

証 研

レポート

No.1691

2015年8月

最近の投資信託市場の状況について

二上季代司（1）

誤情報配信による不正取引

～SECのブルガリア投資家訴追請求～ 吉川 真裕（10）

ハイフリクエンシー・トレーディングの間接規制

～プロップ・ファームをFINRA会員へ～ 清水 葉子（20）

国債決済期間の短縮とレポ市場の革新

中島 将隆（29）

最近の投資信託市場の状況について

一二上季代司

これまでわが国では「貯蓄から投資へ」のスローガンに沿って、投信の販売・運用・税制において様々な改革が行われてきた。その代表的なものは銀行による投信窓販、投信運用業務への新規参入、商品開発や運用面での規制緩和、NISA等の優遇税制などであった。しかしながら、二〇年近くかけた一連の投信市場改革を経て、なお、克服すべき様々な課題が残っているようである。

金融庁は、昨年（二〇一四年）から『金融モニタリング・レポート』を公表しているが、この中で業態横断的な実態の把握・分析、課題の抽出、改善策の検討が必要なテーマの一つとして投資信託の販売態勢ならびに投資運用業者の運用態勢を挙げている。昨年のレポート（以下、『一四年版』と略）で、とりわけ強調されていたことは、銀行による投信窓販が、長期的安定的な収益が期待できる資産形成に必ずしも結びついていない、ということであった。その原因として、銀行の投信窓販が収益重視のインセンティブを販売現場に付与してきたからだと結論付け、業績評価を収益重視から残高重視へ転換すること、販売商品を中長期保有に向けた商品に見直すことを課題として指摘していた。⁽¹⁾

このような監督官庁（金融庁）からの批判を受けて、販売態勢は徐々に改善されつつあるようであり、今年の『金融モニタリング・レポート』（以下、『一五年版』と略）では、十分ではないが、販売員の業績評価について、「収益・販売額」よりも「預かり資産残高」や「顧客基盤拡大」等のストック重視の動きが広まっていること、

顧客のライフステージや属性に応じた商品提供を行っている事例があることを指摘している。⁽²⁾

外形的にみても、投信の販売、運用および商品開発において、ここ数年、中長期の顧客資産形成の方向性に沿った動きがみられるように思われる。以下では、外面的にどのような動きがみられるか、簡単に整理してみた（なお、以下で問題として取り上げている投信は、断りなき限りすべて「公募株式投信」についてである）。

1 残高重視の販売体制の転換

金融庁が、販売員の業績評価が「収益・販売額」重視か、それとも「残高」重視か、の外形的な判断として注視しているのは、投信の預かり残高と販売額・関連収入との関係のようである。たとえば、『一四年版』では（八六ページ）、銀行（主要行と地域銀行の合算）の投信預かり残高は二〇〇九年度～一三年度の五年間、二一～二三兆円を推移し、ほぼ横ばいであるにもかかわらず、販売額は約五兆円から一〇兆円へほぼ倍増、投信関連収入も二五百億円から三三百億円へ増えている。これをもって金融庁は、銀行による投信窓販が乗換売買による「収益・販売額」重視に偏っていると判断している。

ここで投信の販売態勢を批判されているのは銀行であるが、では証券会社については、金融庁はどのように評価しているのか。

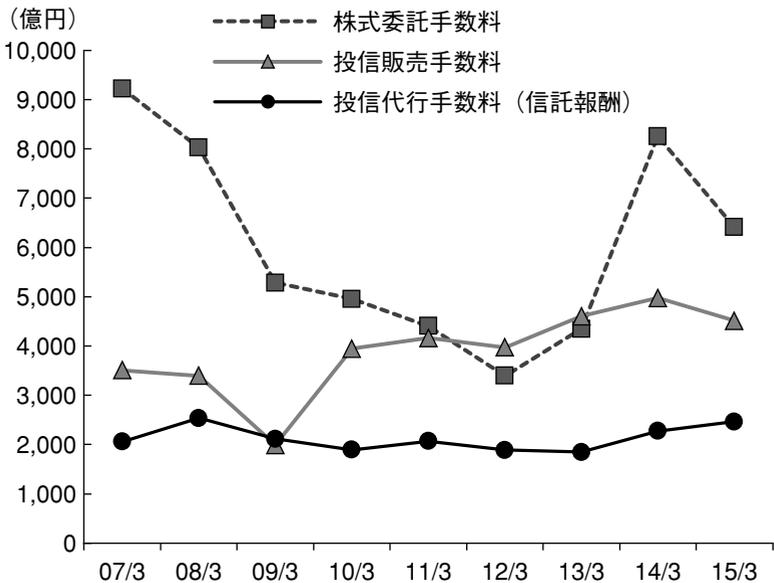
『一五年版』（六〇ページ、図1）は、証券会社の受入手数料の動向について取り上げている。〇九年度～一三年度の五年間、投信の預かり残高は、銀行が横ばいで伸び悩んでいるのに対し、証券会社は約一・四倍に増えている。しかし、同様に投信販売手数料もこの期間中に増えているのである。ところが、二〇一五年三ヶ月に入ると、投信販売手数料が減少する一方、代行手数料は増加している。このことから、『一五年版』は、証券会社

において販売手数料を重視した営業から、預かり資産重視の営業へ移行している状況が窺われる、と判断している。つまり、残高重視の販売態勢への転換は、証券会社において二〇一四年に行われたということである。したがって、銀行についても、販売態勢の転換が実行に移されているかどうかは、二〇一四年度決算において、投信預かり残高と販売額・販売手数料、代行手数料の推移をみて判断されることになるのだろうか。

2 「毎月分配型」のシェア低下

『一四年版』によると、銀行窓販で売られていた投信は、投資対象を特定の種類の資産（特定の通貨建て債券、特定の国の不動産や高利回り債券、高配当株式等）に限定したものが多く、これを販売対象商品として、平均保有期間二〜三年程度で乗り換え売買を勧奨していたという。これらの投信は、ほとんどが「毎月分配型」であったとされ

図1 証券会社の主な受け入れ手数料



(注) 投信の手数料には受益証券に関するものを含む。

(原資料) 日本証券業協会、金融庁

(出所) 金融庁「金融モニタリング・レポート」2015年7月、60ページ。

る。

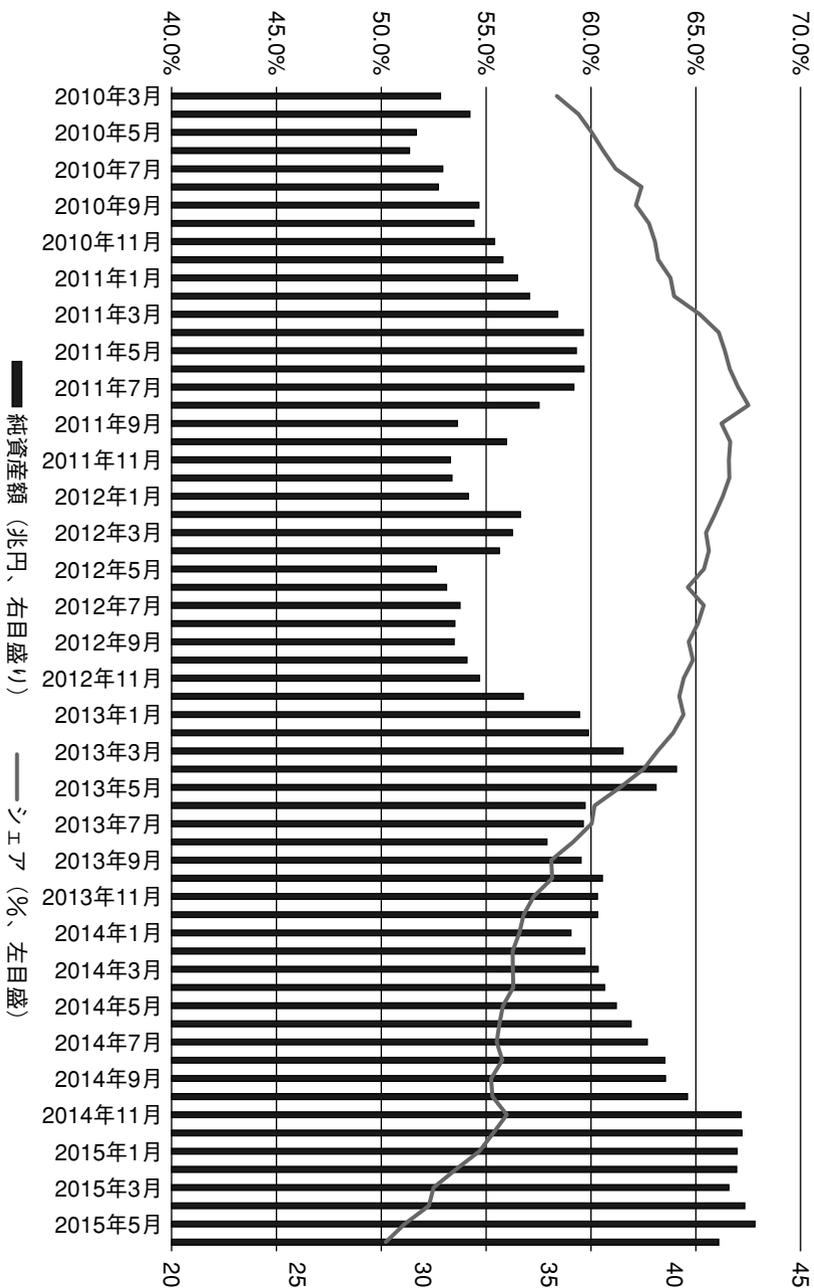
その時々には人気のあった売れ筋投信を二年ごとに乗り換え売買した場合の一〇年間の収益は年平均マイナス〇・三％であったという。これに対し、英米両国で販売されている投資信託のうちで国内と国外、株式と債券で分散投資を行うバランス型投信を購入し一〇年間保有した場合の収益は、年平均一二・一六％であったとされる。

ここから金融庁は、売れ筋投信を短期に乗り換え売買させることは顧客の長期的・安定的な資産形成には役立っていないこと、そうなった原因は販売員に対する収益重視の業績評価にある、と結論付けている。また、こうした売れ筋商品のほとんどが毎月分配型であった理由は、高い分配金を毎月支払う商品設計にすることで「分配金利回り」の高さをアピールすることができるからであった。

こうした毎月分配型投信は、純資産ベースで現在でも絶対額では増え続け、相対的にも株式投信の過半を占めているのだが、二〇一一年を境に、徐々にその割合を低下しているのである。今、投信協会の統計資料によって「毎月決算型」ファンドの⁽³⁾絶対額と公募株式投信全体の中で占める割合をみてみると、図2のようになる。

毎月決算型の公募株式投信全体に占める割合がピークを迎えたのは、二〇一一年八月(六七・五%)であるが、これを境に低下し続け、直近(二〇一五年六月)では、五〇・二%となっている。ちなみにピークの二〇一一年八月から現在(六月)までの四七カ月間につき、毎月決算型ファンドへの資金純流出入(「設定額」マイナス「解約および償還金額」と収益分配金支払の累計額をみると、ネットで一〇・六兆円の資金流入であるが、他方で分配金支払として一九・三兆円が流出している。⁽⁴⁾したがって分配金支払を含めれば、毎月決算型ファンドから累計八・七兆円が流出していたのであるが、にもかかわらず純資産が増えているのは組み入れ銘柄の運用益と評

