

証研

レポート —



No.1582

2000年5月

販売チャネルの多様化とインデペンデントコントラクター
二上季代司（1）

米国における生保系証券会社と証券規制 伊豆 久（11）

米国株式市場統合策の行方
～レビットS E C委員長の真意～ 吉川 真裕（19）

中国の証券投資ファンド 王 東明（35）

敵対的買収とバルチャー・ファンド
～ジャポニカによるアリゲニー社買収事例～ 松尾 順介（50）

財団法人 日本証券経済研究所

販売チャネルの多様化とインデペンデント「ソリューション

一上季代司

これまでの日本の伝統的な証券販売チャネルは、顧客の近隣に支店等の営業店を設置しここに所属する営業マンが顧客担当となり、証券会社—支店—営業員—顧客という流れで情報提供や受注、執行サービスが行われてきた。これに対して最近では、営業員を介在しない「通信販売」（証券会社—営業店（コールセンター）—顧客の流れ）、営業員も支店も介在しない「オンラインブローキング」（証券会社—顧客の流れ）のようなチャネルが加わってきた。もちろんそのバリエーションもある。⁽¹⁾これらは機能的にはチャネルの短縮化、または新しいツール（例えばインターネット）による従来チャネルの代替、拡充（例えば二四時間対応が可能など）といえるものである。

他方さらにこれを一步進めて、営業拠点は残し営業員による対面サービスも提供するが、これを自前で抱えないで一種の外部委託（アウトソーシング）でまかなうという方向での販売チャネルの拡大、多様化も考えられる。証券営業でイメージすれば、（1）インデpendentコントラクター、（2）証券代理店、がこれにあたる（図を参照）。

ところで、インデpendentコントラクターについてはややそれに似たものがようやく日本にも出現しつつあるようだが、まだ萌芽状態のようであり、証券代理店については現在の証取法に規定がないため法改正が必要と思われる。いずれにせよ、販売チャネルの拡大、多様化という観点から、インデpendentコントラクターや証券代理店について本格的に検討すべき時期に来て いるように思われる。

1 販売チャネル多様化の背景

ところで、このような販売チャネルの拡大・多様化が最近になって取りざたされるようになつたのは、次の三つの背景理由が考えられる。

第一に投資家、業者両サイドからのニーズの高まりがある。投資家側からすると経済のストック化、高齢化に伴い資産運用ニーズが多様化してきた。値上がり稼ぐこと短期回転売買を繰り返す投資家もいれば長期的な視点に立つて資産形成を目指す投資家もいるだろう。特に雇用の流動化、年金制度改革等の変化を受けて自分のライフプランに沿つた貯蓄資産の形成を目指す人々は増えてくるはずである（これまでそうした投資家は少なかつたし、従来の証券販売チャネルがこうしたニーズに則したものであったとは言いにくい）。これに加えて、営業員のアドバイスは不要、自家ニーズに的を絞った販売チャネルが有つてもよいはずである。

図 証券販売チャネルの現状と新しいチャネル



(注) 一人店舗は既に可能

他方、業者側からすると、手数料全面自由化の時代に入つて、固定費負担をできるだけ避けつつ営業網の拡大・拡充を図れる方法はないか、と模索する動きが出てきている。外部委託（アウトソーシングの利用）はその有力な手段である。すでに証券業においてもバックオフィスについて外部委託が一般化している。フロント営業においても同様の試みが考えられてしかるべきだろう。

第二はインターネットをはじめとするIT革命により、業務の場所的な制約がなくなり、そうした外部委託がオペレーション上、技術的に可能になったことがあげられる。証券業務の性質上、外部委託が不可能なコアとなる部分があるが、技術革新は証券業務の一連の流れを場所的にアンバーニング（分解）し、外部委託が可能な非コア部分だけを選り分けることが可能となつた。また業務監査などコンプライアンス上の管理監督を遠隔地からでも行うことが不可能ではなくなつた」ともあげられる。

第三は免許制から登録制への移行により、外部委託が有力な経営手段の一つとして考慮してもよい時代に入ってきたことがあげられよう。免許制の時代には免許業務を外部の第三者に委任することは免許の逸脱につながるため行政当局がこれを認める」とは難しかつた。登録制時代の「証券代理店」規定を昭和四〇年改正（免許制への移行）で削除したのも同じ理由から、とされる。⁽²⁾九〇年代の半ばになつて規制緩和の潮流が進んだ結果、外部委託が認められるようになつたが、それも証券保管や受け渡しなど証券業務そのものではなくそれに付随するバスクオフィスの一部においてにすぎない。

しかし、時代は登録制の時代に入った。登録制のもとでは登録要件さえクリアすればどのようなスタイルの経営でもよいはずである。当局によるこれまでのような事前の行政指導はなくなつた。新しい環境に即応した業務分掌の方法を、投資家保護にとって必要な細かなルールを講じながら創造していくのは業界自身の努力となつて

きた。例えば、既存の歩合外務員制度を利用しながら営業の外部委託であるインデpendent contractor制度を実質的に導入することなどは、その典型例と考えられるのである。

2 インデpendent contractorと歩合外務員

アメリカの証券営業において、インデpendent contractor（Independent Contractor、独立請負人、以下、ICと略）とは、「証券会社の営業員ではないものの、証券会社と契約を結んで証券の販売を行う個人」と定義されている（アメリカ証券業協会発行のSIA年鑑による、Securities Industry Yearbook）。ICは、手数料収入の大半を受け取る（戻し率が八〇%前後と高い）代わりに事務所賃貸費、備品、通信費、秘書の人物費など営業経費の大半も負担する、税法上は独立自営業者であるが、証券法上はブローカー・ディーラーの支配下にある提携関係者であるとされ、登録外務員である。

