

証 研

レポート

No.1601

2001年12月

- | | |
|--------------------------------|-----------|
| 最近の個人顧客の動向 | 二上季代司（1） |
| インターネット取引の拡大について | 伊豆 久（9） |
| ユーロCCP
～ D T C の欧州クリアリング機関～ | 吉川 真裕（18） |
| 金庫株解禁の商法改正 | 福本 葵（30） |
| NYSEとナスダックのスプレッドの比較 | 三木 まり（42） |

財団法人 **日本証券経済研究所**

<http://www.jsri.or.jp>

最近の個人顧客の動向

二上季代司

1 はじめに

証券リテール・ビジネスの顧客層である個人投資家の投資行動について、最近いくつかの変化が見られる。その第一は、インターネット経由の株式売買のウェイトが高まり、対面営業から非対面営業へ個人顧客の取引がシフトしていることである。このシフトの原因は手数料率の安さだけにあるのか、それとも別の要因が働いているのだろうか。第二に、相場の低迷にも関わらず、株式投資信託への資金流入が昨年二月以来これまで（一〇月末現）連続してネットでプラスを記録していることである。投資信託については金融ビッグバンが唱えられて以来、家計貯蓄を証券市場へ導く有力な市場型金融商品として期待されてきたにもかかわらず、その家計貯蓄に占める比率が依然として低位にとどまっていた。そのため市場の成長性について悲観的な見方も根強かったのである。

このほかにも細かく見れば、個人向け事業債の発行状況などに過去と比べての変化が見られるのであるが、以下では上記の二点に付いて考えてみよう。

2 ネット取引の伸張

日本証券業協会調べによると、『証券業報』二〇〇一年一〇月号、インターネット経由の株式取引（現金取引

表1 インターネット取引の状況

(単位;百万円)

	インターネット取引		売買代金	現金取引 + 信用取引 売買代金	個人投資家 による売買 代金 (3市場 と店頭市場)	現金取引 + 信用取引 個人投資家による売 買代金 (3市場と店 頭市場)
	現金取引	信用取引				
1999年度 (下期)	3,784,991	748,687	258,417,992	1.8%	67,809,743	6.7%
2000年度 (上期)	5,499,835	1,437,398	192,073,147	3.6%	36,977,224	18.8%
2000年度 (下期)	5,696,071	2,373,809	128,113,107	6.3%	23,763,608	34.0%
2001年度 (上期)	7,193,779	3,978,880	153,186,627	7.3%	26,202,405	42.6%

(注)「売買代金」欄は当該期間における全会員の株券委託取引の売買代金を表す。個人投資家による売買代金は、3市場(東証、大証、名証)分は資本金30億円以上の証券会社、店頭市場分は総合証券の委託注文の合計

(出所)日本証券業協会『証券業報』2001年10月号。

と信用取引)が一段とウェイトを高めているようである。表1によれば、全証券会社の委託注文に占めるネット経由の割合は今年度上期で七・三%に達している。また、ネット取引のすべてを個人投資家からと仮定し、東証、大証、名証の三市場および店頭市場における個人投資家の売買代金に対する比率を計算してみると、今年度上期は四二・六%となり、昨年度下期三四%から大きく上昇していることがわかる。この比率は実態より過大評価されている⁽¹⁾のだが、時系列的にみると比率自体は急速に上昇しており、ネット取引の伸張が続いていることは否定できない。

このうち信用取引の伸張が著しい。ネット取引における信用取引の割合は、一六%(九九年度下期)、二一%(二〇〇〇年度上期)、一九%(同下期)、三六%(二〇〇一年度上期)と上昇しており、この間におけるネット取引の伸張が、主として個人による信用取引がネットを経由して行われるようになったこと、つまり信用顧客の取引がネット業者に流れていることに起因していることがわかる。

このように信用取引顧客はネット業者にシフトしつつあるのだが、これには三つの理由がある。第一に信用取引顧客は短期回転

売買によつて値鞘を掬おうというのであるから、手数料率の高さは決定的な意味を持つている。ネット業者のセールスポイントの一つは手数料の安さにあるが、手数料が低ければそれだけ利食いのチャンスが広がるからである。第二に利食いのチャンスを見逃さず、また損きりのタイミングを見失わないためには随時、相場の状況をウオッチしなければならないが、ネット業者のホームページにアクセスすれば時と場所を選ばず随意に手許で出来値や出来高情報、業者によつては板情報までリアルタイムで見ることが出来る（すぐ後で見えるようにこの点が極めて大きな意味を持つている）。第二にネット業者のコスト構造は対面営業の業者と異なっており、システム関連費用の比重が高くかつそれが固定費化している。このため何より口座の稼働率を高めることが重要であり、多くのネット業者の経営努力が売買回転の速い信用取引顧客へのサービスに傾注する傾向が高まっているのである。⁽²⁾

従来、信用取引顧客は証券会社の店頭によつて相場情報を伝える通報テレビをみるか、または外務員からの電話通報によつてしか相場状況に接することができなかった。外務員にすれば立会時間中、電話で連絡できる顧客数は物理的に限界があり（通常、きめ細かい対応が可能な顧客数は一〇数人程度といわれる）、市場情報の提供先は上得意先に限らざるをえない。ところが、インターネットのもつオープン性、ネットワーク性はこうした物理的制限を打破し、どんな顧客でも自ら相場状況に接し得る条件を作り出した。証券取引所が板情報をつたえるモニターを場電店限りとしてきた制約を撤廃したこと（九七年三月）、さらには会員限りとしてきた板情報の一部（上下三本の気配値と注文サイズ）を一般公開した（二〇〇〇年二月）こと、他方、売買立会場が廃止され全面的にシステム売買に移行したこと（一九九九年）により会員業者には他社の売買口がわかりにくくなったことなどが重なつて、市場情報に関する業者と顧客との格差は縮小してしまつた。このまま放置すると、外務員（これに営業を依存する証券会社）による対面営業の存在意義が低下していく恐れがある。

3 相場低迷にも関わらず資金が流入する株式投信

他方、少子高齢化や年金制度改革、日本的雇用慣行の修正などの構造変化とともに、個人による自律的で戦略的な資産形成へのインセンティブが高まるなかで、値鞘稼ぎの回転売買ではなく中長期の観点から資産形成目的で証券市場に参加する個人顧客も増えてくるはずである。こうした顧客層には、商品特性から見て投資信託は極めて有望な金融商品と考えられてきた。

というのも投信は、投資の分割性（多数の投資家が少額の資金でも参加できる）、分散投資性（多銘柄に分散投資できリスク分散が可能である）、専門家の運用代行、に加えて、市場性・透明性（成果が投資家にパズスルーされ、従って運用パフォーマンスが外部から観察しやすい）という商品特性を備え、大衆貯蓄による参加が可能な市場型金融商品なのである。

この投資信託市場においても、この二年ほどの間に個人マネーにおける投信の位置付けが変化している兆候が見られる。第一に、基準価格の下落にもかかわらず株式投信に資金が継続的に純流入していることである。昨年二月以来、本年一〇月までの二ヶ月間、株式投信は連続して資金流入を記録している。この間、公募株式投信の残高は一五兆四九百億円（昨年一月末）から一三兆九六百億円（今年一〇月末）へ一兆五三百億円の減少をみているが、その内訳は運用損が七兆七三百億円であり、資金純流入額は六兆一九百億円のプラスを記録している。戦後日本の証券市場史において値段の下がる商品に継続的に資金が投ぜられると言うことは久しくなかったことであるが、これが今、株式投信に起きている。

第二の特徴は「銀行窓販」チャンネルの著しい拡大である。投信協会が公表している月次ベースでの数値を使つて販売チャンネル別の資金純流入額を推定してみると、表2のようになる。推計方法としては、この間の月次ベ-

スの株式投信運用評価
 損を月末残高シェアに
 応じて各販売チャネル
 (証券会社経由、銀行
 等経由、直販)に割り
 当て、前月比残高増減
 からこのチャネル別運
 用評価損を差し引いて
 資金純流出入額として
 算出した。これによる
 と、資金流出入額は証
 券会社経由二兆九二百
 億円のプラスに対し、
 銀行窓販はこれを上回
 るプラス三兆一八百億
 円となっている(ちな
 みに直販はプラス一千
 億円弱)。この結果、

表2 販売チャネル別資金純流入額(推計)

(単位;百万円)

	証券会社経由		銀行窓販		直販		合計	
	資金純流 出入	運用損益	資金純流 出入	運用損益	資金純流 出入	運用損益	資金純流 出入	運用損益
2000年1 月	-134,103	-141,706	78,829	-8,876	5,495	-5,653	-49,779	-156,235
2月	989,449	522,840	105,272	34,255	1,320	19,530	1,096,042	576,624
3月	107,489	-635,970	166,956	-48,157	-37,498	-22,071	236,946	-706,197
4月	292,953	-801,424	130,259	-66,337	58,509	-30,340	481,721	-898,101
5月	373,708	-1,105,396	181,101	-102,639	28,822	-42,937	583,630	-1,250,971
6月	209,327	534,504	104,157	52,864	-10,009	20,069	303,475	607,437
7月	74,773	-1,063,620	180,566	-117,800	20,529	-41,226	275,868	-1,222,646
8月	159,765	590,780	135,083	70,490	9,363	23,035	304,210	684,306
9月	101,136	-561,806	263,135	-76,828	2,586	-21,853	366,857	-660,487
10月	59,855	-926,565	41,023	-128,899	25,525	-37,587	126,403	-1,093,051
11月	20,031	-234,944	155,524	-35,446	-16,493	-9,218	159,062	-279,608
12月	-96,986	-519,682	121,413	-83,990	29,638	-21,762	54,065	-625,434
2001年1 月	-120,437	191,529	158,961	33,798	-10,835	7,928	27,689	233,255
2月	21,005	-750,427	129,069	-140,113	14,929	-31,926	165,003	-922,466
3月	-50,088	169,303	210,349	34,864	-33,057	6,745	127,204	210,912
4月	151,008	566,665	57,451	117,964	-22,801	21,185	185,658	705,814
5月	130,825	-362,977	139,538	-78,836	165	-13,432	270,529	-455,246
6月	169,699	-186,887	183,404	-42,825	10,572	6,981	363,676	-236,694
7月	423,028	-790,988	276,502	-192,624	12,930	-29,367	712,460	-1,012,979
8月	-40,569	-789,289	203,206	-206,634	12,775	-30,270	175,412	-1,026,193
9月	-89,145	-723,582	183,222	-203,294	7,799	-28,503	101,876	-955,379
10月	32,227	450,934	55,360	128,761	-10,435	17,240	77,152	596,935
累計21ヶ月 (2000年2 月-2001 年10月)	2,919,053	-6,427,002	3,181,551	-1,051,426	94,334	-251,741	6,194,938	-7,730,169

(出所) 投資信託協会「投資信託」巻末資料より作成

表3 株式投信への資金純流出入額と株価指数との相関係数
(2000年2月～2001年10月、月次ベース)

証券会社経由		銀行窓販		直販	
TOPIX	Nikkei225	TOPIX	Nikkei225	TOPIX	Nikkei225
0.462755	0.42579	(-)0.16798	(-)0.1764	0.169441	0.151671

銀行窓販の株式投信残高シェアは、五・七％（昨年一月末）から二一・六％（今年一〇月末）に上昇している。

第三は、これまでと質的に異なる資金が株式投信に流入している兆候が見られることである。資金純流入額の株価水準に対する相関係数をみると、証券会社経由と銀行窓販とではプラス、マイナス、逆になっているのである。表2で逆算した月次ベース販売チャネル別資金純流出入額と株価指数（月中平均）との相関係数を計算してみると、表3のようになる。

証券会社経由では株価の上昇下降と平行して資金純流入額が増減している。株価指数に対して正の相関関係をみせている。つまり株が上がると流入額が増加、下がると減少（もしくは流出）している。これはどのように理解すればよいだろうか。既存の証券会社顧客層に代表されるようにすでに株や株式投信を保有している投資家は、この間の相場下落で含み損を抱えリスク許容度が低下しているので、その投資行動は株価下落とともに投資意欲は減退していく。

