

証 研



No.1585

2000年8月

上場デリバティブ取引と清算機関 伊豆 久 (1)

Virt-X
～ヨーロッパ第三の道～ 吉川 真裕 (10)

アメリカの市場間競争
～ECNのビジネスモデル～ 清水 葉子 (26)

株式分割の制限（商法218条）の新解釈
福本 葵 (35)

プライベート・エクイティ・ファンドについて
松尾 順介 (47)

財団法人 日本証券経済研究所

上場デリバティブ取引と清算機関

伊豆 久

1 はじめに

金融審議会第一部会は、六月一六日、「二十一世紀に向けた証券決済システム改革について」と題する報告書を発表した。報告書は、①証券決済に関する統一的なルールが存在しないこと、②ペーパーレス化が遅れていること、③電子化が遅れていること、④DVP（証券と資金の同時決済）が実現されていないこと、など、現在の証券決済システムにおける問題点を整理し、改革の具体的方策を提案している。

しかしながら、今回の報告書は、テーマを株券・債券の現物取引に関する決済システムに限定しており、先物などのデリバティブ取引の決済については触れていない。では、デリバティブ取引の決済についてはどのような点が問題となるのだろうか。ここでは、BISSが一九九七年に発表したG10決済システム委員会報告書【上場デリバティブ取引の清算のあり方】(Clearing Arrangements for Exchange-Traded Derivatives) に依りながら、先物取引を中心に上場デリバティブの清算システムについて整理してみよう。

2 清算システムの構造

(1) 清算機関

はじめに、清算システムにおいて中心的な役割を担う清算機関 (Clearing House) について確認しておけば。

日本の取引所では長らく総括清算方式 (マルチラテラル・ネットティング方式) が取られてきた。約定された注文は一日の取引終了後に銘柄ごとに会員ごとに集計され、買付数量と売付数量が相殺 (ネットティング) された上で、それぞれの差引数量だけを授受する方法である。この方法には、売買額に対して受渡額を小さくし、決済を効率的に行えるというメリットがあるが、その一方で、法律上の根拠が存在しないという問題点があった。民法五百五条が債務の相殺に関する規定を設けているが、それは二者間に限られており、三者以上の、すなわちマルチラテラルな相殺については明確な規定が存在しない。そうであっても、会員証券会社が破綻することがなければネットティングの法的根拠が問われるとは原則的にない。したがって、免許制の下で証券会社の倒産が事前に回避されている時には、清算方式が問題とされるることはなかつたのであるが、登録制への移行などの変化にともなつて、清算に関する証券会社の債権債務関係を法的にも明確にすることが必要となつた。そこで、日本でも東京証券取引所が昨年五月から、大阪証券取引所が一〇月から清算機関方式を採用し、会員間の債権債務関係を会員と清算機関 (取引所) の二者間関係に置き換えた上で (すなわち、従来なら会員Aの買い、会員Bの売り、であったものが、会員Aの買いと清算機関の売り、会員Bの売りと清算機関の買いに置き換えられる)、ネットティング、決済を行うこととなつたのである。

デリバティブ取引の場合には、現物とは異なる事情も存在する。現物取引の場合には、決済リスクの発生しる期間が約定から決済までの四日間 (T+13) であるのに対し、デリバティブ取引の場合には買い建て (売り建て) から決済がなされるまで長期間にわたり債権債務関係が継続することになる。その分、現物取引よりも大きな決済リスクにさらされることになり、それを管理するためにも、法的な根拠の明確化 (と以下に述べるような清算機関によるリスク管理)、そのための清算機関方式への移行が求められていたのである。⁽¹⁾

したがって、清算機関は、会員間で約定された取引のカウンターパーティとなり、あわせてこれまで取引所が行つてきた清算業務を行うことになる。会員の信用リスクが清算を通して会員間に広がることを防ぐ機能を果たすわけであるが、それは言い換えれば、会員の信用リスクを清算機関が一手に引き受けすることを意味する。そのため、清算機関は会員の信用リスクを抑制し、その伝播を防ぐために様々な取り組みを行うことになるのである。

(2) 清算機関の組織形態

清算機関の組織形態を見ると、国や取引所によつて様々である。東証や大証のように取引所内部の一機関として作られた清算機関もあれば、取引所とは組織的に独立した清算機関もある。米国でも、CME（シカゴマーカンタイル取引所）は前者の例であり、現物取引の清算を行つてNSCC（昨年に証券預託機関のDTCと統合されて持株会社DTCの下に入った）やオプションの清算会社であるOCCは後者の例である。

取引所間競争が激しくなるなかで、清算機関も重要な戦略的役割を担うケースがある。米国の例で見ると、NYSEとナスダックは現物株取引で、CBOEやフィラデルフィア証券取引所などはオプション取引で激しく競争しているものの、それは新規上場や上場銘柄への注文の獲得をめぐる競争であつて、清算業務はそれぞれNSCC、OCCで共有されている。対照的に、先物取引を中心とするシカゴのCMEとCBOT（シカゴ商品取引所）は、清算機関を統合することなく、むしろ清算業務を取り扱う「武器」の一つととらえ、新しい清算システムの開発や決済リスクの削減でしのぎを削つてゐる。

(3) 清算会員と非清算会員

内部機関であれ独立形態であれ清算機関をもつ取引所の会員は、通常、清算会員と非清算会員とに分かれる。取引所での売買は、会員すべてが行つことができるが、清算機関と清算を行えるのは清算会員に限定される。したがつて、非清算会員は、清算を清算会員に委託することになる。これは、清算機関の負う信用リスクを制限するために、清算機関と債権債務関係をもつことになる清算会員には非清算会員よりも厳しい財務上の健全性が要求されるためである。

その結果、証券会社の経営戦略においても決済機能が重要な意味をもつことになる。決済機能が付加価値のある（その一方でコストもかかる）証券業務の一つとなれば、清算会員として自社の清算・決済を直接行うだけでなく、非清算会員の決済業務を受託することができるビジネス・モデルとなる。米国のバーシング（DLJ社の一部門）やベアスタンズ社は、決済業務をコアとする証券会社の代表である。そして反対に、多くの証券会社は決済業務をアウトソースすることで、自らの経営資源は、ブローカー業務や投資銀行業務など自社が比較優位をもつ部門に集中させてゐるのである。SECの年次報告書によると、九七年時点の証券会社（ブローカー・ディーラー）総数七、八〇四社に対して決済業務を自社で行つてゐるのは七八六社（一〇・一%）にすぎない。⁽³⁾

3 清算機関のリスク対応策

成立した取引のカウンターパーティとなることで、清算機関は様々なリスクを引き受けることになる。それらは、清算会員の信用リスク、清算銀行の信用リスク、清算機関自身の資金運用リスク、オペレーション・リスク、リーガル・リスクなどである。ただし、清算機関は基本的に価格リスクを負うことはない。清算機関のポジショ

ンは、会員間の売買を清算機関との売りと買いに分解したものであるから、常にロングとショートを同時に一つになるからである。以下では、清算機関にとって最も重要なリスクである清算会員の信用リスクへの対応策を見てみよう。

(1) 清算会員の資格要件

カウンターパーティ・リスクを抑える最も基本的な方法は、清算システムへの参加者を破綻リスクの低い者に限定することである。したがって、清算会員（以下、会員）となるため、また会員であり続けるためには、清算機関の定める自己資本規制などの財務上の要件を満たすことが必要となる。しかし実務上、清算機関による会員の財務状況のチェックは、四半期あるいはせいぜい月一回程度しか行うことができず、当然その間に、会員のリスク負担状況は大きく変化し、信用リスクを監視するという目的を十分に果たすことができない。そこで清算機関は、財務状況の定期的な監査に加えて各会員のポジションを継続的にモニターするという方法をとっている。しかしここでも問題が生じる。会員は、複数の市場で取引を行っているため、各清算機関は自分が清算業務を行っている取引所でのポジションを見ているだけでは、会員のリスク負担額の全体を知ることにはならないからである。そのため、各国の清算機関は、共通会員の取引情報を共有することが必要となる。

会員の破綻を事前に防ぐもう一つの方法として、ポジションへの上限規制がある。ほとんどの清算機関（取引所）は、一つの顧客（または一つの清算会員）が行える取引の大きさに制限を課している。しかし多くの場合、その主たる目的は相場操縦の防止にあり、投機的ではないと見なされる時には対象外とされるケースもある。そうした場合でも、清算機関は各会員のポジションをモニターしてはいるわけであるが、より明確に、リスク管理を目的としたポジション規制も重要であろう。

(2) 証拠金

会員要件の厳格化は、清算機関の負担リスクを抑制する一方で、行過ぎれば会員数を限定し少数の会員にリスクを集中することにもなりかねない。また、実際、会員の破綻を完全に防ぐことは不可能である。そこで清算機関は、証拠金制度を用いることで、会員要件を広げるとともに、会員の破綻が生じた場合の損失カバーを図っている。先物取引（とオプションの売り建玉）の場合、清算機関は将来の損失に備えて証拠金を徴求し、また定期的な値洗いにもとづいて差金の授受を行っている。

しかしながら一般的に、証拠金は、清算機関の負う信用リスクをすべてカバーする大きさに決定されているわけではない。清算機関のリスクを削減するためには証拠金率は高ければ高いほど望ましいが、その時には会員の取引コストも上昇してしまってからである。そのため、多くの清算機関で、証拠金のリスク・カバー率は翌営業日に発生しうる損失の九五%～九九%程度となっている。また、証拠金の算定にあたっては、リスクをカバーする範囲が広いだけでなく、証拠金の計算方法そのものが清算会員とのポジション全体のリスクを過不足なく計算した合理的なものであることも重要なポイントである。例えば、異なる指數先物AとBであっても、両者の変動に高い相関性があれば、Aの買い建玉とBの売り建玉の証拠金は相殺できるはずだからである。

そして証拠金に関してもう一つの重要な点は、値洗いの頻度である。清算機関は通常、一日一回、取引終了後に値洗いを行っているが、午後に二回目の値洗い、追加証拠金の徴収を行う清算機関も現れている。しかし、いくら頻繁に値洗いを行つたとしても、それによる差金がタイムリーに清算機関に払い込まれなければ意味がない。

例え、あとになつて「組み戻し」の可能性のある資金決済システムを利用するのであれば、清算機関は、値洗いの時点から差金の最終的な受取までの時間、リスクをカバーしないことになる。有価証券で代用している場合には、それが換金されて清算機関への最終的な決済が終了するまでにいくつかの決済システムを経ることになり、その時間はさらに長くなるをえない。

また、破綻会員のポジションが市場の流動性に対して非常に大きい場合や、法律上の不明確さのために破綻処理が遅れる場合には、破綻会員の建て玉を解消することができないまま一日以上が経過することもある。ポジション解消までに時間がかかるほど、清算機関がさらされているリスクも大きくなるのであり、迅速な破綻処理が必要である。

(3) 追加的な資金手当

複数回の値洗いが行われたとしても、最後の値洗い終了時から破綻時までにポジションがさらに拡大されることも考えられる。そもそも、前述のように、証拠金は可能損失額の一〇〇%をカバーしているわけではない。こうした点を補うために、様々な追加的な資金手当がなされている。清算基金の資本金、準備金、清算補償基金、保険、銀行とのクレジットラインの設定、会員による保証、などである。こうした資金が利用される時には、破綻会員による損失は、結局、清算機関と全清算会員で分担することになる。

追加的な資金の額は清算機関ごとに大きく異なつており、また、それぞれの資産の流動性も一様ではない。リスク負担のための準備資産は、ただちに現金化可能でなければ破綻会員の建て玉の解消に時間がかかることになつてしまふ。会員からの各種預託金については、その優先弁済権の法律上の明確化も必要となろう。

