

証 研

レポート



No.1579

2000年2月

手数料自由化後の変化

二上季代司（1）

F P 提携証券会社とN A S D 規制

伊豆 久（10）

ユーロ導入後の上場デリバティブ市場

～塗り変わる勢力地図～

吉川 真裕（19）

中国の証券会社経営について

王 東明（35）

変化する株主総会

福本 葵（47）

財団法人 日本証券経済研究所

手数料自由化後の変化

一上季代司

先月、上場証券会社の第3四半期（九九年四～一二月）決算報告書が公表された。これが注目されるのは昨年一〇月の株式委託手数料全面自由化以後、初の証券会社決算だからである。注目点は、手数料自由化による収益状況への影響が証券会社決算にどのように表れているのか、ということにあるのだろう。この決算をみると、一〇～一二月期も昨春からの株式相場回復が継続し、株式委託手数料は前年同期に比べ大幅に増加、一部の証券会社ではバブル期の利益水準を上回るペースで業績が好転したところもある。手数料自由化（→手数料率低下）による打撃が表面的にはこの決算に反映されていないよう見える。しかし、子細に見ればこの決算には手数料全面自由化による影響・変化の痕跡が窺えるものもある。

手数料自由化からまだわずか四ヶ月である。その影響・変化は多方面からの検討が不可欠であり、その評価を下すためにはもう少し時間が経過して判断材料が出そろうことが必要であろうが、とりあえずは、今回の四半期決算を手がかりにして、どのような変化がみられるのか、以下、簡単に整理してみた。

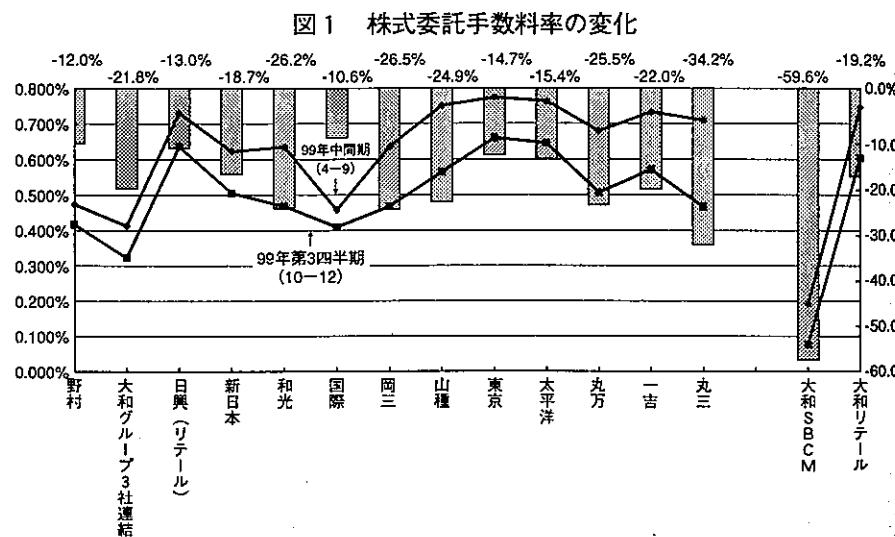
1 株券委託手数料率の変化

昨年九月、手数料の全面自由化を直前にして、証券会社各社はインターネット取引の場合はもちろん、対面取引においても従来水準から料率を引き下げた新しいテーブルを導入、公表した。そこで約定ベースからみた実際の株式委託手数料率はどの水準に推移しているか、どう変化したかを最初にみておこう。

図1は上場証券会社のうちホームページで九九年第三四半期決算報告書を公表している一三社について、現物株式委託手数料を現物株式委託売買高で除した率をその証券会社の平均手数料率とみなし、自由化前後の料率水準ならびにその変化を図示したものである。なお、大和の場合はリテール子会社（大和証券）とホールセール子会社（大和証券SBBCM）についても図示してある。⁽¹⁾

自由化前の一三社の平均手数料率水準は〇・四一～〇・七七%（九九年四月～九月）であったが、自由化後は〇・三二～〇・六六%に変化、〇・一%程度の低下（割引変化率では一〇～三四%のマイナス）となつてい る。

自由化前は五千万円超を除き固定手数料制であったのだから、①料率のバラツキは主として各社の受注ロットの大きさの違い⁽²⁾、さらには投資家属性の違い（機関投資家からの受注が多いのか、それとも個人投資家からの受



（備考）折れ線グラフは手数料率（手数料率＝現物株委託手数料／現物株委託売買高で計算。左目盛り）。棒グラフはその変化幅＝（第3四半期の手数料率－中期期の手数料率）／中期期の手数料率。右目盛り。

（出所）各社四半期決算報告書より作成

注が多いのか)に負っている。次に、(2)自由化後においても各社のバラツキの形状は変わっていないことから、自由化後の一三社の新手数料表は、基本的には固定手数料制時代の手数料体系(約定金額が増えるごとに料率が通減)に立脚しながら、約定金額ごとに割引率を加減していく点で共通していると考えられる。(3)ただし割引変化率は、一〇一三四%と各社によつてかなりバラツキがある。これは投資家属性の違いと並んで各社の価格政策の違いを反映しているように思われる。野村証券のように約定金額一〇〇万円未満につきむしろ料率を引き上げ、大口についても他社比較で割引率を抑制しているところもあれば、一〇〇万円超につき一律三割割引といったところもあるからである。

以上の諸点はいくつかの事実によつて補強される。例えば、大和、日興の二社は昨春リテール子会社、ホールセール子会社へ分社化したが、大和リテール、日興リテールの料率水準は自由化前において〇・七四七%、〇・七三七%と比較的高い。また大和、日興とともにインターネット取引を手がけており、この取引の料率は対面取引に比べて割引率が大きくなっているが、日興の場合には営業員が関与しないインターネット取引業務を子会社「日興ビーンズ」が担当しているため、この受注部分は日興リテールの数字に反映していないのではないかと考えられる。⁽⁴⁾この結果、日興リテールの自由化後の割引変化率は一三%と小さい数字になつてている。つまり小口取引が多い個人投資家からの受注については比較的、料率水準は高く、その割引変化率も抑制気味である。その反面、機関投資家中心の大和SBCMの料率水準は自由化前で〇・一九一%、自由化後の割引変化率は六割近くとなり料率水準は〇・〇七七%になつていて、大口取引の多い機関投資家からの受注については自由化前において既に料率水準は低く、自由化後の割引変化率は非常に大きくなっているのだろう。

次に価格政策についてみると自由化後かなり多様化したと一般的にはいいう。たとえば、(1)約定金額に關係なく定額の手数料を課すもの、(2)預かり資産額に応じて一定率の手数料を課金し売買ごとに徴収しないもの、(3)総合口座の利用客、取引高が多い顧客など受渡しコストや収入の多寡に応じて料率をさらに加減して行くものなど、である。ただし①の定額手数料制はインターネット取引専業ディスカウントブローカーを中心に一部の業者に限られているし、②のフィーベースの包括手数料制の採用もまだ部分的である。したがつて多くの証券会社では自由化前の手数料体系(約定金額ごとの通減制)を基本的には維持しながら約定金額ごとに割引率を加減して新手数料表を作成しているのである。

ただし、割引率は各社によつて違つており、そこに各社の独自な価格政策が反映されている。その際に勘案する要素とは、①「自社のブランド力」、②「投資情報、アドバイス・コンサルタントや執行などのサービスの質」、③「自社のコスト構造」、④「他社との比較」の四つであるが、この四要素への評価、ウエイトは各社によつて当然異なつており、そのことが割引率の差となつて反映してくるのである。

以上は、昨年一〇月の手数料全面自由化によつて手数料率はどう変化したかを見たのであつた。次に、この新手数料表のもとで株式委託注文ならびに手数料收入は自由化後、増えたのか、減ったのか、それを見なければならない。図2は、主要三社(ワールド日栄を除く二社は上場証券会社)ならびに大和証券グループの主要子会社二社について、自由化前の第2四半期と自由化後の第3四半期の現物株式委託手数料收入の増減をみたのである。これによると、日興(リテール)の增收額が七〇億円強と最も大きく、ついで野村、ワールド日栄以下の順となつてゐるが、ワールド日栄を除く上場二社のうち增收となつたのは八社にすぎず、残る一四社は減収と

なっている。また、これら一二社全体でも差し引き三二億円強のマイナスである。なお大和は大幅な減収になっているが、これは主としてホールセール事業の大和SBCMの減収によるもので、リテール子会社は八億円強の増収になっている。

既に見たように、平均手数料率はどの証券会社も低下していたのであるから、増収となつた証券会社では料率低下を上回る委託注文の増加があつたということであり、減収となつたのは委託注文が料率低下をカバーできるほどには伸びなかつたということである。そこで各社の株式委託売買高の自由化前後の変化をみてみよう。もし業界平均を上回る受注実績を獲得できたとすれば、その証券会社は新手数料表のもとで受注シェアを高めたことになるわけである。

まず九九年度の株式出来高は表1の通りである。

これによると自由化後の第3四半期の売買高は取引所市場、店頭市場あわせて五六兆七七四二億円（第上回った証券会社を拾い出してみると、日興リテール・四倍を筆頭に和光、コスモ、一吉以下と続き、これを下回つたのは大和SBCM、国際の二社しかない。（なお、大和SBCMは海外からの委託注文の算定を変更したため実勢以上に数値が落ちている）。この間、たとえば通信関連株への一極集中相場のなかで店頭株を中心に和光、一吉など一部の準大手・中堅証券が委託シェアを高めたというケースがあり、相場動向によって左右される面もあるが、一般的にみても、上場証券会社は自由化以後、むしろ委託売買シェアを高めているのである。しかも、大手証券では主として機関投資家向けに自己勘定の仕切売買で客注を執行するケースが増えている。この部分は自己売買とカウントされるが、これも広い意味での客注と考へると、一層受注シェアが高まるであろう。にもかかわらず、委託手数料収入が全体として伸び悩んでいるのである。特に、大手証券のリテール部門を除く準大手・中堅証券会社の伸び悩みは顕著である。ということは、これら準大手・中堅証券会社は客注が増えたものの料率低下をカバーし得るほどではなかつたということになろう。

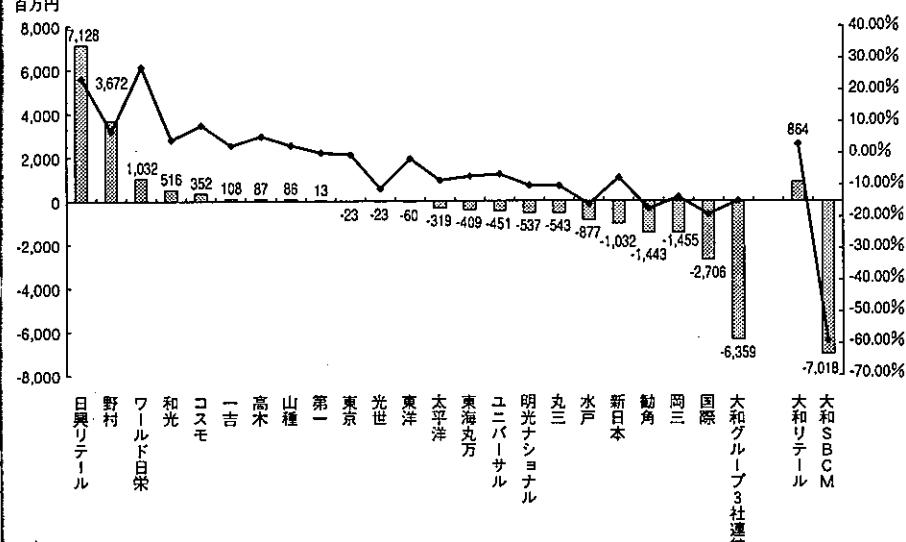
表1 99年度株式売買高

(単位：百万円)

	全国取引所	店頭銘柄	合 計	一日平均
99年第1四半期 (4月～6月)	44,217,866	2,107,361	46,325,227	759,430
99年第2四半期 (7月～9月)	48,141,818	2,426,773	50,568,591 (1.09倍)	992,746
99年第3四半期 (10月～12月)	53,704,033	3,070,166	56,774,199 (1.12倍)	1,218,185

(注) カッコ内は前四半期比
(出所) 「東証統計月報」、「証券業報」。

図2 株式委託手数料増減



(備考) 手数料自由化前(99年第2四半期)と自由化後(99年第3四半期)との株式委託手数料の増減。棒グラフは増減額(左目盛り)、折れ線は増減率(右目盛り)
(出所) 図1に同じ。