これに対して、銀行窓販顧客の投資行動は違っている。この顧客層は、これまで株式や株式投信に投資してこなかった未経験の層であり、手の届く価格水準にまで落ちてきた株や株式投信への投資意欲を強めている層である、と考えられないだろうか。そうした周辺の新規資金が主として銀行窓販を通じて流入し、このことが銀行窓販では株価が下がると資金流入額が増えるというマイナスの相関係数を現出させていると思われる。銀行が提供している「積み立て投資」はコスト的には販売効率が悪いのだが、相場の如何に関わらず恒常的に資金を流入させる効果、預金者を投資に向かわ

せる効果があることも一因しているだろう。

もつとも、証券会社の場合にも、累計では三兆円もの資金がネットで流入しており、証券界に新規の周辺資金が流入していることも否定できない。一方、銀行窓販の場合には、符号はマイナスであるが、絶対値が小さく説明力は弱い。また、この間、販売が増えているのは、統計的には株式投信ではあるが組入銘柄としてはクーポンの高い外債を組み入れた毎月分配型のファンドであり、その投資行動が必ずしも中長期の資産形成目的とは言いがたい資金であるとも解釈できるのである。しかしこうした事実をなお考慮しても、根雪のように資金層が積みあがっている状況はいまなお継続しており、投信市場の裾野が拡大していることは否定できないだろう。

4 おわりに

以上、個人投資家の最近の投資行動に見られる変化とその背景を簡単に見てきた。株式取引のネット業者へのシフトに関して言えば、手数料率の低さとともに市場情報アクセスの格差縮小が原因の一つであり、それを克服して外務員の対面営業力を強化しようと思えば、これを上回る情報提供力しかない。ネットでとれる情報はもちろん限られているし、基本的にはセルフサービスなのだから、対面営業で情報提供を補強することや、とりわけ顧客資産の内容に即したコンサルタントや投資アイデアの提供によって対面営業力を高める余地は十分あるわけである。

他方、投信市場の裾野拡大は今のところ銀行窓販が先行している。銀行が提供している「積み立て投資」は、時間分散によって買いコストを抑える効果があり、中長期的な投資戦略として極めて有効である。証券界にも「累積投資」という仕組みがあるのだから、これを使わない手はないのではないか。

注

(1) 分子のネット経由取引高は全証券会社によるネット経由委託注文であって、この中には法人による部分も含まれている。他方、分母の個人投資家による売買代金は、資本金三〇億円以上の証券会社による委託注文である。このため、この比率は過大評価されている。

(2) 信用取引を可能とするネット業者が増えており、また受注・執行を処理するアプリケーション・サーバーや、顧客の取引履歴や銘柄情報、株価のリアルタイム一覧等を処理するデータベース・サーバーへのシステム投資に注力する傾向が出ている。信用取引顧客はなにより注文執行スピードと市場情報へのアクセスを重視するからであろう。

(にかみ きよし・主任研究員)

インターネット取引の拡大について

伊豆 久

はじめに

個人の株式取引に占めるインターネット取引のシェアが、五割を超えるようになった（売買代金ベース、〇一年九月）。証券会社の決算を見て、業界全体としては相場の低迷に苦しむなか、インターネット取引に特化した証券会社の健闘が目立つ。

韓国を見ると、ネット取引のウエイトはすでに、個人取引の七割近くに達している。韓国の証券市場では機関投資家のシェアが小さいため、機関投資家を含めた市場全体においてもネット取引の比率が六割を超えている（売買代金ベース、〇一年三月）。

ところが、米国を見てみると、ネット取引のシェアはITバブル崩壊とともにすでに頭打ちとなっており、相場の低迷にもかかわらずネット化がとまらない日本や韓国とは大きく異なる。米国では、ネット取引のある程度を越える部分は、ネットバブルにともなう一時的現象だったということになる。個人投資家のフルサービス証券会社への回帰も伝えられている。

では、韓国と米国という対照的な二国と比較すると、日本におけるネット取引の現状はどう考えればいいのだろうか。以下、拡大続くネット取引について検討する。

表1 インターネット株式取引の推移

(100万円)

	ネット取引口座	ネット取引				
		現金取引	信用取引	ネット合計	委託売買全体に占める割合	個人投資家の売買に占める比率
99年10月	296,941	222,778	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
00年3月	746,456	968,756	196,700	1,165,456	1.9%	9.3%
00年9月	1,325,795	856,438	278,324	1,134,762	3.8%	26.0%
01年3月	1,933,762	1,254,254	570,009	1,824,263	5.8%	40.6%
01年9月	2,481,724	1,006,440	684,323	1,690,763	7.6%	52.2%

(出所) 日本証券業協会、東京証券取引所。

1 ネット取引の現状

日本証券業協会は、半年に一度、ネット取引の状況を発表している(表1)。それによると、ネット取引口座の数は、手数料が自由化された九九年一〇月の二九万余りから、今年九月末には二四八万口座へと急増している。ただし一人の投資家が複数の口座を持っているケースが少なくないと言われ、実際、休眠口座も多いようである。例えば稼動口座の数を公表しているDLJダイレクト証券の場合、同社の〇一年一〇月末の口座数一万余に対して稼動口座は七万弱にすぎない。開設された口座のうち三八%は稼動していないことになる(同社では、過去一年間に預かり資産が存在したか一回以上の取引のあった口座を稼動口座と定義している)。また、ネット証券大手四社(松井、DLJ、イトレード、マネックス)は、ネット取引全体の六一%を占めるが(売買代金、〇一年九月)、口座数の合計は五二万(ネット口座全体の二一%)にすぎない。ネット口座の多くはネット非専業の大手証券で開設されており、その多くが不稼動であると推測される。

売買代金をみると、二〇〇年三月一ヶ月間のネット取引(現金+信用)は一兆一六五五億円で、売買代金全体の一・九%に過ぎなかったが、今年九月の一ヶ月間の取引は一兆六九〇八億円で、シェアは七・六%に達した。これは株券委託売買全体に占める比率であるから、母数には機関投資家による売買なども含まれ

る。では、個人投資家に限るとどうであろうか。三市場（東京・大阪・名古屋）と店頭市場における個人の売買代金の合計を計算し、それを一〇〇としてネット取引の比率をみると、〇〇年三月には九・三%であったが、今年九月には五二・二%と五割を上回っている（表1）。個人投資家による株式売買の半分以上が、インターネットを通じて外務員の関与なしに発注・執行されているのである。

2 信用取引の比率

ネット取引の伸びを現金取引と信用取引に分けて見ると（一ヶ月間の売買代金）、現金取引は、九九年一〇月から半年後の二〇〇〇年三月までに四・三倍となったものの、その後は伸び悩むようになり、前調査月に比べて減少する月も出るようになっていいる。半年前と比べて減少したのは〇〇年九月と〇一年九月であるが、それは、株式市場全体の売買代金も減少した月であるから、ネット取引でも現金取引の部分は市場全体の動きとかなり似た動きをすることが推測できる。

対照的にネットによる信用取引は、これまで一貫して伸びており、統計を取り始めた二〇〇〇年三月の一九七六億円から〇一年九月には六八四三億円と三・五倍になっている。ネット取引に占める信用取引の比率（売買代金ベース）も〇〇年三月には一六・九%であったが、今年九月には四〇・五%に上昇している。

個人取引に占めるネット取引の比率を現金取引と信用取引に分けてみると、どちらも伸び続けているとはいえ、現金取引の伸びは鈍化しかけているのに対して、信用取引の伸びはまだ勢いを失っていない。対面取引からネット取引への移行が、現金取引を行なう投資家に関しては落ち着きかけているものの、信用取引を行なう投資家に関してはまだ激しく続いていることがうかがえる。あるいはネット取引を行なう顧客の中で新たに信用取引を始

める投資家が増えているのかもしれない。

3 韓国におけるネット取引の拡大

韓国証券業協会によると、韓国におけるインターネット取引の口座数は今年九月末で四三七万に達している。ちなみに韓国が現在の日本の口座数である二四〇万台を記録したのは〇〇年二月である。

売買に占める割合を見ると（売買代金ベース、市場全体に占める割合）、九八年は、一月末で一・三%、二月末でも三・七%に過ぎなかったが、インターネットが本格化した九九年末には四〇・二%に急騰、二〇〇〇年末に六一・五%、今年九月末では六九・三%に達している。ちなみにこれに相当する数字は、日本では前述のように七・六%である（今年九月）。

市場別に見ると、韓国証券取引所（KSE）が六三・〇%、韓国店頭市場（KOSDAQ）が八〇・〇%である。この違いは、個人投資家のシェアの高さをそのまま反映したものである。KSEでの売買に占める個人投資家の比率は今年三月の数字で七一・二%、KOSDAQでは九六・七%に達する。

韓国においてネット取引が市場の中心となった背景について、韓国証券業協会は次のように分析している（The Korea Securities Dealers Association, *Annual Securities Market in Korea*, 2001）。第一にインターネットの普及が急速に進んだことである。周知のように、韓国のIT化は、九七年のアジア危機以降、日本のそれをはるかに上回るスピードで進められた。その効果が証券取引にも現れているのである。第二に、経済自体が、アジア危機によって激しく落ち込んだものの九九年にはV字型の回復が生じ、それが、インターネットと重なって株価の急騰をもたらしたことである。第三に、韓国の証券市場ではすでに述べたように、そもそも個人投資家の比率が高い

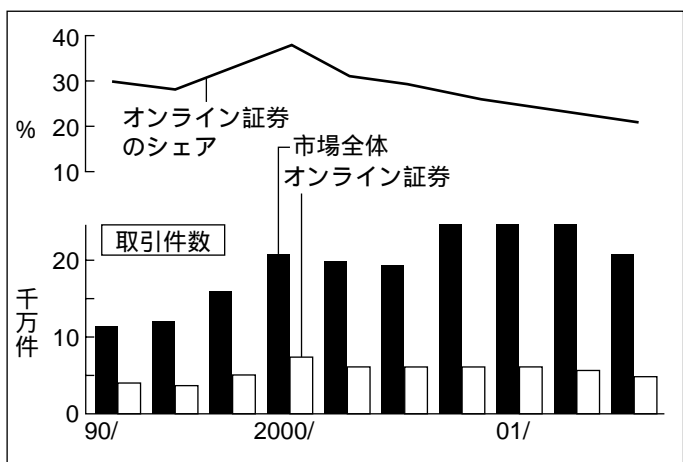
ことが上げられる。そのため、ネット取引の広がりや市場全体のネット化を進めることになったのである。第四にフルサービスの証券会社がこぞってネット取引に参入し、マーケティング・手数料の引き下げで激しい競争を展開したことである。

4 米国における対面取引への回帰

他方、米国を見ると、状況は日本とも韓国とも大きく異なる。

図1は、米国株式市場でのネット取引のシェアの推移を示したものであるが、ネット取引はすでにピークを付けたように思われる。ナスダックが最高値をつけた二〇〇一年三月期に三八％に達したが、ITバブルの崩壊にともないシェアは低下、今年七月九月期では一八％にまで下がっている。この統計は、NYSEとナスダックのすべての取引を母数（したがって機関投資家による売買を含む）にしているが、売買代金ではなく取引件数でのシェアを見たものであり、先に見た日本や韓国のシェアとは算出方法が異なる。したがって、単純に比較することはできないが、株価の下落とともにネット取引のシェアが低下するという、日本や韓国には見ら

図1 米国におけるネット取引の推移



(注) ソロモン・スミスバーニー調べ。市場全体はニューヨーク証券取引所とナスダックの合計。
 (出所) 『日本経済新聞』2001年11月8日付。

れない現象が生じていることは間違いないであろう。米国では、ネット取引をやめた、そして対面取引に回帰した（あるいは短期の回転売買をやめた）投資家が増えているのだと思われる。対面取引への回帰について見てみよう。

ネット取引が拡大していた頃から、これはネットバブルの一齣であって株価が調整局面に入れば投資家はアドバイスを求めて外務員のもとに戻ってくるはずだ、というのは、一部で根強く指摘（あるいは外務員によって「期待」）されていたことであつた。市場全体が上昇局面にある時に儲けるのは比較的簡単であり、業者からのアドバイスは不要だと考える人が増えるのも不思議ではない。しかし相場が低迷し始めれば、投資家は一時の自信を失い専門家のアドバイスを求めるようになるだろう。少なくとも、対面取引からネット取引へ移る投資家よりも、ネットから対面へ移る投資家のほうが多くなるはずだ、という予測であり、それがかなりの程度当たつたということになる。

