

証

研



No.1546

1997年5月

- 注目される金融サービス法
- グローバル・スタンダードと

### 戦後の社債市場

- アメリカの株式オプション
- 香港株式市場の諸制度

—中国企業株（H株）との関連を中心に—

- アメリカの証券外務員の報酬慣行と  
コンプライアンスについて

財団法人 日本証券経済研究所

## 注目される金融サービス法

新聞報道によると、「日経金融新聞」五月一日付け)、大蔵省内で銀行法、証券取引法など業態別に分かれている現在の金融関連業法を廃止し、投資家保護、不公正取引防止を目的とする新法に一本化する構想があり、その際の手本がイギリスの「金融サービス法」だといわれている。

昨年一一月の総理による金融改革の基本方針(いわゆる日本版ピッグバン)の下地となつた経済審議会行動計画委員会金融ワーキンググループの報告書「わが国金融システムの活性化のために」(九六年一〇月一七日)でも、仲介業者の競争促進策として銀行・証券・信託・保険分野への参入促進、取扱商品・業務の自由化・多様化など個別の競争促進策の総仕上げとして、証券取引法(および関連する投資顧問業法)等の抜本的改正を提案していた。この報告書では、①現行の証取法を、市場取引の公正性と投資家保護などを対象とする「資産取引法」と業法としての「資産管理・運用サービス産業法」とに区分する。②上記二法はいずれも現行証券取引法に限定列挙されている「有価証券」のみならず、債権・不動産の資産流動化商品、商品ファンド、商品先物など、資産運用としての性格を有する「金融類似商品」も包括的に対象とする。③「資産管理・運用サービス産業法」ではこうした金融類似商品を含む金融商品の取り扱いを行う業者をすべて包括的に資産管理・運用サービス業者とし、業務別の登録制とする。その際、登録用件を明示し、業内部では一切の兼業規制を課さない、というものであつた。このように、限定列挙主義から包括的な金融類似商品規定への転換、ならびに業態にとらわれない業務別登録制の導入という発想は、イギリスの「金融サービス法」(および「銀行法」)にきわめて似通つてゐるのである。今回の大蔵省の案も、この報告書の延長上にあると考えてよからう。

そこで以下では、イギリスの「金融サービス法」および「銀行法」がいかなるものであり、どのような経緯で生まれたのか、簡単にまとめてみた。(なお、銀行法もあわせてみておく必要性は、本文を読めば分かるようになつてゐる)

### 銀行法( Banking Act ) 制定の背景と内容

従来、シティは一種の特別地区で長い間、自治的な慣習によって営まれてきており、日本の証券取引法や銀行法にあたる成文化されたものが無かつたのである。これ自体が驚きであるが、現行の銀行法は七九年(八七年に改正)、金融サービス法は八六年に制定されている。まず銀行法制定の経緯からみよう。

### 【背景】

銀行法制定の背景として、①七五年に顕在化した中小銀行の流動性危機、②七七年のEU指令があげられる。一九七〇年代初頭、「競争と信用調節」と呼ばれる新しい金融政策のもとで、中小金融機関の間で短資を取り入れて証券・不動産へ投融資する動きが活発化したが、七三年秋の石油ショックとそれを契機とする金融引き締めでこれら中小銀行の多くが流動性危機に陥つた。そのときに、明文化された銀行法がなくそれら中小金融機関への監督体制が不備であることが問題となつた。第一に、EU統合の流れの中で、加盟国は銀行監督体制調和のために銀行法制定(ないしは改正)の必要に迫られていた。そこで、七九年、イギリスで初めての銀行法が制定されたのである。しかし、この七九年法ではイングランド銀行(Bank of England—以下、BOEと略)の直接

的監督権限や立入調査権に制約があった。八四年にジョンソン・マッセー・バンカーズの経営危機が明るみになると、その点が問題とされ、八七年に銀行法は改正され、BOEの直接的監督権限、立入調査権が徹底された。

### 【特徴】

ところで、イギリスの銀行法の特徴として興味を引くのは、次の点である。<sup>(1)</sup>この銀行法には「銀行とはなんにか」という規定がない。あるのは、預金受け入れ機関としての認可要件だけであり、その認可の対象となる預金受け入れ機関の業務範囲の明示がなく、したがって他業禁止の規定もない。したがって、「銀行法」の認可を受けた預金受け入れ機関（Authorized Institution）としては、商業銀行のほか、マーチャントバンク、割引商会、建築組合等も含まれるのである。（もとも、建築組合などは独自の根拠法がある）。<sup>(2)</sup>BOEの直接的監督権限、立入調査権にはじめて法的根拠が与えられた。<sup>(3)</sup>預金者保護制度が発足、八七年改正法でその拡充がはかられた。<sup>(4)</sup>行為規制として明定されているのは大口融資規制と株式取得規制があるだけであり、きわめてシンプルである。自<sup>(1)</sup>資本、流動性、外貨持高に関する規制は銀行法に明定されておらず、BOEの指導によつている。<sup>(5)</sup>また外国銀行の参入にたいして、BOEは相互主義を適用できる法的根拠が与えられた（なお、相互主義条項は「銀行法」ではなく、「金融サービス法」に規定されている）。

このように、イギリスの銀行法は預金受け入れ機関を幅広く対象とするのであるが、その資産運用については大口融資規制があるので、細かな規定はなく業務範囲の明示、他業禁止規定もないのである。

### 金融サービス法（Financial Service Act）制定の背景と内容

他方、金融サービス法は投資物件、および投資業について規定した法律であり、銀行法と対をなす格好になつてるのである。

### 【背景】

イギリス証券市場の明文化された法律としては一九五八年詐欺防止（投資）法があるのであつたが、七〇年代に入つて証券業務の多様化ならびにEU統合のなかで他国との整合性を保つ必要があることから、同法の改正の動きがでていた。しかし、八年に免許業者の不正行為があり投資家に被害が出たことから、一九五八年詐欺防止（投資）法それ自体の無力さが明らかとなつた。投資家保護体制の全面的見直しの必要性が痛感され、新立法が勧告されて金融サービス法が制定されたのである。

### 【特徴】

金融サービス法では、①その付属規定で投資物件、投資業が広範に規定され<sup>(2)</sup>、同法による投資家保護のカバーする対象はきわめて広範囲にわたっている。②証券会社とはなにか、証券取引所とはなにか、といった機関の定義はなく、たとえば証券取引所は投資業の一つである「投資物件の取引のとりまとめ」にあたるものとして機能的に捉えられる。③そしてこれら投資業は同法の「認可業者」か、または「適用免除業者」でなければ営めないものとされ、ある者の活動が投資業にあたり、かつ「除外される活動」に該当しなければ、同法の規制対象とされる。④監督権限は政府（通商産業省、後に大蔵省）にあることが明文化されているが、政府はこの権限を民間

組織である証券投資委員会（Securities Investment Board—SIB）に移管し、自主規制が基本になっている。投資業は機能的に区分されて各業務ごとに複数の自主規制機関（Self Regulatory Organization—SRO）が存在しており、SROは自ら制定した規則に基づいて業者の会員加入を認め、監督する。SIBは自主規制機関の規則が「十全な水準の投資家保護」を提供するものかどうか審査し、これを承認して公認SROとする。（⑤）ある業者が同法の「認可業者」となって投資業を営むためにはいくつかの方法があるが、公認SROの会員となるのが一般的である。同一の業者が機能的に区分された複数の投資業を営もうとすれば、複数のSROに加盟する必要がある。その際、加盟SROの監督の重複をさけるため、Lead Regulator方式を採用する。このように、業者の監督権限は政府—SIB—公認SROの三層構造となっている。既にみたように、シティにおける事業活動は長い間、ギルド的な自主規制によって律せられてきた。監督権限の所在を政府においてはそのような慣行の否定につながり、業者側の反発が強かつたのである。そこで妥協がはかられて、実質的に自主規制を存続させることになったのである。

以上のように、イギリスの「銀行法」、「金融サービス法」は業務・リスクの高度化・多様化に伴い、預金者保護、投資家保護の統一的なスキームが必要になったこと、EU統合を控え国際的調和をはかる必要性から生まれた。この二法の特徴は、銀行、証券会社、証券取引所などの諸機関の定義がなく、預金受入業務や投資業務は認可を受けたもの等でなければこれを禁ずるという形で預金者保護、投資家保護をはかり、しかも投資物件、投資業務をきわめて広範囲に定義することで投資家保護の対象ができるだけ広くカバーするという基本的構図になっている。アメリカのように機関の定義を行つて（銀行とはなにか、ブローカー・ディーラーとは何か等）、これに当てはまるものを規制する*Institutional Approach*に対し、Functional Approachと呼ばれることがある。<sup>(3)</sup>このような法形式をとつてゐるため、同一機関が幅広い投資業務に参入することが可能となり、銀行で言えばユニバーサルバンクも可能な枠組みになつてゐる。

#### わが国証券取引法を巡る問題

最初にみたように、イギリスではそもそも預金者保護、投資家保護の明文化された法的枠組みがなかつた。極端にいえば白地に絵を描くという状況に近かつた。これに対し、わが国にはすでに銀行法、証券取引法があるのである。にもかかわらず、これを改正して「金融サービス法」に置き換えることの必要性は何か。証券取引法に限つてみると、その問題点は何であつたか。

#### 【限定列挙主義】

その一つは「限定列挙主義」というものである。有価証券の定義がこれ、これと、個別に限定列挙されているため、機能的に証券に類似している新しい金融商品が出現してもこれを証券に政令指定するには時間がかかり、投資家保護の手立てが不十分になるとの批判である。もし、包括的な有価証券規定がなされておれば、「豊田商事事件」などのような詐欺的商法は防げたであろう。いいかえれば、限定列挙主義では金融商品の多様化に対応できない。そこで、有価証券なり投資物件を包括的に定義すればよいという主張がでてくるが、しかし、ことはそう簡単ではない。「ワンセット規制」がこれを阻んでいるのである。

## 【ワンセット規制】

すなわち、第二に現行の証券取引法は、取引の公正性や投資家保護をはかる「市場法」的性格と取扱業者を規制する「業法」的性格がワンセットになって混在している。すなわち現行法では、有価証券を限定的に列挙し、これに該当する証券についてはディスクロージャー義務や不公正取引の防止などの投資家保護の手立てが講じられる。すると同時に、その取扱業務（証券業務）は大蔵大臣の免許を受けた証券会社でなければ行えないとして、蔵相の監督下におき、しかも六五条で公共債を除き銀行の証券業務を禁止している。したがつてある金融商品を有価証券に指定してその取り扱いについて投資家保護をはからうとする、その瞬間から銀行はその金融商品を取り扱えなくなり「業界問題」に発展する。

かくて金融商品の多様化に対応するためにこれまで採ってきた方法は、これを有価証券に指定せず、兼業扱いによって証券会社にも取り扱わせるというものであった。しかしこれでは投資家保護上、不十分なので、当該金融商品の最低口戻率を大口にして個人投資家の参加を事実上、排除するという方法をとつてきた。しかし、言うまでもなく、これでは根本的な解決方法とはいえない。

そこで、金融サービス法の採用という一計が案じられるのであるが、この案では、有価証券（ないしは投資物件）の包括的な定義がなされて投資家保護の範囲が広がる反面、この有価証券（ないしは投資物件）の取り扱い業務の担い手について銀行、証券、保険等の垣根はなくなってしまう。銀行、証券、保険等は等しく資産運用業者となって新法の監督規定の下におかれ。これが金融サービス法のイメージであるが、本当にこれでよいのか。

### 業態間垣根の根拠は？

実は金融サービス法の提唱者でさえ、銀行、証券、保険をそう簡単に「資産運用業者」として一括りにしていないのである。しかし、その論拠については理論的な説明だけではなく日本特殊の企業間関係が混じりあつている。

まず先の経済審議会の報告書では、資産管理・運用サービス業務は登録制にし、業内部では一切の兼業規制を課さないといいながら「預金受け入れ業務」と「保険引き受け業務」（すなわち銀行業務と保険業務）は免許制にすると主張している。その理由として決済システムの安定性確保と預金者保護の確保、および保険契約者保護のためとしている。そのようになるのは、これらの機関が自ら確定債務を負うために証券業とは違った財務基盤、人材が必要だからであろうし、特に銀行については決済システムの公共性がついて回るからであろう。

そこで銀行については単に免許制にするだけではなく、現行の銀行業務のうち信用供与と決済サービスを分離する案がでてくる。これが蠟山昌一教授の「ナローバンク論」である。この案によると、決済性預金を扱う機関は「純粹銀行」とし、倒産しないように資産運用を制限し、預金を流動性の高い安全な資産（たとえば国債）のみで運用する。他方、残りの部分については資金供与・資産運用管理サービスに従事させ、他の資産運用業者と同等の資格で競争させる、ということになる。

しかし第二に、このような理論的な説明だけではなく、特殊日本の要素が実務界とくに証券界から指摘されている。それは株式の持ち合いに代表される企業間関係である。株式持ち合いや系列関係は別に銀行だけに限られるわけではないが、戦後の企業集團に代表されるように持ち合いの中心が銀行であったことは明らかである。したがつて銀行の株式所有を放置したまま証券業務に参入することについては、信用秩序維持の面からだけでは

なく、競争政策の面からも問題視されるのである。

わが国の証取法六五条の効果が、母法とされるグラス・スティーガル法と違つて信用秩序維持というよりも証券会社保護育成に力点があつたという解釈が有力であるが、このことはわが国の銀行・証券分離規定がそもそも証券業務における競争条件のイコールフットティング確保に重点があつたと考えてよいであろう。金融サービス法導入に当たつては、銀行・証券・保険の業態間垣根の理論的かつ特殊日本的事情への配慮も必要になつて来よう。

(11上)

(参考文献)

- 1、蠟山昌一「証券市場の活性化」[月刊資本市場]九六年七月。
- 2、池尾和人「日本版ピッグバン実施への提言」[金融ジャーナル]九七年二月。

注

(1) 七九年法制定時にはなかつたが、八七年改正時にくわえられた。その当時の規定では、預金受け入れ機関が自己資本の一〇%を越える貸し付けを行う場合はBOEに事後通知の要ありとされ、一五%超の貸し付けの場合には事前の通知が必要である。また預金受け入れ機関の認可制の脱法行為を防ぐため、第三者が預金受け入れ機関の株式を五%以上取得する場合にも事後通知の要があり、これを買収（一五%以上を取得）する場合、株式取得が五〇%を越える場合、七五%を越える場合、その都度、BOEの承認が必要となる。

(2) 投資物件として株式、社債、政府・公共証券、ワランド、集合投資契約ユーフォード、オプション、先物、差金契約、長期保険契約があげられ、また投資業としてはそれら投資物件の売買、募集、引受、とりまとめ（斡旋）、資産管理、投資助言、集合投資契約の設立・運営・解散等を含んでくる。

(3) Ian Domowitz and Ruben Lee. *The Legal Basis for Stock Exchanges: The Classification and Regulation of Automated Trading Systems*. May 1996.

