

証 研



レポート

No.1541

1996年12月

■ 戦前のディフォールト社債の処理について(1)
一事例の紹介

- インデペンデント・コントラクターについて
- 香港における株式オプションの導入プロセス

—コンサルティティブ・ペーパー方式—

■ 証券会社の人事政策

—アメリカの証券外務員—

財団法人 日本証券経済研究所

戦前のデイフォールト社債の処理について（1）

「事例の紹介」

〈はじめに〉

昨年二二月、倒産した村本建設の更生計画が発表された際、同社の担保付社債は受託銀行によつて買い取られないことが決定され、これによつて長年にわたつて定着してきた、受託銀行によるデイフォールト社債の一括買取という慣行に終止符が打たれるのではないかといわれている。ただし、村本建設の社債は私募債であり、その後公募債でデイフォールトに陥つた事例がないため、今後公募債でデイフォールトが生じた際に受託銀行がどのように対処するかは明らかではないが、今回の事例ではデイフォールト社債の買取は、証券会社の損失補填問題を機に証券取引法に設けられた利益供与の禁止規定に該当する可能性があるとの判断が示され、そのために買取が行なわれなかつたといわれている。もしこのような可能性が高いとすれば今後デイフォールト社債の買取を行なうことは困難であろう。今後、公募社債にデイフォールトが発生した際に受託銀行がどのように対処するのかが注目されるところである。他方、一般に社債受託銀行はメインバンクであり、デイフォールト社債の買取も戦後のメインバンク制度の確立と軌を一にしてなされてきたものである。⁽¹⁾ したがつて、融資先企業の破綻に際してのメインバンクの行動が、救済目的の追加融資に典型的に表わされているように、自行の信用リスクを越えて追加的にリスク負担をすることであり、そこにメインバンク制度の根拠もあるとすれば、デイフォールト社債の買取もそのような行動の延長線上に位置付けられる。今後もし社債デイフォールトに際して買い取りしないといふ対応が一般化すれば、そのことは取引先の破綻に際してのメインバンクの行動自体が変化することであり、メインバンク制度そのものの根拠が失われることを意味していると考えられ興味深い。

ところで、前述のように社債デイフォールトに際して受託銀行一括買取という慣行が定着したのは戦後のことであり、戦前はそのような処理はみられないといわれている。では、戦前はどのように処理されていたのだろうか。本稿では、板橋菊松著『社債研究資料（第二集）』、社債制度研究会、一九三四年、に記述されている、戦前のいくつかの事例のうち担保付社債のデフォールトの事例を紹介し、それに検討を加えることによって、今後のデイフォールト債処理問題を考える素材としたい。

（1）この点に関するは、拙稿「デイフォールト社債の買取とメインバンク制度」、『証券研究』第一一一巻、一九九五年一月、参照。

〈上毛モスリン社債〉

上毛モスリン社債第一回（発行総額四〇〇万円、利率年八%、発行価格九六円五〇銭、償還期間二年据置後三年間に毎年一〇〇万円以上を繰上抽選償還）は、一九二三年七月一〇日、日本興業銀行を受託会社として発行され、工場財團が担保として付けられていた（館林工場、中山工場、のちに練馬工場の一部が追加担保とされた）。

同社はこの据置期間中に資金繰りに行き詰まり、第一次分割償還期限である一九二六年七月一〇日に分割償還がなされないという事態に陥つた。そこで、日本興業銀行は担保付社債信託法第八一条「社債の期限二至リテ弁済セラレス：（中略）…トキハ受託会社ハ遲滞ナク担保権ヲ実行スヘシ」という規定にしたがつて、八月一〇日

社債権者集会を招集し（ただし、この社債権者集会では、議決権を行使する場合は開催に先立つて予め当該社債を受託銀行に供託することが定められていたが、集会当日になつて現物債を携えて出席しようとするものが現れたために紛糾したが、結果的に発言を認めず出席としたこと、さらに議長決定の際、日本興業銀行総裁小野英二郎氏が社債権者の委任状を有するためには社債権者集会の構成員であり、議長たる資格を有するという理由によつて議長に就任しようとしたが、社債権者のなかから受託会社の代表者が社債権者を兼ねることについて疑義があるとの指摘があり、改めて議長が選挙されたことがエピソードとして伝えられている）、その決議にしたがつて、財団担保の競売が行なわれることが決定した。しかし、第一回競売は一二月一〇日に群馬県新田区裁判所において最低落札価格四八四万四六五三円四六銭で行なわれたが競落されず、その間日本興業銀行は日興証券において同社債を元利合せて額面一〇〇円で買い取ることとし、藤本ビル・ブローカーなどから合計三六〇万円以上を買取つた。その一方、日本興業銀行は同業大手である日本毛織⁽²⁾を支援して新会社の共立モスリンを設立させ、同社が一九二七年七月四日の第五回競売で四〇〇万円で落札した。ただし、追加担保となつていた練馬工場の一部が、同工場の賃貸借人である東洋モスリンなどと複雑な法律関係になつていてために、再度社債権者集会が開かれ、練馬工場に付けられていた担保権の放棄が決議され、その代償として東洋モスリンから一五万円が支払われた。したがつて、担保財団処分によつて四一五万円の収入が得られ、競売等の費用を控除した上で、社債額面一〇〇円当たり九九円五四銭が分配された。

この事例では、社債権者集会が開催され、担保権が実行されたが、次の二点が注目される。まず第一に、受託銀行である日本興業銀行が極めて関連の強い日興証券に相当額の社債を買い取らせていくことである。この点については、日本毛織側の資料では、直接日本興業銀行が社債の信用を維持するためやむをえず同社債を額面で買入れたと記されており⁽³⁾、もし直接受託会社がディフォールト社債を買入れたならば、戦後慣行化した受託銀行によるディフォールト社債の買取は、すでに戦前に前例をもつこととなるが、いずれにせよ日本興業銀行が積極的に処理に当たつたことは明らかである。第二に、日本興業銀行が日本毛織を支援して新会社を設立させ、担保物件の処理を行つていていることである。日本興業銀行は新会社である共立モスリンの設立（同社の設立総会は日本興業銀行内で開催された）にあたり資本金一〇万円全額を払い込み、日本毛織と交渉し、同社を共同出資・經營する形で決着をつけた。そして担保の競落資金四〇〇万円を調達するため増資（新株式七八〇〇株発行）が行なわれ、このうち六五〇〇株は日本毛織によって取得された（その後、日本興業銀行出資分も譲渡され、一九四一年日本毛織に吸収された）。つまり、この事例では、担保付社債信託法が適用され、担保の受託会社がその処理に当たつたわけであるが、担保付社債信託法を適用し、担保権を実行するのではなく、担保の処理についてその受け皿を周到に準備するとともに、社債権者に対しても積極的な対応をしていたことがわかる。

(2) 「日本毛織六十年史」、一九五七年、一六一ページ、によれば、一九一六年に上毛モスリンは岐阜工場を日本毛糸紡績に売却し、さらに一九一八年日本毛糸紡績は日本毛織と対等合併しており、業界の再編が進んでいた。

(3) 「日本毛織三十年史」、一九三〇年、一八二二ページ、また前掲「日本毛織六十年史」、一三三四ページ、参照。ただし、日興証券による買取をこのように表現した可能性もある。

〈大正製糖社債〉

大正製糖社債第一回（発行総額一五〇万円、利率年八%、発行価格一〇〇円、償還期間五年）および第一回

(発行総額一〇〇万円、利率年七・五%、発行価格九六円五〇銭、償還期間七年)は、ともに工場財團(小松川工場、熱田工場)を担保とし、三井信託銀行を受託会社として、それぞれ一九二五年九月一日、一九二六年六月一日に発行された。ただし、その際担保として提供された工場財團は、当時の砂糖消費税法第四条の規定(政府の認める担保を提供すれば砂糖消費税の徵収を六ヶ月猶予されるというもの)によりすでに第一順位の抵当権が国によつて設定されており、当該社債の担保はそれぞれ第二順位、第三順位であつた。

同社は第一次大戦期の経営拡大後、戦後不況の中で経営不振から砂糖税を滞納するに至り、工場財團担保が差し押さえられ競売に付されることになつた(また、これと並行して台湾銀行などの債権者が、同社に対しても破産の申し立てをし、東京区裁判所において和議が開始された)。そこで、受託会社である三井信託銀行は、一九二九年二月一日社債権者集会を招集し、それぞれの社債について代表者を選任した。そして、これらの代表者の次の社債整理案を考案した。それは、まず競売されることになった工場財團がもし安く落札されば、社債権者は担保順位が劣後するため配当にあずかれない可能性が強いので、受託銀行から特別融資を得て、社債権者が団結して担保財團を落札し、新会社を設立して経営を行うというものを含む)によつて実行され、新会社の株式払込金全額三〇〇万円の融資を三井信託銀行から受け、同年四月二一日中央製糖という社名で登記された。そして、当該工場財團を五〇〇万円で落札し、不足額は三井信託銀行が融資し、新会社の経営が発足した。その際、新会社は工場財團取得とともに五万株(払込金二五〇万円)の増資を行い、新株は帝国製糖によつて予定通り引き受けられるとともに、帝国製糖の経営参加を得た。そして、社債については、第一回債額面一〇〇円につき新株二株と現金五円九六銭、第二回債額面一〇〇円につき一株と現金四九円九七銭を交付することによつて償還した。⁽⁵⁾

