

証 研

レポート



No.1584

2000年7月

ナスダック・インターマーケット
～E C Nの取引所上場銘柄取引～ 吉川 真裕 (1)

中国のW T O 加盟と金融・資本市場の開放
王 東明 (16)

I T S の全上場証券への拡大 清水 葉子 (25)

イギリスの決済機関〈T A U R U S〉の失敗
福本 葵 (34)

グリーンシート銘柄について 松尾 順介 (44)

財団法人 日本証券経済研究所

ナスダック・インター・マーケット

～ECNの取引所上場銘柄取引～

吉川 真裕

米国株式市場では店頭市場（ナスダック）でのECNの取引シェアは四割にも達し、九つのECN各社やマーケットメーカーの間で激しい市場間競争がおこなわれているのに対し、取引所市場でのECNの取引シェアはまだ3%に過ぎず、ニューヨーク証券取引所（NYSE）をはじめとした伝統的な取引所での取引が大半を占めている。しかし、取引所市場でのECNの取引が少ない原因の一つと言わってきたNYSEの取引所集中義務（ルール三九〇）は昨年一二月一日にNYSEで撤廃が決議され、本年五月五日に米国証券取引委員会（SEC）の承認を得て撤廃された。さらに本年三月一六日には取引所市場と店頭市場のマーケットメーカーを結ぶIT S/CAESへのECNの接続も承認されており、六月一三日には三つのECNがIT S/CAESに接続する意向を明らかにした。⁽³⁾ したがって、今後は取引所市場においてもECNの取引シェアの拡大するものと予想されている。

本稿ではNYSEのルール三九〇撤廃をめぐる経緯を振り返り、IT S/CAESの導入とその後の推移を紹介した後、ナスダック・インターマーケットと名付けられた新たなIT S/CAESの仕組みとこれに対するECN各社の反応を紹介し、ECNによる上場銘柄取引の見通しについて論じる。

1. NYSEルール三九〇撤廃

NYSEのルール三九〇は一九七五年の証券取引所法改正を受けて、顧客注文がオーネション市場でディーラーの介入なしに執行されることを目的として、一九七六年にNYSE会員によるNYSE上場銘柄の店頭市場での取引を禁じる規則として制定された。そして、一九七八年の証券取引所法19C1の採用によっ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19C3の採用によって適用対象銘柄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た。

一九九九年九月、コロンビア大学法律大学院での講演においてレービットSEC委員長が株式会社化を検討しているNYSEがルール三九〇という形で競争から保護されているのはおかしいと説明したことから、NYSEのルール三九〇に対する批判が高まり、一二月一日にNYSEは自らルール三九〇の撤廃を決定した。⁽¹⁾ しかし、レービットSEC委員長の講演直後にグラッソNYSE理事長は撤廃反対を表明しており、決してNYSEが進んでルール三九〇を撤廃したわけではない。SECが一二月八日のコミッショナー会議でNYSEのルール三九〇撤廃の投票をおこなうことが明らかになり、投票がおこなわれた場合には撤廃が決議されることを見越して、どうせ撤廃するならSECに命じられて撤廃し、保守的な印象を与えるよりも先手を打つて撤廃し、NYSEが積極的に制度改革に取り組んでいるという印象を与える方が有利だという判断が働いたものとみられている。⁽²⁾

一二月一日にNYSEが発表したプレス・リリースは、ルール三九〇の撤廃のほかに、全米証券業協会（NASD）のコンピューター取引システム（ECN）を接続するために現行の市場間取引システム（IT S）を改善する計画案を承認する一方、ブローカー／ディーラーによる注文の内部付け合せに対して従来より厳しいルールの採用をSECに要請した。⁽³⁾ SECの規則では顧客注文の最良価格での執行は義務づけられているが、最良気

配と等しければプローカー／ディーラーが自らのポジションで執行することは認められている。NYSEの提案はプローカーが自らのポジションで執行する場合には最良気配よりも良い価格の場合だけとするというものである。クロス取引などは取引所集中義務がなくなれば取引所に出す必要はなくなるので、こうした取引の流出に歯止めをかけようということであろうが、取引所登録をしていないECNはプローカー／ディーラーであり、これを理由にECNに対してNYSEあるいはNYSEのECNを有利な立場に立てようとしているのではないかとも類推される。

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。⁽⁴⁾ このリリークスはインストロダクションに続いて、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。⁽⁵⁾

NYSEのルール三九〇撤廃に関するコメントの提出期限は三月二〇日に締め切られ、五月五日にはNYSEのルール三九〇撤廃はSECによって承認された。⁽⁶⁾ 賛否の明確なコメントは一一件SECに寄せられていたが、ルール三九〇の撤廃に反対するコメントではなく、四件のコメントは合わせて求められた市場統合策に関する決定を待つて撤廃すべきであると回答していた。NYSEのルール三九〇撤廃提案に対する承認を与えたリリークスの中で、SECは顧客注文の交流を促進するというルール三九〇の効果はもはやその競争制限的な側面を無視できなくなっているとし、とりわけNYSEと同様に顧客注文を交流させているECNやATSでのNYSE会員の取引をルール三九〇が制限していることを問題にしていた。

2 I-TS／CAES

CAES (Computer Assisted Execution System) は取引所市場と店頭市場を接続するために作られたNASDのコンピューター取引システムであり、I-TSの統合において店頭市場のマーケットメーカーが取引所に注文を回送すると同時に、取引所が店頭市場のマーケットメーカーにも注文を回送するために用いられている (I-TS／CAES)。

一九七五年の証券取引所法改正によって導入が決定された全米市場システム (NMS) では店頭市場を含めた適格証券の市場間リンクがうたわれており、一九七八年四月から試験的に開始された取引所市場を結ぶI-TSに一九八〇年一〇月までに店頭市場のマーケットメーカーが参加することをSECは指示した。⁽⁷⁾ しかし、I-TS参加者の反対が強く、店頭市場のマーケットメーカーのI-TSへの参加が進まないことから、SECはI-TSと店頭市場のマーケットメーカーの自動的なリンクを指示し、計画案の提出を要請したが、I-TS参加者とNASDの間で合意はやはり進まなかつた。

そこで、一九八一年四月にSECは一九七八年四月二七日以降の上場株式 (ルール19C3銘柄) を対象としたI-TSとCAESの自動リンクの導入を一九八二年三月一日までに実行することを決定した。⁽⁸⁾ しかし、再びこの決定の施行は遅延し、SECは一九八二年三月に同年五月一日まで実施時期を延期した。⁽⁹⁾ そして、延期された五月一日にもI-TS参加者とNASDAQが合意に達することができなかつたことから、SECはI-TSプランの修正を五月一二日に自らおこなつた。⁽¹⁰⁾ この計画では取引対象はルール19C3銘柄だけが対象であつたが、SECは将来的には全上場銘柄を対象とすることをはつきりと最終案で明記していた。⁽¹¹⁾ 一九八三年九月一五日にCAESの試験期間は終了し、すべてのルール19C3銘柄を対象としてI-TS／CAESは稼働した。⁽¹²⁾

一九九一年一一月、NASDはITS/CAESの対象銘柄をルール19C3銘柄以外に拡大する提案をSECに提出した。SECは一九九四年一月に『マーケット一〇〇〇』と題する報告書を公表し、この中でITS/CAESの対象銘柄を拡大する必要性を論じていたが、同時にその前にNASDがなすべき課題（マーケットメーターの最良気配よりも良い顧客注文の開示等）も指摘していた。⁽¹³⁾一九九五年九月にオーダー・ハンドリング・ルール提案の中でSECはITS/CAESのルール19C3銘柄以外への拡大についてもコメントを求めていたが、一九九六年九月に導入されたオーダー・ハンドリング・ルールではITS/CAESのルール19C3銘柄以外への拡大は先送りされた。⁽¹⁴⁾

一九九七年五月にSECはITS/CAESの対象拡大を含めた四つの問題についてITS参加者にコメントを求めたが、ITS/CAESの対象拡大については全員の賛成が得られず、全会一致というITS運営委員会の規則からITS/CAESの対象拡大は実現しなかった。一九九八年六月にはNASDは再びITS/CAESの対象銘柄をルール19C3銘柄以外に拡大する提案をSECに提出し、翌七月にSECはこの問題に関するリリースを発行し、関係者のコメントを求めた。このリリースには一五件のコメントが寄せられ、何らかの条件を付けたものはあるが、明確な反対意見はなく、⁽¹⁵⁾一九九九年一二月九日にITS/CAESの対象銘柄を全上場銘柄に拡大することが決定された。ただし、これまでの経緯をみても明らかのように、この決定はからずもすんなりとおこなわれたわけではなく、リリースの公表から一年半近くもかかってようやくおこなわれており、先に紹介したNYSEのルール三九〇の撤廃と密接に関わっていた。というのも、NYSEのルール三九〇が撤廃されればITS/CAESを通じて市場間リンクを拡大しない限り、市場の分裂が生じる可能性が高まるからであり、最終決定もルール三九〇の撤廃投票予定日（一二月八日）と合わせて計画されていた。

3 ECNのITS/CAESへの接続

ITS/CAESの全上場銘柄への拡大は取引所市場と店頭市場のリンクを強化することが目的であり、この趣旨からすればECNを店頭市場の一部として含めるとは当然と考えられる。しかし、従来でもルール19C3銘柄に関してはITS/CAESを通じて取引所市場と店頭市場はリンクされていてもかかわらず、ECNはこのリンクageには参加していないかった。この原因はもともと店頭市場はマーケットメーカーによつて担われており、ITS/CAESの導入当初の規定では店頭市場のマーケットメーカーは売り・買い双方の確定気配を提示することが義務づけられていたからであり、また、ITS/CAES経由の取引はシンシナティ証券取引所を除けば実際に自動執行されていたわけではないが、自動執行の対象として扱われ、ECNから注文が回送された後、ITS/CAES経由で取引が執行されたかどうかがわかる前にECNで取引執行可能となつた場合、ECNがITS/CAES経由の取引の確認を待たない限り、二重執行が生じるおそれがあつたからである。

そこで、一九九九年一二月九日のSECによるITS/CAESの対象銘柄拡大を受けて、NASDはこの問題を解決し、ECNやATSをITS/CAESに接続するための規則変更の提案を一二月二七日におこなつた。⁽¹⁶⁾この提案には三つのポイントがあり、第一のポイントはECNやATSに売り・買い双方の指値注文が存在しない場合には当該ECNやATSは不足した指値注文の代わりに最良気配に劣る価格で自動的に一〇〇株の確定気配を提示するという方法を通じて、あたかも常時確定気配を提示しているマーケットメーカーと同じように取り扱われるというものである（ただし、自動的に提示された確定気配で取引が成立した場合にはECNやATSは自己勘定で取引をおこなう必要がある）。第二のポイントは、現状ではITS/CAESを通じた注文は注文が

マーケットメーカーに回送された時点で確定気配での自動執行プロセスに入ることになっているが、注文回送モードを選択したマーケットメーカー（ECNやATS）は回送された注文に対し自動的に応答する形で自動執行プロセスに入らず、注文の二重執行を回避するという仕組みである。そして、第三のポイントは、ECNやATSはマーケットメーカーとしてITTS/CAESに参加するのであるからITTS/CAES経由で成立した注文に関してはマーケットメーカーと同様にクオート・アクセス・ファイー（場内銘柄）を微収できないという規則である。

この規則変更案は一〇〇〇年二月一日に公表され、コメントが求められたが、これを支持する一件のコメント（ただし、ECNが場内銘柄を微収できないことには反対）が寄せられただけであり、SECは三月一六日にこの規則変更案を承認した。⁽¹⁸⁾ そして、この規則変更承認リリースの中で、ITTSは取引所と店頭市場を結ぶ最も重要なリンクがあるので、ECNやATSをITTSに接続することはSECの重要なゴールの一つであるとはつきりと述べられていた。

