

清算機関のガバナンス

——競争と市場インフラ——

二 上 季代司

要 旨

これまでわが国における証券売買の清算・決済業務は、証券取引所の内部で行われてきたが、今年の秋からこれを外部に分離して新設の統一清算組織に移管することが決まった。しかしこの統一清算組織の出資構成やガバナンスのあり方を見ると、競争政策の観点すなわち「ビッグバン」以降、解禁されてきた証券取引所等の市場間競争の推進と言う観点から見ると極めて問題が多い。というのは特定の証券取引所が圧倒的なシェアを持つような仕組みとなっているからである。

この問題は、国内的には「電力自由化」と良く似ている。電力供給は電力の生産（発電）とその配給（送電）、販売が一体となっているのだが、技術革新の結果、発電に地域独占を認める根拠が失われ電力自由化が是認されるようになった。しかし、送電・系統運用はなお地域独占を認めざるを得ない状況である。そうした状況で現状のように電力会社が送電網を所有し、自らの利害に基づいて「系統運用」と呼ばれる電力ネットワークのシステム管理を行っているとし新規参入が事実上困難になる。したがって電力自由化を完全に履行するためには、発電と送電を分離して、より公共的色彩の強い送電・系統運用は独立の機関に委ねるべきであるという意見が有力となるのである。

これを、証券取引になぞらえて言えば次のようになろう。技術革新によって証券「取引システム」の領域では自由競争が是認されるようになったが、その後処理である証券「決済システム」の領域はなお公共性の強い分野であり、したがって市場間競争の完全な履行のためには、証券の「取引システム」と「決済システム」は分離して、後者の管理・運営を独立の機関に委ねるべきである。事実、日本の市場関係者がお手本としてきたアメリカでも、1975年の改革以来、清算・決済業務における競争政策は如何にあるべきか、訴訟まで提起されて侃侃諤諤の議論が展開された結果、「取引システム」と「決済システム」は分離され、後者は独立した機関によって運営されるに至ったのである。

このように、決済業務のような公共的色彩の強い分野における競争政策については内外とも参考にすべき類似の事例があるのである。これらの参考事例に習えば、統一清算組織のコンセプトは以下のようなだろう。すなわち(1)各証券取引所・市場が出資母体になるにしてもその出資比率に市場シェアを反映させるべきではなく均等出資が望ましい。(2)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。(3)コンピュータ管理・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らるべきである。

目 次

- I. はじめに
- II. わが国における電力自由化の議論
- III. NSCC設立とSECへの登録の経緯
 - 1. 統合前の清算業務
 - 2. NSCCの統合案
 - 3. 登録の条件
- IV. ブラッドフォード対SEC, NSCC
 - 1. ブラッドフォード社の主張
- 2. 裁判所の判断
- V. わが国への示唆
 - 1. 単一組織の独占体
 - 2. 市場間競争との矛盾
 - 3. 出資構成・比率, ガバナンス
 - 4. 設備管理, データ処理業者
- VI. 結論

I. 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1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(2002年)11月が目処とされている。第2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(「株券等の保管及び振替に関する法律」)の改正(2002年4月)を待っ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変革は、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法的位置付けやガバナンスは、伝えられるような内容のものであっていいのかどうか。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、と言

う問題が提起されていると思われる。

この問題については、次の2つの事例が参考になると思われる。1つはわが国の「電力自由化」を進めるにあたっての送電網・系統運用における議論であり、2つは、アメリカにおけるNSCC（全米証券決済会社、National Securities Clearing Corporation）創設に関する議論である。前者については、議論が現在進行中であり帰趨がはっきりしないため、紹介程度にとどめ、本稿では後者についてやや詳細に跡付け、そこにどのような教訓が読み取れるか、整理しよう。そしてこれらをふまえて、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てみたい。

II. わが国における電力自由化の議論

電力自由化は2000年3月に一部の大口顧客に対する小売り自由化が実施に移された。しかし新規参入者のシェアはわずか0.4%にすぎない。その原因として、新規参入業者は既存電力会社の送電設備を利用せざるを得ないことから、①割高な送電線の賃貸料、②調達先の発電設備が事故を起こした場合に他電力会社からの電力補填が必要となるがその補填料、③電力会社の小売部門に情報が漏れ、顧客開拓上不利である、などが指摘されている¹⁾。このうち②については公正取引委員会が問題視していることから東京電力等が引下げに動きはじめている。しかし①と③については十分な対策が得られていないとされている。