(9)

(10)

# グローバル・スタンダードと 戦後の社債市場

〈はじめに〉

グローバル・スタンダード（国際標準）という観点から、日本型経済システムについて議論されることが多いなってきた。その背後には日本型経済システムが機能不全を起こしているという危機感があるものと思われるが、他方グローバル・スタンダードに関する議論の多くは、次の二つの点を暗にあるいは陽に前提としているようにならざるを得ない。すなわち、（1）グローバル・スタンダードなるものが成立する、（2）アングロ・サクソン型システムがグローバル・スタンダードになる、というものである。そして、このグローバル・スタンダードという考え方では、現在の日本型システムの閉塞感などあいまつて、強い説得力を獲得しつつある。すなわち、グローバル・スタンダードに適合した方向で日本型システムを改革しなければ、日本経済はその機能不全に陥ったシステムゆえに、メガ・コンペティションから脱落するという論調が力を得ている。もちろん、このような議論が説得力をもつ根拠は、無数にピック・アップすることができると思われる。とくに、金融の世界では、国際化が進展し、世界中の銀行・証券会社がしのぎを削るなか、バブル崩壊以降日本の業者の劣勢がさまざまな局面で伝えられており、このような論議を支持する根拠をあげれば枚挙にいとまがないであろう。しかし、これらの前提を無条件にすべての部面に当てはめてよいかどうかについては、慎重に論議を重ねていく必要があるだろう。

ところで、戦後の社債市場（以下、国内公募普通社債を指す）は、このグローバル・スタンダードという観点からすると、かなり特殊な市場であつたと思われる。すなわち、戦後日本経済の急成長にも関わらず、社債市場後の社債市場を概観する。

〈デイフォールト・リスクのない市場〉

グローバル・スタンダードという点から見ると、戦後の日本の社債（以下、特に断りのない限り国内公募普通社債を指す）市場の特殊な点の一つは、投資家から見てデイフォールト・リスクがほとんど存在しない市場であったことである。つまり、戦後の社債市場においてはそもそもデイフォールト・リスクを負担することがなかつたのである。もし社債がデイフォールトに陥つた際は社債受託会社（銀行）が一括買取によつて処理したため、投資家が実損を被ることはほとんどなかつた。ここには戦後の金融システムの中での社債市場の位置づけが端的に示されており、戦後の社債市場を論じる場合最も注目される側面であろう。したがつて、本稿ではこのようにデイフォールト・リスクの存在しなかつた社債市場を仮に「日本型」社債市場とよび、その形成から最近の変貌をたどり、今後の問題点を指摘したい。

まず、なぜ戦後の社債市場ではデイフォールト・リスクが存在しなかつたのだろうか。その理由として、第一にデイフォールト自体がきわめてまれであつたことが指摘できる。戦後のデイフォールト事例としては、国内公募普通社債では九例（約一二〇億円）を数えるにすぎない。戦後五〇年間に一二〇〇〇余りの銘柄が起債され、

調達金額は三八兆五〇〇億円余りであるから、ディフォールト・レートは件数ベースで〇・〇七五%，金額ベースでは〇・〇三一%にすぎない。これは、たとえば戦前の一九一六年から一九三五年の二〇年間に発行された社債のうち九九件（五四社、二億三六〇〇万円）のディフォールトが発生し、その間のディフォールト・レートが金額ベースで二・五七%であったことと比べてみると、この期間に昭和恐慌があり、企業破綻が続出したことを考慮に入れても、極めて低い水準である。また、ムーディーズ社が格付けした全世界の社債のディフォールト・レート（一九七〇～九五年、件数ベース）は、一・一六%（インベストメント・グレード〇・〇五%，スペキュラティブ・グレード四・〇一%）であるから、やはり相当低いといえる。このようにディフォールト事例が少なく、そのレートも低かったのは、前述のインベストメント・グレードのディフォールト・レートと日本のディフォールト・レートが比較的近い数字を示しているように、日本では適債基準があり、起債市場に参加できるのはディフォールト・リスクの低い優良銘柄（電力、鉄鋼、機械、化学など）に限定されていたからである。また、後述するように、これらの優良銘柄は同時に戦後復興とそれに続く高度成長を担つた基幹産業であつたため、適債基準による銘柄選別は、相対的に乏しい資金を、高投資の必要な重厚大型産業に重点的に配分する機能を担い<sup>(1)</sup>、さらにこれらの産業も政策的に基幹産業ないし公益事業とされたがゆえに、行政による規制＝保護を受け、価格競争のみならず新規参入も規制され、競争制限的な環境の中で経営が行われた。したがって、その意味ではディフォールトの可能性は政策的に排除されていたといえる。

第二に、さらにディフォールトが生じた場合、受託会社（銀行）がこれを投資家から一括買取して社債整理を行なうことが慣行とされ、投資家はほとんど実損を被ることがなかつたことが指摘できる。ここでいう受託会社とは、商法上の「募集の受託会社」と担保付社債信託法上の「担保の受託会社」の双方を指し、前者の通常の業務

は、払込金の徴収および償還の公告・通知、後者は担保権の保存および信託証書の保存・備置であり、ともに社債がディフォールトに陥つた際は、社債権者集会を招集し、その決議を実行することとされていた。そして、この受託会社となる資格を有するのは、銀行および信託銀行（とくに担保受託については免許制）とされ、通常メインバンクがこれを担当した。しかし、現実に社債のディフォールトが生じた場合には、法的な規定がないにもかかわらず、メインバンクである受託銀行が社債を額面価格ないし理論価格<sup>(3)</sup>を算出した上、一括買取して処理した。したがつて、実質的には社債権者集会は開催されず、形式的に受託銀行が受託銀行を招集して決議を可決するというものであつたといわれている。

これは本来投資家が負担すべきディフォールト・リスクをメインバンクが肩代わりしたわけであるが、メインバンクがこのような行動をとつた理由としては、そもそもメインバンクの機能として取引先企業が破綻に瀕した場合、追加的な救済融資を行うなどして、当初の自行の信用リスクを超えたリスク負担を行うことが指摘されているが、その延長線上にディフォールト社債処理も位置づけられていたからである。つまり、戦後の間接金融優位の企業金融において、社債は融資の変形であり、限界的な資金供給手段であったといわれるが、後述するように、マクロ経済的には戦後長期間社債の発行においては、「起債会」が銘柄選定から発行条件にわたる事項を決定し、この「起債会」は、受託比率の高い日本興業銀行などによって実質的に主導されていた。また、個別企業もメインバンク関係を重視する以上、メインバンクの支持なしに起債することは困難であり、メインバンク側も社債が銀行融資と競合する以上、融資で対応しきれない場合に起債を支持する傾向が強かつた。さらに、傾向的には低下するものの銀行による社債消化がかなりの比率を占めていた。したがつて、起債は直接または間接的に銀行ないしメインバンクの影響を受け、市場全体も間接金融の枠組みの中に位置づけられ、銀行融資同様に社債

の信用リスクも銀行が負担し、逆にそれゆえに銀行側は市場に対する発言力を確保するとともに、高率の受託手数料という既得権益の根拠ともなつていていたわけである。

しかし、一九九〇年代には、商法の「募集の受託会社」は「社債管理会社」と改正され、また適債基準も撤廃されるなど、社債市場は大幅な制度改革を経験するにいたつた。そして、今後はディフォールト社債の受託銀行一括買取は行われないのではないかといわれている。<sup>(4)</sup> その経済的・政治的背景については、節を改めて説明するが、日本の社債市場においてもディフォールト・リスクを考慮に入れた投資行動が求められるようになり、また投資家側もディフォールト・リスクに反応した投資行動をとり始めている。その意味でグローバル・スタンダードに近づきつつあるといえるが、まだまだ残された問題点も多い。本稿の最後でその点についても指摘したい。

#### 〈ディフォールト社債の買取はなぜ行われたか〉

ディフォールト社債の買取は、戦後に始まつた慣行といわれ、一九五四年の高砂鉄工の事例に端を発するとされるが、なぜ買取という処理がなされたのかに答えるためには戦後復興期の社債市場の実態をまずみておかなくてはならない。

戦後の経済的出発は、空襲による生産設備の壊滅的破壊と戦後インフレによる金融資産の価値の暴落、すなわち極めて低い資本蓄積を初期条件としているが、そのなかで社債市場も一九四九年に再開されている。したがつて、その際の社債市場の位置づけは、経済復興にとって重要な産業に対して長期安定的資金を低利で供給するというものであり、日銀によって全面的に支援されたものであった。まず、社債投資のための資金供給手段として「ひ

もつきオペレーション」が実施された。これは、日銀が社債（または金融債）投資を条件に市中金融機関から国債または復興金融公庫債を買い上げるというものであり、金融機関の社債消化を著しく増加させた。第二に、日銀適格担保事前審査制度が導入され、日銀が事前審査して適格とした社債については、日銀借入金の担保として国債担保などを金利を優遇するというものであり、そのため金融機関は日銀適格とされた社債に優先的に投資し、直ちに日銀信用を供与された。すなわち、社債は低利の日銀信用を引き出すための手段でもあつた。このように社債市場が全面的に日銀信用に裏付けられている以上、発行もまた日銀・大蔵省の強い指導を受けると同時に、消化の概ねを占める金融機関の発言力も強かつた。そのため、社債の条件も引受証券会社<sup>(5)</sup>との交渉によつてではなく、起債懇談会（大蔵省・日銀・証券取引委員会・銀行・証券会社・復興金融公庫・農中などの代表者で構成）で決定され、またそこで決定された発行条件は、基幹産業への低利・安定的資金供給という観点から人為的に低利回りなものであつた（それゆえ、社債投資は前述のような日銀からの資金供給を受けることのできる銀行が八〇～九〇%を占めたのである）。したがつて、戦後復興期の社債市場は、引受証券会社と受託銀行をワンセグトにした上で、大蔵省・日銀のほぼ全面的なコントロール下にあつたといえる。

他方、ディフォールト社債を買取つた銀行の側についてであるが、この時期の金融機関は企業の旺盛な資金需要を背景に、系列融資を強めていった。すなわち、戦前の財閥のよだな企業集団は、戦後のG.H.Qの指令によつて解体されるが、銀行と事業会社は旧財閥関係や戦時下の指定金融機関制度で形成された結びつきなどを手がかりに、融資関係を強めていった。つまり、事業会社側では特定金融機関との結びつきを強めることで希少な資金を優先的に配分されるというメリットが得られ、逆に金融機関の側も特定の事業会社との関係を強めることでモニタリング・コストの節約に寄与したと思われる。さらに、大量の資金動員を必要とする重厚長大型産業では、

銀行はローン・シンジケーションを組成する必要があり、単にモニタリング・コストのみならず、信用リスクをも特定金融機関に負担させることによって、多数の金融機関のシンジケーションへの参加を容易なものにしたと思われる。このような銀行と事業会社の金融的な条件のもとに、経済復興のために重化学工業化を推進するという政策的要請があいまつて（さらにこの時期に進展した企業防衛的な意味での株式持ち合いが重なって）、今日のメインバンク制が定着していったわけである。その際、銀行によるメインバンク獲得の手段の一つとして使われたのが社債受託であった。銀行による社債受託の獲得は単に手数料以外に、それによって委託会社の社債による資金調達に介入できると同時に、メインバンクであることのメルクマールという意味をも持っていたのである。したがって、融資に対して信用リスクを負担していたメインバンクは、融資の変形ないしその延長線上に位置づけられた社債に対しても同様のリスク負担をおこなつており、その意味からディフォールト社債の一括買取も行われたと考えられる。

#### 〈「日本型」社債市場と八〇年代の市場空洞化〉

前節でみたように、ディフォールト・リスクを受託銀行が肩代わりするという「日本型」社債市場は戦後復興期に形成されたが、それは高度成長期に引き継がれていくことになる。すなわち、高度経済成長は一九五五年に開始され、年率一〇%を超える経済成長を達成するが、それを可能にしたのは、日銀信用に支えられた間接金融機関であり、直接金融は限界的な位置づけに過ぎなかつた。そして、社債については公社債市場において相対的にその比率を縮小していくのみならず、企業金融における比率も小さなものとなつていった。

