

証 研

レポート

No.1628

2005年2月

証券販売チャネルの今後
～イギリスの経験～

二上季代司（1）

人民元の切り上げをめぐって

伊豆 久（10）

ドイツ取引所のロンドン証券取引所買収提案

吉川 真裕（19）

ニューヨーク証券取引所のスペシャリスト問題について

清水 葉子（36）

財団法人 **日本証券経済研究所**
大 阪 研 究 所

証券販売チャネルの今後

イギリスの経験

二上季代司

二〇〇四年四月から証券仲介業制度が始まり、一二月からは銀行等にも証券仲介業が認められた。この二つの措置によって、販売チャネルの範囲ならびに取扱商品の範囲の両面でほとんど制約なしに証券営業のアウトソーシングが可能になった。かつての免許制時代には、営業姿勢の適正化という観点から営業員に対する証券会社の監督責任を直接的なものにするため独立性の強い歩合外務員制度に対してさえ抑制的な方針を採ってきたことを想起すれば、これは証券行政の一大転換といってもよいであろう。⁽¹⁾ もっとも、証券仲介業制度導入の政策的意図⁽²⁾について問題含みではある。いずれにせよ証券販売チャネルのあり方が従来と様変わりになる可能性が出てきたことは、今後の大きな注目点である。

一方、目を海外に転じると、証券販売チャネルのアウトソーシング（あるいは代理店網の利用）は多くの国々で古くから行われてきている。そうした国々の実態を知ることが、今後、わが国で証券会社以外の証券販売チャネルの拡大が現実化したときの参考になるだろう。とりわけイギリスでは小口顧客・新規顧客の注文取次ぎを歴史的に銀行店舗網に依存してきたのであって、同国における経験を見ておくことは意義のあることと思われる。⁽³⁾ そこで、以下では、証券会社以外の証券販売チャネルの実態についてイギリスの事例を紹介してみよう。

1 イギリスの証券ブローカーと代理人 (Agents)

イギリスではすでに一九世紀の古くから証券ブローカーの代理人利用が盛んであったといわれる。代理人としては、銀行、弁護士、会計士、投資顧問業者などであり、取次ぎに際しては手数料の割戻しが行われていた。一九八六年のビッグバンによって手数料が自由化されるまで、イギリスでは最低手数料制が維持されており、その脱法的行為を防止するため取次ぎ業務を行う場合には代理人はロンドン証券取引所に登録する義務があった。

このなかで最も重要な代理人は銀行であった。小口注文の多くは銀行経由でブローカー商会に集まってくるといわれる。例えば——かなり古い数字であるが——、Foster & Braithwaite社は、銀行からの注文は手数料収入ベイスで四分の一から三分の一（一九五〇年代～六〇年代）、J. Capel社では銀行経由は件数の六〇%、手数料収入の三四%を占めるとされる（一九六三年～六四年）⁽⁵⁾。このように銀行経由の注文は量的にもかなりの額にのぼるので、ブローカー商会の多くは銀行課、代理店課という部署を設けていたとされる。

銀行がブローカー商会に注文を取次ぐやり方にはいろいろあり、その一つは各支店ごとに取次ぎ業者をあらかじめ決めておく方法である。このやり方によれば当該地方支店長は取次ぎ業者と直接交渉できることになる。もう一つの方法は、各支店からの注文は一旦、母店に集め、本店からの指令で取引実績（預金残高等）に応じて各ブローカー商会に割り振る方法である。

ここで興味深いのは、この代理人業務における銀行と取次ぎ先ブローカー商会との役割関係である。銀行支店長が証券取引を希望する顧客に対して行うことは銀行のリストに乗っているブローカー商会にあてて取次ぎ文書を書いたり、推奨銘柄を求めることであって、みずから当該顧客に投資助言を行うことはなかったとされる。他方、取次ぎ先のブローカー商会には詳しい顧客属性（年齢、財産状態、ポートフォリオの目的など）は知らされ

ておらず、投資額ならびに大雑把な目的（配当狙いか、キャピタルゲイン狙いか）しか告げられなかったとされる。⁽⁶⁾ そして各ブローカー商会の銀行課の主たる職務は、銀行支店からの照会に対する回答書の作成であったのである。

したがって顧客がより詳しいアドバイスが欲しい場合には、紹介状をもって自らブローカー商会を訪ねるより他に無かったのである。ここで銀行が行っている取次ぎ業務は、投資勧誘というよりも顧客紹介に近い。その意味では、代理人業務における銀行とブローカー商会との関係は、競合的というよりもむしろ補完的、棲み分け的であったろう。

2 代理人利用の背景

ところで、イギリスではどうして、このように早くから代理人に依存した受注体制をとってきたのであろうか。

その要因の第一は、ロンドン証券取引所（以下、LSEと略）の規則である。一九七三年に地方取引所がLSEに統合されるまでは会員ブローカー商会の広告・宣伝に制限が加えられ、文書の配布、アドバイスや売買の勧誘は自社の既存顧客のみに限定されていた。広告規制の目的は、①顧客獲得を巡る会員間の競争防止、②非会員との区別を顧客に知らしめるためとされるが、いずれにせよこれでは新規顧客の開拓は自力では不可能である。また、LSEはその規則で、支店設置にも禁止的な制限を加えていた。したがって、地方顧客の注文を自力で獲得することも困難であったのである。このほか、会員ブローカー商会の組織形態は長らくパートナーシップ制を原則としたが、一九六七年の会社法改正まではパートナーシップの数を二〇名に制限されていたことも大規模商

会の出現を困難にした。

第二には、これとは逆に、イギリスでは商業銀行が合併を繰り返して大規模化し、早くも一九世紀末には英国全土に稠密な支店網を抱えたブランチ・バンキング制度が確立されたことである。また、広告・宣伝の禁止はLSEの規則であつて非会員には適用されないため、銀行が宣伝・広告することに制限はなかった。また、地方の銀行支店長が、多くの顧客から信頼と尊敬を受けている関係も取次ぎ業務に有利に働いたとされる。

以上のように、証券取引所規則の存在と、支店銀行制度とがあいまって比較的早くから、新規顧客や小口顧客の注文は銀行店舗を経由してブローカー商會に集められるという仕組みが出来上がっていたのである。こうした仕組みは支店設置禁止の撤廃など取引所規則の改定が行われた一九七三年の取引所統合以後も基本的に変わっていないのである。しかしながら、代理人業務における銀行とブローカー商會との関係は、七〇年代後半ごろから変りはじめ、ビッグバン以後に大きく変質していく。先述したように、これまでの補完的關係が競合的關係に変わっていくのである。

3 ビッグバン以後

第一に、ユニット・トラスト（投信）の拡張とともに、銀行は小口顧客の証券取引ニーズに対して、ブローカーに取次ぐよりもユニット・トラストを薦めるようになったことである。銀行は運用に当たる管理会社を設立し、そこが組成したユニット・トラストの販売に注力し始めたのである。銀行のみならず、保険会社もユニット・トラストを組み入れたリンク保険⁽⁷⁾の販売に傾注し始める。また八六年金融サービス法のもとで始められた「販売の二極化ルール」(polarisation rule)⁽⁸⁾に基づき、独立金融アドバイザー（IFA）と呼ばれる業者がユニット・ト

ラストの販売で急速にシェアを伸ばしている。このように、小口顧客や新規顧客が個別株投資に向かうよりもユニット・トラスト購入に向かう傾向が強まる中、その販売競争を巡る競争が激しくなっていくのであった。

第二に、ビッグバンによってブローカー商会への出資制限が撤廃され、銀行は会員ブローカーを子会社化したり、新設することができるようになったことである。これまで店舗網を経由する注文を他のブローカー商会に取次いできた銀行は、これを自行のブローカー子会社に集中させることで顧客および手数料収入の囲い込みが可能になった。九〇年代後半になると、イギリスでもオンライン・ブローカーがシェアを拡大し始めるが、銀行はこうしたオンライン・ブローカーの子会社化にも乗り出し、口座開設の斡旋へとつなげていくのであった。⁽¹⁰⁾

4 イギリスのストックブローカー

要するに、イギリスの証券リテールビジネスにおいて、ストックブローカーは販売チャネルの面で当初から銀行そのほかに劣後していたのであり、ビッグバン以後はコングロマリット化する銀行グループがシェアを食ってきた歴史といえるのである。そのため、イギリスのブローカーは今でも店舗数は少なく小規模である。

しかし、そうした中でも生き残ってきたストックブローカーが示してきた比較優位の分野は「投資アドバイス」の質の良さに尽きるように思われる。とりわけ成功している業者は、取引前の銘柄推奨や売買の是非、タイミングのアドバイスもさることながら、取引後のアフターサービスに優れているのである。ファイナンシャル・プランニングにおいてはその後のモニターとアセットのリバランス・リロケーションに優れているのである。

ハミルトンは「儲かる株式を選んでくれたが、その株式を忘れてしまうというやり方よりは、損をしたがいつまでもその株のことを気にかけてくれるというやり方が賞賛される。総体的にいつてロンドンの証券業者の事後

サービスは、セールスには力を入れるがサービスにはあまり努力を払わないアメリカの証券業者よりは優れている。」と旧著で述べている（三三―四ページ）が、同じことが現代でも当てはまるだろう。

しかしながらアフターサービスに力を入れようと思えば、それが収支相償うようなビジネスモデルになつていなければならない。今でもイギリスのストックブローカーは小口顧客には不熱心であり、大口顧客、従来の顧客を大事にする。とりわけ、顧客との取引関係が末永く継続し、アフターサービスがその後の取引を生むような関係が醸成されることに努める。要するにアフターサービスの充実と顧客関係の継続は、鶏と卵のような関係にあるのだが、イギリスでは「一任勘定」がそうした関係を強固なものにしているのである。一任勘定の最低取引単位は業者によってマチマチであるが、五万（約一千万円）―一〇万ポンド（約二千万円）が多く、口座管理料および残高に比例する運用報酬を徴収することできめ細かいアフターサービスのコストをカバーしている。

5 小括

ところで、わが国では証券会社の一任運用は制度的に可能になっているが、これを兼業として営んでいる業者は極めて少ない。それは、行政当局がなかなか認めようとしなからで、過去の不祥事等が災いしているともいわれる。しかし、こうした事前予防行政は、今回の証券仲介業制度創設と両立するのだろうか。

証券仲介業制度は証券営業を個人等にもアウトソースすることを認めるものである。その不法行為責任は取次ぎ先証券会社にかかってくるが、社員外務員の不法行為と比べれば監督責任が間接的、事後的になることは免れない。この面からは、証券営業に関する行政方針は「業者行政」よりも「市場行政」に重きを置かざるを得ないはずである。したがって、望む業者には一任運用業務を認め、不適正営業については行政上のペナルティを加え

るほか、課徴金等による不当利得の没収、顧客が賠償責任を追及しやすくする等の制度構築に努めるべきだということになる。

他方、証券仲介業への銀行参入解禁の背後には、証券会社の信頼性が低いために家計の株式投資が伸びないのだというロジックが働いていたように思われる。信用力の高い銀行に売られれば、もっと株式投資が増えるだろうという発想である。もしそうなら、証券行政は免許制の時代となら変わらないことになる。免許制時代の証券行政は、仲介者である証券会社が適切な営業姿勢を保てば証券市場は健全に発展するという「業者行政」から成り立っていたが、この仲介者を証券会社から銀行に代えただけだからである。今回の証券仲介業制度はこちらの方に力点があつたということか。