この事例では、社債権者集会が招集され、担保権が実行されたわけであるが、受託会社も積極的に救済融資を行ひ、新会社の設立を支援し、社債整理を援助したわけだが、その点先の上毛モスリンの事例と同様、受託会社の積極的な役割があつたことが注目される。そして、この事例において受託会社である三井信託銀行が積極的な役割を果たした背景として次の二点が挙げられる。まず第一に、一九二四年前後から信託会社が積極的に社債引受け業務に進出し始めるとともに、一九二二年の担保付社債信託法改正を契機に社債受託業務にも進出し始めたことである。⁽⁴⁾つまり、このような状況のなかで一九二四年創立の三井信託にとって、大正製糖社債の受託は開業早々の案件であり、続々と他の信託会社(安田、共同など)が担保付社債の受託業務に参入していく中ですみやかに社債整理を行い、自社の業務基盤と信用を確立する必要があつたと思われる。⁽⁵⁾次に、大正製糖社債が発行された時期は、公募債券の需要が強く、普通銀行・信託銀行が投資採算を目的として積極的に社債投資を進めた時期であり、同社も信託勘定で相当な社債投資を行つてゐる。つまり、三井信託も一九二六年下期の金錢信託勘定に占める社債は九九%に達しており、これには自ら受託した大正製糖社債も含まれていた。したがつて、三井信託は単に受託会社であるばかりではなく、大口の社債権者であつたことである(さらに、一九二六年下期の三井信託の信託勘定業種別貸付金額をみると、製糖業三件一〇〇万円となつており、これには大正製糖が含まれているとすれば、三井信託は同社の大口債権者でもあつた可能性がある)⁽⁶⁾。

(4) 「山一證券史」、一九一ページ、参照。

(5) 『三井信託銀行三十周年史』、一〇四～一九七ページ、参照。

(6) 前掲、『三井信託銀行三十周年史』、一〇二～一〇三ページ、参照。

〈東洋モスリン社債〉

東洋モスリン社債第三回（発行総額四五〇万円、利率七・五%、発行価格一〇〇円、償還期間五年）および第四回（発行総額六〇〇万円、利率六・三%、発行価格一〇〇円、償還期間七年）は、それぞれ一九二七年一一月、一九二八年一一月に安田銀行を受託会社として担保付で発行された。担保として提供されたのは、第三回債が戸戸第一、第二、第三工場、第四回債が戸戸第四、練馬、静岡工場であった。

同社債は、一九二九年一一月第三回および第四回債の利金と第三回債の抽選償還分の元金の支払を停止し、デイフオールト状態に陥った。そこで、受託会社である安田銀行は一九三〇年一月に社債権者集会を招集し、次の決議を可決した。すなわち①担保権実行の見合わせ（ただし、代表者によって発行会社の更生が可能であると認めうる整理案不成立の場合は担保権を実行する）、②支払い猶予（ただし、代表者によって発行会社の更生可能と認められる場合に限る）、③ディフオールトによつて生じた責任の免除（但し書きは前項と同じ）、④受託会社は必要に応じて訴訟行為、破産および和議手続きなどをすること、⑤代表者として藤本ビルブローカー銀行、小池銀行、山一證券（ほか個人二名）を選任すること、である。その後、会社更生は順調に進行し、同年一二月代表者の決定として、第三回債に関して、元金は一九三二年一一月まで据置として以後五年間に随時償還し、利金は一年遅れで支払う、また第四回債に関して、元金は一九三五年一一月までに随時償還し、一部償還の場合は抽選償還とし、利金は一年遅れで支払うこと、さらに同社が普通株への配当可能となつた場合には、利金の期日通りの支払いと、支払い猶予の利金に対する延利を支払うことなどを希望事項として付加し、社債権者に通知した。そして、これが社債権者集会の決議内容となつた。その後、この処理によつて会社更生は順調に進行し、担保権を実行しなかつたことが、かえつて社債権者の利益につながつたといわれている。

この事例では、受託会社は救済融資や担保物件の処理の手配を行なつたわけではないが、社債権者集会において会社内容について詳細に説明し、社債権者集会を事实上指導し、処理の方向づけを行なつてゐる。つまり、受託会社は社債権者集会の開催前から担保権は実行せず、会社更生によつて解決を図る方針をもつていたと考えられる。その理由として、受託銀行である安田銀行と東洋モスリンとの間には、相当な取引関係があり、安田銀行側が東洋モスリンの会社更生にかなりの自信をもつていたことが推測できるが、この点に関してはより立ち入った調査が必要である。

〈桜麦酒社債〉

桜麦酒の前身は、一九一二年に設立された帝国麦酒であり、本社債は帝国麦酒社債（発行総額三〇〇万円、利率年八%，発行価格一〇〇円、償還期間三年）として一九二五年九月、三十四銀行を受託会社、藤本ビル・ブローカー銀行を引受け会社として発行され、同社門司工場が担保として付けられた。

同社は鈴木商店が大株主であり、当初の業績は良かつたが、鈴木商店の破綻とともに業績悪化し、経営破綻した。そこで、一九二八年九月、三十四銀行は社債権者集会を招集したが、同集会の目的は「支払い猶予ならびに猶予期間中の利息に関する件」とされ、担保付社債信託法第八二条に規定された担保権の実行ではなかつた。そして、同集会では、代表者が選任され（藤本ビル・ブローカー銀行、仁寿生命保険、日本簡易火災保険、ほか個人二名）、社債の支払い猶予ならびに猶予期間中の利息については代表者に決定を委任すること、さらにこの決定がなされるまでは受託会社は担保権を実行しないことが決議された。そこで示された代表者の決定は、①社債償還期間を一九三一年九月まで延期する（ただし、一九二九年以降は六ヶ月毎に五〇〇〇〇万円以上繰上償還する）、

②利息は年八%とする、といふものであつた。その後、社名も桜麦酒と変更し、経営の一新を図るが、業績は回復せず、再度社債権者集会が開催されることになった。この集会の目的は、社債の支払猶予と猶予期間中の利息に関する件または受託会社による担保権の実行に関する件とされ、代表者が選任（藤本ビル・ブローカーと個人二名）されたが、集会では①代表者が更生可能と認めた更生案が成立したときは社債の支払を猶予し（猶予期間は一九三一年三月から一九三五年九月まで）、猶予期間中の利息は年五・五%とする」と、②前項の整理案が不成立の場合は受託会社が担保権を実行すること、という決議が成立した。しかし、同社の業績は依然として回復せず、社債償還が不可能となつたため、一九三二年八月に第三回社債権者集会が招集された。集会の目的は、①元利金の支払猶予、②代表者の選出、などであったが、議長選出を巡って受託会社側が顧問弁護士を議長としようととしたため、社債権者側から動議がだされ紛糾し、散会となり、再度板橋菊松が議長に推举されて開催された。そして、今後利息の猶予はしないこと、さらに元金の支払猶予については代表者（藤本ビル・ブローカー銀行、ほか個人三名）を選任して決定を委任することが決議され、代表者は一九三三年三月までに更生可能な整理案が成立したときは、一九四一年までに社債残高全額を償還する（ただし、それまでに逐次分割償還）ことを決定した。そして、これによつて整理は円滑に進行した。

この事例では、受託会社の方針は社債権者集会開催当初から、担保権は実行せず、支払猶予および金利の引き下げによって発行会社を更生させるというものであつたとみられる。そして、一回の社債権者集会によつて支払猶予と金利引き下げがなされたにもかかわらず、発行会社の業績回復は容易ではなく、社債権者集会においてかなりの紛糾もあつたが、それにもかかわらず受託会社は担保権の実行を回避したようにみえる。その理由については、さらに詳しく調査する必要があるが、当時のビール業界は総じて需要減少傾向にあり、担保権を実行しよ

うにも適当な受け皿が現われず、担保権の実行はかえつて社債整理を混乱させ、社債権者の不利益になると判断されたため、いくぶん強引に会社更生を推し進めざるを得なかつたことが推測される。

〈まとめ〉

以上、ディフォールトに陥つた担保付社債の処理を事例に即して考察した。ここで取りあげた事例から一般的な傾向を演繹することはできないが、次の仮説を立てることはできよう。すなわち、

- ①同業他社による受け皿が期待される場合は、受託会社は担保権を実行し、積極的な社債整理を行なつた。
- ②同業他社による受け皿が期待できない場合は、受託会社は担保権を実行せず、あくまでも会社更生に期待する形で処理を行なつた。
- ③受託会社が当該社債に投資している場合、受託会社は社債権者もあるため、担保権を実行するとしても、きわめて周到な手順が踏まれ、社債整理が行なわれた。
- ④一般に担保付社債の場合、無担保社債と比較して社債整理は容易であつた。であるが、これらの仮説を実証するにはより多くの事例について検証する必要があり、とくに④については無担保社債の場合との比較が必要である。したがつて、次号では引き続き他の事例について検討する。

インデpendent・contractorについて

はじめに

米国の証券外務員の報酬が歩合制であることはよく知られているが、その中でも、IC（インデpendent・contractor、独立請負人）と呼ばれる営業員は、戻し率がおよそ八割に達する特異な存在である。SIAの年鑑（*Securities Industry Yearbook 1995-96*）によると、SIA加盟証券会社四七八社の中で、ICと契約を結んでいるのは一四四社（310・1%）、ICの数は合計四八、四四五名に達しており、米国の証券営業において、かなりの比重をしめている」とがうかがわれる。ICとは何かに関して、同年鑑は、「証券会社の従業員ではないものの、会社と契約を結んで証券の販売をおこなう個人」と述べているが、その実際については、これまで十分には紹介されてこなかつたと言えよう。筆者は、今回の「大阪米国証券市場視察団」に参加する機会を得たが、その視察先の中では、ネイサン・ルイス（以下、N社）とステイフィル・ファイナンシャル（S社）がICと提携しており、両社でICに関するピアリングをおこなうことができた。以下、その概要を紹介する」ととする。

- (1) スティフィル・ファイナンシャル社の子会社センチュリー・セキュリティーズ・アソシエイツは、ホームページ (<http://www.csa.stifel.com/>) でICを募集しており、そこからも、ICの待遇や経費負担、会社との関係などを知ることができます。