高度成長期においては、人為的低金利政策が採用されたといわれるが、社債市場においてはそれはきわめて直感的なものであつた。すなわち、発行条件の決定については、前述の「起債懇談会」は一九五六年に停止していだが、その下部機構であり、受託銀行グループと引受け証券会社グループとの会合である「起債打合せ会」（一九六八年から「起債会」と名称変更）で毎月の公募起債銘柄の適格性と発行条件が確認され、その後に募集が開始されるという仕組みになつていていた。すなわち、この時期には大蔵省・日銀の直接のコントロールではなく、民間自主調整という形をとつていたものの、発行条件は規制金利体系の中で他の金融債や長期金利とのバランスを配慮して決定され、また起債銘柄の選定も、日銀が担保として認めるかどうかを判断しながら行われた<sup>(6)</sup>。とくに、起債銘柄の選定は、多数の起債希望会社のなかから、当初は既往銘柄を中心になされたが、やがては独自に格付け基準（いわゆる「起債会格付け」）を作成して、これを基準に適債基準が決定されることとなつた。この格付け基準は、資本金、純資産額、起債残高によつてA格からD格まで決められ<sup>(7)</sup>、重厚長大型産業に優先的に資金配分するものとなつていると同時に、起債市場への参入制限として機能した。

このような規制的な社債市場のあり方は、高度成長の後半にみられるような金融緩和による起債条件の弾力化などの変化を経験するものの、高度成長期を通じてほとんど変わらず、高度成長期以降も継続したが、このようなるとともに、一九六五年から国債発行が開始され、国債中心に公社債市場が拡大したことであり、他方国際的な変化としては、資本蓄積が進展し、金融機関・機関投資家・事業会社それに余資運用手段が求められるようつたわけである。そして、グローバル・スタンダードという観点からすると、この円建外債市場の登場は規制的な国内市場と海外市場の軋轢という問題を生じさせた。とりわけ募集の受託については、海外の発行体にとって

はその業務ないし権限・義務について理解が得られず、手数料の根拠について疑問が呈せられたが、受託銀行側は消化面で起債に貢献する（初の円建外債であるアジア開銀債の銀行消化は八〇%，その後も都銀シェアは三〇%以上）ことによって実績づくりに努め、また政策当局もを海外の発行会社といえども国内法にもとづいて起債することを支持したため、国内債とはほぼ同様の仕組みで起債されることとなつた（やや後であるが、有担保原則についても一九七九年シニアーズ・ローバック社から無担保債発行希望が示され、無担保債の適債基準作成をせまられたこととなつた）。しかし、一九七七年発行を開始された非居住者ユーロ円債が、日米円・ドル委員会以降本格的に拡大するに伴つて、円建外債市場は縮小し、そのため一括登録制の導入、開示期間の短縮、有価証券届出書の簡素化などさまざまな改革がなされていくが、それはとりもなおさず円建外債の起債方式をユーロ市場に近づけるものであった。

このように一九八〇年代、非居住者ユーロ円債の拡大によって、まず円建外債市場という限定された部分でグローバル・スタンダードの波にさらされることになるが、国内社債市場もこのころから同様の影響を受けることになる。すなわち、国内社債市場の「空洞化」といわれる事態である。一九七五年からの国債大量発行以降、公社債市場の自由化が課題とされるようになつてきた（例えば、一九七七年の証券取引審議会報告「望ましい公社債市場の在り方について」）が、社債市場については見るべき改革も行われず、その一方で一九八四年には外国為替の実需原則が撤廃され、一般企業のスワップ取引も解禁されるなど、ユーロ市場での資金調達を可能とする金融規制緩和が大幅に進展することとなつた。そこで顕著な国内市場空洞化、すなわちユーロ市場へのシフトが生じることとなつた。特に、一九八〇年代後半はこの空洞化が顕著であるが、ただしこの時期はバブル経済が拡大した時期であり、低利スワップと日本株の先高期待のために海外ワラント債が急増し、また国内でも転換社債

が急増しており、国内社債市場の制度的規制のみに空洞化の要因を帰することはできないが、国内の制度慣行が発行コストを高めるとともに、発行市場への参入障壁となつていたことは明らかであり、その後各方面から社債制度改革論議が高まることとなる。

#### 〈九〇年代の社債制度改革と市場拡大〉

このように八〇年代の社債市場は内外の批判にさらされ、そのために幾分の制度改革がなされた。まず、発行登録制度が導入（一九八八年五月）され、発行の機動性が高まつたこと、第二に無担保債の適債基準および財務制限条項が緩和され、とくに適債基準は格付けに一本化されたため、無担保債の発行適格企業数が大幅に増加したこと、第三にプロポーザル方式が導入され、主幹事決定に競争原理が導入されるようになつたこと、などである。この最後の点については、いたずらに主幹事獲得競争を煽り、かえつて市場実勢から乖離した引受け横行したため廃止され、一九九一年から均一価格販売方式に改められたが、この時点では事実上廃止されたといわれている。しかし、一九八〇年代の社債制度改革は業界内の既得権益、とくに興長銀をはじめとする受託銀行の既得権益を維持する形でしかなされなかつたため、業態間利害調整を必要とする改革はすべて先送りとされ、本格的な市場拡大は見られなかつた。

ところが、一九九〇年代に入ると国内社債市場は量的に拡大し、八〇年代とは大きく異なる様相を呈しはじめた。この背景にはバブル崩壊によるエクイティ・ファイナンスの低迷、B I S 規制による銀行の貸し渋り、国内金利の低下などの要因もあつたが、社債制度改革が進展したことが大きな要因となつてゐる。とりわけ、一九九三年の商法改正によつて募集の受託業務は発行事務代行業務と発行後の管理業務に分けられ、前者については証

券会社も行えるものとなり、後者は銀行である社債管理会社が行うこととなつた（これにともない社債の募集会社という名称はなくなつた）。この社債管理業務は強制設置とされたが、社債の券面が一億円以上の場合は不設置が認められていたため、最近では不設置債の比率が設置債を上回るようになつてゐる。また、受託手数料について、発行会社からの批判の高まりや公正取引委員会による擬似カルテルとの指摘のため、この商法改正以前から漸次引き下げられていたが、この改正によりいつそう拍車がかかり、最近の不設置債では従来の受託銀行は財務代理人を務めるにすぎず、手数料も従来の一〇分の一以下となつてゐる。これ以外にも、従来は銀行側の強い抵抗のため難航していた、社債発行限度規制撤廃や社債種類の多様化も実現した。つまり、受託銀行が固執してきた既得権益は、ここにきてほぼ全面的に放棄されたといえる。

このように商法改正をはじめとして、従来は銀行、とりわけ受託銀行の抵抗のために挫折してきた社債制度改革がこの間に急速に実現した背景には、それら銀行側が改革に積極姿勢に転じたことが指摘できる。金融制度改革の進展によって銀行・証券の子会社相互参入という方針が明確になるにつれ、銀行側は社債引受業務を中心とした戦略を構想し、そのために従来の既得権益を放棄しつつも社債制度改革を後押ししたわけである。その意味では社債制度改革は銀証の業態間利害調整の産物という側面をもち、また現在の市場拡大はそのような銀行の戦略のために引受競争が過熱していることにも一因があるといえる。そして、現在銀行系証券子会社の積極的な引受活動によつて、社債市場の拡大が促進されている側面があるものの、その引受シェアの拡大のために従来の引受証券会社がシゴトから排除されるなどの影響も出でていることは周知の通りである。

このような引受競争の激化がどのような形で終息するのか予断を許さないが、このような制度改革がなされ、市場の拡大を経験したことによつて、デイフォールト社債の一括買取処理については、今後はこの慣行は続けられないのでないかと思われる。その理由として、バブル崩壊以降の銀行側の体力低下や前述の村本建設債で不買取の前例がつくられたことなどが指摘されているが、一括買取処理がメインバンク関係を背景としてメインバンクの行動の一環として行われたことを考えると、今後のメインバンク制度の推移という面から見ていく必要があるだろう。ただし、銀行系証券子会社は参入以降急速に社債引受シェアを拡大してゐるが、その際発行企業は社債によつて調達した資金をメインバンクを含む銀行借入金返済に充当する傾向が強まつており<sup>(9)</sup>、もしこの傾向が今後強まるならば、メインバンク関係の弛緩につながり、救済融資などのメインバンクとしての行動はどれなくなり、デイフォールト社債の買取も行われなくなるだろう。

#### 〈今後の課題・デイフォールトにどう対応するか〉

以上考察してきたように、日本の社債市場を規制してきた制度が大幅に改革され、今後はデイフォールト・リストがないという日本の社債市場の特殊性も失われると考えられるが、そこでは当然デイフォールトにどのように対応するのかが問題となつてくるだろう。

現在、相次ぐ大型企業倒産を背景としてすでに機関投資家サイドでは、デイフォールトに対する不安感が広がつてゐると考えられる。まず、流通市場においては、機関投資家の慎重な投資行動からゼネコン関連のB B B格の社債が顕著に下落し、なかでも以前は長期金利の低下局面で高利回りゆえに格付けの低い銘柄を購入してゐた、信用金庫・農林系金融機関・共済組合などがこれら銘柄の購入を見合わせており、一部では内規によつて購入しない方針としているといわれてゐる。さらに、証券会社サイドでも、銘柄によつては売却先が見つかるまでは顧客からの買取に応じないともいわれ、売買が成立しないままに気配値だけが切り下がるという事態になつてゐる

といわれている。他方、このような選別色の強まりは発行市場にも影響を及ぼしている。とくに、このような選別の対象となつてゐる銘柄については、金利を上乗せしても、かえつて投資家の警戒感を強めるだけでもしろ販売面でマイナスに影響するといわれている。また、一九九六年から適債基準が撤廃され、社債市場の参入規制はなくなつたが、それにもかかわらず従来発行できなかつたB B B格を下回る格付けの銘柄は依然として発行されない。その理由としては、現在金利水準が低下しており、これらの銘柄の場合、銀行融資の方が低利で資金調達できることが指摘されているが、投資家が敬遠する可能性が強いことも指摘されている。つまり、投資家がリスク・リターンに関して明確な判断基準を持つておらず、単にリスクキーな銘柄はそれだけの理由で回避する傾向が強いことがうかがえる。そして、デイフォールトが生じて、それを受託銀行が一括買取処理をせず、自らのリスク負担のもとに処理することとなつたとき、それに対する機関投資家側の対応が準備されておらず、またデイフォールト後の処理過程は現在の制度の下では不透明であり<sup>[注10]</sup>、それが投資家サイドの不安感を一層強めていると考えられる。したがつて、今後は個別機関投資家の側では、デイフォールト・リスクを考慮に入れた投資行動をとることが必要となつてくるが、他方制度問題としてはデイフォールト後の透明性を確保することが重要になる。デイフォールト後の処理過程が透明になると、個別事例における回収可能性ないし回収実績が明らかとなり、これらのデータが長期的に蓄積されることによつて、将来的には格付けごとの期待回収率の計量化も可能となつてくるものと思われる。

ところで、グローバル・スタンダードという点では、アメリカでも企業破綻後のデイスクロージャーが制度的になされているわけではなく、デイフォールト債に値付けをする業者などはそれぞれ固有のノウハウを蓄積し、それによつて売買を成立させているといわれる。また、デイフォールト後の回収率などについても多くの研究が

ある。つまり、アメリカの場合、早くから参入の自由な社債市場が発展してきたために、このようなノウハウが蓄積されたといえる。それに對して、日本ではこのようなノウハウは蓄積されておらず、会社更生法申請などが行われた場合、デイフォールト後は裁判所の管轄であり、第三者は知る権利を原則的に与えられていない。したがつて、制度的にデイスクロージャーがなされなければ、会社更生の進捗動向や債券回収の可能性なども不透明であり、場合によつては回収結果さえも不明である。いわばデイフォールト後はブラック・ボックスになる可能性が高い。そこで、将来的にデイフォールト発生が予想される現時点で、会社破綻後のデイスクロージャーを制度化することが必要であると思われる。これは、一方では資本市場で資金調達を行つた責任としてなされるべきであると考へられるからであり、他方では資本市場への参入促進が制度的に進められるならば、その反面で市場からの退出のルールも制度化するべきであると考えられるからである。確かに、デイフォールトという事態は市場全体から見れば、局所的な問題であり、無視される程度の問題とされるかもしれない。しかし、歴史的には一部のデイフォールトによつて発生した紛糾が、市場全体を萎縮させ、保守的な制度の導入の根拠を与える契機となつた。したがつて、市場の健全な発展のためには、市場退出の際のルールづくりが望まれ、またその部面ではグローバル・スタンダードも成立していいない。したがつて、現在発展しつつあるアジア諸国のエマージング・マーケットに対しても、その部面ではスタンダードを提示しうる可能性はあると思われる。

このように、市場インフラに属する部面では、日本の金融・資本市場において制度化すべき点は多々あり、その際必ずしもアングロ・サクソン型をスタンダード化するわけにはいかない部面も多いのではないかと考へられる。そのような部面において、市場の動向に迅速に対応して制度面での整備を進めるならば、日本が制度的な難形を提示しうる可能性はあるだろう。

(1) 特に高度成長期の適債基準は、発行会社の資産額を基準として採用していたため、資産額の大きな重厚長大型産業はこの基準に適合しやすく、さらに、すべての社債発行に担保設定を義務づける「有担保原則」は、戦前の昭和恐慌期に導入されたものでありながらも、戦後も維持され、担保力の大きなこれら産業の優先的な社債発行を可能にしたと考えられる。

