

証 研

レポート

No.1604

2002年3月

清算機関のガバナンス

～市場インフラと競争～

二上季代司（1）

法定準備金の取り崩しについて

伊豆 久（18）

ドイツ取引所によるクリアストリームの買収合意

吉川 真裕（29）

ペーパーレス化証券の新決済制度

福本 葵（41）

米国機関投資家の取引コストと取引システム（1）

三木 まり（52）

財団法人 **日本証券経済研究所**

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

清算機関のガバナンス

～市場インフラと競争～

二上季代司

1 はじめに

最近、わが国の証券決済システムにおいて大きな変化が生じている。第一は、これまで各証券取引所において行われてきた証券売買の清算業務を外部に分離して単一の統一清算組織を設立するという構想である。その業務開始時期は、本年（二〇〇二年）一月が目処とされている。第二は、証券の口座振替業務を行っている証券保管振替機構を現在の財団法人から株式会社へ組織変更するというもので、根拠法（「株券等の保管および振替に関する法律」）の改正（二〇〇二年四月）を待つて財団から新会社への営業譲渡の申請が行われるとされる。

こうした証券の清算および振替決済業務の变革は、諸外国における決済期間の更なる短縮（T+1）にみられるような改革のなかで、わが国の証券決済システムを安全性・効率性・利便性の面で国際的に通用するものに整備していくために必要な措置であるといわれている。

しかしながら、これら改革案のうち清算業務の分離統合については議論すべきことが多いと思われる。新会社は清算業務に関して独占体となるが、清算業務は鉄道業、電気、ガスのような「自然独占」¹つまり独禁法の適用除外対象となるのか、ならないのか。これに関連して新会社のガバナンスは、伝えられるような内容のものであ

つていいのだろうか。要するに、清算業務のような市場インフラに近い事業における競争政策は如何にあるべきか、という問題が提起されていると思われる。

と云う点については先例がある。アメリカのNSCC（全米証券決済会社、National Securities Clearing Corporation）である。同社はニューヨーク証券取引所（NYSE）、アメリカン証券取引所（AMEX）、全米証券業協会（NASD）三者が、抱えていた清算子会社、Stock Clearing Corp.（SCC）、American Stock Exchange Clearing Corp.（ASECC）、National Clearing Corp.（NCC）を一九七六年に合併させて成立した清算共同子会社であり、翌七七年、七五年改正証券取引所法に基づき清算会社（clearing agency）としてSECに登録（registered）された。

ところが、NSCCの合併およびSECによる登録に際して、当時、議会、司法省、地方証券取引所、民間清算会社等から反トラスト法に抵触するとの観点から根強い反対論が提起され、登録を認可した監督官庁のSECおよびNSCCが反トラスト法違反で訴えられたのである。この過程で清算業務における競争政策のありかたについて判例が示された。そこで以下では、この判例を紹介し、これをふまえて、今回わが国で提案されている単一清算機関への業務統合、ガバナンス等について論評を加えよう。

2 NSCC設立とSECへの登録の経緯

まずNSCC統合とこの登録をSECが認めた経緯から簡単に見よう。

(1) 統合前の清算業務

統合前までは各市場での取引はそれぞれの清算子会社で清算されていた。⁽²⁾ これは "Tying rule" と呼ばれるが、このルールは徐々にブローカーにとって窮屈なものになりつつあった。というのは NY 以外で NYSE、AMEX、OTC 銘柄を売買したブローカーは、当該地ではなく、NY を経由しなければ清算できないこと、清算会社間の競争を排除していること、⁽³⁾ そして何より重要なことは取引市場ごとに清算市場が分断されていることだった。六〇年代末のバックオフィス危機を経て、七〇年代に入ると、ペーパーワーク危機の再発回避、サービス・設備の重複を除去することによる清算コスト削減への気運が盛り上がり、特に NY 市内数ブロックしか離れていない SCC、ASECC、NCC を統合させる方法の模索に関心が向かっていった。

(2) NSCC の統合案

一九七五年七月、NYSE、AMEX、NASD の三者間で、各清算子会社の業務を統合会社に譲渡することに原則合意がなされ、これを踏まえて、その後 SEC に登録申請書が提出された。その内容は主として次のようである。

【出 資 比 率】 普通株を三万株発行し、各清算会社は現物出資で一万株ずつ所有する。他方、各清算会社の親会社 (NYSE、AMEX、NASD) は各市場で執行された取引一件ごとに一二セントを受け取る。⁽⁴⁾

【ガバナンス】 ブローカー・ディーラーからなる取締役会において参加者によるコントロールがなされることとされており、取締役会は一六名、うち二名が参加者、残る四名は NYSE、

AMEX、NASDAQおよび新会社の社長という構成である。ただし各親会社（NYSE、AMEX、NASDAQ）は議決権を持ち、その議決権は法律によって課せられた規則以外のすべての規則に関わる。

【外部委託先】NSCCの設備の保守管理、データ処理はSIAC（Securities Industry Automation Corporation）が行う。

【清算手数料体系】GPM（Geographic Price Mutualization 全国一律手数料制度）に基づき、個々の取引に掛かったコストではなく、トータルコストに基づいてチャージする。（NY市外の、NSCCに参加しないブローカーもNSCCの地方ネットワークを利用することでNY市内の参加者と同じ清算手数料になるように設定する）

ここで重要なことは、NSCCは一種の抜け殻会社（Shell Company）で、その業務の大半を外部に委託していることである。清算業務に利用しているコンピューターの保守管理（Facilities Management）ならびにデータ処理（Data Processing）について、NSCCの前身であるSCCとASECCはSIACに委託しており、NSCCはブラッドフォード社に委託していたのである。なおSIACはNYSEが2/3、ANEXが1/3を出資する共同子会社、ブラッドフォード社は民間業者である。

ところで、NSCCの統合案が公表されると、議会、司法省反トラスト課などから独占への懸念が巻き起こった。それは、統合NSCCの清算業務における市場占有率が八五%に達すること⁽⁵⁾、NSCCの地方ネットワークがNSCCに統合されること⁽⁶⁾で、地方取引所の清算子会社が競争上不利となり、地方での清算業務における競争が阻害される、との懸念である。

そこでSECは、特に地方における反競争的悪影響を緩和する観点から、次の四つの条件を満たすことを登録の条件とした。

【条件一】 NSCCは、他の清算会社（とりわけ地方取引所の清算子会社）と“full interfaces”（あるいは適切なリンク）を確立すること。

【条件二】 NSCCは、NSCC自身の地方オフィスと同様に、他の清算会社も照合のため取引データをNSCCへ送付できる便宜を実費（at cost）で提供すること。

【条件三】 NSCCは母体の一つNSCCがこれまで運営していた地方オフィスの運営と経費を他の清算会社と共同で担当、負担すること。

【条件四】 非参加者間および参加者と非参加者間の店頭市場における取引の約定照合が現行のNSCCでは出来ないが、この欠を埋めること。例えば、OTC銘柄の約定照合を提案している清算会社には、無料でNSCCのコンピュータープログラム技術の共同利用を認めること。あるいは、異なった清算会社の参加者間で行われたOTC銘柄取引の約定照合が可能であると約束する（あるいは自ら照合サービスを提供すること）。

SECは一九七六年二月、Typing rule ルールの放棄を各取引所とNASDに指示し、翌一九七七年一月、前記の四条件を実行することの見返りにNSCCの登録を認めた。

3 ブラッドフォード対SEC、NSCC

(1) ブラッドフォード社の主張

これに対し、一九七八年五月、ブラッドフォード社がNSCC統合およびその登録を認めたSECを反トラスト法違反で提訴した。NSCCの清算業務は七五年改正法の条文および政策を無意味にする(Frustrate)反競争的效果をもつ。SECは清算業務における競争の向上・維持の重要性を過小評価して法律解釈を誤っている。登録後のNSCCのもつ反競争的影響についてのSECの推論は何ら支持できない」と主張したのである(文献2)。

同社はNSCCおよびPCC(パシフィック証取の清算子会社)の設備管理を受託していた民間営利会社であり、NSCCがNSCCに統合されるとその設備管理の委託先がSIACに移され、当該業務を失うという実利的な背景があった。

(2) 裁判所の判断

一九七八年九月一九日、裁判所は一部を除き、SECの決定を妥当なものと認めた。その結審において、次のような判断が下されたのである。

【清算業務における競争政策の位置付け】

裁判所は、七五年改正法に盛り込まれた全国市場制度(National Market System) 三四年証券取引所法一一A条)と全国清算制度(National Clearing System) 同一七A条)を検討し、両制度における競争政策の違いを指摘す

すなわち、全国市場制度の目的は、効率性および投資家保護にかなった証券取引の集中とすべての不必要または不適当な競争への制約の除去である。これに対し全国清算制度の目的は、証券受渡に関するすべてのプロセスの集中と効率的に証券類を受渡できるプロセスを迅速に発展させることである。

したがって、競争という点に關していえば、競争の向上は全国市場制度の目的の一つ（ブローカー・ディーラー間の競争、市場間競争の向上）であるが、全国清算制度では考慮すべき要因に過ぎない。全国清算制度の目的（清算業務の集中と効率的な受渡処理、これを可能にするための技術革新の導入、全国的な連結など）を達成する上で、反競争の結果が生じたとしても、ただちにそれを予防、禁止する必要はなく、それが上記の目的達成の上で必要かつ適当なものか、目的達成による便益はその反競争的悪影響を補って余りあるものか、SECはそれを考慮し、そのことが証明できれば是認される、ということである。逆に、反競争的インパクトが重要性の上で七五年改正法の目的を凌駕するなら禁止されるのである。

【反競争的行為の部分的認定】

しかし、裁判所は原告の主張を部分的に認めた。それは（1）NSCCの手数料体系と（2）S I A Cへの外部委託決定のプロセスである。

（1）NSCCの手数料体系（G P M）

NSCCは登録申請書においてG P M（Geographic Price Mutualization、全国一律の清算手数料制度）を盛り

込んだが、原告（および司法省、地方清算機関）は次の理由で反対した。自由競争に委ねた場合には清算手数料は原価まで低下することを余儀なくされるが、NYのブローカーはその価格以上に支払わされている。⁽⁸⁾ NSCが地方オフィスで不当に安い価格に打って出た結果、地方の競争者をビジネスから排除するであろう。

これに対しSECはGPMがなければ、NSCの地方オフィスは拡張に十分な顧客が引き付けられない。地方オフィスの拡張は全国清算制度の確立に必要不可欠である。そして四つの登録条件により、地方の競争者は按比例的な運営コストを負担することで地方オフィスのネットワークに参加する権利が与えられ、NY市域外のブローカーを巡ってNSCと競争することができる。

これに対し裁判所はSECの主張が矛盾していると指摘した。

SECは、一方ではNSCと地方清算機関の競争は達成可能であり前期四つの登録条件によってその競争を活性化させる価値があると主張している。SECが、NSCの反競争的影響はそのメリットを上回るものではないと主張する際に、この地方清算機関との競争を部分的に根拠としている。他方、GPMには次のような計算が働いている。NSCの地方オフィスと地方取引所の清算子会社との競争によっては地方の清算手数料はNYの清算手数料と競争できるほどには下がらず、それゆえNSCは参加者である地方ブローカーをNYのブローカーと競争できるよう援助しあるいは地方ブローカーを参加者として獲得するためには、地方清算手数料をコスト以下にまで、おそらくは競争者を市場から排除するところまで下げなければならない、という計算である。

また条件三により、地方オフィスの共同利用を選択したNSC以外の清算機関は按比例的な運営コストを支払うために十分な金額を参加者にチャージしなければならないが、NSCは地方のブローカーにチャージする必要は無い。というのはGPMによってその費用の一部はNYの参加者にチャージされた手数料から部分的に

カバーされているからである。

要するに、NSCCの登録には競争促進に関して二つのメリット（四つの登録条件は地方清算機関との競争を促進、GPMは地方ブローカーとNYブローカーとの競争を促進）が示されているが、これらは両立しない。裁判所は、GPMが清算業務における地方競争者を排除することなくいかにして実行に移されるのか、SECにもっと説得力のある説明を求めた。それが出来なければNSCCにGPMを放棄するようSECは登録を修正しなければならぬ、あるいは、GPMによる地方での競争抑制が登録による利益と反競争的影響との望ましいバランスを覆すものではないことを証明しなければならない、と指摘したのである。

（２）S I A C への外部委託決定のプロセス

原告は、NSCCが設備管理およびデータ処理業者（facilities manager and data processor）としてS I A C を指名したこと、そしてこれをSECが認めたことを批判し、SECは、NSCCに設備管理契約を競争入札にかげさせるべきだと主張した。

これに対しSECは、NSCCの設備管理者に関する選択は法律に関わること（statutory concern）ではなくNSCCがビジネスでどう判断するかの問題（a matter for the exercise of NSCC's "business judgment"）である。法律は清算機関を規制するが設備管理者は規制しない、と主張したのである。

裁判所はこのSECの主張を否定した。裁判所は次のように言つた。NSCCは単なるshell company（抜け殻会社）で、実際の広範なデータ処理、事務的処理は他の運営機関によって行われている。従つてNSCCが行う設備管理者の選択をSECが検査できなければ、抜け殻会社を規制するだけになってしまう。実際は、SECは設

備管理者の選択についても認可に条件付ける権能があることを認識しており、設備管理者は法が要求する「安全性 safeguards」、「効率性」を備えていることの証明が必要としていたのである。しかし SEC は、NSCC が行う選択において「安全性 safeguards」、「効率性」のほかに「競争」が考慮されなかった理由について説明をしていない。「法は競争入札を要求していない」と主張するだけでは不十分である。SEC は S I A C との契約が反競争的影響をもっていかどうかを検討し、もしそうなら利益と反競争的影響との全般的なバランスを考慮してそれが是認されるかどうかを検討すべきである、と指摘したのである。