図2 毎月決算型の残高とシェア（純資産ベース）



(出所) 投資信託協会『統計資料』より作成

価値によるのである。

では、毎月分配型に代わってどのようなファンドが増えているのであろうか。

3 ファンド・ラップ

ラップ口座は、投資顧問業協会の定義によれば、顧客が投資顧問業務に係る報酬と売買執行手数料及び口座管理料等の手数料を運用資産残高に応じて一括して支払う口座をいう、とされる。この口座数と残高が急速に伸びており、二〇一五年三月末現在、約三〇万口座、三・九兆円となっている(図3)。

これは、顧客のリスク許容度を聞き取って、資産配分計画を作成し、これに沿って複数資産への分散投資ならびに再分配を行うサービスである。運用状況によって組み入れ資産の値上がり・値下がり不均等に生じて、当初の資産配分比率から乖離してくると、その乖離を是正すべく、値上がり資産を部分売却し、値下がり資産を買い増すりバランスを代行して初期の配分比率に戻すのである。こうすることでリスクは初期水準に維持できるため、中期の資産形成には望ましい、とされる。その際に発生する入れ替え売買の手料はその都度、徴収せず、残高に応じて支払うラップ手数料に前もって含まれているわけである。そして、顧客に最適のリスク・リターンを追求するため、投資対象資産としては、内外の株式、債券、不動産、キャッシュなど多種類の資産に分散投資されるわけである。

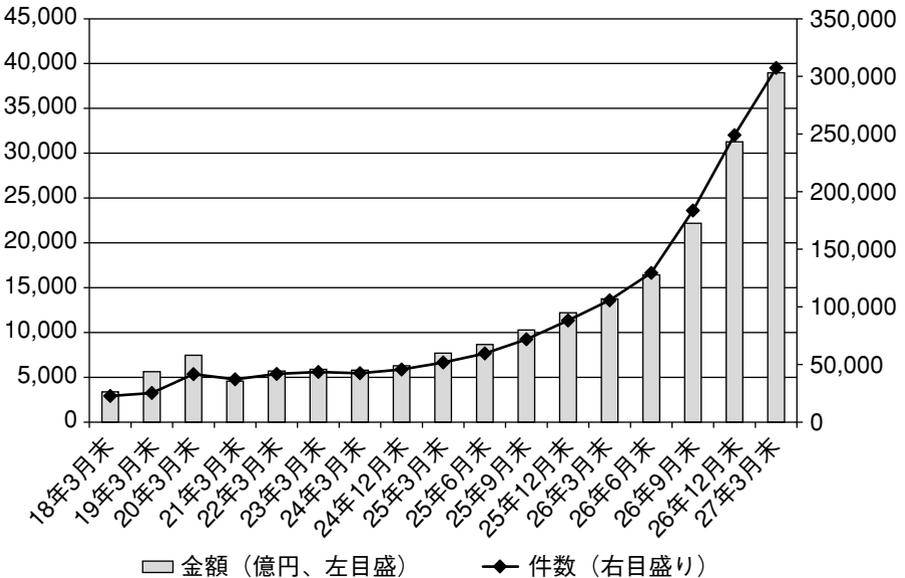
このラップ口座の組み入れ資産として個別銘柄ではなく、投資信託を用いるものを「ファンド・ラップ」と呼ぶが、現状、ラップ口座のほとんどはファンド・ラップである。したがって、ファンド・ラップの残高が増えているとすれば、そこに組み入れられる投信の残高も増えているということになる。

ラップ口座のコンセプトが多種類の資産への分散投資であることから、ファンド・ラップに用いられる投信も、多種類のアセットクラスのものからなり、リバランスの際には投信の乗換売買が必要となるが、その都度、販売手数料は徴収しないのである。ちなみに、毎月分配型投信はラップ口座のコンセプトにはそぐわないため、組み入れられるのは毎月分型以外の投信ということになる。ファンド・オブ・ファンドの形式を利用する場合には、ラップ専用の投信が組成される場合が多い。

4 ラップ型ファンド

ラップ口座は、顧客の投資目標とリスク許容度を把握したうえで資産配分計画を作成していくコンサルタント・サービスのほかに、顧客プロフィールに合致したファンドを適切に選択できるように、ファンドやその運用会社の分析・評価をあらかじめ済ませておく必要がある。そのためにはできるだけ幅広くにファンドを

図3 ラップ口座の推移



(出所) 投資顧問業協会『統計資料』より作成。

渉猟し、トラックレコードを集めて、定性・定量的な評価を下して、資産クラスごとに複数のファンドを品備えしておく必要がある。

このため、ラップ口座を提供するためには、かなりの初期投資とスケール・メリットが求められる。そのこともあって、三月末で四兆円に上らんとするラップ口座を提供している業者はほんの一握りに過ぎない。そこで、ファンド内部で分散投資を行い、状況によってリバランスする「ラップ型投信」と呼ばれるものが昨年後半から出始めてきた。このラップ型投信は、多種類の資産に分散投資されており、リスク・リターンの組み合わせごとに資産配分比率を異にした最低三種類（積極型・普通型・保守型）が用意されている。そして相場環境に合わせ、リバランスをしていくもので、大手の運用会社が組成している。これを投信営業に使っているのは、地方銀行が多い。

当初、ラップ口座の最低預かり残高はかなり大きかった。業者によって異なるとはいえ、最低一〜三億円であった。しかしそれでは顧客は広がらないということで、徐々に最低残高は引き下げられていき、ファンド・ラップの最低預かり残高は現状、三〜五百万円までさがっている。それより少額の顧客に対しては、ラップ型ファンドで対応するということなのであろう。

5 おわりに

昨年あたりから、投信市場での販売商品に変化が生じ始めてきた。毎月分配型に代わって、ファンド内部でリバランスを行う「ラップ型ファンド」や「ファンド・ラップ」専用投信などが増えつつある。これは金融庁からの批判も受けての対応であろうと思われるが、望ましい動きであることは間違いない。

ファンド・ラップやラップ型投信は、アロケーションやリバランスを顧客に代わって行うもので、中長期の資産形成のお任せファンドとしてはよくできた商品である。もともとその反面、投信の信託報酬も含めれば、預かり残高に連動する実質的なコストはかなり大きいものがある。にもかかわらず、この種のファンドが増えているのは、現在はたまたま相場環境がよく、顧客にとつてのリターンが、実質負担の手数料コストをカバーして余りあるからであろう。資産配分にせよリバランスにせよ、それを自分でできる能力を持つ顧客からすれば不要なサービスが付いた商品と映るかもしれない。

したがって、この種の商品を今後も拡販しようと思えば、一般大衆化が必要となってくるし、これに伴って運用ならびに販売の両サイドでより一層のコスト削減が必要となろう。

注

- (1) 金融庁『金融モニタリング・レポート』二〇一四年七月、八六～九三ページ。
- (2) 同『金融モニタリング・レポート』二〇一五年七月、九七～一〇〇ページ。
- (3) いわゆる「毎月分配型」とは、投信協会の新分類では「毎月決算型」を指すものと思われる。毎月決算型のなかでも分配金を再投資に回す選択肢もあるが、募集時のうたい文句は分配金利回りの高さである。
- (4) ちなみに、同じ期間について公募株式投信全体の収益分配金の累計は二〇・六兆円であった。つまり、毎月分配型の収益分配金は九三%を占めていたのである。

(にかみ きよし・大阪研究所長)

誤情報配信による不正取引

～SECのブルガリア投資家訴追請求～

吉川 真裕

二〇一五年五月一日一十三時三十分、ニューヨーク証券取引所（NYSE）に上場されている化粧品会社エイボン（Avon Products）の株価が急騰を開始し、約二〇分間で六ドル六〇セントから八ドルまで二一%急騰した後、一転して急落に転じ、七ドル七セントでこの日の取引を終えていた。株価の急騰直後に証券取引委員会（SEC）の企業情報配信サービスEDGAR（Electronic Data Gathering, Analysis, and Retrieval system）にエイボンに対する一株一八ドル七五セントの買収提案をおこなったというPTGキャピタル・パートナーズによる情報配信がおこなわれていたことが明らかになったが、複数の表記ミスやコンタクト先の確認不能から株価は買収提案価格の半分にも達しなかった。

三週間後の六月四日、SECはこの事件と他の二つの誤情報配信を合わせて、ブルガリアの投資家ネドコ・ネデフ（Nedko Nedev）容疑者と関係会社を株価操作の疑いで告発し、ネデフ容疑者の資産二〇〇万ドル凍結をマシハッタンの連邦裁判所に求めた。

本稿では各種報道とSECの告訴状をもとに一連の誤情報配信事件の実態を紹介し、企業情報配信の在り方について考察する。

1 エイボンの株価急変動

二〇一五年五月一日一四時三五分、NYSEに上場されている化粧品会社エイボンの株価が急騰し、六ドル九七セントでボラティリティ・インターラプション（五分間で5%変動した場合の一次的取引停止措置）が発動され、取引再開後には八ドル近くで二度目のボラティリティ・インターラプションが発動されたが、二度目の取引再開後には一転して七ドル九七セントから七ドル六〇セントまで急落し、この日三度目のボラティリティ・インターラプションが発動され、七ドル七セントでこの日の取引を終えていた。⁽¹⁾ 株価の急騰直後にSECの企業情報配信サービスEDGARにエイボンに対する一株一八ドル七五セントの買収提案をおこなったというPTGキヤピタル・パートナーズによる情報配信がおこなわれていたことが明らかになったが、複数の自社名表記ミスやコンタクト先の確認不能から株価は買収提案価格の半分にも達しなかった。

買収提案報道をEDGARに自ら配信したPTGは（意図的にか）文書の中で自らをTPGと複数回表記しており、PTGのウェブサイトの会社概要はTPGキヤピタルの会社概要とウイキペディアでの説明のコピーであった。⁽²⁾ ちなみにTPGキヤピタルは歴としたプライベート・エクイティであり、二〇一〇年にはエイボンから子会社であるエイボン・ジャパンを買収しており、PTGという名前自体が誤解を想定していた可能性が高い。⁽³⁾

他方、応答のないPTGの電話番号の他に、テキサス州フォート・ワースのトロス&コックス法律事務所（Trose & Cox PLLC）のマイケル・トロスというコンタクト先電話番号が買収提案文書に表記されていたが、その電話番号への問い合わせはアトリウム・エクゼジュティブ・ビジネス・センターへとつながり、トロス&コックス法律事務所というテナントの存在は否定されており、テキサス州でマイケル・トロスという弁護士は弁護士協会に登録されていないと報じられている。⁽⁴⁾⁽⁵⁾

2 SECによる告訴

三週間後の六月四日、SECはこの事件と他の二つの誤情報配信を合わせて、ブルガリアの投資家ネドコ・ネデフ容疑者（三七歳）と関係会社を株価操作の疑いで告発し、ネデフ容疑者の資産凍結をマンハッタンの連邦債場所に求めた。⁽⁶⁾五月一日のエイボン事件を報じる記事の中でも二〇〇〇年のエミュレックス事件（禁固四四カ月）、二〇一一年のアメリカン・エアライン事件（四〇万ドルの罰金）、二〇一二年のロッキー・マウンテン・チヨコレート・ファクトリー（RMCF）事件が同種の誤情報配信事件として報じられていたが、今回の告発でRMCF事件はエイボン事件と同一犯によるものと特定されることになった。