4 清算システムの強化策

BISの報告書は、さらに、清算システムを強化するためのいくつかの方策を提言している。その一つは、ストレステストの実施である。市場が極端に変動した場合に清算会員と清算機関にどのような負担が生じるかをシミュレートすることによって、現行の証拠金比率や清算準備金等が十分かをテストするものである。報告書は、G-10諸国の清算機関のうち、ストレステストを公式に行つているところは約半分にとどまつており、また、テストの結果に従つて、裁量の余地なく自動的かつ強制的に証拠金比率等を調整しているところはわずかだと指摘している。

提言の第二は、日中のリスク管理策の向上である。清算機関による値洗いは、通常、一日一回、取引終了時点における価格とポジションにもとづいて行われている。日中にも値洗いを行う能力がある場合でも、ポジションに関する情報の処理にかかる時間や、資金や証券の決済にかかる時間による制約を受けている場合が多かつた。しかし、立会場での取引がらシステム売買に移行するなど、新しい情報技術を導入することにより、清算機関はほぼリアルタイムで会員のポジションを把握できるようになつていている。また、資金決済システム、証券決済システムのRTGS化、同日化によつて、清算機関はオーバーナイトリスクを削減することが可能となりつつある。

5 おわりに

証券決済システムは、市場のインフラストラクチャとして取引の安全性と効率性を左右する、ますます重要な要素となつていくであろう。グローバルな市場間競争にさらされている個々の取引所にとつても、それは同じ

である。清算機関を共有しつつ激しく競争しているNYSEとNASDAQ、精算業務をも競争の場として切磋琢磨しているCMEとCBOTは、歴史的経緯や現物と先物といった違いもあるが、取引所間競争と清算機関の関係における典型的な一つのケースとして注目されよう。そしてその時には、規模の経済のはたらく決済システムにおいて、「独占・競争と効率性」の関係に関する、（経済学というよりも）「哲学」が改めて問い合わせされることになるであろう。

注

- (1) 清算機関方式への移行については、福本 葵「東京証券取引所決済の清算機関方式への移行」「証研レポート」一五七二号、一九九七年七月、横山隆介「本所決済の清算機関方式への移行について」「証券」一九九九年五月号参照。
- (2) 両機関の統合については、福本 葵「アメリカにおける決済機関統合の動き」「証研レポート」一五七四号、一九九九年九月号参照。
- (3) 決済業務に関する米国証券会社の分業については、拙稿「イントロデューシング・ファームとクリアリング・ファーム」「証研レポート」一五五〇号、一九九七年九月号参照。

(いづ ひさし・主任研究員)

バー・テックス

ヨーロッパ第三の道

吉川 真裕

一〇〇〇年三月二〇日、パリ証券取引所、アムステルダム取引所、ブリュッセル取引所は株式・デリバティブ市場の合併計画ユーロネクストを発表し、五月三日、ロンドン証券取引所とドイツ証券取引所は対等合併して新取引所 i-X (アイエックス) を設立する計画を明らかにした。⁽¹⁾ そして、七月一〇日、イギリスのトレード・ポイント (ロンドン証券取引所と同じ公認投資取引所) がイギリス以外のヨーロッパ諸国の株式取引を開始したその日に、トレード・ポイントとイスイス取引所が共同でバー・テックス (virtex) と名付けたヨーロッパ第三の共通株式市場を設立する計画を発表した。

ヨーロッパでは一九九八年七月にロンドン証券取引所とドイツ証券取引所が将来の共通プラットフォームの開発を目指した戦略的提携に合意し、これを受けて一九九八年一一月にはヨーロッパの八つの証券取引所の間で共通プラットフォームの開発に向けた協議が開始された。しかし、協議の過程ではその核となるロンドン証券取引所とドイツ証券取引所の間で共通プラットフォームの具体的な形に関する合意が成立せず、一九九九年九月には各証券取引所へ注文を回送するための共通アプリケーション・プログラム・インターフェイスを二〇〇〇年一ヶ月までに開発することに計画が変更されていた。パリ証券取引所を核とするユーロネクスト、英独証券取引所に

よるi-Xの出現によってヨーロッパの株式市場は二大陣営に分かれるかと思われた矢先、イギリス・ドイツ・フランスに次ぐヨーロッパ第四の株式市場を有するスイス取引所がトレードポイントと協力してヨーロッパ第三の市場の設立に動き出した。

本稿では、トレードポイントとスイス取引所のそれぞれの歩みをヨーロッパにおける株式市場統合の動きと絡めて振り返り、二〇〇〇年第1四半期に予定されているバーテックスの青写真を紹介した後、今後のヨーロッパにおける株式市場統合の見通しについて論じる。⁽²⁾

1 トレードポイント

トレードポイントは一九九二年一月に設立された株式会社であり、当初はカナダのバンクーバー証券取引所に株式を上場（現在は上場廃止）し、ロンドン証券取引所の未上場株市場AIMで取引が行われている。トレードポイントは当初からロンドン証券取引所と競合するオーケーション方式の取引システムの開発を表明しており、一九九四年一二月に当時の監督官庁である英國証券投資委員会（SIB）に公認投資取引所の資格を申請し、一九九五年六月にはSIBから正式に承認を受け、同年九月二一日に四〇〇銘柄のイギリス株式を対象として五〇社の参加者で取引を開始した。そして、同年一二月にはヨーロッパ投資サービス指令のもとでの正式取引所（Regulated Market）としても認可された。

一九九六年一月にはブルンバーグ社との間でブルンバーグの端末を通じた取引執行の契約を結び、その後の成長が期待されたにもかかわらず、黒字になるほどに取引は伸びず、一九九七年五月と七月には株式や転換社債の発行といった形でインター・ディーラー・ブローカーとベンチャーフィンанс・キャピタルから資本注入を受けていた。

一九九七年一〇月のロンドン証券取引所による新取引システムSETSの導入直前にはインター・ディーラー・ブローカーの参入によつて取引が急増したが、損益分岐点といわれるロンドン証券取引所の二%には達せず、同年一月には取引振興策としてアメリカからの注文を増やすために登録免除取引所の認可を米国証券取引委員会（SEC）に申請した。一九九八年七月にはSECへの申請がフェデラル・レジスター上で公開され、最終認可是一九九九年三月二三日に下された。なお、これに先立つて一九九八年八月一四日に香港証券先物委員会は香港所在の金融機関がブルンバーグを通じてトレードポイントで英國株式を取引することを認可し、一九九九年三月二日にはスイス連邦銀行委員会が機関投資家とブローカー／ディーラーによるトレードポイントでの英國株式の取引を認可していた。

SECがトレードポイントを登録免除取引所として認可し、アメリカの投資家がトレードポイントを利用する可能性が高まり、一九九九年五月六日、トレードポイントはインステイネットを筆頭とするコンソーシアムによるファイナンス計画を公表した。⁽³⁾ このコンソーシアムのメンバーは英國通信社ロイター傘下のECNであるインステイネット、ゴールドマン・サックスとEトレードが二五%ずつ出資するECNであるアーキペラゴウ、米国大手投資信託運用会社アメリカン・センチュリー、米国証券会社モルガン・スタンレー・ディーン・ウイッタ、米国マネーセンター・バンクのJPモルガン、の五社であったが、五月一二日にはスイスのUBS傘下にあるイギリスの大手証券会社ウォーバーグ・ディロン・リードもコンソーシアムに参加することになった。その結果、コンソーシアム・メンバーを通じたイギリス株の取引比率は二五%に達し、コンソーシアム・メンバーがトレードポイントでの取引を通じてサポートするとすれば、トレードポイントの損益分岐点と言われるロンドン証券取引所の二%の取引は容易に達成されるものと見られていた。しかもSBCと旧UBSのスイス二大銀行が合併し

た新UBSを親会社とするウォーバーグ・ディロン・リードはヨーロッパの株式市場でも一五%の取引シェアを占めると言われ、トレードポイントがヨーロッパ株式を取引対象に含める可能性も高まつた。そして、インステイネットから派遣されたことが決まつていた次期CEOのキルスピー氏は一九九九年六月にトレードポイントが一年以内にヨーロッパの主要株式の取引を開始することを明らかにしていた。⁽⁵⁾

期待に反して、トレードポイントの英國株取引はその後も大きく伸びることはなく、損益分岐点と言われるロンドン証券取引所の二%に達することはなかつた。しかし、ロンドン証券取引所とドイツ証券取引所を核とした八取引所による共通株式市場構想も難航し、一九九九年九月二二日に八取引所から発表されたプレス・リリースでは、共通プラットフォームではなく、共通マーケット・モデルに従う各国の取引システムにアクセスするための共通電子インターフェイスの導入を一〇〇〇年一月までにおこなうという形に合意は後退していた。これを受けて、翌九月二三日、クレディ・スイス・ファースト・ボストン、ドレスナー・クラインウォート・ベンソン、メリルリンチの三社がトレードポイントのコンソーシアムに参加することを表明し、他の二社も検討中であると伝えられた。⁽⁶⁾ そして、一月一〇日にはドイツ銀行、一二月二九日にはABNアムロ銀行がトレードポイントのコンソーシアムに加わり、一社となつたコンソーシアムのメンバーは八取引所主導によるヨーロッパ共通株式市場に見切りをつけ、トレードポイントにその役割を果たさせようという姿勢を明らかにした。⁽⁷⁾

一〇〇〇年二月一〇日、トレードポイントはロンドン・クリアリング・ハウス(LCH)とヨーロクリアとの提携によつて、英國株についておこなつてゐるセントラル・カウンター・パーティによる受け渡し・決済サービスをヨーロッパ主要株式についても一〇〇〇年後半に提供する計画を発表した。⁽⁸⁾ これによつて、ヨーロッパ主要株式を対象とした電子取引システムが年内にスタートすることは明らかとなり、三月二〇日のユーロネクストの独証券取引所合併計画発表にも多少は影響を及ぼした模様である。

ところで、英独証券取引所の合併計画は他のヨーロッパの証券取引所に大きな衝撃を与へ、ユーロネクスト、iXのいずれに属するかの選択を強いることになつた。マドリード証券取引所とミラノ証券取引所はiX陣営への参加が報じられており、ルクセンブルグ証券取引所はユーロネクストへ参加する意向が伝えられたが、イギリス・ドイツ・フランスに次ぐヨーロッパ第四の株式市場を有するスイス取引所の挙動は不明であつた。五月二三日、スイス取引所とトレードポイントはヨーロッパ主要株式取引プラットフォームの開発について三ヵ月間の優先交渉に入ったことを発表し、スイス取引所がユーロネクストにもiXにも属さない第三の道を模索していることが明らかになつた。⁽⁹⁾

七月一〇日のトレードポイントによるヨーロッパ株取引の開始を目前に控えた七月五日、トレードポイントを通じた米国投資家によるヨーロッパ株の取引を認めるノー・アクション・レターがSECから発行され、トレードポイントでのヨーロッパ株取引開始に注目が集まることになつた。⁽¹⁰⁾ そして、注目された七月一〇日、トレードポイントでのヨーロッパ主要株式の取引開始日の午前一〇時、ロンドンとチューリッヒで同時にプレス・コンファレンスがおこなわれ、スイス取引所がトレードポイントに出資する形で新たな取引所パートナックスを設立する計画が発表された。⁽¹¹⁾