4 わが国への示唆

以上のような、NSCC の登録を巡る裁判の過程は、清算業務のような公共的色彩の強い業務において競争政策はどうあるべきか、という問題に対する示唆を与えている。そこで冒頭に帰って、わが国における各証券取引所内部の清算業務の分離統合¹¹ 統一清算組織の設立、および新会社のガバナンスについてみよう。

表は日本の統一清算組織のコンセプトを NSCC と比較したものである。

【単一組織の独占体】

これによれば、日本の清算組織は、清算業務に関し、独占体となる¹²⁾。ところが、この独占的清算組織は、アメリカの NSCC と違って、いまのところ証券取引法の免許会社あるいは登録会社とする（その場合には法改正が必要である）のかどうか、未定である。しかし、新会社は各証券取引所・市場の共同出資会社となっているために、現行のままでも監督当局は、証券取引所・市場を通じて監督を及ぼしうるであろう。

【市場間競争との矛盾】

しかし、そうであれば別の問題が出てくる。それは市場間競争との矛盾である。各証券取引所・市場はビッグバン以後、アメリカと同様に市場間競争に突入している。すでに見たようにアメリカでは取引所・市場の間では、ブローカー・ディーラー間と同様に、競争向上が目的とされる。他方、清算業務ではこれとは異なり、競争向上は目的ではなく目的達成に際して考慮すべき要因とされる。取引システムと清算システムは公共性における違いから、競争の次元においても異なるものとされ、法的にも、ともにSECに別々に登録を要するものとされる。

ところが、日本では、競争政策において実際上は別のもの（一方は複数間で競争、他方は単一で独占）とされながら、主体的には区別されず証券取引所の付属機関のような扱いをされている（自らの収入源である清算手数料さえ、当面の間は証券取引所・市場が徴収を代行するとされる）。

統一清算組織のコンセプト（NSCCとの比較）

	日本	アメリカ（NSCC）
法的位置付け	商法上の株式会社（証取法上の位置付けは未定）	75年改正証券法上の登録清算機関
単一か複数か	単一の清算組織	高いシェアを誇るが、単一ではない（ボストン証取の清算子会社などが健在）
出資比率	各市場の清算業務の規模（内国株券の売買代金をベース）に応じた出資比率（東証86.3、大証9.5、日証協3.4、名証0.7、札証0.05、福証0.05）	99年まで：NYSE、AMEX、NASDAQ各3分の1（のちNYSE、NASDAQ各2分の1） 99年以後：DTCC（持ち株会社）の子会社（NYSE、NASDAQの持分はDTCCの優先株に転換）
取締役	9名以内（うち常務は1名、参加者代表を含めた社外取締役）。1/3以上の出席した株主総会で議決権の過半数を持って選任。	99年まで：取締役会は16名、うち12名が参加者、残る4名はNYSE、AMEX、NASDAQおよび新会社の社長。 DTCCの取締役会（21名）に統合。経営責任者2名、参加者代表17名、優先株保有者2名（NYSE、NASDAQ）
手数料	基本は応益負担を原則に直接、利用者から徴収 しかし当面の間は各市場から徴収	応益負担を原則に直接、参加者から徴収
業務開始	平成14（2002）年11月（予定）	1976年

（出所）日本証券業協会「統一清算機関設立要綱」等により作成。

（注）NSCCは1999年、DTCと持ち株会社形式で統合。

【出資構成・比率、ガバナンス】

このことと関連して、出資構成およびガバナンスにおいても致命的な欠陥がある。NSCCでは市場シェアに関係なく、母体と成ったNYSE、AMEX、NASDは1/3ずつの出資、議決権をもつ（その後、AMEXのNASDへの吸収により、NYSE、NASDの各1/2出資に変わる）。もちろんNSCCへの統合にあたっておそらくNYSEの現物出資額（あるいは営業権譲渡）は最も大きかったはずだが、それは出資比率に反映されない。その代わりに取引一件につき二セント支払うことで損の出ないように工夫されている。この二セントは「実質的な配当」（または延払代金）であり、出資比率に市場シェアを反映させないために採られた措置と考えるべきであろう。

他方、取締役会一六名の構成のうち参加者が二名で、ブローカー・ディーラーが運営において主体となる。加えて、NSCCは一九九九年にDTCと統合がなされ持ち株会社DTCCの子会社となった（DTCは兄弟子会社となる）。その際、NYSE、NASDのNSCCに対する持分はDTCCに対する優先株に転換され、議決権を失った。他方、DTCの持株はDTCCの普通株に転換され、DTCCの出資構成・比率は旧DTCの出資構成・比率と同じになった。では旧DTCはどのような出資比率となっていたのか。

旧DTCの出資比率は前年度のDTCの利用状況（各月末寄託残高時価および年間手数料支払額）に応じて算出し、毎年改定されることになっている。しかし出資は義務ではなくその株式購入資格を放棄しても良い。実際、多くの中小証券がこれを放棄している。その場合は、これに代わってそのものが所属する自主規制機関NYSE、AMEX、NASDが保有することになっており、NYSEのDTCに対する出資比率は、このNYSEブローカーが放棄した部分の肩代わりに過ぎないのである。このようなやりかたが統合後のDTCCに対しても適用さ

れる。⁽¹⁰⁾ ちなみに、NYSEのDTC出資比率は、一九九九年には三五・〇九%（旧DTC株をDTCの普通株に転換したもの）だったが、二〇〇〇年には三四・六九%へと若干の低下を見ている。⁽¹¹⁾

さらにDTCの傘下に入ってから、単一の取締役会に統合され、そこでの役員の選出も旧DTCでのやり方を踏襲してできるだけ異業種の参加者を選出する仕組み（銀行、証券業者、取引所役員等の代表）となっており、累積投票制度の採用を認めている。

要するに、アメリカでは、取引システムと清算システムにおける競争次元の相違から、法的にも、出資構成、ガバナンスにおいても証券取引所・市場と清算組織を分断した扱いとし、整合性をとっているのである。

ところが日本の場合には、そうなっておらず、全く整合性が取れていない。出資構成においてもガバナンスにおいても特定の証券取引所が圧倒的なシェアを占めている。市場間競争は新商品の導入や執行システムにおける技術革新などをめぐって展開されているが、それらは実務的には清算システムの手直しを必要とする。取引システムと清算システムは、上記のように競争向上という点では異なる次元のものとはいえ、実務的には密接に繋がっている。そのような状況で、特定の市場が事実上独占となる清算機関を支配すれば、清算組織の運営権を利用して市場間競争を不当に有利に展開するという可能性も捨てきれないだろう。

【設備管理、データ処理業者】

なお、統一清算機関設立要綱案では全く触れられていないが、実際のデータ処理を誰が担当するのかという問題がある。NSCCではSIACが担当しているのだが、SIACはSECに登録していない。しかしSECはNSCCを登録させ、これをコントロールすることでSIACも十分コントロールすることができると考えてい

る（文献1、七ページ）。実際、S I A Cとの委託契約の締結についてもS E CはN S C Cの「ビジネス上の判断」としながらも、その選択について条件づける権能があると理解し、「安全性」「効率性」を考慮しているかどうか精査したのである。しかしそれさえも、「競争」を無視したとして裁判所から批判されたのである。

他方、日本の場合、東証は実際の清算業務を孫会社の東証システムサービス（T S S）⁽¹²⁾に委託している。従って、統一清算組織を作った場合にも、T S Sに外部委託するという選択は十分考えられる。この場合、監督官庁が、事務委託会社の「安全性」「効率性」はもちろん、事務委託会社間の競争を考慮せず、そのまま委託会社の選定を認めれば、アメリカにおける経験に照らすと、行政訴訟の対象になりうるということである。ガバナンスはおろか、実際の清算実務の上でも特定の証券取引所が関与することになる結果、事務委託会社間における競争の阻害、ならびに市場間競争を展開する特定の証券取引所と、独占を認められた清算機関との間での内部補助（Cross Subsidiary）の危険性がある。

5 結論

証券取引所清算業務の分離独立とその単一清算組織への統合は、競争政策の上で、清算業務が取引所市場（取引システム）とは異なるレベルのものであることを示している。そうであれば、出資構成、ガバナンスいずれの面においても両者は分離すべきである。

すなわち、各証券取引所・市場が出資母体になるとしても、出資比率に市場シェアを反映させるべきではなく均等の出資比率が望ましい。清算業務はこれまで市場ごとに行われてきたのであり、清算関連資産（営業権）の価額も市場シェアに比例した査定額となろう。そうであるなら、現物出資の見返りはN S C Cのよ

うに取引一件ごとの定率で回収すればよいのである。

取締役会も出資母体である証券取引所・市場出身の役員は少数に抑え、参加者代表が多数を占めるべきである。

また、コンピューター管理・保守、データ処理を外部に委託する場合には、「安全性」、「効率性」を足切り基準として競争入札にかけるべきである。近年、証券関係の情報処理会社は、数多くでている。委託先が要求する事務処理コストに市場原理をはたらかせるべきである。

注

- (1) 「自然独占」事業とはその性質上、当然に独占となるような事業をいう。
- (2) 日本の現状も、証券取引所での取引は取引所内部の清算部で清算事務が行われている。一種のTying Ruleといつてよい。
- (3) このルールによればNYSEの会員はNYSEの清算子会社を使わなくてはならないので他の清算会社の顧客基盤は広がらない。
- (4) これはRegulatory Feeと呼ばれ、各親会社が「システムを所有するためではなく、更新費用に当てるために確保」するものであるといわれている(参考文献1、八二ページ)。ただし年間上限があり、NYSEは三〇〇万、AMEXは一〇〇万、NASDAQは五五万ドルを超えない。
- (5) 当時のSEC関係者は次のようにいう、「一機関があまりに大きくなりすぎると他の同様の機関は解体し始めることになる。単一の全国的清算・決済システムに対する議会の反対の指示にもかかわらず、われわれ(SEC)は、この方

- 向を志向することになった。なお、司法省も清算会社の全国的独占体制には不満のようである」(文献1、六ページ)
- (6) NYSEとAMEXの清算子会社(SCCとASCCC)はNYに事務所があるだけだが、店頭市場を運営するNASDの清算子会社(NCC)は地方事務所を構えて全国的ネットワークをもっていた。
- (7) full interfacesとは(SECの定義によると)、インターフェイスでリンクしている清算会社の参加者は、適格証券の取引における約定照合、クリアリング、決済のすべてについてリンクしあっているとの清算会社に対しても移転できることをいっ。
- (8) この批判は実際上と言うより理論的なものである。というのはNYのブローカーは一致してNSCCのプラン(GPMを含め)を支持していたからである。
- (9) NSCC統合時、アメリカにはボストン、フィラデルフィア、パシフィック、ミッドウエストの四つの地方証券取引所がそれぞれ清算子会社ならびに証券預託機関を抱えていた(いずれも七七年にSECへ登録済み)。このうち、ミッドウエスト証取(九三年にシカゴ証取に商号変更)は清算子会社および預託子会社を九五年にNSCCとDTCCに売却、フィラデルフィア証取でも九七年に清算子会社および預託子会社の業務を停止してNSCCおよびDTCCに業務を移管、パシフィック証取は預託子会社を八七年にDTCCに業務移管した。しかし現在でもボストンの清算子会社および預託子会社、パシフィックの清算子会社は存在しておりNSCCは独占体ではない。
- (10) ちなみに、株式会社へ改組を予定しているわが国の証券保管振替機構の出資比率、ガバナンスは、ほぼアメリカのDTCCと同様の枠組みとなっている。(証券保管振替機構の株式会社化の具体的枠組みについて「証券受渡・決済制度改革懇談会 二〇〇一年一月二日」)
- (11) NYSE, Annual Report, 2000, 46

(12) TSSは、東証の子会社である「東証コンピュータシステム(TCS)」の子会社である。なお、東証はTCS株の一部を民間の情報処理会社「プライムシステム社」に売却し、TCSのもつTSS株六五%を買い取った。さらにTSS株三五%を保有する日本ユニシスからも買い取る予定であり、TSSは東証の一〇〇%子会社になる。

参考文献

- 1 有価証券振替決済制度調査団、『有価証券振替決済制度』金融財政事情研究会、一九七八年。
- 2 BRADFORD NATIONAL CLEARING CORPORATION v. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, 191 U.S. App. D.C. 383; 590 F.2d 1085; (1978), U.S. App. LEXIS8948; Fed. Sec. L. Rep. (CCH) P96,553.