3 株式ディーラー部門

では、自由化対策の一つとされた株式自己売買部門はどうであつたろうか。自由化対策としての自己売買業務という場合、二つの意味がある。一つは先にも見たように、機関投資家からの受注のように、実質は委託であるが大口取引、バスケット取引、取引加重平均価格での執行など様々な条件付き注文であるため自己勘定での仕切売買で執行した結果、手数料収入が売買益に変形したといふ意味であり、第二は日計りや裁定取引など積極的に値ザヤ稼ぎを狙う目的のものである。そこで先の図2に株券等自己売買益⁽⁵⁾を重ね合わせてみたのが、図3である。これによると、株式委託手数料が減収となつた上場証券会社一四社のうち五社が株式等売買益の増加でカバーし得たことがわかる。特に大和SBCMは第2四半期に比べ株券等売買益が四九億円から一五〇億円へ一〇〇億円の増収で委託手数料の減収七〇億円を優にカバーしている。

ただし、全般的みて第3四半期における上場証券会社二二社の株券自己売買高は、対第2四半期比較で市場平均一・一二倍の伸び率を下回り、自己売買比率を低下させている業者が多く、短期元買による値ザヤ稼ぎはこれ以外の中堅・中小証券に多かつたのではないかと思われる。

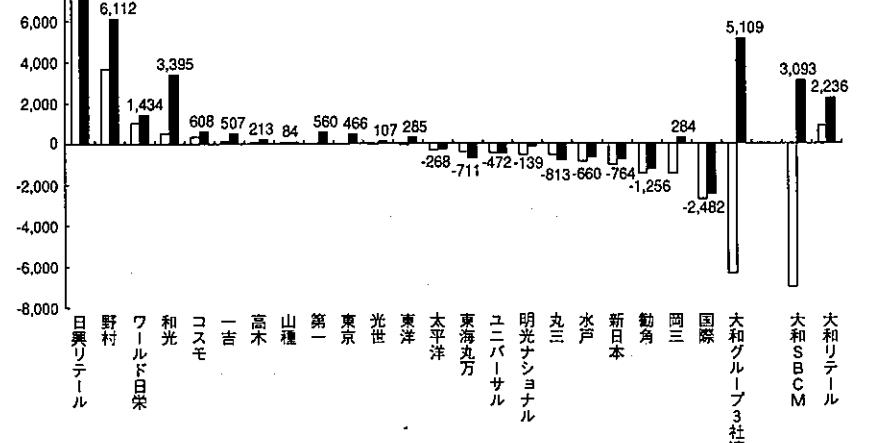
4 小括

以上、簡単ながら主要上場証券会社について四半期決算を足がかりに自由化後の手数料率ならびに手数料収入の変化をみてきた。

まず手数料率水準では平均して割引変化率は最小一〇%、最大三五%、中位水準二〇%前後に収まっている。この範囲内に収まったのは、この間の相場好調で儲かった投資家が多く、支払い手数料の多寡があまり気にならなかつたから、と理解した方がよいであろう。したがつて相場の変調とともに料率の下方圧力が働く可能性がある。先にも見たように手数料率の設定に際して勘案する要素は、「自社のブランド力」、「投資情報、執行力などサービスの質」、「自社のコスト構造」、「他社との比較」の四つであるが、受注シェアの動向によつては最後の「他社比較」が大きな要素を占めてくるであろう。

のことと関連して第二に、上場証券会社間でかなり差があるが、全般的みて上場証券会社の出来高シェアは低下しておらずむしろ上昇気味である。しかし、一方ではインターネットブローカーの口座数、取引件数、委託売買高は急増しており、既存証券会社からシェアを奪つていると伝えられている。たとえば、主要専業五社(DLJディレクトSFG、マネックス、日興ビーンズ、松井、Eトレード)のうち、松井、マネックス両社は

図3 「株式委託手数料十売買益」の増減



(備考) 左は株式委託手数料の増減(99年第3四半期マイナス第2四半期)。右はこれに株券等売買益増減を加えたもの。

(出所) 図1に同じ

自社の取引情報についてディスクローズしているが、それによると一〇月の自由化後の取引件数、取引高は著増しているのである。しかし松井、Eトレード両社を除く他二社は東証会員権を持つてないのであるから、その受注高は取次先の会員業者にいすれば還流し、その業者の委託売買としてカウントされてしまい、結果としてシエアがシフトしていないように見えるのである（ただしこの部分はきわめて手数料率の低い注文になるであろう）。したがつて、東証非会員のインターネット取引専業者との間で東証会員権獲得や電子取引システムの開設等の動きが現実化すると、取引シフトが今後顕在化する恐れはある。

- (1) 大和、日興の両社は昨年の組織改革により、個人向け営業は大和証券、日興証券に、機関投資家向け及び法人営業は「大和証券SBCM、日興ソロモンスミスバーニー」に、それぞれ分割されている。このうち大和は持株会社「大和証券グループ」が大和証券、大和証券SBCMを子会社としており、この二社を連結した決算報告書も公表している。
- (2) 自由化前の取引所受託準則に基づく手数料表は約定金額が高くなれば料率が通減していくものであったから、大口取引が多ければ料率水準は低く、小口取引が多ければ高くなる。
- (3) 大口になれば割引率を大きくするケースが一般的である。
- (4) もつとも日興、ビーンズは東証の会員権を持つておらず上場株券の客注を日興リテールに取り次いでいるとすれば日興リテールに数字が反映されるだろう。
- (5) この売買益には現物株だけではなくデリバティブも含まれるし、何より特定取引勘定（時価評価・取引約定基準）を採用しているところとそうでないところが混在しており、正確なインプリケーションが得られるものではないことに注意する必要がある。

FP 提携証券会社とNASD規制

伊豆 久

1 はじめに

証券会社の登録制移行にともなつて新しいタイプの証券会社が続々と誕生しているが、そのなかに、独立系のファイナンシャル・プランナー（FP）との提携によって投資信託を販売する会社が二、三見られる。⁽¹⁾ 販売活動そのものはFPに委ね、みずからはFPへの各種サービスの提供に特化する証券会社である。業務の外部委託といえど、これまでバックオフィスが中心であったが、こうした証券会社では、逆に、本体は注文の執行やコンプライアンスなどのサポート業務に徹し、営業部門をアウトソースするのである。

こうした形での証券サービスの提供は、投資家、証券会社、FP三者それぞれにこれまでにないメリットを与えることになると思われる。①投資家側からすれば、個別の金融商品を個別の金融機関の営業員から購入するのではなく、独立色の強いFPによるファイナンシャル・プランニングの中で選択できるようになる。「はじめに商品ありき」から「はじめに顧客ニーズありき」への転換を期待することができよう。②証券会社にしてみれば、投資家のそうしたニーズに応え、かつ営業コストを負担することなく営業拠点（FPの自宅、事務所）を全国に展開することが可能となる。そして③FPの側からすれば、証券商品提供への道が開かれるとともに、バックオフィス業務をアウトソースすることで、自身は顧客とのコンサルタント業務に集中できることになる。研修やコンプライアンス面で証券会社に依存できるメリットも大きいであろう。

しかし、こうしたメリットとともに、独立FPとの提携による証券サービスの提供には、証券規制上いくつかの課題が存在する。FPとの提携は、形式上、FPが証券会社の歩合外務員になると、形をとり、証券会社は、証取法・証券業協会規則上の外務員監督義務を負うことになる。しかし、提携するFPは「独立」FPなのであるから、証券会社のコンプライアンス体制がどこまで実効的かという問題が生じる。

一つは、距離の問題である。外務員登録を行う際には、登録申請書に「所属する営業所の名称」を記載しなければならず（証取法第六四条第三項）、独立FPの場合、東京にある本店が所属先となっている。しかし、提携するFPは所属営業所から遠く離れた全国各地に散在しており、それぞれの自分のオフィスあるいは自宅で仕事をする。つまり、実際の営業拠点が管理母店から距離的に離れているのであるが、このことは証券会社の外務員監督にとって障害となるないのであろうか。

もう一つは、営業所の定義に関する問題である。証券会社が当局の登録を受ける際の申請書には「本店その他の営業所の名称及び所在地」を記載せねばならず（証取法第二八条の二第一項）、すべての営業所には証券会社の業務や財産の状況を説明した書類や自己資本比率規制に関する書面を据え置き、公衆の縦覧に供する必要がある（証取法第五〇条、第五二一条第三項）など、証取法だけをとつてみても様々な規制がかることになる。そして営業所の定義については、現在、金融監督庁の事務ガイドライン（第一部一一一三）により、「登録申請書に記載する営業所とは、証券業の全部又は一部を営むために開設する一定の施設をいい、駐在員事務所、連絡事務所その他営業以外の用に供する施設は除くものとする」とされている。ここで、独立FPのケースを考えると、FP事務所での投信の販売は、明らかに「証券業の一部」であり、かつ「営業」にあたり、当該事務所は提携証券会社の営業所と言わざるをえなくなる。証券業における営業所とは何か、再検討される必要があるようと思われる。

第三に、FPは証券商品を販売するだけでなく、証券会社とは別個に、不動産や会計などに関するFPとしての業務も行うことになる。外務員は証券会社の代理人として証券業をおこなうのであるが、独立FPが外務員となる場合、投信を売る際には証券会社の代理人となり、それ以外の仕事をする際には証券会社とは関係のない一FPとして顧客に接することになる。そうした使い分けは実際のところ顧客に理解できるのだろうか。FPによる証券の販売は、相続、税金、不動産、保険など隣接する領域や商品との組み合わせの中でおこなわれるものと推測されるが、その時、自分が取引しているのが証券会社（の代理人としてのFP）なのか個人としてのFPなのか、顧客には正確に理解できない可能性がある。例えば、FPの提供するサービスや商品のすべてを当局によって規制されている証券会社によるものと誤解する危険はないのだろうか。

では、こうした独立FPによる証券商品の提供に関して、米国の証券業協会（NASD）は、どのように考えているのだろうか。証券会社と提携する独立FPは、米国ではその雇用形態から証券IC（Independent Contractor）と呼ばれている。⁽²⁾以下、NASDのIC規制を見てみよう。

3 外務員の兼業制限

まず、外務員の兼業制限についてであるが、NASD規則は、証券会社の外務員となつているものが、別の証券会社の外務員となること、証券業とは別の会社の従業員となること、自分で独自の仕事をすることを禁止してはいない。⁽³⁾しかし、外務員が所属証券会社とは関係のない仕事をする場合には会社に書面での届出が必要となる

(規則二〇三〇条)。また証券会社の側も、他社の従業員に対して金銭を支払う場合には、その従業員の雇用主の書面での同意を得なければならない(規則二〇六〇条)。この二〇六〇条は、本来、証券会社が主幹事獲得のために発行会社の担当社員に贈り物をしたり、運用会社からの注文を得るためにファンドマネジャーを買収したりといったことを防ぐためのものと推測されるが、NASDは、同条の適用は、受領者がICであったとしても同様であるとしている。つまり、A証券会社が、すでにB証券会社の外務員である者やC生命保険の営業員である者とIC契約を結んで一定の報酬を支払う場合には、B社、C社に事前の同意を得なければならないのである。

したがって、規則上可能であっても、全く関係のない別会社の従業員を外務員とするということは事実上困難である。実際に多いのは、証券会社を子会社としてもつ会社の営業員が、その証券子会社とIC契約を結ぶという場合である。会社間の同意に支障がないからである。例えば、大手生命保険の一つ、ニューヨーク生命には、一一千〇〇人の営業員(エージェント)がいるが、そのうち六二〇〇人がNASDの外務員資格をもち、ニューヨーク生命の証券子会社であるNYLIFE証券のICとなって投信や変額保険を販売している。

もう一つの兼業のケースはICによる個人ビジネスであるが、こうした兼業は広くおこなれているようである。ICの多くは、独立FPあるいは投資顧問(RIA)として顧客に各種金融サービスを提供している。証券会社にしても、自分のビジネスで十分な顧客を抱えているFPと提携しなければ意味がないのであるから、当然、兼業を認めており(むしろ奨励しており)、証券会社の同意がある以上、NASD規則二〇三〇条の兼業制限には抵触しないのである。⁽⁴⁾