SIA加盟証券会社所属ベースでみると、ICを除く登録外務員数は九五年一月末一〇万六三六七人から九年一月末一二万九二四九人へ増加、これに対しICは同期間中四万八四四五人から六万四五一人へと増加している。その結果、登録外務員のうちICの比率は三一・三%から三三・三%と二ポイントの上昇となつていて⁽³⁾いる。このICをわが国の証券界に見出そうとすれば、就業形態や報酬形態など現状では歩合外務員が最も近い。すなわち出社義務や勤務時間の取り決めがなく自由な就業形態であること、固定給ではなく一種の出来高給である」と（歩合給）、税務上も独立自営業者扱いであること、しかし証取法上は「証券会社の使用人たる外務員」とされている、等が類似点としてあげられる。

しかし重要な点でいくつか異なるところがある。（1）ICは自宅や自前のオフィスをもつてそこで執務して

いるケースが多いが、日本の歩合外務員は基本的には所属する営業所内で執務している。(2) I.C.は秘書等の事務スタッフだけではなく営業員も雇用し、チームを組んで営業活動に当たるケースもあるが、歩合外務員にはそのようなケースはない。(3) I.C.は一重就業が可能である。すなわち複数の証券会社や生命保険会社等と契約が可能である(すなわち非専属である、ただし既契約先の同意が必要とされ、実際の例は少ない)。これに対し日本では複数業者との契約は証取法上の禁止事項である⁽⁷⁾。

このうち、最もクリティカルな相違点は(1)である。I.C.は自前でオフィスを持つからこそ、契約する証券会社からすれば固定費負担無しで営業網を拡大できるのである。ところが、日本では外務員(社員外務員、歩合外務員にかかわらず)は外務員登録の際に所属営業所を明記しなければならず、その外務員は所属する支店・営業所の近隣(支店・営業所を往復するのに便利なところ)に所在する者とされてきた。逆に言えば、所属営業所から相当遠隔の地にある者を外務員として雇用するとか歩合外務員として契約することは不適当である(したがってその遠隔地に改めて営業所を設ける必要がある)とされてきた。このようなロケーション上の制約があると既存の支店エリアを越えて営業網を拡大できない。しかし、この制約は絶対的なものではない。工夫すればクリアすることは可能である、と考えたい。

3 歩合外務員からI.C.化へ

まず、外務員登録の際にこうした制約を課してきた理由を考えてみよう。その理由は、もし外務員が往復の不便な地にあるときは「外務員限りにおいて取引きが成立する」事が考えられるからだ、とされる。⁽⁸⁾ 支店・営業所とは本店から独立して売買その他取引に関し権限を与えたされた場所である。そうであるからには、法定帳簿の作成・備え付けが行える人的・物的施設があること、受渡や決済のための一時保管用の耐火金庫が備え付けてあること、内部管理部門を置き監督責任者の監督下にあること等、さまざまな条件を満たしていかなければならない。こうした条件を備えていない外務員の自宅や私設のオフィスで取引が成立することは許されないであろう。

それでは遠隔地の外務員は社員であれ歩合であれ使用できないのか。遠隔地にあっても日常的に所属証券会社の監督下にあり、それから独立しては取引を行えないようにすればよいのではないか。すなわち、(1) 口座の開設・承認は本社(または母店)で集中的に行う、(2) 口座管理ならびに顧客注文の確認・承認は本社(母店)が一元管理し不適切な注文内容は執行できない体制を整える、(3) 当該外務員を監督下におく部署(本社または母店)を顧客に告知し、当該外務員が不在でも常時連絡が付くようなシステムを整備しておく、(4) 現金・証券の現物の受渡を外務員に行わせない(例えば、資金の出入金はすべて銀行振り込み、証券現物も保護預かり、かつ月次報告書方式を採用することを口座開設の条件とし、そのことを約款等で顧客に告知する)、等の措置を講ずれば、遠隔地であっても外務員の在宅勤務は可能ではなかろうか。伝統的な証券営業では早朝と引け後に営業員はミーティングを行つて顧客に伝えるべき市場情報、投資情報等を店内放送や文書等で受け取つているが、インターネットを使えばeメール等で営業店から遠く離れた地においても可能である。口座開設、顧客への情報提供、受注、執行、受渡というブローカー業務の一連の流れは、最近のインターネットをはじめとするIT革命の進展、銀行振り込みの一般化や保管振替制度の普及等により、場所的に分散処理が可能になつてている。つまり、勧誘やアドバイス業務だけを切り離し、これを外務員が遠隔地で行うことは可能になつてきている。

ここでアメリカの例を参考にみよう。⁽⁹⁾ アメリカのI.C.は自宅や私設のオフィスで執務しているが、そのオフィスは、自主規制機関NASD(全米証券業協会)の店舗規制では登録義務が免除された「未登録店舗」であると

される。すなわち、NASDは加盟証券会社に対して業務方法書にすべての店舗の記載を要求しているが、NASDに登録すべき店舗として「管理母店」と「支店」のほか、登録しなくてもよい店舗（「未登録店舗」*Unregistered Office*）を認めている。NASDは管理母店や支店については内部管理者の常駐義務ならびに証券会社自身の立入検査義務を定めているが、未登録店舗についてはそうした定めはなく、その監督体制を証券会社の裁量に委ねている。

未登録店舗であることの条件としては、(1)重要な業務を行っていないこと、(2)当該店舗を監督している管理母店（または支店）が公衆に告知されていることとされる。また他の管理母店から遠隔地にあるとか、所属する営業員が地理的に分散する場合、多数の営業員を抱えている場合等においても、その店舗を管理母店として登録すべきか否かは、監督上の必要性から決める事であり、その決定は証券会社自身の判断に任されている。すなわち、NASDの規則では、口座開設や顧客注文の確認・承認、顧客資産の保護預かりなど重要な業務は支店や未登録店舗では行えないようになっている。加えて未登録店舗は内部管理者を常駐させる義務はないが日常的に他の管理母店（または支店）の監督下におき、そのことを顧客に告知しているのである。⁽¹⁰⁾