4 ナスダック・インターマーケット

六月一三日、ナスダックは上場銘柄取引市場であるナスダック・サード・マーケットをナスダック・インターマーケットと改名したこと、三月一六日のSECによる規則変更承認を受けてECN等が参加できる市場として新たに再編成すること、ブルンバーグ・トレードブック、BRUT、マーケットXTという三つのECNがこの市場に参加することで合意したこと、残るECNのうちインステイネットとレディブックとも交渉中であること、ナイト・トレーディング・グループ、ベルナルド・マドフ・セキュリティーズという二社のマーケットメーカー

もこの市場に参加することで合意したこと等を明らかにした。⁽¹⁹⁾

八時三〇分からニューヨークのタイムズ・スクエアにあるナスダック・マーケットサイトでおこなわれたプレス・コンферレンスにはNASDのザープ会長、ナスダックのケッチャム代表、ナスダック・インターマーケットのフープッシュ部長、ブルンバーグ・トレードブックのバン社長、BRUTのシェンクマン会長、マーケットXTのシルバースタイン社長とチュー上級副社長（創業者）、ナイト・トレーディング・グループのラザロウイツツ上級副社長、ベルナルド・マドフ・セキュリティーズのマーク・マドフ上場銘柄取引部長が勢揃いし、ナッグ・インター・マーケットのフープッシュ部長がナスダック・インターマーケットの仕組みと利点を説明した。⁽²⁰⁾

フープッシュ部長の講演録とホームページ上の説明によれば、ナスダック・インターマーケットは取引所上場株式を洗練された気配値情報と取引ネットワークのもとでナスダックのように取引する市場であり、オープン・アーキテクチャーという市場設計にその特徴がある。すなわち、取引価格、取引コスト（手数料）、執行スピード、匿名性、取引容量といったさまざまな注文執行のクオリティをめぐつて競争がおこなわれ、投資家の要望に応える市場である。さらに、この市場はITTS/CAESを通じて取引所市場ともリンクされており、ECNの参加も可能である。そして、注文入力はナスダック・ワークステーションIIないしアプリケーション・プログラミング・インターフェイス（API）を通じて入力され、さまざまな執行指標やその組み合わせに応じて発注先を選択することも可能である。

ただし、ECNのITTS/CAES接続をめぐっては、SECに認可された三つのポイント、すなわちECNやATSによる確定気配の自動表示、注文回送モードの導入、ITTS/CAES経由の取引でのクオート・アクセス・ファイーの免除について触れておらず、ECNのナスダック・インターマーケットへの参加のための準備は

具体的にはまだ進んでいない模様である。

こうしたセンセーショナルなNASDAQのプロパガンダに対し、NASDAQ・インターマーケットの目玉とされているECNの反応はさまざまである。⁽²¹⁾ ECNの中で最も否定的であるのは取引所申請をおこなっているアイランドECNであり、アンドレセン社長はNASDAQ・インターマーケットを通じて取引所からECNへ大きな注文の流れは生じないとみている。その原因は現在のITSそのものにあり、ITSを利用して注文を獲得しようとするところに問題があるという。そして、アイランドECNも上場銘柄の取引を獲得しようとしているが、もう少し効率的な方法で取引することを望んでいると述べている。また、ECNによる上場銘柄取引のほとんどをおこなっているインステイネットのスポーツマンは、NASDAQ・インターマーケットを米国株式市場にとって正しい方向へのわずかな歩みであると表現し、NASDAQと話はしているがコミットしているわけではないと述べている。さらに、インステイネットと並んで交渉中であると発表されたレディップツクも懐疑的であり、レイボウイツツ最高経営責任者はNYSEの取引時間外にNYSE上場銘柄の取引を少しおこなっているが、NASDAQ・インターマーケットの利点はよくわからないと述べている。

他方、NASDAQ・インターマーケットへの参加を決めている三つのECNのNASDAQ・インターマーケットに対する期待は大きく、ブルンバーグ・トレードブックのバン社長は我々の顧客はNYSEのDOTに代わる魅力的な電子ネットワークへの参加を楽しみにしていると述べており、BRUTのシェンクマン会長もNASDAQ・インターマーケットは顧客の要望に効果的に答えるBRUTの能力を飛躍的に高めると述べている。さらに、マーケットXTのシルバースタイン社長はこの計画に当初から参加でき、顧客に上場銘柄へのアクセスを提供できることを喜んでいると述べ、同社のチュー上級副社長もNASDAQ・インターマーケットは上場銘柄の価格発達⁽²²⁾を見を促進し、オーダー・フローへのアクセスを拡大するための正しい方向に向かっていると述べている。

5 ECNによる上場銘柄取引の見通し

一九九九年第四四半期におけるNASDAQ市場でのECNの取引シェアは株数ベースで三割、代金ベースで四割にも達し、九つのECN各社やマーケットメーカーの間で激しい市場間競争がおこなわれているのに対し、取引所市場でのECNの取引シェアは株数ベースでも代金ベースでも三%に過ぎず、NYSEをはじめとした伝統的な取引所での取引が大半を占めている。⁽²³⁾

この時点ではNYSEのルール三九〇が存在し、NYSE会員が一九七九年四月二六日時点の上場銘柄の注文をECNに出すことは原則禁止されており、この規則が取引所市場でのECNの取引が少ない原因の一つと言われてきた。しかも、ECNのITS/CAESへの参加も認められておらず、かつて取引所類似施設がPTTSと呼ばれていた頃と同様に、機関投資家やブローカー/ディーラーが主要市場から分離された隠れた市場として利用しているに過ぎないと言えよう。しかし、逆に言えばルール19C3銘柄に関してはNYSEでの取引所集中義務はなく、NYSE上場銘柄数の七七%、売買高の五四%（昨年一二月一日時点）には取引所集中義務が課せられていないにもかかわらず、ECNでの取引シェアは小さいのである。⁽²³⁾ したがって、本年五月五日のSECによるNYSEのルール三九〇撤廃承認がどれほど大きなインパクトを持つのかは計りかねる。

他方、これまでITS/CAESへのECNの接続が認められていなかつたこともECNによる上場銘柄の取引が少ない原因と言わってきた。本年三月一六日にはITS/CAESをECNにも開放するというNASDの規則変更がSECによって承認され、六月一三日には三つのECNがITS/CAESに接続する意向を明ら

かにしていることから、今後は取引所市場においてもECNの取引シェアが拡大するものと予想されている。しかし、こちらについてもITSの売買高が上場銘柄全体の売買高に占める比率は三%程度に過ぎないことを考へると、過大な期待は禁物であろう。実際、ITSの使われ方は地方証券取引所等がNYSEに注文を回送するのがほとんどであり、NYSEから注文が回送されることはほとんどない。ECNがCAESを通じてITSに接続したとしてもNYSEからECNに注文が回送されることは考えにくく、ECNで取引が成立しなくともITS/CAESを通じてNYSEに回送されるということを見越してECNに注文を出す者がどの程度増えるかも未知数である（しかも、ECNを介してNYSEにアクセスするという方法は伝統的な取引所の会員制度を支える考え方と真っ向から対立し、しばしば取引所からフリー・ライダーと批判してきたものである）。

ECNの売り物はスピードと安さであり、これを武器にしてNASDAQ市場でのシェアを拡大してきた。ECNが取引所市場においてもシェアを拡大するためにはこれらを生かす形で競争するしかなく、価格改善や一取引当たりの取引規模で取引所と競争することは不可能であろう。

スピードという観点からすれば、執行がスペシャリストの手入力によっておこなわれる現行のITSはECNの利点であるスピードを取引所やマーケットメーカーのみに落としてしまいかねず、ITSへの接続がECNの魅力を高めるのかどうかは疑問である。とはいっても、ITSに接続されることは総合気配表示システム（CQS）に接続されることを意味し、CQSしか見ていない投資家やブローカー／ディーラーに気配を通じてアピールし、最良気配を提示している場合には顧客注文の最良価格執行の義務からブローカー／ディーラーは注文を回送するか同一価格で執行するかの選択を迫られ、頻繁に注文を回送するためにはECNへの直接参加者となるなどしてECNとの関係を強化することにつながるかもしれない。取引所申請をおこなっているアイランドECNやネクストレードはこうした側面を重視している模様である（なお、アーキペラゴウはパシフィック証券取引所との提携を選択し、単独での取引所申請を取り下げた）。

また、安さという観点からは、自主規制機関ではないECNは取引所ほどの取引監視はおこなつておらず、地価の高い金融センターに物理的な施設を持つ必要もないことから伝統的な取引所に対しても競争力を有していると言えよう。取引所と同水準のサービスを提供できるとすればこれはECNのセールスポイントであろう。ただし、伝統的な取引所がコンピューター化したり、株式会社化したりして、自主規制機関がそれ相応の監督費用を要求するようになればECNのこの点での競争力は相対的には低下することになるかもしれない。

ECNの社会的使命は新たな技術に基づいて自然独占に安住しがちな取引所に競争を挑み、市場の活性化をはかることであり、こうして生まれたイノベーションはやがて取引所に吸収されていくことになるはずである。したがつて、ECNが取引所市場においても無視できない存在になることは市場の分裂という負の側面を持ちながらも好ましいことと考えられる。NYSEのルール三九〇を撤廃させ、ITS/CAESの対象銘柄を全上場銘柄に拡大し、ECNのITS/CAESへの接続を認めたSECの決定にはこうした判断が働いていたものと考えられ、海外の主要取引所と比べてもコンピューター化への取り組みが遅いNYSEに自ら革新を促すことが目的と考えられる。

注

- (1) レーピットSEC委員長の講演については、拙稿「真のNMSの構築へ向けて～レーピットSEC委員長の提案～」
(本誌一五七五号、一九九九年一〇月)、NYSEの対応については、拙稿「ニューヨーク証券取引所の新構想～」

ハ - ニューヨーク】 の機関に「競争」（米証券市場の規制）に対する

(8) Greg Ip, "SEC Plans Moves to Lift Barriers Shielding Big Board From Rivals", *Wall Street Journal Interactive Edition*, 1 December 1999.

(9) NYSE, "NYSE Takes Additional Steps Toward New Competitive Positioning", Press Releases, 2 December 1999 (wsj.com/wsj/nyse/press/NT003861E.html).

(4) SEC, *NYSE Ratemaking: 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>).

(5) おまつり市場統合案に対する反対意見として、米連邦「米国株式市場統合をめぐる新たな動き～おまつり市場統合の議論～」(米証券市場の規制)、「米国株式市場統合案～議論の整理～」(マーケットメックス) 11000件(件数) が公表。

(6) SEC, *NYSE Ratemaking: Order Approving Proposed Rule Change To Rescind Exchange Rule 390*, Release No. 34-42758; File No. SR-NYSE-99-48, 5 May 2000 (<http://www.sec.gov/rules/sros/ny9948o.htm>).

(7) Exchange Act Release No. 16214 (September 21, 1979), 44 FR 56069.

(8) Exchange Act Release No. 17744 (April 21, 1981), 46 FR 23856.

(9) Exchange Act Release No. 18536 (March 11, 1982), 47 FR 10658.

(10) Exchange Act Release No. 18713 (May 12, 1982), 47 FR 20413.

(11) Exchange Act Release No. 19456 (January 27, 1983), 48 FR 4938.

(12) Exchange Act Release No. 19825 (May 31, 1983), 48 FR 25043, Exchange Act Release No. 19970 (July 20, 1983), 48 FR 33103.

(13) SEC Division of Market Regulation, *Market 2000: An Examination of Current Equity Market Developments*, January 1994, A. II. 12.

(14) Exchange Act Release No. 36310 (September 29, 1995), 60 FR 52792, Exchange Act Release No. 37619A (September 6, 1996), 61 FR 48290.

(15) Exchange Act Release No. 40260 (July 21, 1998), 63 FR 40748.