こつた現状について、米国の証券外務員自身による報告を聞いてみよう（Rosalyn Reikwa, "Reforming Do-it-yourselfers", *Registered Representative*, Feb. 2001）。ITバブルの崩壊が明らかとなつた昨年四月頃から、フルサービス証券会社外務員への電話が増え始め、ネット専門の証券会社から口座を移す投資家が目立つようになったという。多くの投資家は、フルサービス証券に戻つた理由として、相場の悪化によってアドバイスの必要性を感じたということの他に、ネット専門の証券会社との取引におけるサービスの物足りなさ、個人的サポートの不足をあげている。ちょっとした質問で電話した場合も、長時間待たされたり、十分な回答を得られなかったり、といったことに不満を感じていた投資家が少なくない。インターネットやネット取引の仕組みについてわからないところがあつたり、投資アドバイスというほどではないものの注文を出す前にちょっと外務員と話してみたい、

と思う投資家も多い。外務員との取引に戻ってきた理由としては、相場の悪化よりもこちらのほうが大きいかもしれないと、前述の記事は指摘している。

冷静になって考えてみれば「自分が求めているのはよりよい人生・生活であって、相場のことについて何も気をとられているのがわずらわしくなってきた」という投資家、あるいは、ブームとなったネット取引をやってみて、これも悪くないと思ったものの、「でも、一日中パソコンの画面を睨んでいるより他にやるべきことがあると気づいて」以前に取引していた外務員のところに戻ってきた投資家は、そもそもネット取引に向いていなかったということかもしれない。しかしながら、こうした投資家が米国では「普通の」個人投資家なのであろう。

また、記事は続けて、ネット取引から戻ってきた投資家の口座には共通の特徴があるという。ポートフォリオに占めるハイテク株の比率が非常に高いのである。それは当然といえば当然で、投資家は債券や投資信託を買うためにネット取引を始めるわけではない。しかし、ハイテクなど特定のセクターの株をしかも高回転で売買することに適した人はそう多くない。モダンポートフォリオ理論やファイナンシャル・プランニングを少し知れば、ブームになっていくセクターへの過度の集中がいかにも危険かはずぐにわかることである。しかしそれも個人では必ずしも簡単なことではない。あるいは、個人の投資家が一人で行うにはやや難しいコールオプションを売ったり、プットオプションを買ったりといったリスクヘッジ戦略も、外務員ならアドバイスすることができる。外務員はそうした投資家教育の役割も担っているのである。

外務員による対面サービスに馴れ親しんできた米国の多くの投資家にとって、材料は豊富に提供されるものすべてを自分でやらなければならないネット取引は、一時的にはともかく、相場が不安定になればなおさら、なじめないものだったのかもしれない。言い換えれば、外務員によるサービスは、割高な手数料を払うに値するも

のとして認知されているのである。

おわりに

では、日本におけるネット取引はこれからどうなっていくのだろうか。

ネット取引で最大のシェアを占める松井証券については、すでに多くが語られているが、日本の証券市場の特徴を考える上でも興味深いのは、同社のネット取引拡大が、手数料の自由化以前から始まっていることである。同社の月間売買額は、九九年一月に二六億円から同年九月には三八七億円へと一五倍になっている。これは、手数料が自由化されていないにもかかわらず、ネット取引へ移行する投資家が一定数存在したことを示している。確かに、松井証券では、当時すでに、保護預り料の無料化（九六年四月）、店頭銘柄の手数料半額化（九七年二月）などが行なわれていたが、そのことが、売買急増の主な原因だったとは考えにくい。それよりも、対面営業ではないという点、外務員からのアドバイスや推奨がないという点こそが大きな魅力として投資家にアピールしたのではないかと思われる。

これは米国には見られない事態である。米国では、対面取引には高い手数料が、ネット取引には格安の手数料が適用され、それは対面取引における外務員からのアドバイスに投資家が付加価値を認めているからにほかならない。しかしながら、九九年の松井証券で見られた同一手数料の下でのネットの急拡大は、日本における対面取引（外務員営業）にマイナスの価値しか認めない投資家が存在したことを意味する。

そうした状況の上にさらに、ネット証券各社の競争もあいまって手数料が大幅に引き下げられ、提供情報の拡充等ネット取引の使い勝手がますます向上すれば、投資家が次々とネット取引へと移っていくのはむしろ当然で

ある。

また、マネックス証券を除くネット証券各社が注力する信用取引も、証券市場の役割が高度成長期のような産業界へのマクロ的な資金供給 から 生き残り企業のミクロ的な選別 へと変化しつつある現状を考えれば、投機的であるとの批判だけでは捉えきれない経済的意味を持ち始めているとも言えるであろう。

しかしながら、韓国に見られるように、市場全体の六割をネット取引が占めるような事態が健全であるとは思えない。企業の選別はそのファンダメンタルズに沿って行なわれねばならず、またそこへの投資家の関与（リスクテーク）は自身の財務的屬性に沿っていなければならない。ここでは、アナリストによる分析や、投資家のフライング・スタート・プランニングを踏まえた上でのブローカーによるリサーチ・レポートの咀嚼・伝達が重要な役割を果たすべきである。そうした機能は完全にはネット化できないのであり、専門的な仲介業者の役割は、証券市場の基本的な機能を維持向上させるためにも不可欠なものではないかと思われる。ネット取引への過度の移行は、個人投資家の層の薄さと仲介業者への信認の低さの裏返しにほかならないのである。

（いず ひさし・主任研究員）

ユーロCCP

↳ DTCの欧州クリアリング機関

吉川 真裕

二〇〇一年三月二七日に発表されたナスダックによるイースダックの買収計画ではイースダックをナスダック・ヨーロッパとして再編し、二〇〇一年五月か六月にETSと名付けられたナスダックと同様な取引システムが導入され、二〇〇一年第4四半期にはマーケットメーカーの気配値に匿名の注文板が組み合わされるとともに、セントラル・カウンターパーティを含めた受け渡し・決済システムとシームレスに統合されることになると発表されていた。そして、ナスダック・ヨーロッパの受け渡し・決済はアメリカの中央証券預託機関(CSD)であるDTCのシステムに基づいて新たなセントラル・カウンターパーティを設立し、このセントラル・カウンターパーティを介して既存のCSDや国際証券預託機関(ICSD)を利用することとされていた。¹⁾この計画に基づいてDTCはロンドンにヨーロッパ・セントラル・カウンターパーティ(ユーロCCP)と名付けた子会社を設立し、一二月三日からナスダック・ヨーロッパでのクリアリング業務を開始した。

本稿では、新たなセントラル・カウンターパーティの設立経緯とDTCのグローバル戦略を振り返った後、ユーロCCPについて簡単に紹介し、これがヨーロッパ株式市場統合にもたらすインパクトを考察する。

1 単一セントラル・カウンターパーティ

ヨーロッパでは経済通貨統合（EMU）の実施が現実のものとなるにつれ、単一通貨の導入が金融市場に及ぼす影響が注目を浴びることになった。一九九八年七月にはロンドン証券取引所とドイツ取引所がいち早く共通株式取引プラットフォームとヨーロッパ統合株価指数の開発を目指して戦略的提携を打ち出したが、一九九九年春には両取引所間の主導権争いから株式市場統合への期待は後退していた。一九九九年五月にはICSDであるユーロクリアが新たな決済機関統合モデルを打ち出し、もう一つのICSDであるセデルの買収提案を発表したが、セデルはドイツのCSDDであるドイツ取引所クリアリング（DBC）との合併（新会社はクリアストリーム）という形で答え、ユーロクリアは一九九九年一月にフランスのCSDDであるSICOVAMとクリアリング機関であるクリアネットとの戦略的提携計画という形で対抗した。二〇〇〇年三月にはパリ取引所、アムステルダム取引所、ブリュッセル取引所の合併計画（新会社はユーロネクスト）が報じられ、これを受けてSICOVAMがユーロクリアの子会社になる計画が発表され、クリアネットとロンドン・クリアリング・ハウス（LCH）とのクリアリング機関の合併交渉も伝えられた。そして、二〇〇〇年五月にはロンドン証券取引所とドイツ取引所の合併計画（新会社はIX）が発表されたが、九月には白紙撤回されている。

ヨーロッパにはロンドン証券取引所、ドイツ取引所、パリ取引所という三大取引所とユーロクリアとセデルという二大ICSDが存在していたが、この結果、ドイツ取引所/クリアストリーム連合、ユーロネクスト/ユーロクリア連合、ロンドン証券取引所という構図ができ上がった。他方、国益やプライドにかかわる取引所の統合は一筋縄ではいかないのでCSDDとICSDの統合を求める声が大手金融機関の間で強まり、ヨーロッパ証券フォーラム（ESF）という団体がロンドンに設立され、その会長にはイングランド銀行出身でイギリスのCSDD

であるクレストの設立に尽力したペン・ケント氏が就任している。ESFは当初ユーロクリアとセデル、後にユーロクリアとクリアストリームの合併を強く働きかけていたが、話はうまくまとまらず、取引所と同様にCSDやICS Dの合併にも時間がかかりそうなことから、クリアリング機関を統合するという方向に目標を転換した。証券取引にセントラル・カウンターパーティ(CCP)を導入していないヨーロッパではクリアリング機関はデリバティブ取引を主な業務としてきており、ロンドン国際金融先物・オプション取引所(LIFFE)のCCPであるLCH、フランクフルトのユーレックスのCCPであるユーレックス・クリアリング、パリのフランス国際金融先物取引所(MATIF)とパリ流通オプション市場(MONEP)のCCPであるクリアネットが三大クリアリング機関であり、これらの機関に対してESFは統合・合併への圧力を強めた。そして、これらの統合を促すために二〇〇一年二月に『ユーロCCPと単一汎ヨーロッパへのESFの青写真』と題する報告書を発表し、単一CCPのもたらすメリットと二〇〇一年中の導入計画を明らかにしていた。⁽²⁾しかし、二〇〇一年一月には三大クリアリング機関がいずれもこの提案に否定的な見解を示し、セトルメント機関の統合に続いてクリアリング機関の統合も挫折してしまっただかに見えた。

ところが、二〇〇一年三月にイースダックの買収とナスダック・ヨーロッパとしての再編を発表したナスダックは、ESFの青写真を受けてセトルメント機関は既存のCSDやICS Dを利用するが、クリアリング機関は新たに設立することを明らかにした。そして、そのクリアリング機関は対立するヨーロッパの三大クリアリング機関ではなく、アメリカのCSDであり、クリアリング機関でもあるDTCC(Depository Trust & Clearing Corporation)であることを発表し、ESFの単一汎ヨーロッパを引き継ぐ形で新たなヨーロッパ株式市場統合モデルを導入することになった。

2 D T C C のグローバル戦略

D T C C は一九九九年にアメリカの C S D である D T C (Depository Trust Corporation) と クリアリング機関である N S C C (National Securities Clearing Corporation) が合併して誕生した持ち株会社であり、それぞれの業務は子会社である D T C と N S C C が引き続きおこなっている。かつてはアメリカでも個々の取引所や市場が証券預託機関やクリアリング機関を傘下におさめていたが、一九六〇年代のペーパー・クライシスを踏まえて統合され、一九七三年に D T C が、一九七六年に N S C C が設立された。³⁾

もともとは D T C も N S C C も証券取引委員会 (S E C) の主導によって設立された非営利機関であり、分裂していた証券預託機関やクリアリング機関を統合することで費用の節約を実現したとはいえ、競争相手がなくなったことからお役所的な体質にあったと言える。ところが、両機関が合併した際に会長兼最高経営責任者として就任したジル・コンサイディン (Jill Considine) 女史は折からの取引所の株式会社化やグローバル化の潮流に乗って D T C C の体質改善に取り組み、外国への業務拡大を打ち出した。D T C C 自体は非営利機関であり、営利企業化の計画はない。コンサイディン会長のグローバル戦略の背景には、国内の独占体質を克服し、外国の機関と競争することで組織の活性化をはかるとともに、D T C C のシステムを外国に提供し、クロス・ボーダー取引をより容易にするということがある。後者はいわゆるアメリカン・スタンダードのグローバル・スタンダード化である。しかし、クロス・ボーダー取引の大半を担っているユーロクリアやクリアストリームを巻き込んだセトルメント機関やクリアリング機関の統合がヨーロッパで生じれば、これがグローバル・スタンダードになりかねないという心配があることも事実であろう。ヨーロッパ諸国は域内のクロス・ボーダー取引を統一規格でおこなえるだけでなく、ユーロクリアやクリアストリームを通じて域外とのクロス・ボーダー取引をも同一システム

