London Deposit Rate

LCHは、利息を参加者に支払う（現金での支払いに制限があるが）。この支払いはLondon Deposit Rate (LDR) と言われる。これは一晩のLIBORマイナス二五ペースしたるものである。これは厳選された金銭プロパーとそれぞれの通貨を持つ主な銀行によって行われる。LCHは毎朝これらの情報を得、平均のLIBIDからLDRを計算する。

(4) 資金支払システム

すべての証拠金とLCHに対する他の支払はProtected Payments System (PPS) による確実な資金の支払いシステムを通じて行われる。PPSは、一二五の銀行関係者を持ち、それらの全てがLCHと契約関係を締結している。すべての参加者がPPS参加銀行に口座を持っており、LCHから指示で、口座の金額を差し引く許可を銀行に与える義務を完了しなくてはならない。PPSはLCHにおいて扱われている九通貨を処理する。LCHはそれぞれのPPS銀行へのそれぞれの通貨での口座を持っている。支払いに対する請求は、特別に開発されたSWIFTメッセージを使ってなされ、銀行にメンバーの口座から金額を差し引き、LCHの、同じ支店の口座に入金するよう指示する。

10 まとめ

以上が、LCHの特徴である。LCHは、四つの取引所の複数の取引をその対象としているため、様々なリスクポートフォリオを有しており、LCHが、カウンターパートとなることによって、参加者や取引所に効率性と安全性を与えていている。

LCHの前身であるICOCHが一九七三年、インターフォードと称する商品市場国際対応システムを開発した当時、以下のような利点を強調した。

一つは、多数市場の売買について一つの銀行保証で足り、費用の削減になると、いくつかの市場の純決済額が一回の現金支払いと、ある市場における証拠金の貸方残を他の市場における借方残に国際的に相殺できる」と等である。」ののような利点は、今現在LCHで行われているシステムにも該当する。

EUREXの日本進出に見られるように、先物取引の市場間競争が国内のみならず、国際的にも激化化しつつある。」ののような動きに対抗するために、」で改めて、日本のシステムを整備し、効率化を図る必要がある。LCHのように複数の商品先物やデリバティブ市場の清算を担う清算会社は、日本においての清算機能を考える際の、参考になる」と思われる。⁽³⁾

注

(1) 日本経済新聞、一〇〇〇年三月一日付。

(2) <http://www.lch.co.uk/Whoarewe/who.stm> 参照。

(3) 第七回日本商品先物シンポジウムにおいてもクリアリングハウスの導入が不可欠という意見がみられた。日本金融新聞 一〇〇〇年三月六日付。

参考文献

高橋弘「イギリスの先物・オプション市場」東洋経済新報社、一九九〇年三月八日。
関要編「債券先物取引と財務戦略」金融財政、昭和六〇年八月一〇日。