(16) SEC, "Final Rule: Adoption of Amendments to the Intermarket Trading System Plan To Expand the ITS/Computer Assisted Execution System Linkage to all Listed Securities," Exchange Act Release No. 34-42212; File No. 4-208, December 9, 1999 (<http://www.sec.gov/rules/final/34-42212.htm>).

(17) Exchange Act Release No. 34-42353 (January 20, 2000), 65 FR 4857.

(18) SEC, "Self-Regulatory Organization; National Association of Securities Dealers, Inc.; Order Granting Approval to Proposed Rule Change Relating to ECN and ATS Participation in the ITS/CAES System," Exchange Act Release No. 34-42536; File No. SR-NASD-99-75, March 16, 2000.

(19) Nasdaq Stock Market, "Nasdaq InterMarket Forges Links with Major ECNs; Market Makers and ECNs Support Enhanced Electronic Trading Arena for Exchange-Listed Stocks," Nasdaq-Amex Press Release, 13 June 2000 (http://www.nasdaqnews.com/news/pr2000/he_section00_139.html).

(20) Dean Furbush, *Nasdaq InterMarket Presentation*, 13 June 2000 (<http://www.nasdaqnews.com/asp/dt.pdf>), Nasdaq

(14)

(15)

(16)

InterMarket, "Nasdaq InterMarket Launch Remarks By Dean Furbush," June 2000 (<http://www.intermarket.nasdaqtrader.com/intermarketnews/deansrmks.stm>).

- (25) Gaston F. Ceron, "Island Staying Out Of Nasdaq Alliance, Sees Plan As Weak", *Dow Jones Newswires*, 13 June 2000, Elizabeth Smith, "Three ECNs to trade NYSE stocks via Nasdaq link", *Reuters*, 13 June 2000 (http://biz.yahoo.com/rf/000613/n13699783_3.html).

- (28) SEC Division of Market Regulation, *Electronic Communication Networks and After-Hour Trading*, 7 June 2000 (<http://www.sec.gov/news/studies/ecnaftr.htm>).

- (23) Robert Sales, "NASD Inches Closer to SE - But What of ECNs?", *Wall Street & Technology*, 1 February 2000.

(፳፻፲፭ ዓ.ም. • ከፃ፻፲፭፻፭)

中国のWTO加盟と金融・資本市場の開放

王 東明

1 はじめに

今年の五月二十四日に、米下院は本会議で中国に最惠国待遇（M.F.N.）を恒久的に供与する法案（P.N.T.R.）を賛成多数（賛成二三七票、反対一九七票、棄権一票）で可決した。六月上旬に予定されている上院本会議でも同法案が可決されれば、中国の世界貿易機関（WTO）加盟への障害はなくなり、年内での実現がほぼ確実になつたと報道されている。⁽¹⁾

一九七九年米中国交樹立の年に、「米中通商協定」が締結され、米中両国は相互に最惠国待遇を供与することで合意した。しかし、翌年に、同協定が正式に発効された後、米国は国内の「一九七四通商法」の関連規定に基づき、中国の最惠国待遇（M.F.N.）に対して、年度審査を実施した。それ以来の二〇年間、米中両国の貿易額は六〇〇億ドルの大台に達し（九九年度の貿易額は六一三億ドル）、米国の対中直接投資も拡大し、九八年までの対中累積直接投資額は二一四億ドルに達した。⁽²⁾しかし、毎年の対中M.F.N.更新は人権問題、兵器拡散などの問題が複雑に絡み合つて、さまざまな政治・経済摩擦の厳しい場面がありながらも、毎年更新されてきた。⁽³⁾また、GATTとその後の機関であるWTOの加盟をめぐっては、八九年の天安門事件、九九年のユーゴスラビアの中国大使館の誤爆事件などの影響があつて、交渉は数回中断され、一二年を要し、「マラソン交渉」と言われた（表1）。漸く最近になつて、日本（九九年七月）、米国（九九年一一月）、EU（二〇〇〇年五月）と中国の二国交

涉が妥結、米下院のP.N.T.R.法案も可決されたことで、中国のWTO加盟の実現は終盤の段階に入った。

中国のWTO加盟はこれから人口一三億の市場を世界に開放することを意味し、また、一三五のWTO加盟国に対して、相互に最惠国待遇を与えることを約束することであろう。それによつて、今後の中国は高い関税水準（平均名目関税水準・一七%）を段階的に引き下げ（表2）、少なくとも発展途上国の平均水準（一〇%～一五%）までに引き下げる必要がある。また、WTOの無差別、内国民待遇、非関税障壁の削減、透明性の維持などの基本原則を守ることで、国際規範と取引ルールに従つて行動する必要もある。そして、国際社会の一員として各国と正常な通商関係が維持でき、より開かれた国と競争のある社会を構築することができる。

WTOの加盟は中国にとって「千載一遇のチャンス」⁽⁴⁾あるいは「第二次の開放」⁽⁵⁾という表現で重要視され、今後は輸出を拡大し、海外進出も容易になると同時に、逆に、輸入、直接投資および海外サービスも確実に増えることになるであろう。

とはいって、WTOの加盟は中国にとってどこにメリットがあるのか、また、ど

時期	平均名目関税率
1992.12	43.2%
1993年	42%
1994年	35.9%
1996.4	23%
1997.10～現在	17%

（出所）龍永圖「加入世贸組織、融入国际社会主流」「国際貿易問題」1999年第9期。大橋英夫「米中経済摩擦：中国経済の国際展開」勁草書房、1998年より作成。

表1 中国のWTO加盟の歩み

時期	主な出来事
1986/7	中国が関税貿易一般協定（ガット）加盟を申請
1992/10	89年の天安門事件で中断した加盟の作業部会が再開
1993/3	米中の二国間交渉再開
1995/1	WTO発足
1999/4	朱鎔基首相とクリントン大統領が会談、決着持越し
1999/5	NATOがユーゴスラビアの中国大使館誤爆、交渉中断
1999/7	日本との二国間交渉妥結
1999/11	米国との二国間交渉妥結
2000/3	加盟の作業部会が再開
2000/5/19	E Uとの二国間交渉妥結
2000/5/24	米下院が中国へのM F N恒久化法案可決

（出所）『日本経済新聞』2000年5月25日より作成。

んな産業にダメージが大きいのか、特に、国際的な競争力が弱いと見られている金融サービス業は、これから外資系銀行と保険会社の業務参入によりどんな影響を与えるのか、そして、資本市場はどこまで開放できるのか、小稿ではこれらの点を整理し、銀行、保険、証券といった金融サービス業がおかれている状況を分析し、国際競争の立場からWTO加盟後の影響を紹介することにしよう。

2 WTO加盟のメリットとデメリット

中国がWTOの加盟を実現すれば、そのメリットとデメリットを以下のように整理することができる。

まずメリットの面から見れば、（一）貿易と対中直接投資が拡大する。貿易額は九八年の三、一二四〇億ドルから二〇〇五年の六、〇〇〇億ドル、対中直接投資額は九八年の四五六億ドルから二〇〇五年の一、〇〇〇億ドルまでに拡大すると予測される⁽⁶⁾。（二）最も競争力ある紡績・アパレル業の輸出は、外国の輸出割当額（Quota）を取消すことによって、三〇〇%以上の伸び率が期待できる。紡績・アパレル業の輸出の拡大は、一九九八年から二〇一〇年までに、五四三万人の雇用増加を実現させることができると予測されている。（三）同じように、サービス業、建設業および食品加工業はそれぞれ一六六・四万人、九一・八万人、一六・八万人の雇用拡大を実現できる。合計で九〇〇万人以上の雇用増加が期待できる（表3）。（四）一部の化学・鉄鋼・機電製品、家電製品および自転車・玩具・文具用品・食品加工などの軽工業製品のメーカーに有利になる。（五）一九九八年から二〇一〇年までの間に、WTO加盟すれば、年平均GDPの増加率は加盟しないのと比べ約一%～三%プラスになる。⁽⁸⁾（六）輸入の拡大を促進すると同時に、輸入コストも下げる。国家計画委員会の推測によると、一九九九年から二〇〇五年までの七年間の輸入額は一兆五、〇〇〇億ドルに達し、関税引き下げによって、輸入コストを大

表3 中国のWTO加盟後の雇用予測

業種	増減人數(万人)	増減率(%)
紡績	282.5	23.6
服装	261	52.3
サービス	266.4	2.1
建設	92.8	2.2
食品加工	16.8	2.1
雇用增加の業種(合計)	919.5	
農業	-966.2	-3.6
クルマ	-49.8	-14.5
機械・計器	-58.2	-2.5
雇用減少の業種(合計)	-1,074.2	

(出所)「人民日报(海外版)」1999年11月22日より作成。

幅に下げる⁽⁹⁾ことができる。(七)競争を促進する。WTO加盟による「外圧」があつて、国有企业と民営企業に危機感をもたらし、競争を促進させ、技術革新と組織変革を求める企業改革を深化させることができることが期待できる。(八)密輸入と偽物の製造が減ること。関税引き下げによつて、横行していた密輸入と偽物の製造が減ることになり、知的所有権の保護も重視されるようになる。

一方、デメリットの面から見れば、(一)最もダメージが大きな業種は農業、機械・計器および自動車である。一九九八年から二〇一〇年までの間に、農業部門から九六六・二万人、機械・計器部門から五八・二万人、自動車部門から四九・八万人の雇用減少となると予測されている(表3)。以上の三業種だけを合わせれば、一、〇〇〇万人以上の雇用減につながる。

(二)農産品の平均関税が二〇〇四年に一七%まで下がり、一部重要な農産品の関税はさらに一四・五%まで下がり、農民の収入は減ることになる。

例えば、米国からの輸入麦を見れば、現在毎年二〇〇万トンである。今後五〇〇万トンに増えれば、中国の農民は五四億元の減収という計算になる。また、アメリカのトウモロコシ、オレンジおよび牛肉などの農産品も中国の市場に入つてくる。(三)輸入車の関税を引下げる。現在、輸入車の関税は八〇%~一〇〇%で、五年に一二五%まで引き下がれ、自動車部品の平均関税率は一〇%まで下がられる。二〇〇万台以下の生産量(九八年の生産量一六三万台)の中国の自動車産業に大きな打撃になることは間違いない。自動車産業の生産量

と従業員は約一二%減少し、自動車のメーカー(九八年一〇七社)も一二七%減少になる。(四)ハイテク・情報通信産業に激しい競争をもたらすことになる。通信市場を開放し、外資による通信サービス分野における四九%の株式取得を許可する。そのうえ、一年後五〇%まで増資できる。また、外資に対しインターネット市場を全面的開放する。それによって、電話料金を引き下げ(現在はアメリカの五倍~六倍)、インターネットのアクセス料金も引き下げる競争になり、国内通信産業に大きな圧力になるであろう。(五)外資が銀行、保険、証券、サービスなどの産業にも参入し、金融サービス業の競争も激しくなるであろう。銀行、保険、証券などの金融サービス業について、次に見ていく。

3 外資系銀行業務への参入

銀行業について、現在、外資系銀行は主に外資系企業に対して外貨業務を行なつてゐるが、人民元業務について、今までかなり厳しく制限されていた。ようやく最近になって、外資系銀行(三三二行)に一定の地域(上海、深圳)に限定して外資系企業に対する人民元業務が許可された。しかし、WTO加盟の一周年後には、外資系銀行に対しても外資系企業だけではなく、中国企業にも人民元業務が開放される。加盟五年後に、外資系銀行に対して設けられた地域制限、顧客制限を完全に撤廃し、国内の個人にも人民元業務への参入を認める。また、加盟後は、非金融業の金融会社に対して、自動車ローンの業務に参入することを認める。「金融サービス協定」にも参加する。

以上のように、WTO加盟後は、外資系銀行の市場参入を段階的に大幅に認めることになるため、中国の四大国有商業銀行と中小の金融機関に残された時間は少ない。現在、中国の国有銀行は依然大量の不良債権(約八千