報酬と経費負担

ICの最も大きな特徴は、その戻し率および経費負担率がきわめて高いことにある。米国証券会社の通常の（リーテール向け）外務員の戻し率が四割前後であるのに対し、ICの戻し率は、一般に、受入手数料の八割と言われている。例えばS社では、一ヶ月あたりの稼得手数料をもとに段階的な戻し率のテーブルを作成しており、初めの手数料収入一五〇〇ドルに対しては六〇%，次の三五〇〇ドルには七〇%，次の三〇〇〇ドルには七五%，八〇〇〇ドルを越える部分については八〇%が戻されることになっている。ただし、「このテーブルは一応の基準ではあるが、その適用はケースバイケース」とのことである。

また、N社の戻し率は平均八〇%程度であるが、これについて同社は、「これは業界の中では、低い方で、高いところでは九〇%、さらには九四%も支払っているところもある。しかし、当社は、ICに質の高いサービス（後述）を提供しているため、報酬に関してICから文句が出ることはない。高い戻しを払っているところの多くは、ミューチュアル・ファンドや生命保険などの自社商品の販売をしており、コミッショング以外に、そちらからの収入があるためである」と述べている。

ICは、このように高い戻し率を受けているものの、他に固定給などではなく、また、被雇用者ではないためフリンジ・ベネフィットも存在しない。会社からすれば、退職年金プランや健康保健などの福利厚生費用を負担する必要がないのである。

逆に、営業にともなう経費については、事務所賃貸費、備品、通信費、印刷費、秘書等の人物費など、基本的にはすべてをICが負担することになっている。さらに、清算に関する費用もICの側で負担するのが一般的のようである。S社の清算費用テーブルによると、株式の場合、取引一件あたり一五ドル（チケット・チャージ）と

一株あたり〇・〇一五ドルをICが負担することになっている。例えば一〇〇〇株であれば、合計三〇ドルとなるわけである。公社債・CDは、チケット・チャージのみで取引数量に関係なく一件あたり一五ドルに設定されている。

このように、ICは、手数料収入の大半を受け取る代わりに、営業費用もそのほとんどを負担しており、「戻し率が高いとはいえ、結果的に、通常のブローカーを使う場合と会社の取支はあまり変わらない」(N社)のである。

会社からICへの提供サービス

こうしたICのありかたは、高い戻し率を受けるかわりにほとんどの費用を負担するというより、ICが、手数料の一一二割を支払うかわりに、会社から若干のサービス提供を受けているというほうが実情に近いかもしれない。そして、ICを使う証券会社は、戻し率を高めると同時に、この提供サービスの質と量を充実させることで、優秀なICをより多く獲得すべく鎌を削っているのである。

会社がICに提供しているサービスには次のようなものがある。

S社では、本社にICサポート専門の部署をもち、そこでさまざまな営業支援活動をおこなっている。列挙すれば、①人的コネによる規制当局への登録の迅速化、②事務所賃貸のための不動産コンサルタントの紹介、③備品などの斡旋、④以前の勤務先での各種保険・年金の継続手続きについてのコンサルタントの紹介、⑤団体契約による割安価格での電話・ファックスの設置、⑥気配情報システムの設置援助、⑦各種印刷物のデザイン・印刷のサポート、⑧顧客の口座移転にともなう諸手続きの代行、などである。会社は、直接の費用負担はしないもの

の、事務所開設に必要なさまざまな準備を側面から支援する形になっている。

N社では、ICへの情報提供に力を注いでいる。定期的に新聞やビデオを作成し、例えば、税制の変更などがあれば、それをどのようにマーケティングに生かすかアドバイスしている。また最近、コンピュータを使って顧客情報・リサーチ情報を本社とやりとりできるソフトウェアを無料で提供し、ICが顧客の口座情報やリサーチ情報を簡単に閲覧できるほか、会社と電子メールのやりとりができるようにしている。

このように、直接の費用負担や営業活動そのものはIC自身がおこない会社側はタッチしないのであるが、会社は、営業のいわばインフラ整備でICをサポートしているのである。

その一方で、通常の外務員であれば会社側でなされる」との多い、さまざまな研修に関しては、ICの場合、外務員としての経験者が多いためそもそも必要性が小さいこともあり、基本的に、会社側の負担でなされることはないとのことであった。

ICの営業活動

ICの営業活動は、各自の事務所を拠点になされており、事務所の規模は、N社によると、複数のICで共同して事務所を構えている場合など一〇名ほどの場合もあるが、そのほとんどは一一二名であるという。

営業活動に関する会社からの規定は、基本的に存在しない。勤務時間、営業地域、対象顧客、取扱商品などは、ICの判断のみによつて決定されている。こうしたICの高い自由・独立性が、通常の外務員が、独立してICにならうとする際の大きな理由の一つになつてゐるようである。また、このことは、会社の側からすると、後述するコンプライアンスは別として、営業面でICを監督するコストが不要であることを意味している。

I.Cの取扱商品は、N社によると、証券だけでなく生命保険や不動産など幅広く、中には会計士の仕事をしている者もあるという。こうした背景には、取扱商品に関する規制が緩和されていることがあるが、その結果、顧客からすると、I.Cは、証券売買の取次をしてくれる者というより、広く金融商品全般を対象とした、資産全体の運用アドバイザーとみなされているようである。証券会社からの高い独立性が、I.Cの、会社の営業員といいうより顧客側のコンサルタントとしての性格を強めているのである。

こうした性格は、また、I.Cという営業員の形態が、より長期的な資産運用プランを必要とする保険会社の営業員から広がってきたこととも無関係ではないであろう。現在でも、I.Cを多く使っているところには生保系の証券会社が多く、N社も、証券と保険の両方を扱う会社を作りたいというアイデアから設立された会社である。

証券会社の責任

すでに述べたように、I.Cは会社の従業員ではなく、各自の裁量にもとづいて営業しているわけであるが、では、会社は、I.Cの業務に関してどこまで責任を負うことになるのであらうか。とりわけ問題となるのは、I.Cが顧客との間でトラブルをおこした場合の責任の所在である。

これについてN社では、「I.Cの営業による顧客とのトラブルの発生に対しては、基本的に会社が責任を負うことになる」としている。つまり、雇用関係は存在しないものの、I.Cの営業は、証券関係法上はやはり証券会社の責任のもとにおかれているのであって、この点、日本の歩合外務員が、税法・労働基準法上は独立した事業者として扱われながらも、証取法上は会社の使用人でありその業務に関しては会社が責任を負うことになるのと同様である。さらにN社によると、「会社はI.Cと契約する際に、そうしたトラブルによって会社が損失を被つた場合には、それに相当する額をI.Cが会社に支払う旨の付帯契約をついている。しかし実際には、事故をおこすようなI.Cが十分な支払い能力をもつている場合は少なく、結局会社がかぶることになる」ということであった。

I.Cへのコンプライアンス

独立した営業をおこなう一方で、トラブル発生時の責任は会社が負うわけであるから、各社とも、コンプライアンスには、相当の注意を払っている。と言うより、収益の確保や勤務時間などの営業管理、コスト管理はI.Cが自分でおこない、会社としてはそうした面での管理を行う必要はないのであるから、会社のI.C管理全般が、適合性原則などの法規則遵守のチェックを中心になされることになる。

その点、まず、米国においては一般的に清算業務が営業と分離されているということが、大きな意味をもつていると思われる。これは、I.Cを使っている会社だけでなく、米国の証券会社全体に当てはまることがあるが、清算業務は、アウトソーシングされているか、また自社でおこなっていても営業活動をおこなわない別のスタッフが担当するのが普通である。つまり、I.Cなどの営業員が直接、受渡・決済にタッチすることはなく、そのことは、米国の証券会社の間接部門の比重が比較的高い原因ともなっているが、リスク管理において重要な役割を果たしているのである。

I.Cと契約している会社にとって、コンプライアンスの第一歩は、契約時のスクリーニングであり、そこでI.Cの信用調査が徹底してなされている。N社の場合、過去の経歴、顧客とのトラブルの有無、ローンの有無、さらには、総背番号である社会保険庁の個人番号から税務申告の状況までが審査されているという。

契約後の管理について、S社の場合、ICのみを使っている子会社と通常の外務員を使っている子会社に会社組織は分かれているが、実際には、外務員とICは、ブローカー番号（ICにはZで始まる番号が割り当てられている）によって区別されているだけで、コンプライアンス上の扱いは全く同じであり、ただ、一般的の外務員は支店で、ICは本店で管理しているという違いがあるだけであった。

具体的なコンプライアンス・チェックの方法をN社に尋ねると、まず、①清算会社におかれている顧客口座の情報を本社のコンプライアンス部門で毎日確認し、問題となるような取引がないか常時チェックする、②保険など証券以外の商品についても各社から情報を得てチェックする、③抜き打ちでICの事務所を訪ね、帳簿類のチェックをおこなう、とのことであった。

そして、同社は、「こうしたコンプライアンス管理をしつかりやつていれば、独立性が高いといつてもICによる顧客とのトラブルは、それほど心配することはない。それより、この業界で大きなトラブルとなるのは、会社の営業姿勢や商品設計など、営業員というより会社側の原因で起ころる場合ではないか」と述べている。

まとめ

以上を整理すると、証券会社にとつてICと提携することのメリットとしては、①コストの完全な流動化ができる、②営業管理・コスト管理が不要になること、さらに、③小規模店舗の開設が容易となり、地域・顧客により密着した営業が可能となる、といった点があげられよう。第二の点について、S社は、「従来は、店舗を開設するとなると、事務・情報処理などのためにどうしても一定程度の人員が必要であった。それが最近は、通信・コンピュータ技術等の発達により、小規模店舗が可能となっている。リテール業務では、顧客の住んでいる地域

に住むということが極めて重要である」としている。

その一方で、①距離的に離れた事務所で営業しているICに対して厳格なコンプライアンスが必要となり、かつ、②顧客は会社の顧客ではなくICの顧客となるため、ICが会社を移ればそのほとんどを失うことになる。また、③会社の経営理念の浸透といったことは困難とならざるをえない。訪問先の一つで、ICを全く利用していないロバート・ペアド社は、「外務員の研修プロセス、顧客との関係づくりに関与する」ということが会社として重要であり、ICでは、それができないため」と述べている。