(2) ただし、商法には「社債権者ノ為ニ社債償還ヲ受クルニ必要ナル一切ノ裁判上又ハ裁判外ノ行為」という規定があり、また担保付社債信託法では善管注意義務が課されているが、いずれもデイファールト債の買取処理を義務づけるものではない。

(3) ここでいう理論価格とは、発行価格に残存期間分の償還差益を加えたものである。

(4) 例えば、一九九五年一二月に会社更生法に基づく更生計画案が認可された村本建設の場合、私募債ではあるため公募債とはかなり性格は異なるものの、大和・第一勧業・さくら・長銀などの受託銀行はこれを買取らず、生保などの投資家は実損を被った。

(5) 一九四八年に施行された証券取引法によつて、社債の引受けは証券会社の免許業務とされ、戦前引受け業務を行つていた銀行はこの業務から排除されたが、その反面受託業務については、募集の受託も担保の受託も証券会社が行うことは禁じられた。そこで、銀行は商法上の募集の受託会社となることによつて社債発行に関与した（また有担保原則によつて担保提供が求められたため、銀行は担保の受託会社をも兼務した）わけである。

(6) 日銀適格担保事前審査制度は一九五五年一二月に廃止されたが、その後も日銀は発行された社債を事後的に審査し、適格とされた銘柄を担保に市中銀行に資金供給していた。

(7) この格付け基準はたびたび改訂されたが、例えば、一九六三年五月の基準表はA格・資本金六〇〇億円以上、純資産

額九〇〇億円以上、起債残高二五〇億円以上、B格・それぞれ三〇億円以上、四五億円以上、五億円以上で七区分、C格・それぞれ一〇億円以上、三〇億円以上、五億円以上、D格・それに満たないもの、とされていた。

(8) 一九七九年、日本初の民間格付け機関（日本公社債研究所）が日本経済新聞社の出資によつて設立され、その後日本円・ドル委員会報告をうけて、一九八五年日本インベスタートサービス（受託銀行および証券会社系経済研究所等一八社の出資）および日本格付研究所（金融機関・機関投資家等七四社の出資）が設立された。

(9) 一九九六年一～三月の期間に社債発行を行つた四四社について、社債発行による資金調達と銀行借入金返済の関係を調査（起債額／銀行借入金返済額＝返済率）したところ、借入金返済を行つたのは三〇社（一社平均返済率六三・二%）で、さらに銀行系証券子会社を主幹事に任命して起債した企業は二三社であるが、このうち一九社が借入金を減少させており（返済率六九・三%）、また長期借入金に限定すると、減少させた企業が一八社（返済率五七%）であり、なかでも親銀行からの長期借入金を圧縮しているケースでは、返済率は一九%となつてゐる。

(10) ディフォールト処理に関して、現在の制度ではどのような問題があるかについては、拙稿「ディファールト社債処理の透明性について」、「証研レポート」、一九九七年三月、参照。

(松尾)

## アメリカの株式オプション取引

わが国での株式オプション取引の導入が目前に迫っている。昨年一二月の証券取引審議会デリバティブ特別部会の答申を受けて、大阪証券取引所と東京証券取引所で株式オプション取引の準備が進められており、三月一八日には上場基準と取引要綱が決定された。上場基準には若干の違いが見られるが、取引要綱は全く同じであり、直近二ヵ月と三・六・九・一二から二限月の四限月制で、権利行使スタイルは満期日にのみ権利行使が可能なヨーロピアン・タイプとされている。その後、両取引所とも七月一八日から取引を開始し、当初の上場銘柄は大阪証券取引所では二〇銘柄、東京証券取引所では五銘柄から一〇銘柄で、五月中にも上場銘柄の発表が行われると伝えられている。

本稿では世界に先駆けて株式オプションを上場し、活発に取引が行われているアメリカの状況を紹介し、わが国での株式オプション導入の一助となることを期待する。

### 株式オプション導入後の状況

株式を対象としたオプション取引を取引所に上場することを発案したのはシカゴ商品取引所（CBT）であり、一九六九年にシカゴ・オプション取引所（CBOE）を新たな取引所として創設する準備をはじめた。それまでもアメリカでは株式を対象としたオプション取引が店頭で行われていたが、規格が統一されておらず、個別決済であつたためにほとんど流動性はなかつた。

CBOEは一九七三年二月に証券取引委員会（SEC）の承認を受け、上場株式のコール・オプションを取り引く

するバイロット取引所として同年四月一六日に業務を開始した。当初は一六銘柄の株式を対象としたコール・オプションが上場され、六月一日には七銘柄、八月一日には四銘柄、一〇月一日にはさらに五銘柄が追加され、六カ月間で三二銘柄の株式を対象としたコール・オプションが上場された。（表1）

CBOEは取引の開始直後から急成長を遂げ、一九七四年にはわずか四〇銘柄の株式を対象としてニューヨーク証券取引所（NYSE）の株式売買高の一六・二%の出来高を記録した。これに刺激を受けて一九七五年一月にアメリカン証券取引所（AMEX）、同年六月にフィラデルフィア証券取引所（PHLX）が株式オプション取引を開始し、翌一九七六年四月にはパシフィック証券取引所（PSE）、同年一二月にはミッドウエスト証券取引所（MSE）においても株式オプション市場が開設された。

一九七七年三月にはコール・オプションに加えてプット・オプションの取引が開始され、五つの取引所での株

表1 CBOE 株式オプション上場銘柄（1973年）

1973.4.26	AT&T	1973.6.1	Bethlehem Steel
	Atlantic Richfield		Exxon
	Burnswick		INA
	Eastman Kodak		International Harvester
	Ford		Kresge
	Gulf Western		RCA
	Loews Corp.		Weyerhaeuser
	McDonald	1973.8.1	Avon Products
	Merck		Great Western Financial
	Northwest Airlines		IT&T
	Pennzoil		Kerr McGee
	Polaroid	1973.10.1	First National City Bank
	Sperry Rand		IBM
	Texas Instruments		MMM
	Upjohn		Monsanto
	Xerox		Sears

（資料）Robert P. Nathan Associates, *Review of Initial Trading Experience at the Chicago Board Options Exchange*, 1974

表2 株式オプション売買高の推移

年	株式オプション 売買高(万枚)	構成比						NYSE売買高 (百万株)	対NYSE 売買高比率
		CBOE	AMEX	PHLX	PSE	MSE	NYSE		
1973	112	100.0%	-	-	-	-	-	4.053	2.8%
1974	568	100.0%	-	-	-	-	-	3.517	16.2%
1975	1,810	79.7%	19.5%	0.8%	-	-	-	4.693	38.6%
1976	3,237	66.4%	27.9%	3.9%	1.7%	0.0%	-	5.360	60.4%
1977	3,964	62.7%	25.4%	5.5%	4.9%	1.5%	-	5.273	75.2%
1978	5,723	59.9%	25.1%	5.7%	5.7%	3.5%	-	7.205	79.4%
1979	6,426	55.1%	27.2%	7.7%	6.0%	4.1%	-	8.155	78.8%
1980	9,673	54.7%	30.0%	8.0%	5.7%	1.6%	-	11.352	85.2%
1981	10,941	52.6%	31.9%	9.1%	6.4%	-	-	11.853	92.3%
1982	13,726	55.2%	28.2%	9.8%	6.8%	-	-	16.458	83.4%
1983	13,566	52.9%	26.7%	12.2%	8.2%	-	-	21.589	62.8%
1984	11,893	49.3%	27.8%	13.4%	9.4%	-	-	23.071	51.5%
1985	11,856	48.5%	30.4%	10.2%	10.7%	-	0.1%	27.510	43.1%
1986	14,193	45.6%	33.2%	10.6%	9.8%	-	0.7%	35.680	39.8%
1987	16,443	44.6%	32.1%	11.0%	11.5%	-	0.8%	47.801	34.4%
1988	11,493	43.0%	32.6%	11.4%	11.4%	-	1.7%	40.849	28.1%
1989	14,184	43.6%	29.3%	11.8%	12.6%	-	2.6%	41.698	34.0%
1990	11,143	43.5%	30.7%	11.2%	12.3%	-	2.3%	39.665	28.1%
1991	10,485	43.2%	31.3%	10.6%	13.1%	-	1.8%	45.266	23.2%
1992	10,643	42.2%	33.9%	9.8%	12.2%	-	1.9%	50.676	21.0%
1993	13,173	44.6%	32.9%	8.7%	12.3%	-	1.5%	66.943	19.7%
1994	14,993	46.0%	29.9%	8.7%	13.9%	-	1.5%	73.420	20.4%
1995	17,438	44.2%	28.0%	8.5%	17.7%	-	1.6%	87.217	20.0%
1996	19,912	44.4%	28.7%	8.2%	17.0%	-	1.7%	104.636	19.0%

(資料) OCC Monthly Statistical Report他

式オプション取引の合計はNYSE売買高の七五・二%にまで達していた。しかし、こうした急速な株式オプション市場の拡大に伴つてオプション取引には不適当な投資家の勧誘等が表面化し、SECは同年七月に既上場オプションの取引は認めるが、新規上場を一切停止するというモラトリアムを発令し、株式オプション取引についての調査を開始した。そして一九七九年二月にその調査結果を『オプション市場に関する特別調査報告書』といふ形で発表し、取引所による監視・監督体制の整備と業者による投資家の適切な勧誘を提言したが、株式オプション取引そのものの問題や原株市場に及ぼす影響に関しては明らかに欠点は見あたらず、特別な改善措置の要請は行われなかつた。<sup>(1)</sup>この報告書の提言に対する取引所や証券業界の対応を受けて一九八〇年三月にSECはモラトリアムを解除し、一九八一年には株式オプション売買高はついにNYSE売買高の九一・三%にまで拡大した。(なお、一九八〇年にMSEは上場株式オプションをすべてCBOEに譲渡し、オプション取引から撤退した。)  
 破竹の勢いで拡大した株式オプション取引はその後も拡大を続けたが、対NYSE売買高比率では一九八一年をピークとして減少へと転じることになった。この原因としては新たなオプション取引の対象となる株式が減少し、銘柄数の増加による拡大が限られていたことに加えて、一九八二年にはS&P500先物等の株価指数先物取引が開始され、一九八三年にはCBOEの出来高上位銘柄からなるS&P100株価指数オプションが取引されて、個別銘柄固有の情報に基づかない取引はこれらによつて代替されていったものと言われている。

一九八五年には株式オプション取引の追撃に危機感を持っていたNYSEがCBOEから一二年遅れてようやく株式オプション取引を開始したが、すでに市場は飽和状態にあり、出来高もわずかで、既存のマーケット・シエアに影響を及ぼすことはなかつた。なお、NYSEは一九九七年四月に上場株式オプションをCBOEに譲渡し、株式オプション市場から撤退した。

他方、個別株オプションを上場する取引所も急速な成長の鈍化に対応するために、従来は株式オプションの対象とはならなかつた非上場のNASDAQ銘柄を対象とするオプション取引の解禁を要求し、一九八六年からはNASDAQ銘柄のオプション取引が開始された。しかし、一九八七年のブラック・マンデー後には株式オプション売買高自体が減少に転じ、その後の現物株市場の回復に後れをとつて対NYSE売買高比率も一九九一年以降は二〇%強で推移しており、一九九五年によくやく一九八七年の売買高を上回つてゐる。

この間における株式オプション取引に関する話題としては長期オプション（LEAPS）とFLEXオプションの上場がある。

LEAPSは最長三九カ月先の満期日を持つ株式オプションで、一九九〇年一〇月にCBOEとAMEXで開始され、一九九一年四月にPSE、同年六月にはPHLX、一九九六年五月にはNYSEでも上場された。LEAPSは上場後着実に成長しており、個人投資家に適した商品と見てゐる証券会社も多いが、株式オプション市場全体を盛り上げるまでには至つていのが現状である。

FLEXオプションは投資家の好みに合わせて権利行使価格を設定できるという店頭オプション取引の特徴を取り入れており、一九九六年一〇月にCBOEとAMEX、PSEで取引が開始されており、PHLXも導入を準備中である。FLEXオプションはまだ導入から日も浅く、上場の正否を判断するにはもう少し事態の推移を見極める必要がある。

#### 株式オプションの取引制度

すでに見たように、アメリカでは一九八〇年にMSEが撤退して以来、本年四月一八日にNYSEが撤退する

まで五つの取引所で株式オプション取引が行われてきた。現在では小口注文に関しては注文自動執行システムを採用している取引所もあるが、いずれの取引所でもフロアでの取引が中心である。アメリカの取引所を見れば株式でも先物・オプションでもフロアでの取引が中心であり、このこと自体はさしたる特徴ではなく、むしろ世界的にはコンピューターによるシステム売買を採用しているドイツやスイス、香港、わが国が少数派である。

アメリカの株式オプション取引の特徴はCBOEとPSEが複数のマーケット・メーカーが存在する競争的マーケット・メーカー制であるのに対して、AMEXとPHLX・NYSEは株式と同様にスペシャリスト制を採用している点である。CBOEは先物取引所のオープン・アウトライ方式を念頭に置いて競争的マーケット・メーカー制を導入したが、株式取引を引き続き行つてゐる証券取引所はPSEを除いて株式オプションの上場に際しても伝統的な株式取引と同様にスペシャリスト制を採用した。証券取引所がスペシャリスト制を採用したのは、かならずしもスペシャリスト制が競争的マーケット・メーカー制よりも優れているという確信があつたからではなく、むしろ新たな取引方法を導入するよりもこれまで通りの取引法方を採用することで費用を削減し、新たな制度の導入に伴う不確実性を回避したという意味合いが強かつたようである。