注

- (1) もっとも、九〇年代半ばごろから歩合外務員制度の弾力的運用が行われ、歩合外務員の在宅勤務がみとめられるなど、営業員に対する行政方針は徐々に転換してきたように思われる。
- (2) この点については拙稿「証券仲介業制度の実効性を探る」(『金融ビジネス』二〇〇五年二月号)で触れておいた。
- (3) アメリカでは銀行によるブローカー業務はグラスティーガル法でも禁止されていないが、実質上、銀行店舗内での証券販売は提携先証券会社に委ねられている。いうなれば場所貸しであり、日本の銀行証券共同店舗に近い。ドイツでは証券業務は銀行業務に含まれており、銀行は取引所会員でもあり、受注だけではなく執行業務を行う。したがって銀行自身が注文を受け付け、これを証券会社に取次ぐという証券仲介業のあり方に近いのはイギリスであろう。
- (4) ほかに、外国駐在の代理人(Remisiens)、国内の代理人(アタッシェ、Attachés)以前はhalf commission

mentともよばれた）、退職証券関係者（Retired Associate）などが注文取次ぎに従事したとされる（アームストロング（上巻）、一四六ページ）。

(5) 小林、一四一ページ。

(6) ハミルトン（旧著）、一二四ページ。

(7) 八六年金融サービス法施行前までは、ユニット・トラストの訪問販売（cold calling）は認められていなかったのだが、保険販売はそれが認められていたので、保険の衣を付けてユニット・トラストの訪問販売を行おうとしたのである。

(8) ユニット・トラストや保険などの集合投資商品の販売において、①Tied Agent（特定の管理会社や保険会社と契約してその組成商品のみを扱う提携代理人）、②Independent Financial Adviser（どのプロバイダーとも関係を有しない独立金融アドバイザー）のいずれかでなければ投資アドバイスを行ってはならないというルール。二〇〇二年に廃止の方針が打ち出されている。

(9) LSEは、会員に専業義務（兼業禁止）と並んでパートナーシップ（他の有限責任会社による出資を禁止）を強制してきた。その理由は他業（例えば銀行業）での損失が会員業者に波及して、当該会員の受渡し能力を毀損しシステムリスクに広がること、また他業兼営の場合には外部債権者が存在するので受渡しに際し他会員は優先弁済権が確保できないからとされる（Michie, p39）。この出資制限は徐々に緩和されていたのだが、取引制限的行為に抵触するとされて八六年に撤廃したのである。

(10) 銀行のブローカー子会社として、オンラインブローカーではコムダイレクト（TSBロイズ銀行とNunns証券の合同出資）、バークレーズ・ストックブローカー（バークレーズ銀行系）、ナットウエスト・ストックブローカー（ナットウエスト銀行系）などがある。

参考文献

- ・ F. E. アームストロング「イギリス証券市場（上）（下）」（『証券研究』一一卷、一二卷、一九六四年六月）。
- ・ J. D. ハミルトン「イギリス証券業の現状」（『証券研究』二八卷、一九七〇年一月）。
- ・ 小林襄治「英国の証券業」（『証券研究』六三卷、一九八一年四月）。
- ・ J. D. ハミルトン『証券業の将来』日本証券経済研究所、一九八六年一〇月。
- ・ Ranaid Michie, *The London Stock Exchange, A history*, Oxford University Press, 1999.

（にかみ きよし・客員研究員）

人民元の切り上げをめぐる

伊豆 久

はじめに

今月四、五日に開催されたG七で、為替の問題が再び取り上げられ、人民元に関しては「為替レートの柔軟性を欠く主要な国・経済地域にとってそのさらなる柔軟性が望ましい」ことが改めて確認された。

人民元をめぐるのは、切り上げあるいは変動相場制度への移行（変動幅の拡大）を求める声が二〇〇一年頃から強まったが、一方で、今の時点で為替制度を変更するのはデメリットのほうが大きいとの主張もあり、最近では、どちらかといえば後者のほうが優勢となってきたようにも見える。それぞれの主張が、何を根拠にどのような効果を期待したものなのか、以下、人民元をめぐる議論を簡単に整理することとしたい。

1 切り上げ論

人民元は、以前は、公定レート（政府による管理貿易に適用）と市場レートの複数为替制度をとっていたが、九四年一月の一本化と同時に、一定の幅のなかでの変動（前日の対米ドル終値の上下〇・三％以内）を認める管理変動相場制に移行した。しかし実際は、九七年一〇月から現在まで一ドル＝八・二七七元に張り付いたままとなっている。通貨当局が恒常的に市場介入をおこなって、為替レートを完全にコントロールしているのである。

一方、この間、中国の国際収支を見ると、貿易収支は黒字を維持しつつ、外国からの直接投資その他の資本流

入が増加しているため、為替市場の需給は民間ベースでは外貨（ドル）売り元買いが圧倒的に優勢である。そうしたドルの全額を通貨当局が買い上げているため、中国の外貨準備は増加しつづけており〇四年末時点で前年比五一・三％増の六〇九九億ドル、日本（八四四五億ドル）に次ぐ世界第二位の外貨準備大国となっている。

ところがこのことは他国から見ると、中国は、市場介入によって通貨を割安とすることで貿易黒字と外資流入を維持し、世界に貿易赤字と産業の空洞化を押し付けていると映る。中国は世界にデフレを輸出しているというわけである。

こうした状況を背景に、〇一年頃から、（特に対中貿易赤字の大きい米国や「中国脅威論」が広がった日本などから）人民元切り上げ論が主張されるようになったのである。

しかしながら、ではどのように切り上げるのかという方法論のレベルになると、①必要な調整（論者により一五％程度から三〇％程度まで幅がある）を一度に行うべきだ、とする考え方と、②小幅な切り上げ（数％程度）を何回か繰り返すべきだとする主張に分かれる。

国際収支の均衡化に必要な為替レート調整を一度に実施するという方法は、さらなる切上げ期待を沈静化させ投機的資金の流入を抑制することで、速やかな為替の安定化を期待できる。例えば、Goldstein(2004)やWilliamson(2004)は、現在の対ドル固定制からドル・ユーロ・円のバスケットに対する上下一〇％のターゲットゾーン制への移行を主張しているが、その前に二〇％程度の切り上げを実施すべきだとする。しかし、この方法には大きな問題がある。肝心の妥当な切上げ幅を確定することは極めて困難だからである。すでに購買力平価などにもとづいて様々な提案がなされているが、いずれにしても恣意的な前提に依存せざるをえない。にもかかわらず、切り上げ幅が小さければ二度目の切上げを期待した資金流入が生じるであろうし、大きすぎれば中国経済

のハードランディングを引き起こしかねない。

こうした懸念から、むしろ一度につき数%程度の切上げを何回か繰り返すことで不均衡を調整したほうがよいとの主張が現れている（例えば黒田（二〇〇四））。ハードランディングを回避しつつ、ある程度の時間をかけて妥当な為替水準を模索しようというものである。しかしながら、一旦切上げを実施しかつそれが小幅なものであれば、さらなる切上げがおこなわれるのは確実となるため、いくら資本取引規制が存在しても何らかの形で投機資金が大量に流入することは避けられない。結果的に、当局は連続的な切上げに追い込まれ、むしろ為替レート不安定化を招きかねないという不安が残る。

2 切り上げ慎重論

貿易黒字と巨額の直接投資に支えられて外貨準備を急速に積み上げている状況を見ると、人民元の切り上げは不可避のように思われるが、しかし、状況はそう単純ではない。例えば吉富（二〇〇四）やLau(2004)は中国の貿易構造の特殊性に着目する。

すなわち、第一に中国の貿易収支の構造を見ると、対米貿易でこそ黒字は大きいものの、対米貿易を除いた中国の貿易収支は赤字であり、差し引きすると中国の貿易収支自体は、対GDP比でおよそ二%とそれほど大きいとは言えない。対米貿易黒字の原因が、人民元が安いことにあるのであるなら、他の地域に対する貿易収支も黒字になっているはずである。他方、米国の二国間の貿易収支赤字は中国に限られず、日本ほか多くの国に及んでいる。米中貿易不均衡の原因は、中国よりも米国にあると見るのが自然であろう。

しかも、反対に米国の、日本・韓国・台湾などとの貿易収支を見ると、米国の貿易赤字は減少に転じたり拡大

にブレーキがかかったりしている。これは、従来の「アジア各国から米国への輸出」が、生産拠点の中国移転にともない、「アジア諸国から中国への中間財輸出」と「中国から米国への最終財輸出」の二つに分解されたからにはかならない。つまり、アジア各国からの米国への輸出の多くが、中国経由での対米輸出に変化したため、米国の直接的な輸入先が中国に集中しているのである。それゆえ中国の対米貿易黒字が突出して現れているが、その背景にあるのがアジア地域における企業の生産シフトである以上、人民元の水準の調整で問題を解決することは難しいであろう。

こうした状況を踏まえるなら、米中間の貿易不均衡は、八〇年代の日米貿易不均衡に始まる米国・アジア間の貿易不均衡の一変種にほかならず、この間一貫しているのが米国の貿易赤字であることから、貿易不均衡の本質的な原因は、中国の側というより米国の側にあり、為替レートに関して言えば人民元が割安なのではなくドルが割高なのだ、ということになる。

第二に、中国の貿易のほとんどは加工貿易であり、中間財を輸入し低付加価値財を輸出する構造となっている。したがって、人民元を切り上げると、確かに輸出価格は上昇するが、同時に輸入中間財の価格が下がるため、付加価値率を一定とすれば輸出財の価格上昇をある程度抑えることが可能となる。ある試算によれば、中国の輸出全体で見ると輸出価格に占める輸入中間財コストは七〇%、対米輸出に限定すれば八〇%に達するという。だとすれば、人民元を三〇%引き上げたとしても、輸入資材価格の減少により対米輸出価格は六%しか上昇しないことになる。これでは、人民元の切り上げに貿易不均衡是正効果を期待することは非現実的であろう。

第三に、確かに貿易黒字と外資系企業の進出で中国には巨額のドルが蓄積されているが、その多くは米国の債券市場（主に国債と政府機関債）に投資されている。現在、ＩＴバブル期に見られた欧州企業からの直接投資の

ような民間ベースでの対米資金流入に期待できない以上、中国等の市場介入による米国への資金還流は、ドルの維持において非常に大きな役割を果たしている。すなわち、貿易不均衡は確かに大きいが、その裏側には、資金面での正反対の不均衡が存在しており、両者は、相殺しあっている種の均衡状態を形成しているとも言える。このような現状を踏まえると、中国が人民元を引き上げるなどして市場介入を停止ないし減額することは、現在の「均衡状態」から一度離脱し、新たな均衡を模索することを意味する。しかし、それはかなりリスクの高い試みである。

さらには、現在の外貨準備の増大についても、必ずしもファンダメンタルズを反映したものとは言えない可能性がある。というのは、最近、人民元の切り上げによる為替差益やドルとの金利差益の獲得を目指した投機的・浮動的資金の流入が急速に増大しているからである (Prasad, et. al.(2005))。そうした資金に対するドル買い介入が外貨準備急増の一因となっていることを考えれば、外貨準備が増えていることのみをもって、現在の人民元がファンダメンタルズに対して割安だと判断するのは危険であろう。もちろん、人民元を切り上げれば為替差益狙いの資金流入を沈静化することはできるが、そのときの人民元はファンダメンタルズからするとかなり割高となっている可能性がある。それは、中国経済への負荷を不必要に高めることになるであろう。