他方、上場証券の取引執行場所であるNYSEでも、営業員の在宅勤務を認めていた。その場合には当該自宅を証券会社の公式の店舗としてNYSEに登録し、証券会社の通常の店舗監督体制に組み込むことを義務づけていた。また従業員三人までの店舗は小規模店舗と定義し、有資格の本人（プリンシバル、つまり会社幹部）またはマネージャーを内部監督担当者にして小規模店舗が開設できるとしている。また設置場所が監督担当者の居住地域外である場合は、営業員を副監督担当者にして小規模店舗が出せるのである。ただし一人のマネージャーが監督できるのは一店まで、という数量制限があり、一人店舗の場合には本店が直接監督すべき、とされる。⁽¹¹⁾

4 証券代理店

以上は、歩合外務員制度を拡大利用すればどの程度までアメリカ式ICに近づくことが可能か、をみたのであった。しかし、ICを我が国に導入した場合に、「自らが営業所としての実質を備えるものである（財産的独立性）」点を根拠にして、その法的性格は当該証券会社の「使用者」として予定する限界を超えており、したがつて歩合外務員の延長上にとらえることはできず独立の商人たる「代理商」と定義すべきだとする有力な主張がある⁽¹²⁾。アメリカのICは「代理商」という位置づけではないこと、財産的独立性よりも業務としての独立性あるいは本社（母店）の日常的な監督下にあるかどうかという基準の方を重視すれば、歩合外務員制度の延長上に位置づけることは十分可能と思われる。

しかし、たとえそう捉え直しても、単なる勧誘・アドバイスを越えて多少なりとも営業所的機能（本店から独立して口座開設や受注の確認・承認など売買その他取引に関し権限をもつた場所としての機能）をもたせようとすれば、すなわちそうした営業店機能そのものを外部委託しようと思えば、やはり「証券代理店」制度を新設すべきということになろう。「証券代理店」制度を設ければ、事務スタッフだけではなく独自の営業員を雇用することは可能であるし、複数契約も可能になつてこよう。

ところで、もし日本に証券代理店制度を導入しようとすれば、証券業の一部を行う者として外務員登録と並んで独自の登録を受けるべきであろう。その場合、その登録要件や権利義務＝代理店契約の内容、規則違反に対する責任の所在について改めて整理、検討しなければならない。これらの諸点については、既に我が国では保険業務について先例（保険代理店制度）があることから、これをまず参考にすべきであるが、これは本稿の課題を越える。⁽¹³⁾

(1) たとえば大手証券のオンラインブローキングは本店扱いのほかに営業店扱いのものがあり、口座開設、受注、顧客管理は支店単位で行い担当営業員が対応している場合も多い。

(2) 「歩合外務員の法律上の性格について」大阪証券業協会「協会報」一九六六年一月号。

(3) 詳しくは伊豆久「インデペンデ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）を参照。

(4) SIAは業者団体であり、自主規制団体であるNASD（全米証券業協会）とは異なり、その加盟証券会社はNASD加盟証券会社のうちの一割程度にすぎないが、営業収入ベースでは八割を占めている。

(5) ただし、保険会社の募集営業員がその証券子会社のICにもなっているケースが目立つて増えている。その収入構成は株式売買手数料は僅少で、投信や年金からの手数料のほか保険募集手数料も多いように見受けられる。つまり、証券手数料ベースでみてICの比重が三割に達するほど多いわけではない。もともとICの出自がコミッションプローカーよりもファイナンシャルプランナーの方が増えていることは、それ自体としてアメリカ証券界における営業手法の変化を示すもので、別途あらたな検討が必要である。

(6) かつて歩合外務員報酬は手数料収入の40%以内とする証券取引所のルールがあつたが、今やそれは撤廃された。

(7) ICは保険会社の募集人となつて保険、年金を販売するなどクロスセリリングが可能であり現にそうしたケースは多いが、この点については日本でも登録制への移行と共に伴う兼業業務の範囲拡大で可能になった。

(8) 大蔵税務協会編「証券取引法関係法令要覧」一九六四年、一一九ページ。この記述は昭和四十一年証取法改正前であるが、基本的には最近まで同様であったと考えられる。

(9) ICの在宅勤務がいかなる理由で可能か、アメリカの店舗規制との関連で検討した労作として、伊豆久「米国の店舗規制」「証研レポート」一五八〇号（二〇〇〇年三月）がある。以下は、この労作に負つている。

(10) 重要な業務とは、①注文の執行とマーケットメイク、②公募もしくは私募の組成、③顧客資産の保護預かり、④新規口座開設の承認、⑤顧客注文の確認と承認、⑥広告・宣伝文書の承認、⑦支店における営業員の監督、である。これらの業務の一つでも行つている場所は「管理母店」とされ、その業務の監督は「登録された本人」（会社幹部）が行い、年一回以上、会社による立入検査が必要である。他方、これらの重要な業務を行っていない店舗は「支店」とされ、その業務の監督は「登録された代理人」（従業員）でも可であり、会社による立入検査は会社が定めた監督手続きによる周期でよいとされる（伊豆、前掲論文）。

(11) 伊豆、前掲論文。

(12) 行澤一人「新たな販売チャネルの可能性——証券販売におけるインデペンデントコントラクターに関する法的考察——」（月刊資本市場）一九九七年一二月）。

(13) なお、証券外務員と保険募集人および保険代理店を比較したものとして、清水葉子「証券外務員に対する規制——保険募集人の比較」「証研レポート」一五八〇号（二〇〇〇年三月）。

米国における生保系証券会社と証券規制

伊豆 久

1 はじめに

米国では、正社員ではなく独立自営業者として、会社とICO (Independent Contractor) 契約を結んで証券営業に従事する営業員が増えていく。SIA (米国証券業者協会) 加盟の証券会社について見ると、九四年に四八、四五五人であったICOの数は九八年には六四、五一一人に増えていく。社員外務員を含めた証券営業員全体に占めるICOの割合はおよそ三割程度と推測される。