一九九六年の売買高シェアではCBOEが四四%、AMEXが二九%、PSEが七%、PHLXが八%、NYSEが二%であるから競争的マーケット・メーカー制での取引が六一%、スペシャリスト制での取引が四九%であり、競争的マーケット・メーカー制での取引がスペシャリスト制での取引をかなり上回つてゐる。（なお、NYSEがCBOEに株式オプションを譲渡したことにより、一九九七年ではこの差はさらに広がるものと考えられる。）

## 株式オプションの取引要綱

ここでは株式オプション、LEAPS、FLEXオプションの取引要綱をそれぞれCBOEの資料に基づいて紹介する。

### 〈株式オプション〉

株式オプションの原資産は100株の上場株式・ADR・店頭登録株式であり、原資産を買う権利であるコール・オプションと原資産を売る権利であるプット・オプションが上場され、取引されている。

株式オプションの権利行使スタイルは満期日までいつでも権利行使のできるアメリカン・タイプであり、権利行使の三営業日後に原株の受け渡しが行われる。

上場限月は直近二ヶ月と三ヶ月との各サイクル（一月サイクル・二月サイクル・三月サイクル）から二限月の四限月制で、取引最終日は各限月の第三金曜日、満期日は各限月の第三金曜日に続く土曜日とされている。

権利行使価格の間隔は原株価格が五ドルから二五ドルの場合で二・五ポイント、二五ドルを越え二〇〇ドルまでの場合で五ポイント、一〇〇ドルを越える場合で一〇ポイントで、当初はイン・ザ・マネー（ITM）、アツト・ザ・マネー（ATM）、アウト・オブ・ザ・マネー（OTM）の計三本が設定され、その後はITMとOTMが常時存在するように追加設定が行われる。

最小値幅はオプション価格が三ドル未満の場合で一六分の一ポイント（六・二五ドル）、三ドル以上の場合は八分の一ポイント（一一・五ドル）と定められている。

証拠金はヘッジされていない売りポジションの場合、売り建てオプション価格プラス原株100株価格の二〇%で、オプションがOTMにある場合にはOTMの度合いに応じて軽減されるが、売り建てオプション価格プラス原株100株価格の二〇%が最低証拠金とされている。

建玉制限は原株の発行株式数と六ヶ月間（一月から六月と七月から一二月）の売買高に応じて、コール・オプションの買いとプット・オプションの売りの合計（LEAPSを含む）、またはコール・オプションの売りとプット・オプションの買いの合計（LEAPSを含む）が二五〇〇〇枚、二〇〇〇〇枚、一〇五〇〇枚、七五〇〇枚、四五〇〇枚と定められている。さらに五営業日間の権利行使制限が建玉制限と同枚数とされている。ただし、認められたヘッジ戦略の場合にはこの限りではない。

取引時間は中部時間の午前八時三〇分から午後三時一〇分まで（東部時間の午前九時三〇分から午後四時一〇分まで）でNYSEでの原株取引終了後に一〇分間の取引時間があるが、寄り付きは原株価格が寄り付いてから取引を開始することとされている。

### 〈LEAPS〉

LEAPSの取引要綱は満期日までの期間が長いことを除けば通常の株式オプションとほぼ同じである。

満期日までの期間は一月サイクルで最長三九ヶ月、その他では二年ないし三年のものが多く、満期が近づけば通常の株式オプションと同じになる。

権利行使価格の追加設定は通常は一年に一度であるが、原株価格に大きな変動が生じた際にも追加設定される。

FLEXオプションは店頭でのオプション取引を取り扱うために開発された商品で、清算機関を通じて取引を行うために店頭取引で問題となる信用リスクを回避でき、他方、店頭取引の利点である商品設計の多様性を部分的に取り入れている。

は新規取引の場合には「五〇」契約（原株一五〇〇〇株）、手仕舞い取引の場合には「一〇〇」契約（原株一〇〇〇〇株）が最低取引単位（すべて手仕舞う場合には「一〇〇」契約以下でも取引可能）と定められている。なお、取引単位はドル建て金額でもよいが、その場合にはFLEXブック・オフィシャルが原株の時価を用いてそれぞれ二五〇契約ないし一〇〇契約の基準を満たしているかどうかを判断する。

株式オプションの権利行使スタイルは満期日までいつでも権利行使のできるアメリカン・タイプと満期日にのみ権利行使のできるヨーロピアン・タイプのいずれもが可能であり、権利行使に伴って原株の受け渡しが行われる。

満期日までの期間は一日以上三年以下で自由に設定される（ただし、設定日の権利行使は認められていない）が、満期日は各月の第三金曜日とその前後四営業日であつてはならない。

権利行使価格はコール・オプションの場合、通常の株式オプションと同様に最小権利行使価格間隔（原株価格が五ドルから二五ドルの場合で一・五ポイント、二五ドルを越え二〇〇ドルまでの場合で五ポイント、二〇〇ドルを越える場合で一〇ポイント）が定められているが、ブット・オプションの場合には八分の一ポイント刻みで自由に設定でき、原株価格水準のパーセンテージでも設定できる。

オプション価格は六分の一ポイント刻みまたは原株価格水準のパーセンテージで表示される。ただし、オプション価格は常時表示されているわけではなく、呼値請求（RFQ）に応じてその都度オーパークション形式で価格発見過程が開始される。新規設定の場合には原株の種類・取引単位・オプションの種類・満期日・権利行使価格・権利行使スタイルを含んだテクスト・メッセージがオプションズ・プライス・リポーティング・オーソリティ

（OPRA）の端末を通じて発信され、二分から二〇分までのリクエスト・レスポンス・タイム（RRT）の後に最良気配（BBO）が提示されるが、呼値請求者はかならずしも取引をしなければならない義務はない。

証拠金は通常の株式オプションと同じであるが、同一原株を対象としたものに限ってFLEXオプションどうしまだ通常の株式オプションとの間でスプレッドやコンビネーションによる証拠金の低減措置を受けることができる。

建玉制限と五営業日間の権利行使制限は通常の株式オプションの三倍であり、原株の発行株式数と六ヶ月間の売買高に応じて、コール・オプションの買いとブット・オプションの売りの合計、またはコール・オプションの売りとブット・オプションの買いの合計が七五〇〇〇枚、六〇〇〇〇枚、三一五〇〇枚、二三五〇〇枚、一三五〇〇枚と定められている。FLEXオプションではLEAPSのように建玉制限が通常の株式オプションの建玉制限に加算されることなく、FLEXオプションを使えば建玉制限を通常の場合の四倍まで拡大させることができる。

取引時間は中部時間の午前九時から午後三時まで（東部時間の午前一〇時から午後四時まで）で他の株式オプションと比べて寄り付きが三〇分遅く、引けは一〇分早い（NYSEの原株取引と比べると、寄り付きが三〇分遅く、引けは同じ）。

### 一九九六年の取引状況

表3は一九九六年の株式オプション取引状況を表している。

まず、売買高を見ると、LEAPSの売買高は通常の株式オプションの売買高の四・三%（コール四・四%、

表3 1996年の株式オプション取引状況

取引所	売買高		合計	1取引当たり売買高		平均売買代金(ドル)	取引料	合計
	コール	デット		コール	デット			
CBOE	60,226,360	24,543,897	84,770,257	10.11	11.65	10.51	399.68	241.83
CBOE-FLEX	200,500	2,850	203,350	13,366.67	129.55	5,495.95	13,344.20	580.19
CBOE-LEAP	2,475,327	1,007,487	3,482,814	6.83	10.72	7.63	932.58	447.08
CBOE-TOTL	62,902,187	25,554,234	88,456,421	9.95	11.61	10.38	375.74	249.95
AMEX	37,946,928	15,978,523	53,925,451	11.18	12.79	11.61	349.57	246.47
AMEX-FLEX	209,317	3,600	212,917	8,050.65	400.00	6,083.34	11,152.58	317.36
AMEX-LEAP	2,166,593	777,480	2,944,073	8.87	12.85	9.66	990.09	499.61
AMEX-TOTL	40,322,838	16,759,603	57,082,441	11.08	12.79	11.53	440.06	258.23
PHLX	11,355,963	4,313,003	15,668,966	8.28	8.99	8.46	290.97	220.94
PHLX-FLEX	-	-	-	-	-	-	-	-
PHLX-LEAP	488,458	167,770	656,228	7.40	8.08	7.56	704.08	350.25
PHLX-TOTL	11,844,421	4,480,773	16,325,194	8.24	8.95	8.42	308.01	225.78
PSE	22,435,795	10,279,536	32,715,331	11.21	13.50	11.84	299.43	244.45
PSE-FLEX	1,000	5,000	6,000	500.00	227.27	250.00	212.50	530.00
PSE-LEAP	740,187	377,684	1,117,871	8.38	15.39	9.90	1,018.50	648.00
PSE-TOTL	23,176,982	10,662,220	33,839,202	11.09	13.57	11.77	322.39	258.88
NYSE	2,510,025	866,475	3,376,500	14.84	18.07	15.55	253.27	247.99
NYSE-FLEX	-	-	-	-	-	-	-	-
NYSE-LEAP	27,285	10,686	37,971	11.12	19.97	12.70	707.18	444.73
NYSE-TOTL	2,537,310	877,161	3,414,471	14.78	18.09	15.51	258.15	250.39
OCC	134,475,071	55,981,434	190,456,505	10.43	12.05	10.86	316.59	242.12
OCC-FLEX	410,817	11,450	422,267	9,553.88	216.04	4,398.61	12,195.58	470.66
OCC-LEAP	5,897,850	2,341,107	8,238,957	7.72	11.69	8.55	944.52	489.99
OCC-TOTL	140,783,738	58,333,991	199,117,729	10.31	12.04	10.76	377.56	252.11

(資料) OCC Monthly Statistical Report

(37)

アット四〇・一〇%、NYSEやPHLXへの売買高が通常の株式オプションへの売買幅の〇・一〇% (コール〇・一〇%)、デット〇・〇一〇%）にややなじみがわかる。ただし、NYSEやPHLXは一ヵ月余りしか取引期間がないたのや、年間でかなり六倍程度の数字が見込まれる。

コール・オプションへの売買高とアット・オプションへの売買高を比べると、株式オプションではCBOEが四五% (コール四五%、デット四四%)、アムEXやPHLXが八% (コール八%、アムEXが一八% (コール一八%、アット一九%))、NYSEが一七% (コール一七%、アット一八%)、PHLXが八% (コール八%、アムEXが二八% (コール二八%、アムEXが二九%))、NYSEが一〇% (コール一〇%、アット一六%)、PHLXが八% (コール八%、アムEXが一% (コール一%、アムEXが一%))、NYSEが一% (コール一%、アムEXが一% (コール一%、アムEXが一%))、PHLXが五〇% (コール五〇%、アット五〇%)、NYSEが一% (コール〇・一〇%、アット一〇%)、AMEXではLEAPやFLEXオプションが株式オプションの二倍よりかなり高いことがわかる。

次に、一取引当たりの売買高を見ると、NYSEの一取引当たり売買高の〇・七九倍 (コール〇・七四倍、アット〇・九七倍) であるのに対して、NYSEやPHLXへの一取引当たり売買高は株式オプションへの一取引当たり売買高の四〇五倍 (コール九一六倍、アット一八倍) と格段に大きくなる。

(38)

コール・オプションの一取引当たり売買高とプット・オプションの一取引当たり売買高を比べると、通常の株式オプションとLEAPSではいずれの取引所でもコール・オプションの一取引当たり売買高はプット・オプションの一取引当たり売買高よりもわずかに小さいのに対し、FLEXオプションではコール・オプションの一取引当たり売買高はCBOEでプット・オプションの一取引当たり売買高の一〇二倍、AMEXでも一〇倍と格段に大きく、PSEでも2倍程度であることがわかる。

さらに、売買高を取り回数で割った平均売買代金を見ると、LEAPSの平均売買代金は株式オプションの平均売買代金の二・七七倍（コール二・九八倍、プット一・〇一倍）、FLEXオプションの平均売買代金は株式オプションの平均売買代金の四〇倍（コール三九倍、プット一・九倍）であることがわかる。満期日までの期間が長ければオプションの時間価値（投機的価値）が高まるのでオプション価格は高騰するが、FLEXオプションのコールの価格が極端に大きいのは権利行使価格を現在の価格よりもかなり高めに設定したカバード・コール・ライティング（原株を保有しながらコール・オプションを売り建てる戦略）が盛んなためと考えられる。また、このようにLEAPSやFLEXオプションの価格が株式オプションよりも高い結果、売買代金ベースではLEAPSの売買代金は通常の株式オプションの売買高の一・一・〇%（コール一・三・〇%，プット八・五%）、FLEXオプションの売買代金は二ヵ月余りしか取引期間がなかつたにもかかわらず、通常の株式オプションの売買代金の八・九%（コール一一・八%，プット〇・〇四%）にも達していた。

コール・オプションの平均売買代金とプット・オプションの平均売買代金を比べると、株式オプションではコール・オプションの平均売買代金はプット・オプションの平均売買代金の一・三一倍、LEAPSでは一・九三倍であるのに対し、FLEXオプションでは二五・九倍と格段に大きいことがわかる。