4 コンプライアンス上の留意点

NASDの規則には、特にICだけを対象としたものは存在しない。逆にNASDは、①報酬形態などからICと位置づけられていても、②会員証券会社の支店から離れた場所で仕事をする者であっても、③証券会社とは別個に、保険、不動産、会計などの仕事をしたり、別会社の被雇用者であるとしても、証券会社の外務員としてNASDに登録されている限り、NASDの規則運営上は当該会員の被雇用者と見なされるとしている。つまり、証券会社は、ICであっても、通常の社員外務員と同様のコンプライアンス上の義務を負うのである。証券業に携わる者は、証券会社としてSECに登録した者が登録証券会社の監督下にある外務員しか存在せず、証券会社の外務員である以上、証券会社に一義的な監督責任があるというわけである。こうした原則を前提に、NASDは、ICとの契約による業務展開を否定も推奨もしないとしつつ、そうした証券会社に対して、とりわけ次のような点に注意すべきであると繰り返し指摘している。⁽⁴⁾

IC契約をおこなう証券会社はなによります、証券会社の外務員監督規制の内容と重要性を正確に理解する必要ある。NASD規則二〇一〇条は「個々の会員は外務員の活動を監督する手続きを作成、維持しなければならず、それは、適用される法令およびNASD規則が遵守されるよう合理的に設計されたものでなければならない。適切な監督の最終責任は会員にある」と明記している。ただ、NASD規則は手続きの整備を規定するのみで、証券会社がとるべき具体的措置を記してはいない。それは、証券会社の自主性にまかされているのである。しかしこのことは、個別証券会社の事業展開のあり方に適合したそれぞれに適切なコンプライアンス体制を独自に構築しなければならないことを意味し、規制としてはむしろ厳しい。NASDはガイドラインとして、外務員の研修、外務員との定期的かつ頻繁なコミュニケーション、帳簿検査、抜き打ちでの店舗検査、販売商品と営業方法

に関する外務員との面談、顧客との通信文書の検査、などが必要だとしているが、これらも必要条件であつて十分条件ではない。したがつて、I.Cと提携する場合には、抜き打ちでの店舗検査を繰り返し行う、顧客から苦情が寄せられた場合にはそれを警告信号とみなしてただちに調査に着手するなど、自らのビジネス特性を十分に考慮した監督手続きを作成する必要があるとしている。そして、特に問題となりやすいものとして以下の点を上げている。

まず第一に、外務員の私的な証券取引に関する問題である（NASD規則二〇四〇条）。外務員は独立した証券業者でないため、当然、証券会社の承認なく証券業を行うことはできない。しかし、外務員が、当該商品は証券ではないと誤認して特定の投資商品を販売するケースがたびたび生じているようである（例えば、リミテッド・パートナーシップの組成、販売など）。米国の証券法は、日本の証取法と異なつて、証券の定義の範囲が非常に広い。株式や債券などの通常の証券だけでなく、いわゆる投資契約にあたるものは基本的にすべて証券とみなされる。したがつて、外務員が会社の承認なく、こうした投資商品を販売した場合、外務員が未登録の独立証券業者として証券業をおこなつことになり、外務員の責任とともに、証券会社の監督責任が問わされることになるのである。

しかしI.Cの場合、既に述べたように、提携している証券会社の仕事だけでなく、個人のビジネスとして証券業に近い業務をおこなつていているケースが多い。そうした中で、I.Cもそれと意識しないまま証券を扱うことが生じやすいのである。したがつて、NASDは、I.Cが外部商品を販売する際には、それが証券にあたらなかどうか、証券会社に確認することが望ましく、証券会社の側もこうした確認を必ずおこなうようI.Cを指導すべきであるとしている。

第二に、適合性の原則の遵守である。NASD規則二三二〇条は、「証券取引を顧客に推奨する場合には、会員は、その推奨が当該顧客の示した事実に基づき顧客に適合したものであると判断するに足る合理的な根拠を有していなければならない」と定め、さらに、顧客が個人投資家で、かつ投資商品がMMF以外である場合には、注文の執行の前に、顧客の金融資産の状況や投資目的などを知るべく「適切な努力をおこなわなければならない」としている。外務員がI.Cとして、会員の支店から遠く離れたところで仕事をする場合であつても、他の規則同様、証券会社は外務員にこの規則を守らせる義務があるのである。

第三に、NASD規則二三一〇条は、投資家への配布書類に関する規制を定めており、外務員が営業に用いる広告、宣伝文書は、事前に、会員の承認を得なければならないとしている。例えばI.Cが個人ビジネスとしての税務相談のためのチラシを配る場合、それだけなら証券業とは関係がなく証券会社に監督責任は生じない。しかしそのチラシに、取り扱っている投信を紹介する文言がわずかでも入つていれば、I.Cが勝手にこうしたチラシを作成、配布することは許されない。証券会社の承認が必要となり、かつそのチラシには証券会社の名前を明記しなければならないのである。

5 おわりに

以上のように、NASDのI.C規制は、I.Cといえども、規制上、被雇用者と全く同様に証券会社の監督下になければならないのであり、かつ、証券会社はみずから事業展開に適合したコンプライアンス手続きを確立しなければならない、という考え方にもとづいている。米国が訴訟社会であるということもあって、責任の所在が明確であればそれで十分な抑止力となり、あとは証券会社の自主性に任せることが可能だということであろう。

また、ペーパーレス決済への移行やインターネットなどの情報通信技術の発達によって、営業活動が遠隔地で行われている場合であっても、顧客口座の完全なモニタリングのほか、外務員の活動のかなりの部分を本部でチケットであるようになっている点も大きい。した変化によって、金融業における物理的拠点としての店舗の意味も大きく変わっていると考えるべきであら。

しかし、独立FPによる複数業務の兼業は、それでも解決しきれない微妙な問題を提起しているように思われる。NASDの規制においては、ICOの業務を証券業とそれ以外に分離し、証券業に関する部分の責任を証券会社が負うという形になつてゐる。しかし、FPの業務の特徴は、証券会社の代理と云うよりも、顧客のコンサルタントとしての立場に立つといふにある。そのサービスを取扱商品とに業態別に分離し、それぞれの会社に責任を分担させるところだが、形式上はともかく実際問題としていかにまで可能か疑問が残るようと思われる。

より大きく考えれば、現在の金融構造の変化は金融業における「業態—商品一体型」あるいは「金融商品の製販一体型」の分解を促し、「顧客ニーズへの対応」を軸に多様な商品が多様な業態から提供される状況を生み出しつつある。そしてその最前線に位置しているのがFPであると言えるであろう。した状況において、従来の「業態—商品」別の規制体系がどうまで実効的か、検討の余地があるようと思われる。

(1) こうした業務展開が可能となつた背景の一つは、歩合外務員に対する経験年数要件と戻し率制限が緩和されたことである。この点については、「上季代司「インアベンチャント・コントラクター導入の問題点」「証研レポート」一五七二号、一九九九年八月号、参照。

(2) 米国の証券ICOについて、拙稿「米国証券会社のミリ店舗戦略とインテグレーション・コントラクター」「正協レポート」(東証正会員協会)一九九八年一月号、「ハンチングトント・コントラクターと証券規制」「証研レポート」一五五七号、一九九八年四月号、参照。

(3) 厳密には、外務員登録は、連邦レベルと州レベルの二重になつてゐるが、ほとんどの州やNASDでの登録によつて事実上、そのまま受け入れられている。ただ、なかには複数証券会社への所属を禁止してゐる州もある。日本では、外務員が複数の証券会社に所属することは法律で禁止されてゐる(証取法第六四条の一第一項)。

(4) NASDのICO規制について、NASD Notice to Members 86-65, Sep. 12, 1986; 98-38, May 1998; 99-45, June 1999 参照。#6たICOによる具体的な証券事故を検討したる件について、SEC, Release 34-38174 (In the Matter of Royal Alliances, Inc.) January 15, 1997; Release 34-40459 (In the Matter of NYLIFE SECURITIES INC., Respondent), September 23, 1998.

ユーロ導入後の上場デリバティブ市場 ～塗り変わる勢力地図～

吉川 真裕

一九九九年一月のユーロ導入に伴ってヨーロッパでは通貨統合に参加する十ヵ国の通貨交換比率が固定化され、為替変動リスクがなくなった。税制等の違いはまだ残るもの、為替変動リスクの消滅は金融市場の統合に向けての動きを加速し、金融市場の再編成がすでに進んでいます。⁽¹⁾従来は分断されていた各市場が統合されればアメリカに匹敵する規模の市場が誕生することになり、その市場を背景とした金融取引もアメリカに匹敵するものになると予想されている。先物取引所に上場されている金融デリバティブ商品は流動性を高めるために標準化されており、現物市場よりも動きがつかみやすい。そこで、以下では上場デリバティブ市場を通じてユーロ導入後の金融市場の変化を調べてみた。

あらかじめ結果を要約しておけば、①一九九九年にはアメリカにおける上場デリバティブ市場が停滞気味であるのに対してヨーロッパにおける上場デリバティブ市場は活気づいており、②ヨーロッパの中ではドイツやフランスといったユーロを導入した国での取引が拡大し、ユーロを導入していないイギリスの取引が縮小しているように見えるが、③より詳しく見ればフランスの拡大とイギリスの縮小は見かけ上のものであり、ドイツとイギリスがヨーロッパの金融市場を二分する形になっている。

1 契約数とその変化

デリバティブ市場の規模を比べる場合、通常は契約数によつて比較がおこなわれている。⁽²⁾一九九九年における各取引所での契約数を比較すると、ドイツ／イスイスのユーレックス（EUREX）が三億七九一四万契約（前年比五三%増）、アメリカのシカゴ商品取引所（CBOT）が二億五四五六万契約（前年比一〇%減）、シカゴ・オプション取引所（CBOE）が二億五四三三万契約（前年比二三%増）、シカゴ・マーカンタイル取引所（CME）が二億七七四万契約（前年比一一%減）、フランスのパリ国際金融先物取引所（MATIF）とパリ流通型オプション市場（MONEP）の合計が一億八三〇七万契約（前年比一〇五%増）、イギリスのロンドン国際金融先物・オプション取引所（Liffe）が一億一七七八万契約（前年比三九%減）であり、CBOTが初めて首位の座を明け渡し、EUREXが世界一の先物取引所になったことがわかる。そして、ユーロを導入したドイツとフランスでの増加が大きく、ユーロを導入しなかつたイギリスでの減少が著しいことも特徴と言えよう。また、アメリカではCBOEがCMEを追い越すということも生じていた。

以下では、各取引所ごとにこの内訳を詳しく調べていく。

主要先物・オプション取引所の契約総数

	1999年	対前年変化率	1998年
EUREX	379,148,639	52.7%	248,222,487
CBOT	254,561,215	-9.5%	281,189,436
CBOE	254,331,851	22.9%	206,865,991
CME	200,737,123	-11.4%	226,618,831
MATIF/MONEP	183,070,821	104.7%	89,438,514
LIFFE	117,783,881	-39.4%	194,394,159

2 アメリカ

(1) CBOT

これまで世界の先物取引所の中で契約数では首位にあったCBOTは一九九九年には契約総数で一億五四五六万一二二五契約と前年比九・五%のマイナスであった。⁽³⁾この結果、CBOTはEUREXに世界一の座をはじめて明け渡すことになったわけであるが、CBOTの主力商品であるアメリカ長期国債（Tボンド）先物とEUREXのドイツ長期国債（BUND）先物の想定元本の違いを考慮すれば、この逆転は実際に一九九八年に生じていたとも言える。⁽⁴⁾しかし、一九九九年の契約総数は一九九八年を下回ったとはいえ、歴代二番目の売買高であり、一九九八年にはロシア危機やLTCMの破綻といった国際金融市場を揺るがす事件によって売買高が膨らみ、前年比四三%も拡大したことの反動であると考えられる。

CBOTの特徴としてはTボンドをはじめとした金利関連商品が七五%，農産物が二三%のシェアを占めていることであり、農産物は前年比一・一%，株式関連商品（ダウ指数）は八・二%増加していたにもかかわらず、主力のTボンド先物が一九・八%減少していたことが取引所全体の縮小をもたらしていた。⁽⁵⁾

(2) CBOE

株式オプションを専門とする取引所として一九七三年にCBOTから分離独立したCBOEは株式市場の好調という追い風を受けて売買高を伸ばし、これまでCBOTを脅かしてきたCMEを追い越して一九九九年にはアメリカで第二位、世界第三位という地位を獲得した。ただし、取引の大半を占める個別株オプションの想定元本ないし支払代金は他の金融商品に比べると格段に小さいので、金融市场における影響力は大きくはないという点は留意する必要がある。