ただし、こうしたICOと提携している証券会社には生命保険会社の子会社が多いことに注意する必要がある。一〇〇名以上のICOを抱える証券会社のうち生保系は二一社で、その提携ICOは三六、七六〇人、SIA全体の五七%を占めている。特に、ICO一、〇〇〇人以上と提携する証券会社一八社について見れば、うち一二社が生保子会社であり、残り六社についても、二社（アメリカン・エクスプレス・ファイナンシャル・アドバイザーズ「ICO七、一五九人」、セキュリティーズ・アメリカ「同一、一六五人」）はカード会社（アメリカン・エクスプレス）の子会社、一社（インベスト・ファイナンシャル「同一、五五七人」）は銀行（ファースト・アメリカン・ナショナル銀行）の子会社となつており、他業態の系列下にないのは三社（キャデレット・グラント「同一、〇〇二人」、レイモンド・ジェームズ・ファイナンシャル「同一、六三八人」、HDベスト・インベストメント・ファイナンシャル「同六、〇八七人」）のみである。⁽¹⁾

| ICO提携型証券会社 | ICO(人) | 親会社 |
|------------------------------|--------|--|
| AAG Securities | 311 | American Financial Group |
| Allmerica Investments | 1,883 | First Allmerica Financial Life Insurance |
| American General Securities | 820 | American General Life Insurance |
| Ameritas Investment | 622 | Ameritas Life Insurance |
| Ascend Financial Services | 1,630 | Minnesota Life Insurance |
| Robert W. Baird & Co. | 3,650 | Northwestern Mutual Life Insurance |
| Berthel Fisher & Co. | 165 | FBL Financial |
| Financial Network Investment | 2,536 | Aetna |
| Financial Service | 1,472 | AIG |
| Hornor, Townsend & Kent | 1,065 | Penn Mutual Life Insurance |
| Inter Securities | 1,714 | AEGON |
| MONY Securities | 2,147 | MONY Life Insurance |
| Mutual Service | 2,200 | Pacific Life Insurance |
| MYLIFE Securities | 7,768 | New York Life Insurance |
| Nathan & Lewis Securities | 900 | Metropolitan Life Insurance |
| ProEquities | 650 | Protective Life Corporation |
| Royal Alliance Associates | 3,432 | AIG |
| Spelman & Co. | 145 | AIG |
| Tower Square Securities | 950 | Travelers (Citi Group) |
| VESTAX Securities | 595 | ING America Insurance Holdings |
| Walnut Street Securities | 2,105 | General American Life Insurance |

(出所) SIA Yearbook 1999-2000より作成。

ICOを活用した証券ビジネスにおいて生命保険会社のウエイトがここまで大きいのは、一つには、米国では変額保険・年金が証券とみなされその販売には証券外務員資格が必要になるという規制上の理由から、多くの保険会社が証券子会社を設立していること、第二に生命保険会社の証券業務への進出にともなつて証券外務員資格を取得し、系列証券会社のICOとなる保険営業員が増えていること、第三にICO提携型の業務展開は保険会社のエージェント（保険営業員、保険代理店）型の営業展開とよく似ており、これまでのエージェント管理のノウハウが活かしやすいこと、第四に最近、販売チャネルの拡大や顧客ニーズの深耕を目的に保険会社がFP提携型証券会社の買収を進めていること、などがあげられる。

したがって、このような生保系証券ICOの

多くはもともと保険営業員であり（ただし、最近増加している生保によるFP型証券会社の買収では、被買収会社の業務上の独立性を維持したままのケースも見られる）、そのため、取り扱う商品としては、投資信託、（変額）ものを含む）保険・年金が中心であり、株式の比率は大きくなない。ファイナンシャル・プランニングを入り口とした資産管理型商品の提供が業務のメインとなっているのである。

顧客の資産管理ニーズへの対応に焦点を当てたリテール・ビジネスにおいて、投信、保険、年金が主力商品となっているのであり、その過程で、生命保険会社と証券会社の境界、保険営業員と証券営業員の境界である種の融合が生じているのである。

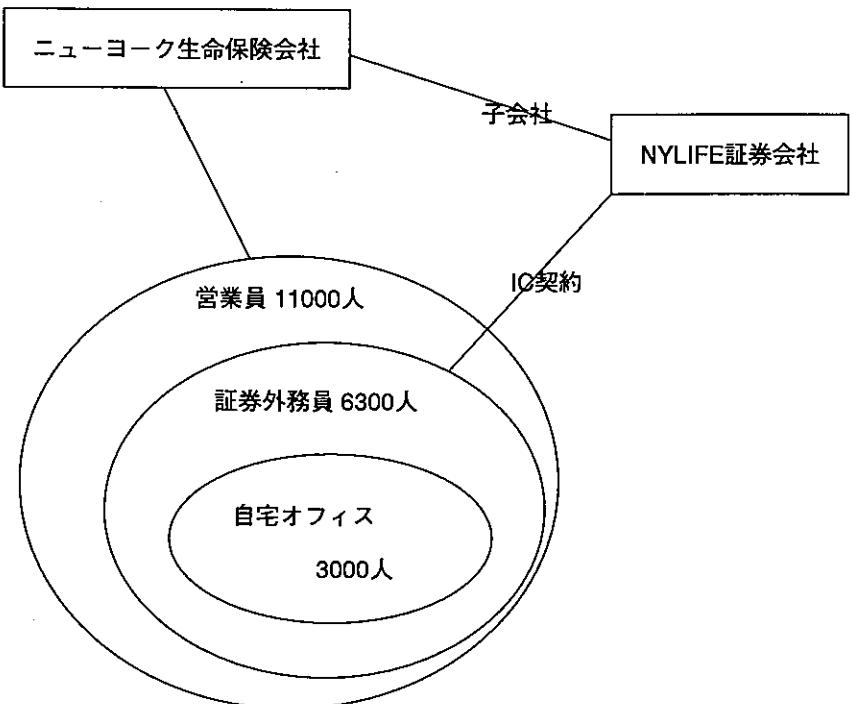
そして、米国では、こうした貯蓄型の投資商品（投資信託、変額商品）の販売に対する規制上も、株式などを含んだ証券一般の販売とは異なる扱いがなされている。例えば、NASD（全米証券業協会）の外務員資格は、証券一般を扱える外務員と投信・変額商品のみを扱う外務員を区別しており、この点は日本の投信債券外務員と類似しているが、証券会社自体に対しても、自己資本規制、SIPC（証券投資者保護会社—日本の投資者保護基金に相当）への加入義務などで違いが設けられている。