以下ではSECの告訴状に基づいて三つの事件とSECの指摘する共通点について紹介する。⁽⁷⁾

(1) 二〇一五年エイボン事件

ネデフ容疑者は二〇一二年一月からエイボンの株式を、二〇一三年八月からはエイボンの株式を対象としたCFD（差金決済取引）を取引しており、二〇一五年一月六日までに二万六〇〇〇単位のエイボンCFD、二月二日までに一七〇〇株のエイボン株式を保有していた。一月六日から五月一三日までエイボンの株価は八・六ドルから六・六七ドルまで三二%下落しており、五月一日一時三四分の六・六ドルで評価すると、CFDの時価は一七万一六〇〇ドル、株式の時価は一萬一二二〇ドルで、それぞれ八万三〇〇〇ドルと五〇〇〇ドルの評価損となっていた。

四月二日にPTGキャピタルはEDGARへの登録を申請した。PTGキャピタルは英領バージン諸島で登記され、英国ロンドンに郵便住所を持ち、カリフォルニア州のベンチュラ・カウンティの保証人によって保証さ

れていた。登録用のIPアドレスはロンドンのプロバイダーで登録され、EDGARへの登録が認められた。

五月一四日一時三四分、エイボンの株価は六・六〇ドルであったが、PTGキャピタルは一株一八・七五ドルで全株現金で買取する提案をおこなったという誤情報をブルガリアのソフィアのプロバイダーを通じてEDGARへ配信した。

エイボンの株価は二〇分間で六・六ドルから八・〇〇ドルまで二二%急騰した。エイボンの売買高は前日の一二七〇万株から一四日の六九五七万株まで四・四八倍に増加したが、一時三〇分から一二時三〇分までの間に三一〇〇万株の取引がおこなわれていた。

ネデフ容疑者は二五分後の一時五九分から一二時四分までの間に一万二〇〇〇単位のエイボンCFDを平均七・〇一ドルでブルガリアから売却し、急騰前の六・六〇ドルと比べると四八七九ドルの利益を不当に獲得した。

(2) 二〇一四年タワー・グループ・インターナショナル事件

ネデフ容疑者は二〇一三年一〇月からタワー・グループの株式を取引し、二〇一四年五月一三日までに九万五五五八株のタワー・グループ株式を保有しており、ネデフ容疑者がコントロールするストラテジック・ウエルス社も二〇一三年一〇月からタワー・グループの株式とオプションを取引し、二〇一四年五月一三日までに二九万一一七株のタワー・グループ株式を保有していた。二〇一四年五月一三日の寄り付き価格二・二四ドルで評価すると、ネデフ容疑者の保有株式の時価は二二万四〇〇〇ドル、ストラテジック・ウエルス社の保有株式の時価は六四万九〇〇〇ドルで、それぞれ四万ドルと二二万三〇〇〇ドルの評価損となっていた。

五月一三日一二時二六分、ブルガリアのソフィアにあるユーロインス・シンシユランス (Euroins Insuransu)

がタワー・グループの株式を一株三・七五ドルで買収する提案をおこなったと発表した。

タワー・グループの株価は五月二三日に寄り付き価格から三二%高い二・九七ドルまで上昇し、売買高も前日の六一万六五〇三株から一三日の一二七万二〇〇株まで一九・六三倍に増加した。

ネデフ容疑者は二五分後の一二時五一分から一二時五五分までの間に八万株のタワー・グループ株式を平均二・五三ドルでブルガリアから売却し、寄り付き価格の二・二四ドルと比べると二万三三六八ドルの利益を不当に獲得した。そして、一三時二分にストラテジック・ウェルス社も一万株のタワー・グループ株式を二・四八ドルで売却し、寄り付き価格の二・二四ドルと比べると二四〇〇ドルの利益を不当に獲得した。

(3) 二〇一二年ロッキーマウンテン・チヨコレート・ファクトリー事件

ネデフ容疑者は二〇一二年七月にストラテジック・キャピタル社の取引口座を米国ブローカーに開設し、八月一七日から十二月一八日までの間に五〇三四株(時価五万三三六〇ドル)のRMCF株式を保有していた。

二〇一二年二月二日にPSTキャピタルはEDGARへの登録を申請した。PSTキャピタルは英領バージン諸島で登記され、英国ロンドンに郵便住所を持っていたが、ブルガリアのプロバイダーがコンタクト・メールアドレスに指定されており、カリフォルニア州のナバ・カウンティの保証人によって保証されていた。登録用のIPアドレスはブルガリアのソフィアのプロバイダーで登録され、EDGARへの登録が認められた。

二月一八日取引終了後の四時二八分、PSGキャピタルはRMCFに対して一株一三・五〇ドル(RMCFの終値は六・六〇ドル)で全株現金で買収する提案をおこなったという誤情報をブルガリアのソフィアのプロバイダーを通じてEDGARへ配信した。

R M C F の株価は時間外取引で二三・〇ドルまで二三%急騰したが、翌一九日の取引開始までに R M C F が買収提案は信憑性に欠けるという声明を発表し、R M C F の株価は一一・〇九ドルと前日終値から四・六%の上昇にとどまった。ただし、R M C F の売買高は一万九九二五株と前日から一・七八倍に増加していた。

ネデフ容疑者はおそらく十分な株価上昇が取引時間内に生じなかったことからストラテジック・キャピタルの保有する R M C F 株を売却しなかった。

(4) 三つの事件の共通点

三つの事件はいずれも買収提案を公表して株価を引き上げるといふ点で共通しているが、S E C が重視しているのは三つの事件はともにネデフ容疑者が関与しており、ブルガリアのソフィアから情報が発信されているところである。三つの買収提案は P T G キャピタル、ユーロインス・インシュランス、P S T キャピタルという異なる会社が発表しているが、全く同じ言い回しが二つ使われているという。一つは「(本社は) 企業買収において十分な経験を持ち、資産の適正評価をおこない、最終的な合意達成することを迅速に実行する」〔company〕has substantial experience in managing acquisitions and is committed to working quickly to complete due diligence and a definitive agreement) とつう言ひ回しであり、もう一つは「買収提案はいかなる拘束的義務を負うものではなく、互いに満足できる最終的合意ができ、両当事者によって発表されるまで拘束的義務は発生しない」〔The Proposed Offer does not create any binding obligation, and no such binding obligation will arise unless a mutually satisfactory definitive agreement has been executed and delivered by the parties) とつう言ひ回しであり、これらによって単一の主体の存在を S E C は推計している。

3 企業情報配信の在り方

二〇一五年五月一日のエイボン事件、あるいはネデフ容疑者が関与したと疑われている三つの事件に接して感じる疑問はアメリカでは被買収企業の関与なしに買収提案情報が発信できるという点である。非上場企業ならまだしも上場企業の株価に大きな影響を与える買収提案が、上場企業から取引時間外または取引停止の要請を受け、情報の周知徹底をはかるということがなぜおこなわれないのであるか（R M C F事件の場合は被買収企業の否定的声明によって株価の高騰が抑えられたではないか）。被買収企業が買収提案を握りつぶすと考えているのであろうか。

一連の事件の紹介からも明らかのように、SECはEDGARの登録時には関与してもEDGARを通じた情報発信時には関与しておらず、誤情報の発信に十分な手当てが講じられているとは考えられない。エイボン事件の際の報道によれば、EDGARには三〇万人の個人がアクセスしており、二万八〇〇〇の企業と投資信託が情報配信を一日平均四〇〇〇件おこなっているという。⁽⁸⁾一九九三年に情報配信を開始し、一九九六年五月からは上場企業による利用が義務付けられたEDGARは二〇年という歳月を経て見直しをすることが必要なのかもしれない。実際、二〇一三年四月にはSEC自身がソーシャル・メディアの普及を理由にEDGARを通じた上場企業の情報開示義務を緩和する方向性を示していた。⁽⁹⁾他方、EDGARに関しては有料会員と無料会員の間で情報アクセスに有意な時間差があり、有料情報を利用して利益を上げることが可能であったはずであるという実証分析の結果が二〇一四年一〇月にウォール・ストリート・ジャーナル紙に掲載され、話題を集めたことがあった。⁽¹⁰⁾

七月一日一三時三六分、ブルームバーグのウェブサイトを装ってツイッター社に三二〇憶ドルの買収提案がおこなわれたという情報が流布され、ツイッター社の株価は八%以上急騰した。⁽¹¹⁾こちらはブルームバーグの記者

を装ったナリスマシ報道であったが、ナリスマシ報道に伴う市場価格変動としては二〇一三年六月に生じたAP通信記者のツイッター上でオバマ大統領が爆発によって負傷したという情報が流れたツイッター・クラッシュと同種のものと言える。⁽¹²⁾

ナリスマシ報道にせよ、意図的な誤情報にせよ、あるいは意図せぬ誤情報配信にせよ、情報通信技術と情報伝達環境が著しく進歩した現代においては、かつてのように情報発信手段が限られていた時代とは異なる対応が必要となっていると言えよう。誤情報を削減するために情報発信手段を制限することは情報を発信する権利の侵害やイノベーションの抑制につながる可能性もあるが、無制限でやりたい放題ということでは無用な混乱を招くばかりであって、どのようにして両者のバランスをとるかということが問題となるだろう。すでに頻繁にこうした問題が発生しているアメリカの市場においてどのような対応がとられるのかは、こうした問題にまだ直面していない国々においても参考になるだろう。問題が生じてから対処することは時間の制約もあって容易ではないし、応急処置や対処療法に傾きがちになる危険性がある。長期的な視点やグランド・デザインを十分に検討するためには問題の発生を想定して対応策を準備する必要があるのかもしれない。

注

(1) Bob Pisaní, "Pisaní: The Avon Hoax and what it means," *CNBC TRADER TALK*, 14 May 2015 (<http://www.cnbc.com/2015/05/14/the-avon-hoax-and-what-it-means.html>).

(2) Antoine Gara, "Avon Products Shares Surge Then Tumble On Fake \$8 Billion Buyout Bid," *Forbes*, 14 May 2015 (<http://www.forbes.com/sites/antoinegara/2015/05/14/whats-in-a-name-ptg-partners-or-ptg-is-offering-to-buy-avon/>).