契約総数は一億五四三三万一八五一契約（コール一億六二一六万六七五契約、プット九二一六万五一七六契約）で前年比二二・九%増、このうち個別株オプションが一億九八〇八万六八二五契約（コール一億三八六二万三〇八契約、プット五九四六万六五一七契約）で前年比四三・〇%増加していたことが大きい。しかし、株価指数間連勝品は低迷し、S&P一〇〇オプションは一五六二万一九〇五契約（コール一二二四万四六九八契約、プット一四三七万七二〇七契約）で前年比二三・三%減、S&P五〇〇オプションは一三三三二万三八〇五契約（コール九七六万六六六二契約、プット一三五四万七一四三契約）で前年比九・三%減であった。⁽⁶⁾

CBOTの取引状況（1999年）

	契約数	構成比	対前年変化率
CBOT	254,561,215	100%	-9.5%
金利関連商品	190,996,164	75%	-12.6%
Tボンド先物	90,042,282	35%	-19.8%
農産物関連商品	59,407,848	23%	1.1%
株式関連商品	4,125,646	2%	8.2%

CBOEの取引状況（1999年）

	契約数	構成比	対前年変化率
CBOE	254,331,851	100%	22.9%
株価指数関連商品	56,245,026	22%	-17.7%
S&P100オプション	25,621,905	10%	-23.3%
S&P500オプション	23,313,805	9%	-9.3%
個別株オプション	198,086,825	78%	43.0%

(3) CME

世界で初めて金融商品を対象とした取引を導入し、長らくCBOTに次ぐ地位を占めてきたCMEもCBOTと同様に縮小し、一九九九年の契約総数は二億七三万七一一三契約と前年比一一・四%のマイナスであった。この結果、CMEはCBOEにも追い抜かれ、世界第四位に後退したわけであるが、CBOTと同様、一九九九年の契約総数は一九九八年を下回ったとはいへ、歴代一番目の売買高であり、一九九八年の三六%の拡大の反動と言えよう。

CMEの特徴はユーロドル金利を対象とした金利関連商品が六〇%、株式関連商品が二四%、通貨関連商品が一二%、農産物が四%のシェアを占めていることであり、株式関連商品は前年比九・一%増加していたが、金利関連商品で一七・〇%、通貨関連商品で一六・五%、農産物で五・二%減少していたことが取引所全体の縮小をもたらしている。主力商品ではユーロドル金利先物が九三四一万八四九八契約で前年比一四・七%減、S&P500先物が二七〇〇万三三八七契約で一四・一%減であつたが、EミニS&P500先物は一〇九五万三五五一契約で四五五・二%増であり、CMEで第四番目の商品へと急成長していった。⁽⁷⁾

3 ヨーロッパ

(1) EUREX

一九九八年にドイツのDTTBとスイスのSOFFEXが合併して誕生したEUREXは一九九九年の契約総数が三億七九一四万八六三九契約と前年比五一・七%の成長を遂げ、CBOTを追い越して世界一の先物取引所となつた。⁽⁸⁾

EUREXの特徴はBUNDを中心とした長期金利関連商品が六五%、株価指数関連商品が一七%、個別株オプションが一七%、短期金利関連商品が一%のシェアを占めていることであり、一九九九年にはそれぞれ前年比七四・三%、四四・三%、六・三%、二七三・四%の成長を遂げていた。主力商品ではBUND先物が一億四四一五万八〇四〇契約で前年比六〇・四%増、ドイツ中期国債(BOBL)先物が五一九五万五一六三契約で六四・〇%増、DAXオプションが三二六一万三七八三契約で八・九%増、BUND先物オプションが二六七三万九七三〇契約で二九一・七%増、ドイツ短期国債(SCHAZT)先物が一九六四万七三三九契約で九五・六%増、DAX先物が一二八七万六九八二契約で八五・六%増であり、軒並み主力商品が成長していることがわかる。⁽⁹⁾

ところで、これらの数字を正確に理解するためにはユーロ導入に伴う

EUREXの取引状況（1999年）

	契約数	構成比	対前年変化率
EUREX	379,148,639	100%	52.7%
長期金利関連商品	245,630,053	65%	74.3%
BUND先物	144,158,040	38%	60.4%
株価指数関連	65,608,942	17%	44.3%
DAX先物	12,876,982	3%	85.6%
DAXオプション	32,613,783	9%	8.9%
個別株オプション	64,805,177	17%	6.3%
短期金利関連商品	3,104,457	1%	273.4%

CMEの取引状況（1999年）

	契約数	構成比	対前年変化率
CME	200,737,123	100%	-11.4%
金利関連商品	120,180,904	60%	-17.0%
ユーロドル金利先物	93,418,498	47%	-14.7%
株価指数関連商品	48,065,981	24%	9.1%
S&P500先物	27,003,387	13%	-14.1%
通貨関連商品	23,971,347	12%	-16.5%
農産物関連商品	8,518,891	4%	-5.2%

契約単位の変更を見逃すことができない。同じ金額の取引でも契約単位が各国通貨建てからユーロ建てに変更された際に想定元本の変更があれば異なる契約数となるからである。EUREXの長期金利対象商品の場合、ドイツ国債関連商品は想定元本が二五万マルクから一〇万ユーロに変更され、一二万七八二三ユーロから一〇万ユーロへ想定元本が変更されていることになり、二七・八%の増加は契約単位の変更に伴う想定元本の変化に基づいていることになる。同様にして、DAX先物では契約単位が指数の一〇〇マルク倍から指数の二五ユーロ倍に変更され、乗数が五一・一二九一九ユーロから二五ユーロに変更されていることになり、一〇四・五%の増加は想定元本の変化に基づいていることになり、DAXオプションでは契約単位が指数の一〇マルク倍から指数の五ユーロ倍に変更され、乗数が五・一一九一九ユーロから五ユーロに変更されることになり、二・三%の増加は想定元本の変化に基づいていることになる。

しかし、この想定元本の変更に伴う調整をしてみても主力商品の中で減少しているのはDAX先物だけであり、長期金利関連商品はいずれも二桁以上の成長を遂げていることがわかる。さらに、株価指数関連商品ではユーロ導入国の優良銘柄を集めたユーロSTOXX50先物は五三四万一八六四契約で前年比一三五八%拡大しており、売買代金ではヨーロッパ第七位、建玉代金ではヨーロッパ第四位の株価指数先物に成長していることは特筆すべきことである。⁽¹⁹⁾

(2) LIFFE

LIFFEは一九九〇年代に入つてBUND先物やユーロマルク金利先物の急成長によってCBOTやCMEに迫る勢いであったが、一九九七年後半から主力商品のBUND先物がDTB（現EUREX）に流出し、一九九八年にはEUREXにヨーロッパ首位の座を明け渡している。⁽²⁰⁾一九九九年の総契約数は一億一七七八万三八八一契約で、前年比三九・四%の減少であり、一九九八年に続いて二年連続の減少となつた。

LIFFEの特徴はヨーロッパ銀行間金利（EURIBOR）を中心とした短期金利関連商品が七一%、株式関連商品が一六%、長期金利関連商品が九%、商品関連が四%のシェアを占めていることであり、一九九九年には株式関連商品は前年比二三・〇%、商品関連は九・八%増加していたが、長期金利関連商品は七七・一%、短期金利関連商品は三四・四%減少していた。主力商品ではEURIBOR先物が三五六五万七六九〇契約で前年比四九・一%減、ポンド金利先物が二七二七万二五五九契約で一九・二%減、FTSE100先物が八七〇万四五七四契約で二五・二%増、イギリス国債先物が八四二万一五三三契約で二六・一%減、ポンド金利先物オプションが六四五万一六八〇契約で一二・二%減、ユーロスイスフラン金利先物が五九五万六七九七契約で一九・三%減増があり、FTSE100先物を除いては主力商品が減少していることがわかる。⁽²¹⁾

LIFFEの取引状況（1999年）

	契約数	構成比	対前年変化率
LIFFE	117,783,881	100%	-39.4%
短期金利関連商品	83,724,681	71%	-34.4%
EURIBOR先物	35,657,690	30%	-49.2%
株式関連商品	18,337,956	16%	23.0%
FTSE100先物	8,704,574	7%	25.2%
長期金利関連商品	10,801,256	9%	-77.2%
英長期国債先物	8,421,533	7%	-26.2%
商品関連	4,914,604	4%	9.8%

イギリスはユーロを導入しておらず、イギリス関連商品に契約単位の変更はみられないが、最大の商品であるEURIBOR先物はユーロ建ての商品であり、マルク建てのユーロマルク金利先物とリラ建てのユーロリラ金利先物から取引が移行しているものと考えられる。ユーロマルク金利先物の想定元本は一〇〇万マルク、ユーロリラ金利先物の想定元本は一〇億リラ、EURIBOR先物の想定元本は一〇〇万ユーロであるからユーロリラ金利先物の想定元本は一九五五八三マルクヨーロッパの主要金融市場の一角であることがわかる。

一九五五八三マルクヨーロッパの主要金融市場の一角であることがわかる。

二九二ユーロから一〇〇万ユーロに、ユーロリラ金利先物では五万六四五七ユーロから一〇〇万ユーロに想定元本が変更されることになり、それぞれ九五・六%と九三・六%の減少は契約単位の変更に伴う想定元本の変化に基づいていることになる。この数字を考慮すると、EURIBOR先物のユーロマルク金利先物では五万一千六百四十五ユーロから一〇〇万ユーロに想定元本が変更されることになり、それぞれ九五・六%と九三・六%の減少は契約単位の変更に伴う想定元本の変化に基づいていることになる。この数字を考慮すると、EURIBOR先物のユーロマルク金利先物では五万一千六百四十五ユーロから一〇〇万ユーロに想定元本が変更されることになり、それぞれ九五・六%と九三・六%の減少は契約単位の変更に伴う想定元本の変化に基づいていることになる。この数字を考慮すると、EURIBOR先物のユーロマルク金利先物では五万一千六百四十五ユーロから一〇〇万ユーロに想定元本が変更されることになり、それぞれ九五・六%と九三・六%の減少は契約単位の変更に伴う想定元本の変化に基づいていることになる。この数字を考慮すると、EURIBOR先物のユーロマルク金利先物では五万一千六百四十五ユーロから一〇〇万ユーロに想定元本が変更されることになり、それぞれ九五・六%と九三・六%の減少は契約単位の変更に伴う想定元本の変化に基づいていることになる。この数字を考慮すると、EURIBOR先物のユーロマルク金利先物では五万一千六百四十五ユーロから一〇〇万ユーロに想定元本が変更されることになり、それぞれ九五・六%と九三・六%の減少は契約単位の変更に伴う想定元本の変化に基づいていることになる。この数字を考慮すると、EURIBOR先物のユーロマルク金利先物では五万一千六百四十五ユーロから一〇〇万ユーロに想定元本が変更されることになり、それぞれ九五・六%と九三・六%の減少は契約単位の変更に伴う想定元本の変化に基づいていることになる。この数字を考慮すると、EURIBOR先物のユーロマルク金利先物では五万一千六百四十五ユーロから一〇〇万ユーロに想定元本が変更されることになり、それぞれ九五・六%と九三・六%の減少は契約単位の変更に伴う想定元本の変化に基づいていることになる。この数字を考慮すると、EURIBOR先物のユーロマルク金利先物では五万一千六百四十五ユーロから一〇〇万ユーロに想定元本が変更されることになり、それぞれ九五・六%と九三・六%の減少は契約単位の変更に伴う想定元本の変化に基づいていることになる。この数字を考慮すると、EURIBOR先物のユーロマルク金利先物では五万一千六百四十五ユーロから一〇〇万ユーロに想定元本が変更されることになり、それぞれ九五・六%と九三・六%の減少は契約単位の変更に伴う想定元本の変化に基づいていることになる。この数字を考慮すると、EURIBOR先物のユーロマルク金利先物では五万一千六百四十五ユーヽ

(3) MATIF/MONEP

MATIFは一九八六年に誕生し、主力商品であったフランス長期国債先物の隆盛によつて一時はヨーロッパ最大の先物取引所となつたこともあつたが、一九九四年をピークにして取引は減少に転じており、MONEPは一九八七年にパリ証券取引所の株式オプション市場として誕生し、一九九七年にMATIFがパリ証券取引所の子会社となつたことにより、株価指数先物を譲り受けた。しかし、MATIFで株式関連以外の商品が縮小して