他方、外務員にとつては、ICとなることは、独立と収入アップのチャンスであるが、その反面で、当然のことながら経営の責任を自分で負うことになる。また、大手証券会社などで、自社商品などの販売を優先させられていた外務員にとつては、より独立した、すなわちより顧客のニーズに沿った営業をおこないやすくなるといったメリットもある。

投資家の立場からすれば、証券会社からの独立性が高く、顧客や地域に密着した営業員としてのICの存在は、ファイナンシャル・コンサルタントとして、顧客の側に立つたアドバイスの提供を期待できるが、その一方で、会社の監督に期待しにくいといった面での不安、個人営業であるため取扱商品や提供情報の内容が大手証券会社の社員外務員に比べて見劣りするといったこともあると考えられる。

香港における株式オプションの導入プロセス

「コンサルティティブ・ペーパー方式」

香港証券取引所は一九九〇年六月に株式市場活性化策として株式オプションの導入案を監督当局に打診し、一九九二年一二月には株式オプションに関する第一回目の公開草案（コンサルティティブ・ペーパー）を発表して、原株の適格基準と取引要綱に関する意見を市場関係者に求めた。そして一九九三年三月には第二回目のコンサルティティブ・ペーパーが発表され、コンピューターによる自動取引執行や清算機関の設立等が提案された。一九九四年七月には株式オプションの取引要綱等がようやく固まり、最初のコンサルティティブ・ペーパーの公開から二年近くに及ぶ準備の成果が同年一一月に通称「オプション白書」という形で香港証券取引所から公表された。このレポートには株式オプションの取引要綱、取引会員権、清算会員権、システムへのアクセス、必要経費、取引参加資格などが詳細に記載されており、一九九五年八月の取引開始を目指とした取引参加者の種々の申請スケジュールやシミュレーションの日程まで明記されていた。翌一二月には株式オプション取引のマーケット・メーリングに関する第三回目のコンサルティティブ・ペーパーが発表され、一九九五年九月八日には当初の構想打診から五年以上の歳月を費やして香港における株式オプション取引は開始された。⁽¹⁾

本稿では、わが国よりも一足早く株式オプションを導入した香港での取引要綱等の決定プロセスを紹介する。

取引要綱等の決定は香港証券取引所が市場参加者の意向を汲み上げるためにコンサルティティブ・ペーパーを発表し、市場参加者の意見に配慮しながら原案を修正するという興味深い方法によつて行なわれた。こうした香港での経験を学ぶことによって、株式オプションのみならず、今後わが国で新商品を導入する際の決定プロセスにコンサルティティブ・ペーパー方式という開かれた方法が採用できないか、一考する価値はあるだろう。

コンサルティティブ・ペーパーI

第一回目のコンサルティティブ・ペーパーは「上場オプション・原株の適格基準とオプション取引要綱」と題され、全二章補遺三からなり、オプションのタイプとサイズ

前書き
I オプションを上場する原株の適格基準試案
II 取引要綱試案

1 オプションのタイプ
2 取引単位とサイズ

3 上場限月
4 取引時間
5 呼び値
6 満期
7 権利行使価格の間隔
8 権利行使価格の新規設定
9 権利行使スタイル
10 同一日権利行使
11 満期時のイン・ザ・マネーの権利行使
12 割り当てて方法
13 建玉の取り消し調停
14 清算期限
15 オプション代金の清算
補遺A オプション用語の解説
補遺B 原株の適格基準
補遺C 基本的コンセプト

第一回目のコンサルティティブ・ペーパーは「上場オプション・原株の適格基準とオプション取引要綱」と題され、全二章補遺三からなり、オプションのタイプとサイズ

前書き
I オプションを上場する原株の適格基準試案
II 取引要綱試案

1 オプションのタイプ
2 取引単位とサイズ

3 上場限月
4 取引時間
5 呼び値
6 満期
7 権利行使価格の間隔
8 権利行使価格の新規設定
9 権利行使スタイル
10 同一日権利行使
11 満期時のイン・ザ・マネーの権利行使
12 割り当てて方法
13 建玉の取り消し調停
14 清算期限
15 オプション代金の清算
補遺A オプション用語の解説
補遺B 原株の適格基準
補遺C 基本的コンセプト

表1 コンサルティティブ・ペーパーI の目次

第二章「オプション取引要綱試案」では以下のような一五項目の取引要綱が提示された。

- ①コール・オプションとプット・オプションの両方を導入、
- ②契約サイズは原株の一取引単位、
- ③上場限月は三ヶ月もの・六ヶ月もの・九ヶ月ものの三種類で、原株市場への影響を考慮して一月サイクル・二月サイクル・三月サイクルの三サイクル、
- ④取引時間は原株市場と同一、
- ⑤最小値幅は投資家が覚えやすいように原株の最小値幅と同一、
- ⑥満期はハンセン指数先物・オプションと同じく、限月の最終営業日の前営業日、
- ⑦権利行使価格の間隔は原株の価格水準に応じて一〇香港ドル以下で一香港ドル、一〇香港ドル越え二五香港ドル以下で二・五香港ドル、二五香港ドル越えで五香港ドル、
- ⑧権利行使価格はアウト・オブ・ザ・マネー(OTM)一本、アット・ザ・マネー(ATM)、イン・ザ・マネー(IFTM)一本の計四本が設定され、常にこれらが存在するよう追加設定(満期を迎える週を除く)
- ⑨権利行使のタイプは毎日権利行使に応じて原株の引き渡しが行なわれるアメリカン・タイプ、
- ⑩オプション購入日に権利行使をして原株を取得する同一日権利行使が認められている。
- ⑪満期日におけるIFTMオプションの権利行使は権利行使に伴う費用を考慮して自動的に行なわれる。
- ⑫権利行使に伴う原株の割り当ては二段階で清算機関においても各清算会員においてもランダムに行なわれる。
- ⑬建玉の相殺調停(キャビネット取引)は定款に準じて行なわれる。
- ⑭清算は翌営業日(T+1)に行なわなければならない。
- ⑮オプション代金は取引成立時に全額支払わなければならぬ。(フル・プレミアム方式)

コンサルティティブ・ペーパーⅡ

第二回目のコンサル

ティティブ・ペーパー

は「取引所取引株式オ
プション・取引・清
算・参加に関する提案」

と題され、全六章補遺
五よりなる。⁽³⁾ここでは
コンサルティティブ・
ペーパーIに対する反
応を踏まえて取引要綱
試案を一部変更し、取
引手続き・清算手続
き・基金・取引会員/
清算会員の役割等が論
じられている。

前書き	本書の範囲と目的
1 市場構造: オプション取引所とオプション清算機関	
1.1 オプション取引所の役割	
1.2 清算機関の役割	
2 取引システムと取引手続き	
2.1 取引スクリーン	
2.2 発注	
2.3 付け合わせと執行	
2.4 取引システムからのアウトプット: レポートと検索	
2.5 新規オプションの設定	
2.6 原株上場廃止に伴うオプションの取り扱い	
2.7 建玉制限	
2.8 オプション市場開設の法的前提	
3 清算	
3.1 清算手続き	
3.2 リスク管理	
3.3 株式分割等に基づくオプション契約の変更	
4 参加	
4.1 オプション取引所	
4.2 清算機関	
5 基金	
6 オプション取引: 会員への提案	
6.1 株式取引とオプション取引の相違	
6.2 バック・オフィスの監督	
6.3 顧客との関係	
補遺A	コンサルティティブ・ペーパーIに対するコメントへの対応
補遺B	理論価格
補遺C	CCASSとの接続
補遺D	証拠金計算
補遺E	オプション取引・決済・清算のスケジュール

市場参加者の意見を受けて取引要綱は以下の点が補足・変更された。

- (1)限月に関しては直近限月に対する要望が強く、三ヵ月もの・六ヵ月もの・九ヵ月ものに加えて一ヵ月ものが追加され、計四種類に拡張された。
- (2)最小値幅に関しては原株の最小値幅と同じではオプション代金に比べて大きすぎるという意見が多く、間隔を縮小する方向で今後検討することが明らかにされた。

- (3)権利行使価格の間隔に関しても原株価格に比べて大きすぎるという意見が多く、間隔を縮小する方向で今後検討することが明らかにされた。
- (4)清算期限に関しては翌営業日（T+1）としていたが、翌営業日の取引開始まで（T+0）が正確な表現であると訂正された。市場参加者からは原株と同じT+2を望む声が強かつたが、T+0がオプション取引の国際的標準であるとして却下された。

- (5)権利行使に関しては市場関係者の中にハンセン指数オプションと混同している者が見られ、清算機関が認めた特別な場合を除いて原株の受け渡しが必要であることが明記された。
- (6)建玉の相殺調停に関してはキャビネット取引と呼ばれる相殺取引の方法に対する質問が多数寄せられたが、売り手と買い手が合意した場合に限つてキャビネット取引は実施され、その数量に関してはターミナル上に表示されることが明らかにされた。

- (7)契約サイズに関しては原株の取引単位では混乱を生じる可能性があるという指摘も見られたが、原株の取引単位にしないと権利行使時に問題を生じるとして原案を変更しないことが確認された。
- このようにコンサルティティップ・ペーパーIで提案された取引要綱は市場参加者のコメントを参考にして訂正されたわけであるが、コンサルティティップ・ペーパーIIでは先のコンサルティティップ・ペーパーでは触れられていなかつた取引手続き・清算手続き・基金・取引会員／清算会員の役割等が主に論じられた。

- まず、第一章「市場構造・オプション取引所とオプション清算機関」で香港証券取引所の株式取引とは異なる部門でオプション取引が行なわれ、香港証券清算会社（HKSCC）が清算機関となることが提案された。