- (10) Ryan Tracy and Scott Patterson, "Fast Traders Are Getting Data From SEC Seconds Early," *The Wall Street Journal*, 29 October 2014 (<http://www.wsj.com/articles/fast-traders-are-getting-data-from-sec-seconds-early-1414539997>).
- (11) Maureen Farrell, "Twitter Spikes on a Fake Story About a Fake Bid," *The Wall Street Journal*, 14 July 2015 (<http://blogs.wsj.com/moneybeat/2015/07/14/twitter-spikes-and-falls-on-fake-story-about-a-bid/>).
- (12) ツイッター・クラッシュの詳細については、拙稿『ツイッター・クラッシュ—ハッカーの誤情報による米国株価急変動—』本誌一六七八号（二〇一三年六月）を参照。

（よしかわ まなひろ・客員研究員）

ハイフリクエンシー・トレーディングの間接規制 ↳プロップ・ファームをFINRA会員へ↳

清水 葉子

1 はじめに

SECは、いわゆるプロップ・ファームと呼ばれるディーリング専門会社に対して、米国金融業規制機構（FINRA）会員登録を求めるルール改正を二〇一五年三月に提案した。⁽¹⁾ FINRAは、二〇〇七年に全米証券業協会とニューヨーク証券取引所の自主規制部門の統合により設立された自主規制機関であり、全米の証券会社が加盟している。プロップ・ファームは、SEC登録上は証券会社（ブローカー・ディーラー）であるが、自己勘定での取引だけを行い顧客口座を持たないため、後で述べるようなSECルール上の例外規定が適用されており、FINRA登録を免除されてきた。

プロップ・ファームは自己勘定でのディーリングを専門にする業者であることから、当然のこととして取引技術の高度化に敏感であり、多くはハイフリクエンシー・トレーディング（HFT）を行っていると考えられる。HFTに対する規制のあり方については、様々な見解があつて簡単に結論の出せる問題ではないが、HFTの一角を占めるプロップ・ファームがFINRAに対して取引報告義務を負わずにいたことが、アメリカでのHFTの不透明さに対する批判につながっていたのであれば、SECルール改正によるFINRA登録は間接的なHFT

T規制と解釈することもでき、世界のHFT規制の動向とあわせて興味深い。

2 プロップ・ファーム

プロップ・ファームは、Proprietary Trading Firmを指し、広い意味では自己資金で証券取引を行うディーリング専門業者を指す。通常の証券会社も自己勘定取引を行っているが、プロップ・ファームは、顧客口座を全く持たず自己売買のみで収益を上げるビジネスであるという点が異なる。

こうした業者が、いわゆるデイトレーダーやファンドなどのバイサイド投資家として取引を行うのではなく、わざわざ証券会社登録を行うのは、証券会社としてダイレクトに取引所等の市場にアクセスできるという点もさることながら、アメリカの証券市場特有の手数料体系によるのも大きい。

アメリカの市場運営者（取引所）は、通常の取引所手数料のように、取引参加者の双方から手数料を徴収するばかりではなく、例えばテイカー・メーカー・メーカー・フィーのように、取引参加者の一方にリベートを渡す方式が定着している。テイカー・メーカー・フィーと呼ばれる手数料体系では、指値注文を出した取引参加者には市場運営者（取引所）側からリベートを渡し、逆に指値注文に成行注文をぶつけて取引を成立させた取引参加者から市場運営者が手数料を徴収する。市場運営者は、成行注文を出した参加者から徴収した手数料と、指値注文を出した参加者に渡すリベートとの差額を収益としている。指値注文は市場に流動性を供給しているという解釈からこのような手数料体系が生まれたとされ、市場運営者もリベートによって流動性を獲得することができる。

アメリカのHFTは、こうした手数料体系を背景に、巧みにポジション調整をしながら高速で指値注文を出すことで、市場から受け取るリベートを大きな収益源としている。リベートは、市場（取引所）の直接参加者でな

いと受け取れないため、プロップ・ファームは単なる投資家として取引を行うのではなく、証券会社登録をして市場の直接参加者になっていると考えられる。

3 プロップ・ファームのFINRA登録免除

アメリカの証券会社（ブローカー・ディーラー）は、自身が取引を行う取引所の会員となるが、並行して取引所外取引を行う場合には、FINRAの会員にもならなければならない⁽²⁾。例えばニューヨーク証券取引所の会員としてニューヨーク証券取引所で取引を行う証券会社でも、並行してナスダック上場証券の取引も行うであろうし、それに加えてATSやダークプールを含む多様な取引所外取引の場でも取引を行うので、取引の場はニューヨーク証券取引所に限定されない。結果として、証券会社は基本的にFINRA登録を行うことになる。

ところが、この規定には、スペシャリストやフロアブローカーを前提にした例外規定が設けられている。スペシャリスト等も、ポジション処分や、取引所間注文回送等のために取引所外取引を行うことがあるが、こうしたスペシャリスト等の自己勘定での取引は、すでに取引所の自主規制の監督下に置かれているのでFINRA会員として重複規制される必要がないからである。

このことから、SECルール⁽³⁾では、次の三つの条件を満たしている場合には、FINRA登録を免除するとしている。①国法証券取引所の会員であること、②顧客口座を持たないこと、③会員となっている取引所以外の場所で行う証券取引からの総収入が一〇〇〇ドル以下であること（「最低額要件」）。ただし、最低額要件は、他のブローカー・ディーラーとの間あるいはそれを通じた（他取引所等での）自己勘定取引を除く⁽⁴⁾。この例外規定があるために、スペシャリスト等が取引所外で自己勘定取引をどれだけ行ってもFINRA登録は求められない。

ところが、プロップ・ファームは、自己勘定取引だけを行って顧客口座を持たないため、スペシャリストでもフロアブローカーでもないにもかかわらず、この例外規定がそっくり当てはまる。このことから、プロップ・ファームは、一つの取引所の会員となれば、自己勘定でどれだけ取引所外取引を行っていても、FINRA登録を免除されてきた。かつてはプロップ・ファームは電子取引を駆使するとはいえ小規模な自己勘定業者だったので、規制の隙間になっていても大きな問題にならなかったと考えられるが、二〇〇〇年代に入って徐々に存在感を増し、HFTの拡大とともに大きな影響を及ぼすようになった。プロップ・ファームの中には、トレードボット・システムズのように、二〇〇五年に自ら取引所外市場であるBATSを立ち上げて、二〇〇八年には取引所としてのステータスを獲得し、全米NMS証券の二割の取引シェアにまで成長させた業者もあり、取引参加者としてだけでなく、市場運営者としても大きな存在になるものが現れた。

4 規制変更の提案

プロップ・ファームの多くがHFTとして市場間をまたいで取引を行っており、取引高シェアを拡大させているにもかかわらず、FINRA登録を免除されていることは、大きな規制の隙間となっていることが認識されるようになった。単一取引所の中での取引については、当該取引所が取引監視等を行っていても、プロップ・ファームの取引所外取引について、十分な取引監視を受けられる状態にない。(とりわけ、一つの取引所の会員となりながら、もっぱら取引所外取引を行うことで、自主規制逃れに近い行動が可能となる。)

また、プロップ・ファームがFINRA非会員であることから、市場監督費用の負担を免れている点でも現行ルールは公平性を欠いている。FINRAの自主規制コストをまかなうための会費であるTAFについても、S

ECなど当局の規制コストの代行徴収であるSection 3手数料についても、FINRA非会員からは徴収されていない。FINRA会員と非会員が取引を行った場合でも、会員のみが規制コストを負担するケースなどがあり不公平であるとしている。

現在の規制は、スペシャリストやフロアブローカーだけを想定して免除規定を設けているが、この免除規定が顧客口座を持たないプロップ・ファームにあてはまってしまうことから問題が発生していると考えられる。このことから、SECは、免除規定の内容を以下のように改定して、プロップ・ファームにもFINRA登録が義務付けられるようにルール変更を提案している。

(1) 最低額要件を削除し、自己勘定取引のみを行う(顧客口座のない)ブローカー・ディーラーであっても、自身が会員となっている取引所以外の取引を少しでも行うならばFINRA登録が求められるようにルールを改正する

(2) 従来のスペシャリスト・フロアブローカーについては、フロアでの取引のヘッジにかかわる取引所外取引のみ認める。その場合、書面での業務手続きの提出を義務付ける。業務手続きの内容はビジネスモデルやポジションの状況に依存したもので良い。

(3) 取引所外取引が、自身が会員となっている取引所からのトレード・スルーを回避するための回送注文のみである場合は例外とする(レギュレーションMSが義務付けている注文回送を行う場合)。

以上のルール変更によって、FINRA登録を免除されるブローカー・ディーラーは厳密にスペシャリスト等のみとなり、プロップ・ファームはFINRA登録が義務付けられ、FINRAに対する取引報告も行われることになると考えられる。プロップ・ファームの多くはHFTであると考えられることから、HFTの取引につい

て一定の透明性の向上を期待できる。

5 プロップ・ファームの現状

多くをHFTが占めていると考えられるプロップ・ファームであるが、プロップ・ファーム全体の状況は必ずしも明らかになっていない。今回のルール変更のリリースから、プロップ・ファームの状況のわかるデータを拾ってみよう。

リリースの発表された二〇一五年三月時点で、SEC登録を行っている証券会社（ブローカー・ディーラー）は四二〇九社あり、うちFINRA会員は四〇五七社であることから、この差の一五二社がなんらかの理由でFINRA会員でない証券会社であるということになる。

ブローカー・ディーラーには、顧客口座を持つ通常のブローカー業務に加えて、清算業務を行うクリアリング・ブローカーがある。クリアリング・ブローカーは二八四社（二〇一四年第4四半期）である。この一部に清算業務のみに特化したクリアリング・ブローカーがある。また、このほかにも、政府債ディーラー、私募のみの取り扱い、ミューチュアルファンド関連の業務のみに、顧客口座を持たない業態が存在する。スペシャリストやフロアブローカーも顧客口座を持たない。

FINRA登録を行っていない一二五社（先の一五二社との相違の理由は不明）に焦点をあてると、うち七七社は国法証券取引所でのフロアー取引を報告している（Form BDによる）。また、この中には、取引を単一取引所に限定しているものも含まれる（会員となっている取引所以外での取引がないため、FINRA登録はそもそも行わなくて良い）。こうした業者以外の業者が、規制の隙間になっているプロップ・ファームであると考えら

れる。

プロップ・ファームの取引規模については、プロップ・ファームの取引の相手方がFINRA会員であれば、その会員を通じてFINRAの取引報告システムOATSに報告されるので、FINRAが把握することが可能である。二〇一四年第4四半期に行われた一〇四五億ドルの取引所外取引のうち、三六九億ドル(三五・三二%)はFINRA非会員から受けたものであることが判明している。一方、FINRA非会員業者どうしの取引の場合、FINRAへの報告が行われない。

代替的取引システム(ATS、おおむね日本のPTSに相当)に関しては、FINRA非会員からの注文が四・九九%を占めている。なお、ATSは稼働している市場が四四市場あり、NMS証券の取引の約一二%のシェアを占めていることから、FINRA非会員業者の取引は、NMS証券の取引のおよそ六%を占めていることになる。ATS以外の取引所外取引のシェアは約一九%である。

FINRA非会員業者の個別の取引量は、FINRAへの報告がないので把握することができない。自発的に取引を開示している一四の非会員業者のデータによれば、ATS取引の最もアクティブな業者が一九・三二%を占め、最もアクティブでない業者はほぼゼロであるとしている。

FINRA非会員業者は、取引所での取引も活発に行っている。一三の非会員業者が取引所(NYSE、BATS、Nasdaq)の取引の一七・二五%を占める。とくにBATS-Yでは二七・三二%と非常に大きい一方、取引所の中で最もFINRA非会員業者の取引が少ないのはニューヨーク証券取引所で、五・五四%である。

市場監視費用の負担の面でも、FINRA会員と非会員とは公平性を欠いている。前述のように、FINRAは、会員から二種類の会費を徴収しており、一つは自らの自主規制コストをまかなうためのTAFと呼ばれる

会費であるが、もう一つはSECなどの当局の規制コストをまかなうための手数料を代行徴収しているものである。いずれの費用もFINRA非会員は納めておらず、総額はSECの推計によると三百二十万ドルにのぼるとされる。