### 一九九六年の取引主体

表4は一九九六年の株式オプション取引主体を顧客・証券会社・マーケット・メーカーに分類して表している。

まず、商品ごとの売買高シェアを見ると、通常の株式オプションでは顧客四五・九三%（買い四四・一%，売り四七・八%）、証券会社三・九%（買い四・一%，売り三・八%）、マーケット・メーカー五〇・一%（買い五・八%，売り四八・四%）、LEAPSでは顧客四四・六%（買い四五・七%，売り四三・五%）、証券会社五・四%（買い五・六%，売り五・二%）、マーケット・メーカー五〇・〇%（買い四八・七%，売り五一・二%）、FLEXオプションでは顧客八九・六%（買い八九・〇%，売り九〇・一%）、証券会社一・一%（買い一・一%，売り一・〇%）、マーケット・メーカー九・二%（買い九・八%，売り八・七%）であり、通常の株式オプションとLEAPSではマーケット・メーカーのシェアがほぼ五〇%で顧客のシェアを上回っているのに対し、FLEXオプションでは顧客のシェアが九〇%近く、マーケット・メーカーのシェアは一〇%にも満たないことがわかる。FLEXオプションの商品設計からすれば顧客の注文にマーケット・メーカーないしは証券会社が値段を提示し、取引が成立しているものと考えられるが、OCCのデータの分類では顧客どうしの取引が大半を占めている形になっている。こうした数字が現れた原因としては、今のところFLEXオプションは新たな取引を取り結ぶよりもすでに行われた店頭取引を移し替え、清算機関を通じた値洗いによつて信用リスクを削減するために用いられているためと考えられる。

次に、各商品の売買高シェアを取引所ごとに比べると、株式オプションではCBOEが顧客四六・一%（買い四四・四%，売り四七・八%）、証券会社三・七%（買い三・九%，売り二・五%）、マーケット・メーカー五

表4 1996年の株式オプション取引主体

取引所	買い		売り		合計	
	顧客	証券会社	顧客	証券会社	顧客	証券会社
CBOE	37,679,601	3,341,806	43,748,850	40,539,818	3,006,785	41,223,654
CBOE-FLEX	171,600	0	31,750	170,750	1,000	31,600
CBOE-LEAP	1,584,116	201,277	1,697,421	1,641,671	128,430	1,712,713
CBOE-TOTL	39,435,317	3,553,083	45,478,021	42,352,239	3,136,215	42,967,967
AMEX	23,608,659	2,134,407	28,182,385	25,407,543	2,075,841	26,442,067
AMEX-FLEX	203,350	4,100	5,467	205,250	2,417	5,250
AMEX-LEAP	1,331,271	149,381	1,463,421	1,242,215	14,965	1,556,893
AMEX-TOTL	25,143,280	2,287,888	29,651,273	26,855,008	2,223,223	28,004,210
PHLX	6,696,164	884,594	8,088,208	7,611,397	852,572	7,204,997
PHLX-FLEX	—	—	—	—	—	—
PHLX-LEAP	301,573	55,388	299,267	257,009	60,202	339,017
PHLX-TOTL	6,997,737	939,982	8,387,475	7,888,406	912,774	7,554,014
PSE	14,493,608	1,217,310	17,004,413	15,705,757	1,153,214	15,831,360
PSE-FLEX	1,000	1,000	4,000	5,000	1,000	0
PSE-LEAP	528,472	55,812	533,587	427,523	93,032	597,316
PSE-TOTL	15,023,080	1,274,122	17,542,000	16,138,280	1,252,246	16,448,676
NYSE	1,507,661	184,208	1,684,631	1,712,799	1,727,293	1,506,408
NYSE-FLEX	—	—	—	—	—	—
NYSE-LEAP	18,967	1,542	17,462	17,023	3,651	17,297
NYSE-TOTL	1,526,628	185,750	1,702,093	1,729,822	160,944	1,523,705
OCC	.83,985,693	7,762,325	98,708,487	90,977,314	7,250,705	92,228,486
OCC-FLEX	375,950	5,100	41,217	381,000	4,417	36,850
OCC-LEAP	3,764,399	463,400	4,011,158	3,585,441	430,280	4,223,236
OCC-TOTL	88,126,042	8,230,825	94,943,755	7,685,402	86,488,572	183,069,797

(資料) OCC Monthly Statistical Report

○・一%（買い五一・六%，売り四八・六%）、AMEXが顧客五〇・六%（買い四三・八%，売り四七・一%）、証券会社三・九%（買い四・〇%，売り三・八%）、マーケット・メーカー五〇・六%（買い五一・三%，売り四九・〇%）、PSEが顧客四六・二%（買い四四・三%，売り四八・〇%）、証券会社三・六%（買い三・七%，八%（買い四二・七%，売り四八・六%）、証券会社五・五%（買い五・六%，売り五・四%）、マーケット・メーカー四八・八%（買い五一・六%，売り四六・〇%）、NYSEが顧客四七・七%（買い四四・七%，売り四五・九%，売り四四・六%）、LEAPSではCBOEが顧客四六・三%（買い四五・五%，売り四七・一%）、証券会社四・七%（買い五・八%，売り三・七%）、マーケット・メーカー四九・〇%（買い四八・七%，売り四六・三%）、AMEXが顧客四三・七%（買い四五・二%，売り四二・二%）、証券会社五・〇%（買い五・一%、売り四九・九%）、マーケット・メーカー五一・三%（買い四九・七%，売り四二・二%）、PSEが顧客四二・八%（買い四七・三%，売り三八・二%）、証券会社六・七%（買い五・〇%，売り八・三%）、マーケット・メーカー五〇・六%（買い四五・六%，売り四五・六%）、証券会社六・八%（買い四一・七%，売り五一・七%）、NYSEが顧客四七・四%（買い五〇・〇%，売り四五・六%）、証券会社六・九%（買い四一・一%，売り九・六%）、マーケット・メーカー四五・八%（買い四六・〇%，売り四五・六%）であった。

他方、FLEXオプションではCBOEが顧客八四・一%（買い八四・四%、売り八四・〇%）、証券会社

O・二一%（買い〇%、売り〇・五%）、マーケット・メーカー一五・六%（買い一五・六%、売り一五・五%）、AMEXが顧客九六・〇%（買い九五・五%、売り九六・四%）、証券会社一・五%（買い一・九%、売り一・一%）、マーケット・メーカー一一・五%（買い一一・六%、売り一一・五%）、PSEが顧客五〇・〇%（買い一六・七%、売り八三・三%）、証券会社一六・七%（買い一六・七%、売り一六・七%）、マーケット・メーカー三三・一一%（買い六六・七%、売り〇%）であり、AMEXでは顧客のシェアが圧倒的に高く、PSEではマーケット・メーカーや証券会社のシェアがAMEXやCBOEよりも相対的に高い」とがわかる。

#### 一九九六年の銘柄別の取引状況

表5は一九九六年におけるCBOEの銘柄別株式オプション売買高上位四〇社を、表6は一九九六年におけるAMEXの銘柄別株式オプション売買高上位四〇社をそれぞれ表している。

まず、売買高の累積シェアを見ると、上位五銘柄ではCBOEで一九・七%、AMEXで一八・一%、上位一〇銘柄ではCBOEで一七・八%、AMEXで三六・八%、上位二〇銘柄ではCBOEで三九・六%、AMEXで四八・八%、上位三〇銘柄ではCBOEで四七・三%、AMEXで五六・一%、上位四〇銘柄ではCBOEで五一・九%、AMEXで六一・一%であり、いずれも上位銘柄にかなり取引が集中していること、そしてCBOEとAMEXの累積シェアを比較すると、これまでのグループでもAMEXの累積シェアがCBOEを八%から九%上回っており、取引の集中がより著しいことがわかる。

次に、銘柄ごとの売買高を見ると、一〇〇万契約以上の銘柄数はCBOEでも四銘柄であるが、一〇〇万契約以上の銘柄数ではCBOEで一六銘柄、AMEXで七銘柄、五〇万契約以上の銘柄数ではCBOE

で三四銘柄、AMEXで一一銘柄であり、CBOEではAMEXよりも取引が活潑な銘柄数が多いことがわかる。

ただし、両者を併せての上位一〇銘柄では一位から五位までをAMEX上場銘柄が占めており、CBOEは比べても遜色はない。

さらに、一九九六年の売買高順位を一九九五年の売買高順位と比べてみると、上位一〇銘柄中で一九九五年に上位一〇銘柄に含まれていなかつた銘柄数はCBOEでもAMEXでも三銘柄、同様に上位一〇銘柄ではCBOEでもAMEXでも六銘柄、上位三〇銘柄ではCBOEで一三銘柄、AMEXで九銘柄、上位四〇銘柄ではCBOEで一九銘柄、AMEXで一〇銘柄であり、CBOEでは上位一二銘柄から四〇銘柄の間では順位の変動が激しかったことがわかる。

最後に、上位四〇銘柄の重複上場銘柄数を調べてみると、CBOEでは四〇銘柄中一三銘柄が重複上場、うちAMEXとの重複上場は一〇銘柄、PSEとの重複上場は六銘柄、PHLXとの重複上場が四銘柄、NYSEとの重複上場が二銘柄であり、AMEXでは四〇銘柄中一三銘柄、うちCBOEとの重複上場は一二銘柄、PSEとの重複上場は三銘柄、PHLXとの重複上場は六銘柄、NYSEとの重複上場は一銘柄であることがわかる。

(吉川)

注

(1) U.S. Securities and Exchange Commission. *Report of the Special Study of the Options Market to the Securities and Exchange Commission*. 1979. U.S. Government Printing Office

株式オプション取引が現物市場に与える影響に関しては、拙稿「個別株オプションが原株に与える影響・実証分析の概観」(「インベストメント」、第五〇巻1号、一九九七年四月、大阪証券取引所)を参照。

表6 1996年のAMEX売買高上位30社

順位	(前年)	銘柄	売買高	シェア	累積シェア	重複上場
1	(1)	Intel Corporation	6,705,375	11.7%	9.0%	—
2	(-)	Iomega Corporation	3,393,747	5.9%	14.9%	CBOE,PSE,PHLX
3	(2)	Motorola, Inc.	3,200,418	5.6%	20.6%	—
4	(3)	Philip Morris Companies Inc.	2,766,707	4.8%	25.4%	—
5	(6)	Digital Equipment Corp.	1,574,312	2.8%	28.2%	CBOE
6	(4)	Apple Computer, Inc.	1,187,896	2.1%	30.2%	—
7	(11)	Seagate Technology, Inc.	1,027,374	1.8%	32.0%	—
8	(-)	US Robotics Corp.	969,029	1.7%	33.7%	CBOE
9	(5)	Novell, Inc.	888,723	1.6%	35.3%	—
10	(7)	Amgen Inc.	887,569	1.6%	36.8%	—
11	(12)	Barrick Gold Corp.	884,319	1.5%	38.4%	—
12	(-)	Telecommunicacoes Brasil.	856,858	1.5%	39.9%	CBOE,NYSE,PHLX
13	(16)	Westinghouse Electric Corp.	829,612	1.5%	41.4%	—
14	(9)	The Chase Manhattan Corp.	806,172	1.4%	42.8%	—
15	(10)	The Walt Disney Company	641,419	1.1%	43.9%	CBOE
16	(-)	Ascend Communications Inc.	635,405	1.1%	45.0%	CBOE,PSE,PHLX
17	(20)	DSC Communications Corp.	586,303	1.0%	46.0%	—
18	(8)	Telefonos de Mexico	553,641	1.0%	47.0%	CBOE,NYSE,PHLX
19	(-)	Office Depot, Inc.	537,923	0.9%	47.9%	—
20	(26)	American Express Company	509,198	0.9%	48.8%	CBOE
21	(15)	Merrill Lynch & Co.	501,809	0.9%	49.7%	CBOE
22	(-)	Zenith Electronics Corp.	472,068	0.8%	50.5%	—
23	(13)	Pfizer Inc.	471,318	0.8%	51.4%	—
24	(36)	W.R. Grace & Co.	460,515	0.8%	52.2%	—
25	(-)	Netscape Communications Corp.	419,361	0.7%	52.9%	CBOE,PSE,PHLX
26	(27)	Silicon Graphics Inc.	390,667	0.7%	53.6%	—
27	(-)	The Gillette Company	365,013	0.6%	54.2%	—
28	(25)	Unisys Corporation	356,215	0.6%	54.9%	—
29	(22)	Eli Lilly and Company	348,451	0.6%	55.5%	—
30	(14)	Grupo Televisa,S.A.de C.V.	344,360	0.6%	56.1%	CBOE
31	(31)	ASA Limited	319,983	0.6%	56.6%	—
32	(21)	International Game Technology	302,677	0.5%	57.2%	—
33	(33)	Chiron Corp.	292,639	0.5%	57.7%	CBOE
34	(-)	Cabletron Systems, Inc.	292,538	0.5%	58.2%	PHLX
35	(37)	The Procter & Gamble Campany	278,174	0.5%	58.7%	—
36	(18)	United States Surgical Corp.	260,302	0.5%	59.1%	—
37	(24)	Caterpiller Inc.	258,964	0.5%	59.6%	—
38	(-)	Texaco Inc.	258,142	0.5%	60.0%	—
39	(38)	Western Digital Corp.	258,116	0.5%	60.5%	—
40	(23)	AMR Corp.	247,855	0.6%	61.1%	—