(にかみ きよし・主任研究員)

法定準備金の取り崩しについて

伊豆 久

1 はじめに

昨年六月の商法改正により、法定準備金の積み立て必要額が引き下げられ、同時に取り崩しが解禁された。一〇月の施行を受け、大手銀行は秋の中間決算発表の席において次々と取り崩しの意向を表明、すでに一月からの臨時株主総会でその旨の決議を行なったところもある。

そこで小稿では、法定準備金とは何かを確認した後、取り崩しを認めた昨年の商法改正の内容を紹介し、続いて大手銀行による取り崩しについて検討することとする。

2 法定準備金とは何か

本誌先月号拙稿（「減資について」）では、資本金をコップに、純資産を水に、配当可能利益（＝剰余金）をコップから溢れた水にたとえて、減資について説明した。その比喻を用いると、法定準備金は、資本金というコップに上乗せされた追加のコップだと考えることができる。その分、水は溢れにくくなり、配当可能利益は少なくなる。すなわち、資本金は配当可能利益を計算する際に純資産から控除される金額のことであったが、法定準備金を付け加えることによって資本金の会社財産保全機能が補強されているのである。

日本では商法制定当初から法定準備金の制度が設けられていたが、ここでは留保利益からなる準備金と増資

レミアムなど資本取引から生じる準備金に関する区別はなされず、一つの法定準備金があるだけであった。しかし、利益と資本を峻別すべきとの考え方を受けた一九五〇年の商法改正以降、法定準備金は利益準備金と資本準備金の二つに区分されている。⁽¹⁾

昨年の改正前のありよつを確認しておこう。利益準備金については、毎年の利益処分額（配当＋役員賞与⁽²⁾）の一〇％に相当する額を積み上げるといふもので、資本金の一五％に達するまで続けなければならない（ただし、債権者保護（預金者保護）がより厳しく求められる銀行については二〇％に相当する額を資本金の一〇〇％に達するまで）。

もう一つは資本準備金で、株式を発行した際、払込金の全額を資本金としなかつた場合、残額分が資本準備金となる。時価発行増資など額面以上で株式が発行された場合、八一年までは額面部分を資本金に、超過部分が資本準備金に入れられ、八一年の商法改正以降は発行価格全額を資本金とすることを原則としつつも、発行価格の半分までは資本金とせず資本準備金とすることが認められていた。利益準備金と異なり、資本準備金に天井はなく、資本金に組み込まれない払込金はいつまでも全額、資本準備金としなければならない。増資プレミアムの他に、合併差益と減資差益も資本準備金となる。⁽³⁾

とは言え、法定準備金は、資本金と同様、配当可能利益を計算するための名目上の数値にすぎない。「積み上げる」「取り崩す」などといったても、それだけの額が現預金などとしてどこかに積み立てられているわけではない。

3 法定準備金と資本金

法定準備金の役割は、配当可能額を利益の蓄積部分に限るといふ資本金の役割を補強するものである。では、なぜすべてを資本金とせず、わざわざ別に法定準備金という制度を作ったのだろうか。二つにはどのような違いがあるのか、使い道と取り崩しの手続きの違いから確認しておこう。

積み上げた法定準備金の使い道は、資本金に組み入れるか資本の欠損を補填するか、の二つしかない（資本準備金については、九八年の株式消却特例法改正によって自社株買いのために取り崩すことが可能になったが、ここでは省略する）。資本金に組み入れるのは、先のコップの比喩に戻れば、資本金と法定準備金のコップの境目を移動させるだけのことである。法定準備金をすべて資本金に組み入れるのであれば、法定準備金という制度を別途設ける必要はない。

資本の欠損とは配当可能利益がマイナスとなっている状態、つまり、水がコップの途中までしか入っていない状態を指す（法律は「資本の欠損」と言つが、「欠損」しているのは純資産であつて資本金や法定準備金ではない）。このままでは配当できない（将来の配当の見込みも低い）ので、中の水の量に合わせて法定準備金部分のコップの背を切り詰めること、それが資本の欠損の補填である（何かが「補填」されるといふより、法定準備金の「引き下げ」と考えたほうがイメージしやすい）。つまり、資本の欠損の補填は、減資と同じ機能を果たす。法定準備金について行なえば「資本の欠損の補填」であり、資本金に対して行なえば「資本の減少」つまり「減資」である。にもかかわらず、「減資」の場合には、株主総会の特別決議の他、厳格な債権者保護手続きが必要であるのに対して、「資本の欠損の補填」は通常の計算書類の承認と同じ株主総会普通決議のみで行なうことができる。この点が法定準備金と資本金の最大の違いといふことになる。

つまり、法定準備金は、その機能は資本金と全く同じであるが、といってすべてを資本金としてしまつては会社の自由度は低くなる。配当可能利益がなくなればすぐに、特別決議や債権者保護手続きを伴う減資を行なわなければならないというのでは面倒である。そこで資本金よりも簡単な手続きで取り崩せる法定準備金という仕組みを設け、本来ならば資本金に入れるべき部分もそこに入れることにした、というのが法定準備金の目的ということにある。

では、実際に法定準備金がどれくらいの規模に達しているのか、銀行を例に見てみよう。表は一九八〇年代からの国内銀行の貸借対照表の「資本の部」の推移を見たものである。八〇年代前半には、法定準備金は資本金の半分にも満たない。それは法律の想定した通り補助的な役割しか果たしていなかったのである。そして資本金も法定準備金も大きく変動することはなかった。ところが八〇年代の後半に入つて状況は大きく変化する。資本金と資本準備金が急増し始め、八四年から九〇年までの間に資本金で五兆四四〇五億円、資本準備金で五兆一三六二億円も増えているのである。株価の高騰した時期に巨額のエクイティファイナンスが行なわれたのであり、二つの増加額がほぼ等しいことから、八一年商法改正によ

表 国内銀行の貸借対照表（資本の部）の推移

(年末)	資本金	法定準備金		剰余金	
		資本準備金	利益準備金	任意積立金	未処分利益金
1982年	20,957	1,436	7,348	47,461	1,526
1983年	21,657	1,508	7,973	51,819	1,876
1984年	22,402	1,620	8,651	57,957	2,107
1985年	24,266	2,791	9,332	63,705	1,798
1986年	25,366	3,679	10,055	70,479	2,179
1987年	32,993	11,212	10,841	79,943	2,967
1988年	45,928	24,039	11,720	92,678	3,775
1989年	68,863	45,075	14,101	119,408	4,096
1990年	76,807	52,982	15,525	134,735	4,338
1991年	77,405	53,567	16,982	147,648	3,512
1992年	77,783	53,995	18,341	156,041	2,481
1993年	79,628	54,502	19,487	159,472	2,633
1994年	81,469	56,153	20,587	162,143	2,646
1995年	83,636	56,310	21,958	159,588	1,847
1996年	89,119	60,396	22,390	116,737	880
1997年	91,715	62,882	22,840	112,418	- 405
1998年	95,159	63,866	22,623	64,024	- 1,197
1999年	13,6255	98,954	22,063	72,663	- 9,691
2000年	13,7155	98,655	23,018	77,137	- 11,310

(出所) 日本銀行『金融経済統計月報』

る例外規定（発行価格の半分までは資本金とせず資本準備金とすることができる）がフルに活用されたことがわかる。伸び率で見ると資本準備金はこの間に三三倍にもなっている。銀行は、他の業種と比べてもバブル期のフアイナンス額が大きく、その恩恵を最大限に受けたと言えるであろう。

4 商法改正による法定準備金制度の改革

以上のような法定準備金制度は、昨年六月に成立した商法改正（同一〇月施行）により、全面的に見直されることになった。積立必要額が縮小されると同時に、使用目的に関する制限が撤廃されたのである。⁽⁴⁾

これまでは、前述のように、利益準備金については資本金の二五％に達するまで、資本準備金については全額積み立てなければならなかったが、それが利益準備金と資本準備金の合計で資本金の二五％あればよいことになった。銀行に関しても合計で資本金の一〇〇％あればよいこととなり、さらに銀行持株会社については銀行そのものではないということから、事業会社と同様に二五％を越える部分については取り崩しが認められることになった。

また、取り崩しの目的に関しては、これまで（資本金への組入れと自社株買いを別にすれば）資本の欠損の補填に限定されていたのが、自由化された。つまり、従来は、配当可能利益がマイナスである時にしか取り崩すことができなかったのに対して、一〇月からは配当可能利益が存在している時でも取り崩せるようになったのである。配当可能利益の枯渇という会社にとって危機的な状況に至る前に、予防的に利益を積み増しておけるのである。

その代わり、必要な手続きについては従来よりも厳しくなった。これまでなら資本の欠損の補填にあてる場合

でも株主総会の普通決議で足りたが、改正後は、減資の場合と同様の債権者保護手続きが必要となった。つまり、異議のある債権者は会社に申し出るよう官報で公告するとともに、個々の債権者に個別に異議申し立てを催促する通知を行なわなければならない。そして実際に申し出があつた場合には、会社は、弁済、担保の提供、弁済を目的とした信託を行なう必要があるのである。

同時に、減資差益という概念は破棄されることとなった。減資差益は減資手続き（株主総会特別決議と債権者保護手続き）を経て行なわれるものであり、法定準備金の取り崩しに必要な要件を満たしていることになる。したがって、減資 減資差益（資本準備金）としての積み立て 法定準備金の取り崩し手続き 剰余金 という手続きを取るのとは意味がないため、減資差益が生じた場合には、それを直接、剰余金（配当可能利益）とするにとつたのである。これまで減資差益が原則として資本準備金とされてきたのは、資本取引に関する利益を配当に回すのは不合理であるとの考え方にもとづく。しかしながら、資本準備金を含めて法定準備金全体の取り崩しを目的制限なく認めた以上、そうした考え方には意味がないといふことである。

なお合併差益については、従来通り資本準備金とされることになる。合併における債権者保護手続きでは、官報と日刊新聞で公告すれば個別の債権者への催告を省略することができるため、法定準備金の取り崩しに十分ではないからである。そのためそれを取り崩すためには一旦資本準備金に組み入れた後、改めて法定準備金取り崩しの手続きを取ることが必要である。

5 大手銀行による取り崩し

こうした法定準備金制度に関する全面的な改正を行なう目的としてあげられているのは、第一に、より拘束性

の強い資本金については目的の制限なく削減できるにもかかわらず、法定準備金については商法上、資本の欠損の補填にあてる場合しか取り崩すことができずバランスを欠くという点である。先述のように、減資は配当可能利益が存在する場合にも可能である。ところが法定準備金は配当可能利益がなくなっている時にしか取り崩せないというのはおかしいということである。そして第二に、時価発行増資により資本準備金の積立額が巨額にのぼり、その柔軟な活用を求める声が大手企業から強まっている点である。⁽⁵⁾

しかし、実際には、大手銀行が、配当可能利益の枯渇 優先株への無配 政府保有優先株の普通株への転換¹¹議決権の発生 国有化 という事態に陥るのを避けることが直接的な目的だったのであろう。事実、一〇月の改正商法施行を受け、九月份決算発表の席上などで大手銀行が次々と法定準備金の取り崩しを表明しはじめた。うち、三井住友銀行は一月三〇日、UFJ銀行は二月四日、UFJホールディングスは二月一四日、大和銀行ホールディングスは二月二二日に、臨時株主総会を開いてすでに取り崩しの決議を済ませている。⁽⁶⁾

しかしながら、こうした大手銀行による法定準備金の取り崩しは本当に望ましいことなのであろうか。

第一に、そこまでして国有化を避ける必要があるのか、という疑問が残る。日本の銀行が現在直面しているのは資本不足であつて資本余剰ではない。だからこそ公的資金の再々投入が論じられているのである。にもかかわらず、国有化（とそれに伴うリストラ）を避けるために政府への配当を維持することを主たる目的に法定準備金を取り崩すというのは、果たして合理的な選択なのだろうか。⁽⁷⁾ 先に見たように銀行の法定準備金の多くは資本準備金であり、それはバブルの恩恵を最大限に受ける形で蓄積された。それが余っているというならば投資家に払い戻されるべきであろう（自社株買い）。また二度にわたって投入された公的資金は、損失処理には使えない返済を要する資金のほゞであつたが、それがいつのまにか配当原資の穴埋めに使われ始めた点も問題である。⁽⁸⁾

さらに、なぜ減資という方法が取られなかったのかという点にも説得的な説明がない。法改正前、法定準備金は資本の欠損が生じている場合にしか取り崩せなかったが、減資にはそうした目的の制限が存在しない。つまり、配当可能利益が存在する場合でも減資は可能なのである。したがって、法定準備金を資本金に組み入れてから減資すれば、法定準備金の取り崩しと同じ効果を得ることができる。必要な債権者保護手続きは同じであり、異なるのは株主総会決議が特別決議（減資）か普通決議（法定準備金の取り崩し）かの違いだけである。

にもかかわらず、この方法が取られず、わざわざ法律を改正してまで減資を避け、法定準備金の直接的な取り崩しという方法が追求されたのは、資本準備金よる自社株消却が九八年の株式消却特例法改正で認められたのと同じ理由によるのであろう（法定準備金を資本金に組み入れ、実質減資を行なえば消却特例法の改正は必要なかった。なお同特例法は、法定準備金取り崩しと金庫株の解禁によりその意味がなくなつたため廃止された）。つまり、一つには減資の前提となる資本金への組み入れには〇・七%の登録免許税がかかること、二つ目には減資を行なうことは「従来の通年からして聞こえが悪い」からではないかと指摘されている⁽⁹⁾。消却特例法改正法による資本準備金による自社株消却の場合には、個別の債権者への通知が省略されたので、減資に比べて手続きが簡略化できるということもあつたであらう。しかし、〇一年改正による法定準備金の取り崩しでは、債権者保護手続きは減資の場合と同じであり、それが減資を避ける理由とはなりえない。また、資本金の登録免許税については、「税法に問題があるのならば、税法の改正を求めるべき」である⁽¹⁰⁾。実際、例えば現在では、産業再生法の認定を受ければ登録免許税は〇・一五%に軽減されることになっている。やはり問題は、減資に伴う社会的心理的な抵抗ということになる。そこには資本金というものを過度に重視するという誤つた風潮（それについては本誌先月号拙稿で触れた）が背景にあるのかもしれないが、しかし、そのことは、法定準備金であれば抵抗なしに取

り崩してよいことを意味しない。実質的に減資に等しいことが、それに見合った責任の負担なしに行なわれて良いのだろうか。

もう一つの問題として個別債権者への催告の省略はどこまで認められるのかという点がある。銀行の場合、債権者には膨大な数の預金者が含まれるが、商法は会社の知る債権者には「各別」に催告することを求めており、一人一人の預金者に通知することが必要なはずである。ところが、すでに催告手続きを開始した銀行は、すべての預金者に通知していない。金額と預金の種類（当座、普通、定期等）などを考慮して小口で流動性の高い預金者については催告を省略している模様である。そうした預金者が異議を申し立てても、すぐに預金を引き出ししてもらえばいいだけのことであり（また一千万円までは四月以降も預金保険による保証もある）、債務の履行に関して問題はないのかもしれない。しかし、だからと言って、法が求める取り崩しの通知を省略してよいことなのであるか。