以上のような点に注目して、人民元の切り上げを急ぐことはむしろデメリットのほうが大きいのではないかとする意見が、ここ一年ほどの間に、多くなったように思われる。

3 変動制移行論

右に見た切り上げ論、切り上げ不要論の他に、もう一つ、変動制への移行論（その最初のステップとしての変

動幅の拡大論)があり、特にIMFがそれを強く主張している (IMF(2004), Prasad, et. al.(2005))。

現在は、変動制移行すなわち切り上げ、との見方が強いが、それは必ずしも正確ではなく、変動制への移行と為替水準の調整とは区別すべきであろう。というのは、変動制に移行した人民元は、目先上昇しても中期的にはむしろ下落する可能性が高いとの予測も有力だからである。一つには、先述のように現在の為替レートを支えている一因に切り上げ期待にもとづく浮動資金の流入があるとすれば、変動制への移行によって人民元高が一巡したあとは、資金の逆流によって下落に転じる可能性も小さくない。また、中国は「世界の工場」から「世界の工場プラス世界の市場」へと変貌しつつあり、石油一つとってみてもこれから輸入が増えていくことは間違いない。それにWTO加盟にともなう自由化が加わるのであるから、中国の貿易黒字が今後も持続すると簡単に決め付けるわけにはいかないのであろう。

つまり、ここでいう変動制移行論は、部分的に先の「切り上げ慎重論」とも重なりつつ、必要なのは切り上げそのものではなく変動制への移行だとの主張、問題は為替の水準にあるのではなく為替を固定しているという点にあるのだとする見方である。

では、変動制が必要な理由は何か。

中国経済の対外開放がさらに進み世界経済からの影響をますます強く受けるようになることは間違いない。にもかかわらず、固定相場制度をとっていれば、外的なショックが生じた場合、国際収支の変動は自動的に市場介入によるベースマネーの増減につながり、不胎化によってある程度の対応が可能だとは言え、国内金融政策への制約となることは避けられない。経済のグローバル化が進むなかで金融政策の自立性を維持するためには、変動制に移行することが必要だというのが、その主たる根拠である。

さらに、現在すでにその兆候が見られるように、為替調整期待が非常に強ければ、資本移動が大幅に規制されていてもその実効性は低下せざるをえず、一方で金融サービスの自由化がさらに進むことから、資本移動はますます拡大することが予想される。しかしながら、アジア危機が示したように固定相場制度のもとで資本移動を自由化することは非常に危険であるため、資本の流出入が本格化する前に、変動制への移行を済ませておくことが必要だと考えられるのである。

そもそも中国には固定制度をとりつづける根拠が希薄である。途上国が固定相場制度を採用する理由のひとつは、インフレ抑制の手段として為替レートをアンカーとするためである。高インフレでありながら国内的な政治状況等から引き締め政策の実施が困難な場合、通貨の対外価値（固定為替レート）を公表することで引き締め政策をいわばルール化することがある。しかしながら、中国の場合これは当てはまらない。現在のインフレ率は、名目アンカーとして固定為替レートを必要とするほど高くなく、何より人民元への圧力は減価ではなく増価の方向に向かっていくからである。

あるいは、中国の銀行が多額の不良債権を抱えているために、変動相場制に移行すれば、資本逃避が発生し銀行危機が発生しかねないとの理由から、変動制への移行に反対する議論もある。しかしながら、それは、資本移動と変動制とを混同した誤解である。①変動制と資本移動は異なり、②銀行危機をもたらず可能性があるのは資本自由化であり変動制ではない。③経済の国際化が進展するにつれて変動制への移行も資本の自由化も避けられないが、その二つは、変動制への移行を先に進めそれから資本移動の自由化を進める順番でおこなうべきである。アジア危機の例をみても、途上国における通貨危機の原因となったのは変動制ではなく固定制であり、固定制度のもとで資本移動を自由化し金融機関や企業が外貨建て債務を積み上げた上で、その逆流が発生した時に、通貨

危機・銀行危機が生じたのである。それに比べれば、中国は不良債権を抱えているものの、（外貨建て）対外債務は非常に小さく、為替リスクを負っていないために、仮に人民元が下落しても銀行に与える影響は限定的である。反対に人民元が上昇した場合には、中国は、外貨準備など巨額の外貨建て対外債権を保有しているために為替差損をこうむることになるが、それは経済危機につながる性格のものではない。

資本移動がこれ以上大くなる前に、段階的に変動幅の拡大を進めておけば外為市場も徐々に発達し、さら経済開放のもとでも金融政策の自立性を維持、向上させることが可能となる、それが変動制論の主張である。

おわりに

以上のような議論のなかで、数年前には切り上げ論が優勢であったものの、微妙に重心が変化し、現在では慎重論ないし変動制論が主流となっているように思われる。現実の動きを見ても、G七の声明も一年前からの文言を繰り返すにとどまっており、中国当局自身も、人民元改革のための準備を進めているとの立場を示すのみである。

こうした推移が明らかにしているのは、人民元をめぐっては国際協調が機能しないという事実であるように思われる。中国の開放はこれまで貿易と直接投資の受け入れに限定され、金融の対外開放は少しずつしか進められてこなかったため、世界経済が生産拠点さらには市場としての中国への依存度を高める一方で、中国経済は金融面では国際市場から遮断された状況にある。しかも、言うまでもなく中国は国際政治上の大国である。したがって、G七等の先進国グループからの呼びかけも市場からの圧力も、中国には大きな影響を与えないであろう。従来、ビナインニグレクト（優雅なる無視）といえ、海外からの要請に応えようとしない米国の対外通貨政策を揶揄した言葉であったが、今では中国にも当てはまるかもしれない。人民元を動かすのは、G七でもなければ市

場でもなく中国当局のみである、新興市場国の参加ばかりが注目された今回のG七は、そのことを再確認させたように思われる。

参考文献

- ・ 黒田東彦「数年タームで緩やかな人民元レート調整を」『金融財政事情』二〇〇四年一月二二日。
- ・ 吉富 勝「中国の『加工貿易』構造では切上げ効果は薄く」『金融財政事情』二〇〇四年四月五日。
- ・ Goldstein, M., "Adjusting China's Exchange Rate Policies," Institute for International Economics, 2004.
- ・ IMF, "People's Republic of China : 2004 Article IV Consultation—Staff Report," *IMF Country Report*, No.04/351, November 2004.
- ・ Lau, L. J., "Is China Playing By the Rules? Free Trade, Fair Trade, and WTO Compliance," (prepared statement at a Hearing of the Congressional Executive Commission on China), September 24, 2003.
- ・ Prasad, E. ed., *China's Growth and Integration into the World Economy—Prospects and Challenge*, IMF Occasional Paper no.232, 2004.
- ・ Prasad, E. et. al., "Putting the Cart Before the Horse? Capital Account Liberalization and Exchange Rate Flexibility in China," *IMF Policy Discussion Paper*, 2005.
- ・ Williamson, J., "The Choice of Exchange Rate Regime : The Relevance of International Experience to China's Decision," Institute for International Economics, 2004.

ドイツ取引所のロンドン証券取引所買収提案

吉川 真裕

二〇〇四年二月三日、ロンドン証券取引所は一株五ポンド三〇ペンス（総額一三億五〇〇万ポンド）のドイツ取引所による買収提案を拒否したことを公表した。しかし、買収提案価格が低すぎるということを理由としており、引き続き条件交渉をおこなっていくことも明らかにされた。これを受けて、旧パリ取引所を核とし、オランダ、ベルギー、ポルトガルの取引所、そしてロンドン国際金融先物・オプション取引所（LIFFE）を傘下におさめるユーロネクストからもロンドン証券取引所に対する買収提案の意向が示され、二月から一月にかけて両当事者の間で買収条件の交渉がおこなわれた。その後、関係者の話としてさまざまな条件が伝えられたが、取引所からの正式な発表はなく、交渉の行方は混沌としていた。ところが、二〇〇五年一月二七日にドイツ取引所がロンドン証券取引所に対する買収提案の内容を公表したことで、事態は再び緊迫化している。

ロンドン証券取引所とドイツ取引所は、二〇〇〇年三月のユーロネクスト設立計画を受け、同年五月に対等合併の計画を公表したが、ロンドン証券取引所の株主（＝会員）の反対で同年九月に合併計画を撤回した。しかし、二〇〇一年一〇月のユーロネクストによるLIFFE買収、二〇〇二年二月のドイツ取引所によるクリアストリムの買収、同年七月のユーロクリアによるイギリス証券決済機関クレストの買収、二〇〇三年七月のクリアネットによるイギリス清算機関ロンドン・クリアリング・ハウス（LCH）の買収を受けて、ロンドン証券取引所がドイツ取引所かユーロネクストに買収されるのは時間の問題とも噂されてきていた。

本稿では、ロンドン証券取引所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買収提案の経過とその中身を紹介し、ロンドン証券取引所の買収がもつ意味について考察する。

1 ロンドン証券取引所をめぐる経緯

ロンドン証券取引所は一八世紀に誕生した最古の証券取引所の一つであり、イギリスが世界経済をリードした一九世紀には外国証券の取引においても世界の中心であった。しかし、第二次世界大戦後にはイギリス経済の後退や為替管理政策の影響等により、外国証券の取引は減少し、ローカル色を強めていた。ところが、一九八六年の証券市場改革（ビッグバン）に先駆けて導入された外国株式を対象としたSEAQインターナショナルによって、ヨーロッパ諸国の外国株取引が急増し、一時はロンドン証券取引所がEC（現在のEU）の目指す市場統合を株式市場において実現するかも見られた。しかし、一九九〇年代に入ってヨーロッパ諸国が証券市場改革を進め、各国の証券取引所も電子化に着手した結果、ロンドン証券取引所の一人勝ちという状況は変化した。

一九九九年一月から統一通貨ユーロがEU一カ国で導入されることが一九九八年五月に決定された直後の同年七月にはロンドン証券取引所とドイツ取引所が戦略的提携を結び、将来の共通取引プラットフォームの開発とヨーロッパ統合優良株市場の開設を試みたが、この構想は両取引所の主導権争いから一九九九年秋に挫折した。⁽¹⁾しかし、二〇〇〇年三月にフランス、オランダ、ベルギーの取引所が統合取引所ユーロネクストの設立計画を発表したことを受け、同年五月にロンドン証券取引所とドイツ取引所は対等合併することで合意した。ところが、ストックホルム取引所を傘下に持つスウェーデンのOMグループがこの計画に反対し、ロンドン証券取引所に敵対的買収を仕掛けたことからロンドン証券取引所の株主（＝会員業者）の反対でこの合併計画も同年九月に撤回

された。⁽²⁾

この合併計画撤回はロンドン証券取引所が決定したわけであり、OMグループによる敵対的買収提案と関わりがあるとしても、この決定は基本的にはロンドン証券取引所の株主構成の問題に起因していた。一九九三年に株式会社化したドイツ取引所では大手銀行の持ち株比率が高く、ドイツ銀行を中心とした大手銀行主導で意志決定がおこなわれている。ドイツ国内でも合併反対声明が出され、ザイフェルト最高経営責任者（CEO）の運営手法に疑問が呈されていた二〇〇〇年九月一日の監査役会でも二〇〇一年に任期の切れるザイフェルトCEOの二〇〇六年までの留任が決定されている。これに対して、二〇〇〇年三月に株式会社化したばかりのロンドン証券取引所は同年七月二四日にカザノブ社を通じて取引が開始されたばかりであり、株主構成は会員組織であった頃とまだ大きくは異なっていなかった。合併計画承認投票を過半数ではなく、七五%以上としたにもかかわらず、小口ブローカーが三分の一を占めたと言われており、この三分の一の株主を説得できなかったことに合併計画撤回の原因があったと考えられる。