- 第二章「取引システムと取引手続き」ではオプション取引はコンピューターによる自動取引執行システムによつて行なわれることが提案され、インプライド・ボラティリティや利子率・配当などもスクリーンに表示され、気配値が存在しない場合には理論価格が表示されることが明らかにされた。注文の付け合わせはファースト・イン・ファースト・アウト（FIFO）というフロアでのオープン・アウトライを模倣した方式で行なわれ、将来的にはスプレッドやストラドルといつた複合注文にも対応する予定であることが示されている。新規オプション銘柄は上場数日前には発表され、新規権利行使価格の設定は少なくとも一時間前には発表されるとしている。そして取引所によつて銘柄ごとに建玉制限が設けられる予定であることが明らかにされている。

- 第三章「清算」では清算会員の口座とその顧客全体の口座は別々に管理され、ネット支払も別々に行われることが示されている。証拠金は現金、原株（コールの売り一契約ずつに対応）、銀行保証または信用状、その他の代用証券によって預託されなければならず、Trans Canada Options Inc.によって開発された売り建と買い建をネットにしてリスク調整後の最大損失額を計算する証拠金システムが採用され、日中に追加証拠金が請求される場合もあり得る。権利行使は午後四時三〇分までに清算機関に通知されなければならず、権利行使に伴う割り当ては証拠金計算の後に行なわれるので割り当てを受けた者は売り建玉の証拠金を翌営業日まで引き出すことはできない。また、各清算会員は顧客を含めた売り建玉から計算されるネット・ワース・レシオを自己資本の範

国内外に維持しなければならず、取引開始時点においては清算会員は清算機関に不慮の事態に備える準備基金を現金で預託（HIBORで付利）しなければならない。

第四章「参加」では取引及び清算業務への参加要件が示されており、取引会員は清算会員と清算契約を結び、検定試験に合格したオプション顧客アドバイザーを要し、顧客の注文を受けるためには顧客とオプション契約合意書を交わさなければならないことが示された。そしてここではじめて流動性を維持するために取引会員の中からマーケット・メーカーを募集する予定であることが明らかにされた。他方、清算会員は顧客を持たないセルフ・クリアリング会員、顧客口座の清算を行なえるフル・クリアリング会員、他の清算会員とその顧客口座でも清算できるマネージング・クリアリング会員に分かれ、清算会員の要件は取引会員よりも厳しく、検定試験に合格したオプション・コンプライアンス・オフィサーを雇用していなければならない。

第五章「基金」ではオプション市場開設のための基金は取引所の基金から拠出され、運転経費に関しては取引会員と清算会員から徴収することが説明されている。

第六章「オプション取引・会員への提案」では株式取引とオプション取引の相違、バック・オフィスによる監督、顧客との関係について注意事項が示され、大口顧客の建玉を報告する義務があることが明記されている。

オプション白書

二度にわたるコンサルテイティブ・ペーパーの公表とそれに対する市場参加者のコメントを受けて作成された冊子は「取引所取引株式オプション・市場構造・参加・費用」と題され、全八章補遺七よりなる。⁽⁴⁾ここではそれまでのコンサルテイティブ・ペーパーに対する反応を踏まえて取引要綱をさらに変更し、費用・取引会員権・清算会員の両方を導入、

算会員権・リスク管理・端末操作等が詳しく論じられている。

補遺Aにまとめられていた取引要綱は

一三項目からなり、
①コール・オプションとプット・オプションの両方を導入、

②オプションを上場する原株の適格基準は正式には決定されていないが、

当初は一〇銘柄以下を予定しており、上場銘柄はま

表3 オプション白書の目次

要約	6 オプション市場へのアクセス
1 イントロダクション	6.1 データ・コミュニケーション・ライン
1.1 これまでのコンサルテイティブ・ペーパー	6.2 アクセス方法：PCターミナルとユーザー・デバイス
1.2 上場商品	6.3 最良のアクセス方法の選択
1.3 期待される恩恵	6.4 フロントとバック・オフィスのシステム
1.4 取引契約と清算契約	7 オプション取引と清算：費用の要約
1.5 準備と設置	7.1 オプション取引会員と清算会員の会費
1.6 オプション取引会員の責任	7.2 ハードウェアとソフトウェア（推定）
1.7 デフォルトに対する基金	7.3 トレーニング
1.8 権利行使に伴う株式受渡と清算	7.4 清算会員の財務要件
2 費用	7.5 清算機関の手数料
2.1 費用に対する態度	7.6 取引税と印紙税
2.2 システム利用権	7.7 C C A S S
2.3 運転費用	8 実施へのタイム・テーブルと手続き
3 オプション取引会員制	補遺A 上場商品：取引要綱
3.1 参加要件	補遺B 取引業務
3.2 継続要件	補遺C 清算業務
3.3 マーケット・メーカー	補遺D 取引／清算学習コース・試験・その他のトレーニング
4 オプション清算会員制	補遺E 日常業務要件
4.1 オプション清算会員の種類	補遺F 会員によるシステム・アクセスの技術的説明
4.2 参加要件	補遺G 用語解説
5 リスク管理と現金決済	
5.1 準備基金	
5.2 清算会員の債務不履行手続き	
5.3 清算会員の継続義務	
5.4 清算会員の登録	
5.5 顧客の証拠金と建玉の監視	
5.6 現金決済	

だ決定されていない。

③契約サイズは原株の一取引単位、

④満期日は限月の最終営業日の前営業日、

⑤上場限月は直近三限月と三・六・九・一二月から一限月の五限月制（最短七カ月、最長九カ月）に変更された。

⑥権利行使価格の間隔は権利行使価格が二香港ドル以下の場合〇・一香港ドル、二香港ドルを越え五香港ドルまでの場合〇・一香港ドル、五香港ドルを越え一〇香港ドルまでの場合〇・五香港ドル、一一〇香港ドルを越え五香港ドルまでの場合一香港ドル、五〇香港ドルを越え一〇〇香港ドルまでの場合一・五香港ドル、一〇〇香港ドルを越える場合には五香港ドルと市場参加者の意見に従つて大幅に縮小された。

⑦権利行使価格はATMとITM一本、OTM一本の計五本が設定され、ITMとOTMが少なくとも一本存在するよう追加設定されるよう変更された。

⑧最小値幅はプレミアム（オプション価格）の水準が〇・〇一香港ドルから五香港ドルまでの場合〇・〇一香港ドル、五香港ドルを越えた場合〇・〇五香港ドルに変更された。

⑨権利行使のタイプは毎日権利行使に応じて原株の引き渡しが行なわれるアメリカン・タイプであるが、満期日におけるITMオプションの自動権利行使は行なわれないことに変更された。

⑩取引時間は原株市場と同一、

⑪株主割当増資や株式分割・特別な大規模配当があつた場合には権利行使価格と契約サイズがオプション価値を一定に保つように調整される。

⑫オプション購入日に権利行使をして原株を取得する同一日権利行使が認められる。

⑬オプション代金は取引成立時に全額支払わなければならず（フル・プレミアム方式）、清算は翌営業日の取引開始まで（T+0）に行なわれなければならない。

第一章「イントロダクション」ではオプション取引参加業者は香港証券取引所の会員権を取得し、オプション取引会員（OTM）となることによって取引所での取引が認められ、香港証券取引所の子会社としてオプション清算会社（OCH）が設立され、財務・監督要件を満たしたOTMが清算会員（OCH会員）として認められることが示されている。また、取引と清算はOTMのオフィスにある統合されたコンピューター・システム端末から行なわれ、SOFFEEXが開発し、DTBによって改良されたシステムが採用される。そして権利行使に伴う原株の受け渡しは原株同様にT+2で行なわれ、割り当てが取引終了後に行なわれるために原株を持たないオプションの売り手は貸し株契約を事前に締結しておく必要があることが明記されている。

第二章「費用」では、オプション市場開設費として一七〇〇万香港ドルが開発基金から拠出され、その後の運転経費はオプション取引会員からの月額固定費と取引量に応じた変動費によつて賄われることが示されている。さらにオプション取引会員はシステム・アクセス権として二〇万香港ドル（会員権返上一年後には返還される）を拠出しなければならないことが付け加えられている。

第三章「オプション取引会員制」では取引会員の要件として、

①取引権が停止されていないこと、
②清算契約を結んでいること、

③オプション取引オフィサー＆リブリゼンタティップ試験に合格したオプション取引オフィサーがいること、
④顧客の注文を扱うためには前掲試験に合格したオプション取引リブリゼンタティップがいること、

⑤取引システムを預かるスタッフは実務試験に合格していること、

⑥コンピューター端末装置を持ち、テレコミュニケーション・ラインをレンタルしていること、

⑦コンピューター化されたバック・オフィス管理システムを備えていること、

⑧システム・アクセス権を確保していること、

⑨申請手続き費用三五〇〇香港ドルを支払っていること、

の九項目が上げられている。加えて取引開始後はシステム・アクセス権一つに対し月額固定費（PCTerminal）で一〇〇〇香港ドル、ユーザー・デバイスで三〇〇〇香港ドル）を支払わなければならない。

また、取引はオーリクション形式を想定しているが、流動性を維持するために会員の中から認可された複数のマーケット・メーカーによる補助も規定されており、マーケット・メーカーは最大気配値スプレッドとして売り気配値の一〇%または〇・一五香港ドルの大きい方、

②最小取引量として一〇単位、

③呼値請求への最長対応期限三分、

④呼値維持（変更の場合を除く）の最短時間三〇秒、

⑤呼値請求への対応割合七五%、

といった義務を負う一方、自己勘定取引にかかる可変費用の五〇%割引が実施される。

第四章「清算会員制」では清算会員の名称が、顧客を持たないセルフ・クリアリング会員（SCM）、顧客口座の清算を行なえるダイレクト・クリアリング会員（DCM）、他の清算会員とその顧客口座をも清算できるジエネラル・クリアリング会員（GCM）と一部変更され、清算会員の要件はオプション取引会員でかつ、

①流動資本が少なくとも負債総額の五%、またはSCMで三〇〇万香港ドル、DCMで五〇〇万香港ドル、GCMで二〇〇〇万香港ドル、のうち大きい方、

②OCH準備基金として少なくともSCMで一五〇万香港ドル、DCMで一五〇万香港ドル、GCMで五〇〇万香港ドル十四社目以降の非清算会員一社につき一五〇万香港ドル（うち七五万香港ドルは現金、ただしHIB OR付利）、