バブルの恩恵を最大限に受け（さらに公的資金の投入を受けて）蓄積された銀行の資本準備金が、国有化を避けるための配当金捻出のために、責任の所在も十分に明らかにされることなく取り崩されるのであれば、プレミアムを負担した投資家にとっても日本の株式市場にとっても不幸なことと言わざるをえないだろう。

注

- (1) 法定準備金制度の変遷と問題点については、尾崎安央「法定準備金制度の発展と機能的変化」『早稲田法学』第五七巻第二号、一九八二年、牛丸與志夫他「資本準備金による自己株式の取得と消却（上）」『商事法務』一四九八号、一九

九八年七月二五日参照。

- (2) 以前は利益「配当」の一〇分の一以上であったが、一九九〇年の法改正により役員賞与を含む利益「処分額」の一〇分の一以上に改められた。利益の社外流出を防ぐという制度の目的からして、役員賞与を除くのは適当でないからである。
- (3) 合併差益とは、合併時における 解散会社の純資産 存続会社の増加資本金額 合併交付金 に相当する金額のこと。ただし、合併差益のうち解散会社が積み立てていた利益準備金 任意準備金は資本準備金とせずそのままの形で引き継ぐことができる。
- (4) 減資差益とは、自社株買いまたは資本の欠損の補填に必要な額以上に資本金を引き下げた場合の差額のこと。本文で後述するように、減資には目的の制限がないため、欠損の補填以上に減資することが可能であることから生じる。
- (4) ○一年商法改正による法定準備金制度の見直しについては、原田晃治他「株式制度の見直しにかかる平成一三年改正商法の解説(下)」『金融法務事情』一六二九号、二〇〇一年二月一五日、江頭憲治郎「法定準備金制度の規制緩和」『ジュリスト』二二〇六号、二〇〇一年八月一・一五日合併号参照。
- (5) 原田他前掲論文、四八頁。
- (6) 他に取り崩しを表明していた大手銀行は、あさひ銀行と中央三井信託銀行であるが、あさひは三月一日をもって大和銀ホールディングスの一〇〇%子会社となり、中央三井は二月一日に持株会社三井トラストホールディングスを設立している。
- (7) 『エコノミスト』二〇〇二年一月二二日号、三三三三四頁。
- (8) 『日経金融新聞』二〇〇一年二月二二日。
- (9) 上村達男「資本準備金による自己株式消却をめぐる問題点」『ジュリスト』一一三三号、一九九八年四月一五日、六六

頁。岩原紳作「緊急経済対策としての平成一〇年商法関連法の改正（上）」『商事法務』一四九二号、一九九八年六月五日、一一頁も参照。

(10) 上村前掲論文、六六頁。

(いず ひさし・主任研究員)

ドイツ取引所によるクリアストリームの買収合意

吉川 真裕

二〇〇一年一〇月三十一日、ユーロネクストによるロンドン国際金融先物・オプション取引所（LIFFE）の買収合意が発表されてから二日後に当たるこの日、国際決済機関であるセデルとドイツの中央証券預託機関であるドイツ取引所クリアリングの対等合併で二〇〇〇年に誕生したクリアストリームが買収提案の提示を求めているという報道が流れた。交渉相手はセデルにかつて買収提案を持ちかけたことのある国際決済機関ユーロクリアと、ドイツ取引所クリアリングの親会社としてクリアストリームの株式の五〇％を保有するドイツ取引所であることはそれまでの経緯から明らかであった。一二月五日には両者の買収提示価格は低すぎるとして買収価格の引き上げ要請がクリアストリームから発表され、一二月七日のクリアストリームの取締役会ではセデル保有株式のドイツ取引所による買収交渉を二〇〇二年一月末を期限として排他的におこなうという決定がおこなわれた。これに反発したJPMorgan・チェースは一月に入ってクリアストリームでの預託資産をユーロクリアに移すと発表し、UBSもクリアストリームでの預託資産をユーロクリアに移す用意があるとしてクリアストリームの経営陣と話し合いをおこなったが、二月一日には一六〇億ユーロでドイツ取引所がセデルの保有株式を買収するという合意が発表された。

本稿では、クリアストリームをめぐるこれまでの経緯を振り返った後、今回のドイツ取引所によるクリアストリームの買収合意に至る過程を紹介し、この買収合意が成立した背景について考察する。

1 クリアストリームの誕生

ヨーロッパにおける国境を越えたクロス・ボーダー取引では取引そのものにも増して受け渡し・決済にコストがかかると言われている。国の数だけ決済機関（中央証券預託機関）が存在し、その決済機関の組み合わせの数だけでも膨大な数にのぼり、しかもそれぞれの決済機関が歴史的な経緯からかならずしも同一の期日や手続きで決済業務をおこなってははいない。株式取引のクロス・ボーダー化に先駆けて一九六〇年代におけるユーロ債市場の発展とともに世界的な規模でのクロス・ボーダー化が進展した債券市場では、一九六八年にはブリュッセルにユーロクリア（Euroclear）、一九七〇年にはルクセンブルグにセデル（Cedel International）という二つの国際決済機関が誕生し、ユーロ債市場のほとんどの取引を決済してきた。しかし、株式市場では一九八〇年代後半から活発化したロンドン証券取引所のSEAIQインターナショナルでのクロス・ボーダー取引でもユーロクリアやセデルの利用は限定的で大半は母国市場の決済機関を通じて決済業務はおこなわれてきた。そこで、ヨーロッパでは各国の決済機関の連合体であるECSDA（欧州中央証券預託協会）が個々の決済機関が双務契約を結ぶことにより、各国の決済機関をリンクさせるというECSDAモデルを推進してきた。

一九九九年五月四日、ユーロクリアはハブ&スポークス（Hub and Spokes）モデルという新たな決済モデルを打ち出し、ユーロクリアによるセデルの買収提案を発表した。ECSDAモデルの推進には各国決済機関の協調に伴う時間と重複投資に伴うコストがかかりすぎ、単一中央決済機関の設立を目指す国際中央決済機関（ICSD）モデルは各国での法改正の問題が避けられず、近い将来に実現する見通しは立たないのに対して、ハブ&スポークス・モデルはECSDAモデルとICSDモデルを折衷させることで、より早く決済業務の効率化を実現できるといふ点が売りものであり、各国の決済機関（スポーク）は引き続き国内決済業務を継続するが、国際決

済業務に関しては各国の決済機関が直接相互に決済をおこなうのではなく、それぞれが国際中央決済機関（ハブ）との間でのみ決済をおこない、国際中央決済機関が各国決済機関のための決済機関として決済業務をおこなうというものである。したがって、国際中央決済機関が複数存在する必要はなく、これまでの実績からみてユーロクリアが国際中央決済機関に適任であり、セデルを統合することによって国際中央決済機関の機能を強化できるというのがユーロクリアの提案内容であった。

ユーロクリアのハブ&スポークス・モデルは各国決済機関に国内業務を継続させることによって法改正の問題を回避し、各国決済機関の反発を招くこともなく、各国決済機関の間の国際決済業務を効率化できるという点では現実的で優れたアイデアであると評価できる。しかし、買収を提案されたセデルと、ECSDAモデルのもとでヨーロッパ最大の国内決済機関であると同時に国際決済業務への進出を目指してきたドイツ取引所クリアリング（DBC）にとっては、ハブ&スポークス・モデルはユーロクリアの地位を安泰にし、自らの事業展開を制約するという受け入れがたい提案として受け取られたようである。ユーロクリアの提案を受けて、一九九九年五月一四日にルクセンブルグでセデルとDBCは二〇〇〇年一月の対等合併を発表し、フランスの決済機関であるSICOVAMも新会社設立後に参加する覚書に調印したことが明らかにされた。対等合併の内容はDBCが独自の決済システムの開発を放棄し、セデルのクリエーションというETシステムを採用することによって単一決済システムを各国の決済機関にも波及させ、ドイツの国内決済業務もおこなう新会社が国際中央決済機関となるという形であり、ユーロクリアのハブ&スポークス・モデルに対する代替案としてECH（European Clearing House）モデルと名付けられた。そして、定評の高いフランスのネットینگ・システムであるクリアネットが利用される予定であることも発表され、新会社設立後に合流するSICOVAMの出資比率は今後の交渉によつ

て実績に依じて決定されるとも伝えられた。

新会社の最高経営責任者はセデルの最高経営責任者アンドレ・ルツシ氏が継承し、本部も引き続きルクセンブルグに置かれるということであるから、いっけんD B Cにとつてのメリットは少ないようにみえるが、ロンドン証券取引所とドイツ取引所の戦略的提携における取引システムをめぐる交渉の力関係にセデルとD B Cの合併は大きく影響を及ぼすものと考えられた。決済システムとリンクしたドイツ取引所の電子取引システムX E T R Aの方がロンドン証券取引所の電子取引システムS E T Sよりもヨーロッパ共通プラットフォームにふさわしいとみられていたが、D B Cが国際中央決済機関の一部となり、統一E T システムを採用するとなれば、ドイツ取引所のX E T R Aが共通プラットフォームになる可能性は著しく高まるものと考えられたからである。

五月二六日にセデルとD B Cは各国の決済機関にE C Hモデルへの参加を呼びかけ、九月一〇日にはイタリアの決済機関であるモンテ・テイトーリ(Monte Titoli)と覚書の調印に向けて協議に入ったことを明らかにし、一月二日にはセデルとD B Cは正式な合併契約書に調印したが、一月二日にS I C O V A Mとの交渉が打ち切れ、翌一月三日にはユーロクリアとS I C O V A M、そしてパリ証券取引所傘下のデリバティブと店頭取引の決済機関クリアネットが二〇〇〇年四月の正式契約に向けてヨーロッパ共通の決済・ネットイングのための戦略的提携計画を打ち出した。この際のユーロクリアの方針はハブ&スポークス・モデルではなく、セデルとD B Cが目指した単一決済システムの採用にあり、ヨーロッパ第二の国内決済機関であるS I C O V A Mと組むことにより、セデル/D B C連合に対抗しようという戦略である。二〇〇〇年一月一七日にセデルとD B Cの新会社はクリアストリーム(Clearstream International)として発足し、決済業務を扱うクリアストリーム・バンキングと決済プロセスとE T 開発をおこなうクリアストリーム・サービシズを傘下に業務を開始した。

2 クリアストリームの躓き

クリアストリームは二〇〇〇年一〇月の預託資産総額が一〇兆ユーロに達し、ユーロクリアの七兆五〇〇億ユーロを大きく上回っていると公表したが、二〇〇一年一月になって預託資産の計算にエラーがあるとしてルクセンブルグの監督当局から調査を受けるといふ失態を演じた。調査の結果は公表されなかったが、ドイツの銀行に報告ミスがあったとだけ説明され、一兆七〇〇〇億ユーロの過大報告があったことだけは明らかにしていた。

二〇〇一年二月五日にはドイツ取引所が株式公開によって九億八〇〇〇万ユーロの現金を手に入れ、買収資金として用いることもありうるとしながらも、ロンドン証券取引所やすでに五〇％の株式を保有しているクリアストリームを買収する予定はないと述べていた。一方、ドイツ取引所の株式市場に刺激を受けたクリアストリームのルツシ最高経営責任者はクリアストリームの独自路線を標榜し、株式市場にも意欲を見せていた。

こうした矢先にセデルの元職員であるアーネスト・バツケス氏の共著書「黙示録 (Revelations)」がフランスで出版され、クリアストリームの秘密口座でマネー・ロンダリングがおこなわれている可能性があることが紹介された。これをフランスのル・フィガロ紙やケーブル・テレビ番組が採り上げ、クリアストリームでマネー・ロンダリングがおこなわれているのではないかという疑惑が持ち上がった。クリアストリームは当初からマネー・ロンダリングの事実を否定し、著者と出版社、新聞社、テレビ局、レポーターに対して名誉毀損の裁判の手続きをおこなったが、先の預託資産水増し問題とも絡んで疑惑は消えず、信用が大きく傷つけられることになった。

五月六日にはクリアストリームのルツシ最高経営責任者こそがユーロクリアとクリアストリームの合併を阻む最大の障害であるという、ユーロクリアの取締役でもあるバンク・オブ・ニューヨークのトム・ペルナ氏のインタビュー記事がフィナンシャル・ニュース紙に掲載され、評判の落ちていたクリアストリームに追い打ちをかける

ことになった。そして、五月一日にはルクセンブルグ検察によるクリアストリームに対する捜査が開始され、五月一日にルクセンブルグで開催されたクリアストリームの年次株主総会ではルクセンブルグの監督当局の要請に応じて、ルツシ最高経営責任者、カルロス・サルバトリー最高経営責任者秘書室長、ロバート・マツソル人事部長の三人の有給停職措置が決定された。この要請はクリアストリームからルツシ最高経営責任者の個人口座への現金前払いが見つかったこと、およびクリアストリームの職員数の報告に不正があったという疑惑に基づいており、臨時最高経営責任者としてクリアストリームの取締役で監査委員会に属するDEXIA銀行のアンドレ・レーランツ氏の就任も合わせて決定された。また、五月一日の株主総会では具体的な条件の提示はなかったものの、ドイツ取引所のザイフェルト最高経営責任者がクリアストリームを買収する用意のあることを株主に伝えていたと言われている。さらに、五月一日には先の一兆七〇〇億ユーロに加えて八〇〇億ユーロの預託資産報告エラーがあったことをクリアストリームは公表した。