スイス取引所は一九九三年にジュネーブ、バーゼル、チューリッヒの三つの証券取引所を統合する目的で設立され、一九九五年に三つの証券取引所を統合すると同時にスイス金融先物オプション取引所（SOFFEX）を傘下におさめた。一九九五年一二月には外国株市場に電子取引システムEBS（Electronic Bourse System）を導入し、一九九六年八月にはその他の上場商品にもEBSを導入したことで、一九八八年に世界ではじめて取引フロアを持たない電子取引所として誕生したSOFFEXと合わせて、上場商品をいちはやく電子取引へと移行させた。しかも、DTB（現EUREX）が導入したSOFFEXのシステムがそうであつたように、EBSは取引だけでなく、清算・受け渡し・決済まで一貫しておこなうシステムであり、スイス取引所はこのシステムの性能に現在でも誇りを持っている。⁽¹²⁾

一九九七年一月にはEUREXがドイツ証券取引所とスイス取引所の共同子会社として設立され、一九九八年九月からはDTBとSOFFEXはEUREXに業務を譲り、世界ではじめて外国の取引所間の統合・合併がおこなわれた（ただし、実質的にはSOFFEXがDTBに吸収合併されたと見る向きが多い）。EUREXへのシステムの移行はもともとDTBのシステムがSOFFEXのシステムを基にして改良して作られていたこともあり、スマートにおこなわれた。

他方、スイス取引所は一九九八年七月に二六〇銘柄のユーロ債（当初はドル建てのみ）、一九九九年六月にはレポ取引を対象として電子取引市場を開設し、株式市場とデリバティブ市場に止まらず、債券市場やレポ市場にも電子取引をいちはやく導入している。⁽¹³⁾こうした試みも取引から清算・受け渡し・決済までを一貫しておこなうEBSシステムに対する自信のあらわれであると言えよう。

EUREXの誕生によってスイスとドイツの取引所間の関係は緊密化し、一九九八年七月のロンドン証券取引

所とドイツ証券取引所の戦略的提携に端を発したヨーロッパの取引所間の協議では、スイス取引所はドイツ証券取引所との関係を強化するものと見られていたが、英独主導の動きに反発したパリ証券取引所やストックホルム証券取引所（取引所間協議からは初回で離脱）、英独主導の再編を支持したアムステルダム取引所やミラノ証券取引所とは一線を画して静観を続けた。一九九八年一一月にスイス取引所は遠隔地会員の導入を決め、最初の遠隔地会員二社がいずれもドイツの金融機関であったことからやはりドイツとの関係を強化するものと見られたが、年が明けた一九九九年一月二八日にはパリ証券取引所との間でクロス会員制を目指したパートナーシップ契約を結び、周囲を驚かせた。⁽¹⁴⁾そして、三月一日にはこのクロス会員制をイタリア取引所を加えてさらに拡大するパートナーシップ契約が三取引所間で結ばれ⁽¹⁵⁾、スイス取引所のスタンスは現物取引はフランス・イタリアと、デリバティブ取引はドイツと組むという分裂したものと映った。しかし、こうした戦略はドイツ・フランス・イタリアという大国に囲まれて独立を守り続けてきたスイス人の知恵であり、ドイツに呑み込まれてしまふ危険に対する対策なのである。ただし、このパートナーシップ契約は当初の予定から大幅に遅れており、まだ一二月一日からスイス取引所とパリ証券取引所の間でパイロット会員による相互乗り入れが始まつただけに止まる。⁽¹⁶⁾

二〇〇〇年三月二〇日のユーロネクストの設立計画発表直後にスイス取引所はパートナーシップ契約を結んでいるパリ証券取引所からなんの連絡もなかつたとして驚きをあらわにした。パリ証券取引所を利用してドイツ証券取引所に呑み込まれるのを防ごうとしていたにもかかわらず、パリ証券取引所からは緊密なパートナーとは見なされていなかつたことが明らかとなり、スイス取引所は再び新たな構想を練り直す必要に迫られた。そして、五月三日にはロンドン証券取引所とドイツ証券取引所の合併計画、さらにはNASDAQとの提携という計画が発表され、ユーロネクスト、i-Xのいずれにも属せないスイス取引所はトレードポイントとの提携という形で第三

の道を模索することになった。⁽¹⁷⁾

3 バーテックス⁽¹⁸⁾

(1) 設立の背景

ヨーロッパ規模でのクロスボーダー株式取引の必要性が以下のようないくつかの要因によって増しているため、取引・通知・清算・受け渡し決済を一つにまとめたシステムの導入が不可欠となつた。

- ① ヨーロッパにおける株式取引、とりわけクロスボーダー取引の規模や回数が飛躍的に拡大しており、GSTPA (Global Straight Through Processing Association)によれば、このクロスボーダー取引は今後五年間に毎年四五%のペースで拡大していくものと推計されている。
- ② ヨーロッパ株式に対する需要は、年金のような長期負債を高齢者に偏る人口構成の変化や低金利状態のもとで運用するため、ますます増加していく。とりわけ、アメリカからヨーロッパへの資金流入が増加しており、この影響は大きい。
- ③ ヨーロッパの株式取引はますます業種ベースでおこなわれていい、投資家はもはや国別ではなく、たとえばヨーロッパの金融機関とか情報通信といった形で取引を進めていく。ヨーロの導入もこの一因ではあるが、ますますより広範な現象となっており、伝統的な取引所ではうまく対処できなくなっている。
- ④ 新たな注文執行技術が進歩しており、投資家は異なる流動性のブールから価格と数量を組み合わせた仮想注文板 (virtual order book) を眺め、最も有利な市場へ注文を振り分けていくことになる。
- ⑤ ヨーロッパ規模で清算と受け渡し決済を統合することへの関心が高まっている。

(2) 組織

トレードポイントがバーテックスに名前を変え、スイス取引所はバーテックスに出資し、三八%の筆頭株主となることで新取引所は誕生する。現在、トレードポイントに出資しているインステイネットをはじめとする一社のコンソーシアムの持ち株比率の合計は五四%であるが、この比率はバーテックスの誕生に伴つてスイス取引所と同じ三八%まで引き下げられる。

バーテックスの理事はスイス取引所、コンソーシアム・メンバー、トレードポイントの現行経営陣、社外役員から構成され、会長にはトレードポイントのスティーブンス会長、副会長にはトレードポイントのキルスピー最高経営責任者、最高経営責任者にはスイス取引所のフンティカ・エプネター最高経営責任者が就任する予定である。なお、新会社の設立は二〇〇一年第1四半期中に予定されており、取引開始も二〇〇一年第1四半期末が予定されている。

(3) オペレーション

取引は完全にコンピューター化された中央指し値注文板でおこなわれる。ただし、一定の条件を満たしたプロック取引とポートフォリオ取引については取引通知システムを通じて報告する形で取引をおこなうこともできる。

LCHをセントラル・カウンター・パーティとする」とよつて取引前にも取引後にも匿名性は完全に守られる。イスの中央保管振替機関であるセガインターセトル (SIS) を傘下におさめるスイス・フィナンシャル・サービス・シイーズ・グループ (FSG) の子会社は、SIS利用者に対してLCHの一般清算会員（第三者の取引を清算できる会員）としてサービスを提供する。

バーテックスではクリアリングからセトルメントまでのストレート・スルー・プロセッシング（STP）を、SISとイギリスの中央保管振替機関であるクレスト（両社はザ・セトルメント・ネットワークで結びついている）、そしてユーロクリアを通じておこなう。これによつて、バーテックスはクリアリングやセトルメントの効率を最大化するためのフレキシビリティーを市場参加者に与える。

(4) プラットフォーム

スイス取引所とトレードポイントの間の設備管理協定に基づいて、バーテックスはスイス取引所の開発した電子取引システムEBSをヨーロッパの主要株式の取引に採用する。ただし、すでにトレードポイントに上場されている銘柄で主要株式に属さないイギリス株式等については引き続き現行の取引システムで取引は継続される。EBSシステムとそのネットワークは頑健性・機能性・規模対応能力に優れており、大量の取引に迅速に答えることができる。EBSは経験豊富で有能、そして評判の高いITチームによつて運営されている。そして、バーテックスが市場のニーズの変化に対応するためにシステムの機能を拡張するのに十分な開発能力をスイス取引所が有じている。これらがバーテックスがヨーロッパ主要株式市場にEBSの採用を決めた理由である。

バーテックスはすべての投資家に開かれているが、効率性から考えて大口利用者は直接に接続し、小口利用者はサードパーティの製品やシステムを経由してアクセスすることを予想している。

(5) 取引対象

バーテックスはまず、FTSEユーロトップ三〇〇、MSCIパン・ヨーロッパ、S&P三五〇、STOXXヨーロッパといったヨーロッパ総合株価指数の構成銘柄の取引を開始する予定であるが、これらの銘柄の取引金額は少なくともヨーロッパ全体の株式取引金額の八〇%に達している。そして、株式は発行通貨に基づいて取引される予定である。

スイス取引所はスイス国内での優良銘柄の取引をすべてバーテックスに移管するが、スイス取引所の会員はスイス取引所のEBSを通じてバーテックスでスイス株取引を引き続きおこなうことができる。また、スイス取引所への上場企業でバーテックスに取引が移管される株式の発行会社はこれまで通り、スイス取引所への上場規則以外の手続きをおこなう必要はない。

将来的にはバーテックスは市場のニーズに沿つて上場商品をさらに拡大する計画である。EBSの機能とスイス取引所での取引状況からすれば、ワラントの上場は比較的容易におこなうことができそうである。

(6) 規制

バーテックスはトレードポイントを引き継ぎ、ロンドンに所在し続けるので、現在と同じようにイギリスの公認投資取引所であり、ヨーロッパ投資サービス指令に基づく正式取引所であり続ける。したがつて、バーテックスは金融サービス機構（FSA）の監督に服する証券取引所であり、イギリス法およびイギリスの証券規制にこれまで通り従う。

バーテックスの規則は取引システムの変更に伴う修正は施すものの、二〇〇〇年六月に発効されたトレードポイントのパン・ヨーロッパ株式取引に関する規則を継承する。ただし、取引時間や業務手続き等を定めるバーテックスの内規はスイス取引所のものに基づくものとする。

4 ヨーロッパの株式市場統合

三月二〇日のパリ証券取引所、アムステルダム取引所、ブリュッセル取引所による合併計画（ユーロネクスト）

の発表、五月三日のロンドン証券取引所とドイツ証券取引所の合併計画（i-X）の発表、七月一〇日のトレードポイントによるヨーロッパ主要株式取引の開始、そして同日のスイス取引所によるトレードポイントへの出資計画（パー テックス）の発表と、今年に入つてからヨーロッパの株式市場を取り巻く動きはあわただしい。

七月一〇日の初日の朝こそ、トレードポイントではドイツテレコム株がフランクフルトと同規模で取引され、注目を集めたものの、その後はやはり従来のイギリス株同様にトレードポイントでのヨーロッパ株取引はさざない展開を続いている。⁽¹⁹⁾パー テックス構想はこのことを見越していかのように、トレードポイントでのヨーロッパ株取引の開始前に進められていた。すでに一社に及ぶそうそつたるサポートを有しているながらイギリス株取引で苦戦していたのだから当然と言えば当然かもしない。もともとトレードポイントの取引が増えないのは、取引システムや決済機構の問題ではなく、流動性のないところに注文を出す投資家が少ないということであるから、上場銘柄を増やすということでは解決策にならないかもしない。そこで、トレードポイントが考案したのはスイス取引所から優良銘柄の取引を譲り受け、ヨーロッパ株取引全体の一〇%近くにのぼる取引を集めることでトレードポイントの使い勝手（取引システムはスイス取引所のEBS）の良さをアピールするという戦略であった。パー テックス開設後にはスイスの主要株式を取引するためにはパー テックス（トレードポイント）に注文を出さざるを得ず、そのことを通じて他の銘柄への注文をも獲得しようというのである。