まとめ

以上のように、現状では、プロップ・ファームは一つの取引所の会員になれば、自己売買をどれだけおこなおうとFINRA登録を免除されており、会員となった取引所の外でどれだけ自己売買で取引を行ってもFINRAへの報告義務がない。極論すれば、形式的にどこかの取引所の会員になった上で、ほとんどの取引を取引所外で行うことができる。SECのリリースからは、FINRA非会員業者の中には、単一取引所のみ所属しつつ、その取引所の管轄外での取引が多い業者がいることがうかがえる。

取引所は、基本的に自市場での取引活動を監視することになるので、会員であっても他市場あるいは取引所外での取引を監視するわけではない。アメリカでは、取引の場が分散した結果、いわゆるメイン市場といえる取引の場が存在していないことから、もっとも包括的に取引全体を監視できるのがFINRAになっている。かつては取引所での取引は取引所が監視し、取引所外取引の監視はFINRAが行うことで自主規制の住み分けが可能であったが、現状ではこうした切り分けが不可能になっていることが理解できる。

ルール提案は、パブリックコメント期間を終えたところであり、今後の帰趨は明らかでないが、もしこのルールが成立した場合には、FINRA非会員業者の選択肢は、①会員となった取引所のみで取引を行う、②自ら自主規制機関を立ち上げてその会員となる、③ブローカー・ディーラー登録をやめて、投資家として証券取引を行

う、④FINRA会員となる、のいずれかになると考えられる。①は、HFTとして市場をまたいだ取引をしている現状からすると考えにくく、②も現実的ではない。③は、市場サイドからのリポートを受け取るマーケットメイキング型のHFTにとってはリポートという収入源を失うことになるので、ビジネスモデルを大きく変えることになる。このため、現実性のある選択肢は④のFINRA会員になることであろう。その場合、多くがHFTであるとされるプロップ・ファームの取引がFINRAに報告されることになり、HFTの行動の透明性が向上することが期待される。

アメリカでは、他の国以上にHFTの取引行動が不透明であると批判されるが、その理由の一つに、HFTがプロップ・ファームというビジネス形態をとることで生じる規制の隙間を利用してFINRA登録免除といういわば特権を利用してきたこともあるのではないだろうか。

注

- (1) SEC(2015) "Exemption for Certain Exchange Members", Release No.34-74581; File No. S7-05-15' 一〇一五年三月
- (2) 証券取引所法15(b)(8)
- (3) SECルール15(b)9-1
- (4) かつてスペシャリスト等は、SEC-Only (SECO) という別段の監督下に置かれていたが、のちに廃止され、現在の例外規定にまとめられたとされる。

(しみず ようこ・客員研究員)

国債決済期間の短縮とレポ市場の革新

中島 将隆

はじめに

国債のアウトライト取引とSCレポ取引の決済期間は、二〇一八年上期より、現在のT+2からT+1に短縮されることになった。同時に、GCレポ取引もT+1からT+0に短縮される。

国債決済期間の短縮はリーマンショック以降の大きな課題であった。リーマンショックによって日本の国債流通市場も大混乱したが、システムミックリスクは回避することができた。DVP、RTGS、国債清算機関など国債決済制度が整備されていたからである。そして、この混乱を通じて国債決済制度の重要性が再認識された。しかし、フェイルの多発などによって国債の流動性が低下し、決済リスクが拡大した。リーマンショックを教訓にして、決済リスクを如何に軽減するか、これが大きな課題となっていたのである。

T+2からT+1へ決済期間が短縮されると、まず、決済リスクが削減される。決済リスクは未決済残高が大きくになると拡大するが、未決済残高は決済期間と決済金額の積で決定されるから、期間を縮小すると決済リスクは軽減する。決済リスクが軽減すると転々流通が容易となり、国債の流動性は向上すると期待される。

アウトライト取引T+1への移行は、更に、日本のレポ市場に大きな影響を与える。アウトライト取引T+1へ移行するにはGCレポT+0が前提条件となる。GCレポT+0を実現するには、現行の取引形式では事務処理に時間を要するため不可能である。現行の銘柄先決め方式GCレポ取引ではなく、事務処理時間の短縮が可能

になる銘柄後決め方式GCレポ取引の採用が不可欠である。銘柄後決め方式では、日本版レポ（現金担保付き債券貸借取引）ではなく、売買形式の現先方式が最も相応しい。そして、GCレポが売買形式になれば、SCレポも同じく売買形式になるだろう。アウトライトT+1への移行を契機に、日本のレポ市場は貸借形式から国際標準のレポ市場へ全面移行することになる。同時に、担保となる銘柄の割当や清算を行うレポ担保管理サービスが新たに誕生し、また、銘柄差し替え機能も追加されることになっている。T+1への移行によってレポ市場が整備され、国債の流動性は更に向上するだろう。

以下では文末の参考文献、特にグランドデザインを参考にして、まず、なぜT+1か、国債決済期間短縮の意義はどの点にあるか、を検討する。次に、T+1を実現するために解決せねばならない問題点を整理し、最後に、T+1が日本のレポ市場に与える影響について検討してみたい。

1 国債決済期間短縮の意義——決済リスクの軽減と流動性の向上

(1) 決済リスク削減によって国債流動性は向上する

国債は有価証券である。有価証券は転々流通が最大の特徴であり、転々流通が容易なほど国債の信用度は高くなる。国債の流動性は国債の償還可能性や信用力に依存するだけではない。流通市場において安全確実に売買されること、決済のリスクが低いこと、決済リスクを削減することによって国債の流動性が向上すること、この点に格段の注意を払う必要がある。強靱な国債流通市場の形成によって国債市場は安定し、国債市場の安定によって金融市場も安定するのである。

ところで、国債の未決済残高が大きいと決済リスクも大きくなる。未決済残高の大きさは残高と期間の積だけ

ら、決済リスクを小さくするには、一つには、売りと買いを相殺することによって決済残高を縮小することである。クローズアウトネットリング法の成立によって相殺が可能となり、国債清算機関（日本証券クリアリング機構）の創設によって決済金額を縮小することが可能になった。

もう一つは、約定から清算までの期間の短縮である。この期間が短い程、決済リスクは縮小する。だが、決済リスクは縮小するものの決済に必要な資金と国債が追加的に必要となる。決済期間が長ければ証券ディーラーは、この間、決済期日まで受渡しする国債と資金の運用が可能である。決済期間が短縮されると、決済期日までに国債と資金の調達にせまられる。国債決済期間短縮の歴史は、この問題の闘ぎあいであった。T+1までの歴史を簡単に振り返ってみよう。

（2）T+1までの決済期間短縮の歴史

国債の流動化が始まった一九七〇年代後半以降、国債の決済は長らく五・一〇日決済であった。決済期間が長期間であれば、受渡しが完了するまでの間、国債ディーラーは国債と資金を自由に運用することができるが、他方で決済リスクが累増する。決済リスクを回避するため、G30の提言に基づき、一九九六年、日本でもローリング決済方式が導入された。同時に、決済に必要な国債と資金を調達できる市場として、日本版レポ市場（現金担保付き債券貸借市場）創設されたのであった。

ローリング決済方式が導入された当初は、国債決済はT+7であったが、レポ市場の成熟を待って一九九七年からT+3へ移行した。日本版レポ市場はローリング決済を容易にするため導入されたが、国際標準のレポ市場とは異なる特異な構造となっている。国際標準のレポ市場は売買形式だが、日本の場合、有価証券取引税を回避

するため貸借形式となり、日本のレポ市場は極めて解り悪い構造となっている。しかし、これまでの間、日本版レポ市場は国債決済に必要な流動性を供給し、国債流通市場を支えてきたのであった。

国債決済期間の短縮が再び問題となるのは、二〇〇八年九月のリーマンショック時からである。リーマンショックの経験を教訓として国債決済期間は二〇一二年からT+2に短縮され、さらにT+1に短縮されようとしている。

(3) リーマンショックの教訓と決済リスク削減の対応

二〇〇八年九月、リーマンブラザーズ証券が破綻し、世界の金融市場は大混乱に陥った。日本の国債流通市場も大きな危機に直面したが、リーマンショックから二つの教訓をえた。まず、国債決済制度の重要性が確認されたことである。危機に直面しながらもシステムミックリスクを回避することができたのは、国債決済制度が整っていたからである。国債清算機関が設立されていなかったら、レポ市場が整備されていなかったら、そして、DVPやRTGSが整備されていなかったら、日本の国債市場はシステムミックリスクに陥っていただろう。

もう一つの教訓は、決済リスクの更なる軽減が必要だという点である。フェイルの多発によって市場流動性が低下し、フェイル処理の遅れによって市場混乱に拍車がかかり、フェイルの多発によってレポ市場の機能が低下した。リーマンショック時、国債流動性が低下したが、流動性の低下を阻止するため決済リスクの更なる軽減が必要だとするコンセンサスが生まれたのである。そして、ワーキング・グループの検討をへて、決済リスク削減の対応策がとられることになった。

まず、レポ市場についてはフェイルの多発を防ぐため、フェイルチャージが導入された(二〇一〇年一月)。

また、フェイルは日本の市場慣行に馴染みにくかったが、その重要性が認識されて二〇一一年にはフェイル慣行が定着することになった。

次に、国債清算機関については、二〇一三年六月、日本証券クリアリング機構と統合された。そして、二〇一四年六月、国債取引の太宗である信託銀行がクリアリング機構に参加することになった。信託銀行の参加は国債流通市場の安定に大きな意義をもつ。

更に、決済期間の短縮については、二〇一二年四月、従来のT+3からT+2に短縮されることになった。同時に、T+2移行の最終報告書の中で、T+1への道筋が展望されたのである。

2 T+1に向けて

(1) なぜT+1か

二〇一二年四月、国債決済期間はT+3からT+2へ移行したが、前年の二〇一一年一月に発表された「国債の決済期間の短縮化に関する検討ワーキング・グループ最終報告書」では、すでにT+1に向けての道筋が示されていた。この道筋に沿って、二〇一四年一月、ワーキング・グループによるT+1に向けたランドデザインが公表された。以下では、ランドデザインと関連資料を参照しながら、なぜT+1か、T+1を実現するための課題は何か、論点を整理していく。

T+1移行の直接的な理由は、更なる決済リスクの削減である。ワーキング・グループが野村総研に委嘱したコンサルティング報告書によると、T+1へ移行した場合、未決済残高の四六%が縮減されると試算されている（参考文献 コンサルティング報告書 五頁）。また、再構築コストリスクについても、六〇%の削減効果が期待

されるところとしている（同、五頁）。

間接的な理由として、まず、流動性の向上をあげている。すなわち「決済期間の短縮を通じて、金融資産としての国債の換金性が高まれば、金融機関の安全で迅速な資金調達手段が充実するとともに、投資家の短期の余資運用手段が多様化するほか：国債市場の流動性を向上させることにも貢献」すると指摘している（同、六頁）。

更に、国際標準の確保及び国債のグローバル化をあげ、米国や英国のアウトライト取引の決済期間はT+1であること、欧米ではレポ担保管理サービスがあるが、日本ではないこと、こうした点からもT+1やレポ取引のインフラ整備が重要と指摘している（同、七頁）。