いることから統計上は株価指数先物は引き続きMATIFの商品としても取り扱われている。

一九九九年におけるMATIFとMONEPを合わせた契約総数は一億八三〇七万八二二契約であり、前年比一〇四・七%の拡大であり、成長率ではEUREXをも上回っている。MATIF/MONEPの特徴はCAC40オプションを中心とした株式関連商品が九五%（株価指数関連商品五八%、個別株オプション三七%）、金利関連商品が五%のシェアを占めていることであり、一九九九年には株式関連商品は前年比二二一・七%、農産物関連商品は三二・一%増加していたが、金利関連商品は六八・六%減少していた。主力商品ではCAC40オプションが八三七六万一一二〇契約で前年比九六五・六%増、CAC40先物が二一九万八五三四契約で二九・五%増、長期国債先物が六一二万六九四六契約で七三・四%減、EURIBOR先物が二九六万八二七四契約で四四・一%減であり、株式関連商品の拡大と金利関連商品の縮小が非常に極端である。⁽¹³⁾

CAC40オプションの異常な拡大からも予想できるように、MATIF/MONEPでもユーロ導入に伴う契約単位の変更がおこなわれており、EUREXやLIFFEの場合と同様に状況を正しく理解するた

MATIFとMONEPの取引状況 (1999年)

	契約数	構成比	対前年変化率
MATIF/MONEP	183,070,821	100%	104.7%
株式関連商品	173,746,764	95%	222.7%
CAC40先物	21,298,534	12%	29.5%
CAC40オプション	83,761,220	46%	965.6%
金利関連商品	9,133,160	5%	-68.6%
仏独長期国債先物	6,126,946	3%	-73.4%
EURIBOR先物	2,968,274	2%	-44.1%
農産物関連商品	190,897	0%	32.1%

めには調整をおこなうことが不可欠である。最大の商品であるCAC四〇オプションとCAC四〇先物の想定元本はともに指数の二〇〇フラン倍であったが、一九九八年七月からは指数の五〇フラン倍へと四分の一に変更され⁽²⁴⁾、一九九九年一月からはそれぞれ指数の一ユーロ倍と一〇ユーロ倍に変更されている。指数の五〇フラン倍として一ユーロ＝六・五五九五七という公定相場で換算すると、CAC四〇オプションの乗数は七・六一四五ユーロから一ユーロに、CAC四〇先物の乗数は七・六一四五ユーロに想定元本が変更されていることになり、それぞれ六六一・五%の増加と三一・二%の減少は契約単位の変更に伴う想定元本の変化に基づいていることになる。さらに、五〇フラン倍と比較すると一九九八年の契約数は過小評価されているはずであるから一九九八年の取引が前半と後半で同じ金額であったと仮定し、一・六（＝五分の八）倍すると六〇%の過小評価がおこなわれていることになり、この数字を考慮すると、CAC四〇オプションで一一九・九%、CAC四〇先物で一一・九%の増加はこうした変更に基づいていることがわかる。同様にして、長期国債先物では想定元本が五〇万フランから一〇万ユーロに、EURIBOR先物では想定元本がパリ銀行間金利（PIBOR）先物の五〇〇万フランから一〇〇万ユーロに変更されており、ともに二一・二%の減少は想定元本の変化に基づいていることになる。

こうしてみると、MATIF/MONEPが一〇四・七%の成長を遂げたというのは契約単位の変更によるところが大きく、CAC四〇先物とCAC四〇オプションはユーロ導入に伴う想定元本の変更を考慮しても増加しているが、一九九八年の取引状況によつては実際には減少していたかもしれません。長期国債先物・EURIBOR先物といった主力商品は想定元本の変更を考慮しても減少している。しかも株式関連商品が増えたといつてもヨーロッパ総合株価指数関連商品の規模はEUREXに比べて小さく、パリ市場はヨーロッパの主要金融市場から

大きく後退したと言えそうである。

4 展望

ユーロ導入後の主要先物取引所の状況を一見すると、ユーロを導入したドイツとフランスで取引が増え、ユーロを導入していないイギリスでは取引が減り、アメリカはやや後退したように見えるが、細かく見ればイギリスとアメリカはそれほど深刻な状況ではなく、むしろ表面的には拡大しているフランスの方が深刻な事態に直面しているようである。他方、契約単位の変更に伴う拡大を割り引いてもドイツのEUREXは一人勝ちに近い状況にあるわけであるが、今後もこうした傾向が続くのであろうか。そこで、人口やGDPの規模でほぼ等しくなつたヨーロッパ全体とアメリカを比較することで今後の展開を占つてみよう。

まず、金融市场の成長余力を比較するために、CBOT、CME、CBOEというアメリカの三つの取引所の契約総数の合計とEUREX、LIFFE、MATIF/MONEPというヨーロッパの先物取引所の契約総数の合計を比較してみよう。アメリカの三取引所の契約総数の合計は七億九六三万一八九契約、ヨーロッパの三取引所の契約総数の合計は六億八〇〇万三三四一契約でほぼ拮抗しており、経済通貨統合によるヨーロッパの拡大余地はそれほど大きくなはないように見える。

次に、各商品分類ごとに分けてみると、短期金利関連商品ではアメリカ（CMEの金利関連商品）で一億二〇一八万九〇四契約、ヨーロッパで八九七六万二〇三三契約であり、ヨーロッパに三割程度の拡大余地が残されているよう見える。長期金利関連商品ではアメリカ（CBOTの金利関連商品）で一億九〇九九万六一六四契約、ヨーロッパで二億六二五五万八二五五契約であり、アメリカに三割程度の拡大余地があるようである。株価指数

関連商品ではアメリカで一億八四三万六六五二契約、ヨーロッパで一億一一一七万五六七四契約であり、ヨーロッパはすでにアメリカを上回っている。個別株オプションではアメリカ(CBOE)で一億九八〇八万六八一五契約、ヨーロッパで一億三一六四一万七九八八契約であり、アメリカがヨーロッパを五割以上上回っており、CBOT以外のオプション取引所、とりわけアメリカン証券取引所(AMEX)を含めていないことやMONEXの取引単位が小さいことはほとんど影響していない。他方、農産物等商品ではアメリカで六七九一一万六七三九契約、ヨーロッパで五一〇万五五〇一契約であり、ヨーロッパには一一倍以上の拡大余地があるとも考えられる。⁽¹⁵⁾

次に、各商品分類の主力商品を比較すれば、短期金利関連商品ではアメリカ(CME)を含めていないことやMONEXの取引単位が小さいことはほとんど影響していない。他方、農産物等商品ではアメリカで六七九一一万六七三九契約、ヨーロッパで五一〇万五五〇一契約であり、ヨーロッパには一一倍以上の拡大余地があるとも考えられる。

(31)

ヨーロッパ(EURIBOR)先物には一倍以上の拡大余地があるものとも考えられる。長期金利関連商品ではアメリカ(CBOT)のTボンド先物が九〇〇四万二三一八一契約、ヨーロッパ(EUREX)のBUND先物は一億四四

一五万八〇四〇契約であり、Tボンド先物に拡大余地が考えられる。株価指数関連商品ではアメリカ(CME)のS&P五百〇〇先物が一一七〇〇万三三八七契約、ヨーロッパ(EUREX)のDAX先物が一一一八七万六九八一契約であり、ヨーロッパでは総合株価指数の拡大余地が非常に大きいと言えよう。

最後に、以下した比較も考慮してヨーロッパ市場の展望をまとめよう。長期金利関連商品ではEUREXのBUND先物を中心としたドイツ国債関連商品が他の商品にとって替わられるとは考えられない。しかし、短期金利関連商品ではヨーロドル金利先物に比べてEURIBOR先物に拡大余地が大きいだけに、BUND先物で生じたようなEUREXからのEUREXへのシフトがあり得ないとは言えないだろう。株価指数関連商品ではヨーロッパ総合株価指数においてEUREXがリードしているが、イギリスがヨーロを導入すれば指數の組み替えは避けられず、EURIBOR先物以上に拡大余地が大きいだけにEUREXにも可能性がないわけではない

と見てよい。

注

(1) ヨーロ導入後のヨーロッパにおける金融市場の状況については、拙稿「ヨーロ導入後のヨーロッパ金融・資本市場」(『証券経済研究』第一二一号、一九九九年九月)を参照。

(2) 現物市場とデリバティブ市場を比べる場合には現物での取引にすればこれだけの取引になるという意味で想定元本が用いられるが、原資産の性質の異なるデリバティブ商品(レート)を想定元本で比較する」とは稀である。価格変動に伴うリスクという観点からすればリスクを数値化するというのが最も合理的であり、店頭デリバティブ市場では再構築コストが用いられることがある。しかし、上場デリバティブ市場ではもともと規模を比較するためにリスク調整した金額を計算するという作業は行われておらず、伝統的に取引状況を把握する立場から契約数による比較がおなわれている。

(3) CBOT, "CBOT 1999 Volume at 254, 561, 215 contracts", Press Release, 4 January 2000 (<http://www.cbot.com/exchange/news/20000104.html>)

(4) Tボンド先物の想定元本は一〇万ドル、ヨーロ導入前のヨーロ先物の想定元本は一五万マルクであり、想定元本ペースではTボンド先物の売買高は一九九五年で一一・一兆ドル、一九九六年で一一・一兆ドル、一九九七年で一四・一兆ドル、一九九八年で一六・六兆ドル、EUREXにおける売買高を合わせたヨーロ先物の売買高は一九九五年で九・三兆ドル、一九九六年で一一・三兆ドル、一九九七年で一四・五兆ドル、一九九八年で一九・五兆ドルであり、

一九九六年以降EURO先物の売買高は、EURO先物の売買高を追いつけて伸び、現在ではEUROEX上場が流出した一九九八年時点でも実質的には逆転現象があつたものとみられる。Robert N McCauley, "The euro and the liquidity of European fixed income markets" in BIS Committee on the Global Financial System *Market Liquidity Research*

Findings and Selected Policy Implications, 3 May 1999

中国の証券会社経営について

王 東明

1 はじめに

前回の「証研レポート」は、近年の中国証券業界再編の動きを紹介し、証券会社経営の状況および問題点を見(1)てきた。現在のところ、金融業界は「銀証分離」の原則に基づいて、銀行、証券、保険、信託の業界間に垣根をつくり、業務分野の棲み分けが進められている。また、証券業界では過度競争を避け、リスク管理を強化するため、証券会社を「総合類」と「プローカー類」に二分類し、「免許制」の下で分類経営と分類管理の体制を確立しつつあり、無秩序な状況から秩序ある競争へと環境整備が急がれている。

しかし、現段階では、各証券会社は「規模の経済」を求める以外に、各業務分野において、はつきりとしたサービスや経営の特色をまだ出していない。今後、「証券法」(九九年七月一日から施行)に基づいて、分類経営と分類管理の下で証券業界の競争図はどのように変わつてゆくのか、かつての日本のような「四社寡占」の体制が形成されるのか、また、各証券会社がさまざまな業務分野に特化し、モルガン・スタンレーのような投資銀行、メリルリンチのような資産管理サービスの面で特色を持つ証券会社などが現われてくるのかが注目されるところであろう。

本稿では前回十分に検討できなかつた九八年度の証券会社の状況を紹介し、近年の状況と合わせて、資産・利益、株式引受および売買などの業務内容から証券会社競争の状況を整理し、業界再編後の現況、証券会社経営の(2)⁽³⁾であります。

在り方および問題点を検討してみたい。

2 資産状況

中国証券業協会が発表した九八年度の証券会社ランクイン⁽⁴⁾を見ると、幾つかの変化が見られる。まず証券会社の業績と経営状況をより正確に反映するため、九八年度のランクイン項目は九七年度と比べて幾つかの変更があつた。それは総資産から純資産へ、「純利益」(税引後利益)から「利益総額」(税引前利益)へ、A株引受金額から株式引受け金額(A株、B株、増資)へと項目変更があつた。

九八年度純資産の資料を見ると(表

1)、申銀万国証券の純資産は二四億元でトップになつた。君安証券は九七年度の総資産第一位(一七五億元)であ

表1 中国証券会社の純資産と税引前利益のランキング
(1998年)