他方、筆頭株主となることでパー テックス（トレードポイント）へ主力商品の移管を決めたスイス取引所は、i-X（イギリス、ドイツ）やユーロネクスト（フランス、オランダ、ベルギー）に挟まれ、どちらに参加してもその中心となることはできず、取引から清算・受け渡し決済までを一貫しておこなう自慢の取引システムであるEBSをいすれは放棄せざるを得なくなるという問題に直面していた。形の上では主力商品をロンドンへ譲り渡すことわざが当てはまりそうである。

ただし、現実問題はそうドラマティックになるとは限らない。九月一四日の会員総会での投票を待たなければi-Xの誕生は確定しないが、圧倒的な規模と実績、地の利を持つi-Xがヨーロッパの株式市場の中心となる可能性が高いことは間違いない。そして、たとえ合併が破綻したとしてもロンドン証券取引所とドイツ証券取引所が次の戦略を準備することは明らかである。i-Xは現状においては英独両規制機関による監督、英独両受け渡し決済機関の関係といふ一点において不安があり、合併の結果が顕著なコスト削減に結びつくかどうかは不確かである。他方、ユーロネクストは株式市場に止まらず、デリバティブ市場や決済機関まで統合を目指しており、仕組みの上ではi-Xよりもわかりやすいし、実現に向けての障害もない。ところが、こちらは伝統的な国際金融センターであるロンドンも、ヨーロッパ中央銀行のお膝元で新たな金融センターとなりつつあるフランクフルトも含んでいいし、有力なデリバティブ市場も有してはいない。これに対し、パー テックスはロンドンに位置し、FSAの監督に服すること、EBSという良くできた取引システムを採用すること、受け渡し決済機関も比較的うまく連携していること（ただし、ネットイングは現段階では含まれていない）といった点で、規模は小さいが、ヨーロッパの第三極、うまくいけばそれ以上の地位を獲得する可能性も十分にあると考えられる。

これまでのところ、ヨーロッパの株式市場は伝統的な自国の証券取引所が流動性を集めており、かつてロンドンのSEAQインターナショナルに取引が流出したような現象は生じてはいない。スイス取引所は、自国投資家には印紙税がかかるという問題があつたにせよ、自ら流動性を他国に移す決断をしたことになり、ユーロネクストのアムステルダム取引所やブリュッセル取引所の決断と合わせて、こうした試みがヨーロッパ規模での株式市場を作り上げることにつながるのであろう。どういう形でそうした市場ができるかについては今のところはまだ見通しは明らかではない。

注

(http://www.swx.com/news/media/media25198_en.html), SWX Swiss Exchange, "Swiss Exchange SWX and SBF-Paris Bourse announce partnership agreement", *Media Release*, January 28, 1999 (http://www.swx.com/news/media/media280199_en.html)

(15) SWX Swiss Exchange, "Borsa Italiana, SBF-Paris Bourse and SWX announce partnership agreement", *Media Release*, March 11, 1999 (http://www.swx.com/news/media/media110399_en.html)

(16) SWX Swiss Exchange, "Cross-membership between the SWX Swiss Exchange and Paris Bourse SA", *Media Release*, November 26, 1999 (http://www.swx.com/news/media/media261199_en.html)

(17) "SWX holds talks with Tradepoint", *Financial News*, March 22, 2000

(18) TRADEPOINT FINANCIAL NETWORKS PLC, "Tradepoint and the SWX Swiss Exchange to create virt-x: An exchange for pan-European blue chip stocks", *Press Release*, July 10, 2000 (<http://www.tradepoint.co.uk/pro00710.html>), virt-x, *Press summary*, July 2000 (<http://www.virt-x.com/contents/organization.html#org>), virt-x, *Service Offering - Management Summary*, July 2000 (http://www.virt-x.com/contents/mgmt_summary.pdf)

(19) "Tradepoint tackles Europe", *The Guardian*, July 11, 2000, Craig Karmin, "London's Tradepoint, Swiss Exchange To Link to Boost Pan-Europe System", *Wall Street Journal Interactive Edition*, July 11, 2000, "Tradepoint doubles turnover : Daily transactions Pounds 70M after difficult year", *Financial Times*, July 22, 2000, Stanley Reed, "The Battle for Europe's Blue Chips", *Business Week*, July 31, 2000

アメリカの市場間競争

ECNのビジネスモデル

清水 葉子

1 はじめに

アメリカでは、証券の取引市場間競争の中で、ECN（Electronic Communications Network 電子取引システム）と呼ばれる私設の取引システムが、既存の証券取引所やNASDAQ市場の取引を奪つて取引高を拡大している。このような既存市場からの取引流出は、証券市場規制の観点から見ると、取引所取引を前提として組み立てられてきた従来の市場規制の変更をせまる大きな変化であるといえる。しかし一方で、取引の流出という現象は一定の経済的な理由があつて生じていることであつて、その背後には、そうした取引流出を合理的にするようなECNのビジネス・モデルがあると考えられる。

アメリカでは、過去にも既存市場からの大幅な取引流出という現象が見られた。これは、一九六〇年代から一九七〇年代にかけて、証券市場における機関投資家の取引が急速に増大した時期に生じた現象である。当時、証券取引所は会員を通じた証券取引に固定手数料制を義務付けていたが、機関投資家の大口取引にはひと株当たりの取引処理に規模の経済がはたらくため、現実には手数料に大口割引の余地が存在していた。機関投資家にとっては、取引所外で取引所非会員に取引を委ねれば、固定手数料制の制約を逃れることができ手数料の割戻しが得

られる。このため、取引所の固定手数料を回避するための取引所外取引が拡大したのである。

この時期の取引流出は、取引所の固定手数料制という制約の下で、機関投資家が大口取引の手数料を節約しようと引き起こした現象であつたため、取引所外取引も、取引所非会員がさまざまな手数料割引を行つて売買に応じる「第三市場」や機関投資家どうしが直接取引することで委託売買手数料を節約しようとする「第四市場」という形をとつた。第三市場の主要なディーラーとしてはウイーデン社、メイドフ社など有名であり、また第四市場ではインステイネットが最初の電子取引市場となつた。

このように、手数料自由化以前にアメリカで生じた取引所外取引は、取引所の固定手数料を嫌つた機関投資家に対し手数料の割引を行うことで成立したビジネスであると考えることができる。したがつて、一九七五年に委託売買手数料が自由化され取引所取引の手数料の割引が行われるようになると、こうした取引の流出は止まり、固定手数料回避のための取引所外取引、ビジネスはいつたん消滅した。以前存在した業者のうち、メイドフ社は大幅な電子化を背景に異なるビジネスモデルを構築して第三市場ディーラーとして存続し、インステイネットは現在でも有力なECNとして機関投資家向けのビジネスを継続しているが、その他の多くの第三市場ディーラーは、消滅するか、ビジネス形態を大幅に変更することを余儀なくされた。

それでは、一九九〇年代の後半になつて取引をのばしてきた新しい非取引所取引システムであるECNは、どのようなビジネス環境の下でどのような業務を行つているのだろうか。

2 規制面から見たECN

(1) オーダー・ハンドリング・ルール

手数料自由化後に登場したECNのような非取引所取引システムは、バイサイドの機関投資家向けにカスタマイズしたサービスを提供するビジネスとしてスタートした。

大口の多銘柄取引を行う機関投資家は、大口取引の分割執行などのマーケット・インパクトの抑制、取引情報の秘匿、バスケット取引やVWAP取引など、小口取引とは異なる様々な様々なサービスを必要とする。インステイネットやポジットなどの先発タイプの電子取引システムは、クロッシング・タイプの取引、匿名性の確保、個別のネゴシエーション・フェイズの設定など機関投資家が必要とするサービスを提供して取引をのばした。こうしたシステムは当初私設取引システム(PTS)と呼ばれ、ブローカー・ディーラーとして個別にノード・アクション・レターによる規制が行われていた。

こうした取引システムのビジネス環境は、一九九七年のオーダー・ハンドリング・ルール施行によつて大きく変化した。オーダー・ハンドリング・ルールは、そもそもマーケット・メーカー・スペシャリストが自らの気配より優れた価格の指値注文を受けた場合に無視して執行しないといった好ましくない慣行を規制することを目的として制定された。オーダー・ハンドリング・ルール以前には、マーケット・メーカーらは、優れた価格の指値注文を気配に反映させずに気配スプレッドを広めに維持して収益をあげ、一方で公衆の参加しにくくPTSなどの場により有利な気配を出してポジション処分をしていたとされる。

これに対して、オーダー・ハンドリング・ルールでは、Display Rule(SECルール一一Ac一一四)と、Quote Rule(SECルール一一Ac一一一)と呼ばれる二つのルールが新設され、マーケット・メーカー・スペ

シヤリストが顧客向けに劣った気配を出す」とを禁じた。

すなわち、Display Rule⁽²⁹⁾は、自分の出してくる気配より価格・数量の面で優れた顧客指値を受けた場合、自ら執行しないのであれば、自らの気配を指値に合わせて更新するか、他のマーケット・メーカーに回送するか、公衆気配を表示できるECNに回送するかのいずれかの措置をとることを定め、Quote Rule⁽²⁹⁾は、私的な取引システムに公衆気配より優れた気配を出してもならぬことを定めた。

オーダー・ハンドリング・ルールは、述べたようにマーケット・メーカーの気配の透明性を高めることが目的でありて、ECNを直接の対象にしたものではなかつたが、結果的には、それまで私的なシステムに過ぎなかつたECNが公的に認知される契機となつた。従来の私設取引システムはECNとしてSECルールの中で定義され、ナスダックのセレクトネットに公式に接続されて公衆気配の発信が可能となる一方、マーケット・メーカーなどでは、自らが引受けたくない指値注文を合法的にECNに回送することができるようになつた。すなわち、マーケット・メーカー・スペシャリストなどでは、自らの気配より有利な指値注文を受けた時には、ECNに注文を回送する⁽²⁹⁾Display Rule⁽²⁹⁾Quote Ruleの両方の条件を満たすことが法律違反のリスクから免れられる。

このように、当初機関投資家向けのビジネスとしてスタートした私設取引システムは、オーダー・ハンドリング・ルールによってナスダックのシステムに接続され、ナスダックの一員としてマーケット・メーカーからの注文回送先としての位置付けを公式に与えられたことになる。

また、自らの取引情報を秘匿したい機関投資家にとっても、ナスダックの公衆気配に接続されたECNに注文を回送すれば、市場には注文の発注者を伏せたままでECNのシンボルの下に隠れて自己の気配を発信する⁽²⁹⁾ことのシステムがECNとして登録されて取引高を急速にのばしている。

(2) ATS規制

ECNの成長に大きな影響を及ぼした、もう一つの規制要因はATS規制である。これは、ポジット、アリゾナ証券取引所、オペティマークなどオーダー・ハンドリング・ルールの対象とならない非取引所取引システムの規制の必要性から一九九九年に施行された規制⁽²⁹⁾、ECNも含めたこれら取引システムをATS⁽²⁹⁾ (Alternative Trading System、代替的取引システム) として定義し、取引システムの運営に必要な一定の規制を課したものである。

ATS規制は、取引システム側が選択すれば取引所登録を可能にした点が重要で、自主規制なども含めて取引所と同等の規制義務を果たすことを条件に、私設取引システムでも取引所となることができるとした。現在、アキペラゴとアイランド、ネクストレードの11ECNが取引所登録申請を行つておるほか、ECNによる地方取引所の買収もすすめられている。