(資料) AMEX Fact Bookより作成

表5 1996年のCBOE売買高上位30社

順位	(前年)	銘柄	売買高	シェア	累積シェア	重複上場
1	(1)	IBM	7,950,530	9.0%	9.0%	—
2	(8)	Cisco Systems	2,770,289	3.1%	12.1%	PSE
3	(5)	Micron Tech.	2,615,105	3.0%	15.1%	PSE
4	(9)	Hewlett-Packard	2,214,843	2.5%	17.6%	—
5	(3)	Texas Instrument	1,830,175	2.1%	19.7%	—
6	(20)	Bay Networks	1,657,703	1.9%	21.5%	—
7	(-)	Iomega Corp.	1,412,875	1.6%	23.1%	AMEX,PSE,PHLX
8	(10)	Oracle Corp.	1,391,554	1.6%	24.7%	—
9	(21)	Coca-Cola Company	1,371,347	1.6%	26.3%	—
10	(6)	Merck & Co.	1,331,330	1.5%	27.8%	—
11	(2)	Telefonos De Mexico	1,284,915	1.5%	29.2%	AMEX,NYSE,PHLX
12	(16)	K-Mart Corp.	1,169,295	1.3%	30.5%	—
13	(25)	America Online Inc.	1,130,956	1.3%	31.8%	AMEX,PSE
14	(12)	Citicorp	1,087,472	1.2%	33.0%	—
15	(23)	LSI Logic	1,066,453	1.2%	34.2%	—
16	(11)	AT & T Corp.	1,050,953	1.2%	35.4%	—
17	(18)	General Electric	976,179	1.1%	36.5%	—
18	(7)	General Motors	948,126	1.1%	37.6%	—
19	(4)	Chrysler Corp.	934,064	1.1%	38.7%	—
20	(30)	Pepsico Inc.	856,065	1.0%	39.6%	—
21	(-)	Netscape Communicat.	816,225	0.9%	40.6%	AMEX,PSE,PHLX
22	(-)	US Robotics	787,344	0.9%	41.4%	AMEX
23	(15)	EMC Corp.	730,174	0.8%	42.3%	—
24	(-)	Atmel	720,091	0.8%	43.1%	—
25	(14)	Ford Motor Co.	698,111	0.8%	43.9%	—
26	(-)	Loral Space & Commu.	673,223	0.8%	44.6%	—
27	(24)	Wal-Mart Stores	616,329	0.7%	45.3%	—
28	(31)	Homestake Mining	591,681	0.7%	46.0%	—
29	(-)	Cheyenne Software	589,699	0.7%	46.7%	—
30	(-)	Telecommunicace Br.	572,298	0.6%	47.3%	AMEX,NYSE,PHLX
31	(-)	Johnson & Johnson	564,177	0.6%	48.0%	—
32	(38)	Qualcomm	534,010	0.6%	48.6%	—
33	(28)	Cirrus Logic, Inc	528,746	0.6%	49.2%	PSE
34	(-)	Arakis Energy Corp.	501,679	0.6%	49.7%	AMEX
35	(-)	C-Cube Microsystems	494,763	0.6%	50.3%	AMEX
36	(-)	McDonald's Corp.	443,634	0.5%	50.8%	—
37	(19)	Grupo Televisa	436,403	0.5%	51.3%	AMEX
38	(-)	Boeing Co.	431,046	0.5%	51.8%	—
39	(-)	Computer Assoc. Int.	427,381	0.5%	52.2%	—
40	(39)	Informix	419,208	0.6%	52.9%	AMEX

(資料) CBOE Market Statistics 1995, CBOE内部資料より作成

# 香港株式市場の諸制度

## ～中国企業株（工株）との関連を中心にして～

### 一、はじめに

一九九三年七月からスタートした中国企業の香港上場は、現在既に二六社が上場を果たし、約三一四億香港ドルの外資を調達した<sup>(1)</sup>。H株二六社のうち広東科龍電器（郷鎮企業の海外上場第一号）一社を除いて二五社はすべてその前身は国有企业である。これらの国有企业が香港上場を実現するためには、まず国内で国有企业の企業制度（株式会社化）改革を行ない、そして国有资产の評価、海外上場の申請、株式会社の設立など諸プロセスを経て、次に香港株式市場の上場基準、会計制度およびディスクロージャー制度をクリアしなければならない。その諸段階を終つたうえで、最終的に香港上場が可能になる。今年二月号の「証研レポート」（No.1543）では中国企業海外上場の諸プロセスについて紹介したが、今回は香港の上場基準、会計制度およびディスクロージャー制度に加え、中国企業香港上場の際の幾つかの追加条件、会計制度およびディスクロージャー制度の施行状況などを紹介しよう。

### 二、香港の上場基準

一九九三年六月一九日、香港証券取引所と証券先物取引委員会は、中国証券監督管理委員会、上海証券取引所および深圳証券取引所と共同で中国企業の香港上場に際しての「監督・管理協力に関する覚書」に調印し発効した<sup>(2)</sup>。それによって、中国企業の香港上場の外部環境が整備され、上場が可能になった。

中国企業の香港上場は香港の上場基準に合致することはもちろん、同時に国有法人企業という特殊な事情がついて、幾つかの追加条件も付けられてくる。

まず香港市場上場については、香港証券取引所（香港聯合交易所有限公司）が定めた「証券上場管理規則（Rules Governing the Listing of Securities）」による基準がある。その主な内容は表1の通りである。例えば、上場申請する企業の資本金は一億香港ドル以上、同一経営陣による過去最低三年間の事業業績が必要になる、などである。

- 現在香港の上場基準は、一九八六年四月「香港証券交易所有限公司（The Hong Kong Stock Exchange Limited）」「遠東交易有限公司（The Far East Exchange Limited）」（遠東会）、「金銀証券交易有限公司（The Kam Ngan Stock Exchange Limited）」（金銀会）および「九龍証券交易有限公司（The Kowloon Stock Exchange Limited）」（九龍会）の四会（交易所）合併後、新しく成立した「香港聯合交易所有限公司（Stock Exchange of Hong Kong Limited）」（聯交所）が「証券交易所（取引所）合併条例」の第三四条によつて定めたものである。
- 八九年一一月に上場基準が香港証券市場の改革に

（出所）（財）日本証券経済研究所「図説中国・香港証券市場」平成8年、171頁。

- （48）

表3 香港の会計原則の内容

(一) 会計実務基準書……財務諸表作成の際の会計原則	
1.	会計方針の開示
2.	特別項目および過年度修正項目
3.	棚卸資産
4.	財政状態変動表
5.	1株当たり利益
6.	減価償却会計
7.	連結会計
8.	偶発債務に関する会計
9.	決算日以降の発生事項に関する会計
10.	関連会社の業務に関する会計
11.	外貨換算
12.	練延税金に関する会計
13.	投資不動産に関する会計
14.	リースおよび割賦に関する会計
(二) 会計指針……上記が当てはまらない場合の実務上の指針	
1.	不完全な会計記録に基づく決算書の作成
2.	国際会計基準の効力
3.	証券会社の財務諸表
4.	営業権
5.	借入コストの資産計上
6.	セグメント情報の開示
7.	織維輸出割当権の会計

(出所) (財) 日本証券経済研究所「図説中国・香港の証券市場」平成8年、191頁。

### 三、香港の会計制度

会計基準については、香港では香港の会計基準と国際会計基準の両方が採用されている。会計実務については、香港会計師公会が公表している「会計実務基準書 (Statement of Standard Accounting Practice)」および「会計指針 (Accounting Guideline)」が基準となっている(表3)。国有企业の香港上場にはこの基準が適応される。

中国国内の会計基準は香港の会計基準と異なり、資産評価で差が出てくる。例えば上海石化総工場の場合、九

二年一二月三一日現在帳簿上記載されている企業の純資産額は二八億人民元だったが、しかし香港の会計基準で再評価すると、七七億人民元の純資産となつた。国内と香港の会計基準の間のこの大きな差は固定資産に対する評価の違いである。九二年現在、上海石化総工場の帳簿上の固定資産総額は五五億人民元であったが、同資産を再評価して、土地は元の資産より一二三億人民元、工場の設備は元の資産より一三億人民元それぞれ増やした<sup>(5)</sup>。このような国内外の異なる会計基準により資産評価に差が出てくるの

は当然であり、適正に評価する」とは非常に大事である。この内外の資産評価の差は、海外上場国有企业資産の過小評価（一種の国有资产の流失）にもつながるのではないかといふ批判がある<sup>(6)</sup>。

去年四月末、香港証券取引所は一九社のH株企業（五社・国際会計基準、一四社・香港会計基準）に対しても一社あつただけで、他の企業はすべて「上場協議」の財務公開規定を遵守しているとし高い評価を受けた。<sup>(7)</sup>また香港会計師公会はH株の財務諸表の公開状況に対しての調査を行ない、満足のいく調査結果が出たと発表した。<sup>(8)</sup>

表2 中国国有企业上場のための追加条件

1. 株式会社としての法人化  
1993年6月、中国体制改革委員会が「株式会社に関する標準的判断」の補遺を発効させた。上場会社はこれに基づいて組織された株式会社でなければならない。
2. 会社定款に明記すべき事柄  
以下の事柄を明示した諸条項が会社定款に記されていなければならない。
  - ・株主の権利
  - ・役員及び監査役などの株主／債権者に対する利益保護義務
  - ・企業管理方式
  - ・財務内容の開示
  - ・A株主とH株主の別々の承認を必要とする事柄
3. 仲裁  
H株主に関する紛争の調停は、中国国際貿易仲裁委員会か香港国際仲裁センターのいずれかで行わなければならない。
4. 一般発行株式  
H株はすべて一般に発行されていなければならない。  
発行済みH、A株の合計は、発行済みの資本総額の25%以上でなければならず、さらにH株発行済み資本総額の10%以上でなければならない。
5. 現行の上場規則に則って、上場開始から最低3年間はスポンサーあるいはその他適切な専門アドバイザーを有すること。

(出所) (財) 日本証券経済研究所「図説中国・香港の証券市場」平成8年、175頁。

よつて見直され、九〇年代入つてからも改正が続いている<sup>(4)</sup>。

また中国企业上場の場合は、以上の上場基準に加えて、国有企业企業上場のための追加条件を満たさなければならない。この追加条件は表2が示すように、国内で株式会社を設立すると、株主の権利、企業経営方式などを明記する」と、上場開始から最低三年間に

#### 四、香港のディスクロージャー制度

ディスクロージャーについて、香港の制度は決算情報などの開示を要求している。それによると、決算発表の翌日に英語および中国語の新聞それぞれ一紙以上に前事業年度の業績、中間報告書、今年度の見通し、配当金の提案、株主総会の日時および損益計算書などを含めた決算公告を掲載する」とを義務づけている。その他、增资、企業買収および組織変更など企業の営業権、業績に関わる重大事項について公表する」とも定められている、などである。これらの開示事項は投資家保護ための「会社条例 (Companies Ordinance)」、「証券条例 (Securities Ordinance)」および「証券上場管理規則 (Rules Governing the Listing of Securities)」<sup>(9)</sup>によつて定められている。

現在、H株企業は香港証券取引所の上場規則とディスクロージャー制度を遵守しており、九五年度事業業績の公開が「証券上場規則」の標準以上に達していると同証券取引所は評価している。また一部の香港証券アナリスによれば、H株企業は全体で見ると香港の二、三流製造企業よりも徹底してディスクロージャーしている」とが明らかになつた。さらに最近、香港証券取引所によって、上海石油化工股份有限公司が一九九六年度企業別開示度（ディスクロージャーの進捗度）ランクイン第一位に選ばれた。これに象徴されるように大部分のH株企業のディスクロージャーが改善していることは明らかである。<sup>(10)</sup>

しかし一部のH株企業のディスクロージャーについては投資家から不満が出されている。例えば、中国政府は九五年一月から重点産業向けに新規融資の優遇金利を廃止し、実施済の融資についても九五年七月から廃止した。この政策変更によって一部の企業は収益に影響が出ている。しかしこの情報が香港の投資家に伝えられたのは、九五年一月に入つてからで、情報開示の遅れが香港の議会でも問題になり、証券先物取引委員会 (SFC) の監督が甘いという批判があつた。長年に亘つて国有企业体制下にあつた企業は海外のディスクロージャー制度に不慣れである。このような幾つかの政策変更による情報開示の遅れの責任は、企業と監督当局の両方にある。今後企業はこれらの海外の企業経営ルールにしたがつた投資家保護、ディスクロージャーの徹底などが必要と考えられる。

#### 五、むすびにかえて

以上、香港の上場基準、会計制度およびディスクロージャー制度ならびにこれら諸制度に対する中国企業の施行状況を見てきた。去年末、中国政府は第四回三八社の海外上場候補企業リストを発表した。<sup>(12)</sup> 中国企業の海外上場は今後も香港市場（現在上場数二六社）を中心に、ニューヨーク（ADR方式で直接上場：二社、香港と同時上場四社）、ロンドン（香港と同時上場一社）、シンガポール（深圳B株と同時上場一社）の他にさらに東京、オーストラリアなどへと拡大する予定である。

(王)