順位	会社名	純資産(億元)	会社名	税引前利益(億元)
1	申銀万国証券	24.00	国泰証券	7.35
2	君安証券	18.64	申銀万国証券	5.85
3	国信証券	17.47	広發証券	4.79
4	海通証券	16.68	光大証券	4.63
5	国泰証券	15.59	海通証券	4.30
6	南方証券	15.39	国信証券	4.15
7	国通証券	15.08	江蘇証券	3.72
8	広發証券	14.59	中信証券	3.65
9	華夏証券	12.38	君安証券	2.91
10	光大証券	11.95	上海財政証券	2.69
11	聯合証券	11.70	華夏証券	2.48
12	江蘇証券	11.67	国通証券	2.31
13	中信証券	11.61	南方証券	1.98
14	上海財政証券	10.99	四川省証券	1.71
15	東方証券	10.74	大鵬証券	1.52
16	北京証券	10.11	北京証券	1.41
17	廣東証券	9.99	湖南証券	1.29
18	平安証券	6.86	聯合証券	1.04
19	大鵬証券	6.28	平安証券	1.03
20	浙江証券	5.36	廣東証券	1.00
合計		257.08		59.81

注:四捨五入計算。

(出所)「中国証券報」、1999年4月20日より作成。

つたが、九八年度は純資産のランク二位（一八・六四億元）であった。逆に、九七年度の純資産ランク三位の国信証券（四五億元）、十位の国泰証券（五一億元）は九八年度各々純資産三位（一七億元）、五位（一五億元）に躍進した。⁽⁵⁾

この二年間、各社の純資産と純資産の変化を見ると、純資産一〇〇億元を超える会社は君安証券、申銀万国証券、南方証券、華夏証券、海通証券の五社であった。但し、純資産のうち顧客からの預り金（預り保証金）などが含まれているため、純資産から見れば、一五億元を超えるのは申銀万国証券、君安証券、国信証券、海通証券、国泰証券、南方証券、国通証券の七社であった。一方、九七年度純資産四位の華夏証券は、九八年度純資産では九位（一一億元）にまで下がった。そして、九九年八月に業界の再編で誕生した最大の証券会社——国泰君安証券（資本金三七億元）は二〇〇億元余りの純資産を持ち、二位の申銀万国証券（九八年度・資本金一三・二亿元、総資産一九〇億元）との差をつけた。今後、資産面においては、純資産十億元を超える一五社前後の間で競争を展開することになるであろう。

また、資本金について、「総合類」証券会社の最低登録資本金が五亿元以上と規定された。⁽⁷⁾それをクリアしない証券会社は証券の引受、自己売買などの業務に参入出来ず、その業務範囲は「ブローカー類」の証券会社（最低登録資本金・五千万元以上）に限定されている委託売買業務のみになり、競争に不利になるであろう。そのため、九九年以降、一連の証券会社の吸收・合併および増資などの業界再編が急ピッチで進められた。⁽⁸⁾

現在のところ、「総合類」証券会社の最低登録資本金の条件をクリアした会社は二〇社前後である（表2）。これららの会社の間では今後、証券の引受と自己売買などの業務をめぐる競争が激しくなるであろう。また現時点では、国泰君安証券は資金の面と株式引受（九八年度新規上場引受株数の一六%前後を占める）などの業務において

て、比較的優位であることは言うまでもない。そして、引

受業務については「証券法」

が施行される前の段階では、

引受業務の資格を持つ会社は

一五〇社前後あり、実際に、

引受業務の七〇%ないし八

〇%の市場シェアが上位の約

二〇社に集中し、引受業務の

「二〇社体制」を確立しつつあ

り、残る大部分の会社は引受

業務が獲得できない状況であ

つた。⁽¹⁰⁾従つて、「証券法」の施

行は株式引受などの業務にお

けるこのように「二〇社体制」の確立を促進したと言えよう。

表2 業界再編後の証券会社の状況

社名 (所在地)	資本金 (億元)	営業所 (箇所)	従業員 (人)	予定
国泰君安証券股份有限公司（上海市）	37.3	118	5,200	
海通証券証券有限公司（上海市）	30	90	1,700	
国通証券有限責任公司（深圳市）	22	18	500	
中信証券有限責任公司（北京市）	21	27	867	
国信証券有限責任公司（深圳市）	20	13	600	
天同証券有限責任公司（山東省）	18.4	68	2,500	
広発証券有限責任公司（広東省）	16	40	1,200	
大鵬証券有限責任公司（深圳市）	15	20	300	
申銀万国証券股份有限公司（上海市）	13.2	108	3,000	
西南証券有限責任公司（重慶市）	11.2	N	N	
湘財証券有限責任公司（湖南省）	10.02	14	730	
華夏証券有限公司（北京市）	10	93	3,000	
中国南方証券有限公司（深圳市）	10	70	3,000	
聯合証券有限責任公司（深圳市）	10	42	1,500	増資：30億元
東方証券証券有限責任公司（上海市）	10	31	1,000	
長江証券有限責任公司（湖北省）	10	12	700	
北京証券有限責任公司（北京市）	8.5	7	149	
江蘇証券股份有限公司（江蘇省）	8.5	27	700	
廣東証券股份有限公司（広東省）	8	40	1,200	
長城証券有限責任公司（深圳市）	8	13	N	
福建興業証券公司（福建省）	6	14	530	
光大証券有限責任公司（北京市）	5	33	1,000	
上海財政証券有限責任公司（上海市）	5	30	900	
合計	313.12	928	30,276	

注：営業所、従業員数については、国泰君安証券、湘財証券および天同証券が最近のデーターであり、他の証券会社は99年以前の数字である。

（出所）上海証券取引所「上市公司」、2000年2月号、20頁。「証券市場導報」、1999年5月号、27頁、98年6月号、48頁。「中国証券報」、Web Sideなどより作成。

3 利益状況

九八年度「利益総額」(税引前利益)を見ると(表1)、九七年度「純利益」(税引後利益)で八位(一・九八億元)であった国泰証券は、九八年度の税引前利益のトップ(七・三五億元)になつた。また、九七年度「純利益」十位以下であつた広発証券と光大証券は、九八年度税引前利益がランディングの三位、四位に大きく伸びた。逆に、九七年度「純利益」⁽¹¹⁾一位(七・四一億元)の君安証券は、九八年度税引前利益の九位(二・九一億元)にまで落ち、下げる幅が大きい。もちろん、君安証券のケースは経営者の不正事件、投資ロス及び軍ビジネスの禁止令の影響があつたので、損失が大きく、止むを得ず、九九年八月に国泰証券に合併された。

証券会社の利益をめぐる競争は、そもそも九四年と九五年の時点で、税引前利益(利潤総額)のトップが万国証券(五・二八億元)と華夏証券(一・三九億元)であつた。特に、株価低迷の九五年では、華夏証券は税引前利益、証券売買代金(四九四・八九億元)、営業収入(一一・二三億元)という三つの項目でランディングの一位になり、勝ち組であった。⁽¹²⁾しかし、九七年と九八年の二年間では税引後利益の一三位、税引前利益一位にまで下がり、経営の改善が図られている。このように近年では、利益ランディングトップの入れ替わり(万国証券→華夏証券→君安証券→国泰証券)が激しいことがわかる。

4 株式引受主幹事の獲得をめぐる競争

表3、表4、表5は九八年度上位証券会社の新規上場および増資の引受主幹事ランディングを示すものである。株式引受(A株、B株の新規上場および増資)の件数について、南方証券(二五社)が第一位であり、二年連続でトップを守つた。続いて、国泰証券、君安証券、国信証券の三社は同数の引受件数(二三社)であった。一方、

九七年度株式引受ランディング第一位の申銀万国証券(三三件)は、九八年度で六位(一五件)にまで落ちた。そして、株式引受金額、新規上場主幹事、新規上場株式数、資金調達額とその市場シェアという項目について、国泰証券が単独トップで全国第一位になつた。近年、主幹事の獲得をめぐる競争が主に申銀万国証券、君安証券、南方証券、国泰証券、華夏証券、中信証券、広発証券、海通証券、光大証券、国信証券といった○社の間で展開し、市場シェアの五割前後を占め、混戦の状態である。

ここで国泰証券と君安証券の合併はいわゆる「強強連合」を実現した。二社を合わせた市場シェアは、九八年の新規上場株数が全体の一六%(二三三億株)、株式引受による資金調達額は全体の二二二%(一六五億元)、九七年の引受主幹事の件数は全体の一八%⁽¹⁵⁾、九六年の引受主幹事の件数は全体の二二一%であり、九六年から九八年までの三年間を合わせた二社の資料を見ても、A株の引受件数は一〇四社で、全体の二二%、

表3 株式引受主幹事のランディング

(1998年)

会社名	引受主幹事(件数)	会社名	引受金額(億元)	会社名	新規上場引受主幹事(件数)	会社名	新規上場引受株式数(億株)	市場シェア(%)
南方証券	25	国泰証券	102.56	国泰証券	15	国泰証券	12.98	9.14
国泰証券	23	南方証券	69.00	君安証券	14	君安証券	10.33	7.27
君安証券	23	国信証券	63.57	申銀万国	11	申銀万国	8.75	6.16
国信証券	23	申銀万国	61.28	広発証券	9	中信証券	7.85	5.52
広発証券	16	広発証券	55.80	国信証券	8	広発証券	5.48	3.85
申銀万国	15	中信証券	54.63	南方証券	5	南方証券	5.30	3.73
光大証券	12	華夏証券	46.81	中信証券	4	華夏証券	4.55	3.20
大鵬証券	12	君安証券	37.50	湖北証券	4	光大証券	3.50	2.46
海通証券	10	光大証券	36.78	華夏証券	4	国信証券	3.36	2.37
華夏証券	9	長城証券	21.29	長城証券	3	長城証券	2.25	1.58
		海通証券	20.29	国通証券	3			
		国通証券	19.43	湘財証券	3			
		大鵬証券	16.39	安徽省国投	3			
合計	168		605.33		86		64.35	45.28

注: 1、四捨五入計算。

2、株式引受とはA株・B株・増資の引受を指す。

(出所)「中国証券報」、1999年2月6日。4月20日より作成。

表4 増資の引受主幹事のランキング
(1998年)

会社名	引受主幹事 (会社数)	会社名	引受株式数 (億株)
南方証券	20	南方証券	68.52
国信証券	15	光大証券	41.07
大鵬証券	11	君安証券	40.93
光大証券	10	中国電力信託	40.90
海通証券	9	国信証券	39.35
君安証券	9	海通証券	28.90
国泰証券	8	大鵬証券	27.94
広發証券	7	国泰証券	26.29
中国人保信託	7	中国人保信託	20.33
福建興業証券	6	広發証券	18.72
合計	102		352.95

注:四捨五入計算。
(出所)「中国証券報」、1999年2月6日より作成。

B株の引受件数は一二社で、全体の二二六%であり、株式引受市場の全国第一位になることがわかる。⁽¹⁷⁾このように合併後の國泰君安証券は株式引受業務の一割前後を占め、一社だけの市場集中度はメリルリンチとほぼ同じであり、今後、「中国のメリルリンチ」、「中国の野村」に成長するかどうか、が注目されるところであろう。

しかし、主幹事の獲得をめぐる競争は前回の「証研レポート」(No.1578)でも指摘しているように、一部の証券会社が主幹事を獲得するため、アンフェアな手数料の引き下げやあるいは手数料の一部を企業にリベートするなどの過度競争の現象も起り、このような「非市場的要素」が公平な市場競争を脅かすことが問題視されている。

5 株式の売買と営業サービス網

九八年度の株式売買状況は表5が示しているように、申銀万国証券(第一位)、南方証券(第二位)、君安証券(第三位)といふ順になっており、三社とも売買代金一、〇〇〇億元を超える各々市場シェアの九%前後を持つていて。また、売買代金一、

〇〇〇億元を超える証券会社は華夏証券などの四社があり、以上の七社で株式売買市場シェアの半分を占める。近年の流通市場を見ても、国債を含めた証券売買代金(九六年、九七年)はいずれも申銀万国証券(第一位)、華夏証券(第二位)、君安証券(第三位)という順になつており、その他に、海通証券、南方証券もランディングの五位以内に入った。売買面において、この王社が比較的強い。⁽¹⁸⁾

営業所数を見れば(表5)、現在のところ、合併後の國泰君安証券が一一八箇所でトップになつたが、その次に、申銀万国証券は一〇八箇所、華夏証券は九三箇所、海通証券は九〇箇所、南方証券は七〇箇所といふ順であり、営業所数の多い証券会社はその売買代金も多いことがわかる。従業員数も同じような傾向が示される(表5)。現在、従業員数三、〇〇〇人を超える証券会社は四社(國泰君安証券・五、一〇〇〇人、申銀万国証券、華夏証券、南方証券・三、〇〇〇人前後)あり、今後、証券売買における大手「四社体制」ないし「五社体制」がそのまま形成されるかどうかが関心を集めることであろう。