この合併計画撤回を受けて、ロンドン証券取引所では合併計画を推進してきたケーシーCEOが辞任し、合併計画発表後に就任していたクルックシャンク会長（当時）は利用者の声を反映するためにエクステンジ・マーケット・グループとの定期会合をおこない、小口ブローカーの関心の高いベンチャー市場AIMを盛り立てるなど、独自路線を追求することになった。二〇〇一年二月には空席となっていたCEOに元LIFFE副会長のクララ・ファース女史が就任し、デリバティブ取引所を傘下におさめるドイツ取引所やユーロネクストに対抗してロンドン証券取引所もLIFFEの取込みをはかることは明らかであった。ところが、イギリスのデリバティブ市場では独占的な地位を確保していたLIFFEはロンドン証券取引所との提携や合併には興味を示さず、主力

商品がユーロ建て金利先物であることから明らかなように、ヨーロッパ諸国の市場への進出に関心を持っていた。二〇〇一年九月、度重なるロンドン証券取引所からの買収提案に対してL I F F Eは買収企業の募集を公表し、翌一〇月にはユーロネクストの傘下入りを決定した。⁽³⁾この結果、ヨーロッパの二大デリバティブ取引所であるユーレックスとL I F F Eはそれぞれドイツ取引所とユーロネクストの子会社となり、ロンドン証券取引所の独自路線の追及は難しくなった。

こうした流れに拍車をかけたのは、その後に生じた証券決済機関と清算機関の統合であった。ロンドン証券取引所はかつて従事していた証券決済業務を一九九七年に手放し、セントラル・カウンターパーティー(C C P)を二〇〇二年まで導入していなかったので清算業務もおこなっておらず、C C P導入の際にもL I F F Eの清算業務をおこなってきたL C Hに清算業務を委託した。他方、ドイツ取引所と旧パリ取引所はデリバティブ取引所のみならず、証券決済機関と清算機関も傘下におさめており、しかもそれぞれがユーロ債の決済をおこなってきた国際証券決済機関(I C S D)であるクリアストリーム(旧セデル)とユーロクリア(ユーロネクストの子会社ではない)を取り込んでいた。その上、二〇〇二年二月のドイツ取引所によるクリアストリームの完全買収、同年七月のユーロクリアによるイギリス証券決済機関クレストの買収、二〇〇三年七月のユーロネクスト傘下の清算機関クリアネットによるイギリス清算機関L C Hの買収という事態が相次いで生じた。⁽⁴⁾ロンドン証券取引所とドイツ取引所の合併撤回以来、ヨーロッパの株式市場統合は取引所の統合ではなく、証券決済機関や清算機関の統合を通じて生じるという見方が強まったが、ロンドン証券取引所は証券決済機関にも清算機関にも関わりを持たない。そこで、上場株式時価総額や取引規模で上回るにもかかわらず、ロンドン証券取引所がドイツ取引所かユーロネクストに買収されるのは時間の問題とも噂されてきたのである。

2 ドイツ取引所による買収提案の公表

二〇〇〇年九月にロンドン証券取引所とドイツ取引所の合併計画が撤回された後、ヨーロッパの統合株式市場の主導権を争う三大取引所は相次いで株式上場を果した。まず、ドイツ取引所が二〇〇一年二月五日にスウェーデンのOMグループ、オーストラリア証券取引所、香港取引所、シンガポール取引所に続いてフランクフルト証券取引所に株式を上場し、約三〇%の新規株式売り出し（IPO）をおこなった。この結果、ドイツ取引所は九億八〇〇万ユーロの現金を手に入れ、時価総額ではロンドン証券取引所の約三倍、OMグループの約一・五倍の規模に達する世界最大の上場株式会社取引所が誕生した。次いで、二〇〇〇年九月にフランスのパリ取引所、オランダのアムステルダム取引所、ベルギーのブリュッセル取引所の持ち株会社としてオランダに誕生したユーロネクストがIPOをおこない、同年七月六日にユーロネクスト・パリ（旧パリ取引所）で取引を開始した。ユーロネクストは当初から株式上場の意向を明らかにしていたものの、ドイツ取引所に先を越され、IPO市場の動向を見守っていたが、ロンドン証券取引所が七月中の株式上場を明らかにした後、ロンドン証券取引所に先を越されまいとしてIPO・上場へと踏み切った。しかし、ドイツ取引所が予想レンジの上限でIPOを実現したのとは対照的にユーロネクストのIPOは予想レンジの下限となり、約三〇%の予定売り出し株数はかろうじて消化できたが、その後の株価の推移を見てもドイツ取引所のIPOとは明暗を分ける形になった。最後に、同年七月二〇日にロンドン証券取引所も自市場への株式上場を果したが、IPOを伴わないイントロダクションという形をとり、店頭市場での取引がすでにおこなわれていたこともあって上場初日に株価は八%値下がりした。⁽⁵⁾

こうしてヨーロッパの三大取引所が相次いで株式上場に踏み切った背景には、資金調達手段の多様化という面もあったが、一人一票あるいはそれに準じた会員制取引所のガバナンスを多数決制に転換し、経営陣により大き

な決定権をもたらすことにあったといっても過言ではない。二〇〇〇年九月の合併計画撤回はロンドン証券取引所が決定したわけであるが、この決定がロンドン証券取引所の株主構成の問題に起因していたことはすでに見た通りである。こうした点を意識して、ヨーロッパの三大取引所は相次いで株式上場に踏み切り、会員業者の影響力の希薄化を狙ったものと考えられる。

ドイツ取引所はIPOによって九億八〇〇〇万ユーロを手に入れ、クリアストリームの完全子会社化に一六億ユーロを費やし、ユーロネクストもLIFFEの買収に総額五億五五〇〇万ポンドを費やしており、買収による統合には資金調達能力が重要となっている。ロンドン証券取引所も二〇〇三年にOMグループからロンドン所在の北欧株デリバティブ取引所であるOMストックホルム取引所（現EDXロンドン）を買収しているが、ドイツ取引所やユーロネクストの買収金額とは比較にならない。こうした観点からもロンドン証券取引所がドイツ取引所かユーロネクストにいずれは買収されることは時間の問題とも噂されてきていた。そして、それを裏付けるかのように株主資本利益率（PER）で計ればロンドン証券取引所の株価はドイツ取引所やユーロネクストの株価よりも割高であり続けた。

二〇〇四年八月一〇日にドイツ取引所が第2四半期の決算報告をした際、六月末現在で三億九〇〇〇万ユーロの現金保有が明らかになり、追加配当や株式買戻しを求める質問が相次いだのに対して、ドイツ取引所はビジネス・パートナーと交渉中であることを示唆した。そして、デリバティブ取引所ユーレックスと株価指数算出会社STOXXに共同出資しているスイス取引所の買収観測が強まったが、八月二〇日にスイス取引所の取締役会はドイツ取引所との買収交渉を拒否することを発表した。しかし、その後もドイツ取引所は追加配当や株式買戻しをおこなう気配を見せず、十一月九日に第3四半期の決算報告をした際、九月末現在で六億ユーロの現金を保有

していることが明らかになり、少なくとも数ヶ月間は財務の柔軟性を高めるため現金の積み増しを計ると発表し、ロンドン証券取引所に対する買収提案の噂は耐えなかった。

一二月一〇日金曜日にロンドン証券取引所の株価は5%上昇して四ポンド三〇シリングに達し、一〇月末から二五%の上昇を示したが、一三日月曜日早朝、ロンドン証券取引所はドイツ取引所からの一株五ポンド三〇ペンスの現金（総額一三億五〇〇万ポンド）による買収提案を拒否したと発表した。そして、取引所の将来性と買収に伴うシナジー効果から見て提案価格が過小評価であること、取引所の統合が成功する保証がないというアドバイスを読バイザーから受けたことを買収提案の拒否理由として上げていた。しかし、株主と利用者の利益となり、成功見込みの高いものに買収提案を大幅に改善するためにドイツ取引所と交渉することで合意したとも付け加えていた。同日、ドイツ取引所も買収提案の事実を公表し、この買収が英独両取引所の事業戦略、使用通貨、規制枠組みといった現在の市場構造を変更するものではないこと、イギリスの電子取引の利用料を大幅に引き下げること、ロンドン証券取引所と清算機関、証券決済機関との現行契約を尊重することに言及していた。

ロンドン証券取引所の株価は買収価格の引き上げを見込んで一二月一七日に五ポンド五六ペンスまで上昇していたが、二〇日の月曜日にロンドン証券取引所とユーロネクストが交渉の事実を認めたことにより、五ポンド七九ペンスまで上昇した。その後、各取引所からの正式な発表はなく、ドイツ取引所がデリバティブを含めた取引統括本部をロンドンに置くこと、ロンドン証券取引所のファースCEOとホーウェル財務担当役員に買収後のドイツ取引所の役員ポストを提示していること、クリアストリームの売却は考えていないことなどが関係者の話という形で報じられ、雇用の減少や金融市場の縮小を心配してドイツ国内で反対論が生じていた。

二〇〇五年一月一五日、TCIFファンド・マネジメントという英系ヘッジファンドがドイツ取引所の株式の

五％を獲得し、買収提案に反対するため、臨時株主総会の開催を申し入れたことをドイツ取引所が発表した。しかし、ドイツの会社法では五％以上の株式を三カ月以上保有してはじめて臨時株主総会の招集を提案できるため、この提案が有効になるのは四月以降であることも明らかとなった。こうして株主の一部からもドイツ取引所の買収提案の中身がわからなければ賛否を決められないという圧力が高まった。また、買収価格の引き上げを検討するためにはロンドン証券取引所の内部情報の提供が欠かせないという要求に対して十分な情報が提供されないことにもドイツ取引所の不満が高まっていた。

ドイツ取引所のザイフェルトCEOは二〇〇〇年に生じた反独キャンペーンの経験からロンドン証券取引所の取締役会の支持がなければ株主に直接接触すること（敵対的買収）はないと言い続けてきたが、自らの株主の要求とロンドン証券取引所の対応の遅さに痺れを切らし、ドイツ取引所がロンドン証券取引所に提示している買収提案の中身を一月二七日に公開した。そして、買収交渉の内容を交渉の終了まで公表しないことをロンドン証券取引所が要請してきたことも同時に明らかにした。さらに、ドイツ取引所はフランクフルト、ロンドン、ニューヨーク等で説明会を開催し、ドイツ取引所の株主やロンドン証券取引所の株主、市場関係者との間で提案内容の改善も含めて議論することを発表している。

ドイツ取引所が明らかにした文書では買収提案価格は五ポンド三〇セント以上とされており、前回の提案価格を明確に越えておらず、この買収提案の拒否をロンドン証券取引所は再び発表した。ドイツ取引所とユーロネクストとの間で交渉を続けることも表明した。ドイツ取引所は買収交渉の期限を切るため、買収提案内容の公表当日にイギリスの公正取引庁（OFT）に買収交渉の申請をおこなったが、翌一月二八日にはユーロネクストも買収提案内容を公表しないままOFTにロンドン証券取引所に対する買収交渉の申請をおこなった。

3 ドイツ取引所による買収提案の申し渡

(1) 条件付き現金買い取り提案

この提案は一株五ポンド三〇ペンス以上の価格でロンドン証券取引所の株主から株式を現金で買い取る提案であるが、ロンドン証券取引所の取締役会が株主に対して無条件で売却を推奨するという条件付きの提案（ただし、ドイツ取引所はこの条件を放棄する権限を保持する）であり、株主に対する直接買い取り提案ではない。