#### 注

(1) 「人民日報（海外版）」一九九七年一月一九日。「中國證券報」一九九七年三月二十五日、四月一日。「日経金融新聞」一九九七年三月三日などによる計算。

(2) 「香港株式市場の中国企業株（H株）について（3）—中国国有企业海外上場のプロセスを中心にして」「証券レポート」一九九七年二月号を参照されたい。

(3) 「金融時報（毎日証券）」一九九六年一月一四日。

(4) 呂汝漢「香港股票市場」商務印書館（香港）、山西經濟出版社、一九九三年、一五〇三三頁、七六〇七七頁を参照。

(5) 「中國證券報」一九九六年一一月二三日。

(6) 楊正鉅「國有資產流失中的主體行為分析」『中國改革』一九九六年一二月號、二八〇二九頁。「中國信息報」一九九六年三月五日。

(7) 「中國證券報」一九九六年七月九日。

(8) 「中國證券報」一九九七年一月一五日。

(9) (財) 日本證券經濟研究所「圖說中國・香港の証券市場」平成八年、一八六〇一八九頁。大和総研「アジアの証券市場」一九九五年七月、二八〇二九頁を参照。

(10) 「中國證券報」一九九六年七月九日、一九九七年一月一五日。

(11) 「日経金融新聞」一九九五年一二月一五日。

(12) 「人民日報（海外版）」一九九六年一二月三〇日。

## アメリカの証券外務員の報酬慣行と 「コンプライアンス」について

はじめに

周知のようす、アメリカの証券外務員は個人で外務員資格を取り、通常は歩合制の報酬で証券会社に雇用される。そのため、証券会社からの独立性が高く、証券会社間の移籍もかなり頻繁にみられる。そういう意味では外務員の立場から見ると、アメリカの証券会社は外務員に対するバックオフィス部分のサービスの提供者であるという見方の方が適切かもしれない。

しかしながら、証券外務員のこのようなり方は、複雑な潜在的利益相反を招きやすい。証券外務員は証券会社に所属し証券会社から手数料の割り戻しを受けているために、顧客のエージェントでありながら、自分の稼得手数料を増加させるために顧客の利益に反する売買を勧める可能性が否定できない。また証券会社の立場からは、会社側の利益にならない形で証券外務員が顧客との癒着を高めたり、営業活動で得た顧客ネットワークを保持したまま別の証券会社に移籍するなどして、元の雇用先から顧客基盤を奪うことも考えられる。

アメリカでは、九〇年代に入つて証券外務員をめぐるトラブルがいくつか報じられており、頻繁にトラブルを起こす証券外務員は悪党、いろいろつきなどを意味する形容詞をつけて、「rogue broker」と呼ばれ、問題化している。こうした証券営業上のトラブルを懸念したSECは一九九三年にNYSE、NASDとともに証券外務員の採用、定着、監督に関する慣行についてのレポートを取りまとめている。さらに一九九五年には、報酬慣行委員会を設け、外務員報酬に関する好ましくない慣行を排除すべく、提言を発表した。本稿ではこれらのレポー

トを紹介つつ、証券外務員の報酬慣行とコンプライアンスの問題を考察したい。

### 「証券外務員の採用・定着・監督に関する慣行についてのレポート」の概要

SECはこのレポートの取りまとめに先だって、一九九一年から一九九二年にかけてアメリカの九つの大手証券会社に対して、証券外務員のトラブルに関する情報提供を要請し、問題点を吟味した結果、このレポートのための調査に着手した。

調査は、一九九二年八月から一九九三年九月にかけて行われ、三二の州にわたって大手九証券会社の本店と一六一の支店を対象として行われた。対象となつた九証券はアメリカの全顧客口座数の四九%を占めており、この点ではかなりの範囲をカバーしていることができる。

また、調査では、期間中に問題を起こした二六八人の証券外務員についてもその後の追跡調査を行つてある。調査対象となつた外務員は、監督当局による処分や、複数顧客からの苦情、販売慣行上のトラブルによる訴訟や仲裁などが調査期間中に認められた者で、九証券会社からの事前の情報提供と、NASDの規則二五一データから割り出したとしている。

レポートでは、調査の結果として、次の六項目を挙げている。

①調査が行われた一九九三年末の時点では証券業界には全部で四六万人の証券外務員がいたが、調査対象となつた大手九社にはその一一%に当たる五万七六二人が在籍していた。このうち、上記のような処分やトラブルがあつたとして追跡調査の対象になつたのは二六八人であるから〇・五%にあたる。

この二六八人のうち三六%にあたる九七人は、調査の行われた約一年のあいだに証券業界を去つている。証券業界を去つたこれらの元外務員のうち、三一人はSECなどの監督機関によって資格を取り消されるか、犯罪として摘発を受けた上で資格剥奪されている。さらに、残りのうち五二人は監督機関によって調査中であるか規則違反としての処分を受けている。

②調査対象となつた一六一の支店のうち二五%にあたる四〇支店は、販売慣行にかかる問題が発見されて、その後も調査が進められることになり、何らかの処分を受ける可能性もある。

問題とされた調査事項は、過当売買、不適切な推奨、違法な取引、不適切な投信切り替え、監督の欠如などである。

③九つの大手証券のうち三つの証券会社がこうした追加調査対象の八八%を占めている。この三証券は、調査期間中に問題を起こして証券業界を去つた九七人の元証券外務員（①参照）のうち七一人を雇用していたことも分かっている。このことは、特定の証券会社で外務員の採用やその後の監督・コンプライアンスの制度が甘いものがあるということを示している。

④調査対象となつた支店のなかには、監督・コンプライアンスのシステムを適切に運営できていないところがある。

⑤問題を起こして証券業界を去つた九七人の元外務員のうち、四三%に当たる四二人が資格剥奪の前に一度は雇用先の証券会社を替わっている。調査対象となつた一六八人のうち証券業界にとどまっている残りの一七一人のうち、六五%にあたる一一人が少なくとも一度、九つの会社のうちの一つから移籍したことがあり、この一一人のうち三二人は一回から五回移籍している。

この三二人の五六%である一七人は最初の移籍のときに二件かそれ以上の苦情、二回目の移籍のときには三二人全員が少なくとも三件の苦情を受けている。この三二人の調査機関中の合計の苦情件数は三件の者から一七件の者まである。

九証券の移籍に一定のパターンがあるわけではないが、この三二人が頻繁に移籍しているということは顧客からの苦情という過去の記録があるにもかかわらず採用する会社があるということを示している。

⑥顧客からの苦情や処分・仲裁、自主規制団体の処分を受けた二六八人の証券外務員は、手数料収入が非常に多いというわけではなかった。実際、手数料収入で見て上位五〇位以内のビッグ・プロデューサーに数えられるものは六%にあたる一五人に過ぎなかつた。逆にいふと、手数料収入の多い証券外務員は一般的にそうした問題を起こしているわけではないことができる。

### レポートの提言

レポートでは、こうした調査の結果を受けて、以下のような一〇の提言を行つてはいる。

①重大な問題を引き起こす販売行為を行つた証券外務員に対しては、外務員資格の永久剥奪や資格停止期間の延長、罰金の増額、再研修や見習いプログラムへの参加義務、資格見直し、販売活動の制限などを含む厳しい制裁を課すべきである。さらに、自主規制機関や、SECも、販売上の問題行動の調査に力をさき、監督を強化すべきである。

②証券会社は、証券外務員の行動を監視するためのコンプライアンス・システムを改善して、過去に問題のある

た証券外務員は採用時点で特定できるようにするべきである。また、証券外務員の販売行動に関する、顧客からの苦情やトラブルの仲裁件数の多い証券外務員を把握し、本社レベルでも定期的に監督できるようにするべきである。

③自主規制団体は、コンプライアンスに関わる会員からの報告を通じた監視をタイムリーに継続すべきである。証券会社や証券外務員の報告義務が履行されていないときには、その双方により厳しい制裁を課す必要がある。また、NASDも、会員証券会社に対して、NYSE規則三五一で定められた顧客からの苦情のデータのようない、四半期ベースの報告義務を課すべきである。

④証券外務員の退職の際に自主規制団体に対して行う報告の免除を認めている州があるが、こうした免除の制限を行うべきである。

⑤証券会社内の法務・コンプライアンス部門の役割を強化し、証券外務員の採用、定着、監督に関する法律スタッフを充実させること。

⑥SECは、過去に問題を引き起こした証券外務員に対して追加的な監督活動の必要があるかどうかを検討すべきである。

⑦証券業界に対して教育活動を続けることで、問題のある販売行為を防止することが可能であると考えられる。⑧証券外務員の退職に関してその原因や自主規制団体への報告の書式の修正を行つて、追跡調査が可能になるようシスティムを改善する必要がある。

⑨自主規制団体は、規則を制定して、新規口座開設時に投資家が担当外務員の過去の処分履歴に關して無料で情報を得られるようにするべきである。

⑩自主規制団体の処分を一般に公開する必要がある。

## レポートの結論

調査対象となつたのが限られた数の証券会社と、その支店、証券外務員であつたことから、この調査からアメリカの証券業界全体の外務員採用、定着、監督について一般的な結論は導けないとはしながらも、レポートは結論として次の三つのことを述べている。

まず、わずかのサンプル数であつたにもかかわらず、かなりの数の追加調査の照会と強制措置があつたことから、外務員の監視・コンプライアンスのためのシステムの改善が必要である。また、問題が生じた時の制裁を強化する必要もある。

証券業界と自主規制団体、SECは、問題行動をできるだけ初期のうちに発見し、将来の潜在的なトラブルを防止するために、採用や留保決定に際して、何らかの強制措置が行われる必要がある。

一方で、問題があつた証券外務員の三六%が、資格剥奪や犯罪訴訟その他の強制措置によってもはや証券業界で雇用されていない「rogue broker」とは、問題があつた外務員を特定し排除することが一定程度は可能であるということを意味していると述べている。また、強制措置の照会が九社のうち三社に集中していることから、いわゆる「rogue broker」を巻き込んだ問題行動がシステム的なものではないとも述べている。

## 報酬慣行委員会報告の概要

このように、顧客とのあいだに問題を引き起す外務員に対する監督、制裁を強化する一方で、証券会社の外務員に対する報酬制度上にも、顧客利益に反する可能性のある慣行が多く見受けられる。SECから調査を委託された報酬慣行委員会が一九九五年に行つた報告によると、次のような問題点が指摘されている。

①販売回数に比例した収入であるコミッショナ制は、顧客に対する中立的投資助言とは相容れないので、証券外務員の収入をファイーベースにするか、もしくはより固定給に近い形にする必要があるのではないか。

②新規設定の投信など特定商品を対象に、証券外務員に販売競争を行わせるために、旅行などの賞品をだすなどといった報酬慣行は好ましくないのではないか。また、取扱高や新規獲得預かり資産といった商品を特定しない競争についても、問題が生じる可能性がある。こうした販売競争を行わせることは顧客より自分の利益を優先させる恐れがあるので、販売推進のための賞品などがあるときには、顧客に対してそのむねを公表すべきではないか。

③証券会社の在庫証券などに高い割り戻し率を適用したり、自社の投信に対する高報酬を約束するなど、特定賞品の販売促進のために報酬格差をつけることはやはり顧客に対する投資助言が片寄る可能性が懸念されるので好ましくないと考えられる。

④多額の収入を得る外務員はビッグ・プロデューサーと呼ばれ、証券会社間の移籍に際して、移籍先の会社から高額の前払いボーナスを受け取ることが多く見られる。これは、移籍する外務員が元の会社できずいた顧客ネットワークをそつくり受け入れられることを当て込んだものである。こうした前払いボーナスは、場合によつては一年分の報酬に該当することもあるとされている。また、移籍直後は、顧客の口座書換などの事務手続きのために十分な営業活動ができないという理由で、割り戻し率を一時的に高めることも行われている。こうした慣行も、

外務員の移籍が顧客利益に結び付く保証がなく、外務員の個人的な利益を優先した行動を誘発するといつながらないか。

⑤外務員個人のモラルに次いで、支店長などの監督者による監視は非常に重要であるが、一般的に証券会社の支店長は自身が証券外務員として営業活動を行っていることが多い。こうしたケースでは、支店長の報酬は、自分の担当口座から得られるコミッション収入と管理職としての給与に支店の業績に連動した報酬によって構成されている。「」これは、支店長業務を専任で行わせるだけの規模に達していない支店が多いことが理由の一つであるが、専任の支店長を置いていないことは問題の発生につながる可能性が否定できない。支店長が、自身で営業活動をしながら外務員の監視まで行うこととはかなり困難である上、支店業績を上げるために問題行動を黙認するなどといった懸念にもつながるからである。

(61) 以上のような問題の指摘に対し、委員会報告は、以下のような改善策を提言している。

まず、報酬体系に関する改善策として、顧客との利益相反の生じない報酬体系を提言しており、たとえば、取引頻度に依存しない報酬体系を構築することと、同種の賞品に対しては同額の割り戻し率を適用し特定賞品の販売促進をはからないこと、移籍してきた証券外務員に対する優遇措置を行わないことを提言している。また、証券会社や顧客との長期的関係を維持できるような報酬体系として、証券外務員に対する報酬の一部を法令・規則の遵守を条件にした延べ払いとするなど、株式オプションなし、株式購入プランを報酬体系に組み入れることと、移籍時の前払いボーナスを廃止するか一定期間後にしか返済免除とならない貸付の形にして支給するなど、顧客満足度に基づく査定を行うことなどを勧めている。

また、顧客属性に適合した投資助言を可能にするために、証券外務員に対してファイナンシャル・プランニングの手段を提供することと、特定証券の販売に関する会社の利益と証券外務員の利益を切り離すことと、投資家の投資目的と実際の取引との整合性をチェックするシステムを構築することと、先行型のコンプライアンス部門を設置することにより、ハイリスク賞品の取引には特別の手続きを導入するなどである。

委員会では、そのほか証券外務員の投資助言を向上させるための教育策や顧客に対する投資家教育などを挙げて改善を促している。

#### 参考文献

- Securities Exchange Commission "Large Firm Project: A Review of Hiring, Retention and Supervisory Practices". May 1994.  
—"Report of the Committee on Compensation Practices", April 1995.