これによつて、アメリカの証券市場規制は、正式に營利市場を認めた⁽²⁹⁾となり、既存市場も株式会社化や戦略提携を進めるなど、當利的性格を強めるようになつた。

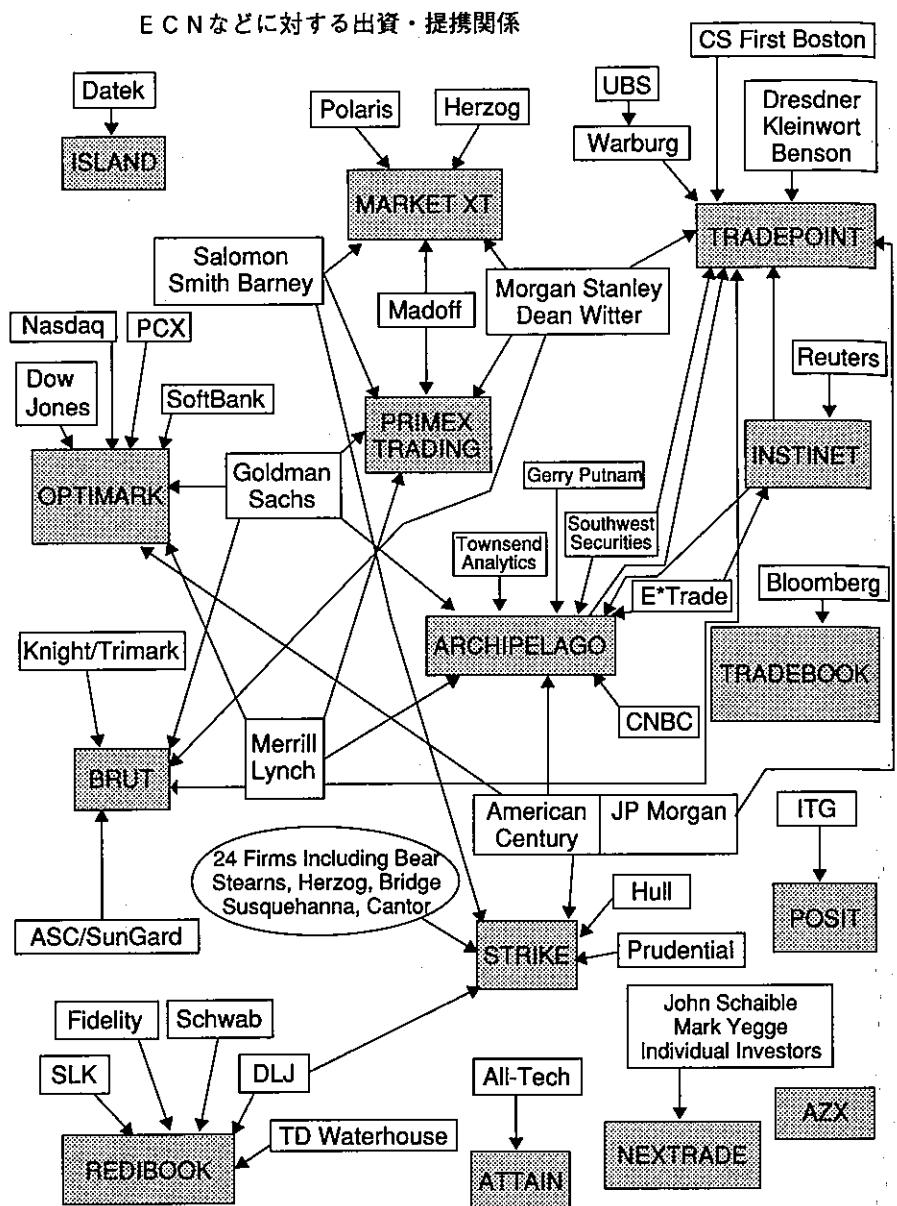
3 ECNのビジネスモデル

ECNは、新しい取引市場として利用者から注目されるだけではなく、新たなビジネスチャンスとしても各方面から注目を集めている。たとえば、Kruggele & Wood (1999)⁽²⁾による次の図を参照すると、メリルリンチやモルガンスタンレーといったいわゆるウォール・ストリートの代表的な証券会社の他、チャーチルズ・シユワップやE*Tradeのようなオンライン・ブローカー、代表的な機関投資家などがECNなどに出資していることが分かるが、こうした出資判断のなかには、システム利用者としての関心にとどまらず、取引システムの運営を新たなビジネスチャンスとしてとらえているものも多いと推測される。

現在登録している九つのECNを出資関係で大別すると、(a) インステイネットとブルンバーグ・トレードブックの二社はそれぞれ、ロイター、ブルムバーグが主要な出資者となつており情報ベンダー系統、(b) アイランド、アーキペラゴ、マーケットXTの三社はいずれもメリルリンチやモルガンスタンレー、データックなどオンライン・ブローカーも含めたブローカー系統、(c) レディブックとブルートはマーケット・メーカーやスペシャリストなどが主要な出資者となつていているマーケット・メーカー系統、に分類できるといふ。

ECNの業務内容も、こうした出資・設立母体の利害と密接に関わって分化してきている。情報ベンダー系のECNは、一般的に機関投資家向けにカスタマイズしたサービスを提供しており、ECNの業務開始当初からの機関投資家ビジネスの継続と見ることができるだろう。とは言え、ブルンバーグ・トレードブックなどでは、取引執行だけではなく自社システムを構築できない小規模機関投資家向けの取引管理システムの提供といったサービスも行うなど、多様化している。

ブローカー系のECNでは、オンライン・ブローキングの拡大の影響もあって個人投資家向けの迅速で安いサービスも行うなど、多様化している。



(出所) 注(2) 参照

原資料 Primex Trading NA

(注) 線のかかった部分がECNを含めた取引システムである。現在BRUTとSTRIKEは合併している。

サービスを提供している。このタイプのECNは、システムの優位性がビジネス・チャンスの源泉となつてゐると考えられる。このタイプは、市販の安価なコンピューターを数多くつないで並列処理をするシステムを採用しているとされ、コスト面で格段に安価である」と、処理速度が早いこと、一般市販品を多く利用するためビジネスの立ち上げが迅速で、取引高に応じた拡張・縮小が自在であることなど、取引所の「巨大メインフレーム型のシステムにはない利点を多く持つてゐる。さらに加えて、たとえばアーキペラゴでは、自社システム内で執行相手を見つけることができない場合、自動的にNASDAQのセレクトネットを通じて外部のマーケット・メーカーや他のECNに注文を回送し、一定時間システム外での執行機会を探すスマート・ブックという機能を備えるなど、ブローカー業務の補完ともいえるサービスも行つてゐる。

マーケット・メーカー系ではマーケット・メーカーの受けた注文を関連ECNのシステムを使って内部付け合わせするサービスを提供してゐると考えられる。これは、先に述べたように、オーダー・ハンドリング・ルール施行後に公式に可能となつた新たなビジネスであると考えられる。

おわりに

市場間競争の複雑化とともに、ECNのビジネスモデルが多様化しつゝあることを見た。日本でも、PTS業務を開始する動きがあることが報じられている。新聞報道等によれば、三井物産を中心としてオンラインブローカーなどがPTS設立構想を発表している他、日本相互証券がPTS業務の認可を得るなど、新しい動きが見られる。

日本では、そもそも証券取引所や店頭市場など既存市場の売買手法や手数料のあり方、バイサイドの機関投資家のありかたなどの点で、アメリカとはねばねばま違ひがある。

たとえば、アメリカの既存市場は、証券取引所であれNASDAQ市場であれ、マーケット・メーカーやスペシャリストなどのディーラーが関与するタイプの取引が行われており、日本のような純粋なオーフショルマーケットは存在しない。この点で、マーケット・メーカーからの注文回送の受け皿であるとか、マーケット・メーカーのスプレッド回避といったタイプのビジネスモデルは日本では成立しにくく⁽⁴⁾と考えられる。

日本でのPTS業務がどのような領域に収益機会を見い出すのかはまだ不透明な点が多いが、アメリカのECNのビジネスモデルとは異なつたものになるのではないか。⁽⁴⁾

注

- (1) ATS規制の詳細については、大崎貞和「米国におけるATS（代替的取引システム）規制の導入」[資本市場クオータリー]一九九九年冬号、清水葉子「ATS規制の最終案について（上）・（下）」「証券レポート」一九九九年一月一五六七号、二月一五六八号参照。
- (2) Lynn P. Kuggele & Robert A. Wood (1999) "ECNs The Evolving Landscape of U.S. Financial Markets," Mineo
- (3) 現状のECNのビジネスの類型については、大和総研ニューインク情報技術センターの日向康一氏、ブルムバーグ・ニュース・ブックのBruce Garland氏にお教えいただいた。ECNのシステム面の記述は日向氏に多くを負つてゐる。
- (4) 日本での取引システム（PTS）業務をめぐる状況については、大崎貞和「株式会社形態の取引所を認める証券取引法改正」[資本市場クオータリー]一九九〇年夏号、横山淳「わが国における取引所外取引の現状と課題」[証券経済研究]第一六号、一九九〇年七月、参照。

株式分割の制限（商法二二八条）の新解釈

福本 葵

1 はじめに

株式分割を実施する企業数は、昨年度では、バブル期の八〇年代後半の五分の一以下であり、まだまだ低迷している。しかし、その一方で、インターネットやベンチャー関連企業を中心に、大幅な株式分割を行う企業が徐々に増えている。これらの会社については、東京証券取引所のマザーズや店頭市場等に上場したもの、株価が高騰し過ぎたために、流動性に欠け、売買が硬直しているという事態が発生している。そこで、大幅な株式分割によって、株価を引き下げ、株式の流動性を高めようとするものである。

しかし、ここにきて株式分割については、二つの問題点が指摘されている。一つは、株式分割が信用取引の担保割れを招き、株価の下落材料になっているという点であり、もう一つは、株式分割を行う際、一株当たりの純資産の制限があるため思つたような株式分割ができないといった点である。後者の問題を回避するため、株式分割を行いたいとする企業の中には株式分割の制限条項である商法二二八条第一項の新解釈を行い、それに基づいた株式分割を行う企業も見られる。

そこで、本稿では、株式分割とは何か、なぜ株式分割を行うか、その株式分割の問題点の一つとされている株式分割の制限条項である商法二二八条はいつ頃、どのような経緯でできあがったものか、なぜ、それが今、問題となっているかについて整理したい。

2 株式分割とは

株式分割には、既存の株式数を細分化し、発行済株式総数を増加させる旧商法における株式分割、株式配当、無償増資、無償交付がある。これらは、平成二年の商法改正に際し、いずれも「株式分割」に統一された。

従来の無償増資は、資本準備金または利益準備金の一部を資本勘定に組み入れ、組み入れた資本金に見合った新株を既存の株主に対して交付することをいった。また、従来の無償交付とは、資本金の額面超過額引当によるものである。額面超過額は、公募増資や転換社債の株式への転換によって増加する。無償交付は、無償増資と異なり、登録免許税が課されず、臨時報告書も要求されないことから、実施企業数は圧倒的に無償増資よりも多い。⁽¹⁾更に、従来の株式配当は配当として支払う現金の一部を新株の発行によって代えるものである。昨年度、株式配当を行った企業はなかった。