でおこなえ、アメリカはその蚊帳の外になりにかねないというわけである。

そこで、DTCCは二〇〇〇年一〇月に『セントラル・カウンターパーティーズ〜発展・協調・統合』と題する白書を発行し、二〇〇一年一月にグローバルなクリアリング・システムの構築へ向けての国際会議をおこなうことを提唱した。⁽⁴⁾この会議は一月三一日から二月二日までロンドンでおこなわれ、LCH、クリアネット、ユーレックス・クリアリングというヨーロッパの三大クリアリング機関が共同主催者であったことから、ESFのヨーロッパ単一セントラル・カウンターパーティー構想に無関係であったとは考えられない。ただし、DTCCの白書は単一グローバル・セントラル・カウンターパーティーには触れておらず、会議の主題も既存クリアリング機関のリンケージやクロス・コラテラル、クロス・マージンといった地味な（現実的な）ものであったようである。⁽⁵⁾

このほかにもDTCCはユーロクリアとクリアストリームとともにユーロ建てコマースヤル・ペーパーの発行とセトルメントに関するメッセージ・ハブの開発に取り組んでおり、二〇〇一年五月にはカナダのトムソン・コーポレーションと設立したOMGEOを通じて機関投資家に対するSTP（Straight Through Processing）事業にも乗り出している。STP事業はこれまでGSTPA（Global Straight Through Processing Association）が推進し、ユーリッヒのAXION4GSTPが中心となって進められてきたが、ここにもDTCCは参入しているわけである。⁽⁶⁾また、六月二〇日には大阪証券取引所とナスダックとの間でナスダックのグローバル戦略に関する覚書に調印し、九月一〇日にはシティバンクの香港子会社との間で香港取引所の上場銘柄のドル建て取引をDTCCのシティバンク口座で同時決済（DVP）することを明らかにしている。⁽⁷⁾すでに大阪証券取引所の運営するナスダック・ジャパンにおける外国株式の決済はシティバンクがおこなうことになっているから、おそらく香港取引所と同じような形でDTCCのシティバンク口座が決済に用いられるのではないかと考えられる。

3 ユーロCCP

三月二七日に発表されたナスダックによるイースダックの買収計画ではイースダックをナスダック・ヨーロッパとして再編し、まず第一段階として二〇〇二年五月か六月にETS (European Trading System) と名付けられたナスダックと同様な取引システムが導入され、二〇〇一年第4四半期にはマーケットメーカーの気配値に匿名の注文板が組み合わされ、セントラル・カウンターパーティを含めた受け渡し・決済システムとシームレスに統合されると発表されていた。そして、ナスダック・ヨーロッパの受け渡し・決済はアメリカのCSDであり、クリアリング機関でもあるDTCCのシステムに基づいて新たなセントラル・カウンターパーティを設立し、このセントラル・カウンターパーティを介して既存のCSDやICSDを利用すると説明されていた。

六月八日に導入された新取引システムはナスダックの取引システムとほぼ同じものであり、マーケットメーカーの気配での自動執行やブローカー間での電子媒体を使った交渉を可能としたが、受け渡し・決済はイースダックでの取引と同様に投資家はブローカーにノミニー口座を開設する必要があった。

九月一四日にはDTCCによってロンドンで設立されたヨーロッパ・セントラル・カウンターパーティ・リミテッド (ユーロCCP) が金融サービス機構 (FSA) からイギリスの公認クリアリング機関として認可された。⁽⁸⁾ この会社名はESFの報告書の名前と同一であり、単一クリアリング機関を通じて既存のCSDやICSDを利用するという点ではESFの目指していた単一ユーロCCPモデルとほぼ同じ仕組みである。

一〇月三日にはユーロCCPの最高経営責任者にDTCCのインターナショナル・サービス部門の執行役員ジエフリー・スミス (Jeffrey H. Smith) 氏 (兼任)、最高業務責任者に同じくインターナショナル・サービス部門のヴァイス・プレジデントであるベルナルド・ティル (Bernard M. Till) 氏が就任することが発表された。⁽⁹⁾

一二月三日からユーロCCPはクリアリング業務を開始したが、ナスダック・ヨーロッパが二〇〇一年第4
半期に予定していた新たな取引システムは導入されておらず、ユーロCCPの利用は強制されてはいない。⁽¹⁰⁾

ユーロCCPの特徴としては次の六つが上げられている。⁽¹¹⁾

ナスダック・ヨーロッパでの取引情報がユーロCCPに到着した時点でユーロCCPが買い手に対する売り手、
売り手に対する買い手となり、カウンターパーティ・リスクを取り除く。

ユーロCCPのセトルメント・ネットティング・ファシリティを利用すれば当日の売り・買いの差のみをセトル
メントすることができ、セトルメント費用を削減できる(ネットティングを利用しないこともできる)。

対象証券の取引の多い母国のCSDやECS Dでもセトルメントをおこなうことができ、フェイルを含めた費
用を削減することができる(デフォルト設定ではヨーロッパ証券はユーロクリア、アメリカ証券はDTCCであ
るが、フランス証券はユーロクリア・フランス、ドイツ証券はクリアストリーム・バンキング・フランクフル
ト、イタリア証券はモンテ・テイトーリを選択することもできる)。

GCP (General Clearing Participant) ICP (Individual Clearing Participant) NCM (Non Clearing
Member)を区別して参加資格を高める一方、バリュー・アット・リスクに基づくボラティリティ・モデルを
含めた洗練されたリスク管理プロセスを用い、イントラダー・サーベイランスによってイントラダー担保請求
もおこなわれる。

SWIFTコミュニケーションズやIBMのMOシリーズ、インターネットなど、世界的に認められたコミュニ
ケーションやメッセージ手段を用いることができる。

ユーロCCPはDTCCの技術を生かして初日から一日五〇〇万件の取引を処理する能力を要する。

4 ユーロCCPとヨーロッパ株式市場統合

一九九八年のロンドン証券取引所とドイツ取引所の戦略的提携発表以来、ヨーロッパにおける取引所間の統合への取り組みがさまざまな形でおこなわれてきているが、ロンドン証券取引所、ドイツ取引所、パリ取引所（現ユーロネクスト・パリ）という三大取引所を核とした対抗関係は続いており、国益やプライドも絡んで単一取引所がヨーロッパ主要株式の中心市場となる見通しは全く立たない。他方、クロスボーダー取引における実質的なコストの最大部分を占める受け渡し・決済部門でもユーロクリアとセデル（現クリアストリーム・バンキング・ルクセンブルグ）の主導権争いがあり、ドイツ取引所クリアリング（現クリアストリーム・バンキング・フランスフルト）はドイツ取引所に、SICOVAM（現ユーロクリア・フランス）はパリ取引所にもともと属していたことから取引所間の対抗関係を引き継いでいる。こうした事態のもとでは取引所やセトルメント機関の統合は暗礁に乗り上げており、クリアリング機関を統合することによって、取引所やセトルメント機関が分裂していてもクロスボーダー取引のコストを大幅に削減するというESFの単一ユーロCCP計画はよくできたアイデアであったと言える。しかし、ドイツのクリアリング機関であるユーレックス・クリアリングはドイツ取引所グループに、フランスのクリアリング機関であるクリアネットはパリ取引所グループに属していることから、またしても取引所間の対抗関係を引き継ぐことになり、単一ユーロCCP計画も実現には至らなかつた。単一ユーロCCP計画を提案したESFのケント会長自身がヨーロッパ三大クリアリング機関の賛同が得られない以上、賛同が得られる形での代替案へとESFも方針転換することを二〇〇一年二月にはすでに表明していた。⁽¹²⁾

そこへ二〇〇一年三月にナスダックによるイースダックの買収が浮上し、ナスダックはイースダックをナスダック・ヨーロッパとして再編し、ナスダックと同種の取引システムを導入することに加えて、ESFが提案して

いたような形で新たなセントラル・カウンターパーティの導入を打ち出した。しかもESFが譲歩したヨーロッパ三大クリアリング機関ではなく、世界最大のCSDであり、クリアリング機関でもあるDTCCを取り込み、ヨーロッパ三大クリアリング機関との妥協というESFとは異なる立場を鮮明にした。

DTCCは独自のグローバル戦略の中でヨーロッパのクリアリング機関の統合がDTCCをはずしてグローバル・スタンダードになることを恐れ、二〇〇一年一月には世界の主要クリアリング機関を集めた国際会議を開催してヨーロッパのクリアリング機関の統合を牽制し、国際的な協調体制という枠組みで自らの影響力を強めようとしていた。おそらくユーロCCCPのロンドンでの設立、ナスダック・ヨーロッパでのクリアリング業務の開始はDTCCのヨーロッパ進出の第一歩であり、ナスダック・ヨーロッパでの取引が活発ではないことから当初から大成功になるとは考えていないであろう。むしろ、実際にヨーロッパでのクリアリング業務に参入することによってヨーロッパでのクリアリング機関やセトルメント機関の統合に利害関係者として参加し、影響力を発揮することによって、DTCCが蚊帳の外におかれることを回避するという意味合いが強いと考えられる。

他方、ESFが単一ユーロCCCPという当初の構想に固執しているとすれば、DTCCによるユーロCCCPの設立や既存セトルメント機関を利用した決済というナスダック・ヨーロッパの仕組みを高く評価するはずであると考えられるが、全くそのような気配を見せていない。逆に、規制や法律、三大クリアリング機関の対立といったことからESFが代替案へと方針を転換しているのに、あえて乱立するクリアリング機関をまた一つ作り出したという点ではDTCCによるユーロCCCPの設立を否定的にとらえているようである。国籍を越えて利用者の立場から利便性を追求するというESFの設立主旨からすれば、ヨーロッパの市場統合の主導権をアメリカには取られまいという意識が働いているようにも見えて奇妙であるが、ヨーロッパ三大クリアリング機関の関与なく

してクリアリング機関の統合はあり得ないという現実的な判断が働いているのかもしれない。DTCCがユーロCCPを通じて加わることでクリアリング機関統合の交渉相手が三つから四つに増えたという考え方もできようが、ユーロCCPを触媒として三大クリアリング機関に統合を迫るといふ方策もありうるのではないだろうか。

ESFが打ち出した単一ユーロCCP構想は取引所の統合やセトルメント機関の統合に比べれば比較的容易であり、より現実的でもあると考えられるが、それでも当事者間の合意を得られず、DTCCのナスダック・ヨーロッパを通じて参入という事態を招いた。二〇〇一年一月三日にはEU委員会(ジヨバンニー・グループ)からも『EUにおけるクロスボーダー・クリアリングとセトルメント体制』と題する報告書が出されており、将来的にはEUからの政治的な介入も排除できない様相を呈してきている⁽¹³⁾。官僚組織の関与は非効率な組織を作り出すという否定的な見方が市場参加者の大勢を占めるが、民間レベルでの市場統合が全く進展しないとすればやむを得ないこともかもしれない。取引所の統合やセトルメント機関の統合に比べれば容易であるはずのクリアリング機関の統合は当面のヨーロッパ株式市場統合の焦点になるに違いないだろう。

注

- (1) ナスダックによるイースタック買収計画と取引・決済システムについては、拙稿「ナスダックの新たな戦略」EIF FEとの提携とイースタックの買収」(本誌一五九四号、二〇〇一年四月)、「ナスダック・ヨーロッパとバーテックス」ヨーロッパでの新たな試み」(本誌一五九七号、二〇〇一年七月)を参照。

- (2) European Securities Forum, *EuroCCP: ESF's Blueprint for a Single Pan-European Central Counterparty*, 6 December 2000 (<http://www.eurosf.com/publications/~Blueprint.pdf>)