ドイツ取引所によるクリアストリームの買収に対しては、ロンドン証券取引所のクルックシャンク会長が命名した縦型サイロ (Vertical Silo) という表現を用いて、取引と決済を結びつける試みは決済費用を割高にして取引費用を補填するおそれがあるとして多くの批判が寄せられたが、ユーロクリアからの具体的な買収提案は示されず、クリアストリームの捜査結果待ちという状況が続いた。六月六日にはクリアストリームの依頼に基づいたフレッシュフィールズとKPMGによる四〇〇ページに及ぶ報告書がルクセンブルグの捜査当局と監督当局に提出され、七月一日にはルクセンブルグの捜査当局から初期捜査では組織的なマネー・ロンダリングの証拠は見当たらなかったが、二次捜査には半年から三年を要するという発表がおこなわれた。そして、七月十三日にはレーランツ臨時最高経営責任者が正式の最高経営責任者となることがクリアストリームの取締役会で決定された。

3 クリアストリームの買収合意に至る過程

二〇〇一年一〇月二四日、クリアストリームがユーロクリアと合併するか、ドイツ取引所の完全子会社となるか、独自路線を追求するかという問題でコンサルタント会社のマツキンゼーからアドバイスを受けているという報道が流れた。クリアストリームのスポークスマンはレーランツ最高経営責任者の意向で夏からマツキンゼーと契約していることは認めたが、組織内部の効率性に関するアドバイスをすぎないと説明した。そして、一〇月三一日、ユーロネクストによるLIEFFEの買収合意が発表されてから二日後に当たるこの日、クリアストリームが買収提案の提示を求めているという報道が流れた。交渉相手はセデルにかつて買収提案を持ちかけたことのある国際決済機関ユーロクリアと、ドイツ取引所クリアリングの親会社としてクリアストリームの五〇%の株式を保有するドイツ取引所であることはこれまでの経緯から明らかであったが、セデルのアドバイザーであるシュローダー・ソロモン・スミスバーニーとソディテイクによるクリアストリームの評価額は二四億ユーロであるとも伝えられた。

一二月一四日にはクリアストリームのレーランツ最高経営責任者がユーロクリアとドイツ取引所の買収提示価格には不満であり、三〇億ユーロ未満の評価は低すぎると述べたと報じられた。しかし、ドイツ取引所はクリアストリームの未公表の財務情報を握っており、それに基づく評価であるはずであるからレーランツ最高経営責任者の評価が過大であるかもしれないという見方もあった。

一二月五日にはクリアストリームからユーロクリアとドイツ取引所の買収提示価格は低すぎるといふ発表がおこなわれ、両者の提示価格は約二四億ユーロで、クリアストリームは三四億ユーロに固執していると報じられた。また、クリアストリームの五〇%の株式を持つドイツ取引所のザイフェルト最高経営責任者が一二月末にユ

ユーロクリアの買収提案には三点において合意できず、拒否権を行使したと語ったことや、適正な価格であればドイツ取引所はユーロクリアにクリアストリームの保有株式を売却する用意があると語ったことも伝えられた。クリアストリームの取締役会がおこなわれた二月七日にはユーロクリアは買収価格をセデル所有株にはユーロクリアの新株（買収後の株式の三〇％）、ドイツ取引所所有株には現金とユーロクリアの新株（買収後の株式の五％）で合計二六億五〇〇万ユーロに引き上げ、ドイツ取引所も買収価格をセデル所有株に現金で一三億五〇〇万ユーロまで引き上げたが、取締役会で採択された四年計画ではクリアストリームの評価額は三四億ユーロから三七億ユーロに値するということが両提案は否決された。ただし、ドイツ取引所はさらに買収価格を引き上げる用意があるとしていたので一月末を期限としてドイツ取引所との排他的買収交渉に当たることが決定された。そして、二月二日にはクリアストリームは独自路線を標榜していたルツシ前最高経営責任者との契約を終了したが、これはドイツ取引所の要請であつたとも言われている。

その後も水面下で交渉がおこなわれていた模様であるが、その内容については明らかではなかった。しかし、ドイツ取引所による経営権の獲得は内部的には合意ができあがっているという匿名の情報筋の話や、セデルの買収価格が一五億ユーロであればセデルにとってはラッキーだというセデル関係者の話は報じられていた。

一月二〇日にはクリアストリームの三大顧客の一つであるＪＰモルガン・チェースがクリアストリームの預託資産をユーロクリアに移すことに決めたと発表し、クリアストリームの取締役会からも役員が辞職したことも明らかにした。ＪＰモルガン・チェースのクリアストリームでの預託資産はチェースが預託してきた一五〇〇億ドルであり、クリアストリームの全預託資産七兆五〇〇億ユーロの約二％にあたる。ＪＰモルガン・チェースはこの時期に決定をおこなった理由として、二月七日の取締役会でクリアストリームがドイツ取引所との排他的

合併交渉に入ることが決定され、取引所と決済機関をセットにする縦型サイロ・モデルに反対だからであると明確に述べていた。こうした動きが出ることはクリアストリームとドイツ取引所の合併交渉が相当進展しているからと考えられ、これに反対する利用者がＪＰモルガン・チェースに追随するのではないかという観測も広がった。そして、一月一八日にはフランクフルター・アルゲマイネ・ツァイツング紙でクリアストリームのレーラント最高経営責任者がドイツ取引所による買収に関して交渉は進展しており、妥当な価格で買収が成立する見通しを述べた一方、ベルゼン・ツァイツング紙ではクリアストリームの最大顧客であるＵＢＳがクリアストリームの預託資産の一部の移転を検討していると報じられ、一月二二日にはＵＢＳは預託資産の一部をクリアストリームから移転することを計画中であることを認めた。ＵＢＳのクリアストリームでの預託資産はＪＰモルガン・チェースを上回る二八〇〇億ユーロであり、クリアストリームの全預託資産の三・七％にあたるが、この決定はクリアストリームとドイツ取引所の買収交渉にかかっており、ＵＢＳもこの買収計画に反対である意向が示された。

また、同じ一月二二日にはミスターＨ（フィナンシャル・タイムズ紙によればレジス・ヘンペル氏）と記されたクリアストリームの元職員の証言がフランス議会の報告書で公表され、クリアストリームのマネー・ロンダリング疑惑の新たな証拠が見つかったと報じられ、ルクセンブルグのフリーデン法務大臣が報道を否定する記者会見をパリで開くという一幕もあった。

一月二八日の月曜日には前週末にドイツ取引所はクリアストリームから青信号を得ており、今は残された細部の調整中で、一月三一日までには買収合意の発表がおこなわれるという関係者の話が伝えられた。そして、クリアストリームの利用者による預託資産移転の動きに関しては、ＩＮＧベアリング、シティコープ、パークレイズといった利用者は買収成立後も預託資産をクリアストリームから移転させないことを決めていると報じられた。

交渉期限とされた一月三十一日には発表はおこなわれなかったが、二月一日の早朝にドイツ取引所によるクリアストリームの買収合意は発表された。注目された買収価格は一六億ユーロであり、セデルを解散することによってこれに少なくとも一億五〇〇〇万ユーロのセデルの保有する純資産が上乘せされる。この一六億ユーロという金額はクリアストリームの二〇〇二年の予想純利益の二〇倍である三億ユーロから割り出されたものであり、セデルの株主は現金かドイツ取引所の新株（ただし、新株発行総数には制限あり）を選択することができ、ドイツ取引所は一〇億ユーロまでを昨年株式会社公開で調達した資金から支払い、不足する場合には借入をおこなう。また、クリアストリームの本部と活動拠点はルクセンブルグに止まり、ロバート・ダグラス会長とアンドレ・レーランツ最高経営責任者は留任し、二月七日の取締役会で決定した二〇〇人の従業員削減はおこなわない。そして、レーランツ最高経営責任者は次席経営責任者としてドイツ取引所の取締役に参加し、加えてクリアストリームの経営陣からもドイツ取引所の取締役を選任する。さらに、セデルとクリアストリームの利用者代表の合意を得てドイツ取引所の監査役会の役員を二名できるだけ速やかに選任する。なお、この買収合意はセデルの株主総会での三分の二の多数決、規制当局の承認、ドイツ取引所の監査役会の承認等によって成立し、遅くとも二月二十八日までには六週間にわたるセデルの株式買い取り請求を開始する予定であるとも発表されていた。

二月一日におこなわれたコンファレンス・コールでドイツ取引所は今回のクリアストリームの買収と経営統合によって一億五〇〇〇万ユーロから一億八〇〇〇万ユーロのシナジー効果を見込んでおり、このうち一億ユーロの効果は当初一年間に発生し、五〇〇〇億ユーロから八〇〇〇億ユーロの効果は数年かけてあらわれると説明した。そして、ドイツ取引所の株価は当日MDAX指数が〇・四%下落していたのに対して、〇・八%の上昇を示し、市場からは熱烈な歓迎はなかったものの、好意的な評価を得たものと受け取られた。

4 クリアストリームの買収合意の背景

今回のドイツ取引所によるクリアストリームの買収合意は二〇〇一年一〇月に発表されたユーロネクストによるLIFFE買収合意と極めて似通った経過を経て成立するに至った。まず、被買収会社が複数の買収会社に買収価格の提示を求め、次に独自路線もありうるとして買収価格の引き上げを要請した。そして、株式と現金を組み合わせる形で買収を提案した買収会社は脱落し、最終的には被買収会社経営陣の買収会社経営への参加という大幅な譲歩をする形で買収合意は成立している。こうした類似性を考えれば、ユーロネクストによるLIFFEの買収プロセスが、買収されたクリアストリームにも買収したドイツ取引所にも大きく影響していたものと考えられる。逆に言えば、ロンドン証券取引所の失敗に学ぶことのなかったユーロクリアにはクリアストリームの買収に対する意欲がそれほど強くはなかったものとも考えられる。

クリアストリームを買収したドイツ取引所には一九九九年五月のドイツ取引所クリアリングのセデルとの合併以来、一貫して縦型サイロ・モデルを追求する強い意志があり、ヨーロッパの株式市場統合の旗頭を標榜するザイフェルト最高経営責任者の強力なイニシアティブがこの買収実現に結びついたものと考えられる。ただし、前回のクリアストリーム設立の際にもかなりの譲歩をしていたが、今回はクリアストリームに相当譲歩した感は免れず、今後の合併・買収交渉では買収相手に足元を見られる可能性を残したようにも思われる。

他方、ドイツ取引所に買収されることを選んだクリアストリームは預託資産の報告エラーに端を発した一連の不祥事で最高経営責任者も交替し、独自路線の追求を諦めたことよって、たとえ買収という形を取らなかったとしても方針転換をはからざるを得なかったというのが実状であろう。すでに一九九九年にクリアストリームの設立を決めた経緯でみたように、ユーロクリアとの競争関係では常に劣勢に立たされ、吸収合併を免れる手段が

ドイツ取引所クリアリングとの合併、クリアストリームの設立であったことからみて、ユーロクリアが合併を実現するためにはかなりの配慮が必要であったものと考えられる。ロンドン証券取引所の強硬な姿勢がLIFFEにユーロネクストによる買収を選択させたように、ユーロクリアの配慮の足りない姿勢がクリアストリームにドイツ取引所による買収を選択させたものと言えるであろう。ユーロクリアはすでにフランスのSICOVAMを買収し、オランダのNECIEFとベルギーのCIKも買収予定であり、リスボン取引所がユーロネクストに加わることからポルトガルの決済機関もいずれは傘下におさめることになるだろう。クリアストリームがこれに對抗するためにはイタリアのモンテ・ティツォリやスペインの決済機関を取り込む必要がある、そのためにはユーロネクストに対抗するドイツ取引所がボルサ・イタリアーナ（ミラノ証券取引所）やスペイン取引所（マドリード証券取引所）を取り込むのに追いつくを得ないことを意味する。ユーロネクスト/ユーロクリア連合とドイツ取引所/クリアストリーム連合という対立を決済機関であるユーロクリアとクリアストリームが解消するためには、対等合併に近い形でなければクリアストリームにユーロクリアに対抗する手だてがないことをユーロクリアは理解すべきであった。ユーロクリアの最終買収提案では買収後のクリアストリームの保有株式は三五%にしかならず、吸収合併以外のなにもでなかった。

今回の買収によってクリアストリーム経営陣は一見大幅な譲歩を得たように見えるが、買収が成立してしまえばその後の発言力を担保するものは存在しない。すでにドイツ取引所ではユーレックスのトップであったフランケ氏がザイフェルト最高経営責任者と対立して辞任したと伝えられている。しかし、ドイツ取引所としてもJPMオルガン・チエースやUBSのような利用者の行動がある限り、クリアストリームの経営陣の意向はある程度は尊重しなければならないことになるであろう。

ペーパーレス化証券の新決済制度

福本 葵

1 はじめに

二〇〇一年五月二四日、コマーシャルペーパー（以下、CP）のペーパーレス化を規定した法案である「短期社債等の振替に関する法律案」が提出され、六月二〇日可決された。施行は、二〇〇二年四月一日の予定である。これによって、日本の証券の中で初めて本格的な不発行化（dematerialization）が行われることとなる。現在、企業が資金調達のため、CPの発行を決定してから資金入手するまでには、二・三日を要している。このように発行から資金入手までに時間を要しているのは、券面の発行・流通が最大の理由であるとされている。現在のCPは約束手形の種類となっており、約束手形には券面の発行が要件となっているため、CPの発行に券面は不可欠である。

短期社債となるCPがペーパーレス化されることによって、決済期間は短縮化され、コストも削減される。短縮化が進むと、CPは発行企業にとって、当座預金を補充・代替する、より機動的で柔軟な利便性の高い短期資金調達手段となる。社債や株式などの他の証券については、目下、T+1への決済期間の短縮が計画されている。一方、CPについては、銀行からの当座借入に代替する機能を持たせるといふ目的を考慮すると、さらに進んでT+0への早期短縮が望ましい。このたびのCPペーパーレス化法の制定によって、CPは他の証券に先んじた、他の証券の手本となる決済制度の早期構築が期待されている。