(2) ワールド・クラスのコンビネーション

この買収によってヨーロッパで傑出した市場運営会社が誕生し、最初のグローバルな取引所組織が誕生することになる。買収実現後にはドイツ取引所は名称を変更し、フランクフルト証券取引所に加えてロンドン証券取引所にも上場する予定である。これによって、すでにドイツ取引所の株式の半分が英米系の企業に保有されている現状から株主層の国際化がさらに進展するものと期待される。他方、ロンドン証券取引所という国際的に評価の高いブランドはユーレックスやクリアストリームといったブランドとともに保持され、グループの中核となる。

(3) ロンドン市場

買収後もロンドン市場のオペレーションはこれまで通りであることが保証されるが、短期的には顧客のコスト削減、長期的にはシステム容量やプラットフォームの拡充という形で改善が目指される。取引業務においては、ロンドン証券取引所はイギリスの監督機関であるFSAの規制に服し、ベンチャー市場のAIMを含めて現状の市場モデルを維持、イギリス企業の取引通貨はこれまで通りポンド建て、イギリス企業と非ヨーロッパ企業の上

場が促進される。決済業務においては英証券決済機関であるクレストと長期的な契約を結ぶ方向を目指す一方、清算業務においてはLCHクリアネットとの契約を一年間は続け、十分にコストが削減されれば更新する。

(4) コスト削減

ロンドン証券取引所の電子取引の利用料を二〇〇六年一月から一〇%引き下げ、少なくとも五年間に変更せず、将来においても現在の水準を上回ることはない。

LCHクリアネットの現行清算料金の五〇%水準で新たな清算サービスをロンドン証券取引所の利用者に提供する。

イギリスとドイツの情報サービスを両方契約する顧客には一〇%の利用料金引き下げをおこなう。

(5) ガバナンス

ドイツ取引所は顧客にロンドン証券取引所の取締役の相当数を提供すると同時に、両取引所からも顧客からも独立した取締役をロンドン証券取引所の取締役に指名する。そして、ロンドン証券取引所の会長にはこの独立した取締役が就くものとする。

ロンドンの現物市場において顧客に影響するオペレーションの変更にはロンドン証券取引所の取締役会の発議とドイツ取引所の取締役会および監査役会の承認を必要とする。

ドイツ取引所の監査役会は一四人の株主代表と七人の従業員代表からなるが、買収が実現した場合には一四人の株主代表のうち七人をロンドン市場関係者とする。

現物取引、デリバティブ取引、清算業務のそれぞれを担当するドイツ取引所の取締役はロンドンに居住することとする。

買収後のグループはロンドンとフランクフルトの二つの取引所市場で活動することになるが、これまで通り前者はF S A、後者はドイツ取引所監督機構のもとで活動する。

(6) 買収によるシナジー効果

ロンドン証券取引所とドイツ取引所の組み合わせは買収実施から三年後の二〇〇八年から少なくとも年間一億ユーロの税引き前利益をもたらすものと推定される。この一億ユーロのシナジー効果のうち二五〇〇万ユーロは売り上げ増加のシナジー効果から、七五〇〇万ユーロはコスト削減のシナジー効果から生じるものと見込まれる。なお、リストラクチャリング費用の総額は一億ユーロ未満と推定される。

また、ロンドン証券取引所とドイツ取引所の組み合わせは買収実施から最初の通期の決算年度においてリストラクチャリング費用を除いた一株当たり利益を増加させ、投資収益率は八％に達するものと推定される。そして、この八％はドイツ取引所の資本コストを上回る。

さらに、ロンドン証券取引所とドイツ取引所の組み合わせはドイツ取引所の累進的な配当政策の継続をもたらすとともに、ダブルAの格付けを維持しながら自社株買戻しを二〇〇六年末までに実施することを可能とする。

(7) フランクフルト市場

フランクフルト市場における上場業務、取引業務、監督業務はロンドン証券取引所の買収によって全く影響を

受けない。ドイツ取引所はこれまで通りドイツの株式会社であり、グローバル本部はフランクフルトに置く。

(8) 新事業

イギリスにおける株式デリバティブ取引の現物取引に対する比率はドイツの五分の一であり、ユーレックスはイギリスでの株式デリバティブ取引を振興する。

イギリスで成功したベンチャー市場AIMをモデルとしたベンチャー市場の開設をドイツでも検討する。

上場投資信託(ETF)、仕組み商品、ワラント、店頭デリバティブ等を取引する市場を整備する。

4 ロンドン証券取引所の買収が意味するもの

一九九九年の共通通貨ユーロの導入によってヨーロッパにおける金融市場の統合が加速しているが、短期金融市場や債券市場ほど株式市場の統合は進んでいない。各国の主要株式は引き続き各国の取引所での取引が活発であり、変化の兆しは見られない。株式市場の規模から見て、イギリス、ドイツ、フランスが他を引き離しており、これら三国の株式市場の統合がヨーロッパの株式市場統合の中心となることは明らかであるが、各国の既得権益も絡んで話し合いでは市場統合は実現できなかった。その他の国は自国がヨーロッパの株式市場統合にイニシアティブを発揮できるとは考えておらず、三国間で何らかの決定がおこなわれればそのリーダーに従うといった構図が出来上がっている。

一九九〇年代前半まではECの市場統合に懐疑的であったイギリスはSEAQインターナショナルでの外国株取引を背景に話し合いよりもマーケットが統合市場を決定するという力による統合を掲げており、これに対して

EC加盟各国での話し合いを推進してきたのはフランスであった。一時はフランスとドイツが提携し、イギリスに対抗する姿勢を見せたが、東ドイツ統合によって自信をつけたドイツがこの提携を撤回した。そして、ユーロ導入直前になってイギリスとドイツが提携し、フランスをはずして統合株式市場へのイニシアティブを強めた。結局、この試みもイギリスとドイツの主導権争いから失敗し、この間にフランスは周辺諸国を取り込んでイギリスやドイツへの対抗力を高めた。

この三国がまとまればそれに越したことはないが、三国のうち二国の提携ないし統合が実質的にヨーロッパの株式市場統合の中心になることをそれぞれが意識しているからこそ、この三国間の交渉は主導権をめぐって勝ち組の二国間の間でも紛糾する。現在のところ、かつてのドイツの寝返りをフランスは許せず、この二国間の提携は考えられない。また、歴史的にロンドンが国際金融市場として果してきた役割もフランクフルトやパリでは代替できそうにない。そこで、イギリスとドイツ、あるいはイギリスとフランスという組み合わせが焦点となる。

この場合にロンドン証券取引所がドイツ取引所やユーロネクストに買収を仕掛けるということは会社の規模から見て不可能であるから、ロンドン証券取引所は提携するか買収されるかという選択肢しか持たないことになる。しかし、ドイツ取引所もユーロネクストもロンドン証券取引所と交渉せざるを得ないのであるから提携や買収の決定権はロンドン証券取引所の側にあることになる。ロンドン証券取引所は経営上の問題を抱えているわけではなく、ヨーロッパの株式市場統合という目標を掲げなければ提携や買収をおこなわなければならない理由はない。したがって、今回のドイツ取引所の買収提案に対して、まず、ロンドン証券取引所が買収されることを選ぶのか、将来の巻き返しを期して独自路線を選ぶのかという決断があり、買収されることにした場合、ドイツ取引所とユーロネクストのどちらの相手を選ぶのかという決断がある。もちろん、これらの決断に順序があるわけではなく、

買収条件と独自路線を量りにかけることになるはずである。かつてロンドンの株式市場を支えてきたマーチャント・バンクはビッグバンの際に外国の同業者や国内の商業銀行の傘下に入ったが、自主性を全く喪失してしまつたわけではなく、他人のお金を使つてうまく立ち回っている事例が多い。ロンドン証券取引所もこうしたマーチャント・バンクの事例に倣うのか、世界で最も外国株取引の盛んな市場として、あるいはヨーロッパで最大のベンチャー株式市場AIMを要する取引所として独自戦略を立てるのか、判断の難しいところである。

他方、買収提案をおこなつたドイツ取引所はロンドン証券取引所を取り込まなければヨーロッパの株式市場統合においてイニシアティブを発揮できず、ほとんど選択肢を持たない。ヨーロッパの株式市場の中心をロンドンに置くことを約束しているように、たとえロンドン証券取引所の買収に成功したとしてもドイツの一人勝ちということにはならない。むしろ、買収という形で中心市場をロンドンに提供しながらも、アメリカやアジアと競い合うヨーロッパにおける統合株式市場の戦略決定こそドイツ取引所の求めるものであろう。押しの強さで有名なスイス人のザイフェルトCEOは世界最大の上場証券取引所という力を背景にしてロンドン証券取引所に買収を仕掛けていえるように見えるが、買収成立後には逆にドイツの国内市場の縮小さえ生じるかもしれないことを覚悟で買収提案をしているのであり、この買収が成功すればヨーロッパ株式市場統合の最大の功労者となるかもしれない。ただし、ドイツ取引所にも弱点があり、今回の買収提案が失敗した場合には二〇〇六年に任期の切れるザイフェルトCEOが再びロンドン証券取引所に買収を仕掛ける機会はないかもしれない。ザイフェルトCEOの指導力を支えているのは彼自身の人望というよりも彼を支持するドイツ取引所のブロイアー監査役会会長（ドイツ銀行監査役会会長）の力であり、今回の買収提案が失敗すれば反ブロイアー、反ザイフェルト勢力の巻き返しがあるかもしれない。その意味では今回の買収提案はドイツ取引所にとつても諸刃の剣であらう。

さらに、ユーロネクストにとってロンドン証券取引所の買収が持つ意味も考えてみよう。ユーロネクストの買収提案はまだ公開されていないが、ドイツ取引所がロンドンを中心とした統合株式市場を提案しているのだから、ユーロネクストの提案が受け入れられるためにはそれ以上にロンドン証券取引所にとって魅力的でなければならぬはずである。ドイツ取引所のザイフェルトCEOとは対照的に、話し合いでLIFFEやLCHを取り込んできたユーロネクストのテオドールCEOは交渉上手として知られている。LIFFEを買収した際に形式的にはLIFFEを子会社化したわけであるが、実質的にはフランス、オランダ、ベルギーのデリバティブ市場をLIFFEに提供し、ドイツ取引所傘下のユーレックスに対抗するユーロネクストLIFFEグループを形成させた。今回もロンドン証券取引所を買収できたとしてもLIFFE買収の際と同様、ロンドン証券取引所かなりのイニシアティブを約束するものと予想される。より多く相手に与えることによって買収交渉をまとめたテオドールCEOにとってもロンドン証券取引所とドイツ取引所が提携すれば周辺国を取り込んだユーロネクストの存在意義は急減してしまう。ロンドン証券取引所の買収に成功しなくてもドイツ取引所による買収を阻止しなければならぬというのがユーロネクスト側の本音であろう。幸い、清算機関や証券決済機関を取引所と連結するドイツ取引所の垂直モデルに対する批判がロンドン市場関係者には多く、ユーロクリアとの提携を梃子に水平モデルによる株式市場統合を約束することでロンドン証券取引所の関心を引きことができるであろう。また、ドイツ取引所による買収の暁にはザイフェルトCEOが約束を反故にするかもしれないことを恐れるロンドン証券取引所にとって、テオドールCEOとの約束はより信頼できるものであろう。場合によってはユーロネクストのCEOのポストを提供することでロンドンがヨーロッパの株式市場の中心であり続けることを保証することになるかもしれない。テオドールCEOにとって譲れないものがあるとすれば、旧パリ取引所が開発し、ユー