億元）を抱えており、最近では銀行の不良債権を国家株あるいは国有法人株に転換する措置（「債転股」）をとっている。また、商業銀行の上場も予定されている。その狙いは銀行の不良債権を処理し、自己資本を充実させることであり、外資系銀行との前哨戦が既に始まっている。

現在、外資系銀行（九八年一六五行）は全国外貨預金業務の約五%、人民元預金業務の一%以下、外貨貸出業務の二〇%以上、人民元貸出業務の一%以下、国際決済業務の約四〇%の市場シェアを持つている。加盟五年後は、以上のような業務制限が撤廃され、外資系銀行は全国外貨預金業務の約一五%、人民元預金業務の一〇%、外貨貸出業務の三分の一以上、人民元貸出業務の約一五%、国際決済業務の五〇%以上の市場シェアを持つことになる。また、加盟一〇年後は、全体で見れば、外資系銀行は市場シェアの三分の一ないし二分の一を占めることになると予測されている。⁽¹¹⁾特に、外資系銀行が比較的の競争力ある外貨貸出業務と国際決済業務について、国内銀行は極めて厳しい競争環境に置かれていると考えられる。

4 外資系保険業務への参入

外資系保険会社の市場参入については、現在、一五社の外国保険会社に対し、上海市と广州市の地域に限定して営業活動を認められている。九九年外資系保険会社の保険料収入は一八・二亿元、前年比二四・六%の増加であり、全国一、三九三亿元の保険料収入の一・三%になっている。

加盟五年後は地域制限を撤廃し、業務範囲も段階的に拡大する。外資系保険会社は中外合弁保険会社の五〇%株式取得を許可する。非生命保険業務について、加盟二年後は合弁会社の五一%株式取得を許可し、または一〇〇%出資の付属企業も認める。再保険業務は制限なしに完全に開放する。⁽¹²⁾外資系保険業務の参入には一定の制限を設けており、また合弁会社を通じて業務の拡大を進めることになるであろう。

外資系保険会社による競争について、上海のケースでは、一九九五年に保険市場が部分的に開放したとき、アメリカの保険会社は最初の段階で中国の保険会社から九一%の市場シェアを奪った。しかし、翌年に、中国の保険会社はこの負けた教訓から外資系のセールス方法を吸収・学習し、逆に、市場シェアの六〇%を取り戻し、その後、八〇%にまで回復した。現在では中国の保険会社は市場シェアの絶対的な優位を保っている。⁽¹³⁾これは「外圧」によって、中国企業が経営努力し、サービスも改善して成功した一つの例である。

5 資本市場の開放

資本市場の開放について、加盟後は外国金融会社による投資ファンド管理企業の二三三%の株式取得を許可する。加盟三年後には四九%にまで増資できる。外資証券セールス主幹事企業による合弁証券セールス会社の二三三%の株式所有を認めるということで、主に証券投資信託投資を通じて、株式と債券市場に参入することになつていて。⁽¹⁴⁾証券業は金融サービス業の中で一番制限が多く、開放していない分野である。これは九七年のアジアの金融危機から教訓を得て、市場開放に慎重な態度をとつたと思われる。

6 むすびにかえて

以上、中国のWTO加盟後によるさまざまな影響を見てきた。現在のところは、紡績・アパレル業などの軽工業・加工業にメリットがある。一方、農業、自動車、通信、金融サービス業などの産業にダメージが大きい。特に金融サービス業では、銀行業による影響がかなり大きいと考えられる。次に保険業、証券業という順である。

資本市場の開放はかなり限定されて、投資信託業務と一部の証券引受・主幹事に限るといふことである。しかし、WTO加盟は各分野において競争を起し、国際市場と融合する」といって、今までまな業種と産業構造に大きな変革をもたらす」といふ意義があると言えられる。

注

- (1) The Asian Wall Street Journal, June 26-28, 2000. 「人民日報（海外版）」11000年五月16日。[中国證券報] 11000年五月16日。[日本經濟新聞] 11000年五月15日。
- (2) 「日本經濟新聞」11000年五月14日。[人民日報（海外版）] 11000年六月14日。[中國統計年鑑] 中国統計出版社、一九九九年版、五九八頁。
- (3) 大橋英夫「米中經濟摩擦：中國經濟の国際展開」勁草書房、一九九八年。
- (4) 慶應義塾大学の國分良成教授の表現である「日本經濟新聞」11000年六月九日。
- (5) 一九七八年の「改革・開放」政策を「第一次の開放」と見れば、WTOの加盟は中国にとって「第二次の開放」に喻えられる（錢小安「加入WTO对中国銀行業和金融調控的影響及对策」「金融研究」、11000年第一期、八頁～十五頁）。
- (6) 外国投資銀行の予測。葉春生「中国加入世貿的利弊与国企改革」「信報財經月刊」（香港）11000年五月、総二七八期。
- (7) 「新華文摘」11000年一月号、一八一頁（原典：「經濟參考報」一九九九年一月一七日）。
- (8) 國務院發展研究中心課題組「加入WTOの十大結果」「中國證券報」11000年五月16日。
- (9) 外国投資銀行の予測。葉春生「中国加入世貿的利弊与国企改革」「信報財經月刊」（香港）11000年五月、総二七八期。
- (10) 葉春生「中国加入世貿的利弊与国企改革」「信報財經月刊」（香港）11000年五月、総二七八期。宋泓、柴瑜「多於承諾的實施—加入WTO对中国引進外資的影響」「國際貿易」11000年第二期。[中國證券報] 一九九九年一月一七日。「中國統計年鑑」中國統計出版社、一九九九年版、四四五頁。[中國上市公司基本分析] 中国科学技術出版社、11000年版、三九頁～四〇頁を参照。
- (11) 宋泓、柴瑜「多於承諾的實施—加入WTO对中国引進外資的影響」「國際貿易」11000年第三期。王元龍「加入WTO後的中國銀行業發展戰略研究」「金融研究」11000年第11期。[中國證券報] 11000年11月4日。「Chinese Dragon」一九九九年一一月11日を参照。
- (12) 宋泓、柴瑜「多於承諾的實施—加入WTO对中国引進外資的影響」「國際貿易」11000年第三期。李善民など「加入WTO对中国金融業发展的影響」「金融与保險研」、一九九九年一一月、二二頁～二七頁。[人民日報（海外版）] 2000年五月10日を参照。
- (13) 張曉慧「加入WTO後中国銀行業面臨挑戰的研究視角的思考」「金融研究」11000年第1期。
- (14) 宋泓、柴瑜「多於承諾的實施—加入WTO对中国引進外資的影響」「國際貿易」11000年第三期。王元龍「加入WTO後的中國銀行業發展戰略研究」「金融研究」11000年第11期。

ITSの全上場証券への拡大

清水 葉子

1 はじめに

アメリカの全米市場システム（NMS）は、物理的に分散して市場間競争を行なっている複数市場を情報ネットワークで結ぶことによって、市場の分裂を防ぎ投資家を保護するという構想である。具体的には、各市場の直近の約定情報を伝達する総合テープシステム（CTS）、事前の気配の伝達を行なう総合気配表示システム（CQS）、よりよい気配を表示している市場へ注文回送を行なう市場間取引システム（ITS）と呼ばれる三つのシステムが適格証券の取引市場どうしを連結して全米市場システムを実現している。

これら三つのシステムが存在することで、投資家は異なる市場で行なわれている取引について気配や価格の情報を探ることができる、市場間の注文回送を行なうことによって最良執行を保証される。この点で、全米市場システムを構成するこれらのシステムは、市場間競争を具体的に支える非常に重要な役割を果たしていると言ふことができる。

ところで、一九七五年に証券諸法を改正して市場間競争というコンセプトを導入した時点では、市場間競争と言つた場合には主として取引所間の競争が念頭に置かれていたと考えられる。このため、これらのシステムも当初は取引所間の情報ネットワークとして整備された。しかしながらその後、NASDAQ市場や上場証券の店頭市場が拡大したため、全米市場システムがカバーする範囲も徐々に拡大されて今日に至っている。しかしながら、

異なる市場をどのように統合するかが個々の市場の競争条件に大きな影響をおよぼす上、取引所市場と店頭市場の基本的な設計の相違もあって、統合は容易には進まなかつた。こうした統合の困難は、特に市場間の注文回送システムであるITSに顕著に現れている。

本稿では、昨年全上場銘柄の取引市場をITSを通じて統合することが決定されたことを取り上げて、くり返し議論してきたITSの店頭市場への拡大をめぐる論点を整理してみよう。⁽¹⁾

2 ITS拡大の経緯⁽²⁾

市場間の注文回送システムであるITSは、述べたように全米市場システムの中核システムの一つであり、上場証券の店頭取引やNASDAQ市場が拡大し全米市場システムのカバーする範囲が広がるにしたがつて、その接続を拡大してきた。しかしながら、ITSによって連結されているのは上場銘柄の一部に限定され、全上場銘柄へのITSの拡大は容易には実現されなかつた。

ITSは、一九七五年の証券諸法改正によって市場間競争が規定された後、一九七八年三月に発表されたSECステートメントによる要請に基づいて、同年四月から主要取引所を含む五証券取引所の参加で試験的に開始され、現在のITSの原型となつた。ITSの試験的運営は、注文回送に際して問題となる各取引所の取引ルールや慣習の擦り合わせを行いながら進められた。

SECはこの間、上場証券の取引所集中義務を緩和するため、委託注文の取引の取引所集中義務を撤廃する規則一九c—一に統いて、一九七九年四月以後に上場された銘柄の取引所集中義務を撤廃する規則一九c—二を議論の俎上にのせており、NASDも上場証券の店頭取引が拡大することを想定して、CAES（Computer

Assisted Execution System) と呼ばれる上場証券の店頭取引システムを準備していた。NASDAQはCAESがITSと接続され、上場証券の注文回送が第三市場からも可能となることを予定していた。

SECは、この時点ですでにITSを全上場銘柄の店頭取引に拡大するべきであると認めているが、実際にはITSとCAESとの接続は容易には進まなかつた。一九八〇年六月に規則一九c—三の採用が決定し、一九七九年四月以後に上場された銘柄（一九c—三銘柄）の取引所外取引が解禁された後も、SECの要請にもかかわらずITS参加取引所はITSの第三市場への拡大に関して自発的な合意に達することができなかつた。このため、SECはITSとCAESの連結のためのITSプランの修正リリースを発表し、接続を一九c—三銘柄に限定するという譲歩を行つて第三市場へ拡大することを命じた。このSECの接続命令によつて、ITSは初めて店頭市場のシステムであるCAESと接続されたが、銘柄が限定された上、試験的稼動を経て正式稼動したのは一九八三年九月と大幅に遅れた。

その後も、SECは一九九四年のマーケット二〇〇〇報告書⁽³⁾や、一九九六年九月に採用したオーダー・ハンドリング・ルールのリリースなどでITS/CAESリンクージを非一九c—三銘柄も含めた全上場銘柄に拡大することを再三提案している。とくにオーダー・ハンドリング・ルールによってCQS上の気配表示が非一九c—三銘柄にまで拡大されたにもかかわらず、ITSの接続が一九c—三銘柄に限定されていることは大きな問題であるとしてITSが早急に拡大されることを要請している。また、NASDもITS/CASEリンクージのための規則修正を提示しているものの、全上場銘柄にわたるITSの拡大は長い間にわたつて実現しなかつた。

3 ITS拡大の困難

（1）市場間の取引ルールの相違

こうしたITSの拡大の困難の背景には、取引所市場と店頭市場の基本的な設計の相違が存在していると考えられる。取引所市場は、スペシャリストの介在はあるものの、基本的にはオークション・マーケットであり、したがつて厳密に価格優先・時間優先の原則の下で注文の付け合わせが行なわれている。オークション・マーケットでは市場に流動性を提供しているのは顧客の指値注文であり、すべての注文が一つの板（ブック）上で付け合わされるため価格や時間が劣後した注文が優先されて執行されることは基本的ではない。