2 産業界主導のCP市場改革

日本のCP市場の歴史は、一九八七年の開設に始った。日本におけるCP市場の開設を求める声は、発行体である産業界からなされたものである。一九七〇年代初めから、大手総合商社を中心に、アメリカの現地法人によって銀行保証付きのCPを発行するものが見られ、昭和五九年四月には、海外で発行されたCPの国内での売買が自由化された。その後、産業界では国内のCP市場の開設を求める声が上がった。中でも特に、総合商社が日本国内におけるCP市場の開設に熱心であった。これは物流にともなう短期の資金が必要だったからである。現在は、これらに加え、ノンバンクからCP市場の合理化要請が積極的になされている。

資本金一〇億円以上や営業貸付金と長期貸付金等の開示義務等、一定の条件が付与されているものの、現在では、大手ノンバンクが直接市場から調達した資金を営業貸付金に利用することが可能となっている。これは、一九九九年五月の「金融業者の貸付業務のための社債の発行等に関する法律（いわゆるノンバンク社債発行法）」の施行による。それまで、出資法は、ノンバンク等の貸付業が貸出の原資を社債やCPで調達することを禁じていた。現在、ノンバンクはCP発行市場において、重要な役割を担うようになってきている。二〇〇一年三月末CP発行残高は二三兆六千億円である（表1）。このうち、リース会社の発行残高は三兆八千七五五億円であり（表2）、オリックス一社だけでも九千億円に達している。五六・七%を占める同社の直接金融調達の中でも、CPは最大の調達手段となっている。近年、格付けの高い大手ノンバンクにとって、CPはより安価な資金調達手段となっている。このため、CP市場、CP決済の合理化がこれらの企業にとって喫緊の問題となっている。

券面の発行や流通、管理に係る種々のコストを削減し、また、決済期間を短縮化させるためである。短期の直接

3 産業界によるCPペーパーレス化要請
 CPはペーパーレス化に関しても、産業界主導で行われてきた。ペーパーレス化が要請されるのには、CPの

表1 CPの発行残高 単位 億円

年・期・月末	コマーシャルペーパー		合計
	銀行等引受分	銀行等発行分	
2001 / 1	194,462	60,117	254,579
2	195,331	69,771	265,102
3	186,997	48,807	235,804
4	199,976	38,942	238,918
5	206,817	34,839	241,656
6	209,375	27,550	236,925
7	217,333	29,650	246,983
8	212,509	36,460	248,969
9	200,270	35,295	235,565
10	210,948	38,585	249,533
11	217,333	33,285	250,618
12	219,184	30,085	249,269

(注) 日本銀行「金融経済統計月報」より作成

表2 CPの発行残高(企業別) 単位 億円

	有効回答社数	全規模合計		
		2001年(CY)		
		3月末	6月末	9月末
全産業	8,358	118,141	136,816	126,446
製造業	3,612	17,050	28,011	19,196
非製造業	4,746	101,092	108,805	107,249
建設・不動産	808	10,001	4,788	8,011
卸・小売	2,087	40,159	39,059	34,802
運輸・通信	665	2,848	6,702	5,437
電気・ガス	55	7,231	11,808	11,861
サービス	978	2,098	2,380	1,620
リース	124	38,755	44,067	45,519

(注) 日本銀行短観2001年12月より作成

資金調達手段としての役割を果たすCPがペーパーレス化されることによって、銀行の当座借入に代替する機動的かつ効率的機能を発揮することが可能となる。これを実現するため、二〇〇三年四月に決済性の預金のペイオフ解禁までに、CPの新たな決済システムが稼動し、T+0の決済が実現されていることが望まれる。

CPペーパーレス化の要請の中心的な役割を担っていたのが、「企業の資金調達円滑化に関する協議会」およびその中に設けられた「日本CP協議会」である。「企業の資金調達円滑化に関する協議会」は、平成一〇年九月一八日、「CPの発行・流通市場の改善について」と題する要望書を提出しており、二〇〇一年一月二日、日本CP協議会は「電子CP等の決済システム・ブランドデザイン」としての提言を発表した。

「企業の資金調達円滑化に関する協議会」とは、「企業の資金調達の円滑化に関する協議会は、企業の資金調達の円滑化の観点から重要と考えられる問題点について、重点的かつ機動的に議論を行うとともに、検討結果の実現に向けて関係各方面に積極的な働きかけを行うことを目的として平成四年二月に設立された民間企業の自主的な団体である。」⁽²⁾

また、企業の資金調達円滑化に関する協議会は、二〇〇〇年五月、CP市場の発展のため、市場関係者、特にCPの発行体を中心となつた日本CP協議会を設立した。設立当初の参加企業は、オリックス株式会社、新日本製鐵株式会社、住友商事株式会社、東京電力株式会社、日本電気株式会社、株式会社日立製作所、日立クレジツト株式会社、富士通株式会社、三菱商事株式会社、株式会社NTTデータの一〇社であつた。その後、トヨタ自動車株式会社が加わっており、現在は一一社となっている（会長は、榎原実三菱商事株式会社代表取締役会長、副会長、宮内義彦オリックス株式会社代表取締役会長兼グループCEO）。日本CP協議会は、「ペーパーレス化後のCP市場の秩序維持、普及促進をはかることによってCP市場全体を活性化させることを、その目的」とし

て掲げている。同協議会は「電子ＣＰ等の決済システム・グラントデザイン」と題したペーパーレス化ＣＰ決済システムのたたき台を作成した。

4 電子ＣＰ等の決済システム・グラントデザイン

日本ＣＰ協議会が発表した「電子ＣＰ等の決済システム・グラントデザイン」には、短期対応と本格対応の二つの目標が設けられている。⁽³⁾ 短期対応は、制度構築の急がれるペーパーレス化されたＣＰの発行・流通させるシステムを整備することであり、二〇〇二年の一年以内を目標としている。これに対し、本格対応は、ＣＰのみならず、ペーパーレス化された社債の決済システムの整備を目標としており、今後二年から三年を目標としている。

(1) 新決済システムの要件

発表された「電子ＣＰ等の決済システム・グラントデザイン」において、発行体をはじめとし、市場参加者から見た市場発展のための以下の五つの要件があげられている。

発行・流通・元利金支払にかかる事務負担の軽減

決済リスクの削減

発行・流通・償還すべての業務において決済リスクを削減するため、ＤＶＰもしくはそれに準じた仕組みの導入が必要であるとしている。

キャッシュの効率的調達・運用（即日資金化可能）

「電子CPをキャッシュマネジメントに利用するため、T+0決済および即日資金化ができることを必須条件とする。これを実現するため、原則として資金決済は中央銀行である日銀の口座を利用したRTGS決済とする。」としている。CPの取引は一件当たりの金額が大きい。決済にかかるシステム・リスクを遮断する必要があるために、資金のRTGSが要件とされる。RTGSは、ネットィングの場合と比して、手元に多くの流動性を持たせておかなければならない。一件当たりの金額が大きいというCPの特徴は、多くの手元流動性を確保しておかなければならない必要性にも繋がる。⁽⁴⁾

低コストかつ安全な決済インフラの早期実現

日本CP協議会は、「発行や売買、償還の際にかかる手数料を当初から一件あたり千円超すのでは、利用されないと考える」としており、一件あたり千円以内にするように要望している。ちなみに、CPの決済手数料は、アメリカでは一件約一ドル、フランスでは、約三ドルである。⁽⁵⁾ また、CPペーパーレス化法案と同時に、財団法人であった保管振替機構を株式会社化する法案も通過し、機構はCPの決済機関となるのに名乗りを上げている。しかし、CPの決済機関が単一でなければならずと法制されたわけではない。他の競争相手が登場し、安価がサービスを提供する可能性も残されている。

商品範囲の拡張を視野に入れた決済システムの実現

短期対応では、ペーパーレス化されたCPを対象としている。一方、本格対応では、ペーパーレス化された社債をもその対象商品としている。社債のペーパーレス化については、「社債等の振り替えに関する法律案」を来年の通常国会に提出し、二〇〇三年春までに施行を目指すことが発表された。CP市場は一般投資家が参加しないいわゆるプロ集団による市場であり、リスクの管理方法についても、いわゆる単層構造が予定されている。一

方、社債は一般投資家が参加する市場である。そのためリスクの管理方法についても、階層構造が望ましいとされており、これを視野に入れたシステムを構築する予定となっている。

(2) 単層構造と階層構造

保管振替制度の口座管理の方法には、振替機関がすべての最終投資家の口座を直接管理する単層構造と、一般投資家の口座簿は口座管理機関において管理され、口座管理機関の口座簿が振替機関において管理される階層構造（重層構造・多層構造とも言われる）の二通りがある。「短期社債等の振替に関する法律」においては、単層構造が規定されており、ペーパーレス化されたCPを有する者は、直接、振替機関に加入する。振替機関では、振替口座簿を備え、口座管理を行う（第一条、第二条）。一方、アメリカの株式や債券、CPを取り扱う決済機関であるDTCは、参加者の口座残高のみ管理する階層構造を採っている。DTCの参加者である口座管理機関（証券会社等）が最終投資家の口座残高を管理する。

CPの決済が単層構造を採ったとしても、十分に対応できると考えられている。⁽⁶⁾ CPは機関投資家のみを対象としたいわばプロの取引対象であるため、参加者の数も限られており、リスクの管理も比較的容易だからというのが一つの理由である。またCPの場合は、株式や社債のような共益権の問題がないからであるとの指摘もなされている。⁽⁷⁾ しかし、今後CP市場が発展拡大し、プロのみでなく一般投資家が参加者となる場合や、システムの対象商品が社債へと拡大する際には、階層構造の導入が望まれる。同一証券会社の中での振替がある場合、階層構造であれば、証券会社内の口座振替で完了するため効率的である。⁽⁸⁾ 短期対応から本格対応と移行する際に、単層構造から階層構造へのスムーズな移行も併せて行われることが期待されている。ペーパーレス化された社債に

関して、階層構造をどのように行うかの詳細は、まだ明らかではないが、「社債の振り替えに関する法案」の中に盛り込まれる予定である。

5 dematerializationのリスク分担

現行の株券保管振替制度は、株券の存在を予定している制度であり、証券の不動化を行ったimmobilizationである。従来のペーパーレス化はimmobilizationが主流であった。しかし、決済期間の短縮を図る上で、券面そのものをなくす必要性が高まり、現在、ペーパーレス化は証券の不発行化であるdematerializationを指すことが一般的となっている。

株券の保管振替制度の場合、投資家は預託した証券の共有持分権を有することとなっている。また、預託した投資家は自己の共有持分株式の株券返還請求権を有している（保管振替法二十八条）。また、預託株券に不足が生じた時、参加者は連帯してこれを補填しなければならないと規定されている（保管振替法二十五条）。

一方、ペーパーレス化されたCP決済制度では、顧客は振替機関に対し、それぞれの持つCPの直接の権利を有しており、共有持分権を有しているのではない。券面の発行そのものを行わないので、所有者はCPの券面発行請求権も持たない。仮に金融機関の誤った記帳によって、実際の取引量よりも多い金額を記帳した場合であっても、その取引と関係のない参加者が連帯して補填する仕組みとはならないこととなっている。

6 CPに係る税制措置

CPのペーパーレス化法案は通過したが、具体的には様々な問題が残されていた。そのうちの一つが税制であ

る。これまでであった優遇税制が短期社債となるCPにも適用されるのか法案成立当時には未定であったが、昨年一二月一四日に開かれた政府税制調査会の検討結果が発表され、CPに関しては二つの事項が含まれていた。一つは、短期社債の償還差益の源泉徴収不適用であり、もう一つは、CPに係る印紙税特例措置の延長である。前者は、「短期社債の短期金融商品としての魅力を高め、企業の短期資金調達の手滑化を図るとともに、短期金融市場の健全な育成を図る」目的から、ペーパーレス化されたCPである短期社債の償還差益については、源泉徴収を行わないとするものである。後者は、従来の券面で発行される約束手形CPの印紙税については、額面金額によらず一律五千円とする特例措置を延長する措置である。これはCPの発行コストを抑制することにより、企業の短期金融市場からの資金調達の円滑化の効果が得られるとしている。これによって、今年四月のCPペーパーレス化法の施行以降も、ペーパーレス化に移行できない企業も多額の印紙税負担を免れることができる。特例措置がない場合、発行一枚当り発行額一〇億円超で二〇万円、一億円で二万円の税負担がかかることになった。

7 まとめ

CPのペーパーレス化を規定した「短期社債等の振替に関する法律案」は、昨年の通常国会で成立した。その後、具体的な制度の構築が待たれていた。そこで、昨年一月二日、トヨタ自動車やオリックス株式会社等を参加企業とする日本CP協議会によって、「電子CP等の決済システム・グランドデザイン」が発表され、CPの発行体である事業会社が主体となって、新たなCPの決済制度のたたき台が作られた。このグランド・デザインは日本証券業協会にも提出され、協会内においてもこれを検討する「CPのDVP決済スキーム検討タスク・フ

オース」が設置された。グラント・デザインはペーパーレス化されたCPを対象とする短期対応と、同じくペーパーレス化が予定されている社債をも対象とする本格対応から成る。

ペーパーレス化されたCPはT+0への決済期間の短縮が期待されており、それによって銀行の当座借入の代替、補完手段となりうる。また、新たな決済制度がペーパーレス化された社債をも対象とすることにより、今まで証券ごとに分断されていた決済制度が統一化、合理化されることも期待されている。昨年発表されたグラント・デザインは新たな決済システムのたたき台であり、階層構造の実現、種々の証券に横断的な決済制度の実現等、未だ議論の途にある。