ICが得意とする投資信託等の販売に特化した証券会社には、証券会社一般に対する規制のいくつかが免除・緩和されているのである。以上のような観点から、ICによる貯蓄型商品の販売を念頭に、米国における証券規制上の保険と証券の関係、投信等の販売に特化した証券会社に対する規制のあり方を見てみることとする。

2 変額商品と証券法

保険会社が証券子会社をもつ理由の一つは、変額保険・年金が証券法上の証券にあたることによる⁽²⁾。伝統的な

図1 生命保険会社・証券子会社・ICの関係



保険・年金は証券法上の証券にはあたらない（第三条（a）項（八）号）が、変額商品は証券法上の有価証券、その分離勘定は投資会社法上の投資会社（すなわち投資信託）とみなされ証券関係法の適用を受けるのである。保険は、保険会社がリスクを負担するところに本質があるので対し、変額商品は、保険・年金機能が付加されているとはいえ投資家がリスクを負担しその点で投資信託に類似した性格をもつからである。元本と一定の最低利率を保証するタイプであっても、高利回りの可能性を誘因として契約者を募集できる変額商品は証券と見なされる。

したがってその販売も、証券会社によつて、かつ証券外務員資格をもつ営業員によつてなされなければならない。そこで、多くの生命保険会社が証券子会社を作り（あるいは生命保険会社自体が証券会社としての登録を受

け)、営業員に証券外務員資格を取得させて販売しているのである。その結果、多くの保険営業員が証券外務員を兼務することになり、外務員資格取得者のかなりの割合を生保営業員が占めるようになつてゐるのである。そして、そこでの営業員と証券会社の雇用関係がICO契約となつてゐるのである。

生命保険会社と営業員の関係をニューヨーク生命保険会社の場合を例に見てみよう。⁽³⁾ ニューヨーク生命にはおよそ一一、〇〇〇人の保険営業員が存在するが、そのうち約六、三〇〇人が変額商品と投資信託を販売できる証券外務員資格をもつてゐる。資格保有者は証券子会社の外務員を兼務し、形式上は証券会社のICOとなつてゐるのである。そしてICOのうち証券会社の支店で業務をおこなつてゐるのは半分にとどまり、残りの半分は、自宅・個人事務所で仕事をしてゐる。さらに、その中には所属する生命保険会社・証券会社とは別に投資顧問、ファイナンシャル・プランナー等として個人ビジネスを行う者も存在するのである。(図1参照)。

3 投信・変額商品営業員とNASD規則

次にひづいた生保系証券営業員に対するNASDの外務員規則を見てみよう。証券外務員の登録を管轄するNASDは、その規則で、投信・変額商品のみを扱う営業員には特別の規程を設けている。証券一般を扱う外務員がシリーズ七試験への合格と「一般証券代理人(General Securities Representative)」としての登録を求められる(規則第一〇三三一条第a項)のに対し、外務員の業務が、「(一) 一九四〇年投資会社法上の登録を受けた会社の買取請求権付証券、(ii) 同法上の登録を受けたクローズドエンド会社の証券、(iii) 一九三三年証券法第三条第a項第八号によるべく免除証券である契約を除く、保険会社によって発行された変額商品その他の契約、の募集、販売、償還に限定される」場合には、シリーズ七試験に代えてシリーズ六への合格によつて「投信・変額商品限

定代理人(Limited Representative-Investment Company and Variable Contracts Products)」として登録する必要があるのである。⁽⁴⁾

つまり、変額商品と投資信託の外務員資格は一本化されており、変額商品を扱う保険営業員は必然的に投資信託の販売資格も取得することになるのである。商品性格が類似していることもあり、規制上も営業の側からもうした区分が望まれたのである。

しかし、外務員登録後は、公正慣習規則等の遵守義務に資格別の違いはない。ただ、取扱う商品が相場変動の小さい商品に限定され、また信用取引や一任勘定取引なども行わない」とから、その事故発生率はかなり低いと想像される。

4 投信・変額商品特化証券会社とのICO規則

そして、米国では、営業員資格だけでなく、証券会社そのものについても、取扱商品を限定している場合にはいくつかの例外規定が設けられており、規制の免除なし緩和がなされてゐる。

証券会社の自己資本比率規制を定めた証券取引所法規則第一五二三一条は、その第a項第三号に適用除外規定を設けており、「登録投資会社および保険会社の分別勘定に対する権利に関する、買取請求権付持分証券の購入、販売、買取償還にのみ從事するブローカー・ディーラー」、つまり投資信託と変額商品のみを販売する証券会社には一般的な自己資本比率規制を免除し、より緩やかな比率規制が適用されている。引受けやマーケットメークなどリスク負担を伴う業務や株式などのハイリスク商品を扱わない証券会社には、低い自己資本比率が適用されるのである。