③二歳以上で、金融機関での実務経験二年以上、かつオプション取引オフィサー&リプリゼンタティブ試験とオプション・クリアリング・オフィサー試験に合格したオプション・クリアリング・オフィサーを要すること、

と、

④会員権のレベルに応じたコンピューター・システムを備えていること、

⑤OCHの清算ネットワークに参加している指定銀行に口座を持つていること、

⑥貸し株契約を締結していること、

が上げられている。

第五章「リスク管理と現金決済」では準備基金、清算会員の債務不履行手続き、清算会員の義務、清算会員の取消、顧客の証拠金口座、現金決済について論じられている。清算会員の自己勘定と顧客勘定の合計を流動資本に応じて制限する際の比率はポジション・レシオと呼ばれており、ネット・ワース・レシオという名前から変更された。

第六章「オプション市場へのアクセス」ではデータ・コミュニケーション・ライン、アクセス方法・PCTerminalミナルとユーザー・デバイス、アクセス方法の選択、フロントとバック・オフィスのシステム、といったシステ

ム面での特徴が述べられている。オプション市場へのアクセス方法にはパソコンを利用するPCターミナルとワーカー・デバイスではウインドウ型のスクリーンで複数の銘柄（一銘柄では二四系列まで）を表示でき、マーケット・メーカーが二四系列までの売り・買い呼値を同時に更新できる機能も備えている。

第七章「オプション取引と清算・費用の要約」ではさまざまな費用がまとめられている。会員になるためには二〇万香港ドルのシステム・アクセス権、三五〇〇香港ドルの申請費、ユーザー・デバイスで三〇〇〇香港ドル、PCターミナルで一〇〇〇香港ドルの月額固定費が必要であり、システム関係費用ではユーザー・デバイスで基本設備に一〇万香港ドル、コミュニケーション・ラインの設置に四五〇〇～九〇〇〇香港ドル、コミュニケーション・ラインの月間レンタルに四一〇〇～八四〇〇香港ドル、設備のメインテナンスに設備費の一〇～一五%，PCターミナルで基本設備に約四万香港ドル、コミュニケーション・ラインの設置に五一〇〇香港ドル、コミュニケーション・ラインの月間レンタルに三〇〇〇香港ドル、設備のメインテナンスに約四〇〇ドルが推定されている。オプションオフィサー&リプリゼンタティブ試験とオプション・クリアリング・オフィサー試験の受験料は三〇〇〇香港ドル、その研修コースの費用は二五〇〇香港ドル、取引と清算のテクニカル・トレーニング（各七時間）は一〇〇〇香港ドルであり、OCHへ支払う清算手数料は一契約五香港ドル、権利行使手数料は一契約二香港ドル、通常取引以外の建玉調整は一契約五香港ドルとされている。

第八章「実施へのタイムテーブルと手続き」では上場に向けて以下のようなスケジュールが記載されている。

①一九九四年一二月三一日までシミュレーションを実施

②一九九五年一月一五日までに六月一日から実施されるシミュレーションに参加するためのコミュニケーション・ライン等の申し込み

③三月一五日までにユーザー・デバイスに接続させるフロントとバック・オフィスのシステムを導入

④四月二九日までにオプション取引会員と清算会員の正式な申請

⑤六月一日から七月三一日までシミュレーションを実施

⑥八月一日からオプション市場の開設

コンサルティティップ・ペーパーIII

第三回目のコンサルティティップ・ペーパー

は『取引所取引オプション・マーケット・メイキング』と題され、全二章からなる。⁽⁵⁾ここ

ではすでにオプション白書でも述べられていたマーケット・メーカー制に焦点を絞って、

オプション取引におけるマーケット・メーカー制の役割を詳述し、マーケット・メーカー制

制の導入に関して市場参加者の意見を求めている。

表4 コンサルティティップ・ペーパーIIIの目次

コメント	マーケット・メーカー制の日常業務 なぜマーケット・メーカーが必要か? マーケット・メーカーとは何か? マーケット・メーカーの要件 マーケット・メーカーの義務 ・呼値請求 ・呼値請求への対応 マーケット・メーカーの特権 手数料割引 マーケット・メーカーの認可 コンピューター取引システムにおけるマーケット・メーカー制 一斉呼値変更機能
1	マーケット・メーカー制の特徴 オプション白書での提案 ・最大呼値スプレッド ・最小取引量 ・最長経過時間 ・最短呼値提示時間 ・注文対応率 義務の停止
2	取引所におけるマーケット・メーカーの特徴

第一章「マーケット・メーカー制の日常業務」ではマーケット・メーカーの必要性、マーケット・メーカーの定義、マーケット・メーカーの要件、マーケット・メーカーの義務、マーケット・メーカーの特権、手数料割引、マーケット・メーカーの認可、コンピューター取引システムにおけるマーケット・メーカー制、一斉呼値変更機能といった項目が説明されている。マーケット・メーカー制とは手数料の割引と引き替えに常時売り買い双方の指値を提示する者（マーケット・メーカー）が存在する制度であり、世界の主要なオプション取引所が採用していることから流動性を高める手段として香港でも導入する運びとなつた。オプション取引会員であればマーケット・メーカーになるための特別の要件はないが、取引所の認可が必要であり、当初の三ヶ月を経過後は満期日ごとに更新されることになっている。マーケット・メーカーは会員の端末を通じた呼値請求に答えることを義務づけられており、手数料の割引措置を受けるが、情報面では他の会員と同一で、執行面でも価格優先・時間優先の原則に従つて他の会員と同じ立場にある。というのもこの制度はオーバークションを補助するためのマーケット・メーカー制であり、取引の一方にかならずマーケット・メーカーがいるという純粹のマーケット・メーカー制ではないからである。他方、コンピューター取引システム上のマーケット・メーカー制の特徴として呼値を一斉に提示できるという利点があり、一斉呼値変更機能がこの特徴を強化している。一斉呼値変更機能はマーケット・メーカーがPCターミナルかユーザー・デバイスのどちらを利用しているかに関わらず使用できるが、ユーザー・デバイスを利用する場合にはリアルタイムでデータをオプション価格モデルとリスク管理システムに転送するPCIインターフェイスが利用でき、フロント・オフィス・システムから一斉呼値変更機能に転送するPMOインターフェイスが利用できる。（PMIインターフェイスはマーケット・メーカー以外も利用可能）

第二章「取引所におけるマーケット・メーカーの特徴」ではすでにオプション白書で提示された五つの数値基

準について説明が付け加えられている。売り気配値の一〇%または〇・一五香港ドルの大きい方という最大気配値スプレッドに関しては原株によるヘッジの際に必要な印紙税から〇・一五香港ドルが算出され、売り気配値の一〇%という基準は参考値として提示したものでかならずしも一律である必要はないとしている。最小取引量の一〇単位に関してはあまりにも小さな数量では流動性を付与することにならないとしており、一〇単位を越えれば売値の提示数と買値の提示数は異なつてもよいと付け加えられている。呼び値請求への最長対応期限三分に関しては妥当な期間であろうと述べており、呼値維持（変更の場合を除く）の最短時間三〇秒に関しても注文の判断を下すためにこの程度は必要であると述べている。呼値請求への対応割合七五%に関しては最初の三ヶ月間を想定しており、日次ベースでの対応の監視も可能であることから他の基準の導入もあり得るとしている。また、マーケット・メーカーの義務の凍結については最小限に抑えたいとしているが、市場混乱時や寄り・引けには凍結することも考えられるとしている。

コンサルティティップ・ペーパーⅢに対してはどのようなコメントが寄せられたのか明らかではないが、香港証券取引所が提示した数値基準等は変更されず、オプション白書で提示されたものがそのまま用いられている。⁽⁶⁾香港証券取引所は株式オプションの導入に際してコンサルティティップ・ペーパーを三度も発行し、市場参加者の反応を確かめながら取引規則等の諸制度を決定した。こうしたコンサルティション方式は一部少数の人間だけが密室で決定を行なうよりも市場参加者の知恵を結集できるという意味で優れているし、決定に積極的に参加しなかつた者にも責任があるという意味で無用な批判を回避できる可能性もある。もちろん意見が分かれた場合の最終決定は取引所や監督当局が行なうべきであるが、高压的に決定を言い渡すのではなく、決定理由を明示し、反対

者を説得する努力を払う必要があるだろう。香港の場合にも取引所が市場参加者の意見を入れて当初案を変更したというもあったが、反対理由を述べて当初案を守り通したところもあった。コンサルテイション方式をわが国で導入した場合、市場参加者の積極的な対応が得られるのか、意見が分かれた場合の裁定がうまへどあるのか、一部少数の人間が決定した場合よりも本当にいいアイデアが得られるのか、こうした問題は残るが、民主主義には時間とコストがかかるものだと割り切るべきであろう。官僚機構の弊害が声高に叫ばれる昨今、新商品の導入や新しい制度の改革にも開かれた形で決定が行なわれる」とが、決定内容と同じく重要な点であると思ふ。

(附三)

(35)

注

(1) 香港における株式オプション上場の経緯、上場後の取引状況等については本誌「中国〇期（一九九六年一一月）」を参照。

- (2) Stock Exchange of Hong Kong, Consultative Paper on Listed Options: Eligibility Criteria for Underlying Stocks and Option Contract Specification (Consultative Paper I) . December 1992.
- (3) Stock Exchange of Hong Kong, Consultative Paper II on Exchange-Traded Equity Options: Proposal on Trading, Clearing, and Participation (Consultative Paper II) . March 1993.
- (4) Stock Exchange of Hong Kong, Exchange-Traded Equity Options: Market Structure, Participation & Financing, November 1994.