そこで電力ユーザーならびに新規参入者から、電力会社の電力と送電を切り離す「送電分離」論が台頭してきたのである。しかし電力会社は送電設備の分離に強く反対していることから、

所管の経済産業省は送電設備の所有権を電力会社に残すものの、運営部門は切り離し外部に新設する中立機関に移し、職員も新組織に移して電力会社への復帰を認めない方針とされている。

「送電分離」論は、競争政策の観点から電力産業を三つの領域（発電、送電、小売）に分け、発電と小売は自由化による競争促進を進めるが、送電は自由競争になじまない領域であり、すべての事業者が同一の競争条件で利用できなければならないインフラであるという考え方に立脚している。この点について大田弘子教授（政策研究大学院）が次のように理論的な整理を加えている²⁾。

発電分野ではガスなどを使用する小規模で高効率の発電技術が発達し地域独占を認める必要が無くなった。しかし送電については今後も独占が残る。送電網を新規参入者が別途建設するのは困難で、非効率でもある。「系統運用」と呼ばれる電力ネットワークのシステム管理も市場に委ねるわけにはいかない。電力はネットワーク上で需給を常に厳密に一致させなければ停電が発生する。需要に合わせて出力を調整する「同時同量」とよばれる運営が必要である。こうした系統運用はネットワーク全体を対象に実施することが最も効率的であり、その意味で独占性が今後に残る分野である。発電における地域独占が認められなくなり、かつ送電における独占が残る以上、両者の機能を分離し後者を独立に管理することが必要である。

以上が、電力自由化を進めるにあたって、なぜ「送電分離」が必要になるかのロジックである。このようなロジックは基本的に証券決済業務にも妥当するし、歴史的にみてもアメリカでは証券決済機関の統合に際して、まさにこれと同様のロジックが展開され、広く合意を見たの

である。

Ⅲ. NSCC設立とSECへの登録の経緯

そこで次にアメリカのNSCCに関する議論を見よう。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1976年に合併させて成立した清算共同子会社であり、翌77年、75年改正証券取引所法に基づく清算会社 (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。

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³⁾。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①NY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、②清算会社間の競争を排除していること⁴⁾、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。60年代末のバックオフィス危機を経て、70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の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

1975年7月15日、NYSE, AMEX, NASDの3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た。この合意の主要項目は次のとおりである (文献2を参照)。

【出資比率】普通株を3万株発行し、各清算会社は現物出資で1万株ずつ所有する。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1件ごとに12セントを受け取る⁵⁾。

【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16名、うち12名が参加者、残る4名はNYSE, AMEX, NASD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, NASD) 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。

なお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。すなわち

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 (NYSE 2/3, AMEX 1/3の共同子会社) に委託しており、NCCは民間業者であるブラッドフォード社に委託していたのである。

その後、NSCCはSECに登録申請書を提出したが、その内容は次のとおりである (文献2を参照)。

【統合の進め方】 業務の統合は次の2つの局面を経て行われる。①第1局面 (Phase 1) では「タイピング・ルール」が堅持される。すなわち統合の母体となる3つの清算会社を別々の部門として運営し、3つの市場での取引がSIACを経由してそれぞれの清算部門で別々に清算される。②第2局面 (Phase 2) では3つの清算部門を単一のシステムに切り替える。この段階で、タイピング・ルールは無意味となり、NSCCのサービスはその参加者だけではなくそれ以外にも利用可能となる。

【手数料】 全国一律手数料制度 (Geographic Price Mutualization) 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。すなわち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⁶⁾。

3. 登録の条件

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、①統合NSCCの清算業務における市場占有率が85%に達すること⁷⁾、②NCCの地方ネットワークがNSCCに統合されること⁸⁾、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4つの条件を満たすことを登録の前提とした (文献2を参照)。

【条件1】 NSCCはフェーズ2に移行する前に、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⁹⁾。NSCC以外の清算会社は必要最低限の清算サービスを提供できる能力を備えていることを条件にこのインターフェイスに接続できる権利が認められる¹⁰⁾。NSCCは、他の清算会社がインターフェイスを介して情報を伝達する際には無料でこれらのインターフェイスを提供しなければならない。

【条件2】 NSCCはフェーズ2を実施に移す前に、NSCC自身の地方支店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3】 NSCCは母体の一つNCCが過去において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。これによって地