これに対して、店頭市場は競争的ディーラー・マーケットであり、執行は基本的にマーケット・メーカーの提示するアスク・ビッドに対して行なわれる。したがつて、ディーラー・マーケットで市場に流動性を提供しているのはこうしたマーケット・メーカーの提示する気配であるから、市場が前提としている注文は成行注文である。店頭市場のマーケット・メーカーはひとりひとりが一つの市場として機能し、よりよい気配を提示しているマーケット・メーカーを選んで顧客が注文を回送することによつて競争が行なわれる。このため、一人のマーケット・メーカーの取り扱い注文の範囲では価格・時間優先の原則が働くにしても、複数のマーケット・メーカー間にわたつてオークション・マーケットと同等に厳密な価格・時間優先の原則を徹底することは基本設計上はないと考えられるのではないか。もちろん、NASDAQ市場が組織化された市場である以上、市場全体として顧客の最良執行を保証する必要があり、現実にはマーケット・メーカー間でも価格優先原則や顧客の指値保護のための規則は存在するが、これはディーラー・マーケットに内在するものではないと考えられる。

このような市場の設計の相違がもつとも顕著に現れているのが劣後執行（トレード・スルー）に関する規則で

ある。劣後執行とは、他のマーケット・センターでよりよい気配が出ているにも関わらず、それより劣った価格（より高い価格の売り、より低い価格の買い）で顧客注文を執行してしまうことを言う。これは言い換えれば、他市場に出ていたより有利な気配が無視されることを意味する。

こうした劣後執行は、一つのマーケット・センターの内部では原則的には生じない現象である。とくにオークション・マーケットであれば、全ての注文が一ヶ所に集められて、厳密に価格優先・時間優先の原則に従つて付け合せが行なわれるため、原則的に劣後執行はあり得ない。しかしながら、ITTSを通じてオークション・マーケットとディーラー・マーケットが連結されると、異なる市場間で顧客注文を劣後執行からどのように保護するかという問題が生じる。

ITTS規則では、取引所が劣後執行を指摘された場合にはその売買を取り消すことが定められているが、ディーラー・マーケットでは、劣後執行に際して（a）その売買を取り消す、（b）その売買を劣後執行とならない価格に調整する、（c）劣後執行された気配を満たす、のいずれかを選択することが認められており、オークション市場よりやや緩やかなものとなっている。ITTSの拡大に際しては、ニューヨーク証券取引所はオークション・マーケットの原則を前提に店頭市場に対しても厳しい劣後執行ルールの採用を主張しつづけてきた経緯があり、今回の拡大に際してもITTS／CAES登録マーケット・メーカーだけでなく第三市場での上場証券の取引の全てにこの劣後執行ルールの適用を要求していた。

（2）ニューヨーク証券取引所への窓口としてのITTS

さらに、ITTSの拡大にはニューヨーク証券取引所の執拗な反対があることが知られている。ITTS運営委員会

会は全会一致制をとっているため、一取引所でも反対すれば規則改正を行なうことができない。ニューヨーク証券取引所の反対には、ITTSを通じて非会員が取引所の流動性にアクセスすることに対する懸念が大きいと言わされている。

ニューヨーク証券取引所は、上場証券の取引所外取引の制限を大幅に緩和しているが、述べたように非一九c—三銘柄に関しては取引所外取引の制限が残っていた。⁽⁵⁾このため非一九c—三銘柄の取引を行なっている非会員の市場である第三市場がITTSと接続されると、こうした非会員の店頭取引注文がITTSを通じて取引所内の注文とつけあわされてしまうことになり取引所の会員制度が形骸化してしまう。この問題はITTSを拡大することでECNが接続された場合には顕著である。⁽⁶⁾

このような一九c—三銘柄と非一九c—三銘柄の非対称性は地方証券取引所のあり方にも大きな影響をおよぼしている。たとえば、代表的な非会員第三市場ディーラーであるMadoff社は、現在CAESを通じてITTSに接続しているが、これは一九c—三銘柄に限定されている。Madoff社は、非一九c—三銘柄に関してはシンシナティ証券取引所会員としてシンシナティ取引所に注文を回送し、シンシナティ取引所を経由してITTSに接続しているのである。このように、地方証券取引所では多くのスペシャリストや会員が他のブローカー・ディーラーの関連会社化され、低コストでの注文執行とニューヨーク証券取引所への注文回送の窓口とされる現象が見られるのである。

また、アーキペラゴやアイランドなどいくつかのECNは、SECに取引所登録申請を行なつたり地方証券取引所と提携するなどの動きを見せており、こうした動きの動機の一つとしてITTSへの接続要請が挙げられている。ECNは現在でも一九c—三銘柄に関してはNASDAQのCAESを通じてITTSに接続することが可能

だが、NASDAQの規則上CAESへの接続条件が不利であるうえ、非19c-3銘柄に関してはITS接続の手段がないため、地方証券取引所への接近を行なつてみると見ぬけだがである。

」のように、第三市場の立場から見ると、上場証券の注文回送システムであるITSの閉鎖性が高かつたために、地方証券取引所の会員権をニューヨーク証券取引所へのアクセス手段として使う動きがあつた」と見る」とができる。逆に、地方証券取引所はITSの高いハードルの下で守られてきた取引所の特権を使って取引を集めできた面があり、ITSの拡大によって「ハサした特権が失われると、地方証券取引所の運営にマイナスの影響がある」とも考えられる。

4 おわりに

上場証券の取引の場が拡がるにつれて、ITSリンクエージの拡大の必要性はますます増大している。現在、第二市場と呼ばれる取引所非会員の上場証券取引は電子システムの発展の影響もあって大きく拡大しており、ニューヨーク証券取引所での取引の一割を超えていると言われる。第三市場での取引の中にはMadoff社のようないくつかの自己勘定で顧客注文の執行を行なうマーケット・メーカーもあれば、EONのようにユートラルな注文執行業者としてオーフショントライプの市場を開設するものもある。ハサした非会員による上場証券の取引も、取引所での取引と直接競合するため、全米市場システムの下で情報の統合が行なわれる」とが投資家保護から言つても極めて重要である。

さらに、ニューヨーク証券取引所の取引所外取引制限を定めてきた規則390条が撤廃される方向である」とをうけて、もはや19c-3銘柄と非19c-3銘柄のあいだの区別も意味をなさなくなる。従来は、取引所外取引制限の撤廃によつて増加が予想される会員による取引所外取引についても全米市場システムに効果的に統合する」とが必要である。

しかし、近年NASDAQ銘柄の取引を大きく拡大しているEONは、ITSによる注文回送が封じられているために、たゞよい気配を表示しても注文回送を受けることがでない、上場証券に関する本格的な競争条件が整備されていないと主張してきた。EONがCAESを通じてITSに接続するハサになると、NASDAQというディーラー・マーケットのなかのオーフショット・マーケットとして強みを發揮しないためEONの競争力が、同様に上場証券でも發揮されるか、大変興味深い。

注

- (1) Securities and Exchange Commission Release No. 34-42212, "Adoption of Amendments to Intermarket Trading System Plan to Expand the ITS/Computer Assisted Execution System Linkage to all Listed Securities," December 9, 1999.
- (2) ITSの過去の拡大の経緯については、清水葉子（一九九九）「ITSの拡大とスマートの全米市場」、「証券経済研究」第十七弾、一九九九年一月参照。
- (3) Securities and Exchange Commission, Division of Market Regulation, "Market 2000 : An Examination of Current Equity Market Developments," January 1994.
- (4) Securities and Exchange Commission Release No. 34-37619, "Order Execution Obligations," September, 1995.

(5)

ニューヨーク証券取引所の取引所外取引制限は、非一九〇二三銘柄も含めて撤廃されることが決定した。これはIATSの全上場銘柄への拡大と並行して決定されている。「証研レポート」本号、吉川真裕「NASDAQ・インターマーケット～ECNの取引所上場銘柄取引」」参照。

(6)

ECNのIATS接続に関しては(注5)吉川参照。ECNは現状ではNASDAQのCAESを通じてIATSにアクセスすることができるが、CAESマーケット・メーカーになるための条件がECNにとって不都合な点が多くため、ECNのIATS接続は十分でなかった。NASDは、IATSの全上場銘柄への拡大、ニューヨーク証券取引所の取引所外取引制限の完全撤廃などの規則変更をうけて、ECNのCAES接続条件を緩和しIATSへの注文回送可能にする規則変更を提案中である。

(しみず ようこ・主任研究員)

イギリスの決済機関〈TAURUS〉の失敗

福本 葵

1 はじめに

EUの統合以来、ヨーロッパにおける取引所の統合が盛んに発表されている。パリ証券取引所、ブリュッセル証券取引所、アムステルダム証券取引所の三つの取引所は、二〇〇〇年三月二〇日、統合を発表した。これに対し、同年五月三日、ロンドン証券取引所とドイツ証券取引所も統合計画を発表した。

このような取引所の統合を背景に、各国の決済機関も続々と再編の発表を行っている。取引のインフラストラクチャーである決済機関の合併動向は、概して取引所の合併の動きに関係しているが、必ずしも同じ動きをしている訳ではない。同一国内において、証券預託機関と清算機関がそれぞれ単独の動きをするケースもある。また、主にクロスボーダーな債券取引の決済機関であるユーロクリアやセデルの勢力も各国の株式の決済機関を巻き込んで、更に複雑なものとなっている。

なぜ、証券、特に株式の決済はこのような複雑さを呈しているのであろうか。株式の決済は、国債、社債といった債券とどのように異なるのか。株式と債券の差異が複雑さに影響を与えているのではないか。

本稿では、イギリスの振替決済制度として計画されたTAURUSの失敗、その後のCRESTとの比較について、株式の決済の特異性を考える。TAURUSが失敗した原因はどこにあるか。

2 TALISMAN

TAURUSの失敗を探る前に、それまでに行われていた決済制度であるTALISMANの概要とその問題点について見ることとする。

TALISMANは一九七九年に稼動した。それ以前は、プローカーは注文書を互いのオフィスに持ち込んで、何百もの売買取引をつき合わせる手作業による決済を行っていた。

TALISMANの決済方式は、アカウント方式である。アカウント方式とは、一定期間の清算期間を定め、その間、証券会社は自由に反対売買を繰り返すことができる。TALISMANでは、この清算期間を二週間とし、この二週間分の取引を、最終売買日から起算して六営業日目にまとめて決済するものであった。TALISMANの決済は、それまでのものと比較して、資金やコストを削減した。しかし、TALISMANのアカウント方式では、清算期間の初日に購入した者には、決済が確定するまで三週間以上もかかることになる。この間に相手方が倒産し、受渡を行うことができなくなるリスク、信用リスクが増大する。

また、TALISMANの行う決済では、現物の株券と小切手が必要であった。証券の受渡には、証券取引所の子会社であるSEPONが仲介した。SEPONはTALISMANの内部に口座を設けており、所有権は、売り方からSEPON、SEPONから買い方と順次、移転した。買い方は売買代金を小切手でTALISMANNに支払うものであった。

3 TAURUS

TALISMANの決済には、場合によっては三週間以上の時間がかかった。また、未決済残高が積みあがる

事態が発生した。決済に時間がかかることは、決済リスクを増大させる。また、証券の券面の受渡や小切手の移転を伴うため、盜難、紛失のリスクを伴う上に、事務手続きのコストも高いものとなる。それでも、決済の効率化は、イギリス証券市場の課題であったが、一九八七年の株価暴落とそれに続く未決済残高の積み上げは、當時行われていたペーパーベースの決済を効率的なものに変える必要があることを示した。⁽¹⁾この時、未決済契約はほぼ100件、価格にして114億ポンドに上ると謂われている。