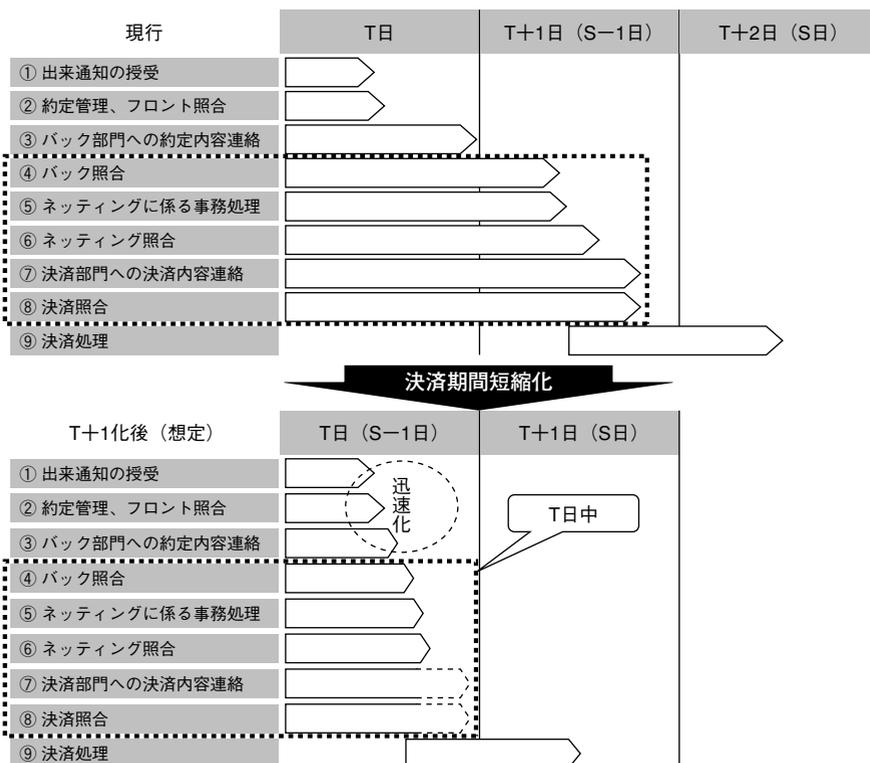
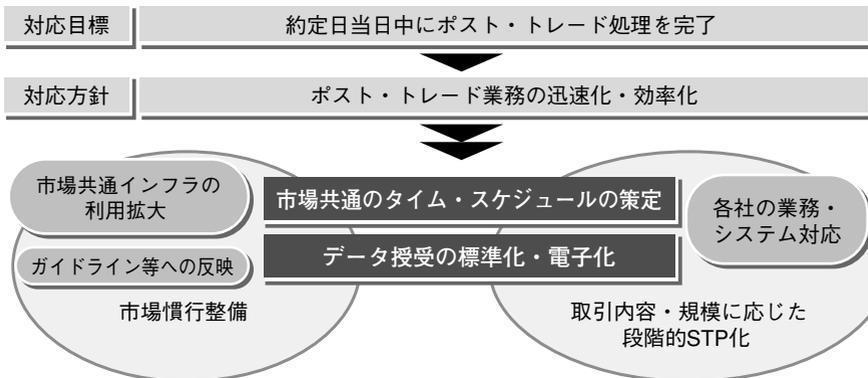
（2）決済期間をT+1へ短縮するための二つの課題

国債の決済期間を従来のT+2からT+1へ一日短縮するためには、二つの大きな障害を克服する必要がある。一つは、国債の売買契約が成立した当日中にポストトレード事務を完了することである。無事に決済が完了するまで、契約内容の確認やバック照合、ネットインク照合、決済照合など売り手と買い手の間で確認する必要がある。図表1でみるように、バック照合やネットインク照合、決済照合などは、これまで契約日の翌日に行われていた。ところが、T+1へ移行するには決済照合までのポストトレード事務を当日中に完了せねばならない。

ポストトレード事務を約定日当日中に完了するためには、市場慣行の整備やSTP化をすすめるためのシステム対応が必要になってくる。T+3からT+2への移行時には、日程の余裕がありこうした処理は必要でなかった。T+1への移行では、まず、市場共通のインフラ拡大やデータ授受の標準化・電子化が不可欠となる。

もう一つの課題は、国債のアウトライト取引・SCレポ取引のT+1は、GCレポ取引T+0が前提条件とな

図表1 アウトライイト取引及びSCレポ取引のT+1化の対応



(出所) 日本証券業協会「国債取引の決済期間の短縮 (T+1) に向けたグランドデザイン」国債の決済期間の短縮化に関するワーキンググループ 2014年11月

る、という点である。国債の受渡しに際して必要な資金は、決済当日でなければ判明しない。国債売買は決済日前日の最終時間まで続くからであり、この間、売買は繰り返されているからである。

T+1移行にはGCレポT+0が前提条件となること、この前提条件こそが日本のレポ市場に大きな影響を与え、市場の仕組みを転換させ、国際標準となるレポ市場の整備に向けて道を開くことになる。また、新たな短期金融市場の創設に道を開くことになる。

以下では、まず、二つの課題のうちポストトレード事務の問題について、T+1化の具体的な対応策をみていく。

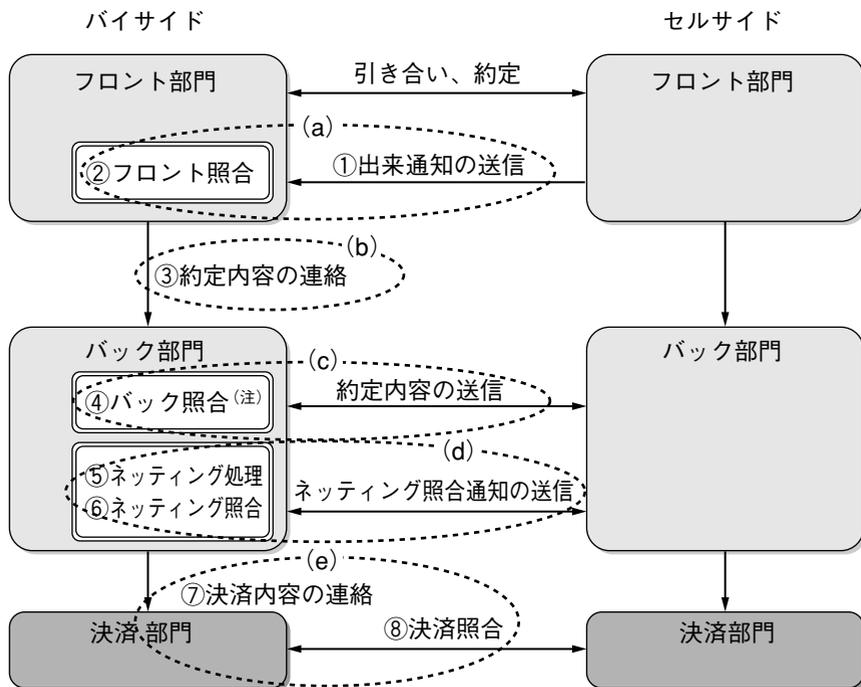
(3) T+1化のポストトレード事務の対応

決済期日を一日短縮するには、売り手側と買い手側、いずれにも従来と異なる対応が必要になってきた。検討されている具体的な対応策は、図表2でみることができる。取引最前線のフロント部門では、出来通知の省力化とフロント約定管理の電子化による事務処理の迅速化が行われる。バック部門ではバック照合やネットティング処理・ネットティング照合など約定内容をSTP化することにより照合の迅速化をはかる。ネットティングの処理についても自動化をすすめる。

このようにフロント照合の段階的STP化、契約内容連絡のSTP化、ネットティング処理の自動化によって約定日の当日中にポストトレード事務を完了させることが予定されている。目下、ポストトレード事務のシステム開発がすすめられ、二〇一七年夏にはシステム開発が終了する予定となっている。

システム開発には巨額の資金が必要となる。新たな資金の必要が、皮肉なことに、日本のレポ市場を大きく変

図表2 T+1化の具体的な対応策



(注) バックでの約定照合は、保振照合システムを利用する場合は、取引当事者ではなく保振照合システム内で照合処理がされるケースもある。

対応の方向性	市場参加者の対応策
フロント照合の段階的STP化	a 出来通知の省力化及びフロント約定管理の電子化によるフロント事務の効率化・迅速化
約定内容連絡のSTP化	b バック部門への約定内容等の連携の効率化・迅速化
	c バック照合の迅速化
ネットティング処理の自動化	d ネットティング処理の省略もしくは効率化
	e 決済照合の効率化

(出所)「国債取引の決済期間の短縮化に向けたグランドデザイン」2014年11月 24頁

えようとしている。市場関係者の間では、巨額の資金が新たに必要とならば、この際、日本版レポ市場と新現先市場の二本立をやめ、日本のレポ市場を国際標準の新現先方式で統一しよう、というコンセンサスが生まれた。

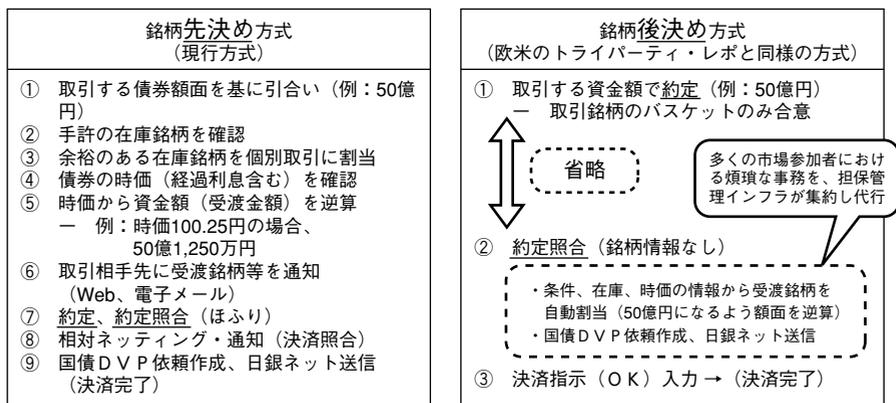
3 GCレポT+0と銘柄後決め方式

(1) 銘柄先決め方式と銘柄後決め方式

アウトライト取引・SCレポ取引T+1には、GCレポ取引T+0が前提条件であった。決済日の当日、GCレポ取引を完了させる必要がある。ところが、現行方式のGCレポ取引では、決済日の当日に取引を完了させることが困難となっている。

図表3は、現行方式の手続きを図解したものである。これを見ると、取引当事者が担保となる国債の在庫銘柄を確認し、銘柄を選定し、時価を確認し、在庫銘柄を確認し、銘柄を選定し、時価を確認し、時価から受渡し金額を逆算するなど、担保を現金化する手続きが綿々と続く。従って、この手続きに時

図表3 銘柄後決め方式GCレポ取引のメリット



- ・取引の前提として個別銘柄の在庫・時価の確認が必要
- ・銘柄確定プロセスに時間がかかる
- ・受渡金額は銘柄確定後に決まり、額面金額との差異あり
- ・国債DVP依頼は個社で作成
- ・期中リスク管理も個社で行う必要

- ・個別銘柄の在庫・時価を意識せず取引可能
- ・受渡金額で取引。実際の決済時の金額もぶれない想定
- ・国債DVP依頼の作成も不要 (OK入力のみ)
- ・期中リスク管理として、担保値洗いやマージン・コールを担保管理インフラが自動で行うサービスも展望