(5) Stock Exchange of Hong Kong, Exchange Traded Options: Consultative Paper on Market Making (Consultative Paper III) . December 1994.
(6) なお、建玉制限は、契約価値の小売（香港トムソン・カウル）は1000枚、他の銘柄では限界額（1000枚（ただし、マーケット・メーカーを除く））となる。

(36)

証券会社の人事政策

アメリカの証券外務員

はじめに

金融分野の規制緩和が進むなかで、今後の厳しい競争的環境に柔軟に対応するという観点から、証券業におけるリテール営業員のあり方にも検討の余地が生まれてくることが予想される。周知のように、日本とアメリカでは証券会社の従業員の雇用形態には大きな違いがあるため、報酬はもちろんのこと、営業方針や個別の従業員が抱える問題にも大きな違いがあると思われる。とくに、アメリカの証券会社では、証券営業員は歩合給を受け取る専門職として採用されるため、転職によって所属先の証券会社を移ることはあっても、社内の別の職務につくことはない点は、日本との最大の違いであると考えられる。

日本のリテール営業のあり方を検討する上で、アメリカの証券外務員の実態について見ることは重要であるが、具体的なイメージがなかなか得にくいうことが多い多かった。本稿では、アメリカの外務員向けの専門誌が、購読者向けに行つたアンケート調査を紹介することで、アメリカの証券外務員の具体的なイメージを探ることとした。雑誌アンケートであるために、サンプルに偏りがあることは予想されるが、調査項目も多岐にわたっており、興味深い調査であるといふことができる。

アメリカの証券外務員

アメリカの証券外務員については、これまでにも、社員外務員であつても報酬は歩合制が中心となっていることや、戻し率が一般に四〇～四五%程度であるが、その水準は証券会社によつて一律ではないことなどが紹介されてきた。また、アメリカの証券外務員は、離職率がかなり高く、外務員の転職によつて担当顧客も口座を移すケースが多いこともよく知られている。アメリカの証券外務員は、多くが既存顧客の紹介を通じて新規顧客を獲得しており、いわゆる飛び込みセールスを行うことはまれで、営業所に顧客がアドバイスを求めて訪ねてくるような形の営業形態をとつてゐる。

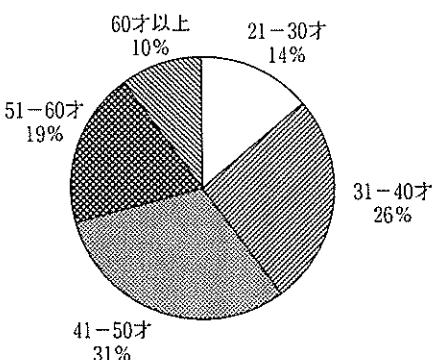
また、アメリカではこうした歩合制の社内外務員以外にも、ICO（インディペンデント・コントラクター）と呼ばれる、手数料からの歩合戻し率が非常に高い証券外務員の契約形態があり、近年増加してきていることも伝えられている。ICOは、個人で証券業を開業している営業形態にきわめて近く、非常に独立性の高い証券外務員であるといふことができる。⁽¹⁾

このように、アメリカでは、証券外務員の独立性が高く、外務員が独自の人脈や販売戦略をもつて営業を行つてゐるため、証券会社の役割は、積極的に自社の営業方針をうちだすというよりは、むしろ外務員をバックオフイス業務の面からサポートするという側面が強いようと思われる。したがつて、アメリカの証券会社にとつては、サポートを充実することで優秀な営業員を自社にどのようにして引き留めておくかがリテール営業上非常に重要なことがあるといふことができる。

これに対しても、日本の証券営業員は、社員外務員が主体であり、報酬体系もある程度は業績に連動するものの、基本的には固定給が支払われている。社員外務員以外に、歩合給を支給される歩合外務員が存在するが、高度成

長期と八〇年代を通じてその割合を低下させてきた。

図表1 外務員の年齢



出所 Registered Representatives 1995年3月号より作成

アメリカの証券外務員のプロフィール

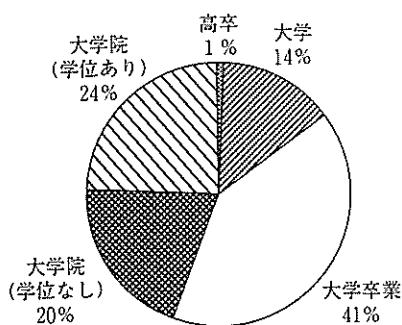
アメリカの証券外務員の実態について知るために、⁽³⁾ アメリカの証券外務員向けの雑誌"Registered Representatives"が、購読者を対象に五年ごとに行っている外務員のアンケート調査について、一九九五年に行われたものについて見てみよう。このアンケート調査の回答数は八九二人であり、サンプルが特定の雑誌の購読者に限定されているので、アメリカの証券外務員全体の特徴を正確に表わしている保証はないものの、アメリカの証券外務員の実像をうかがうことができると思われる。まことに、証券外務員個人のキャリアも含めたプロフィールはどのようなものであろうか。

証券外務員の年齢をみたものが図表1である。いちばん多いのは四〇歳台の層で二〇歳台と四〇歳台をあわせると約五七%となり過半数を超える。平均年齢は四三歳である。報酬体系が歩合制なのであるから、個人が負う所得リスクがかなり高いにもかかわらず、中堅といえる年齢層が非常に厚いことがわかる。

図表2を参照すると、アメリカの証券外務員の学歴がかなり高いことが示されている。学位のない人も含めると、大学院卒業者は全体の四四%を占めている。学歴以外に、資格についてたずねた調査を見ても、CFA（公認財務アナリスト）資格保持者が一三・七%、MBA資格保持者が一五・一%いるほか、数バーセントずつながら公認会計士、博士号など高い資格を持つものも多い。アメリカの証券外務員が独立性の高い営業を行つており、資格取得の意識が高いことや、財務コンサルタント的な専門的職業のかたわら、コンサルティングの一環として顧客に証券販売を行うものが多いことなどが推測できる。

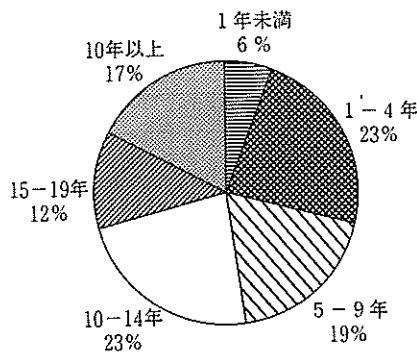
図表3は証券外務員としての経験年数であるが、ばらつきがかなりあるものの一〇年以上のキャリアを持つ外務員がかなりいることが読み取れる。平均は年数一一年間である。

図表2 外務員の学歴



出所 前掲書

図表3 外務員経験年数



出所 前掲書

一方、現在の会社での勤続年数をたずねた別の項目では、勤続年数五年未満が全体の五四%と過半数を超えて、一〇年未満で七五%と、一つの会社に勤務し続ける年数はかなり短い。現在の会社での勤続年数の平均は六・六年である。証券外務員としての転職（移籍）回数は平均で二・二回となつており、三回以上の転職経験を持つ外務員も三三%とかなり流動性の高い職種であること分かる。しかしながら、証券外務員という職業自体を変えたいと思うかという質問に対しても、九〇%の外務員がノーと答えている。

業務状況

図表4は証券外務員の総手数料収入の分布である。一〇万ドル未満の手数料しかあげていない外務員も二〇%近くいる一方で、三五万ドル以上の手数料をあげる外務員も三五%いることがわかる。平均は二九万九〇〇〇ドル、中央値は二〇万ドル、調査の中の最高値は三一〇万ドルである。一部の総手数料収入の非常に高い外務員が、全体の平均をかなり押し上げていることがわかる。

また、外務員一人が担当する口座資産の合計は図表5からもわかるとおり、かなり幅があるものの、一〇〇万ドルから三〇〇〇万ドルの間にほぼ半数が分布している。三〇〇〇万ドル以上の口座資産を抱える証券外務員も三七%いる。平均は三一〇〇万ドルであるが、中央値は一〇〇〇—三〇〇〇万ドルの区分に入っている。

一方、年一〇〇〇ドル以上の手数料をあげることができる口座は、総担当口座数の一〇%以下と答えた外務員が二六%、二〇%以下と答えた外務員が二九%と、合計過半数を超える。平均は二八%であり、休眠口座もそれなりに多いことがうかがえる。

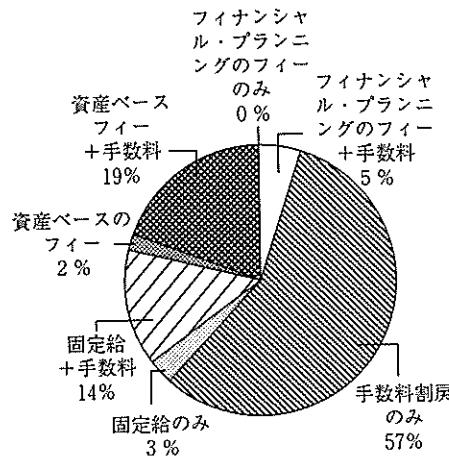
図表6は、証券外務員の報酬ベースが何であるかを示したものである。これを見るとコミッショナののみと答えた外務員が五六%と依然過半数を占めているが、わずかながら固定給の外務員もあり、固定給とコミッショナ収

図表5 口座資産の合計

口座資産合計	割合 (%)
50万ドル以下	7.10%
50-100万ドル	3.80%
100-500万ドル	13.00%
500-1000万ドル	11.40%
1000-2000万ドル	13.90%
2000-3000万ドル	11.50%
3000-4000万ドル	7.70%
4000-5000万ドル	6.50%
5000-6000万ドル	5.10%
6000-7000万ドル	2.80%
7000-8000万ドル	2.60%
8000-9000万ドル	2.40%
9000-10000万ドル	1.70%
10000万ドル以上	8.20%
わからない	2.40%