ロネクスト各国に導入された取引システムNSCの存在であろう。同一取引システムで各国の取引所をネットワーク化することがユーロネクストのコンセプトであり、これによって各国の既得権益もある程度は保護される。そのことを保証として周辺国はこれまでユーロネクストに参加してきたのであるから、この仕組みを替えるわけにはいかない。ただし、論理的にはこの同一取引システムをロンドン証券取引所のSETSに置き換えることも可能であるが、そこまでテオドールCEOが踏み込むかどうかは予想できない。

ロンドン証券取引所がいかなる決断を下すかで、今後のヨーロッパの株式市場統合にとって極めて大きな変化が生じることになるかもしれない。歴史の分岐点というべきスリリングな瞬間をヨーロッパは迎えていると言えるだろう。

注

- (1) 詳しくは、拙稿「英独証券取引所による戦略的提携の意味するもの―EU統合後の証券取引所の行方―」本誌一五六五号（一九九八年二月）、拙稿「ロンドン証券取引所における取引制度変更―ヨーロッパ株式市場統合へ向けての第二歩―」本誌一五七二号（一九九九年七月）、拙稿「ユーロネクスト―三つどもえのヨーロッパ株式市場統合―」本誌一五八一号（二〇〇〇年四月）を参照。

- (2) この間の詳細については、拙稿「ユーロネクスト―三つどもえのヨーロッパ株式市場統合―」本誌一五八一号（二〇〇〇年四月）、拙稿「iX―英独取引所合併計画―」本誌一五八三号（二〇〇〇年六月）、拙稿「英独証券取引所の合併計画撤回―OMグループによるLSE買収提案―」本誌一五八七号（二〇〇〇年一月）、拙稿「ヨーロッパの株式市場統合」『証券経済研究』三十一号（二〇〇一年五月）を参照。

(3) 詳しくは、拙稿「L I F F E の決断〜ユーロネクストによる買収合意〜」本誌一六〇〇号（二〇〇一年一〇月）、拙稿

「ヨーロッパ三大取引所の株式上場とヨーロッパ株式市場統合」『証券経済研究』三五号（二〇〇二年一月）を参照。

(4) 詳細は、拙稿「ドイツ取引所によるクリアストリームの買収合意」本誌一六〇四号（二〇〇二年三月）、拙稿「ユーロ

クリアとクレストの合併」本誌一六一〇号（二〇〇二年九月）、拙稿「クリアネットとL C H の合併〜ユーロネクストのロンドン証券取引所包囲網〜」本誌一六一九号（二〇〇三年八月）、拙稿「ヨーロッパの株式決済市場統合」『証券経済研究』四二号（二〇〇三年六月）を参照。

(5) 詳しくは、拙稿「ドイツ取引所の新たな戦略〜IPOと情報提供拡充〜」本誌一五九二号（二〇〇一年三月）、拙稿

「仏蘭義合併取引所ユーロネクストのIPO〜ドイツ取引所のIPOとの明暗〜」本誌一五九七号（二〇〇一年八月）、拙稿「ロンドン証券取引所の株式上場」本誌一五九八号（二〇〇一年九月）、拙稿「ヨーロッパ三大取引所の株式上場とヨーロッパ株式市場統合」『証券経済研究』三五号（二〇〇二年一月）を参照。

（よしかわ まさひろ・客員研究員）

ニューヨーク証券取引所のスペシャリスト問題について

清水 葉子

1 はじめに

ニューヨーク証券取引所のガバナンス問題に関連して、スペシャリスト批判の声が高まっている。グラッソ前ニューヨーク証券取引所会長が高額報酬問題などで辞任に追い込まれた際にも、スペシャリストの不正利得との関連が取りざたされた。ニューヨーク証券取引所は、批判にこたえるため、大手スペシャリスト五社に対して罰金を含む制裁措置の実施を決定したが、その後ウォールストリート・ジャーナル紙によってもスペシャリストの不正行為が明らかにされ、二〇〇三年一二月には、アメリカ最大の機関投資家の一つであるカリフォルニア州公務員退職基金（カルパースCalPERS）が、ニューヨーク証券取引所とスペシャリスト七社を相手取って損害賠償を求めるクラスアクションを提起するまでに至っている。

こうしたスペシャリスト問題は、SECが新たに発表し現在コメントを募集している規則改正案「レギュレーションNMS」とも関連している。「レギュレーションNMS」では、人手を介した取引を行うニューヨーク証券取引所を「slow（遅い）」市場として、トレードスルー規制の除外扱いとしたため、スペシャリストはニューヨーク証券取引所の遅れた部分を象徴しているかのような印象を植えつけてしまったと言っても過言ではない。スペシャリスト制度とはどのようなものか、また現在どのような問題が発生しているのかを検討してみよう。

2 ニューヨーク証券取引所のスペシャリスト

現在ニューヨーク証券取引所には、スペシャリストとフロア・ブローカーの合計で一三六六の会員がいる。フロア・ブローカーは、取引所フロアで、顧客のエージェントとして、あるいは自社の自己勘定において取引を行う会員である。そのうち、一般にハウス・ブローカーと呼ばれるものは、大手のブローカー・ディーラーに雇用された通常の立会場ブローカーで、顧客勘定、あるいは自己勘定で取引を行うのに対して、インディペンデント・ブローカーと呼ばれるものがおり、個人で会員権を持つか、あるいはブティックと呼ばれる小規模専門会員業者に雇用される者で、ハウス・ブローカーの取引を助けたり、特別な顧客注文を執行したりすることで手数料を得ているとされる。ニューヨーク証券取引所によると、投資家の委託注文の増加をうけて、インディペンデント・ブローカーの数はここ一〇年で倍増したとされる。

これらフロア・ブローカーに対して、スペシャリスト業者は七社で、約四五〇名のスペシャリストが取引所フロアで業務を行っている。スペシャリストは、通常五年から一〇年のオンザジョブトレーニングを積むといわれている。一人のスペシャリストが扱う銘柄の数はおおむね五銘柄から一〇銘柄であり、(ニューヨーク証券取引所上場銘柄数は二〇〇四年で二七四七社であることから、単純平均すれば一人あたり六銘柄強となる)、一つの銘柄が一人のスペシャリストに割り当てられる。割り当ての決定は、ニューヨーク証券取引所の委員会によって行われる (Allocation Committee)。取引は、銘柄ごとに取引ポストと呼ばれるフロアの決められた場所で行われる。

スーパードットや会員の専用回線などを使って取引所フロアに届けられた売買注文は、電子的に (スーパードットの場合)、あるいはフロア内でフロア・ブローカーを介してスペシャリストへ集められる。スペシャリスト

図表 1 スペシャリストの自己売買による取引
介入の割合

年	価格の連続性	スペシャリストの自己売買
2002	98.90%	14.9%
2001	98.60%	15.1%
2000	97.20%	13.8%
1999	98.10%	13.1%
1998	97.40%	12.7%
1997	97.70%	10.8%
1996	98.20%	9.0%
1995	98.20%	—
1994	97.40%	8.6%
1993	97.10%	8.6%
1992	96.40%	9.8%
1991	95.90%	9.9%
1990	95.80%	—
1989	95.90%	—
1988	94.10%	9.20%
1987	89.00%	12.10%
1986	90.20%	11.60%
1985	92.30%	10.60%
1984	91.10%	10.70%
1983	88.70%	11.00%
1982	89.50%	10.80%
1981	87.20%	11.60%
1980	86.40%	12.40%
1979	90.60%	11.60%
1978	90.80%	11.80%
1977	92.50%	11.20%
1976	90.30%	12.40%
1975	88.10%	12.60%
1974	84.30%	13.40%
1973	82.30%	14.40%
1972	83.30%	14.70%
1971	96.90%	14.60%
1970	95.10%	14.80%

(出所) NYSE Fact Bookより作成。なお1995年、1990年、1989年の3年分の自己売買割合は記載がない。

は、価格改善の機会を求めるために、注文を執行する前に一定時間フロアにさらすことが定められている。スペシャリストは、フロア・ブローカーのエージェントとして注文付け合わせを行うとともに、市場に流動性が不足して付け合わせができない場合には、自己勘定で売買を行ない、価格の連続性を保つとともに市場に流動性を供給する義務を持つ。平均的には、スペシャリストが自己勘定で行う取引は、ニューヨーク証券取引所の売買高の約一五%とされる(図表1)。スペシャリストは、自己勘定の取引を行うにあたって、市場と同じ側の取引(売りが買いより優勢であるときに売りの側で取引を行うなど)を行うことは禁じられているほか、未執行の顧客注文を持つているときに、その価格より有利な価格で自己勘定の先回り取引を行ってもならない(フロントラ

ンニングの禁止）など、取引所の規制のもとにおかれている。スペシャリストは、公正で秩序ある市場維持という責任のもと、売り買い両方の気配を継続的に提示する義務を負う。

3 スペシャリスト批判

近年、スペシャリストをめぐることは、以下の三つの契機から批判が高まっている。

一つめは、ニューヨーク証券取引所自身が二〇〇二年から開始した調査にもとづいて、スペシャリスト七社のうち、大手五社が不当に顧客注文に介入するなどの不正行為が見られたため制裁措置をとったことである。⁽¹⁾ 制裁措置が発表されたのは、二〇〇三年一〇月であったが、ニューヨーク証券取引所の前会長リチャード・グラッソの高額報酬問題と時期が重なったこともあって、グラッソ前会長の報酬はスペシャリストの利益を擁護した対価であると見られたため、スペシャリスト問題はニューヨーク証券取引所のガバナンス問題でもあるとして批判の対象となった。

続いて第二は、SECの機密調査の内容をウォールストリート・ジャーナルが暴露したものである。SECは二〇〇三年夏頃から、スペシャリストのフロントランニング問題とニューヨーク証券取引所の規制・監督のあり方について調査を行っているとしていたが、二〇〇三年一月に、「過去三年間に二億株がスペシャリストによって不正に取引され、投資家の損害が一・五億ドルに上る」とする調査の存在が紙上に紹介され、大きな問題となった。⁽²⁾

第三は、全米最大の機関投資家の一つであるカリフォルニア州公務員退職基金（カルパス）が、二〇〇三年十二月にニューヨーク証券取引所とスペシャリスト七社を相手に損害賠償を求める民事訴訟を起こしたことであ

る。カルパスによれば、ニューヨーク証券取引所とスペシャリストは、フロントランニングをはじめとする市場での不正行為によつて投資家に損害を与えており、他の投資家も対象となるクラスアクションの形で賠償請求を行うとしている⁽³⁾。

以上のように、スペシャリスト問題は、スペシャリスト自身のフロントランニングなどの不正行為に対する批判だけでなく、それをじゅうぶん規制・監督できなかったばかりか、スペシャリストの既得権を保護することで会長が高額報酬を得た可能性があるとしてニューヨーク証券取引所そのもののガバナンス問題と関連して大きく批判されることとなったのである。

こうした批判は、スペシャリスト不要論として高まつており、大手の機関投資家などを中心に、一銘柄を複数のスペシャリストが扱う競争的マーケット・メーカー制を導入することなど、現在のスペシャリスト制度の大幅な改革を求める声があがつている⁽⁴⁾。

4 スペシャリスト業務の経営状況

このように、激しい批判にさらされているスペシャリストの実際の業務は、どのような環境におかれているのだろうか。スペシャリスト業者は、大手金融業者の子会社として設立されているケースが多く、株式を公開していないため、その財務内容を直接知ることはできないが、ニューヨーク証券取引所が自主規制機関として会員の情報を把握しており、そこからスペシャリスト業者の経営状況についていくつかの断片を知ることができる。