(出所) 日本証券業協会「国債取引の決済リスク削減に向けた取組みに関する説明会」資料 2014年1月24日

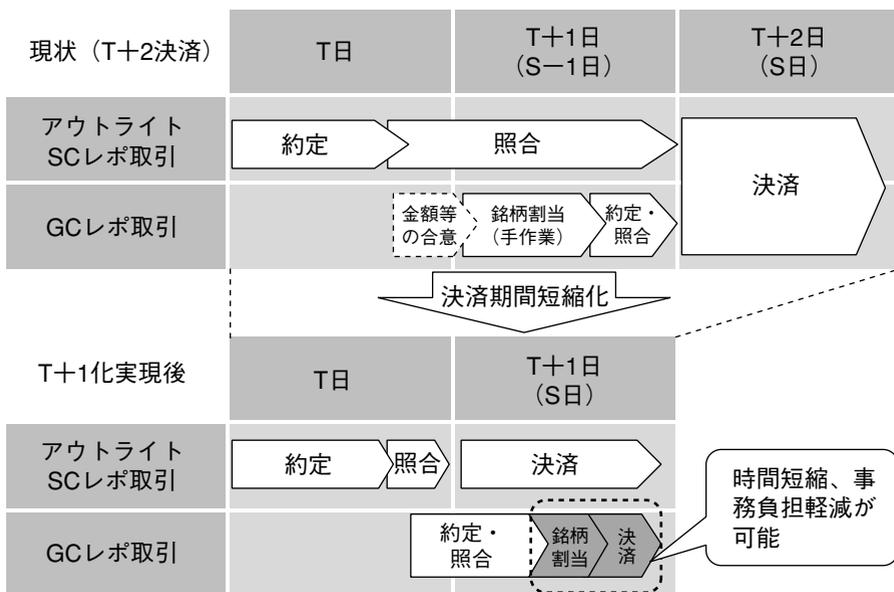
間が必要となる。この現行方式は、銘柄先決め方式と言われている。

アウトライト取引T+1を実現するには、手続きに伴う時間を短縮することが不可欠となる。欧米のトライパーティ・レポのように、担保の割当や清算を取引当事者ではなく、第三者のクリアリング機構等に委ねると、この時間を短縮することが可能になる。短縮を可能にするレポ取引の仕組みが、銘柄後決め方式である。

銘柄後決め方式とは、図表3の図解でみるように、担保の選定や割当、清算といった事務手続きは取引当事者ではなく、第三者に委ねられる。取引当事者は第三者に取引銘柄のバスケットを提出するだけであり、銘柄の選定などは全て第三者が行う。このような場合、時間短縮と事務負担が軽減され、GCレポ取引を約定日の当日に完了することが可能になる。

図表4は、銘柄後決め方式によってGCレポ取引が決済日当日中に終了すること、従って、アウトラ

図表4 銘柄後決め方式によるGCレポT+0化の取引イメージ



(出所) 日本証券業協会「国債取引の決済期間の短縮 (T+1) に向けたグランドデザイン」国債の決済期間の短縮化に関するワーキンググループ 2014年11月

イト・SCレポ取引のT+1が可能になることを示している。

(2) 「銘柄後決め方式」と現先方式の採用

GCレポT+0を実現するには、現行方式は限界があり、銘柄後決め方式を採用せざるを得なかった。銘柄後決め方式を採用するにしても、レポの取引方式を現行の貸借形式にするか、売買形式の現先方式にするか、選択を迫られる。というのも、貸借形式であつても売買形式であつても、理屈の上では銘柄後決め方式が可能だからである。

日本版レポ市場（現金担保付き債券貸借市場）は貸借形式であり、国際的には通用しない複雑な手法であつても、日本でのレポ取引は日本版レポが圧倒的である。しかし、市場関係者は銘柄後決め方式の採用に際して、売買形式の現先方式を採用することにした。

理由は二つある。一つには、コスト面の二重投資を避けるためである。アウトライトT+1に向けてシステム開発に取り組まねばならないが、貸借形式と売買形式のレポ取引が併存する現状では、いずれの取引形式に対してもシステム開発が必要となり、開発コストが二倍になる。コスト面を考えると、一つの方式に集中する必要がある。

もう一つの理由は、国際標準のレポ取引が望まれるからである。現先は売買形式であり、国際標準の取引形式である。T+1への移行理由は、国際標準、グローバル化への対応、という点にあった。

(3) 担保管理と日本証券クリアリング機構の役割

銘柄後決め方式では担保の割当や清算は、取引当事者ではなく担保管理会社が行う。欧米の方式を見ると、レポ担保の管理はアメリカの場合、バンク・オブ・ニューヨーク・メロンとJPモルガン・チェイスの二行が、ヨーロッパでは各決済機関等が行っている。日本の場合、トライパーティレポ等の取引が無かったから、当然のことながらレポ担保管理サービス機関など存在しなかった。

銘柄後決め方式を採用することになると、担保の割当や清算を行う機関が新たに必要となる。日本証券クリアリング機構が新たな役割を担うことになった。とはいっても欧米のレポ担保管理サービスと異なり、担保管理の業務はなく、銘柄割当と清算のサービス業務に限定されている。

(4) 銘柄後決め方式とサブステイチューション

銘柄後決め方式にはサブステイチューション機能を備えている点に大きな特徴がある。サブステイチューションとは銘柄入れ替えのことであり、担保として差し出した国債の銘柄を途中で入れ替えることである。担保を特定しないジェネラルレポで需要の大きい国債を担保にした場合、担保として差し出した国債を入れ替えたいという要求が生まれる。この要求に応える機能がサブステイチューションで、これによって国債売買はより活発になる。

日本で導入されることになった銘柄入れ替え方式は、アメリカで市場慣行となっている Unwind (返戻) と Rewind (再割当) 方式を参考にして、新たな工夫をこらしたものとなっている。アメリカ方式については、コンサルティング報告書(野村総合研究所)において、次のように紹介している。

「(図表5でみるように)、米国ではディーラー間取引及び顧客取引ともに、GCレポ取引のポスト・トレード処理においてクリアリング・バンクが提供する担保管理や決済機能が重要な役割を担っている。∴ディーラーのGCレポによる資金調達には、大きく分けて翌日物とチーム物がある。流動性リスク管理強化の観点からは、チーム性の資金需要に対してはチーム物で資金調達することが望ましいとされる。チーム物の取引に係る資金と債券の受渡しは、理論的には、チームのスタートとエンドのみに実施されることが想定される。

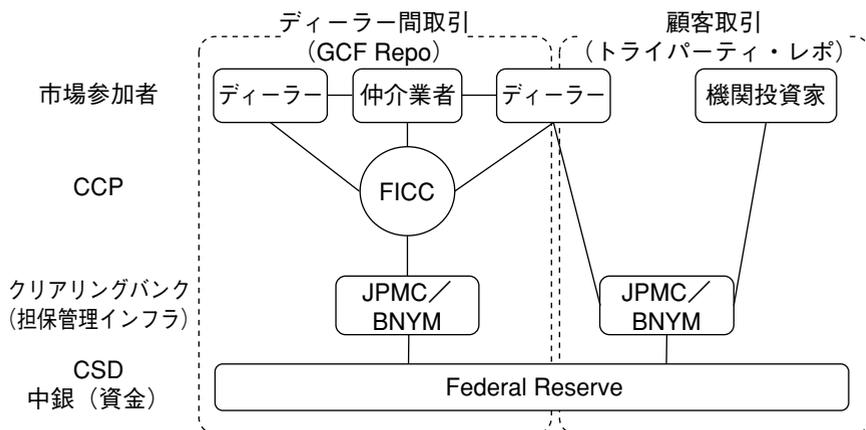
しかし、米国のクリアリング・バンクにおいては翌日物とチーム物を分けて管理せず、ある日の夕方に受け渡された資金と債券は、全てが翌日の朝に巻き戻され(アンワインド)、チーム物及び翌日に約定した取引と併せて再び受け渡される(ワインド)、という処理、慣行が実施されていた。このアンワインド・ワインド処理の中でチーム期間中の担保銘柄の差し替え(サブステイチューション)需要について結果的に対応されていた。」(参考文献・コンサルティング報告書 七七頁)。

日本の銘柄後決め方式は、この米国方式を参考にして新たな工夫をこらした手法となっている。図表でみるとアメリカのサブステイチューション機能は一日、一回である。日本の方式は銘柄入替えを日に三回実施できるように工夫されている。

日本のレポ取引ではサブステイチューションが困難であった。日本版レポではサブステイチューションは不可能であり、また、現先方式では可能であってもレポ取引に占める比率は少なく、かつ、手続きが面倒だといわれてきた。このためチーム物の利用が少なく、翌日物のロールオーバーによってカバーされてきたと言われている。サブステイチューションが容易な銘柄後決め方式によって、日本のレポ市場は市場機能を更に拡大していくものと思われる。

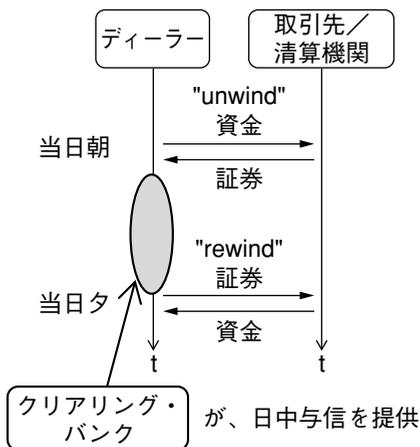
図表5 米国のGCレポ取引とunwind/rewind

①米国のGCレポ取引と清算、担保管理サービス



(注) JPMC: J. P. Morgan Chase, BNYM: Bank of New York Mellon

②クリアリングバンクによる日中与信



(出所) 野村総合研究所「国債の決済期間の短縮化に向けて—コンサルティング報告書」2014年3月76、77頁

4 レポ市場の革新

(1) 貸借形式から売買形式へ

国債決済期間がT+1に短縮されると、銘柄後決め方式の導入によって日本のレポ市場は一大変化を遂げることになる。まず、日本のレポ市場が貸借形式から売買形式へ転換することである。そして、国際標準のレポ市場が確立することである。

日本版レポ市場（現金担保付き債券貸借市場）はローリング決済導入と共に一九九六年に成立した。この市場は日本固有の市場構造で、極めて解り悪い。解り悪さの根本原因は、担保が逆転しているからである。売買形式のレポでは担保は国債だが、日本版レポでは現金が担保となる。担保が逆転しているにもかかわらず、売買形式のレポと同一の用語が使われるから、市場の仕組みを理解しないと大混乱が生じる。日本版ではレポは国債の調達を意味し、売買形式では資金の調達を意味する。これでは、共通の用語で議論することもできない。専門家集団の中でしか通用しない用語である。また、統計も解り悪い。日本版レポという統計はなく、債券貸借取引の内訳の現金担保が日本版レポの統計数字である。更に、日本版レポには様々のニックネームがあり、統一された名前がない。正式な名称は「現金担保付き債券貸借取引」だが、長い名称のため「日本版レポ」、「貸借レポ」、「債券レポ」、「現担レポ」等、それぞれ勝手に都合の良い名称をつけている。門外漢には全く理解の及ばないところである。