また、同規則第一五〇二二二三条は証券会社の顧客資金の分別管理義務と預かり証券の保管義務を、第一七〇一
一三条は三ヵ月に一度以上の保管証券の棚卸義務を定めているが、これらも、投信・変額商品の販売などに業務
が限定され、かつ保護預り業務をクリアリング・ファーム⁽¹⁵⁾にアウトソーシングし顧客資産を預からない証券会社、
および変額商品の販売のためにのみ証券会社登録を行つてある保険会社の場合には、適用が免除されている。

他にも、同規則第一七〇二二一条第g項は、すべての証券会社役職員の指紋を採取・法務長官に提出する義務を
定めているが、受渡決済、保管業務に関与せず、「販売商品がオープンエンド型登録投資会社の株式、変額商品、
あるいはリミテッド・パートナーシップ、ユニット・インベストメント・トラスト、REITの持分に限定され
ている場合」（同項第一号iii）には、指紋の採取・提出義務を免除している。

また、一九七〇年証券投資者保護法は、投資家資産を証券会社の破綻リスクから保護するためにSIPC（投
資者保護会社）の設立を定め、SIPCをすべての証券会社を会員とする会員制法人であることを明記している。
しかし、そこにも例外規定が設けられており、その業務が専ら、「一：登録されたオープンエンド型の投資会社
もしくはユニット・インベストメント・トラストの持分の分売、二：変額年金の販売、三：保険業務、四：一つ
もしくは複数の登録投資会社もしくは保険会社の分別勘定に対する投資顧問サービス、のいずれかである者」は
SIPCへの加入を免除されている（同法第三条第a項第一号（A）(ii)）。

5 おわりに

以上のように、投資信託および変額商品に限定した証券会社の場合、各種の規制コストを節約する」とが可能
となつていて。とはいっても表一にあげたような大手の場合には、顧客のニーズがあれば株式のブローキングも行

える体制となっておりSIPCにも加入するのが一般的ではあるが、米国の証券会社の中には取扱い証券を投信
と変額年金に限定しているためSIPCに加入していない証券会社が存在するのも事実である。

米国における証券規制においては、証券会社に対して一律に厳しいコンプライアンス上の責任を課す一方で、
適用される規制についてはその業務内容に応じてかなりの幅が設けられている。したがって柔軟な規制のあり方が、
米国証券会社の多様性を支えるインフラの一つになつてゐるようと思われる。

- (1) 以上の証券会社、ICOのデータは、SIAの一九九九年版年鑑（SIA Yearbook 1999-2000）による。したがつてSIA
非会員を含んでいない。

- (2) 変額商品と証券規制の関係については、神崎克郎「変額保険の証券的規制」「商事法務」第六一〇号、一九七一年一〇
月五・一五日、古瀬正敏「アメリカの生命保険会社」東洋経済新報社、一九八五年、五七一七二頁、ルイ・ロス（日
本証券経済研究所証券取引法研究会誌）「現代米国証券取引法」一九八九年、一一一一一一三三頁参照。

- (3) NYLIFE証券のICOなどの数値は、同社ICOの証券詐欺事件を検討したSBC Release 34-40459 (Sep. 23, 1998) に
よる。時期、出典が異なるため表一とは数値にズレがある。

- (4) NASD規則上の外務員の種類は、他にも、「ダイレクト・パートナーベンチャーズ」、プロクラム代理人、「オバンショ
ン代理人」、「会社証券代理人」がある。

- (5) クリアリング・ファームについては、拙稿「Clearing Firm & Introducing Firm」「中盤」ボーナー（東証正会員協会）

米国株式市場統合策の行方

～レビットSEC委員長の真意～

吉川 真裕

一九九九年九月のレビット米国証券取引委員会（SEC）委員長によるコロンビア大学法律大学院での講演以来、米国における新たな株式市場統合策が注目を集め、一二月にはSECの圧力を受けて、ニューヨーク証券取引所（NYSE）が主要銘柄に対する取引所集中規則（ルール三九〇）の撤廃を決定した。⁽¹⁾一二〇〇〇年一二月二三日にSECはNYSEの規則改正に関するリリースを公表し、ルール三九〇の撤廃に対するコメントを求めるとともに、六つの株式市場統合案を提示し、これに対するコメントも合わせて広く求めた。そして、一二月二九日には上院銀行委員会でヒアリングがおこなわれ、レビットSEC委員長、グラツィNYSE理事長、ザーブンA.S.D.理事長、五つの証券会社の代表が証言し、米国株式市場統合策に対する各社の意見が示された。⁽²⁾さらに、三月一六日にはノースウエスタン大学法律大学院でレビットSEC委員長の講演がおこなわれ、議会証言では明らかにされなかつた論点が示される一方、三月二二日には上院銀行委員会・証券小委員会で四つのECNと一つのオンライン・ブローカーの代表を集めたヒアリングが、四月一四日には上院銀行委員会でグリンスパン連邦準備理事会（F.R.B.）議長のヒアリングがおこなわれ、米国株式市場統合に関するさまざまな意見が明らかになつている。

1 株式市場統合策に関する意見

本稿では、まず、SEC主導の株式市場統合策に対する代表的な意見を議会証言草稿から紹介し、次いで三月一六日のレビットSEC委員長の講演内容を紹介する。そして、株式市場統合に関するSECの権限の根拠を一九七五年の証券取引所法改正を通じて明らかにし、株式市場統合策の行方について考察する。

一九九九年九月のレビットSEC委員長によるコロンビア大学法律大学院での講演以来、米国株式市場の新たな統合策が注目を集めている。その背景には七つの証券取引所とナスダック、シカゴ・オプション取引所を結んで注文回送をおこなう現行の市場間取引システム（BITS）が十分に機能していないという認識があり、取引所申請をおこなつてているアイランドECNやアーキペラゴウといったECNの取引所認可とともにBITSの拡充が必要になることは明白で、コンピューターによる自動執行機能を備えた取引所と伝統的なフロア取引をおこなう取引所をどのように接続するのかという問題が生じてくるという認識が行き渡つてゐるからであろう。⁽³⁾ここでは上院議会証言の準備草稿をもとにして株式市場統合策に関する代表的な意見を紹介する。