決済制度の改革は、国内だけではなく、G30 (the Group of Thirty) 正式には、the Consultative Group on International Economic & Monetary Affairs, Incorporated) を代表とする国際的な動きであった。G30は、国際経済、金融問題の理解を深める」と、公共、民間部門の決定事項に関する国際的な反響を深めること及び、政策決定者が利用可能な選択肢を調査することを目的として、この目標に向かってメンバーで討議していく民間のグループである。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。G30は勧告七で、取引から決済にかかる時間を少なくともT+11にまで短縮するべきであると述べていた。

TALISMANの問題点を解決するために、一九八六年TAURUS (Transfer and Automated Registration of Uncertificated Stock) の開発が開始された。⁽²⁾ G30の勧告するT+11への短縮はそれまで行われていたペーパーベースのアカウント決済を行っていたのでは、実行不可能であった。T+11を実現するためには、ペーパーレスのローリング決済を行えるシステムの誕生が不可欠であった。

TAURUS設立計画の当初は、三年間の開発期間で600万ポンドを投じるのであり、これによりシティの一、七〇〇の業務の廃止、取引コストの70%の削減が見込まれていた。TAURUSは、証券集中保管機関に株券を集中し、この中に、証券会社、銀行、発行会社の口座を設ける、株式の移転は口座間の振替による、

とするものであった。

また、TAURUSがその主要なコンセプトとする証券の不発行を法律上、問題のないものとするためには、ペーパーレスの証券が適法な証券であるとするための法改正が必要であった。証券の不発行化はそれまでの証券の券面をコハシデータのデータで代替するものである。一九八九年会社法110七条の下 (The Secretary of State may make provision for enabling title to securities to be endorsed and transferred without a written instrument)⁽³⁷⁾新たな規則を作る必要があった。TAURUSの規則によつて、これまでの会社と株主の基本的な所有関係に変化は生じない。TAURUSは、会社の株主名簿の管理者として、これら二者の関係に関するものとなる。

ペーパーレスのローリング決済を達成する」とを目的としたTAURUSは「のよつた形での運営が予定されていた。TAURUSの稼動開始は、当初、一九九一年一〇月が予定されていた。しかし、様々な理由により、順々に延期が発表される。その間も開発コストは、当初の予定から大きく膨らんでゆく。TAURUSの操業開始が遅れたのは、一つには、その後の取引が一九八七年のクラッシュのレベルにまでは、至らず、TAURUSがそれほど堅強なものではなくたことが挙げられている。SGウォーバーグの最高責任者、Lord Cairnsのように、方々で、この遅延やTAURUSの計画について、公式に抗議する場面が見られた。必要なないコストをかけ、稼動を送らせてはいる批判している。また、マーティン・スペンサー社はTAURUSへの参加を株主総会に諮ることを見送っている。当初、これらの批判に対して、証券取引所のピーター・ローリングズは、弁明を述べている。一九九一年六月の時点では、一九九三年一月をTAURUSが稼動である予定日としていると反撃している。⁽⁴⁾

しかしながら、ロンドン証券取引所は一九九三年三月一一日、TAURUSの中止を発表した。計画には、五

年以上の歳月と八、〇〇〇万ポンドの費用を費やしていた。また、市場関係者は四億ポンドの費用をかけて株式券面廃止に備えていたといわれている。⁽⁵⁾長い歳月と莫大な費用をかけたTAURUSは何故に失敗に終わったのであろうか。

4 TAURUS失敗の原因

一九九三年三月、TAURUSのシステムの中止が発表され、この責任をとつて、ロンドン証券取引所のピーター・ローリングズ理事長が辞任する。

莫大な費用と時間を費やしたTAURUSのシステムについては、計画が頓挫した当初から様々な失敗原因が挙げられていた。取引所と市場関係者との政治的な原因や決済業務自体を軽視していたそれまでの慣習等も失敗の一因であったといわれている。

しかし、失敗の最大の原因是、TAURUSのシステムを利用する」とを強制したことであるところが多数みられる。TAURUSは、株券の不発行化を法律で強制する」とを予定していた。不発行を実行するために、多くの個人投資家を顧客にもつ小口ブローカーや名義書換代理人の詳細なニーズを汲み取らなければならなかつた。これらのニーズを一つ一つシステムに組みこませる方法は、システムに過大な負荷をかけることになった。

証券の不発行化 (dematerialization) は、振替決済制度の最も合理的で、理想的な形態である。しかし、制度の導入には多くの利害関係者が存在し、それぞれが制度のメリットを等しく享受することができるとは言ふ難い。アメリカにおいては、決済期間がT十三に短縮される際、SIAに、個人投資家から多くの意見、クレームが寄せられた。同様に券面の廃止については、小規模で取引の回数の少ない投資家にとって、証券会社や機関投資家

ほどシステム導入のメリットが大きはない」と考えられている。従つて、CRESTの導入当時、個人投資家は従来通り券面の受渡を続けることを希望するであろうことが予想されている。

また、株式という証券の特殊性も不発行化強制を困難にする要因の一つであろう。債券取引の場合、ICSSD (International Central Securities Depository) のセデルやユーロクリアでは、不発行化が徹底されている。アメリカにおいてもBOE (Book Entry Only) 債という、総発行数に当たる大券を一枚だけ発行し、これをCSDに預託する方法が広く行われている。個別投資家は債券の共有持分権を有する。この場合、投資者は、自らの持分権分の券面の発行を請求することができない。大券で預託されたものを小口に分割して、券面を発行することは認められない。このように、債券の場合、比較的容易に券面の不発行化が行われている。ところが、株式の場合、券面の不発行化が完全に行われているケースは多くない。フランスのSICOVIMは一九八二年より不発行化を実行しているが、アメリカやイギリス、日本でも不発行化までは至らず、振替制度の下敷きとなるのは証券の不動化 (immobilization) である。株式に関して、証券の不発行化が困難なことには、いくつかの原因があると考えられる。株式の場合、証券の表象する権利の移転が、債券ほど明確、完全ではない。証券の表象する権利の一つである株主権を移転させるためには、株主名簿の書き換えを伴わなければならぬことなどが挙げられる。⁽⁶⁾そのため、債券よりも取引の後に関係する利害関係人や事務が多くなっている。

券面を不発行とするためには、証券会社、売買当事者のみならず、名義書換代理人、発行会社のそれぞれの要求をシステムに組みこまなければならなくなる。CSDは取引の移転を管理するだけでなく、株主名簿を管理する機能を持たなければならない。

TAURUSが失敗に終わったもう一つの原因として、証券取引所がリーダーシップを取つたことが挙げられてくる。これは後に述べるCRESTのリーダーシップがバンクオブイングランドであったことに対比するものである。ロンドンのビッグバン以前、イギリスの証券市場に規正法や専門の規制機関がない中、バンクオブイングランドは強いリーダーシップを發揮しており、これが新制度導入を可能にしたといふのである。⁽⁶⁾

5 CREST

ロンドン証券取引所がリーダーシップを取つて開発を進めていたTAURUSの失敗の後、一九九二年五月三日、バンクオブイングランドはCRESTと名づけられた証券決済のシステムを設立する計画を発表した。CRESTとは、Certificateless Register of Electronic Stock & share Transfersの略称である。計画では、当時TALISMANSの一週間アカウント決済であったものを、一九九四年七月までに十日間のローリング決済とするなど、一九九六年までに証券の不発行化を行い、一九九七年までにリアルタイムクロスセトルメントを実行する」とが発表された。

TAURUSの失敗を受けて、CRESTでは、システム参加を任意とした。CREST導入後の所有形態としては、四つの選択が採用可能になる。一つは従来通り、証券を券面で所有し、移転の際には物理的に券面を動かす方法である。二つ目にはCRESTの直接参加者となる方法、三つ目は、CRESTの間接参加者 (sponsored member) となる方法、最後は、CRESTのノミニーの顧客となる方法である。

CRESTの直接参加者となるとは、CRESTのセンターと接続している直接参加者自身のターミナルおよび決済銀行を持つことである。直接参加者は決済銀行を通じて、株式の売買の結果生じた資金の支払い受け取りを行う。

一方、間接参加者 (sponsored member) とは、証券会社や銀行 (sponsored agent) と専門的なオペレーションの契約を締結することによって、CORESTに参加する方法である。直接参加者も間接参加者もCORESTによつて管理されている株主名簿上に名前が記載される。これは、物理的に株式の券面を持つている株主と同様である。

他国の国際的市場よりも長い決済期間を要していたイギリスの証券取引において、決済期間の短縮とローリング決済の導入は急務であり、これを実行するために、CORESTでは、制度導入の選択肢を残しておく必要がある。

6 おわりに

現在、ヨーロッパでは、取引所の統合とともに、決済機関統合の動きが盛んである。セデルやユーロクリアといつた債券の国際的な取引の決済機関が各国内の株式取引の決済を中心とした決済機関を統合している。これら決済機関の統合の動きは、政治的な思惑も絡んで、非常に複雑なものとなつていて。また、債券の決済機関に比べ、株式取引を扱う決済機関は、これまで、クロスボーダーな提携がなされてこなかった。この度の決済機関の統合も債券の決済機関が主導的な立場を取つていて。

各国の株式を扱う決済機関の統合は何故、これまで円滑に行われてこなかつたのであらうか。一つは、発行会社の情報を入手することが、海外からでは十分でなかつたことが挙げられる。債券では格付け機関による格付けがあり、これが海外からの投資判断材料になる。しかし、株式の場合は、投資判断の材料となる決算発表や新聞報道がこれまで国内中心であつたことが挙げられよう。二つ目に、債券と株式の証券としての性格の違いがある。

債券は証券が表象する権利が証券の移転とともに、譲渡人から譲受人に譲渡される。しかし、株式はその移転が不完全である。証券の表象する権利の一部である株主権は譲渡と同時ではない。株主名簿の名義書換を持つてしまふと発行会社に対抗できない。更に、債券は発行会社の債権者であるが、株主は所有者である。コーポレートガバナンスの問題を伴う。そして、これらを規定している法律は、その国の国内の法律である。このような株式の性質から株式のバックオフィスに関する当事者の関係は債券に比べて複雑になつていて。そしてこの複雑さが決済機関の統合を複雑にしているのではないかと思われる。

イギリスは現在、ヨーロッパにおける決済統合の第三番目の勢力となつていて。しかし、イギリスの証券決済は、諸外国のレベルに比して、先駆的、効率的なシステムであるとは言い難い。TAURUSの後に作られた現在のCORESTのシステムは、清算機能を有していない。また、決済期間の短縮も遅れている。TAURUSの失敗によつて、イギリスの決済改革は、他国よりも遅れをとつた。また、ヨーロッパにおける決済機関の統合も現状で收まる訳ではないようである。株式のクロスボーダー取引が増加する中で、各国の株式の決済機関がどのような体制を作り上げるか。決済改革は、各国の国内だけにとどまらず、国際的な課題となつてゐることは間違いない。

注

(1) ヘルガ・ドラモンド著 澤田芳郎、山口健二訳「プロジェクト迷走す—ピッグバンへトーラスシステムの悲劇—」

日科技連

(2) ヘルガ・ドラモンド著 前述。

- (3) "Waving hello to Crest," Law Society's Gazette, 29 June 1994
(4) "Taurus: all bull?", New Law Journal, 26 June 1992, City Brief
(5) ハンガ・エトナハム著 前述。
(6) 栗原宏樹 解説「プロジェクト迷走」内。

参考文献

- 1 栗原宏樹 「英国の決済制度改革についての日本の概要を中心に」『月刊資本市場』、一九九四年八月。
2 仁科泰司 「セッグバン以降の英國取引所制度の改革」「証券アナリストジャーナル」一九九七年四月。

(ふくわと あおい・研究員)