また、現商法の株式分割の中には、従来の無償増資、無償交付、株式配当を除き、既存の株式数を細分化して、発行済株式総数を増加させる旧商法における株式分割も含まれる。この株式分割には、額面株式で、額面の変更を伴うものと、無額面株式のものとがある。額面の

表1 2000年大幅な株式分割を行った主な企業の例

企業名	市場	分割比率	権利落日	割当日
日本電産	東証一部	1対2	3月28日	3月31日
ソニー	東証一部	1対2	3月28日	3月31日
アドヴァン	東証一部	1対2	3月28日	3月31日
日本テレビ放送網	東証一部	1対2	3月28日	3月31日
コナミ	東証一部	1対2	3月28日	3月31日
ペネッセコーポレーション	東証一部	1対2	3月28日	3月31日
ニッポン放送	東証二部	1対2	3月28日	3月31日
富士通サポートアンドサービス	東証二部	1対2	3月28日	3月31日
ジャック	東証二部	1対2	3月28日	3月31日
メッツ	マザーズ	1対3	3月28日	3月31日
ソフトバンク	東証一部	1対3	4月25日	4月30日
UBS	外国部	1対2	4月27日	5月5日
楽天	店頭	1対8	5月26日	5月31日

変更を伴うものは、旧株券を回収し、それに対する新株券を交付しなければならない。⁽²⁾無額面の場合は、旧株券の提出を求める必要はなく、増加分の新株式を追加発行するだけで足りる。昭和五八年の商法改正前までは、額面株式を無額面株式に一斉転換することが許されていなかつたが、改正以後は、額面株式を無額面に一斉転換し、それと同時に株式分割を行うことも可能となつた。株券の提出を求めない分、無額面の方が株式分割を容易に行なうことができる。

株式分割は、具体的には、一対一・五や一対二という形で行われる。一対一・五の分割の場合、一、〇〇〇株所有している者が一、五〇〇株所有することになり、一対二の分割の場合は、二、〇〇〇株所有することになる。株式分割は株数が変化するだけで、発行株式の時価総額に変わりはない。従つて、株式分割が行われると一株当たりの株価は下落する。先ほどの例でいうと、分割前に二、〇〇〇円であった場合、分割後、一対一・五の分割では、二、〇〇〇円となり、一対二の分割では、一、五〇〇円となる。

3 なぜ株式分割を行うか

発行価額部数の時価総額に変わりはなく、従つて、株式分割の前後で、株式数×株価の総額に変化がない。株式分割を行つて、株式が増加した分、一株の価値は稀釈する。そうであれば、なぜ株式分割を行うのであるうか。その理由の一つは、株式分割によつて、株式の流動性が高まることがある。前述の例のように、株式分割前は、一株三、〇〇〇円であつたため流通単位の一、〇〇〇株を購入するには、最低三百万円必要となる。それが、分割後は、二百万円、一五〇万円となり、最低金額が下がる。これが株式の流動性を高めるといふものである。

また、一株に対する配当金がそれまでと変わらないのであれば、株式分割によつて、株数が増加した分、配当金は増加することになる。株式分割を行うといふことは、一般に、その会社が将来の成長に自信を持つてゐるといふことの現れであると解されている。例年通りの配当を株数が増加しても行うことができると予測してゐるからである。

4 株式分割の問題点

このところ取り上げられている株式分割の問題点には主に二つある。一つは、株式分割が信用取引の担保割れを招いていると言う点と、もう一つは、商法二一八条が規定する制限のために思つたような株式分割が行えないとする点である。前者は次回に述べることとする。本稿では、後者について考えたい。

平成二年の商法改正によつて、それまで、株式分割、無償増資、無償交付、株式配当と分かれていたものが、「株式分割」に統一された。商法二一八⁽³⁾条はこの時、それぞれの制限規定であつたものがまとめられたものである。

平成二年の商法改正前、最終の貸借対照表上の「一株当たりの純資産額が五万円を下ることになつてはならない」とする規定は、まず、無償交付につき、商法二九三条の三、第二項後段、二九三条の三の二第二項にあり、これを株式分割に準用していた（改正前商法二九三の四第三項）⁽⁴⁾。

これらの規定は、昭和五六年の商法改正の際に設けられたものである。昭和五六年の商法改正では、会社設立の際の最低発行価格を五万円と定めて出資単位の引き上げを図つた（一六六条第二項他）。また、会社の設立後、無制限に出資単位の引き下げを行うことができれば、設立の際の出資単位の引き上げの意味が失われるとし、株式の細分化に歯止めをかける方法の一つとして、総資産額が五万円を下まわる株式分割を行うことができないも

のとした。

商法二一八条の前段は、額面株式にのみ適用されるが、後段の純資産額による制限は、額面株式、無額面株式の両方に適用される。また、平成二年の商法改正前は、株式配当については、この適用がなかつたが、改正後は株式配当についても適用されることとなつてゐる。

このような資産の考え方については、この条文が作られた昭和五六年時点と、現在とでは、変化しているという意見がみられる。つまり、昭和五六年当時主流であった製造業については、このような純資産の制限は有効であつた。しかし、会社の資産を知的所有権や情報、技術力等、貸借対照表に記載されない財産をその拠り所とするインターネット関連企業やベンチャー企業の大半は、株式分割に十分な資産を持たない企業が多い。しかし、これらの企業の新規公開が相次いでおり、また、新規公開と共に、非常な高値をつけてゐる。これらの企業の中には、高値のままで十分な流動性を維持することはできないため、株式分割を行いたいと考える企業も増加しているのである。

5 商法二一八条の成り立ちと意義

(1) 額面株式と無額面株式の違い

日本ではこのような規定が存在するが、無額面株が中心のアメリカにおいて、このような株式分割の制限規定は存在しない。日本では、額面株式が主流であり、無額面株式の発行は、それに比して極端に少ない。

まず、額面株式とは、一株の金額（券面額）が定款や株式申込証、券面に表示されるものをいう。一方、株式に額面というものが存在せず、株数だけが表示される者を無額面株式という。無額面株式は、昭和二十五年、アメリカを手本に導入されたものである。額面株式の場合、額面未満の発行は許されていない。従つて、業績が悪化し、株価が額面を下まわつてしまつた時、しかも、新株発行によつて資金を調達したい場合は、減資をして、株式の時価を額面以上にもつてこなければならなくなる。これを回避するために、無額面株式は導入されたのである。額面株式も無額面株式も一株としての価値は等しい。議決権や利益配当請求権は、額面株式も無額面株式にも等しく与えられている。

会社設立時において、額面株式の場合、一株の金額は五万円を下まわつてはならない（商法一六六条二項）。これに対し、無額面株式の発行の際は、その発行価額は五万円を下つてはならない（商法一六八条ノ三）。会社設立後、無額面株式は、時価発行が可能であるが、額面株式は、商法二〇二条一項の制限、額面未満の発行を禁止する規定がある。

また、会社の設立時、株式の発行価額の二分の一を超えない額は、資本に組み入れないことができる。この時の制限について、額面株式の場合は、額面額、無額面株式の場合は、五万円を超える部分に限るという但し書きがある。

(2) 株式の単位引き上げ

株主としての地位は、細分化された均一最低限の単位を複数持つ。これは、株式会社が複数の株主の存在およびその流通を予定しているからであると言わてゐる。株式会社は、各株式について、その有する株式数に応じて平等に取り扱えばよい（商法二九三条）。しかし、多くの会社が採用している額面五〇円が妥当かどうかは、疑問の余地がある。

昭和五六商法改正において、この株式単位の引き上げを図るためにいくつかの措置が取られている。一つは、会社設立の際発行する株式について、額面株式の場合は、一株の金額を五万円以上とすることとされている（商法一六六条第二項）、無額面株式の場合は、発行価額を五万円以上とすることとされている（商法一六八条の三）。二つ目に昭和五年商法改正以前に設立された既存会社について、単位株制度がとられた。単位株制度とは、額面株式の券面五万円に相当する数の株式（額面五〇円であれば、一、〇〇〇株）を一単位とすること、一単位に満たない株式については、利益配当請求権等は認めるが、議決権等の共益権は認めないとするものである。これは、当時、猛威を振るっていた総会屋を排除する目的もあった。

また、単位引き上げ方策の三つ目には、株式の併合がある。会社は、最終の貸借対照表によつて、一株当たりの純資産額が五万円に満たない場合は、その額を五万円以上とするために、株主総会の特別決議によつて株式の併合を行うことができるとしている（商法二二四条）。

（3）昭和五六改正

更に、株式単位の維持を図るために、前述の商法二一八条によつて、一株当たり五万円を下まわる株式分割の禁止を定めている。これは、額面株式、無額面株式の両方に適用される。

平成二年商法改正以前は、この規定は、一株当たりの純資産額が五万円を下まわるような状態を意図的に作り出すことは望ましくないという一種のシンボル規定であるといつ指摘があつた。⁽⁵⁾

なぜなら、額面株式の場合は、株主に新株引受権を与えて、低い発行価額による新株発行を行えば容易にこの規定を潜り抜けることができる。また、この規定は、払込増資や株式配当による資金調達の場合、この規定の適用はないとされるので、極端に低い発行価額での株式配当や有償増資によつても簡単に一株当たりの純資産額が五万円を下まわる状態になる。

このような脱法行為の可能性については、昭和五六改正法の立法過程から議論はあつたが、株式配当の場合には、株式分割の場合ほど大幅な新株発行がなされることはあるまいといつ理由からこのよつた立法がなされた。しかしながら、事実上、小刻みでしか行われない無償分割については制限があるのであれば、同様に株式配当について制限するべきであると言つ意見もあつた。

このよつた批判について、「合理的な理由なくこれをくぐらうとする場合には、脱法と評価されるおそれがある」、「良識ある経営者であればこれをすればがない」、「上場株式においては、証券取引所によるコントロールも機能する」と考へられる」とする意見もあつた。⁽⁶⁾

平成二年の改正法では、昭和五六改正法を批判する立場から、昭和五六改正では適用されていなかつた株式配当も新株発行の面では、株式分割として処理されることとなり、取扱いの一貫性が図られた。

6 アメリカの現状

米国には、無額面株式が中心である。また、株式分割の制限規定が存在せず、純資産の少ない企業でも株式分割を自由に行うことができる。そのため、株式分割を行う企業も多く、また、その大半が一対二以上の大幅な分割を行つてゐる。アメリカのYahooは、二〇〇〇年一月一四日、一月二〇日を基準日として、一対二の株式分割を行つた。Yahooは、一九九七年に、一対三、一九八八年には、一対二、一九年の一対二に続くものである。Yahooの一九九九年の一株当たりの純資産額はおよそ二ドルとなる。このような水準でも株式分割は可能で

ある。

7 商法二二八条の新解釈

日本においても、インターネット関連企業等で、流動性を高めるために、大幅な株式分割を行いたいとするものが見られる。そのような企業の中で、商法二二八条二項後段の規定の「最終の貸借対照表により」という文言につき、新たな解釈によつて、株式分割を推し進める会社がはじめている。

商法二二八条のいう「最終の貸借対照表」とは、年一回の本決算のことを意味するのが従来の解釈であった。新解釈とは、中間決算や、直前に増資を行い、これに基づく直近の一時点での決算をベースに株式分割を行うものである。