（1）モルガン・スタンレー・ディーン・ウィッターのパーセル会長⁽⁴⁾

多様な市場がネットワーク化するという時代に入つて、ネットワークが基準やプロトコールを必要とするようになり、ネットワーク化した市場を規制する枠組みを作り上げる必要がある。ネットワーク化した市場は、電子的リンク、時間優先原則、注文の競争という三つの原則に従つて運営されるべきであり、理想的には各市場がこうした原則に従う形でビジネス・モデルを追求する結果としてネットワークが実現することが望ましいが、個々の市場や仲介者の利害が対立するかもしれない。私の考えているものは

二五年前に議会が提唱した全米市場システムに近いものであり、現在の技術からすればそれほど難しいものではない。市場がリンクされ、一定水準の行為規制に従わされれば各市場が同質化してしまうと考える理由はどこにもない。投資家が必要とする限り、イノベーションのインセンティブはなくなりはしない。

(2) ゴールドマン・サックスのボールソン会長⁽⁵⁾

市場の分裂は現実に存在し、ますます拡大している。市場の分裂は不適切に注文を孤立化させ、厳格な価格競争、公共の価格発見、顧客注文の最良執行、市場の流動性を阻害する可能性がある。したがって、理想的なモードとして、電子的な中央市場、すなわちあらゆる市場にリンクした单一のネットワークを提唱する。しかし、市場は異なる取引システムや価格向上機会を提供しなければならず、とりわけ執行速度と最良価格が両立しないような流動性不足の場合にはそうであり、適切な数量基準に基づく大口取引規定をボラティリティ削減のために設けなければならない。

(3) メリルリンチのコマンスキーハー会長⁽⁶⁾

電子取引システムの登場は市場の分裂に対する不安をもたらした。複数の取引所が注文獲得競争をおこなうことによる利益と注文を一ヵ所に集めることによる利益のバランスが重要である。取引所やATSの間のより強固なリンクを作り出すことが解決策となるはずであり、市場の効率性は最良気配を自動執行するという能力を必要とするであろう。絶対的な数量基準ではなく、相対的な数量基準に基づいた大口取引に対する例外規定をもつた、より高いレベルでの価格優先／時間優先というプロトコールを提唱する。

(4) クレディスイス・ファーストボストンのフィート会長⁽⁷⁾

世界中の取引市場はテクノロジーとグローバライゼーションという二つの力によって根本的な変化を迫られて

いる。グローバルな一四時間体制の電子取引が株式市場で実現することは避けられない。新たな電子市場は、参加者が限られたネットワーク、集権化された取引所リンク市場、分権化した電子ウェブのいずれかになるはずである。参加者が限られたネットワークは現状に近いものでグローバルな市場になるとは考えられないし、分権化した電子ウェブは高流動性銘柄でしか成立しないので、集権化された取引所リンク市場がグローバルな資本市場のベースとなる可能性が高い。

(5) チャールズ・シュワップのシュワップ社長⁽⁸⁾

オーダー・ハンドリング・ルールとECNの気配統合によって市場の分裂はかつてないほど小さい。市場は常に変化しており、競争的市場では非効率は一時的なものにすぎない。多様な市場とより進んだ技術が顧客に低価格をもたらす最良の解決策である。多様な取引システムは競争的市場の中でも最良の価格に効率的にアクセスするシステムを生み出した。今日の技術は中央市場を必要としていない。すでに多くの企業は最良気配の市場への注文回送技術を開発している。

(6) NYSEのグラッソ理事長⁽⁹⁾

中央集権的(monolithic)な構造は競争とイノベーションを阻害し、おそらく代替的システムを国外で生み出すことになるであろう。上場株式市場はそれほど大きく分裂してはいない。政府が上場株式市場に大幅な変化を強いることは時期尚早である。顧客注文の内部化等に対して注意深く目標を定めた規制策で十分である。市場間をリンクするという必要性を否定するわけではないが、政府の介入が必要であるかどうかを議論するよりも、迅速なコミュニケーションと競争を完全に開花させるべきである。

(7) NASDAのザーブ理事長⁽¹⁰⁾

二一世紀の株式市場はディーラーが競い合い、コンピューター・ベースで、テクノロジーが主導し、すべての人を開かれているだろう。中心的な問題は、ニーズにあった市場構造に改善すること、ガバナンスと規制を合理化すること、グローバル市場に迅速に移行すること、の三つである。証券市場構造に関する重大な問題は市場統合に対するニーズをどのように競争と選択の原理にバランスさせるかということである。米国株式市場のイノベーションを支える特質は集権化された単一市場ではなく、自由競争である。我々が望むのはSECの監視のもとで市場に解決策を探らせるというこれまでの政策である。

(8) アーキペラゴウのパトナム最高経営責任者⁽¹¹⁾

市場間競争は情報リンクエージと注文回送リンクエージを改善して促進されるべきである。市場間競争を支えている組織に新しい取引所やECNを公正な方法で参加させるべきである。ITSはスローで、統治構造に問題があり、リンクエージ機能を現在の時代遅れな構造にしておくことには問題がある。中央指値注文板の支持者は市場間競争を単なる価格競争と誤解しており、非価格競争の重要性を理解していない。競争は規制の代替物以上のものである。テクノロジーと結びつけ、市場による回答はしばしば規制対象に適切な解決策をもたらす。

(9) ブルンバーグ・トレードブックのフォレイ社長⁽¹²⁾

NASDAQ市場は分裂していないが、取引所市場には有効なリンクエージを導入する必要がある。中央指値注文板は市場を凍結させ、個別企業に対するリスクは低下させるが、テクノロジーが市場を改善する機会を奪ってしまう。市場の分裂が問題になるのは複数の流動性プールが交流しない場合であり、十分な透明性をもつた市場がリンクされていれば問題はない。