グリーンシート銘柄について

松尾 順介

近年プライベート・エクイティが注目されているが、このプライベート・エクイティとは、未公開株の意味であり、一般には上場・公開銘柄以外の株式を指している。しかし、現実には、プライベート・エクイティの発行企業には、ベンチャー企業、成熟企業 およびデイストレスト（経営悪化ないし破綻）企業などが含まれ、投資家側にとつても、また取扱う証券会社にとつても相当広がりのあるものとなっている。また、現在稼動している主なプライベート・エクイティ関連業務としては、①委託売買および値付け業務、②引受業務、③運用業務が挙げられ、これによってノウハウやビジネス・モデルも異なるものとなっている。

このようにプライベート・エクイティといつても相当な広がりのある領域が形成されているが、ここではいわゆるグリーンシート銘柄を取り上げる。グリーンシート銘柄とは、九七年七月に証券業協会が気配公表銘柄制度を導入し、一部の未公開銘柄について発行および流通の場を提供することとなつたが、その対象となつた銘柄である。このグリーンシート銘柄の制度的枠組を紹介した上で、これらの銘柄について積極的に取り組んでいる事例を紹介する。

1 グリーンシート銘柄の制度的枠組

日本証券業協会は、一九九七年七月、証券取引法第七五条に規定された登録を必要とする店頭売買有価証券

(いわゆる店頭銘柄)以外についても、一部の銘柄を店頭取扱銘柄と規定し、証券会社の投資勧誘を認めた。これらの銘柄は、九九年七月から米国のピンクシートに因んで、通称グリーンシート銘柄と名づけられており、協会への届出の上、気配公表を行うことが認められている(図1)。この制度は、従来極めて流動性に乏しかった未公開銘柄に流動性を付与し、ベンチャーモデル企業に資金調達の場を提供する目的で導入されたとされている。

まず、これらグリーンシート銘柄は、(a)有価証券報告書の継続提出企業であるか、(b)公認会計士または監査法人による証券取引法監査または商法監査で適正ないし適法とされた、財務諸表等が投資勧誘上の会社内容説明書として利用できる企業であることとされている。この会社内容説明書とは、有価証券届出書の第一部「証券情報」の「事業概況等に関する特別記載事項」および第二部「企業情報」の記載事項に準拠して記載されていること、さらに財務諸表は財務諸表規則に準拠して記載されることと定められており、有価証券報告書とほぼ同等の内容をもつものとなっている。

次に、グリーンシート銘柄の投資勧誘を行おうとする証券会社は、発行会社の会社内容説明書等を当該発行会社の決算期毎に更新するとともに、これを取扱部店に備え置き、顧客の総覧に供するとともに公衆の総覧に供することと定められている。また、当該銘柄の発行会社の経営に重大な影響を与えるお

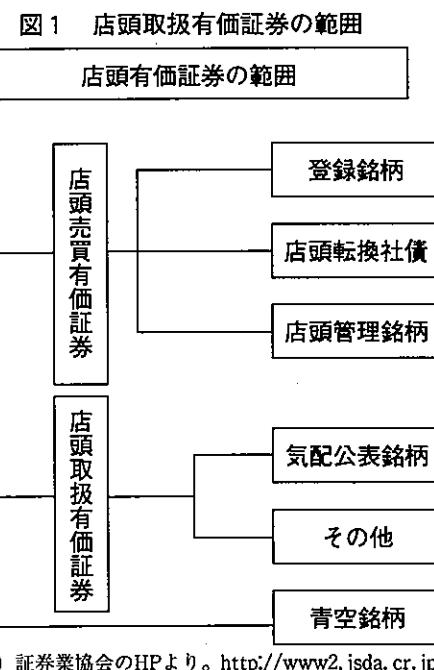
それのある事項等を証券会社が知った場合には、これを顧客に説明するとともに、証券業協会に報告することが定められている。

第三に、有価証券届出書の提出を要する募集の取扱い等を行う場合、証券会社は顧客に対し、「目論見書」を交付し、当該店頭取扱有価証券および発行会社の内容を十分説明することと定められ、有価証券届出書の提出を要しない募集の取扱い等を行う場合は、当該店頭取扱有価証券の「証券情報」を追記した会社内容説明書を「日論見書」として使用し、顧客に対し、発行会社の内容を十分説明することとされている。また、取扱証券会社は有価証券届出書または目論見書を取扱部店に備え置き、顧客の総覧に供する。

第四に、これら銘柄の投資勧誘は、公正慣習規則第九号に定める規則(協会員の投資勧誘、顧客管理に関する規則)を遵守することと定められている。

第五に、不公正取引の防止については、証券業協会規則に定める店頭取引に関する禁止行為等の規定を遵守することとされており、証券取引法の不正取引行為の禁止(一五七条)、風説の流布等の禁止(一五八条)、類似市場開設等の禁止(一六七条の二)、などが適用されるが、相場操縦的行為の禁止(一五九条)やインサイダー取引規制(一六五条等)は適用除外とされている。

第六に、気配の提示については、売り・買い気配を継続的に証券会社の取扱部店の店頭等において提示することとされ、週一回以上当該気配を更新すること、また直近の気配を毎週月曜日に証券業協会に報告することが定められている。さらに、売買の報告については、証券会社が所定の様式により、証券業協会に報告することとされている。そして、証券業協会は、報告された気配公表銘柄の売買の内容について公表することとしている。



(出所) 証券業協会のHPより。http://www2.jsda.or.jp

まず、グリーンシート銘柄とされているのは、表1に示されたように四五銘柄あり、所在地別では、東京一二銘柄、大阪六銘柄のほか、富山八銘柄、福井四銘柄、石川二銘柄などとなつておき、北陸三県だけで一四銘柄となつておき。このことは、グリーンシート市場創設の目的として、ベンチャーモデル企業に資金調達の場を提供することが掲げられているが、実際には地域密着型の成熟企業が多く含まれていることを物語つておる。

次に、取扱証券会社であるが、表2に示されたように一七社あるが、ほとんどは中堅・中小証券である。また、東京七社、大阪一社のほか、石川三社、富山四社、福井一社となつており、北陸三県だけで八社が取扱証券会社となつておる。

さらに、出来高をみると、それほど頻繁な売買が行なわれておることは言えない状況が続いている。因みに、今年五月一日から七日までの約定をみても、売買が成立したのは四五銘柄中九銘柄に過ぎず、合計八〇一八株に過ぎない。

このようにグリーンシート市場の現状は、ベンチャーモデル企業の株式に流動性を付与し、資金調達の場を提供するという目的とは異なり、むしろ地域密着型企業の株式が細々と売買される市場という感が強い。そこで、証券業協会は、二〇〇〇年一月「グリーンシート市場の活性化を目指して」と題する中間報告を発表し、さらに四月には「市場改革の行動計画II」を発表している。これらの報告書や行動計画では、グリーンシート銘柄の流通を促進するため、市場をエマージング市場（ベンチャーモデル新興成長企業向け市場）、リージョナル市場（地域密着型企業向け市場）、フェニックス市場（上場廃止・登録取消企業向け市場）に区分し、取扱銘柄も普通株式だけでなく、種類株式、CB、WB、SPC株式、PFI株式、会社型投信、会社型不動産投信などに拡大すること

表1 気配公表銘柄一覧

気配公表銘柄	所在地	取扱証券会社名
旭精工(株)	大阪府堺市	エヌシーエス証券
(株)金沢名鉄丸越百貨店	石川県金沢市	今村証券・竹松証券・坂本北陸証券
カワセコンピュータサプライ(株)	大阪府大阪市	明光ナショナル証券
北日本放送(株)	富山県富山市	今村証券・荒町証券・島大証券・富証券・新林証券・坂本北陸証券
(株)クセロ	岐阜県大垣市	ディープレイン証券
(株)ケア・フロント	神奈川県横浜市	ディープレイン証券・泉証券
(株)廣貫堂	富山県富山市	今村証券・荒町証券・島大証券・富証券・新林証券・坂本北陸証券
(株)高知銀行	高知県高知市	エヌシーエス証券
山陽放送(株)	岡山県岡山市	エヌシーエス証券
(株)シイ・エイ・ティ	大阪市淀川区	ディープレイン証券
(株)島崎製作所	東京都荒川区	丸宏大華証券
(株)鈴鹿サーフィットランド	三重県鈴鹿市	エヌシーエス証券
センコー産業(株)	香川県高松市	香川証券
(株)大正銀行	大阪市西区	エヌシーエス証券
太平(株)	富山県西礪波郡	今村証券・荒町証券・島大証券・富証券・新林証券
太平化学製品(株)	埼玉県川口市	新光証券
(株)但馬銀行	兵庫県豊岡市	エヌシーエス証券
立山開発鉄道(株)	富山県富山市	今村証券・富証券・荒町証券・島大証券・坂本北陸証券
チッソ(株)	大阪市北区	新光証券
(株)テスコム	神奈川県相模原市	未来証券
電子システム(株)	愛知県名古屋市	ディープレイン証券
戸出物産(株)	富山県高岡市	今村証券・荒町証券・島大証券・富証券・新林証券
(株)富山第一銀行	富山県富山市	今村証券・荒町証券・島大証券・富証券・新林証券・坂本北陸証券・エヌシーエス証券
富山地方鉄道(株)	富山県富山市	今村証券・荒町証券・島大証券・富証券・新林証券・坂本北陸証券
奈良交通(株)	奈良県奈良市	エヌシーエス証券
(株)にっぽん	東京都港区	明光ナショナル証券
日本海ガス(株)	富山県富山市	富証券・今村証券・荒町証券・島大証券・新林証券
(株)日本起重機製作所	東京都中央区	今村証券・竹松証券
(株)旅籠屋本店	東京都台東区	ディープレイン証券・泉証券
(株)パフ	東京都中央区	ディープレイン証券・泉証券
バルク(株)	東京都新宿区	ディープレイン証券・泉証券
福井鉄道(株)	福井県武生市	今村証券
(株)福邦銀行	福井県福井市	今村証券・益茂証券
(株)ブルックランズ	栃木県宇都宮市	ディープレイン証券・泉証券
(株)ホクコン	福井県武生市	今村証券・竹松証券
北陸鉄道(株)	石川県金沢市	今村証券・竹松証券・坂本北陸証券
北陸電業(株)	福井県鯖江市	今村証券・竹松証券
毎日放送(株)	大阪府大阪市	エヌシーエス証券
三国商事(株)	東京都港区	つばさ証券

表2 取扱証券会社一覧
(2000.4.3現在)

三菱マテリアル建材(株)	東京都新宿区	エヌシーエス証券
ユニメディカル(株)	東京都千代田区	ディープレイン証券
(株)ララ	東京都江東区	ディープレイン証券・泉証券
(株)ラ・アトレ	東京都港区	ディープレイン証券
YKK(株)	東京都千代田区	エヌシーエス証券・富証券・今村証券
(株)和歌山銀行	和歌山県和歌山市	エヌシーエス証券
合計 45銘柄		気配公表銘柄 届出証券会社数 17名

(出所) 証券業協会のHPより。http://www2.jsda.or.jp

証券会社名	取扱部店
荒町証券	本店
泉証券	本店
今村証券	全店
エヌシーエス証券	全店
香川証券	本店
坂本北陸証券	全店
島大証券	全店
新光証券	全店
新林証券	本店
竹松証券	全店
つばさ証券	本店営業部
富証券	本店
ディー・ブレイン証券	本店
益茂証券	本店
丸宏大華証券	本店営業第2部
未来証券	本店
明光ナショナル証券	本店

としている。また、気配公表・売買報告については、月二回の報告を改め、週一回報告のWE E K L Y銘柄と毎日報告するD A I L Y銘柄とに区分した上で、グリーンシート銘柄を証券保管振替制度の対象株券とし、受渡決済はジャスダック・サービスにおいて集中的に受渡決済を行なうことを提言している(ジャ

スダック・サービスで受渡決済を行なうためには、当日中の約定報告が必要である)。さらに、ディスクロージャーについては、適時開示の要請、会社情報のインターネット配信などが提言されている。