店頭公開のグットウィルグループは、平成一二年五月二二日付で一株を二株に分割している。⁽⁸⁾ グットウィルグループの分割後の発行済株式総数は一七六、二六八株になる（表2）。商法二二八条の規定を従来通りの解釈とすると、最終の貸借対照表は、一九九九年六月の本決算のものを用いる。このときの総資産額は、八九九百万円である。これを先ほどの一七六、二六八株で除すると五、一〇〇円となり、五万円には満たない。しかし、グットウィルグループの発表によると平成一二年一月二一日現在の資本金だけで、一三、六二九百万円以上で、これを先ほどの分割後の株式総数で除すると、七万七、三三二円となり、五万円を上まわる。店頭上場の楽天、東証マザーズ上場のメッツも同様に、新解釈による株式分割を行つていて、このような新解釈による株式分割に対し、東京証券取引所や法務省は今のところ静観していると言われている。⁽⁹⁾

8 その他の方針

これに対し、流動性を高めるには、他の方法もあるとする意見もある。東証マザーズへの上場したマネックス証券は、上場前に無額面株式一株につき、一円の株主割当増資を繰り返した。この株主割当増資には、発行済み株式総数の四倍を超える株数を発行することができない（商法三四七条）という授権株数の制限がある。しかし、その枠内であれば、取締役会の決議により新株を発行できる。ただし、その手続きは、有価証券届出書類の提出、株主への目論見書、申込書、割当通知の発送等複雑であり、コストもかかる。

また、このところ多く見られるのが、流通単位の引き下げである。これまで、一、〇〇〇株を流通単位としていたものを一〇〇株に変更する企業が増加している。これにより、流動性を図ろうとするものである。しかし、これは、流通単位を一株としている平成二年商法改正以後に設立された新規企業には行えない。このような会社の中には、平成二年以前に設立されたペーパー会社に合併される形をとつて、流通単位を一株から一、〇〇〇株に変更するものもある。このように株式の流動性を増加させる方法には、いくつかある。

日本において、無額面株式を採用している会社は極端に少ない。しか

表2 新解釈による株式分割の例

企業名	グットウィルグループ	楽天	メッツ
市場	店頭	店頭	マザーズ
額面・無額面	額面	無額面	額面
分割比率	1対2	1対8	1対3
割当日	2000/5/22	2000/5/31	2000/3/31
増加株式数	88,134	86,360	10,840
分割後株式数A	176,268	98,720	16,260
最終の貸借対照表	1999年6月期	1999年12月期	1999年3月期
最終の純資産B	899百万円	987百万円	548百万円
B/A(円)	5,100	9,997	33,702
新解釈の基準日	2000/2/21	4月の公募以降	2000/3/6
基準日の資本金C	13,629,490,000	16,380,000,000	2,346,750,000
C/A(円)	77,322	165,923	144,326

し、本来の無額面株式の目的は、会社をその資産で判断せず、収益性で判断するものであり、この判断基準は、現在のインターネットやベンチャー関連企業を判断するのに当てはまる。少なくとも無額面株式に関しては、株式分割制限規定を弾力的に解する法改正または、解釈が望まれる。

注

- (1) 「旬刊商事法務」一五六四号、社団法人商事法務研究会、一〇〇〇年六月三〇日、二七頁参照。
- (2) 商法二二八条第三項によつて、旧株券の提出を要しないことを決議で定めることもできる。
- (3) 商法二二八条

第一項、会社は取締役会の決議により、株式の分割をなすことを得

第二項、前項の場合においては、額面株式の1株の金額に分割後の発行済額面株式の総数を乗じた額は資本の額を超ゆることを得ず、且つ最終の貸借対照表により会社に現存する純資産額を分割後の発行済株式の総数を以つて除したる額は五万円を下ることを得ず

第三項、株式の分割により額面株式1株の金額を変更する場合においては、会社は第一項の決議において株券および端株券を会社に提出することを要せざる旨を定ることを得

- (4) 上柳克郎、鴻常夫、竹内昭夫編「新版注釈会社法、補巻平成二年改正」有斐閣 平成四年、一一三頁参照。
- (5) 竹内昭夫「改正会社法解説(新版)」有斐閣 昭和五八年、参照。
- (6) 竹内昭夫「株式配当・無償交付と株式分割—規定の整理と課税のあり方について—」[商事法務] N.0. 一八一、一八二、参照。
- (7) 稲葉威雄「改正会社法」金融財政、昭和五七年、四〇—四四頁参照。
- (8) 一〇〇〇年六月一七日付け、日経新聞。
- (9) 一〇〇〇年六月一九日付け、日経金融新聞

【参考文献】

河本一郎「現代会社法(新訂第六版)」商事法務研究会、平成六年

(ふくもと あおい・研究員)

プライベート・エクイティ・ファンドについて

松尾 順介

1 プライベート・エクイティ・ファンドとは

プライベート・エクイティ・ファンドとは、文字通り未公開会社の株式に投資するファンドであり、広い意味ではベンチャー・キャピタルも含まれる。しかし、ベンチャー・キャピタルが事業の初期段階に投資するのに対し、プライベート・エクイティ・ファンドはある程度成長した企業や成熟企業、さらには破綻（デイストレスト）企業にさえも投資するという点で異なっている。したがって、狭い意味でのプライベート・エクイティ・ファンドは、ベンチャー・キャピタルを含めず、確立した事業基盤をもつ企業に対してコーポレート・ファイナンスを提供するものとされている。⁽²⁾

米国では、プライベート・エクイティ・ファンドは、①企業買収を行なうバイアウト・ファンド、②破綻企業に投資するスペシャル・シチュエーション・ファンド（この中にはいわゆるバルチャー・ファンドも含まれる）、③メザニン・デッド（中位債務）に投資するメザニン・ファンド、④ベンチャー・キャピタル・ファンドがあり、投資先企業の経営を支配する、あるいはそれに参加する場合が多いため、これらの投資では単に資本を提供するだけではなく、経営ノウハウを提供することも必要になる。⁽³⁾さらに、企業買収が行なわれることも多いだけでなく、投資資金を回収する際には企業売却が行なわれるため、M&Aのノウハウも必要であり、その意味では運用業務というより投資銀行業務のノウハウも要求されるが、投資銀行業務が単なるアドバイザーであるのに対し、

プライベート・エクイティ・ファンドは資金提供を行なうために、買収後の企業が利益を拡大した場合にはその恩恵にあずかることができる反面、逆に損失を出した場合には投資資金の回収すら不可能となる。⁽⁴⁾また、多くのプライベート・エクイティ・ファンドはリミテッド・パートナーシップ形態をとつており、これは実務を担当するジェネラル・パートナー（GP）と資金を提供する投資家であるリミテッド・パートナー（LP）から構成されている。

2 日本での展開

日本でもリップルウッド・ホールディングスによる日本長期信用銀行の買収を契機に、プライベート・エクイティ・ファンドが注目を集めているが、これらのファンドは、外資系ファンド、国内ファンド、外資との提携ファンドに大きく分けられる。

このように多数のプライベート・エクイティ・ファンドが日本で活動を展開し始めた要因は、第一に投資対象の拡大が挙げられる。つまり、①経営不振企業において事業再編の必要性が高まっていること、②倒産状態にある企業の再建が従来型の処理システムで対応できなくなっていること、③後継者難のオーナー企業の存在、さらに④ベンチャー型企業の場合、資金は金融機関などから提供されているが経営ノウハウや経営面のインフラ（会計、システムなど）整備に対する支援が十分でないことが多いこと、⑤インターネット関連ビジネスの拡大が続いていること、などの理由から投資対象となる企業が増加したと考えられる。第二に、資金を提供する投資家側の要因も挙げられる。つまり、機関投資家だけでなく個人投資家も、高い運用利回りを求めてリスクマネーを提供する誘因が強まっていることが指摘できる。生損保ではすでに代替投資が進んでおり、ヘッジ・ファンド、フ

アンド・オブ・ファンド、あるいは不動産証券化商品への投資が行なわれ、一部には海外のプライベート・エクイティ・ファンドに対しても数百万円単位から投資可能なものもある。また、プライベート・エクイティ・ファンドでも場合によっては、数百億円規模の投資を始めているところもある。また、リスクマネーの提供という観点でいうと、従来産業構造の転換する局面では、銀行が融資を通じて支援してきたが、BIS規制や銀行自体の体力低下のために、銀行がリスクマネーを提供しにくくなったり、それをプライベート・エクイティ・ファンドが提供することになるという指摘もある。

しかし、プライベート・エクイティ・ファンドが日本で本格的に活動を開拓する上で、まだまだ課題も多いといわれている。その主な課題を挙げると、①投資先に派遣する人材が確保しにくいこと、とくに日本では経営ノウハウを有する人材の流動性は低く、機動的に人材提供ができないこと、あるいは既存の経営者にストックオプションを与えて、それがインセンティブを有効に引き出せるかどうか疑問視する向きもあること、②必ずしも投資案件が多くないこと、すなわち成長性の高い投資対象企業が多くないだけでなく、経営参加や買収をめぐつて既存の経営者の理解が得られにくい場合も多いこと、③会計・監査の信頼性が十分でなく、徹底したデューディリジエンスが行なわれにくいこと、などが挙げられる。

このような障害が指摘される中で、外資系プライベート・エクイティ・ファンドは、国内の証券会社、銀行、商社などと提携する動きを強めている。この理由は、第一に外資系プライベート・エクイティ・ファンドが自らのネットワークだけで経営陣を派遣したり、既存の経営者を管理あるいは支援するのは困難なためである。閉鎖的な体質の強い日本企業に外国人経営者を派遣しても定着しない可能性が高いと考えられる。第二に、案件探しのためのネットワークも十分ではなく、日本でのネットワークを独自に構築するとなるとコストと時間がかかるものと思われる。他方、商社がプライベート・エクイティ・ファンドとの提携に積極的な理由は、商社本体の業務とシナジー効果があることといわれている。例えば、投資先企業の製品輸出先を紹介することで、投資先企業の業績拡大を支援する一方、商社側も貿易の仲介に関わるビジネスを獲得できるというように双方がメリットを享受できる。

3 プライベート・エクイティ・ファンドの投資事例

このようなプライベート・エクイティ・ファンドが実際に日本で具体的にどのような投資を行なっているのか、破綻した電子部品メーカー、富士機工電子に対するアドバンテッジ・パートナーズの投資事例を紹介する。まず、アドバンテッジ・パートナーズは、一九九二年に資本金四、八八七万円で設立され、本社は東京都港区である。同社の事業内容は、①新規事業の設立・運営、②投資ファンドの設立・運営、③経営コンサルティングとなつており、グループ会社として、欧州の付加価値税還付申請手続きサービスを行うメリディアン・VAT・レクレーム・ジャパン、企業向け保険販売代理業務を行うアドバンテッジ・インシュアランス・サービスのほか、一九九七年に設立の投資会社エイ・ピー・エム（以下APM社とする）がある。

今回の事例で投資を行なったのは、このAPM社であるが、同社はアドバンテッジ・パートナーズ六〇%、丸紅四〇%出資による設立である。また、同社には丸紅からの出向社員も派遣されている。同社が投資事業組合を設立し、投資先企業に投資するが、同組合ではAPM社が無限責任組合員として業務執行し、国内機関投資家約一〇社が有限責任組合員として出資することになる。これによつて投資先企業一社あたり数億円から一〇億円程度の投資が可能となる。また、実際の投資に際しては、同組合は投資先企業に対するコンサルティングおよび経営

者派遣をアドバンテッジ・パートナーズに委託しており、アドバンテッジ・パートナーズ側は経営者ブールといわれる人材ネットワークの中から経営者を派遣する。この経営者ブールには現在約10名がリストアップされている。ただし、今回富士機工電子に社長として派遣されたのは、アドバンテッジ・パートナーズのメンバー（中野宏信氏）である。