- (3) なお、DTCUNSWCが対象とする証券は株式・社債・AOR（外国株式預託証券）であり、政府債には連邦準備銀行バンク・エンターリー・システムズ（Government Securities Clearing Cooperation）、モーゲーシ・バンク証券クリアー（Participants Trust Company）、MBS（Mortgaged Backed Securities Clearing Corporation）などの証券預託機関とクリアリング機関があり、トリパティのクリアリング機関とオプション（Option Clearing Corporation）、CME（Chicago Mercantile Exchange Clearing Corporation）、BOT（Board of Trade Clearing Corporation）などがある。
- (4) DTCC, *Central Counterparties: Development, cooperation and consolidation*, October 2000 (<http://www.dtcc.com/whitepapers/ccp.html>), DTCC, "DTCC Calls for Global Clearing Solution: Conference Planned in Europe," *Press Release*, 30 October 2000 (<http://www.dtcc.com/press/releases/ccp.html>)
- (5) DTCC, "World's Securities Industry Infrastructure Leaders Agree to Global Concept on Central Counterparty Services. CCP Conference Concludes with Framework for Ongoing Dialogue," *Press Release*, 2 February 2001 (<http://www.dtcc.com/press/releases/ccpconference.html>), PROMETHEE, *Year 001: the Central Counterparties Dialogue*, April 2001 (<http://www.dtcc.com/ccp/ccp.pdf>). なお、JGの会議の共同主催者であったOCCのクリアリング機関と三つのクリアリング機関を加えて、COPRIという新たな組織が七月三〇日に誕生している。初代会長（任期一年）にはクリマネットのルノー最高経営責任者が就任し、六カ月ごとに会議を開いてクリアリング機関の協力体制の確立が目標とされている。DTCC, "World's Major Securities Clearing Houses Creates Association to Respond to Marketplace Needs for Seamless Clearing," *Press Release*, 30 July 2001 (<http://www.dtcc.com/press/releases/seamlessclearing.html>)

- (9) Jacqueline S. Gold, "DTCC goes global," *Institutional Investor*, September 2001
- (10) DTCC, "Osaka Securities Exchange, Nasdaq and DTCC Sign Memorandum of Understanding for Clearance and Settlement to Support Nasdaq's Global Strategy," *Press Release*, 25 June 2001, (<http://www.dtcc.com/press/releases/mou.html>), "DTCC Creates Seamless Settlement Solution for Foreign Ordinary Share Trading - Agreement With Citibank Supports Hong Kong Equities," *Press Release*, 10 September 2001 (<http://www.dtcc.com/press/releases/fos.html>)
- (11) EuroCCP, "EuroCCP receives FSA recognition to clear Nasdaq Europe trades," *Press Release*, 21 September 2001 (<http://www.dtcc.com/press/releases/euroccp.html>)
- (12) EuroCCP, "EuroCCP Names Chief Officers," *Press Release*, 3 October 2001 (http://www.dtcc.com/press/releases/euroccp_officers.html)
- (13) EuroCCP, "Major Step Forward for Growth of Pan-European Market as EuroCCP Provides Clearing and Settlement Solution for Nasdaq Europe," *Press Release*, 3 December 2001 (<http://www.euroccp.com/releases/cssolution.htm>)
- (14) EuroCCP, *European Central Counterparty Limited - A Solution to Lower Cross-Border Clearing and Settlement Costs*, 2001
- (15) Pen Kent, "Central Counterparties and Settlement Risk Reduction," *Press Articles*, 20 February 2001 (<http://www.eurosf.com/ESF%20articles/20%20feb%20article.htm>)
- (16) The Giovanni Group, *Cross-Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union*, November 2001 (http://europa.eu.int/comm/economy_finance/publications/giovannini/clearing1101_en.pdf)

金庫株解禁の商法改正

福本 葵

1 はじめに

二〇〇一年五月一八日、「商法等の一部を改正する等の法律案」が第一五一回通常国会に提出された。法案は、六月二日に可決、成立し、同月二九日に公布、一〇月一日に施行されている。商法改正には、株式制度に関して主に三つの注目材料がある。その一つが自己株式取得および保有の自由化、いわゆる金庫株解禁であり、二つ目は株式の単位の見直しである。そして、三つ目の注目材料が法定準備金制度の規制緩和である。二つ目の株式の単位の見直しには、会社設立時の株式発行額面規定の削除、株式分割時の純資産額等に関する規制の撤廃⁽¹⁾、面株式の廃止、端株の処理方法の改正、単元株制度の設立が含まれている。本稿では、三つの注目材料のうち、第一の改正、金庫株制度について概観したい。⁽²⁾

2 金庫株とは何か

改正商法のどの条文をとっても、「金庫株」という概念は定義されていない。金庫株という用語は米国の“treasury stock”に由来するものであり、一般的に、「目的・使徒の制限なく取得でき、長期間保有できる自己株式」を意味すると考えられる。このたびの商法改正以前、会社は原則として自己株式を取得することが認められていなかった。例外的に自己株式取得が認められる場合があったが、これは消却目的やストック・オプションに

使用する目的による取得等に限られていた。また、これらの取得目的であっても、自己株式を取得できる期間や数量に制限があった。それが、このたびの商法改正で自己株式取得は、原則容認、例外的に禁止と大きく変化した。自己株式の取得目的に制限がなくなり、また取得した自己株式を期間・数量の制限なく保有することを認めた。これがいわゆる金庫株の解禁である。

3 旧商法の自己株式取得規制

(1) 旧商法における自己株式取得

改正商法以前の商法では、自己株式取得は原則禁止されており、取得が認められるのは例外的な場合のみであった。取得が認められる例外的な場合とは、株式消却、合併または他の会社の営業全部の譲受、会社の権利の実行および株式買取請求権に備える目的の取得、端株の買増および売却の仲介のための取得、ストック・オプション等であった。また、保有期間や取得可能な総数にも限定があった。

(2) 自己株式取得規制の理由

旧商法が自己株式取得を原則として禁止していた理由には主に以下の四つがあげられている。第一に、自己株式取得は会社資本の払い戻しとなるためである。資本を財源として自己株式を有償で取得することは、実質的には、会社債権者に先立って株主に出资を払い戻すことと同視できるため、会社債権者を害するおそれがある。第二に、自己株式取得には、会社経営者による株価操縦の危険性がある。会社の内情に通じた会社経営者が、株価が下落した際に自己株式を買い占めて価格を高騰させたり、未発表の経営情報をもとに株式の売買を行うインサ

イダー取引が行われるおそれがある。第三に、自己株式取得によって、出資によらない会社支配の機会が与えられる可能性がある。つまり、自己株式の取得により議決権を有する株式の総数を減少させ、一部の者の支配力を相対的に強めたり、保有する自己株式を特定の者に譲渡することにより、その者の支配力を強める等、会社支配の公正を害すおそれがある。最後に、特定の株主に対し会社から高い対価が支払われる弊害が起こる危険性があるためである。つまり、会社が恣意的に一部の株主から買い受けると、株主間に不平等を生じさせ、また、保有する自己株式を特定の者に時価より低い価格で売り渡すことにより株主間に不平等を生じさせるおそれがある。しかし、これらに関しては、自己株式取得を禁止するという方法を取らなくても、例えば、自己株式取得の方法を他の株主に不利益を生じさせない方法にしたり、インサイダーや相場操縦が行われないように証券取引法の改正するといった方法でも対処しうるとの批判が寄せられていた。

4 自己株式取得のメリット

(1) 金庫株解禁のメリット

金庫株の解禁を求める要請は主に経済界から発せられた。一般に金庫株を解禁する主たる理由は以下のものである。第一に、持合の解消によって放出された株式の受け皿として、金庫株を利用する。会社は自己株式を購入することにによって、持ち合い解消によって放出された自己株式を購入し、株価の下落に歯止めをかける。金庫株をいわゆる株価対策に用いることができるものである。第二に、合併・株式交換・会社分割など事業の再編の際、新株発行の代わりに金庫株を充てることができる、とするものである。第三に、敵対的企業買収の防御策や対抗策となるというものである。持ち合いの解消によって大量に放出された株式は敵対的買収に用いられる

おそれがある。そこで、放出された株式を、金庫株を用いて吸収することによって、敵対的買収を防ごうとするものである。第四に、自社株年金基金（ESOP = Employee Stock Ownership Plan）への拠出がある。

（２）新株発行や株式消却との違いは何か

金庫株の解禁を求める理由は以上のようなものがあるが、これらは他の方法によっても達成されるのではないだろうか。なぜ自己株式取得でなければならないのか。例えば敵対的買収に対する防御策として、新株を発行することによって同じ効果が得られるのではないかという疑問が生じる。しかし、新株発行よりも自己株式取得が望まれるには、まず、自己株式取得が新株発行よりも機動的であるということがあげられる。新株を発行するためには、払込期日の二週間前に、新株の種類、数、発行価額、払込期日、募集の方法を公告し、あるいは株主に通知する必要がある。⁽³⁾ また、新株発行は配当負担を増大させ、既存の株主の持株比率を低下させ、株式価値を下げる。

また、金庫株を保有することは実質的な減資である。同じ減資の手段である株式消却には、株式の失効手続きが必要となる。これに比して、金庫株はその必要がなく、機動的である。さらに、株式消却と金庫株とは、授権枠に違いが生じる。授権枠とは、定款で定めた会社が発行できる株式の総数のことで、その枠内であれば、株主総会の決議によらず、取締役会の決定だけで新株発行できる。株式消却を行うと、同時に授権枠も減少してしまうので、再度株式を発行するときに株主総会の決議が必要となる場合がある。しかし、金庫株の取得は授権枠を維持したままであるので、取締役会の決議だけで保有する金庫株を処分することができる。

5 改正商法

(1) 改正商法（金庫株解禁関連）の概要

一〇月一日施行の改正商法では、これまでであった規制のうち、取得目的、数量、株式取得期間の規制が撤廃された。改正商法二一〇条以下では、取得の手續、取得方法、取得財源、消却および売却の方法が規定されている。

自己株式の取得

商法二一〇条以下の規制対象となる行為は、自己株式の買受である。買受とは、会社が自己株式を具体的に取得する場合、すなわち有償で自己株式を市場においてまたは相対で取得する場合をいう。従って、買受にあたらぬ自己株式取得は以下の手續き、具体的には、定時総会の決議なく取得できる。これらには、無償消却や営業譲渡、合併など旧商法でも認められていた自己株式取得が含まれる。

i 取得の手續および取得方法

自己株式を買い受けるには、定時総会による授權決議が必要となる。決議の内容は次の定時総会の終結のときまでに買い受けることのできる株式の種類、総数および取得価格の総額である。定時総会の決議を必要とする理由は、自己株式取得が利益処分と類似の性格を持つからである。自己株式取得は、規制の理由で述べたように会社資本の払い戻しであり、取得財源も配当可能利益とされていることから利益処分類似の性格を有する。利益処分の決議は定時総会において授權されるものであり、自己株式取得もこれと整合性を保つために定時総会にお

いて授権決議されるものと考えられる。また、買い受ける方法によって、決議にも要件に違いを設けている。市場取引または公開買受による場合は普通決議で足りるが、特定の者から買い受ける相対取引の場合は特別決議を必要とする。

ii 取得の財源（取得価格の総額）

自己株式取得の財源は配当可能利益の範囲内でなければならない（商法二一〇条三項）。これは資本の充実、維持の原則の要請から規定されたものである。更に、定時総会において自己株式の買受が定められていても、期末に配当可能利益が生じなくなるおそれがあるときには、自己株式の買受は禁止される。そして、自己株式の買受を行ったものの、その営業年度の終わりに配当可能利益が生じなかった場合、取締役は会社に連帯して損害を賠償しなければならないとしている。