表5 エクイティ・ファイナンスと株式売買のランキング
(1998年)

会社名	引受主幹事の資金調達額(億元)	市場シェア(%)	会社名	株式売買代金(億元)	市場シェア(%)
国泰証券	85.91	11.91	申銀万国	2,084.53	8.85
君安証券	79.19	10.97	南方証券	2,013.28	8.55
南方証券	64.06	8.88	君安証券	2,000.13	8.50
中信証券	48.09	6.66	華夏証券	1,774.88	7.54
国信証券	47.65	6.60	海通証券	1,451.08	6.16
申銀万国	46.85	6.49	広發証券	1,241.93	5.27
広發証券	39.22	5.44	国泰証券	1,213.50	5.15
光大証券	36.78	5.10	光大証券	872.58	3.71
華夏証券	26.71	3.70	聯合証券	787.54	3.34
海通証券	19.20	2.66	信達信託	764.08	3.25
合計	493.66	68.41		14,203.53	60.32

注:四捨五入計算。
(出所)「中国証券報」、1999年2月6日。中国証券監督管理委員会編「中国証券期貨統計年鑑」、99年版、30頁より作成。

「証券法」が施行された後、信託投資会社の証券部門も「証券と銀行、保険、信託の分離」という原則の下で、分類経営と分類管理に基づいて、独立ないし統合と分類管理による運命になるであろう。そもそも信託投資会社は証券業務を副業として位置付けており、九八年末現在、証券業務を兼営する信託投資会社は二三七社あり、少なくとも全国二、四〇〇余りの営業所のうちの六割以上が信託投資会社の証券営業所であった。⁽²⁰⁾

信託投資会社の証券部門は営業所が多いという利点があり、現在、株式の売買に力を入れている。表6が示しているように、九八年度上位信託投資会社二〇社のA株売買代金は七、一〇〇億元に達し、この数字は上位証券会社三社の株式売買

代金（六、〇〇〇億元）を超えている。特に、近年、大部分の信託投資会社は信託業務の本業が、なかなかうまく行かず、経営難に陥り、九七年の広東国際信託投資会社（G-I-T-I-C）の乱脈経営による経営破綻に象徴されているように、信託投資会社の経営体制が問題視されるようになつた。その意味で、証券部門の営業収入は信託投資会社の大きな収益源であり、今後の証券部門の統廃合はこの収益源がなくなることを意味し、一部の信託投資会社に大きな打撃を与える、経営がさらに厳しくなるであろう。

信託投資会社証券部門の株式引受業務は制限されているため、大きな伸びを見せていない。上位二〇社九八年の引受金額は約一二五億元であり（表6）、この金額は現在証券会社トップの国泰君安証券（一四〇億元）一社にも及ばず、引受業務の規模が小さいことがわかる。今後、証券部門の統廃合が進み、残る大部分の証券部門は「プローカー類」の証券会社になることが予測される。

7 むすびにかえて

以上見てきたように、中国の証券会社経営は業界の再編を通じて、今後「免許制」の下で、「分類経営と分類管理」の体制を確立し、無秩序な状況から秩序ある競争へ進むことが明らかである。また、現在のところ、各々の業務分野においては、一部の証券会社が頭角を現わしているが、大部分の会社がはつきりした経営の特色と經營戦略はまだ見えてこない。その意味で、今後、サービスの向上と各業務分野への特化が必要になると考えられる。

注

(1) 拙稿「中国証券業の再編と証券会社経営」「証研レポート」(No.153)、一〇〇〇年一月号。

表6 信託投資会社株式引受主幹事と株式売買のランキング

(1998年)

順位	会社名	引受金額 (億元)	会社名	A株売買代金 (億元)
1	中国人保信託投資会社	18.68	中国信達信託投資会社	841.43
2	海南港澳國際信託投資会社	13.00	中国東方信託投資会社	678.58
3	中国信達信託投資会社	10.90	海南港澳國際信託投資会社	643.26
4	中国科技國際信託投資会社	10.25	廣東粵財信託投資会社	569.41
5	安徽省國際信託投資会社	9.36	中国人保信託投資会社	566.95
6	廣西信託投資会社	9.00	中国長城信託投資会社	561.15
7	ハルビン國際信託投資会社	6.36	浙江省國際信託投資会社	474.84
8	浙江省國際信託投資会社	6.22	中国科技國際信託投資会社	419.66
9	中国東方信託投資会社	6.12	中国華融信託投資会社	395.67
10	中国經濟開發信託投資会社	5.76	中国經濟開發信託投資会社	368.09
11	鞍山市信託投資会社	4.53	安徽省國際信託投資会社	296.39
12	中国長城信託投資会社	3.87	厦门國際信託投資会社	250.00
13	新疆宏源信託投資会社	3.61	海南省國際信託投資会社	188.26
14	江蘇省國際信託投資会社	3.41	中国民族國際信託投資会社	177.38
15	中国旅行國際信託投資会社	3.29	山西省信託投資会社	150.18
16	中国華融信託投資会社	2.45	珠海國際信託投資会社	145.66
17	寧波國際信託投資会社	2.24	杭州工商信託投資会社	137.77
18	山西省信託投資会社	2.10	廣西信託投資会社	125.15
19	海南省國際信託投資会社	1.93	新疆宏源信託投資会社	113.43
20	廣東粵財信託投資会社	1.81	陝西信託投資会社	83.11
合計		124.89		7,186.37

注：四捨五入計算。

(出所)「中国証券報」、1999年4月20日より作成。

(2) 二上季代司「日本の証券会社経営」東洋経済新報社、一九九〇年。

(3) 佐賀卓雄「メリルリンチの真実」日本短波放送、一九九八年。日本証券経済研究所編「図説 アメリカの証券市場」、

一九九八年。

(4) 「中国証券報」、一九九九年四月一〇日。

(5) 「証券市場導報」、一九九八年七月号、七頁。

(6) 「証券市場導報」、一九九八年七月号、七頁。

(7) 「中華人民共和国証券法」第一二二条、第一二九条（単行本、上海証券取引所）。

(8) 「中華人民共和国証券法」第一二二条、第一三〇条（単行本、上海証券取引所）。

(9) 拙稿「中国証券業の再編と証券会社経営」『証研レポート』（No.1578）、一〇〇〇年一月号を参考されたい。

(10) 季社建（国信証券）「証券法」出台後券商的環境変遷和自我調適」『証券市場導報』、一九九九年二月号、四七頁～五五頁を参考。

(11) 「証券市場導報」、一九九八年七月号、七頁。

(12) 「中国証券報」、一九九九年八月一九日。

(13) 「金融時報」、一九九六年五月二一日。「中国証券報」一九九六年五月二一日。

(14) 「証券市場導報」、一九九八年七月号、七頁。

(15) 「証券市場導報」、一九九八年七月号、九頁。

(16) 「中国証券報」、一九九七年七月一七日。

(17) 「中国証券報」、一九九九年八月一九日。

(18) 株式発行市場におけるメリルリンチの市場集中度については、九一年から九三年までの一年間の発行件数は二五八件、発行金額は三二四・四三億ドル、全体に占める市場シェアは一八・五一%であった（成勇・蔣順才「我国証券発行和交易市場券商総合競争力分析」「証券市場導報」、一九九九年五月号、一二頁～一九頁）。

(19) 「証券市場導報」、一九九九年五月号、一七頁。

(20) 中国証券監督管理委員会編「中国証券統計年報」、一九九五年版、一七三頁。「人民日報（海外版）」、一九九九年一月一三三日。一〇月二三日。「中国証券報」、一九九八年一二月五日。

(21) 「中国証券報」一九九九年一月一八日。「信証分家重新分家」「人民日報（海外版）」、一九九九年一月一七日。

変化する株主総会

福本 葵

1 はじめに

近年、コーポレートガバナンスについての議論が盛んである。しかし、企業をいかに管理、監督、統治するかという問題は、俄かに持ちあがつたことではない。従来、取締役の経営を管理、監督する議論は、繰り返し行われてきている。近年の議論の台頭は、バブル期の放漫經營の是正が契機となつたものである。經營の放漫化は、好景気時には見えにくく、その後の不景気時に明らかになる。コーポレートガバナンス論は、このような經營をいかに管理監督するかにある。

従来、株主総会の権限は、取締役会に徐々に譲渡されてきた。年一回の株主総会を待つて、經營に関する事項を決定するのではビジネスチャンスを逃してしまう。取締役会にて、決定することが可能になれば、經營陣は、機動的に対処することができた。特に、好景気の場合は、この傾向が強かつた。しかし、このような権限移譲が過剰になると、經營の悪化を招くことになる。そこで、それを律するものとして、社外取締役や、監査役、そして、株主総会があり、これらが充分に機能することが必要となる。取締役会とそれを律する株主総会は、状況に応じて、均衡を保ってきた。

ここでは、コーポレートガバナンスの方法の一つである株主総会の近年の傾向とはどのようなものであり、どのように変化しているかについて見て行くこととする。

2 変化する株主総会

近年の株主総会の傾向として、特殊株主との絶縁、一般株主の発言の活発化、機関投資家による議決権行使、社員株主の行動変化があげられる。これらの傾向は、各々が単独で発生したものではなく、例えば、特殊株主と絶縁したことによって、株主総会の主役は、一般株主となり、それに伴つて、社員株主の行動についても変化を迫られるといったように、それぞれが互いに密接に関連したものである。

(1) 特殊株主との絶縁

一九九八年六月総会前に、山一、日興、大和の各証券会社、松坂屋、三菱地所といった企業のトップや担当者が逮捕される利益供与に関する事件の一斉摘発が行われた。これらは、一九九九年の株主総会においても、引き続き、プロ株主の活動を抑制するものであつた。また、平成九年一二月の「商法及び株式会社の監査等に関する商法の特例に関する法律の一部を改正する法律」により、利益供与要求罪が新設された。これは、利益供与を要求した者に、三年以下の懲役又は三〇〇万円以下の罰金を科すものである。改正前は、現実に利益供与が行われるまでは、処罰の対象にならなかつた。これが成立すると、供与する者、される者双方が処罰の対象となつた。利益供与要求罪が設けられたことにより、会社側は特殊株主との絶縁が容易になつた。このような影響を受け、一九九九年株主総会では、プロ株主の活動は抑制されたといえる。

(2) 一般株主の発言の活発化

プロ株主に代わって、一般株主の発言の機会が多くなつてゐる。株主総会をIR活動の一環と見る会社は、一

般株主の発言を歓迎する傾向にある。⁽¹⁾

(3) 機関投資家による議決権行使⁽²⁾

年金基金の運用者である信託銀行、保険会社といった機関投資家は、加入者から預かった資産で、株式を購入し、多くの企業の大株主となっている。アメリカでは、カリフォルニア州公務員退職年金基金（カルバース、the California Public Employees' Retirement System 以下、CalPERS）等の機関投資家は、受託者責任を遂行すべく、積極的に議決権行使している。⁽³⁾ これは、国際分散投資の下、日本企業の株式を取得するようになっている。CalPERSは、日本企業に対しても議決権行使のガイドラインを設け、これに沿って、各議案を審査する。その結果、議決権行使する場合がある。⁽⁴⁾ このような海外機関投資家の行動は、これまで企業に白紙委任状を提出し、議決権行使するとのなかつた日本の機関投資家にも少なからず影響を与えていた。海外機関投資家との受託競争が始った現在、日本の機関投資家が議決権行使しない」とは、受託者責任を全うしないこととなり、競争力の点で劣後する」とも考えられる。

(4) 社員株主の行動変化

株主総会の主役が特殊株主から一般株主へと移行する過渡期にすることに伴って、社員株主の株主総会における行動に変化が見られる。特殊株主の行動が総会を混乱に導くことが予想されたこれまでの総会において、社員株主が議長の議事進行を助けることは、問題は残るもの、議事進行のためにやむを得ないとされる面もあった。しかし、株主総会の主役が一般株主に移行するに伴って、こういった社員株主の行動は、一般株主を威圧するものとなる。社員株主の威圧的な行動は、株主との対話、議論の妨げになる。