方の清算会社は他の都市においても NSCCと競争できる。

【条件4】 現行のNSCCでは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出来ないが、この欠を埋めること。すなわち、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（あるいは自らが照合サービスを提供する）こと。

これに対し、NSCCはこの4条件を満たすためには次の2つの規則変更が必要だとしてSECに規則変更を申請した（文献2を参照）。

【Bond Rule】 フェーズ1の段階で、AMEXで取引された債券の清算機能をASECCからSCCへ移管することにより債券取引の清算機関を統一する。

【Special Representative Rule】 RIO¹¹⁾にアクセスできるブローカー、銘柄を拡張する効果をもつ。NSCCの非参加者でも彼らの参加する清算機関でNYSE、AMEX銘柄が清算、決済できる。また売買相手のブローカーと同じ清算機関でなくてもそれが可能となる。

SECは1976年12月7日、Tying ruleルールの方の放棄を各取引所とNASDに指示し、翌1977年1月13日、前記の4条件を実行することの見返りにNSCCの登録および2つの規則変更（若干の修正付き）を認めた。

IV. 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、1978年5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75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を参照）。

同社はNCC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、NCC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。

そして同社は、清算業務における競争を確保するため、「Model II」案を代替案として裁判所に提示した。これはSCC、ASECC、NCC3社が統合するのではなく、NY所在のSCCとASECCとの統合は認めるもののNCCは独立を維持し、その地方支店を活用することでSCC・ASECC連合と競争すると言うものである。このメリットとして、①競争促進による清算手数料の引き下げ、②規制コストの削減（NSCCのような巨大で競争者のいない清算機関が独占的な地位を保持しそれを誇示することのないよう監視する規制コストをSECは回避することができる）、を挙げている。

2. 裁判所の判断

1978年年9月19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（以下は文献2による）。

（1）清算業務における競争政策の位置付け

裁判所は、75年改正法に盛られた全国市場制度（National Market System, 34年証券取引所法11A条）と全国清算制度（National Clearing System, 同17A条）を検討し、両制度における競争政策の違いを指摘する。すなわち、裁判所による75年改正法の解釈をまとめると次のようになる。

【34年証券取引所法11A条と17A条の解釈】

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當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。

【SECに対する議会の指示と競争の位置付け】

全国市場制度（National Market System）と全国清算制度（National Clearing System）は相互に依存し、かつSECにとっての共通の課題であるが、議会はこれを同類のもの（identical pillars）とみなしていない。議会在2つのシステムに関してSECに与えた指示には、若干であるが極めて重要な違いがある。すなわち、この2つのシステムを確立するために議会在SECに遂行するよう求めた目的とは、（1）通信およ

びデータ処理設備における技術的發展、（2）効率性の充分な發揮、（3）すべての関連施設を全国的に連結すること等である。ブローカー・ディーラー間、取引所市場間、取引所市場以外の市場間の公正な競争を高めるのは全国市場制度の目的である。これに対し、全国清算制度の目的は（清算及び決済の）迅速性および統一的な基準及び手続きを開発することである。競争の向上ということは、清算システムにおける目的ではなく、SECが目的達成に際して当然考慮すべき要因である。法文の構成上、競争は清算の領域では考慮すべき要因に過ぎず、市場の領域（そこでは競争は目的である）に比べ優先度は低い。

以上のような判断を、裁判所は下したのである。繰り返していえば、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。すなわち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當なものか、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、というのであろう。逆に、反競争的インパクトが重要性の上で75年改正法の目的を凌駕するなら禁止されるのである。

（2）NSCC統合の裁判所による評価

裁判所はこのような法律解釈に基づいてNSCCの統合案およびその登録を認めたSECの行為を

大枠で是認し、原告の代替案 (Model II) を退けた。コスト面ならびに技術、金融的能力の比較、そして競争向上への貢献度など多角的な方面からの検討が加えられた結果であるが、その具体的な論拠は次の通りである。

【コスト面の比較】

NSCC側の推計によれば、3社が統合すると年間1,740万ドルのコストが削減でき、このうち75%は参加者に還元し、25%は清算機関自体の運営コストの削減に向けられる。他方、原告側の推計によれば、NSCCはModel II よりも13~18%運営コストが低くなることを認めるが、その差は決定的なものではないと主張する。というのは、参加者にとってのコスト低下は同額であり、NSCCを価格競争に直面させることで、NSCCがコスト以上にチャージしていないかどうかSECが監視するための規制コストも節約できるからである、とする。