日本版レポが貸借形式となったのは、市場創設時には有価証券取引税があり、売買形式であれば課税されるので、課税回避のため貸借形式にされた。今日では有価証券取引税は廃止されているので貸借形式を維持する理由はない。ただ、日本の市場関係者は、この仕組みにすっかり慣れてしまった。また、貸借形式から売買形式へ変

更するにはシステム変更のコストが必要となる。こうした理由から貸借形式のレポ市場が存続してきたのである。

T+1へ移行すると、前述してきたように、GCレポは売買形式に統一されることとなる。GCレポが売買形式になると、SCレポだけ貸借形式を維持することはできないから売買形式に統一されるだろう。売買形式へ統一されることによって、誰にでも解る市場構造となり、名称も統一され、統計数字もより身近なものになるだろう。

(2) サブステイチューションとターム物の活性化

導入される銘柄後決め方式は、サブステイチューションの機能を備えている。この機能によって、ターム物のレポ取引の活性化が期待できる。

市場関係者の話を総合すると、現在のところGCレポの大半は翌日物と言われている。というのも、ターム物でレポ取引を行った場合、取引の期間中に対象債券の銘柄入れ替えが発生すると事務が煩雑になるから、翌日物で約定を繰り返す、といわれている。銘柄後決め方式が導入されると、ターム物取引に係る事務負担も軽減してGCレポでターム物の利用が拡大すると期待できる。

また、日本版レポでは、そもそも、サブステイチューションは不可能であった。現先方式ではリスクコントロール条項によって、これが可能になっている。サブステイチューションが可能な現先方式が拡大すれば、それだけ国債の流動化が向上する。

(3) 即日資金市場の創設

G CレポT+0が実現すると、日本の短期金融市場には構造変化が生じると思われる。アウトライト取引がT+2からT+1へ移行すると、G Cレポ取引T+1もT+0へ移行すると予想される。二〇一二年にアウトライト取引がT+3からT+2へ移行した時も、G Cレポ取引T+2はT+1へ移行したからである。

G CレポT+1の残高と翌日物コール市場残高と比較すると、コール市場残高を上回っている。G CレポT+1がT+0へ移行すれば、コール市場を上回る即日物資金市場が創設されることになる。この市場創設は、日本の短期金融市場にとって一大変化ともいべきだろう。

もっとも、コール市場とレポ市場とは市場参加者が異なるから、この影響は割り引いて考える必要がある。だが、コール市場とレポ市場は金利裁定を通じて相互に関連しているから、即日物資金市場の誕生を日銀は無視することができない。G CレポT+0への移行は、日本の短期金融市場の歴史に新たなページを書き加えることになる。

むすび

国債決済期間の短縮によって決済リスクは軽減した。決済リスクの軽減によって国債流動性は一段と向上する。

国債決済期間の短縮は、さらに、日本のレポ市場を革新する。T+1への移行を契機に日本のレポ市場は貸借形式から売買形式に全面移行する。銘柄後決め方式の採用によって担保銘柄の選定や担保の清算業務を行うインフラ整備が必要になった。銘柄後決め方式は銘柄入れ替えを容易にしてターム物の活性化が期待される。また、

コール市場を上回るT+0のレポ市場が生誕する。日本のレポ市場は国債決済期間の短縮を契機に新たな革新をとげようとしている。そして、レポ市場の革新によって、国債市場への流動性供給が増加し、国債流動化が向上することになる。

もとより国債が転々流通するのは、国債に対する信用、償還可能性が基礎にあることは言うまでもない。しかし、それだけではない。転々流通を容易にするインフラ制度の整備によって国債流動性は向上する。異次元金融緩和下にあつて、なお国債の流動性が維持されている一つの要因は、流動化を容易にする工夫の産物であることも忘れてはならない。

謝辞…本文作成に際して、日本クリアリング機構の園部真副社長、松本幸一郎国債店頭取引清算部長、日本証券業協会の松本昌男政策本部企画部長、鈴木正巳企画部次長、二瓶敬子調査役、甲賀豊規氏から、ご多忙の中、時間を割いて頂き、素人の質問に辛抱強く答えて頂いた。また、公社債市場研究会メンバーの沖津正恒氏（元日本国債清算機関社長）、横山史生京都産業大学教授からも多大の便宜をえた。取引の仕組み等は、皆さんのご好意がなければとても理解のできない問題であつた。記して、お礼を申し上げます。本文中における記述の誤りは、筆者の責任であることは言うまでもない。

参考文献

- ・日本銀行決済機構局「リーマン・ブラザーズ証券の破綻がわが国決済システムにもたらした教訓」二〇〇九年三月
- ・「国債の決済期間の短縮化に関する検討ワーキング・グループ中間報告書」国債の決済期間の短縮化に関する検討ワーキング・グループ 二〇一〇年一二月

- ・「国債の決済期間の短縮化に関する検討ワーキング・グループ最終報告書」国債の決済期間の短縮化に関する検討ワーキング・グループ 二〇一一年一月
- ・野村総合研究所「国債の決済期間の短縮化に向けてーコンサルティング報告書ー」二〇一四年三月
- ・「国債取引の決済期間の短縮(T+1)化に向けたグランドデザイン(暫定版)」国債の決済期間の短縮化に関する検討ワーキング・グループ 二〇一四年七月
- ・日本証券業協会「国債取引の決済期間の短縮(T+1)化に向けたグランドデザイン」国債の決済期間の短縮化に関する検討ワーキング・グループ 二〇一四年一月
- ・日銀「債券市場サーベイ」 二〇一五年二月以降
- ・日銀金融市場局「レポ市場のさらなる発展に向けて」『日銀レビュー』二〇一五年一月二九日(二〇一五年三月)
- ・日銀「レポ市場フォーラム」開催 二〇一五年五月二四日 開催要領 二〇一五年五月二九日(議事次第)
- ・佐藤健裕(日銀政策委員会審議委員)「東京金融市場のさらなる発展に向けてーレポ市場を中心にー」二〇一五年五月二三日
- ・日本証券クリアリング機構「銘柄後決めレポ取引の清算業務に係る制度要綱」二〇一五年五月二七日改訂
- ・日本証券業協会「国債の決済期間T+1化の実施目標時期等について」二〇一五年六月二四日

(なかじま まさたか・甲南大学名誉教授)

証研レポート既刊目録

No.1677 (2013.4)	執筆者	No.1684 (2014.6)	執筆者
アベノミクスは国債相場に如何なる影響を与えるか	中島	「適格機関投資家等特例業務」の見直しとその背景について	二上
社会的責任投資とその評価手法	松尾	中央銀行と自己資本	伊豆
欧州証券市場はどの程度分裂しているか	清水	—「出口戦略」を考える—	
中国の合会と日本の無尽の銀行化	西尾	米国HFTの実情2	吉川
—中国の中小企業金融への示唆として—		—SECのMIDASデータ—	
韓国のカバードボンド法制案と住宅金融市場	築田	アベノミクス導入から一年	志馬
米国における受託者責任 (Fiduciary Duty) のRRへの適用と証券業界の見解	坂下	—機関投資家の動き—	
No.1678 (2013.6)		No.1685 (2014.8)	
リテール・ビジネスのバリュー・チェーンとアンバンドリング	二上	クラウドファンディングの投資家と地理的分散	松尾
金融危機と日本銀行	伊豆	破綻処理と店頭デリバティブ	伊豆
—特融・預金保険機構向け貸付・出資—		—一括清算をめぐる—	
ツイッター・クラッシュ	吉川	アメリカのATS以外の取引所外取引の現状	清水
—ハッカーの誤情報による米国株価急変動—			
米国株式オプション市場の拡大とその背景	志馬	No.1686 (2014.10)	
No.1679 (2013.8)		わが国証券業界の資本生産性	二上
長期金利の変動はなぜ生じたか	中島	長期国債先物取引に対する行政処分勧告	吉川
ソーシャルインパクト債と社会貢献型投資	松尾	—アルゴリズム取引と相場操縦—	
アメリカのティックサイズ拡大議論	清水	異次元緩和前の銀行の国債投資状況	志馬
アベノミクスと機関投資家行動	志馬	No.1687 (2014.12)	
投資家保有構造から考える日本国債の安定性	西尾	なぜ国債発行市場は安定しているか	中島
イギリスの個人貯蓄口座 (ISA) の現状と展開	築田	拡大するラップ口座	二上
No.1680 (2013.10)		クラウドファンディングの可能性	松尾
世界の「上場」取引所の収益動向	二上	アメリカの証券市場構造とHFT (高頻度取引)	清水
東日本大震災復興におけるファンドの取組	松尾	No.1688 (2015.2)	
ベイルアウトとベイルイン	伊豆	ネット取引と対面取引	二上
BATSとダイレクトエッジの合併合意	吉川	異次元緩和における<二年>の意味	伊豆
—米国株式市場の再編—		欧州HFTの実情	吉川
五月二三日の株式市場クラッシュと先物市場	志馬	—ESMAのデータ分析—	
クラウドファンディングによる岡山県・西粟倉村の地域活性化の取組み	坂下	金融緩和と国債市場	志馬
No.1681 (2013.12)		—金利変動に対する金融機関の取引スタイルの変化—	
国債危機の回避は財政再建か経済成長か	中島	No.1689 (2015.4)	
デリバティブ市場統合における論点	二上	日本再興戦略と株式市場	二上
ATSでのNMS証券の取引状況	清水	欧州HFTの実情2	吉川
新規公開株の価格形成	岡村	—ESMAのガイドライン・レビュー—	
No.1682 (2014.2)		変化する金融商品仲介業支援ビジネス	坂下
投資型クラウドファンディングとリスクマネー供給	松尾	—オンライン総合証券と中堅証券の参入—	
ベイルイン債とは何か	伊豆	インフレ率目標 (2%) の起源	春井
米国HFTの実情	吉川	貸株取引の決済制度改革	福本
—SECのMIDASデータ—		No.1690 (2015.6)	
取引所再編の動きとデリバティブ取引の収益性	志馬	わが国のクラウドファンディング規制の現状	松尾
No.1683 (2014.4)		金融危機と公的資金	伊豆
リーマン・ショック以降の証券決算	二上	株価指数先物の見せ玉注文	吉川
海外におけるクラウドファンディングの現状	松尾	—米国司法省による英国投資家訴訟請求—	
ティックサイズと市場構造	清水	米国のティックサイズ拡大のためのパイロット・プログラム	清水
ソーシャルレンディングによる金融仲介の事例研究	坂下	米国企業の配当リキャップ (Dividend Recapitalization)	志馬
		—リキャップCBの原型—	

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1-5-5 大阪平和ビル地下1階
TEL (06) 6201-0062

開館時間 午前9:30 ~ 午後5:30
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
地下鉄堺筋線・京阪本線
北浜駅1-B番出口又は
28番出口より徒歩2分

日本証券経済研究所のホームページ (<http://www.jsri.or.jp>) から図書の検索ができます。ご利用ください。

証研レポート第一六九二号
二〇一五年八月十日発行
(偶数月第二月曜日発行)

2015年8月号

発行所

公益財団法人 **日本証券経済研究所**
大阪研究所

〒541-0041 大阪市中央区北浜 1-5-5 大阪平和ビル
電話 (06) 6201 0061 (代表) Fax (06) 6204 1048
<http://www.jsri.or.jp>

定価(本体380円+税)