注

- (1) 「二〇〇一年三月期本決算概観」http://www.orix.co.jp/top/ir_pdf/ORIXAnalysis0104j.pdf
- (2) <http://www.enkt.org/>
- (3) 詳細はhttp://www.enkt.org/katudou/04_01.html
- (4) 日本証券業協会、「証券決済制度改革の推進のためのワーキング・グループ」(第四回)議事録(平成一三年一月八日)に「CPの資金決済については、一件当たりのロットが大きい、例えば、決済のたびにロットの大きい資金を誰かが確保しなければならないが、誰がそれを確保するのか。今年から始まった国際のRTGSにおいても、CPの短期対応と似たような仕組みが行われており、国債の売買における資金流動性においても同じような問題が発生している。現時点ではきちんと回っているが、それは、国債の場合決済銀行が、個別相対に流動性を供給しているからである。」という指摘がある。

- (5) http://www.enkt.org/katudou/04_01.html
- (6) 「C Pのペーパーレス化に関する研究会報告書」六頁。
- (7) 三國谷勝範「証券決済システムの改善等について」『月刊資本市場』二〇〇二年一月（No. 一九七）、二二八頁。
- (8) 「C Pのペーパーレス化に関する研究会報告書」六頁。「現在のコマーマーシャル・ペーパーのみを考えると、単層構造でも十分に対応できるが、今後広く利用されるようになると、同一のディーラーの顧客間で譲渡がされた場合に電子債権登録機関の決済システムに掛かる負荷を軽減できる」としておく利点がある。」
- (9) 「平成一四年度税制改正大綱について」七頁。 <http://www.meti.go.jp/kohosys/press/0002191/0/011214zeisei.pdf>

【参考文献】

前記以外では、

- 佐藤良治「C Pのペーパーレス化 短期社債振替法の制定」、『ジュリスト』、(No. 一一一五)。
- 犬飼重仁「先進的証券決済システムの構築の基盤となる電子C P決済システム」、『金融財政事情』、二〇〇二年一月一四日。
- 早川徹「短期社債等の振替に関する法律」と証券決済システム」、『ジュリスト』(No. 一一一七)。
- 加藤隼人「T + 1に向けた証券決済制度改革の展望」、『月刊資本市場』、二〇〇二年二月、(No. 一九八)。

(ふくもと あおい・研究員)

米国機関投資家の取引コストと取引システム（1）

三木 まり

1 はじめに

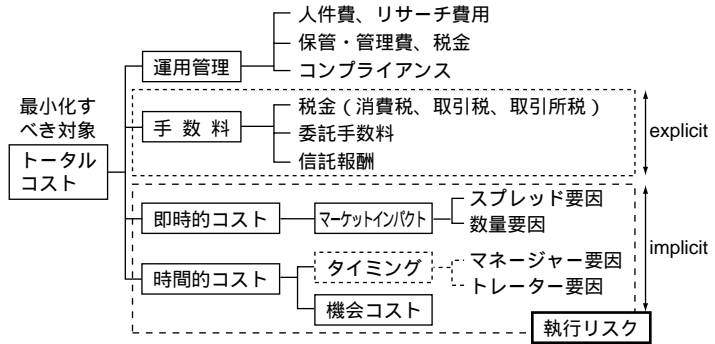
近年、米国の機関投資家において取引コスト低減へのニーズが高まっている。取引コストの低減化へのニーズは、機関投資家の受託者責任にともなう最良執行の追求に加えて、運用資産の拡大や市場環境の変化における運用報酬の低下の中で機関投資家が期待リターンにおける取引コストの低減を重要な課題として認識するようになったことから生じていると理解される。また、この取引コストは、取引システムと深い関連性を持つコストでもある。⁽¹⁾

そこで、本稿では、機関投資家の取引コスト低減化へのニーズが今日の取引システムにどのように関わり、また取引システム間の競争にどのような影響を及ぼしているかを考察するために、取引コストを構成要素別にその特徴と取引システムとの関連性を検討する。まず本稿では委託手数料とマーケット・インパクトについて取り上げたい。

2 取引コストの構成要素と取引システム

売買に伴う取引コストとは、委託手数料や取引税などの明示化されたコスト（explicit cost）と、マーケット・インパクト、タイミングコスト、機会コストなどの市場に発注してみないと分からない暗黙のコスト（implicit

図1 取引コストの構成要素



(出所) 川原淳次「年金基金のクオリティー～受託者責任と最良執行～」
日本証券経済研究所証券市場問題研究会資料、1997年を一部修正。

2) も上に述べたような状況と整合的である。暗黙のコストは、その性質上、取引システムと取引執行戦略に深く関連したコストである。

cost) に区分される。取引コストは、一般に図1のように分解することが可能であると考えられている。

Wagner and Edward (1993) は、これらの取引コストを初めて氷山に喩えた。すなわち、取引コストを量的に表し、氷山の先端部分を明確に測定できる手数料と表現し、水面上の霧のかかった部分は確認できるが測定が難しいマーケット・インパクトを、タイミングコスト、機会コストの順に水面下にはるかに広がっていると実証分析した。⁽²⁾

機関投資家は、機関化の進展に伴う市場環境の変化や運用資産の巨大化によって暗黙のコストの拡大に直面し、必然的に暗黙のコストの低減が期待リターンにおける重要な課題となったと考えられる。 Plexus

Groupによる取引コストの調査結果(表1)や Economides and Schwartz (1995) の機関投資家に対するアンケート調査の結果(表⁽³⁾)

表1 米国の取引コスト分析

	大型株	小型株
銘柄の平均時価総額	200億ドル	4.5億ドル
平均注文サイズ	12万株	5万株
日次出来高に対する倍率	1.25倍	3.25倍
手数料率	0.12%	0.22%
マーケット・インパクト	0.20%	0.33%
タイミングコスト	0.53%	1.72%
機会コスト	0.16%	2.22%

(出所) 1997年11月 Plexus Group 調査。

表2 機関投資家の取引コストの優先順位

	最も重要	次に重要	その次に重要	無回答
即座に取引できない機会コスト	54.7%	36.0%	6.0%	3.3%
マーケット・インパクト	40.7%	51.3%	6.7%	1.3%
手数料	3.3%	9.3%	84.7%	2.7%

(出所) Economides & Schwartz (1995), p.12より作成。

(1) 委託手数料

明示されたコストである委託手数料は、執行する市場や取引の規模等によって異なる。手数料は、表1に示されているように取引コストの比較的小さな部分を構成するにすぎず、他のコストに比べて、機関投資家の関心の低いコストである(表2も合わせて参照)⁽⁴⁾。また、機関投資家の支払う手数料は、全体的に減少傾向にあることが報告されている。機関投資家はしばしばソフトウェアを利用するため、実質的な手数料の低下は更に著しいことが推測される。その背景には、機関投資家向け取引サービスをめぐって競争的な環境が創出されていることや、取引技術におけるイノベーションの進展が考えられる。

本節では、取引コストの低減に高い関心を持つ機関投資家が、取引コストのうち明示されたコストである委託手数料に対して関心の低い理由について、ディスカウント・ブローカーとソフトウェアを考察することによって説明していききたい。

まず、手数料自由化によって出現したディスカウント・ブローカーは、一九九五年ごろからインターネットの利用によってオンライン取引を開始し、注文執行時間と手数料を大幅に低下させた⁽⁵⁾。しかし、オンライン・ブローカーのユーザーは小口投資が中心で、機関投資家による利用は軽微なものに留まっている。その理由は、オンライン・ブローカーの受注形態に関連すると思われる。

ディスカウント・ブローカーが委託手数料を極めて低く設定できる理由は、投資アドバイスをなどを全く排除し、顧客へのサービスを執行のみに限定している点にある。さらに、オン

ライン・ブローカーの場合、受注を小口の成行注文に限定することによって、すなわち機械的で自動的な処理が可能な注文に限定することによって執行の効率化を図り、極端に低い手数料を可能にしたといえる。これに対して、機関投資家の注文は、オンライン・ブローカーの対象外とする大口注文、指値注文、プログラム売買が中心である。したがって、機関投資家のニーズとオンライン・ブローカーの提供するサービスが本質的に一致しないため、機関投資家によるオンライン・ブローカーの利用はわずかなものに留まっていたと考えられる。

一方、少々割高な手数料を支払ったとしてもソフトダラーを受けするため、特定の証券会社に手数料を支払う機関投資家が多い。ソフトダラーとは、投資家が証券会社に払った手数料の見返りとして、第三者の提供する有料のリサーチ関連等のサービスを、その証券会社が代わりに支払う形で享受することを意味する。

ソフトダラーは、メーデー以前の固定手数料時代には、手数料の実質的な割引手段として利用された。しかし、手数料自由化以降の今日も、特に機関投資家の大口注文の獲得をめぐって、ソフトダラーは証券会社によって積極的に利用されている。一九八五年の *Institutional Investor* 誌による調査では、約半数の年金基金の回答者がソフトダラーを受けるため、特定の業者に手数料を支払っていると答えている。こうしたソフトダラー業務は、一九八〇年代後半には、全委託手数料の約二〇%ないし約二五%を占めると言われるまでに成長したとい⁽⁶⁾う。

今日の代表的なソフトダラーの利用としては、リサーチ（情報サービス）、パフォーマンス評価、端末の提供などがある。最近の傾向として、発注に応じて証券会社から機関投資家に直接現金でペイバックするケースも報告されている。ただし、ソフトダラーの利用にもかかわらず、多くの機関投資家が、特定の証券会社への発注量を全体の二五%以下に制限している。こうした機関投資家の発注先の分散に関して、ファンド・マネージャーは執行リスクの分散や最良執行を行う能力のあるトレーダーの発掘を理由に挙げている。⁽⁷⁾

興味深いことにEconomides and Schwartz (1995) による実態調査では、回答した機関投資家の三五・三%がソフトダラーの利用が可能でなかったならば、電子取引システムを利用すると答えている。この結果から、ソフトダラーの存在が、電子取引システムの発展の阻害要因になっていたことが考えられる。今後、ソフトダラーが規制やその他の要因で衰退した場合、ATS (Alternative Trading System) の利用が増加し、それによってATSに対する機関投資家の不満である約定率の低さが改善され、ATSの飛躍的成長が生じることも予想される。

SECや政府当局の規制以外のソフトダラー取引を衰退させる要因として、執行サービスのアンバンドリングの普及が挙げられる。ただし、この場合、リサーチなど情報サービスが売買される市場の整備（情報の質や評価など）、情報という財そのものが転売されやすい性質を持っているということを踏まえた上でのフリーライダー問題の解決が課題であると思われる。

(2) マーケット・インパクト

取引コストのうち暗黙のコストの中でも、即時的コストであるマーケット・インパクトは、流動性の購入のコストとしてビッド・アスク・スプレッドと価格インパクトの二つに分類できる。

ビッド・アスク・スプレッド

ビッド・アスク・スプレッドとは、ビッド（投資家の売値）とアスク（投資家の買値）の価格差を意味する。一般に、スプレッドは投資家に即時性を供給する対価と解釈されるが、市場参加者それぞれの立場によってその意味は異なる。

まず、マーケット・メーカーにとって、スプレッドは、マーケットメーカー業務からの利鞘を意味する。マーケット・メーカーの提示するスプレッドは、業務管理運用費（トレーダーからの注文を物理的に処理する過程で発生するコスト、会員権のような固定費用も含まれる）、在庫コスト（注文の相手方になるために保有するポジションがさらされる価格変動リスクから発生するコスト）、逆選択コストもしくは情報コスト（証券の適正価格についてマーケット・メーカー自身よりも良い情報を持っている情報トレーダーと取引した際に被る損失）から構成されていると考えられる。

一方、投資家にとってのスプレッドは、往復売買に掛かる最低限のコストを意味する。すなわち、スプレッドが広いということは、取引コストが高いことを意味している。

また、スプレッドは、価格形成の効率性を判断する重要な指標と見なされている。SECは、『マーケット二〇〇〇』において、執行市場の分散化によって価格発見機能の低下が懸念されると主張するNYSEに対して、スペシャリストの出す気配スプレッドから見限り効率的であるという判断を下している。確かに、NYSEのスプレッドは、一九八〇年代より一般的傾向として向上しており、二〇〇〇年では、気配スプレッドが二五セント以内の銘柄が九二・四%を占めている。⁸⁾

伝統的な取引システムの枠組では、市場参加者は直ちに取引が成立することを望んでおり、即時性の対価（スプレッド）を支払うと暗黙に想定されている。確かに、マーケット・メーカーが即時に注文が執行できるようにポジション（在庫）を保有して待機し、投資家が取引の相手を探す手間を省くことが可能な市場は、マーケット・メーカーの存在しない市場より執行時間が早まると考えられる。そして、このような即時性の供給は、取引所外での取引の拡大に関わらず、依然としてNYSEやナスダックのようなマーケット・センターによって提供

されるサービスとなっている。

投資家が取引を迅速に行うことのメリットには、取引の意思決定からその執行までに資産価格の変動するリスクの低減、株式価格のミスプライシングの可能性、他の投資家のフロントランニングの防止にあるとされる。⁹⁾しかし、有力機関投資家一五〇社から回答を得た Economides and Schwartz (1995) によるアンケートの結果によれば、三分の二の回答者が取引コストの削減のためであれば、取引を進んで遅らせると答えている。また、アンケート調査の結果から、実際には投資家サイドで取引の即時性は通常求められていないことや、大口注文の執行に際しても取引所において短期間（数時間またはそれ以下）のうちに実現されていないという実状が確認できる。

つまり、伝統的な取引所取引の注文の流出については、取引所が想定する市場参加者のニーズと実際の市場参加者のニーズとの間にズレが生じてきているためではないかと考える。

スペシャリストが存在することによって、注文の執行が容易になっているのは取引の不活発な銘柄であり、流動性が高い銘柄では、スペシャリストに依存した約定は一五%程度にすぎないという。したがって、自然な形では流動性が集められない低流動性銘柄においてのみ、マーケット・メーカーの存在がクローズアップされるものと考えられる。¹⁰⁾