出所 前掲書

図表6 報酬体系



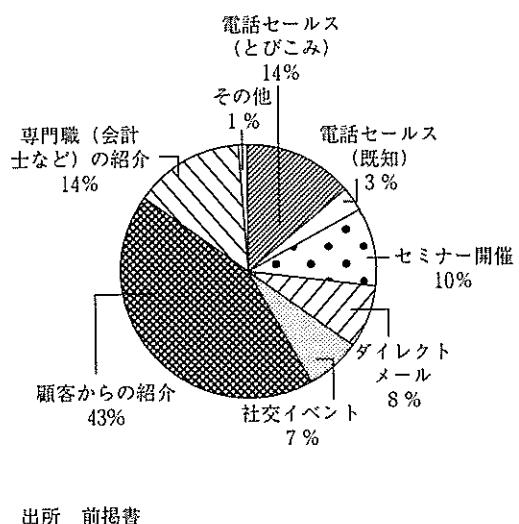
出所 前掲書

図表4 1994年総手数料収入

総手数料収入	割合 (%)
10万ドル以下	28.30%
10-15万ドル	14.70%
15-20万ドル	11.30%
20-25万ドル	10.10%
25-35万ドル	13.30%
30-50万ドル	9.00%
50-100万ドル	9.60%
100万ドル以上	3.70%

出所 前掲書

図表7 最も重要な販売の手法



入を組み合わせた形で報酬を得ている外務員と併せると一七%程度にはなる。また資産ベースのファイーで支払われる外務員も二〇%を超えていることがわかる。ファイナンシャル・プランニングのフリー収入を得ている外務員は五%程度と決して多くはない。

かしながら、五〇%以上のフリー収入を得ていると答えた外務員も四・二%存在しており、五年前に行つた前回の調査と比べて資産ベースのフリー収入を得ている証券外務員は増加しているという。資産ベースのフリー収入が手取り収入に占める割合は平均で九・三%である。

販売の手法など

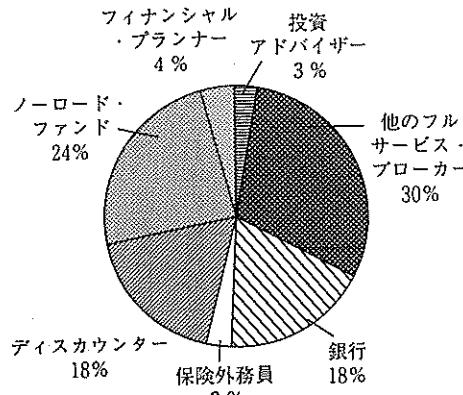
アメリカの証券外務員は、コールド・コール（飛び込みの電話セールス）はあまり行わないことが知られていて、この調査でもそのことがうらづけられた。図表7を見ると、最も重要な販売手法としてコールド・コールを挙げている外務員は全体の一四%と比較的少なく、コールド・コールの重要性についての考え方をたずねた別の調査項目でも、「非常に重要」と答えた外務員は一〇%以下であった。

コールド・コールは、五年前に同じ雑誌が行った調査と比べても重要性が低下している。しかし、外務省個人の専門職からの紹介や、既存顧客からの紹介が増加しているという。また、日本ではまれであるが、外務員個人

が投資セミナーを開催したり、社交イベントを企画したりすることも多く、最も重要な販売手法としてそれらを回答した割合も合計で一七%あるのは興味深い。また、外務員はまったく独立に営業を行っているとは限らず、セールス・パートナーシップと呼ばれるチーム制での営業を行う外務員も、五年前の前回の調査に比べて増加したことなどが指摘されている。一日にかけるコールド・コールの回数についての調査でも、まったくかけない営業員が全体の三五%、五回以下が三〇%であるのにたいして、二〇回以上かけるものは一六%と少ない。

コンピューターの使用状況についての質問では、仕事でコンピューターを使うと答えた外務員は全体の九三%で、まったくコンピューターを使わないと答えた外務員は四・三%にすぎなかつた。また、会社からコンピューターを支給されているだけでなく、コンピューターを個人で所有していると答えた外務員も七三%にのぼる。コンピューターの用途としてあげられた主なものは（複数回答）、ワープロとして（七七・一%）、ポートフォリオ・マネジメント（五二・九%）、投資分析（五三・〇%）、ファイナンシャル・プランニング（四五・〇%）、顧客へのプレゼンテーション（六一・二%）などである。アメリカの証券外務員の情報武装がかなり進んでいることが見てとれる。

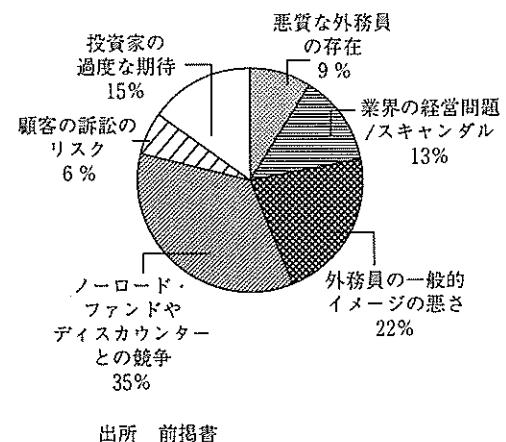
図表9 最大の競争相手



証券外務員の報酬体系と利益相反について

最後に、証券外務員の報酬体系が、顧客や証券会社との間の利益相反を招く可能性があることがしばしば指摘されている点についてであるが、日本では、社員外務員が証券会社から固定給を得て営業活動を行っている場合が多いため、投資の勧誘やアドバイスが会社よりも多いが、それについて、ノーロード・ファンドやディスカウンターを挙げた外務員もそれなりに多く、多業態にわたって熾烈な競争が繰り広げられていることがうかがえる。銀行を最大の競争相手としてあげた外務員もディスカウンターを挙げた割合に匹敵する一八%である。

図表8 フルサービスのリテール・ブローカーが抱える問題



証券外務員が抱える問題

最後に、アメリカ証券業界が抱えている問題について、外務員はどのように見ているだろうか。図表8は、フルサービスのリテール・ブローカーにとっての重要な問題は何かという問い合わせに対する回答の結果である。回答を見ると、ノーロード・ファンドやディスカウンターとの競争を挙げた外務員も含計で三一%と非常に多いことは興味深い。一般に日本では、アメリカの証券外務員のプロフェッショナリズムが徹底していることや、証券投資に対する国民的な理解が浸透していることが強調されるが、この調査結果を見る限り、アメリカでもリテール営業に関して日本と同様の問題を抱えている外務員も多いように思われる。また、これまで顧客からの苦情を受けたことがあるかという問い合わせに対しては一八%の外務員があると答えている。

図表9は証券外務員に対して、最大の競争相手は何かをたずねたものである。ほかのフルサービスブローカーを最大の競争相手として挙げた外務員が全体の三〇%と最も多いが、それについて、ノーロード・ファンドやディスカウンターを挙げた外務員もそれなりに多く、多業態にわたって熾烈な競争が繰り広げられていることがうかがえる。銀行を最大の競争相手としてあげた外務員もディスカウンターを挙げた割合に匹敵する一八%である。

動を誘発する可能性があると指摘しているほか、外務員はどのように見ているだろうか。図表8は、フルサービスのリテール・ブローカーにとっての重要な問題は何かという問い合わせに対する回答の結果である。回答を見ると、ノーロード・ファンドやディスカウンターとの競争を挙げた外務員も含計で三一%と非常に多いことは興味深い。一般に日本では、アメリカの証券外務員のプロフェッショナリズムが徹底していることや、証券投資に対する国民的な理解が浸透していることが強調されるが、この調査結果を見る限り、アメリカでもリテール営業に関して日本と同様の問題を抱えている外務員も多いように思われる。また、これまで顧客からの苦情を受けたことがあるかという問い合わせに対しては一八%の外務員があると答えている。

図表9は証券外務員に対して、最大の競争相手は何かをたずねたものである。ほかのフルサービスブローカーを最大の競争相手として挙げた外務員が全体の三〇%と最も多いが、それについて、ノーロード・ファンドやディスカウンターを挙げた外務員もそれなりに多く、多業態にわたって熾烈な競争が繰り広げられていることがうかがえる。銀行を最大の競争相手としてあげた外務員もディスカウンターを挙げた割合に匹敵する一八%である。

員報酬の一部を延べ払いにしたり、株式購入プランを利用したりする」とで外務員のモラルハザードを防止する」と、コンプライアンスの充実とともに外務員教育に力をそそぐことなどを提案している。

そもそも証券外務員は、証券会社から報酬を得ながら、顧客に対して投資の勧説や投資アドバイスを行つており、その対価として、日本の社員外務員であれば一般的には固定給プラス業績給、場合によつては報奨金などを報酬として得、アメリカの外務員や日本の歩合外務員であれば手数料収入の一一定割合を報酬として得ている。証券外務員の「こうしたあり方は、証券会社と外務員、顧客と外務員のいずれの関係にも利益相反をまねく可能性が本質的にある」とを意味している。

すでに述べたように、日本では、社員外務員の証券会社よりの姿勢が批判される」とが多く、そうした観点から歩合給の導入を検討する考え方もあるが、こうした事例を検討すると、日本的な固定給体系とアメリカ的なコミッションベースの報酬体系のいずれにも、潜在的な利益相反の可能性があり、慎重に対処するべき問題であると思われる。

- (1) IOCについては、伊藤「IOC（インディペンデント・コントラクター）」『証研レポート』一五四一号（本号）に詳しく述べられている。
- (2) 二上季代司（一九九〇）『日本の証券会社経営』東洋経済新報社。また、二上（一九九一）「証券営業員のあり方について」『証研レポート』一四一八号（一九九二年一月）
- (3) Registered Representatives(1995)一九九五年三月版
- (4) "Brokers and the Firms They Leave Battle To Keep the Clients" *The Wall Street Journal*, March 18, 1996 など。『米国証券市場および証券業界の現状』一九九六年五月 証券団体協議会議 p.56参照。
- (5) 当研究所ニヨーク事務所からのレポート、坂本正喜（一九九五）「『証券外務員の報酬慣行に関する報告書』の送付について」一九九五年四月。

（清水）