このような投資の仕組みを同社では、マネジメント・バイ・イン（MBI）とよび、内部の経営者が外部の投資家からの資金によって企業の全部または一部を買取る、従来のマネジメント・バイ・アウトと区別している。MBIでは外部の経営者が外部の投資家からの資金とともに企業経営に参画する点が特徴である。その意味において、同社は、未公開企業を投資対象とするプライベート・エクイティ・ファンドであり、現在の投資先企業は、カラオケレンタルのBMBミニジューク（四億円）、CG制作会社のポリゴンピクチャーズ（四億円）、母乳粉ミルクメーカーの日本ワイス（三・五億円）、そしてここで取り上げる富士機工電子（六・五億円）となっている。ただし、同社にとって破綻企業への投資は、富士機工電子が初のケースである。

富士機工電子への投資は、すべて株式投資であり、旧株式はすべて100%減資によって消却済みであるため新株の第三者割当増資によって行われることになっている。その際、増資目標額は10億円であるが、APMはそのうち六億五、〇〇〇万円を引受け、残り三億五、〇〇〇万円は従業員持ち株会と取引先による引受けを検討している。この従業員持ち株会によつても引受けが検討されているところがユニークな点であるが、購入株数は個々の従業員の希望に応じて決定できるものとしている。ただし、今後場合によつてはさらに外部の投資家に対して募集を行うこともありえるが、その額は従業員持ち株会の比率を超えない範囲とするものとしている。また、前述のように、新株は額面五〇円で、発行価格を100円としている。発行価格をこのように設定した理由は、発行済株式数を低く押さえるためである。つまり、第一に将来会社再建後にIPOを行うことが予定されているが、その際の一株当たり利益を高めること、第二にIPO後の株主構成についても配慮する必要があり、株主の分散化をさけること、といった点が考慮された。

現在の更生計画では一〇年で全額弁済を予定しているが、APM社としては計画の前倒しを企画しており、たとえば現在の更生債務を全額融資によつて一括弁済し、更生計画を前倒しで終了した後、五、六年後を目標に株式公開することも考えられる。

他方、富士機工電子株式会社は、一九五四年錠剤製造機を制作する北城鉄工所として創業されたが、戦後は富士機工塗金株式会社と改称（一九四八年）し、塗金業を中心にして業績を伸ばした。その後、一九六七年には半導体および電子部品の精密塗金に着手、一九七〇年には現社名に改称し、多層基盤の本格生産を開始するとともに半導体関係プリント基板素材の本格生産を開始し、現在同社の事業はプリント回路基板、全自动プリント回路基板および化成品事業である。

本社および管理部は、大阪市阿倍野区阪南町にあるが、営業部、デバイス工場、化成品工場は大阪府堺市石津町にあり、その他にプリント回路基盤工場として大阪府南河内郡美浜町に美浜工場があるほか、東京、仙台、鳥取、福山、台北に営業所を有している。九九年二月時点での従業員数は四七八名であり、主たる取引先としてはアルプス電気、京セラ、シャープ、ソニー、東芝、三洋電機、三菱電機、ローム、大日本印刷、凸版印刷などであり、九七年三月期の売上げは一五四億四、九〇〇万円であった。また、同社製品はカスタマー・メイドであり、製品の品質については業界および取引先から高い評価を得ていたといわれる。

また、同社は完全なオーナー経営であり、社長の北城義弘、その弟、そして娘婿で九〇%以上の株式が保有さ

れ、残りの部分が従業員持ち株会によつて保有され、外部の株主はいなかつた。また、メインバンクはさくら銀行であつた。

同社が破綻に至つた直接の要因は、同社関連会社二社の経営破綻によるものである。同社関連会社は富士プラントおよび富士ミクロであり、前者は鍍金装置等の製造販売を行い、後者はメツキ製ではなく、タブ（TAB）を使つた基板を製造していた。このタブを原材料とする基板は、近年伸びてきており、将来有望視されている分野であるが、過剰投資によつて債務が拡大し、結果的に経営破綻した。したがつて、いわゆる財テクなどでの損失が膨らんだのではなく、関連会社への過大投資が破綻の背景となつてゐる。なお、これらの関連会社と富士機工電子との関係は、資本関係のない人的関連会社であり、同一のオーナー社長であつた。このため、富士機工電子のキャッシュ・フローはこれら関連会社は経営危機に瀕し、そのために富士機工電子も一九九三年度および九四年度と二期連続で赤字を計上したが、その際は半導体市況の回復による富士機工電子の増益で埋め合はれていたといわれている。同社は、一九九八年七月二三日、会社更生法適用申請を行つたが、その間も製品受注は増加しており、実際翌八月と九月の月間売上高は過去最高を記録しており、これら関連会社の破綻に伴う、資金繰り悪化による倒産であつた。

アドバンテッジ・パートナーズによる投資の経緯を見ると、同社が大阪地裁に更生手続き開始申し立てを行つてから一ヶ月半後、八月三一日に開始決定が下され、一月四日にアドバンテッジ・パートナーズ社が事業管財人として選任され、早くも一九九九年四月二三日に更生計画が認可されている。

この会社更生においてもつとも注目されるのは、このアドバンテッジ・パートナーズという投資会社が事業管財人となつたことである。通常、内容のよい企業が何らかの理由で破綻した場合、大手の同業他社が事業管財人となつて破綻企業の事業を継承し、傘下企業に組み込むというパターンが多数見られ、実際裁判所の選定する管財人も有力な承継会社を見つけ出すことに尽力するといわれているが、この事例では一部上場のメーカー、仕入先企業、海外メーカーなど少なくとも五社の有力なスポンサー候補があつたにもかかわらず、それら企業ではなく一見知名度の低い投資会社が事業管財人に選定された。

このアドバンテッジ・パートナーズとそのファンド（APM）については後述するとして、法律管財人によつて同社が事業管財人に選ばれたのは、有力スポンサーの子会社などになるのではなく、自主独立で再建したいとう従業員の強い希望を受けて、法律管財人が、富士機工電子の業績見込み、自主再建の可能性を検討した上で、APM社が資金の出資元として相当であると判断し、裁判所がこれを認可したためである。

この更生計画の概略は、担保付債権約一七億円の全額および一般更生債権約八八億円の四〇%を一〇年間で弁済するというものであり、一般更生債権のカット率は一億円以下五〇%、一億円超については漸次弁済率が引き下げられ最大カット率七〇%となつてゐる。したがつて、弁済率は全債務の五〇%である。一般に、更生計画の策定においては弁済率の決定が最も重要な点であり、また紛糾する点もあるが、この計画案で五〇%に決定された理由は、免除益と資産圧縮損の関係を試算した結果であるとされる。すなわち、会計上債務がカットされた部分は免除益として計上され、通常の法人税率が課される。しかし、破綻企業の場合、資産の圧縮が生じるため資産圧縮損が計上されることになり、免除益と相殺される。したがつて、免除益と相殺される範囲で、かつ将来の収益見通しから判断して弁済が可能な範囲で、債務のカット率が決定された。

また、弁済期間の一〇年については、米国などと比較すると長期であるが、日本では短期間であり、この業界

は競争が激しく売上げの振幅もあるためもつと短縮することも考えてくるとのことであった。

さらに、旧オーナーが保有していた旧株式は通常通り一〇〇%減資された。また、この過程で従業員の流出もなく、ほとんどの従業員は会社にとどまつたといわれる。その理由は、前述のように同社の製品がカスタマー・メイドであるため、取引先からの受注に継続性があり、破綻後も取引先が流出しなかつたことが大きな要因である。実際更生法申請当时も受注増のために仕事量は増加していた。

以上のように、APM社自体はディストレスト企業だけを投資対象とする米国型のバルチャヤー・ファンドというより、未公開会社を対象とするプライベート・エクイティ・ファンドであり、もともとは米国系の経営コンサルティング会社であるが、投資を行う組織としてBain Capitalを運営し、出資と経営参加を行うところに特徴がある。そして、APM社もBain Capital⁽⁵⁾の投資をモデルとして、上記したタイプの投資を日本で行うことを目指して設立された)。したがって、ディストレスに対する投資はあらかじめ計画していたというより、今回偶発的な理由から、富士機工電子と接点ができ、投資する」となったとされる。同社によると、今回のディストレスト企業への投資から明らかになった点は以下である。

第一に、投資の入り口段階での入りやすさという点である。一般に、業績が順調に推移している会社は、未公開会社であっても、外部からの資本の導入や人材の受け入れに消極的である場合が多く、そこにプライベート・エクイティ投資の難しさがあるが、その反面経営難に陥っている企業や更生法の適用会社は、経営に携われる人材や新規の資本を探しており、その点で投資しやすい。⁽⁵⁾

第二に、投資判断を行う場合、破綻理由および財務内容などの企業内容を明らかにする必要があるが、今回管財人が積極的に情報を提供し、たとえば調査報告書も管財人を通じて入手することができたため破綻理由や企業内容も明らかとなつた。そのため投資が行いやすかつた。ただし、法律管財人による情報提供は、正当な目的を有する相手方であることを確認し、厳格な秘密保持契約を締結した上で行われている。

第三に、投資対象として困難な点は、一般に更生計画が長すぎて投資期間に合致しないという点である。これは外部の投資家からの資金を運用する場合、大きな難点といえる(この点について、筆者は米国のバルチャヤー・ファンドのマネージャーに対してインタビュー調査を行つた際、一件の投資期間は長くて五年程度という回答を得たが、日本の投資家も同様であり、一五年、二〇年といった更生計画では投資対象となりにくくと思われる)。

4 小括

以上のようにプライベート・エクイティ・ファンドを考察すると、プライベート・エクイティ・ファンドの展開にもさまざまな課題や障害があり、場合によつては失敗するファンドも出てくるものの、日本で定着していく可能性は高いと考えられる。それらの課題や障害は大きく分けると、ファンド運用遂行に関するものと案件不足に関するものとに分けられるが、前者は日本版ピッグバンによる会計制度の改革や立法的措置によって解決されるものも多いと考えられるだけでなく、雇用形態の変化とともに人材の流動化も進展していくと思われる。また、後者については、成長性の高いベンチャーエンタープライズやIT関連産業が日本でどれだけ出現するのが見できないものの、事業再編や破綻処理に関する案件は今後も増加するものと考えられる。さらに、メインバンク制が弛緩することによつて、従来型の融資を中心としたリスクマネーの提供がさらに低下するとすれば、プライベート・エクイティ・ファンドがそれを補完する可能性もあらうるものと考えられる。

注

(1) ただし、不動産に投資するファンデーションに含める場合があるが、「これについては」とは触れない。

(2) 越純一郎「プライベート・エクイティとは何か」(越純一郎編著『プライベート・エクイティ』、日本経済新聞社、二〇〇〇年、第一章、所収)、三一～三二一ページ、参照。また、このような投資は、企業買収の形態をとることもあるため、バイアウトとよぶこともある。

(3) ただし、経営者を派遣するといった形で積極的に経営に関与する場合もあるが、既存の経営者にストックオプションを提供し、業績を管理することとなる場合もある。「日経公社債情報」、一九九九年一二月六日、四ページ。

(4) 前掲、越純一郎、三四～三五ページ。

(5) 筆者の推測では、入り口段階での投資のしやすさなどという点で、ディストレスト企業の場合、その企業のマーケットを調査すれば、すでに同社がどの程度市場で評価されており、今後の売上などの見通しが判断しやすい。これは、ベンチャー型の未公開企業の場合、新技術開発に重点があり、新技術およびその市場性の評価が難しい場合が多いのに比べると、すでにディストレスト企業は市場の評価にさらされている点で投資判断が下しやすいという点も指摘できると思われる。

(まつお じゅんすけ・兼任研究員)