自己株式の取得財源の規制緩和は、冒頭に述べた商法改正の三つ目の注目材料にあたる法定準備金制度の規制緩和と密接に結びついている。法定準備金は、資本準備金と利益準備金からなる。改正以前は、会社は資本準備金とは関係なく、資本の四分の一に達するまで、利益の一定の割合を利益準備金として積み立てなければならなかった。⁽⁴⁾ 改正法は、利益準備金は、資本準備金と合わせて資本の四分の一まで積み立てれば足りることとした（商法二八八条ほか）。また、改正前においても消却法特例法において、資本準備金を原資とする自己消却は認められていた。今回の改正によって、さらに利益準備金についても、法定限度を超える部分については、法定準備金の減少手続きを取った後、自己株式取得の原資とすることが可能となった（商法二一〇条三項、四項ほか）。

自己株式の消却

これまでの消却方法には定時総会の決議によって行うものと、消却特例法により定款に消却に関する事項を定めておいて取締役会の決議によって行う方法があった。改正商法においては保有する自己株式は取締役会の決議により消却できることとした（商法二二二条⁽⁵⁾）。

自己株式の保有および処分

これまでは会社が自己株式を取得しても、失効手続きを行つか、相当の時期に処分することが定められていた。改正商法では、旧商法にあった自己株式の処分義務を撤廃し、保有には制限を設けていない。会社は、取得した自己株式を数量、期間等の制限なく保有でき、保有する自己株式を取締役会の決議によって、随時、売却処分したり、消却したりすることが可能となった。これによって、会社は合併等の際に、新株の代わりに使用することができるようになった。自己株式を処分する際には、新株発行の規定を準用することとなった。新株発行には既存株主や会社債権者を保護する目的で、適正な売却価格の決定や売却手続きの透明性の確保を図る規定等が定められている。⁽⁶⁾ 自己株式を随時売却できることは、新株発行と類似の効果をもたらすので、これら新株発行の規定を準用することとなった。

(2) 金庫株解禁に伴う関連法令の改正

このたびの商法改正に伴って、証券取引法における相場操縦、ディスクロージャー、インサイダー取引に関する規定が改正された。

まず、相場操縦規制には、新たに証取法一六二条の二が設けられた。これは、相場を操縦する行為を防止するため、取引の公正の確保のため必要かつ適当であると認める事項を内閣府令で定めることができるものである。そこで、発行会社が証券市場における自己株式の買付けの委託等を行う場合に満たさなければならない条件を定めた「上場等株式の発行者である会社が行う上場等株券の売買等に関する内閣府令」を定め、商法施行と同時に施行することとした。金庫株の解禁を求めていた経団連は金庫株の解禁に際し、セーフ・ハーバー・ルールを設ける必要性があると提言していた。内閣府令はいわゆるセーフ・ハーバー・ルールとはなっていないが、⁽⁷⁾ 個々の項目はアメリカのセーフ・ハーバー・ルールであるSEC規則10b-18と類似のものとなっている。

次に、インサイダー取引を定めた証取法一六六条を改正した。これまでの証券取引法においても、会社関係者が自己株式を売買する場合には「重要事実」の公表後でなければならぬとされていた。今回の改正でこの「重要事項」に、自己株式の取得、処分に関する決定が含まれた。

ディスクロージャーに関しては、証取法二四条の六が改正された。つまり、これまで三ヶ月ごとであった自己株券買付状況報告書の提出が自己株式取得の定時総会の決議後から次期定時総会まで一ヶ月ごとに提出することと厳格化された。

(3) 自己株式取得の弊害に対する対応

このたび改正は、先に述べた自己株式取得の弊害に対して、どのように対応しているであろうか。まず、自己株式の取得規制の理由には、自己株式取得が出資金の払い戻しになって、会社債権者の利益を害するといったものがあった。これに対して、改正商法は自己株式取得の財源を配当可能限度等の範囲内に限定した。また、決算期

に配当可能限度額が残らないおそれがあるときは取得を禁止している。更に、期中に自己株式買受を行い、期末に資本の欠損が生じた場合、自己株式買受を行った取締役は、会社に対して連帯して、その欠損額について会社に対して賠償の責任を負うこととされている。第二のインサイダー取引が行われるおそれがあるという批判に対しては、証券取引法を改正している。第三の出資によらない会社支配の機会を与えることになるといふ批判に対しては、新株発行の規定を準用することによって、既存株主や会社債権者を保護することとしている。最後に、自己株式取得は株主平等原則に反するという批判があった。これに対しては、自己株式買受の方法を原則市場における取引または公開買付によるものとしている。相対取引による場合は、株主総会の特別決議によるものとしている。更に、他の株主にも売却の機会を与えるものとしている。

6 自己株式取得の経済的影響

日本においては一〇月に開始されたばかりの金庫株の解禁であるが、アメリカにおいては従来自己株式の取得が行われている。アメリカの自己株式取得は自己株式を取得した企業および市場全体にどのような経済的影響を与えているであろうか。

アメリカの企業が自己株式取得を行う主たる理由は、第一に、企業が余剰資金を有しており、その適切な投資機会が見当たらない場合、自己株式取得によって株主へ資金を返却するというものである。同じ目的を配当によっても達成することができるが、配当よりも自己株式の取得が選好されるのは、税制上、配当よりも自己株式取得の方が有利であるからだといわれている。配当よりも自己株式取得が選好されるもう一つの理由は、配当が継続的なものであるという見方が強いのに比して、自己株式取得はそのような期待がなされず、機動的であるから

だとされている。日本において、自己株式取得が企業の余剰資金の株主への還元のために行われるという論調はアメリカほど強くない。アメリカにおいて余剰資金の株主還元が重要視されるのは、巨額の内部留保を包含する会社、ROEの低い会社はM&Aの標的となり易いためである。

第二に、アメリカの企業が自己株式取得を行うケースとしてあげられるのは、当該企業の株価が割安となっていると考えられる場合、その株価を適正なものに回復させるために自己株式取得を行うというものである。⁽⁸⁾アメリカにおいても日本においても、自己株式取得が、その後の当該会社の株価にどのような影響をもたらすかという実証研究が数多くなされている。これらの研究の多くは少なくとも一時的であれ、自己株式取得は株価を引き上げたことを示すものである。アメリカでは、ブラックマンデー直後に積極的に自己株式が取得され、これが株価の下落を食い止めたといわれている。また、九月に発生した同時多発テロの直後も株価下落を食い止めるための自己株式取得計画が相次いで発表されている。自己株式取得が株価の下落を食い止める理由として、一般に言われているものがシグナリング効果である。シグナリング効果とは、経営者が自己株式を購入するのは、その時点における株価が安いと判断したからであり、自己株式購入は経営者から発する株価に関するシグナルの発信であるというものである。

7 おわりに

二〇〇一年一〇月一日施行の商法改正の目玉は、金庫株解禁であるといわれている。施行以来、エステー化学やサンリオなど多くの企業が金庫株の取得を発表し、そうした企業の株価が上昇しているようである。敵対的M&Aの防御策や株式持ち合い解消への株価対策等、金庫株の解禁を求める際、取り上げられたメリットが全て

実際に発揮できるかは、今のところ定かではない。本来のあるべき第一の株価対策は企業の収益力の上昇である。自己株式取得はその意味では抜本的な対策ではない。しかし、上場企業の三分の一は無借金会社か実質的には無借金会社であるといわれている。自己株式の取得は余剰資金の還元であり、企業のROEの向上に役立つ。自己株式の取得が、必ずしも、株主にとって常にプラスの材料であるとはいいきれないが、自社株式取得の緩和によって、企業の財務戦略上の選択肢が拡大し、機動的で柔軟な対応が可能となったことは企業にとって評価すべき事実であると考えられる。

注

- (1) 拙稿「株式分割の制限（商法二二八条）の新解釈」『証研レポート』No. 一五八五、四四～五五頁。
- (2) 三つ目の改正点である法定準備金制度の規制緩和については金庫株との関連において考察する。
- (3) 改正商法では新株発行手続きも簡素化された。
- (4) 株式会社・有限会社において、毎決算期に利益処分として支出する金額の一〇分の一以上および株式会社において中間配当をすることにその配当額の一〇分の一を利益配当金として積み立てなければならなかった（旧商法二八八条ほか）。
- (5) 今回の改正に伴い、消却特例法は廃止された。
- (6) 新株発行には、適正な売却価格の決定（二八〇条の二等）、売却代金の払い込みの確保（一七七条二項、二八〇条の七）、売却手続きの透明性の確保（二八〇条の三の二）のための規定が定められている。
- (7) セーフ・ハーバー・ルール（Safe Harbor Rule）とは、当該規定の下で行動する限りは違法とはならない範囲を明確化

したルールである。アメリカでは、自己株式の取得にあたり、相場操縦に該当しないためのセーフ・ハーバー・ルールがSEC規則10b-18に規定されている。

- (8) これに対し、モジリアーニ¹¹ミラー理論は、一定の仮定の下では、配当も自己株式購入も企業の価値に影響を及ぼさず、株価にも影響しないとす。

【参考文献】

伊豆久「自社株買いについて」証研レポート一五九七号二頁～一九頁。

江頭憲治郎「法定準備金制度の規制緩和」ジュリスト二〇六号一七頁～二二頁。

野村修也「金庫株の解禁」ジュリスト二〇六号一〇一頁～一〇七頁。

(ふくもと あおい・研究員)

NYSEとナスダックのスプレッドの比較

三木 まり

1 はじめに

これまでの多くの先行研究によって、主にナスダックの執行コスト（スプレッド）がNYSEの執行コストよりも大きいことが実証されてきた。SECの二〇〇一年一月における調査においてもナスダックのスプレッドがNYSEよりも大きいことが実証されている。しかし、ナスダックにおけるセント表示制導入を受けての本年六月一二日のナスダックによるプレス・カンファレンスにおいて、ナスダックのスプレッドがNYSEよりも小さいことや両市場のスプレッドが低下傾向にあることが報告された。この発表の意味するものは、NYSEよりもナスダックにおいて、注文を執行するコストが安いというものである。これに対して、NYSE側は七月二六日に、ナスダック側の発表はビット・アスク・スプレッドの計測方法に問題があり、依然としてNYSEのスプレッドがナスダックのスプレッドよりも小さいという報告書を発表している。これら一連の動きは、米国における市場間競争の激しい一端を垣間見るようである。

ここでは、先行研究を軸としながら、両市場におけるスプレッドのトレンドと両市場の発表内容について分析と検討を試みることにしたい。

2 NYSEとナスダックの市場構造

まず、スプレッドを比較する前に両市場の取引システムの違いを確認することにしたい。取引システムは主にオークション市場とディーラー市場の二つの形態に分類される。前者の形態をとるのがNYSEであり、後者の形態をとるのがナスダックである。

エージェンシー・オークション市場であるNYSEは、注文に対して指値注文を付け合わせることで取引コストを低下させることができるといわれる。投資家の指値注文が付け合わされてはじめて売買価格と数量が決定されるため、取引を主導するのは投資家の注文自体であり、このため取引執行形態として、注文駆動（オーダードリブン）方式と呼ばれる。通常、NYSEでは取引の継続性と流動性の維持のため、スペシャリストと呼ばれるディーラーの自己資金での参加が含まれている。

オークション市場のNYSEのメリットとしては、取引所に全ての需要と供給が集められ、付け合わせがなされるため公正な価格形成に優れていること、取引の透明性が高い点が挙げられる。その一方で、オークション市場では市場の需給が偏るとき、売り注文と買い注文が合致せず、約定できないことがあり得るというデメリットがある。

一方、ディーラー市場であるナスダックについては、マーケット・メーカーと呼ばれるディーラーが競争することによって、取引の少ない銘柄の流動性を高めているといわれる。すなわち、ナスダック市場ではマーケット・メーカーと呼ばれる複数の登録市場ディーラーが買い呼値（ビッド）と売り呼値（アスク）を提示し、その気配値でブローカーや機関投資家の注文にいつでも応じ、流動性を提供する。このため、気配駆動（クオートドリブン）方式と呼ばれる。また、ディーラー市場は参入、退出が比較的容易である。

こうしたマーケット・メーカー制のメリットとしては、ブローカー経由の注文は顧客にとって即時に売買でき、迅速性に富むという点である。一方、デメリットとしては、もともと流動性に欠ける小型株についてスプレッドの幅を大きくして損失をカバーしようとする傾向があるため、投資家にとって取引コストが大きくなるといった点が挙げられる。