【技術、金融的能力の比較】

NSCCの方が、NCCのもつ地方のファシリティ、SCC-ASECCの継続的ネットティングにより迅速に全国清算制度を確立できる。

【競争向上への貢献度】

NSCCによってブローカー間の競争とりわけNY市のブローカーと市外のブローカーとの競争が促進される。これは地方支店のネットワークの拡張 (登録条件1と2) からもたらされるもので、これらすべてがNY外のブローカーが顧客に提供するサービスの幅と質を高め、コストを削減する。SECはこの点を強調する。というのは、議会が関心を持つのは地方ブローカー、地方顧客であり、公衆への証券サービスの水準

とコストには清算機関同士の競争よりもブローカー・ディーラー間の競争の方がはるかに大きいインパクトを与えるからである。またSECは独占の害悪とNSCC統合によるその疑念に対して注意を払っており、これが利益を上回らないような措置 (例えば、登録に際して4つの条件を課したことや今後のモニターを通じ場合によっては登録取り消しのアクションもとり得ることなど) を採っている。SECはNSCCの登録によって生じる規制上の負担についてもバランスの観点から充分計算に入れている。

【裁判所の両案への評価】

裁判所は自らの義務を、SECが正しい決定をするかどうかを決めるのではなく、SECの決定がその監督権の範囲内に収まっているかどうかを決めることである、とする。他方で、裁判所はModel II よりNSCCの方が優れていると言う。理由は、(1) 迅速な発展が可能なキャパシティをもち少ないインターフェイスですむ。(2) NCCの地方ネットワーク、SCC-ASECCの継続ネットティングシステム、RIOシステムの利用が可能であり、全国清算制度の確立のスピードアップ、コストの掛かる重複投資が回避できる。

(3) 反競争的行為の部分的認定

しかし他方で、裁判所が原告の主張を認めた部分もある。それは①NSCCの手数料体系と②SIACへの外部委託決定のプロセスである。

【NSCCの手数料体系、GPM】

NSCCは登録申請書において全国一律の清算手数料制度 (GPM) を盛り込んだのだが、原告 (および司法省、地方清算機関) は次の理由で反対した。①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¹²⁾。②NSCCが地方オフィスで不当に安い価格に打って出てその結果、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、NSCCの地方支店は拡張に十分な顧客が引き付けられない。地方支店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4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外のブローカーを巡ってNSCCと競争することができる。

これにたいし裁判所はSECの主張が矛盾していると指摘した。

SECは、一方ではNSCCと地方清算機関の競争は達成可能であり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、NSCC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。NSCC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NSCCは地方の参加ブローカーを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¹³⁾。

また登録条件3により、地方オフィスの利用を選択したNSCC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充分な金額を参加者にチャージしなければならないが、NSCCは

地方のブローカーにチャージする必要は無い。と言うのは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（登録条件は地方清算機関との競争を促進する。他方、GPMは地方ブローカーとNYブローカーとの競争を促進する）が示されているが、これらは両立しない。裁判所は、GPMが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ない、あるいは、GPMによる地方での競争抑制がNSCC登録による利益と反競争の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。

【SIAC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SIAC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け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ていない、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う。NSCCは単なるshell compa-

ny（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。従って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にすぎないことになってしまう、と。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NSCCが行う選択において「安全性」「効率性」のほかに「競争」が考慮されていなかったのであり、しかもその理由についての説明が無かったのである。裁判所は、SECが「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、と批判する。SECはSIAC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。

V. 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＝統一清算組織の設立、および新会社の法的位置付け、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。

表1 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）	①99年まで：NYSE, AMEX, NASD 各3分の1（のちNYSE, NASD各2分の1） ②99年以後：DTCC（持ち株会社）の子会社（NYSE, NASD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。	①99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, NASDおよび新会社の社長。 ②現在は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, NASD）
手 数 料	①基本は応益負担を原則に直接, 利用者から徴収 ②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	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。

1. 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¹⁴⁾。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のであろう。

2. 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業務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）。

3. 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、母体となった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ていない。その代わりに取引1件につき12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12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らう。

他方、取締役会16名の構成のうち参加者が14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1999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¹⁵⁾。ちなみに、NYSEのDTCC出資比率は、1999年には35.09% (IDTC株をDTCCの普通株に転換したもの) だったが、2000年には34.69%へと若干の低下を見ている¹⁶⁾。

さらにDTCC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すなわち東証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る展開されているが、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言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のである。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は捨てきれないだろう。