第一に、三〇〇〇社近いニューヨーク証券取引所上場銘柄に対し、スペシャリストが七社しか存在しないことがそもそも寡占的であると言えるが、さらにうち大手五社に取引が集中する極端な寡占構造になっていることで

ある。図表2によれば、大手五社の取引は、売買高シェア、売買代金シェアのいずれも九五%を超える割合を占めていることが見て取れる。これは、マーケット・メーカー制をとるナスダック市場で一銘柄につき平均一〇社を超えるマーケット・メーカーが競争的に値付けをしていることと比べるとその差は大きい。

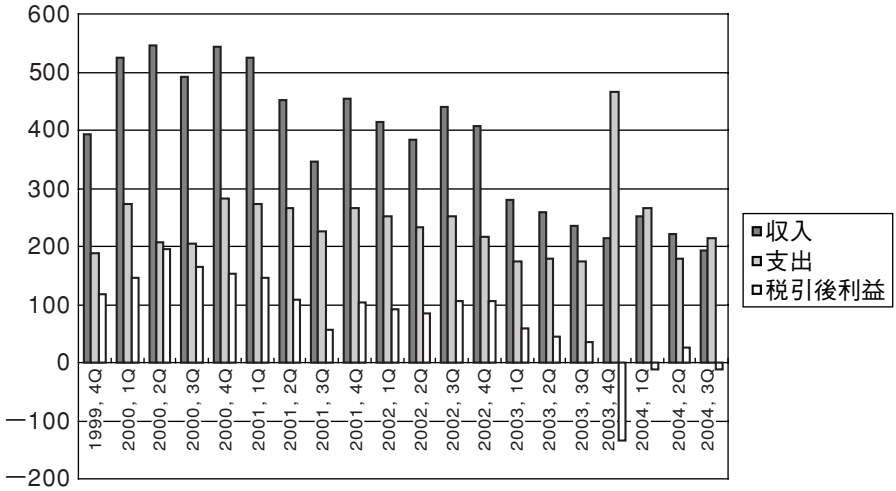
さらに、スペシャリストの収益を見ると、収入が減少傾向にあるのに対し、支出削減が追いつかず、二〇〇三年後半以降の税引後利益はほとんど確保できていないことが分かる。なお、二〇〇三年第4四半期の支出の大幅増加は、ニューヨーク証券取引所の調査に基づいて罰金や損害補償を行ったためであると推測されるが、本業での収益はけっして順調であるとは言えない状況である。また、これにともなって、スペシャリストの資本収益率を見ると、同様に二〇〇三年の後半から顕著に低下しており、直近でもゼロを下回

図表2 ニューヨーク証券取引所スペシャリスト7社の取引シェア

	普通株取扱銘柄数	うちファンドを除く	集中度			株価指数採用銘柄		
			売買高上位250銘柄のシェア	売買高シェア	売買代金シェア	DJIA	S&P100	S&P500
ラブランチ	580	516	29.2	27.0	25.28	7	30	104
スピア・リーズ&ケロッグ・スペシャリスツ	561	478	24.8	21.8	23.76	5	20	105
バンク・オブ・アメリカ・スペシャリスト	433	379	18.8	17.9	20.08	9	18	85
ヴァン・ダー・モーリン・スペシャリスツUSA	386	321	8.8	12.9	11.67	3	8	47
ベア・ワグナー・スペシャリスツ	360	290	15.6	15.4	14.96	4	16	63
パフォーマンス・スペシャリスツ・グループ	184	99	0.4	2.0	1.88	0	0	8
SIGスペシャリスツ	132	86	2.4	3.0	2.38	0	0	13
合計	2636	2169	100.0	100.0	100.00	28	92	425
上位5社のシェア(%)	88.0	91.5	97.2	95.0	95.75	100.0	100.0	95.1

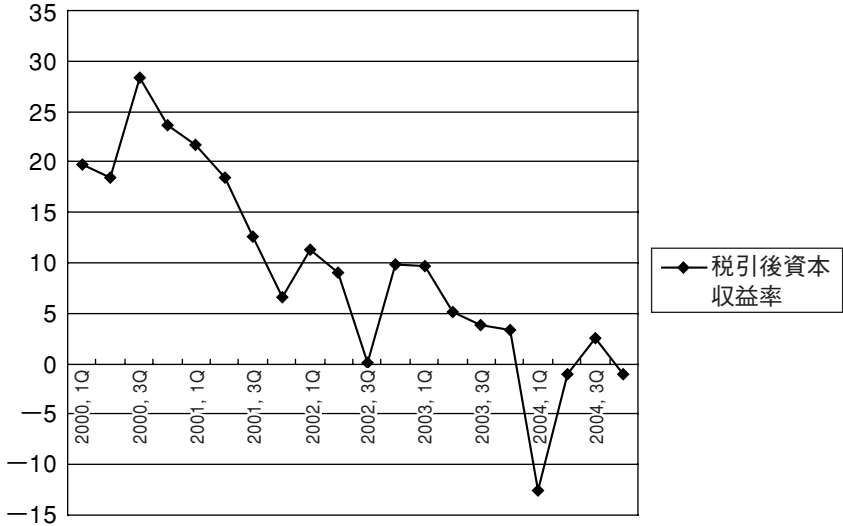
- (注) 1. 2005年1月31日時点の集計。売買高、売買代金シェアは、2005年1月31日上場銘柄について過去12ヶ月間のシェアである。
2. 上記以外に、ETFに特化したスペシャリスト会社として、ベアハンター・セキュリティーズ・プロダクツ、SLKインデックス・スペシャリスツ、SIGインデックス・スペシャリスツ、ラブランチ・ストラクチャード・プロダクツの4社がある。
3. 2003年12月時点の資料は、関(2005)に紹介されている。ETF専門業者が1社増加したほか、シェアには大きな変動はない。

図表3 スペシャリストの収益



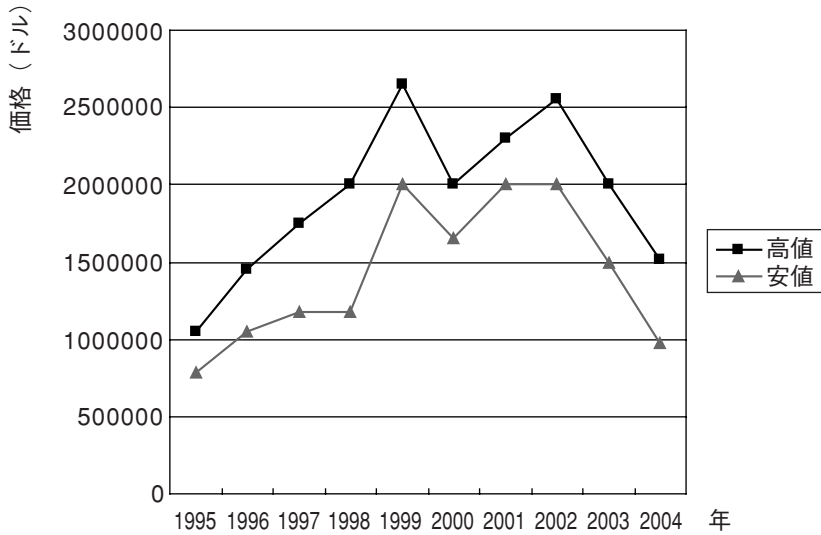
(出所) NYSE ウェブサイトより作成

図表4 スペシャリストの税引後資本収益率



(出所) NYSE ウェブサイトより作成

図表5 ニューヨーク証券取引所の会員権価格



(出所) NYSE Fact Bookより作成

っている。二〇〇一年頃まで一〇%台の後半から二〇%を超えていたことから考えると大幅な低下である。このことは、端的にスペシャリストという業務に資本を投下しても、近年では収益が得られていないことを示している。

また、ニューヨーク証券取引所会員権の価格も、最高値から約四〇%以上低下している。会員権はスペシャリストに限らず、フロア・ブローカーと同様に売買されるので、すべてをスペシャリスト問題に帰着させることはできないが、会員権価格の低下は、ニューヨーク証券取引所というビジネスの場の価値の低下を反映していると考えてよいだろう。

5 「レギュレーションNS」とトレードスルー

こうしたスペシャリスト批判の高まりの真最中に、SECが二〇〇四年二月に規則改正案を可決した「レギュレーションNS」⁽⁵⁾が発表された。そこでは、トレードスルー規制の強化が大きな論点の一つとなっている。トレードスルーとは、一つの銘柄が複数市場、あるいは複数マーケット

ト・メーカーのもとで取引されているときに、他にもっと有利な指値注文が出ているにもかかわらず、それを執行せずに手元の劣った価格で執行をしてしまうことをさす。トレードスルーは、純粹オークション・タイプの市場のように、価格優先・時間優先が徹底している場合には、一つの市場の内部では起こりえない事態であるといふことができる。

ところが、マーケット・メーカーが値付けを行うディーラー市場では、事情が異なる。ディーラー市場では、それぞれのマーケット・メーカーが気配競争を行うことによって市場の効率性が維持されているのであるから、一つの銘柄について複数の気配が提示されているのが通常であり、その中でより有利な気配を選んで取引を行うというプロセスは、本来は投資家（正確にはそのエージェントであるブローカー）側にまかされていると言つてよい。

さらに、ディーラーは、大口注文をうけることと引き換えに最良気配よりすこし劣った価格を提示する、あるいは価格動向を予想して、売りに劣った気配を提示するかわりに買いに優れた気配を提示するなど、さまざまな理由で最良気配とは異なる気配値を提示する局面があるはずである。ディーラー市場に厳格なトレードスルー・ルールを適用すると、ディーラーは自らの提示する気配がなんであれ、執行は最良気配で行う義務を負つてしまうので、自己資金で流動性を供給する誘因が損なわれる可能性がある。このため、ディーラー市場にオークション市場と同じレベルでトレードスルー規制を導入すべきかという点には、問題がないわけではないと考えられる。

ナスダックでも、一定の株数以下の取引に関しては、市場の最良気配で執行することが定められているとはいへ、取引量が多い場合は相対交渉となるので、必ずしも厳格なトレードスルー・ルールが存在するわけではない。

また、ATS (ECN) についても、現時点で完全なトレードスルー・ルールは存在せず、ニューヨーク証券取引所より劣った価格で執行されている可能性は高い。

「レギュレーションMS」では、こうしたトレードスルーを全米市場システム全体にわたって禁止し、どの市場からでもその時点での最良気配にアクセスできるようにルールを強化するものであると、まずは理解することができると言っている。

ところが、提案されたトレードスルー規則には、重要な例外が二点もつけられている。第一は、発注者（顧客）が、注文ごとに（つまり包括的同意は不可）トレードスルーの適用除外となることに同意した場合には、トレードスルー規制の適用を受けないという例外措置である。第二は、自動取引システムを採用している市場（ATS など）と、人手を介した取引を行っている市場（ニューヨーク証券取引所など）との間では、一定の価格差の範囲内（一から五セント）であれば、最良気配でなくても自動システムの方で執行してもかまわない、とする例外措置である。