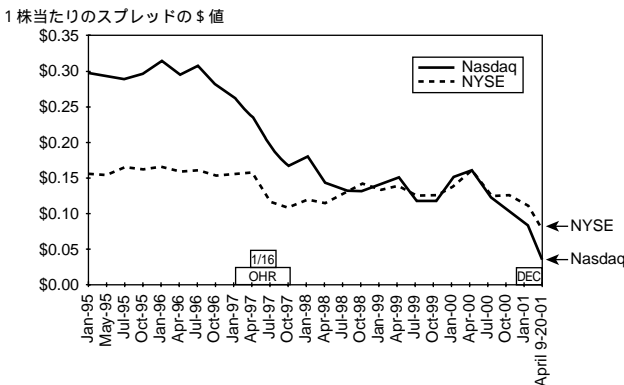
以上のような、両取引所の市場構造を踏まえた上で、ナスダックによって発表された気配スプレッドの近年の低下傾向について先行研究を軸に分析を行いたい。

3 取引コスト低下の一連の流れについて

ナスダック発表資料によると、図1のように、近年、両市場において気配スプレッドは低下傾向にあることが確認される。学術的先行研究との整合性の観点から、この時系列的データについて分析していくことにしたい。

まず、NYSEとナスダックの直接的な執行コストの比較の研究としては、Huang and Stoll（一九九六）が挙げられる。彼らの研究では一九九一年度のデータにおいて時価総額の大きい企業をマッチさせた結果、ナスダックがNYSEを気配スプレッド、実効スプレッドともに約二倍以上の差で上回っていることが実証されている。⁽¹⁾ この傾向は、図1より一九九六年まで続いたことが推測される。

図1 NYSEとナスダックの気配スプレッド比較



(出所) ナスダック発表資料

また、Bessembinder and Kaufman (一九九七)では一九九四年のデータを用いた結果、小企業の取引、小口取引においてNYSEがナスダックに対して取引コストが小さいという結果がでて⁽²⁾いる。さらに、Christie and Huang (一九九四)、Barclay (一九九七)、Bessembinder (一九九八)によつて、ナスダックからNYSEへ上場した企業の取引コストが実質的に低下したことが実証されている。

このように、NYSEよりナスダックにおいて取引コストがより高いという調査に対して、過去において主に以下の三つの指摘がなされてきた。第一に、ナスダックの上場株は平均して収益のボラティリティーがNYSEの上場株よりも大きい、言い換えれば投資家のベースがNYSEに比べて小さいので、トレーダーから回収されなければならないマーケット・メイキング・コストがより大きく課されるという。第二に、ナスダックのクォードリブン・ディーラー市場構造は、本質的にオーダードリブンのNYSEの市場構造と比較して流動性を供給する点で非効率である。第三に、Christie and Schultz (一九九四)が主張したように、ビッド・アスク・スプレッドの競争を維持する過程でマーケット・メーカー間における暗黙の共謀を促進するようなナスダック市場構造の特徴を取引コストが反映しているというものである。

しかし、Christie and Schultz (一九九四)の研究結果及びそれに基づく市場改革によつて、両市場間の取引コストの相違に対する説明を区別することが可能になったといえるだろう。市場改革としては、まず、SECによるオーダー・ハンドリング・ルールの導入が挙げられる。

これは、顧客の指値注文がマーケット・メーカーの提示する価格を改善するとき、ナスダックの気配として公衆に提示することを明記した。このルールの変更により、指値注文トレーダーはナスダックのマーケット・メーカーと公正に競争することが可能となった。また、新ルールではインスティネットのような私設取引システムに

マーケット・メーカーによって入力された注文がナスダックの気配として公衆に提示されることが要求された。その結果、オーダー・ハンドリング・ルールの導入はナスダックのスプレッドに大きな影響を与えたという。オーダー・ハンドリング・ルールの導入前後に行われた比較調査ではナスダックの市場全体のスプレッドは平均三〇%程度縮小した。⁽³⁾

しかし、ナスダックの取引コストは新ルール採用以前より、規制や法的圧力によって低下し始めたという実証分析がある。これは図1において一九九六年七月よりナスダックの気配スプレッドが低下傾向にあることと整合的である。

また、一連の改革としてティック・サイズの縮小（一ノハドルから一ノ一六ドルへ）が一九九七年六月に実施された。ティック・サイズの縮小はビッド・アスク・スプレッドを縮小させると予測されていたが、これはNYSE、ナスダック両市場において実証された。

一連の改革を受けて、一九九七年七月から一二月にかけて時価総額でマッチさせたNYSEとナスダックの五三九銘柄についての実証分析では、一九九〇年代初期と比較して両市場における気配スプレッドの相違は縮小しているものの、依然としてNYSEの取引コストがナスダックの取引コストよりも小さいという結果が出ている。⁽⁴⁾これは図1に対して整合的である。

だが、一九九八年から二〇〇〇年にかけては、ナスダックとNYSEの取引コストの比較研究には空白があり、ナスダック発表資料との比較分析は可能でない。二〇〇一年一月にSECによって行われた両市場の取引コストの比較調査では、主に小口投資家の注文執行状況において、統計的に有意にナスダックのスプレッドがNYSEより大きいことが実証されている。⁽⁵⁾この結果は、図1のナスダックの発表資料と異なるものである。

そこで、ナスダックにおけるセント表示制導入直後の両市場のスプレッド比較について、次節において検討することにしたい。

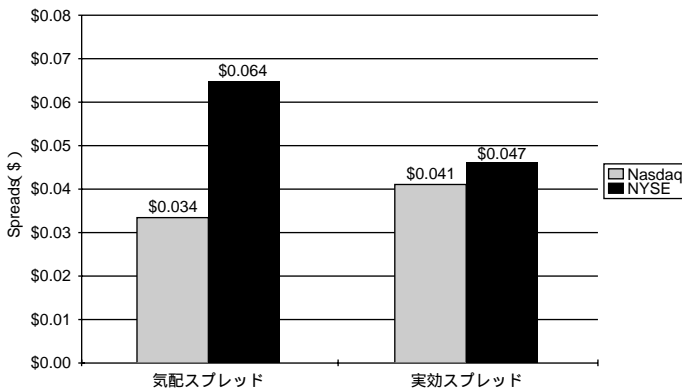
4 NYSEとナスダックのセント表示制導入後のスプレッド比較

NYSEは、二〇〇〇年八月二八日より本年一月二九日まで四段階に分けて全ての上場銘柄のセント表示制への切り替えを完了した。

一方、ナスダックは、本年三月二二日から四月九日にかけて、三段階に分けて株式のセント表示制へ移行した。その結果、ナスダックはSECへの最終報告書において気配、実効スプレッドともに約五〇%低下したことを明らかにしている。⁽⁶⁾ 実際のプレス・カンファレンスにおいて発表した資料の一部が図1及び図2である。ナスダックはセント表示制への移行によって、気配スプレッド及び実効スプレッドにおいてナスダックがNYSEよりも小さくなったことを強調している。さらに、一月にSECが報告した手法をもとに算出した結果、気配スプレッド及び実効スプレッドにおいてNYSEよりナスダックが小さいことを報告している。⁽⁷⁾

これに対して、ナスダックの発表に反論する形式で、七月二六日にNYSE側からナスダックと同じ期間の取引データを用いた報告書が

図2 セント表示後のスプレッドのドル比較



(出所) ナスダック発表資料

表1 セント表示制導入後の気配スプレッド比較

	NYSE		Nasdaq	
	\$ スプレッド	% スプレッド	\$ スプレッド	% スプレッド
単純平均	\$0.9541	2.00%	\$0.2797	2.51%
売買高加重平均	\$0.0720	0.21%	\$0.0362	0.17%

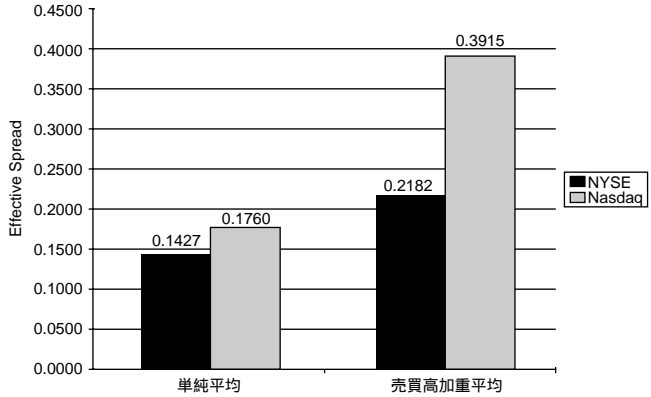
(出所) NYSE Research

出されている⁽⁸⁾。まず、表1の気配スプレッドから見ることにしたい。売買高(株数)加重平均のドル・スプレッドを見る限り、ナスダックの発表数字に非常に近いことが確認される。しかし、スプレッドをパーセント表示に切り替えると単純平均において結果が反転し、ナスダックがNYSEより気配スプレッドが大きいことが確認される。

そこでまず始めに、ナスダックが用いた売買高加重平均の利用について検討する。この手法では取引の多い銘柄の影響が強くなる点に注意が必要である。したがって、これらの銘柄のスプレッドが非常に小さいナスダックにとつて、売買高加重平均は有利な統計手法であるといえるだろう。また、売買高加重平均を用いると統計的検定が難しくなる。統計的検定のない平均値の比較は学術的には評価されないため、ナスダックの主張は学術的観点からは無効という見方もある。

次に、スプレッドをパーセントに直す意義については、ドル表示では銘柄の価格によってスプレッドの測定値が左右されるのに対し、パーセント表示ではその点が解消されるため比較しやすいという利便性がある。ただし、パーセント表示では小額の銘柄の比率にバイアスがかかる問題点もある。したがって、気配スプレッドの両測定値を見た場合、ドル・ベースではナスダックがNYSEより確かに気配スプレッドは小さいが、パーセント表示では単純平均においてその結果は反転するということが言える。この結果が示すものは、セント表示制導入によるスプレッドの減少はNYSEが約三〇%低下であったのに対してナスダックでは半減しており、気配スプレッドの両市場における差は非常に近くなっているということである。

図3 実効スプレッドのパーセンテージ比較



(出所) NYSE Research

ディーラー市場が本質的にエージェンシー・オークション市場より非効率であることを反映しているのかもしれないし、プレファランシングなどの取引慣行がその理由になっているのかもしれない。

ある。

他方、より現実の取引価格を反映した実効スプレッドについて、図2及び図3を見ると、ナスダックに有利なドル・ベースからパーセント表示に切り替えると単純平均、売買高加重平均ともにNYSEが依然として取引コストが低いことが確認される。この結果が示すものは、マーケット・メーカーによる気配競争はセント表示制により有効に機能し始めたことがいえるが、より現実の取引段階ではプレファランシングなどの取引慣行などが価格形成において影響を及ぼしていることが懸念される。学術研究においても、これらスプレッドの違いについて、第一の要因である株価の変動、収益のボラティリティー、時価総額、取引活動などの要因によって影響されるのかどうか分析されているが、これらの要因では説明がなされないという結果がでている。

したがって、一連の改革を受けてもなお現実レベルの取引コストにおいてナスダックがやや上回っている点について、第二の要因である

5 おわりに

一九九四年のナスダックにおけるマーケット・メーカー談合疑惑の後、ナスダックの取引コストが不当に高いという議論が活発に行われ、学術的調査とともに様々な規制や市場の改革が進められてきた。そして、本年四月にナスダックがセント表示化へ切り替わった結果、取引コスト（気配スプレッド、実効スプレッド）がNYSEよりも小さくなったというナスダック側からの発表が行われた。

確かに、一九九六年以降、学術的研究との整合性においてもある程度ナスダックの取引コストの低下は評価され、かつセント表示制の影響はNYSEよりナスダックにおいて甚大だったといえる。さらに、このことは、一連の規制や市場改革がナスダックのマーケット・メーカー間における暗黙の共謀を促進するような市場構造を改善したことを反映しているといえるかもしれない。

しかし、現実の取引レベルにおいて依然としてNYSEがナスダックよりも取引コストが小さいということがより公平な取引コストの測定結果からは伺われる。学術的研究においても一九九〇年代末から実証研究に空白があり、その要因については明白な回答は出ていない。しかし、今後、両市場の取引コストの違いは市場の構造的な問題か、或いはナスダックにおいて特有の取引慣行によるものか、議論の対象となるであろう。その際には、低価格銘柄においてナスダックがある程度スプレッドの幅を大きく取らざるを得ない構造上の問題も考慮に入れるべき要因である。

注

- (一) Huang, R.D. and H.R. Stoll (1996), "Dealer versus auction markets: A paired comparison of execution costs on NASDAQ and the NYSE," *Journal of Financial Economics*, vol.41, pp.313-357.