このような社員株主の行動に警笛を鳴らし、対応の変化の契機となつたのが、四国電力事件及び住友商事判決である。特に、住友商事判決は、社員株主の行動について直接言及しており、判決以後の株主総会のあり方に変化をもたらしたものである。⁽⁴⁾

3 四国電力株主総会の判例（損害賠償請求事件、最高裁平五（才）一七四七号、平八・一一・一一

三 小法廷判決

(1) 事実の概要

四国電力株式会社は、昭和六三年一月と二月、原発反対派に本社ビルを取り囲まれたり、深夜数時間ビルの一部を占拠されたりしたことがあり、反対する株主グループから、株主総会の前に一〇〇〇項目を超える質問状の送付を受けていた。

四国電力は、平成二年六月開催の株主総会について、それまでの原発反対派の行動から議事進行が阻害されたり、議長席及び役員席が取り囲まれたりする事態をおそれ、会場には、株主席として約二三〇の椅子が準備されていたが、従業員株主約七〇名を、受付開始時間前に株主総会の会場に入場させ株主席の前方部分に着席させた。

四国電力の株主であるXは、平成二年の株主総会に出席するために、本社ビル前で開門前の早朝から列に並び、午前八時の開門と同時に本社ビルに入り、受付手続きを済ませて会場に入場した。しかし、Xが、会場に到着したときには従業員株主が、既に最前列から第五列目までのほとんどと、中央部付近の合計七八席に着席していた。

また、Xは株主総会において、議長からの指名を受け動議を一回提出した。

Xは、従業員株主らとの間で差別的扱いを受けたことにより、希望する席を確保することができず、精神的苦痛を被つたこと等の理由から、四国電力に対して、不法行為に基づく損害賠償慰謝料十万円と宿泊料一〇〇〇円)を請求した。

(2) 第一審・控訴審判決

第一審(高松地判平四・三・一六、高松地裁平二(ワ)二二一一)・控訴審(高松高裁平五・七・一〇、高松高裁平四(ネ)一〇六)ともに、Xの請求を認めなかつた。第一審では、「四国電力の取扱いの必要性・妥当性に問題はあるものの、これによつてXらが株主権の行使に関して、具体的な不利益を受けたと認めることができない」とした。

続く、控訴審では、「四国電力の措置は、株主総会の議事運営を円滑に進行させるためのやむを得ない方策であり、合理的な理由による株主間の差別的取扱いであつて、総会の会場設営に関する裁量権の濫用、逸脱はなかつた」ことを主たる理由とし、Xらが株主権の行使について実質的な不利益を受けていたことを挙げた。

商法二二七条ノ四第一項は、株主総会の議長は総会の秩序を維持し、議事を整理する権限を有していると規定しており、続く二項では、総会の秩序を乱す者を退場させることができると規定している。

(3) 最高裁判決

「本件において、四国電力が株主総会の議事進行の妨害等の事態が発生するおそれがあると考へたことについ

ては、やむを得ない事情があつたが、それをもつて、従業員株主らを他の株主よりも先に会場に入場させて、主席の前方に着席させる措置を採ることの合理的な理由に当たるものと解することはできず、この措置は、適切なものでなかつたと言わざるを得ない。しかし、Xは希望する席に座る機会を失つたとはいえ、株主総会において中央部付近に着席した上、議長からの指名を受けて動議を提出しているのであつて、具体的な株主の権利の行使を妨げられたということは出来ず、法的利益が侵害されたということはできない」とした。

4 住友商事事件判決

(1) 事実の概要

住友商事の株主が、銅取引に係る巨額損失が明らかになつた直後に開かれた、住友商事が平成八年六月二十七日に開催した第一二八期定時株主総会において、総会場を第一・第二に分けて設置した運営方法に問題があることと、従業員株主が予めリハーサルをした上で「異議なし」等の声をあげて株主に質問する余裕を与えずに議事を進行したことを理由に、同株主総会における決議取消を求めた。

例年、同社の株主総会の出席者数は、一五〇名程度であった。しかし、一九九八年度は銅取引に係る巨額損失が明らかになつた事件報道により、例年以上の株主が出席すると予想し、第一会場(当初予定していた会場)に三三四席、第一会場に一〇〇席および立見席を用意していた。当日出席した株主は、四七五名であり、上記二会場に全て収容された。

また、原判決認定では、「リハーサルは本件総会の前日の午後五時から、被告の全役員と四、五〇名の従業員株主が出席して行われ、役員の入場、議長の報告、被告の従業員による想定問答に従つた質問とそれに対する議

長又は役員による回答など、本件株主総会の手順に従がつて実施され、その際、議長の報告の終了や付議などの議事進行の節目で、従業員株主から一齊に『異議なし』『了解』との発言がなされていた。」となつてゐる。

(2) 原判決・控訴審判決

① 原判決（株主総会決議取消等請求事件、大阪地裁平八（ワ）九七八九号、平一〇・二・一八民六部判決）

(a) 原告の請求は、いずれも棄却された。まず、第一会場と第二会場に議場に分けた株主総会の進行方法について、「本件株主総会において、議長は、各議案の審議に入る前に、全議案について第一会場及び第二会場の株主に質問がないかどうかを促していないが、議案の審議に入る前に、全議案について一括して質問を受け付けることを、第一会場または第二会場と議場を区別することなく議場に示し、暫時株主からの質問を待つていたし、議案の審議に入った後も、株主からの質問があれば、質問を受け付ける態勢をとり、現に、質問を求めた原告代表者に質問の機会を与えていることが認められるから、被告は第一会場のみならず第二会場の株主にも質問する機会を与えたものということができる。」としていることから、原告の請求は退けられた。

(b) 次に、予めリハーサルをし、総会当日、従業員株主らを第一会場の前半分の座席に着席させ、「異議なし」「了解」などと大声をあげさせて、他の株主に質問する余裕を与えないで議事を進めた議事進行、決議方法が著しく不公正であるという原告の主張について、「被告が本件総会の前日に行つた大阪でのリハーサルに、従業員株主も出席し、議長の報告や付議に対し、「議事進行」「異議なし」「了解」などと一齊に発言していたこと（住友商事側の証人は否定しているが、採用されていない）、本件総会の当日、従業員株主、四、五〇名が第一会場の前半分に着席していたこと、本件総会において、これら従業員株主が、秋山議長らの報告や付議に対し、一齊に

「賛成」「異議なし」「了解」などの声をあげていたことからすれば、このような従業員株主の発言は、被告が予定した株主総会の議事進行の一環と見ることができる。」としている。さらに、「：会社が円滑な議事進行の確保のため、株主総会の開催に先立つてリハーサルを行うことは、会社ひいては株主の利益に合致することであり、取締役ないし取締役会で認められた業務執行（商法二六〇条一項）の範囲内に属する行為であるということができると。しかし、リハーサルにおいて、従業員株主ら会社側の株主を出席させ、その株主らに議長の報告や付議に対し、「異議なし」「了解」「議事進行」などと発言する」ことを準備させ、これを株主総会において実行して一方的に議事を進行させた場合は、株主の提案権（商法二三三条ノ二）や取締役・監査役の説明義務（同法三七条ノ三）などの規定を設けて、株主総会の活性化を図ろうとした法の趣旨を損ない、本来法が予定した株主総会とは、異なるものになる危険性を有するばかりか、一般の株主から質問する機会を奪うことになりかねないところがあるなど、株主総会を形骸化させるおそれが大きいともいえる。したがつて、従業員株主らの協力を得て、株主総会の議事を進行させる場合、一般の株主の利益について配慮することが不可欠であり、右従業員株主らの協力を得て一方的に株主総会の議事を進行させ、これにより株主の質問の機会などが全く奪われてしまうような場合には、取締役ないし取締役会に認められた業務執行権の範囲を越え、決議の方法が著しく不公正であるという場合もあり得るということができる。」としている。しかし、「本件総会の議事進行及び決議方法は、議場の雰囲気と相まって、一般的の株主の質問の機会を事実上奪つおそれがあるなど、法が本来予定した株主総会のあり方に徴し、いささか疑問のあるものの、：本件総会における決議方法が著しく不公正であるとはいえない。」として、原告の請求は退けられた。

② 控訴審判決

大阪高裁第九民事部は、平成一〇年一月一〇日、住友商事第一二八期定時株主総会における決議取消等を求めた訴訟の控訴審で、原判決を支持し、原告の控訴を棄却する判決を行つた。

控訴審判決も原判決同様に、議事進行方法および決議方法について、著しく不公正であるとはいえないとしている。また、従業員株主らの協力を得て、株主総会の議事を進行させる場合については、「株主総会招集者が、自ら意図する決議を成立させるために、右従業員株主に命じて、役員の発言に呼応して賛成の大聲を上げたり、速やかな議事進行を促し、あるいは拍手するなど、一般株主の株主権行使を不當に阻害する行為を行わせた場合には、取締役ないし取締役会に認められた業務執行の範囲を越え、商法二四七条一項一号にいう法令に違反し又は決議の方法が著しく不公正な場合に該当するというべきである」としている。これは、従業員株主の行動に対し、原判決よりも明確な表現を取つてゐる。

5 株主総会における株主の権利

株主総会における株主の権利には、議決権を行使すること（商法二三九条）、取締役から計算書類を受けその報告を受けること（商法二八三条一項）、取締役等に説明を求める（商法二三七条の二第一項）等がある。一方、株主総会の運営については、商法に規定がなく、定款や慣行による運営がなされている。先に述べたように議長は、株主総会の秩序を維持し、議論を整理する権限を有している。さらに、秩序を乱す者に対しては、退場をさせることもできる。四国電力事件では、この権限によつて、着席位置まで指定することができるか。また、株主平等の原則は、一般に比例的平等とされているが、株主総会の運営上、大株主や社員株主を着席位置につき差別的に取扱うことができるか等の問題を提起してゐる。

また、住友商事の判決では、従業員株主らの強力を得て、株主総会の議事進行を行う場合、決議方法が著しく不公正であると判断されるケースを言及している。株主総会に従業員株主が出席し、「賛成」「異議なし」「了解」など一斉に大声で発言することは、従来一般的な総会の運営方法であった。このような方法が、株主の質問権行使を不當に侵害する場合があれば、それは著しく不公正であり、法令に違反することを明示したものである。

6 まとめ

本稿では、コーポレートガバナンス論が高まる中での、近年の株主総会の傾向について述べた。また、その傾向の一つである社員株主の行動変化について、その契機となつた二つの判例を紹介した。

株主総会の主役が特殊株主から一般株主へと移行する過渡期にある近年、株主総会が会社の経営を律する役割を果たすためには、主催会社、株主とともに、株主総会のあり方を見直さなければならない。

一般株主からの質問は簡単なものであれば、受けておいた方が無難であり、いざとなれば打ち切ることができるといった総会主催企業側の態度も見られるようである。このような形骸化は、是正されるべきである。同時に株主側も会社の経営を律することのできる質問を提示できるよう成熟が望まれる。

特に、年金基金の資産管理を行う信託銀行や生命保険会社は、加入者に対する受託者責任を負う。受託者責任を全うするためには、これまでのように、どの議案に対しても白紙委任状を提出するといった方法は適切ではないであろう。株主として、国内の機関投資家がなさなければならない役割は大きい。外国機関投資家はその役割を積極的に果たそつとしている。

株主総会は、変化の途中であり、企業を統治する機能を果たすことができるかどうかの岐路に立たされてい

る。

(注)

(1) 【商事法務】No.一五四四、一九九九年一一月二〇日号、五五頁参照。

(2) 拙稿「年金基金の議決権行使」「証券レポート」No.一五七六、一九九九年一一月号、参照。

(3) 一九九八年、三井信託銀行が、年金基金の投資先企業のうち、証券不祥事や総会屋への利益供与事件を起こした企業を対象に、株主総会で議決権を行使し、退職員への退職金議案に対して事実上反対した。これに引き続き今年も、日本生命保険や東洋信託銀行などの生保、信託の大手各社は、顧客から預かった資金の運用先企業に対し、一九九九年の株主総会から株主議決権を行使することとし、各社とも顧客の利益に反する議案には「反対票を投じる」とを検討した。

(4) 「図表二二〇 総会への社員株主の関与の変化」において、異議なし・了解の発言を減らしたと回答した会社は、五一・七%であり、前年比十一・七%であった。【商事法務 株主総会白書 一九九九年版】No.一五四四 一二七頁、一一二頁参照。

(参考文献)

【判例時報】一五九八号一五二一一五四頁、一六五八号一八〇一一八六頁。

【商事法務】一五〇九号四三頁、一五四四号