このことから、即時性の対価であるスプレッドは、市場の流動性（特に市場の深さ或いは厚み）に大きく依存するコストであるといえる。また、注文の頻繁に入る銘柄では、小さなスプレッドでもコストをカバーできるが、流動性の低い銘柄では次の取引までの間に価格が大幅に変動するリスクが高いため、十分なスプレッドの確保がマーケット・メーカーにとっても必要になる。

一方、取引の即時性を犠牲にしても執行コストを削減させたいという機関投資家のニーズを上手く捉え、伝統

的取引所から注文を獲得しているのがATSである。ATSは、コンピューター・システムによって、注文の付け合わせを行う点で取引所と同様の機能を果たしながら、取引所と異なり自主規制のコスト負担が当初なかったため、極めて低い取引コストが可能になってきた。さらに、クロッシング・ネットワークの場合、取引仲介者をバイパスして投資家同士が直接取引するシステムである。そのため、マーケット・メーカーの提示する気配スプレッドの中値で取引すれば、スプレッドにあたるコストを互いに半分に節約することが可能になった。ただし、クロッシング・ネットワークの利用は、その約定率の低さのために機会コストという別のコストを投資家は負担することになる。また、ATSの中でも価格発見機能を他市場（特にNYSE）に依存する取引システムに対しては、市場価格のフリーライダーであるとして批判されてきた。そして、ATSの取引量が拡大した結果、その規制のあり方に関して議論が生じた。これに対して、SECは、ATSの規模に応じて取引所に近い気配情報の開示など規制義務の負担を課することを提案し、一九九八年一二月の最終規制案において二段階構造の規制（Regulation ATS）を発表した⁽¹¹⁾。

また、ATSのなかでも、ECN（Electronic Communications Network）と呼ばれるスクリーン取引システムがナスダックの取引高の五割以上を占めるに至っている。ECNの台頭による市場の分裂に関する懸念から、SECは一九九七年にオーダー・ハンドリング・ルールを制定した⁽¹²⁾。この新ルールにおいてインスティテットのよ⁽¹³⁾うなECN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、新ルール導入前後の比較調査では、ナスダックの市場全体のスプレッドは平均三〇%縮小した⁽¹⁴⁾。

一方、台頭するECNへの既存市場の対応策としては、NYSEの二〇〇〇年六月より開始されたInstitutional

Xpressやナスダックにおけるスーパーモニタージュ構想、二〇〇一年二月より導入されたプライメックス・オークション・システムが挙げられる。

価格インパクト

価格インパクトとは、投資家にとって注文数量に関連するコストである。言い換えると、トレーダーが大口注文を速やかに執行するために被らなければならない追加的なコストであり、取引サイズと流動性（あるいは株式の時価総額）の関連性が指摘されている。¹⁵⁾

機関投資家の運用資産の拡大とともに、注文ロットが大口化した結果、機関投資家の注文をそのまま取引所につなぐと約定が難しい状況になった。こうした大口注文の執行は、価格の大幅な変動を招き、執行コストの増大という機関投資家にとって好ましくない事態を招くことになる。こうした背景から、機関投資家は大口注文を取引所に出さずに、証券会社が成立させるブロック取引市場（アップステアズ）に発注することが増えている。一九九五年のNYSEにおける一万株以上のブロック取引のうち、証券会社のブロックデスクで約定したものが二七％を占めるに至っている。¹⁶⁾ ブロック取引市場とは、大口の注文を受けた証券会社が自社のネットワークを使って取引の相手方を探したり、自己売買部門を用いて売りと買いの注文を同数にすることによって取引を成立させる市場である。そのため、ブロック取引市場における執行は、証券会社のデューリング能力やサーチ能力に大きく依存するものであるといえる。

機関投資家にとって、ブロック市場での取引は即時性を犠牲にしても価格インパクトを抑えることのできる執行形態である。また、証券会社のサーチ能力によって、取引所では得られない新たな流動性の供給を得られる可

能性がある。その一方、ブロック取引システムを利用する際のデメリットには、取引情報の漏出がある。ブロックトレーダーが反対売買に応じそうな機関投資家等に接触を繰り返しているうちに、市場に取引意思が漏れてしまったためである。

バイ（顧客）サイドにおける匿名性は、ブローカー・ディーラーによって確保されている。しかし、注文を市場に発注した際に買い注文に関する情報がセルサイドに漏出しているのではないか、それによって不利な価格による取引の約定を被っているのではないかという懸念が機関投資家によって抱かれている⁽¹⁷⁾。このような機関投資家の情報の漏出防止に対するニーズを考慮して、ブライント・ビッドなどのフロントランニングを防ぐ新たな取引手法が証券会社によって開発されることになった⁽¹⁸⁾。また、ブロック市場の手数料は、取引所やATSなどの他の市場に比べてかなり割高になっている。しかし、機関投資家のブロック市場の利用は流動性の探索などの点において高いコスト負担を補完する、あるいはそれ以上のメリットを見出していると言えよう。

一方、ATSは、機関投資家の求める匿名性を完全に提供する取引システムとして支持されている。ただし、完全な匿名性は、機関投資家の取引戦略を立てる際の情報不足を生む可能性もある。このことが逆にATSに対するアップステアズの優位性になっているとも考えられる。その例としては、米国において二〇〇〇年九月において、日本でも二〇〇一年六月に休止したオプティマーク市場が挙げられる⁽¹⁹⁾。

機関投資家は、ブロック取引市場やATS、ECNの利用の他に、価格インパクトを抑える手段として大口注文の分割発注を行っている。ただし、この取引手法は、マーケット・インパクトを低下させる一方、執行に関する時間が長くなることや発注回数が増えることによって生じる機会コストや手数料を増加させる。また、何度も同じ注文を市場に出すことによって、他のトレーダーによってフロントランニングされる恐れがある。しかし、

概念上は執行コストは凹関数をとるため、執行コストの最小化を図ることが可能であると考えられる。また、価格インパクトを軽減するために、ポートフォリオ全体として取引銘柄数を増やして一銘柄あたりの売買代金を小さくする手法も考えられるが、この場合も手数料負担との間にトレードオフが生じる。

3 おわりに

本稿では、機関投資家の取引コスト低減化へのニーズが今日の取引システムにどのように関わり、また取引システム間の競争にどのような影響を及ぼしているかを考察するために、取引コストを構成要素の中でも委託手数料とマーケット・インパクトについて取り上げた。

機関投資家の委託手数料については、近年、低下傾向にあり、機関投資家にとって取引コストの中でも比較的に関心の低いコストである。その理由として、オンライン・ブローカーの提供するサービスと機関投資家のニーズとのミスマッチ、機関投資家によるソフトダラーの使用を挙げた。

次に、マーケット・インパクトの発注メカニズムを振り返ると、マーケット・インパクトは、取引規模と流動性に密接に関連したコストであることが認識された。大口取引を頻繁に行うようになった機関投資家にとって、マーケット・インパクト低減へのニーズは無視できないコストになっている。機関投資家のマーケット・インパクト低減へのニーズの高まりは、小口注文を想定した伝統的な取引所取引システムの枠組みの形骸化を加速させる主要な潜在的要素であると同時に、今日における取引システム間の競争の重要な背景的要因をなしていると思われる。

以上の分析を踏まえ、次稿では残りの取引コストの構成要素であるタイミングコストと機会コストについて取

り上げることをしたい。

注

- (1) 取引コストと取引システムとの関連性については、拙稿「米国の機関投資家と取引コスト」、『証研レポート』第一六〇一回、二〇〇二年一月を参照。
- (2) Wagner, W. H. and M. Edwards (1993), "Best Execution," *Financial Analysts Journal*, January-February, pp.65-71.
- (3) Economides, N. and R. Schwartz (1995), "Equity Trading Practices and Market Structure: Assessing Asset Managers' Demand for Immediacy," *Financial Markets, Institution & Instruments*, Vol.4 No.4, New York University Salomon Center.
- (4) Keim, D.B. and A. Madhavan (1998), "The Cost of Institutional Equity Trades," *Financial Analysts Journal*, July-August, pp.50-69. また、佐賀卓雄（一九九一）『アメリカの証券業』によると、年間支払い手数料が五〇〇万ドル以上の機関投資家における一株当たりの手数料は、一九八一年に一〇・五セントであったが、一九八九年には六・五セントに低下している。
- (5) 詳細については、伊豆久「オンライン・ブローカーとオーダー・フロー・ペイメント」、『証券経済研究』第七号、一九九七年五月を参照。
- (6) 詳細については今給黎成夫「英・米におけるソフト取引の実状（その二）」、『証券』一九九三年九月を参照。
- (7) Schwartz, R.A and D. K. Whitomb D.K. (1988), *Transaction Costs and Institutional Investor Trading Strategies*, Monograph Series and Economics, The Salomon Brothers Center for the Study of Financial Institution, New York University, P13, 参照。

- (8) NYSE, *Fact Book*, 2000, p.19.
- (9) Economides and Schwartz (1995), p.12.
- (10) 大村敬一・宇野淳・川北英隆・俊野雅司(一九九八)『株式市場のマイクロストラクチャー 株価形成メカニズムの経済分析』四七―五〇頁。
- (11) SECは一九九八年四月に代替的取引システム(ATIS)規制案をリリースした。この提案では、ATISは(1)証券取引所第五条・第六条に定める国法証券取引所として登録し、可能な限り取引所と同等の規制を受けるか、(2)ブローカー・ディーラーとして登録し、追加的に制定された「ATIS規制(Regulation ATIS)」に従うかのいずれかをATIS自らが選択することができるとしている。SECは一九九八年二月に最終案を発表しており規制の全体的な構造は変わっておらず、二段階構造の規制となっている。
- (12) この他にオーダー・ハンドリング・ルールは、顧客の指値注文がマーケット・メーカーに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になった。
- (13) Conrad, J., K. Johnson, and S. Wahal (2001), "Institutional Trading Costs and Alternative Trading Systems," working paper, University of Emory, p.1.
- (14) オーダー・ハンドリング・ルール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銘柄に対して段階的に導入された。詳細については、清水葉子「市場間競争とディーラ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。
- (15) Keim, D.B. and A. Madhavan (1997) "Transactions Costs and Investment Style: An Inter-Exchange Analysis of Institutional

Equity Trades”, *Journal of Financial Economics*, vol.46, pp.265-292.

- (16) アップステアズの詳細については、伊豆久「アップステアズ取引とは何か 大口注文の場外付け合わせについて」『証研レポート』第一五四号、一九九八年一月を参照。
- (17) Economides and Schwartz (1995), pp.5-6.
- (18) ブラインド・ビッドとは、投資家の売買銘柄について、ブローカー・ディーラーが自己のポジションで向かう取引であるが、投資家が売買銘柄を隠した上でブローカー・ディーラーと価格を決定する取引手法である。
- (19) オプティマーク市場の休止に関する詳細は、拙稿「オプティマーク市場休止が意味するもの」『証研レポート』第一五九八号、二〇〇一年九月を参照。

(みき まり・研究員)

証研レポート既刊目録

1590 (2001.1)	執筆者	1597 (2001.8)	執筆者
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IMFの変容	伊豆	自社株買について	伊豆
ASX	吉川	ユーロネクストのIPO	吉川
- 知られざるイノベーター -		- ドイツ取引所のIPOとの明暗 -	
米国NASDAQの収入について	清水	アメリカ政府債の清算機関GSCC	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LIFFFE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	CPのペーパーレス化(1)	福本
ナスダックのスーパーモンタージュ構想	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	オプ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
- IPOと情報提供拡充 -		- ユロ建て米株電子取引 -	
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団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」をめくって -	
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	- SIAの自主規制モデル案 -	
- LIFFFEとの提携とイースダックの買収 -		LIFFFE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
DTC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 -		CPのペーパーレス化(2)	福本
1594 (2001.5)		1601 (2001.12)	
構造改革と投資銀行業務	二上	最近の個人顧客の動向	二上
米国新興企業とストック・オプション	伊豆	インターネット取引の拡大について	伊豆
ロンドン証券取引所の巻き返し策	吉川	ユーロCCP	吉川
- 海外キャンペーンとTSE2001 -		- DTCの欧州クリアリング機関 -	
動き出した国債のRTGS(1)	福本	金庫株解禁の商法改正	福本
- 制度の概要 -		NYSEとナスダックのスプレッドの比較	三木
1595 (2001.6)		1602 (2002.1)	
個人金融資産の動向について	二上	新規参入業者に見るビジネスモデル	二上
インスティテットのIPO	吉川	オーストラリアとシンガポールの取引所間リンク	吉川
- ECN初の株式会社公開 -		- クロスボーダー・ネットワークの試み -	
上海証券取引所のコーポレート・ガバナンス調査(2)	王	中国上場企業のパフォーマンス	王
- 監事会、経営陣および意思決定の在り方を中心に -		米国の機関投資家と取引コスト	三木
動き出した国債のRTGS(2)	福本		
- 現状と問題点 -		1603 (2002.2)	
1596 (2001.7)		減資について	伊豆
個別株先物取引と信用取引	二上	- 株式・資本金・株主持分 -	
M&A会計とITダブル	伊豆	ナスダックの電子的価格改善システム	吉川
ナスダック・ヨーロッパとvirt-x	吉川	- ブライメックス・オークション・システム -	
- ヨーロッパでの新たな試み -		中国上場企業の株式所有構造と企業効率	王
上海証券取引所のコーポレート・ガバナンス調査(3)	王	証券決済制度改革	福本
- 重役の選任、報酬および従業員の変化を中心に -		- 現行改革議論の整理 -	
NYSEの特別委員会報告書より	三木		

証研レポート第一六〇四号
二〇〇二年三月十一日発行

(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

2002年3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)