スペシャリストに直接関わってくるのは、後者の例外措置である。たとえば、ニューヨーク証券取引所が最良気配を提示していたとしても、数セントの範囲であればニューヨーク証券取引所への注文回送をしなくてもかまわない。すなわち、スペシャリストが人手で執行するニューヨーク証券取引所に回送していたのでは時間がかかってしまう上に、その間に価格が動くこともあり得るという理由で、劣後執行を認めることを意味する。これによって、スペシャリストによる人手を介した付け合わせを行うニューヨーク証券取引所は、「slow（遅い）」な市場であり、スペシャリストに対して時代遅れという印象を強めることになった。こうしたことから、それ以前のスペシャリストの不正行為への批判とあいまって、厳しいスペシャリスト不要論が聞かれるようになったと考え

られる。

ニューヨーク証券取引所は、「トレードスルー・ルールを弱めることの潜在的コスト」という題名のレポート⁽⁶⁾を二〇〇四年二月に公表し、トレードスルーに例外規定をもうけないよう求めている。レポートによると、S&P100インデックスに含まれる九三銘柄に関して、最良気配の売り買いのスプレッドの平均はわずか一・八三セント、最良気配と二番目に良い気配との差は、平均一〇・二五セントであり、最良気配でなく二番目に良い気配で執行された場合の追加的取引コストは、一株あたり四・二一セントとなる。また、トレードスルーの例外規定によって、一から三セントの範囲内で例外がもうけられた場合、投資家にとつての潜在コストは、一五億ドルから三二億ドルに上る可能性があること、トレードスルー規制の不完全なナスダック市場からニューヨーク証券取引所へ上場を移した銘柄について、ニューヨーク証券取引所の方が取引コストが低下していること、ニューヨーク上場銘柄とナスダック上場銘柄のうち比較可能なグループを一定基準で選択し、ニューヨーク証券取引所の方が取引コストが低いことをそれぞれ示している。

とはいえ、圧倒的なスペシャリスト批判の前には十分な反論になっているとはいえず、また、最大の抵抗勢力とされていたスペシャリストも、既得権から発生していた利潤が統計を見る限り限界まで低下していると考えられることから、ニューヨーク証券取引所は電子化を進めざるをえない状況にあると考えてよいのではないだろうか。

注

- (1) ニューヨーク証券取引所ニュースリリース"NYSE Informs Specialist Firms of Planned Disciplinary Action" ウェブサイ

- <http://www.nyse.com/Frameset.html?displayPage=/press/PressReleases.html>参照。
- (2) Deborah Solomon & Susanne Craig "SEC Blasts Big Boad Oversight of 'Specialist' Trading Firms", Wall Street Journal, September 22, 2003.
- (3) カルパースの訴訟については、カルパースウェブサイト<http://www.calpers.ca.gov/>から、プレスリリース、および訴状の内容を見ることが出来る。
- (4) スペシャリスト不要論については、関(二〇〇五)「ニューヨーク証券取引所の新たな統治機構とスペシャリスト問題」『資本市場クォーターリー』vol.74 winter 参照。
- (5) "Regulation NMS, Release No.34-49325, File No.S7-10-04"と"http://www.nyse.com/press/2004/03/20040310.nysenr01.htm"二〇〇四年三月付けでフェデラル・レジスターに掲載された。規則改正は、①市場間をまたがるトレードスルー、②気配アクセス条件の問題、③一セント未満の呼値の扱い、③市場データ収入の問題、の四点が論点である。詳細は、吉川真裕(二〇〇四)「レギュレーションNMS—SECの全米市場システム改革案—」『証研レポート』一六二三号、大崎貞和(二〇〇四)「レギュレーションNMS提案について—米国における株式市場規制見直しの動き—」『資本市場クォーターリー』vol.74 spring参照。また、④市場データ収入の問題については、清水葉子(二〇〇四)「レギュレーションNMS」に見る市場情報手数料」『証研レポート』一六二三号参照。
- (6) New York Stock Exchange Research, "Potential Costs of Weakening the Trade-Through Rule", February 2004. NYのウェブサイトを<http://www.nyse.com/pdfs/tradethrough.pdf>参照。

(しみず ようこ・客員研究員)

証研レポート既刊目録

No1611 (2002.10) 証券代理店構想について 社会的責任投資とエコファンド スーパー・モンタージュ導入とECNのビジネス	執筆者 二上 三木 清水	No1620 (2003.10) 株券不発行制度の導入 一変貌する有価証券制度一 米国のDIPファイナンス制度と現状 株価指数とは何か 一MSCIジャパン指数先物の取引停止一 地域通貨の機能は何か	執筆者 二上 松尾 吉川 清水
No1612 (2002.11) 中国株式市場の機能について 機関投資家と株券貸借取引 「第二期グローバル化」論について	王 三木 伊豆	No1621 (2003.12) 発展途上国の株高の背景について ユーレックスvsシカゴ 一ユーレックスのアメリカ市場参入一 アメリカの市場情報課金のあり方について 一市場情報に関するSEC諮問委員会レポートより一	伊豆 吉川 清水
No1613 (2002.12) 市場間競争と証券取引所 中国のQFII制度の導入 シングル・ストック・フューチャーズ 一アメリカにおける個別株先物の導入一	二上 王 吉川	No1622 (2004.2) 税制改革は債券市場に如何なる影響を与えているか 一平成11年以降の債券税制改革について一 施行を前にした証券仲介業制度 国際銀行業の〈ローカル化〉について インターナショナル・セキュリティーズ・エクスチェンジ 一急成長したアメリカの電子オプション取引所一	中島 二上 伊豆 吉川
No1614 (2003.1) 日本の産業・企業再生の行方 日中の経済関係について 米国のストックオプション制度とその問題 初期のロンドン証券取引所	二上 王 三木 清水	No1623 (2004.4) 変わりつつある証券会社の人事制度 証券会社による企業再生アドバイザリー業務の現状 レギュレーションNMS 一SECの全米市場システム改革案一 「レギュレーションNMS」に見る市場情報手数料	二上 松尾 吉川 清水
No1615 (2003.2) ドイツ取引所の上場制度再編 一ノイエ・マルクト消滅の意味するもの一 機関投資家とオルタナティブ投資 ITバブル期の米国企業金融	二上 三木 伊豆	No1624 (2004.6) 税制改革と債券市場の新たな展開 一解消した債券の「課税玉」と「非課税玉」の問題一 証券会社による企業再生アドバイザリー業務の現状(続) 米国の内外証券投資について 一九世紀イギリスの地方証券取引所	中島 松尾 伊豆 清水
No1616 (2003.3) 中国株式市場の問題点について わが国の最良執行の現状について スーパーモンタージュ導入の影響 一ナスダックによる予備的分析一	王 三木 吉川	No1625 (2004.8) 国債の補完供給制度と新現先方式のレボオベ 証券仲介業を巡る新しい動きについて 証券会社による再生ファンド関連業務とプリンシパル投資業務 SECのヘッジファンド規制案について	中島 二上 松尾 伊豆
No1617 (2003.4) 東証、上場廃止基準を強化 一急げれる上場廃止銘柄の受け皿づくり一 日本におけるディストレスト証券市場の現状と課題 ナスダック・ドイチェラント 一ナスダックの新たなヨーロッパ戦略一 第一次世界大戦前後のロンドン証券取引所	二上 松尾 吉川 清水	No1626 (2004.10) 今後の証券業 ニューヨーク証券取引所のハイブリッド化 一NYSEダイレクト+の改訂拡張案一 欧米の債券電子取引の現状について ユーロ債流通市場における価格情報インフラ	二上 吉川 清水 横山
No1618 (2003.6) 欧米証券取引所の国際化について 欧州委員会による株式決済市場改革 不正会計事件後のSECによる格付会社調査	伊豆 吉川 清水	No1627 (2004.12) 国債発行方式の新たな展開 一国債市場特別参加者制度の創設について一 シンジケートローンと普通社債 国際収支不均衡とその対応策 社債市場の透明性 一IOSCO報告書を中心に一	中島 松尾 伊豆 横山
No1619 (2003.8) オプション取引の社会的意義と投資家保護 マイカル社債のデフォルトと個人向け社債処理の問題点 米国の「双子の赤字」と国際資本移動 クリアネットとLCHの合併 一ユーロネクストのロンドン証券取引所包囲網一	二上 松尾 伊豆 吉川		

(金額は消費税込みです)

詳説現代日本の証券市場 2004年版

日本証券経済研究所編
A 5判 307頁 2,625円 送料 290円

図説アメリカの証券市場 2002年版

日本証券経済研究所編
A 5判 341頁 3,150円 送料 340円

図説イギリスの証券市場 2002年版

日本証券経済研究所編
A 5判 206頁 2,310円 送料 290円

図説ヨーロッパの証券市場 2004年版

日本証券経済研究所編
A 5判 280頁 2,940円 送料 290円

図説アジアの証券市場 2004年版

日本証券経済研究所編
A 5判 207頁 2,415円 送料 290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 2,310円 送料 290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 3,045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 3,045円 送料 340円

業界問題を超えて

一日米金融制度改革の研究ー
グラス＝ステイーガル法研究会編
A 5判 272頁 2,625円 送料 340円

Securities Market in Japan 2002

日本証券経済研究所編
菊判 371頁 3,360円 送料 340円

株式投資収益率 2003年

日本証券経済研究所編
CD-ROM(Excel版) 12,600円 送料 180円

証券会社の組織と戦略

証券経営研究会編
A 5判 291頁 2,940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 2,415円 送料 290円

市場改革の進展と証券規制の課題

証券取引法研究会編
A 5判 219頁 3,045円 送料 290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 3,360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 3,360円 送料 290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 3,262円 送料 290円

コーポレート・ガバナンス

ーアメリカ法律協会「コーポレート・
ガバナンスの原理：分析と勧告」の研究ー
証券取引法研究会国際部会訳編
A 5判 291頁 4,077円 送料 340円

二元的所得税の論点と課題

証券税制研究会編
A 5判 259頁 2,730円 送料 290円

北欧諸国の租税政策

ピーター・バーチ・ソレンセン編 馬場義久監訳
A5判 260頁 3,990円 送料290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 2,940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 2,100円 送料 290円

証券図書館

証券・金融・経済関係の資料をご覧になりたい方はどなたでも、ご利用いただけます。

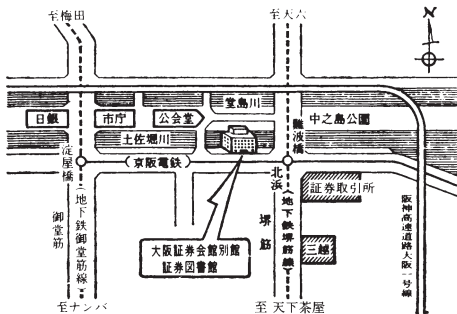
所在地 大阪市中央区北浜2-1-5 大阪証券会館別館5階
TEL (06) 6201-0062

開館時間 午前9:30 ~ 午後4:30
土曜、日曜、祝日、年末、年始および館内整理の日は休館します。

図書 証券（経済、制度、取引法）関係の専門書をはじめ、金融、財政、経済、経営、会計関係の図書および、年報、年鑑、上場会社の社史等を集めております。

雑誌 取引所、協会、証券会社、銀行、官庁、大学等の刊行物、一般雑誌、産業関係資料ほか、海外の新聞、雑誌等を集めております。

(みなさんのご利用をお待ちしております。)



道順

1. 地下鉄（御堂筋線）淀屋橋駅下車、京阪地下道徒歩約7分で大阪証券会館別館地下連絡口（23番出口）へ。
2. 地下鉄（堺筋線）北浜駅又は京阪北浜駅下車すぐ。

証研レポート第一六二八号
二〇〇五年二月十四日発行

(偶数月第二月曜日発行)
昭和五十二年十一月十一日第三種郵便物認可

2005年2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)