- (2) Bessembinder, H. and H.M.Kaufman (1997), "A Comparison of Trade Execution Costs for NYSE and NASDAQ-listed Stocks," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol.32, pp287-310.
- (3) オーダー・ハンドリング・ルールとその導入によるナスダックのスプレットの減少についての詳細は、清水葉子「市場間競争とマイナー市場における顧客指値保護」『証券経済研究』第三二号二〇〇一年五月を参照。なお、オーダー・ハンドリング・ルールは一九九七年一月二〇日に導入されており、九月一五日までに二九〇〇銘柄に対して段階的に導入された。
- (4) Bessembinder, H. (1999), "Trade Execution Costs on NASDAQ and the NYSE: A Post-Reform Comparison," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol.34, pp.387-407.
- (5) Office of Economic Analysis United States Securities and Exchange Commission, "Report on the Comparison of Order Executions Across Equity Market Structures," January 8, 2001.
- (6) Nasdaq Economic Research, "The Impact of Decimalization on the Nasdaq Stock Market Final Report to the SEC," June 11, 2001. 拙稿「ナスダックにおける株価セント表示導入の影響」『証研レポート』第一五九号、二〇〇一年一〇月を参照。
- (7) 気配スプレットにおいて、ナスダック〇・〇三四ドル、NYSE〇・〇六八ドル、実効スプレッドにおいて、ナスダック〇・〇四二ドル、NYSE〇・〇四九ドルとナスダック側は発表している。
- (8) NYSE Research, "Comparing Bid-Ask Spreads on the New York Stock Exchange and Nasdaq Immediately Following Nasdaq Decimalization," July 26, 2001.

(みき まり・研究員)

証研レポート既刊目録

1587 (2000.10)	執筆者	1594 (2001.5)	執筆者
会社型投資信託について	二上	構造改革と投資銀行業務	二上
ニューヨーク証券取引所と外国株式	伊豆	米国新興企業とストック・オプション	伊豆
英独証券取引所の合併計画撤回	吉川	ロンドン証券取引所の巻き返し策	吉川
- O MグループによるL S E 買収提案 -		- 海外キャンペーンとT S E 2001 -	
企業調査から見た中国のコーポレート・ガバナンス(2) 王		動き出した国債のR T G S (1)	福本
- 経営者の資質と昇進経路を中心に -		- 制度の概要 -	
P T S 業務の定義をめぐる日米比較	清水		
バルチャー・ファンドと企業再建	松尾		
1588 (2000.11)		1595 (2001.6)	
証券取引所の組織構造	二上	個人金融資産の動向について	二上
N E W E X	吉川	インスティテットのI P O	吉川
- 独逸証券取引所による共同東欧証券取引所 -		- E C N初の株式会社公開 -	
企業調査から見た中国のコーポレート・ガバナンス(3) 王		上海証券取引所のコーポレート・ガバナンス調査(2) 王	
- 企業内党組織の役割と兼任状況を中心に -		- 監事会、経営陣および意思決定の在り方を中心に -	
選択的情報開示に対するS E Cの規制について	清水	動き出した国債のR T G S (2)	福本
有価証券の不発行化	福本	- 現状と問題点 -	
- フランスのS I C O V A Mの制度 -			
1589 (2000.12)		1596 (2001.7)	
株価変動率の上昇について	伊豆	個別株先物取引と信用取引	二上
J I W A Y	吉川	M & A 会計とI T パブル	伊豆
- O MとM S D Wによるクロスボーダー小口E C N -		ナスダック・ヨーロッパとvirt-x	吉川
企業調査から見た中国のコーポレート・ガバナンス(4) 王		- ヨーロッパでの新たな試み -	
- 企業の意思決定の在り方とチェック体制を中心に -		上海証券取引所のコーポレート・ガバナンス調査(3) 王	
アメリカのコール・オークション	清水	- 重役の選任、報酬および従業員の変化を中心に -	
米国のハイ・イールド債市場とディストレス市場	松尾	N Y S E の特別委員会報告書より	三木
1590 (2001.1)		1597 (2001.8)	
投信販売の変化について	二上	証券取引所の株式会社化の意義	二上
国際資本市場の発達とI M Fの変容	伊豆	自社株買回について	伊豆
A S X	吉川	ユーロネクストのI P O	吉川
- 知られざるイノベーター -		- ドイツ取引所のI P Oとの暗争 -	
米国N A S Dの収入について	清水	アメリカ政府債の清算機関G S C C	福本
額面株式と無額面株式	福本		
1591 (2001.2)		1598 (2001.9)	
重要性を増すマーケティング戦略	二上	ロンドン証券取引所の株式上場	吉川
ユニバーサル・ストック・フューチャーズ	吉川	上海証券取引所のコーポレート・ガバナンス調査(4) 王	
- 個別株先物によるL I F F E の巻き返し -		- 上場企業のガバナンス文化を中心に -	
中国の経営者報酬とインセンティブについて	王	C Pのペーパーレス化(1)	福本
ナスダックのスーパーモニターージュ構想	清水	- 日本初の不発行化(dematerialization) -	
決済機関の行うリスク管理	福本	オブティマーク市場休止が意味するもの	三木
1592 (2001.3)		1599 (2001.10)	
米国の貿易赤字について	伊豆	取引所の自主規制機能について	伊豆
ドイツ取引所の新たな戦略	吉川	ドイツ取引所の新たな戦略(2)	吉川
- I P Oと情報提供拡充 -		- ユーロ建て米国株電子取引 -	
中国の漸進的経済改革について	王	中国最大の総合家電メーカー海爾集團の経営管理と企業文化	王
- 市場育成アプローチの紹介を中心に -		- 「市場中心主義」と「顧客至上主義」をめぐって -	
ナスダック市場と顧客指値の保護について	清水	ナスダックにおける株価セント表示導入の影響	三木
倒産法とディストレス投資	松尾		
1593 (2001.4)		1600 (2001.11)	
投資信託は郵貯資金を吸収したか?	二上	信用取引とデリバティブ取引	二上
米国への資本流入は持続的か	伊豆	自主規制機能の分離・統合論	伊豆
ナスダックの新たな戦略	吉川	- S I Aの自主規制モデル案 -	
- L I F F Eとの提携とイースダックの買収 -		L I F F Eの決断	吉川
上海証券取引所のコーポレート・ガバナンス調査(1) 王		- ユーロネクストによる買収合意 -	
- 株主総会と董事会を中心に -		中国の外資導入における経済技術開発区の役割	王
D T Cの行うリスク管理	福本	- 天津経済技術開発区の紹介を中心に -	
- 取扱い証券による違いはあるか -		C Pのペーパーレス化(2)	福本

刊 行 物 案 内

(金額は本体価格で他に消費税がかかります。)

詳説現代日本の証券市場 2000年版

日本証券経済研究所編
A 5判 292頁 2,500円 送料 310円

図説アメリカの証券市場 1998年版

日本証券経済研究所編
A 5判 323頁 2,900円 送料 310円

図説イギリスの証券市場 1997年版

日本証券経済研究所編
A 5判 220頁 2,200円 送料 310円

図説ヨーロッパの証券市場 2000年版

日本証券経済研究所編
A 5判 299頁 2,800円 送料 310円

図説EUの証券市場 1999年版

日本証券経済研究所編
A 5判 217頁 2,200円 送料 310円

図説中国・香港の証券市場

日本証券経済研究所編
A 5判 193頁 2,039円 送料 310円

ユーロ導入と金融・証券市場

EU 通貨統合と証券市場研究会編
A 5判 300頁 2,900円 送料 340円

機関投資家と証券市場

ロンドン資本市場研究会編
A 5判 290頁 2,900円 送料 340円

業際問題を越えて

一日米金融制度改革の研究—
グラス＝スティーガル法研究会編
A 5判 272頁 2,500円 送料 340円

Securities Market in Japan 2001

日本証券経済研究所編
菊判 347頁 3,200円 送料 340円

証券年表(明治・大正・昭和)

小林和子監修 日本証券経済研究所編
B 5判 1052頁 11,650円 送料 590円
(日本証券史資料 戦後編 別巻2 別装丁版)
(以後各年度版発行)

証券会社の組織と戦略

証券経営研究会編
A 5判 291頁 2,800円 送料 340円

金融市場の変貌と証券経営

証券経営研究会編
A 5判 238頁 2,300円 送料 310円

金融システム改革と証券取引制度

証券取引法研究会編
A 5判 279頁 3,200円 送料 340円

欧米における証券取引制度の改革

証券取引法研究会国際部会編
A 5判 253頁 3,200円 送料 340円

証券取引における 自己責任原則と投資者保護

証券取引法研究会国際部会編
A 5判 236頁 3,107円 送料 310円

コーポレート・ガバナンス

—アメリカ法律協会「コーポレート・
ガバナンスの原理：分析と勧告」の研究—
証券取引法研究会国際部会編
A 5判 291頁 3,883円 送料 340円

北欧諸国の租税政策

ビーター・バーチ・ソレンセン編 馬場義久監訳
A5判 260頁 3,800円 送料 310円

資産所得課税の理論と実際

日本の資本市場と証券税制研究会編
A 5判 279頁 2,800円 送料 340円

日本の金融持株会社

金融持株会社研究会編
A 5判 170頁 2,000円 送料 310円

証券関係文献目録(明治・大正・昭和)

小林和子監修 日本証券経済研究所編
B 5判 346頁 5,825円 送料 380円
(日本証券史資料 戦後編 別巻1 別装丁版)
(以後各年度版発行)

(財)日本証券経済研究所の ホームページのご案内

<http://www.jsri.or.jp>

Contents

JSRIについて	証券年表
TOPICS	証券関係文献目録
出版物案内	大阪研究所
講演会録	LINK集
証券図書館	証券経済学会

JSRIについて

当研究所の概要や事業活動を紹介しています。

TOPICS

「21世紀の証券市場懇談会」をはじめ、当研究所等に関する最近の動向や新刊書の案内等を掲載しています。

出版物案内

「証券レビュー」及び「証研レポート」の最近5カ月分の全文とともに「証券経済研究」の各論文要旨を掲載。また、定期刊行物のバックナンバー一覧、単行本の内容紹介と目次もご覧いただけます。

講演会録

平成12年12月以降に開催した講演会録をお読みいただけます。

証券図書館

証券図書館の利用案内や受入新着資料（最近3カ月分）を紹介しています。

証券年表

1996年から2000年までの記事を「証券」「金融」「一般」に3分類し、日付ごとに記事の一覧ができるとともに、探したい用語を含む記事の検索もできます。2001年以降については編集出来次第、逐次、月単位で追加する予定です。

証券関係文献目録

2000年に発行された単行本、雑誌の証券関係の文献を分類、文献名、著者名により検索ができます。

大阪研究所

大阪研究所に関する情報を掲載しています。

LINK集

他機関のウェブ・サイトにリンクして官公庁、証券関連機関、国内外のシンクタンク、全国の大学、各学会、図書館、出版社、報道機関、国際機関・主要国金融監督当局等、調査・研究に関連のあるサイトに容易にアクセスできるように設定しています。

証券経済学会

当研究所が事務局を引き受けている「証券経済学会」に関する情報を公開しています。学会の紹介、大会・部会のお知らせ、入会案内、機関誌の紹介・バックナンバー等を掲載しています。

証研レポート第一六〇一号
二〇〇二年十二月十日発行

(毎月一回第一月曜日発行)

昭和五十二年十一月十一日第三種郵便物認可

2001年12月号

発行所

財団法人 **日本証券経済研究所**
大阪研究所

〒541-0041 大阪市中央区北浜 2-1-5 大阪証券会館別館

電話 (06) 6201 0061(代表) Fax (06) 6204 1048

<http://www.jsri.or.jp>

定価400円(本体381円)