これらの提言のうち、フェニックス市場の区分、会社型不動産投信の取扱、週一回の報告は二〇〇〇年七月末から実施が予定され、ジャスダック・サービスでの受渡決済も二〇〇〇年末実施が予定されている。しかし、受渡決済に関しては、証券保管振替制度を利用するとなると、コスト負担がかかることから発行会社は消極的であり、大半は從来通り本券による受渡決済を行なわざるを得ないという意見もある。

3 地場証券の取り組み

このようなグリーンシート銘柄に対する証券会社の取り組みとして、ひとつは地場証券の取り組みが挙げられる。前述のように、グリーンシート銘柄には北陸三県の地域密着型企業が数多く含まれているが、そもそも九七年に気配公表銘柄制度が導入された時、北陸三県の地場証券七社が最初に気配公表を開始し注目を集めめた。なかでも今村証券はいち早く北陸鉄道、福井鉄道、富山第一銀行など一一銘柄の気配を公表し、これに益茂証券(福井)が続き、その後荒町証券(富山)、島大証券(同)、竹松証券(金沢)、富証券(富山)、新林証券(富山)が続いたのである。このように北陸の証券会社が積極的に気配公表を開始した背景として、戦後早い時期から未公開の地元銘柄の気配公表を行っていたことが挙げられる。すなわち、証券業協会の北陸地区協会が毎日地元新聞社に気配値を配信し、北國、北日本、福井、富山、北陸中日などの地元新聞はこれを地元銘柄として発表していた。そして、協会発表のもとになる気配値は地場証券が協会に報告していいたわけであるが、ただし気配公表銘柄制度が導入されるまでは、青空市場の扱いであったために正式に認知されたものではなく、証券会社が積極的に投資勧誘することは禁じられていた。したがって、証券業協会は、何度もこの気配値の配信を中止しようとしたが、歴史的な経緯や証券会社側の要望に押される形で続いてきた。それが九七年になって、気配公表銘柄制度ができたことで、この制度を通じて気配公表を行うことになったわけである。その際、北陸三県にまたがる営業網を持つていた今村証券が率先して気配を公表したことが、隣接二県の地場証券を刺激し、相次ぐ気配公表となつたといわれている。

北陸で率先して気配公表を行なった今村証券は、大正一〇年創業の金沢の老舗証券会社であり、平成一〇年末時点では資本金二億二〇〇万円、従業員数一三〇人、株式売買高一億一、五六三万株(九九〇億円)などの点で北

陸地区第一位を誇っている。店舗は金沢の本社ほか、小松・福井・加賀など四支店と四営業所を有し、北陸三県をカバーしている。

同社が他の地場証券に先んじて気配公表を行うことができたのは、従来から北陸の地元銘柄の八九割の気配公表を行ない、売買の取扱を行なつてきただという伝統とともに、独自のシステム構築を積み重ねてきたことが挙げられる。というのは、気配公表銘柄制度のもとに気配公表を行なうためには、前述のように有価証券報告書までは会社内容説明書を店頭に備置し、直ちに投資家に提示しなければならないが、最新の書類を財務局からコピーし、店頭に備置するのは実際地方の証券会社にとってかなり煩瑣である。しかし、同社ではイントラネットを構築していたため、その中にすべての書類をファイリングすれば、社員一人一台の携帯パソコンによつて客先でも顧客にこれらを示せる体制が出来ていたのである。さらに、気配値の根拠になる売り株数や買い株数を入力することで、顧客に対して価格の根拠を常時示す体制も整えられたのである。このようなシステム構築は、同社社長本人が一九七〇年代から一人で基礎を作り、その後も自前の資金一億円強とスタッフ（現在六人）を使って構築していくものであり、IBMからも引き合いが来るなどかなりの技術力だといわれている。

このような地域密着型銘柄の場合、投資家層は大半が個人投資家で、投資目的としては株主優待を日当てとする場合が目立つといわれている。例えば、北陸鉄道の場合、無配ではあるが、九二五株（約三三三万円）でフリーパスが交付されるため、年間一二万円分利用すると三・六%の利回りとなる。そこで、入学卒業時に売買が活発化するといわれている。また、発行会社側も旧来型の成熟産業であり、新たに上場や公開を目指しているところはほとんどなく、増資のニーズも弱いとみられる。したがつて、証券会社側も気配公表を行なうものの積極的に営業活動は行なつておらず、時折新聞広告や折込みを入れる程度で、顧客に対しては業績の説明を行なう程度という。そのため収益寄与度はまだまだ小さく、今後もこれを手掛けていく証券会社は、北陸三県でも一、二社に絞られてしまうのではないかという見通しも聞かれた。

また、新規の銘柄開拓については、取り組みは行なつているものの、まず有望な企業が少ないことが障害となつており、地元で一定の評価を得た銘柄が中心にならざるを得ない。さらに、一定の評価を得たステータス企業の場合、譲渡制限がつけられている場合が多く、売買できないことも障害となつていて。他方、ベンチャー型企业の場合、すでにベンチャー・キャピタルや銀行、あるいは地元の中小企業育成基金などが十分な資金を供給している場合が多く、グリーンシート市場を使って公募をするより、これらの資金を利用するほうが有利で労力も省けるというのが実情となつていて、ほとんど可能性がないという見方も示された。

4 専門証券会社の取り組み

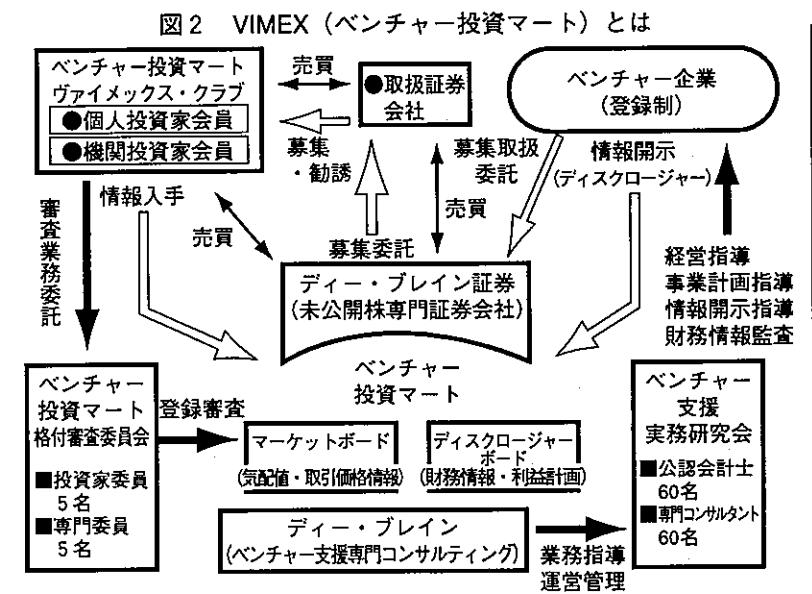
前述のように、ベンチャー型企业がグリーンシート市場に資金調達の機会を見出す可能性は小さいという見方があるものの、あえてこのような試みを行ない、未公開株専門証券会社に特化しているのが、ディー・ブレイン証券である。ディー・ブレイン証券は、公認会計士や弁護士からなるコンサルティング会社ディー・ブレインを親会社として、ベンチャー企業の未公開株式を流通させることを目的として、一九七七年七月に気配公表銘柄制度の導入と軌を一にして設立され、事業内容は①VIMEX登録企業の株式の募集・売出の取扱ならびにその売買、②VIMEX登録・株式公開コンサルティング、③エクイティ関連業務コンサルティング、④買収・合併・事業提携等の事業評価・仲介・コンサルティング、④未公開株式投資を含めた資産運用コンサルティング、となつている。江南でいうVIMEXとは、Venture Investment Mart Exchange system（ベンチャーキャピタル取引システム）

テム) の略であり、会員制で投資家を募った上で、同社が選別したグリーンシート銘柄を登録し、ディー・ブレイン証券ないし取扱証券会社を通じて投資家が売買する仕組みである(図2)。その際、登録には監査実務委員会による審査が課せられるとともに、登録された銘柄でも一定期間に事業の改善がなされない場合は登録取消となることもある(表3)。また、VIMEXでは気配値・取引価格および出来高情報を公開するマーケットボードおよび財務情報を公開するディスクロージャー・ボードがネット上に設置され最新の情報を知ることが出来る仕組みとなっている。さらに、同社では未公開株の格付けを行なっており、成長性を中心に一〇段階で格付けを行なっている。格付け記号は、最上位AAAから最下位Dまでとなっており、A以上であることがVIMEXの登録基準となっている。

会社名	業種
パルク	時間貸駐車場運営
ブルックランズ	インターネットロジスティックス
パフ	WEBによる就職情報サービス
ララ	住宅リフォーム
ケア・フロント	病院経営代行サービス、ケアハウス運営
旅籠屋本店	ロードサイドホテルチェーン
ラ・アトレ	不動産の販売・仲介・賃貸・管理
クイズノスジャパン	(00/3/31登録取消)
電子システム	システム設計・販売
クセロ	ソフトウェア開発販売
シイ・エイ・ティ	(00/6/14登録取消)
ユニメディカル	医療・医薬品素材の製造販売
アスコット・コム	電子認証システム構築

(出所) ディー・ブレイン証券のHPより。http://www.vimex.co.jp

このVIMEXには、三、八〇〇(七月七日現在)の会員登録があり、九九年秋以降は一ヶ月に二五〇件以上の登録が行なわれているという。そのうち個人登録(登録基準は金融資産五〇〇万円以上)が九〇%で、法人登録は一〇%程度、また個人登録の三~四〇%は富裕層とされている。他方、ディー・ブレイン証券では、インターネットを通じた公募増資の受付業務も始めており、九九年九月住宅リフォーム会社のララがその第一号(増資額七、八〇〇万円、公募株数一、三〇〇株、発行価格六万円)となつた。そして、直近の二〇〇〇年六月にはアスコット・コムの新株発行(増資額九、九九〇万円、三三三株、発行価格三〇万円)の募集取扱を行なっている。ただし、このようなベンチャーモデル企業の新株発行の募集取扱については、必ずしも活発に行なわれているとは言えず、その背景として、前述のように、めぼしい企業にはベンチャー・キャピタルや銀行などがすでに十分な資金提供を行なっているという点が指摘できるとともに、このような小規模な増資でも募集取扱証券会社は、採算を維持するために一定の手数料を徴収せざるを得ず、結果的に資金調達額に対しても高率の手数料を徴収することとなる点も指摘できる(因みに、ディー・ブレイン証券の場合は一二%といわれている)。



(出所) ディー・ブレイン証券HPより。http://www.vimex.co.jp

まとめ

以上、グリーンシート市場について、その制度的な枠組を踏まえた上で、ビジネスモデルの相異なる二つの証券会社の取り組みを紹介した。その結果、グリーンシート市場は地域密着型成熟企業の流通市場という側面が強く、当初目的としたようなベンチャーモデル企業に資金調達の場を提供するという役割を十分果たすには到っていないものと思われる。しかし、VIMEXの登録件数が増加していることからも推測されるように、このような銘柄に対する個人投資家の関心は強まっており、投資需要は大きいものと思われる。現在、募集取扱にかかる高率の手数料や煩瑣な手続きが障害となつているとすれば、私募形式の発行によってこれらの障害を緩和できる可能性があると考えられる。その際、募集・引受業務と運用業務を結びつけ、新株をプライベート・エクイティ・ファンドで運用することも考えられ、すでにこのような取り組みも行なわれている。そこで、次回はプライベート・エクイティ・ファンドの取り組みを考察する。

注

- (1) このような地元銘柄の売買を、大阪では昭和証券が取扱っていた。
- (2) このような銘柄の取扱には、証券事故を未然に防止するため、本券確認が重要であり、本券確認には一定のノウハウや発行会社とのネットワークが必要であるといわれている。

(まつお じゅんすけ・兼任研究員)