4. 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、71ページ）。実際、SIACとの委託契約の締結についてもSECはNSCC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付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子会社の東証コンピューターシステム（TCS）に委託してきたが、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」に売却することとなった。と同時に、TCSの子会社である東証システムサービス（TSS）を清算・決済関係のシステム開発業務に特化させることを目的としてTCSが65%所有するTSS株を買取り、子会社化することになった（2001年11月東証取締役会決議による）。さらにTSS株35%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100%子会社になる。従って、統一清算組織を作った場合にも、TSS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をそのままあてはめれば、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、①事務委託会社間における競争の阻害、ならびに②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。

VI. 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。国内を見れば、同様の議論が電力業においても主張され、そこでは「送電分離」論が有力な対策として浮上しているのである。

そうであれば、証券の取引システム (取引所市場) と清算システムは、出資構成、ガバナンスいずれの面においても分離すべきである。

①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) の価値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NSCCのように取引1件ごとの定率で回収すればよいのである。

②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。

③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らるべきである。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かせるべきである。

注

- 1) 『日本経済新聞』2002年3月8日, 21日など。
- 2) 「発・送電を分離し完全自由化」『日本経済新聞』2002年2月20日。
- 3) 日本の現状も、証券取引所での取引は各証券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 といっている。
- 4) 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。
- 5) 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 (文献1, 82ページ)。ただし年間上限があり、NYSEは300万、AMEXは100万、NASDAQは55万ドルを超えない。
- 6) その趣旨は清算手数料を同一にしてNYとNY外のブローカー間の競争をより促進させ、ひいては証券市場をNY集中のマーケットではなく全国的に広げることとされる。
- 7) 当時のSEC関係者は次のようにいう、「1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, 6ページ)
- 8) NYSEとAMEXの清算子会社 (SCCとASECC) はNYに事務所があるだけだが、店頭市場を運営するNASDAQ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。
- 9) 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どの清算会社に対しても移転できることをいう。
- 10) ここでいう必要最低限の清算サービスとは、Continuous Netting (継続的相殺) サービスを指す。Continuous Nettingとは当日に決済されなかった未決済部分は翌日以降に持ち越され、翌日の売り買いと差し引き計算され、相殺される清算方法である。
- 11) RIO (Regional Interface Organization) とは1975年にSCCが中心になって始めた試験的なインターフェースプログラムである。このルールの仕組みは次のようである。ある証券を売ったブローカーがパシフィック証券の単独会員であり、NSCCの非参加者 (Non Participants, NPと略) であるとする。NPは、NSCCへの参加者資格をもつ者を自己の特定代表者 (Special Representative, SRと略) と予め決めておく。SRはNPの約定情報をNSCCへ照合のため送る。その結果、SRはNSCCをカウンターパートとする債権債務関係に入る。次に、SRはNPの参加清算機関 (パシフィック証券のPCC) とともに同じ銘柄について同じ価格でPCCを売り手、SRを買い手とする照合済みの取引データをSCCに送る。この結果、SCCをカウンターパートとする債権債務関係ではSRが相

殺されて消え、SRの代わりにPCCが債権債務関係に立つ。PCCはNPから証券を受け取り、これをNSCCに渡し、逆にNSCCから代金を受け取りこれをNPに支払って清算を結了する。

- 12) この批判は実際上と言うより理論的なものである。と言うのはNYのブローカーは一致してNSCCのプラン (GPMを含め) を支持しているからである。
- 13) もし競争者を市場から排除しないとすれば、それは、NSCCの地方支店システムが地方競争者より非効率的か、GPMがなくとも地方ブローカーは地方清算機関を通じて低価格で完全な清算サービスを楽しむかのいずれかである、ということの意味しよう。そうであれば、非効率的不必要な地方支店を維持するためにNYブローカーに高い清算手数料を押し付ける意味が無い。
- 14) NSCC統合時、アメリカにはボストン、フィラデルフィア、バシフィック、ミッドウエストの4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77年にSECへ登録済み)。このうち、ミッドウエスト証券 (93年にシカゴ証券に商号変更) は清算子会社および預託子会社を95年にNSCCとDTCに売却、フィラデルフィア証券でも97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DTCに業務を移管、バシフィック証券は預託子会社を87年にDTC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、バ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。

- 15) 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 (「証券保管振替機関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、2001年11月2日)。
- 16) NYSE, Annual Report, 2000.より

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, 1978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.

(当所大阪研究所主任研究員)