(10) マメリトレードのリケット会長⁽¹³⁾

いかなる市場構造が最も効率的かという議論に基づいた注文の人为的な集中は貧弱な規制政策であり、小口注文のコストを高め、執行結果を悪化させ、執行速度を低下させる。注文の回送先は適切な透明性に基づいた競争に任せるべきである。統合指値注文板の支持者はマーケットメーカーや仲介者抜きで自らのオペレーショナル・コストを引き下げようとしているにすぎず、価格改善がもたらされるというが、委託売買手数料や執行スピードを考慮していない。

(11) FRBのグリンスパン議長⁽¹⁴⁾

短期的にみた取引システム間の競争は市場の分裂をもたらしたが、市場の分裂は長期的な観点から捉えられなければならない。市場構造は常に変化しており、取引方法の革新や新たな金融商品の発展に適応している。流動性は気配値スプレッドが最も小さなシステムに集約される傾向があるので、長期的には競争圧力が統合作用をもたらす。市場の分裂を回避することができるならば回避すべきであるが、移行プロセスにおいては市場の分裂を完全に回避することは不可能である。分裂と統合という競争のサイクルにおいて政策立案者の役割は直接関与しないことである。政策立案者が市場の進化を方向付けるほど賢明であるということはこれまでに証明されていない。したがって、規制当局によるいかなる形の中央指値注文板の強制にも反対である。テクノロジーに基づいた市場の再構築プロセスが現在進行しているので、政策立案者の役割は長期均衡となる市場構造への移行を促進することである。政策立案者は市場参加者や取引システムが同一条件のもとで競争することに心を砕かなければならぬ。つまり、市場慣習の見直しと競争阻害要因の削除である。新たな市場構造への移行を促進するための政策立案者のもう一つの役割は市場の透明性を高めることである。透明性は基本的な市場組織原理の一つである。

(1) イントロダクション

規制の枠組みとブローカーの最良執行義務についてはすでに他のところで述べているので、全米市場システム(NMS)を支える他の一つの柱である透明性とリンクageが本日のテーマである。透明性とは価格がすべての市場参加者に利用可能であることであり、リンクageとはこうした価格にアクセスする手段である。透明性とリンクageはゴールではなく、よりよい市場を求める果てしないレースの一部である。

(2) 指値注文・透明性の土台

指値注文は投資家に価格提示者となる道を開く。指値注文は需要と供給を明らかにすることや重要な市場機能を担っている。指値注文は市場全体に利用可能な情報を増加させ、すべての市場参加者によりよい価格決定を可能にする。指値注文は価格発見を促進するだけではなく、ディーラーと投資家を対等な場所に立たせる。

オーダー・ハンドリング・ルールはスプレッドを30%縮小させることに貢献したが、このスプレッドの縮小の大半は顧客による指値注文の開示によっている。しかし、最近の予備的検査によると、ある取引所では少なくとも指値注文の六つに一つが適切に表示されおらず、指値注文は市場仲介者によって適切に取り扱われていなかることが多い。

(3) 100分の一刻みへの移行・透明性に対するインプリケーション

指値注文と透明性に関する包括的な議論は100分の一刻みへの移行を見逃してはならない。100分の一刻みへの移行によって投資家、とりわけ成行注文を使う小口投資家は明らかに利益を受けるであろう。しかし、100分の一刻みへの移行はマーケットメーカーやプロによる割り込みを容易にするので、指値注文を出すインセンティブを減少させるという見方がある。また、同一価格当たりの注文数量は論理的には減少するので、最良気配で取引できる数量が減少するという見方もある。最良気配のみを表示するという慣行のもとでは最良気配の背後にある指値注文まで表示しなければ100分の一刻みへの移行後には取引が減ることになるかもしれない。

(4) 注文板の開示に向けて

NYSEはスペシャリストの注文板を開示する計画を発表し、ナスダックも3番目までの指値注文総量を表示するという提案(Super Montage)をおこなっており、ECNの中にはすべての指値注文をインターネットを通じて開示しているものもある。これらは透明性と効率的な価格形成に対する投資家の要求に応える前向きな対応である。

100分の一刻みへの移行を前にして最良気配以外の指値注文の開示は重大になっている。今こそ、より広くより深い透明性を実現するときである。あらゆる市場参加者がすべての市場の注文板の開示に向けて動き出すときである。この重要な分野で大規模なシステム変更を必要としない自主的な対応が求められている。すべての投資家があらゆる株式の需要と供給の厚みを知ることができれば真のNMSへ向けての大きなステップとなるであろう。100分の一刻みへの移行が及ぼす影響が明らかでない今こそ、このステップを踏み出すときである。ただし、このアイデアの実現は現在問題となっている市場統合策とは別問題である。

(5) リンクage・基本の復習

すべての市場参加者が最良気配を知ったとしてもどのように顧客がその市場にアクセスするのかという問題が残る。市場にアクセスする方法としてはブローカーを通じてというのが現在は大半であるが、今後もブローカーが重要な役割を担うことになるであろう。もし単一の中央集権的(monolithic)な市場があればブローカーはど

こへ注文を出すのかを迷う必要はないが、議会がそのような選択をするとは考えられない。

複数の市場がブローカーによつて結ばれているとしても市場間の直接的なリンクエージによってブローカーが顧客注文を最良価格で執行するというNMSの目的の一つは達成される。市場間リンクエージは市場間での価格の均衡を促進し、市場をより効率化させることになる。

市場間リンクエージを促進するためにSECは積極的に関わってきたが、限られた役割しか演じていない。SECが追求してきたリンクエージは顧客を二重価格から保護するための基本的なコネクションにすぎず、リンクエージの詳細を決定してはいない。ダイナミックなNMSのもとでは各市場はニッチを探し、ブランドを作り上げ、付加価値のあるサービスを提供しなければならない。市場間リンクエージは無制限に自由なアクセスを意図したものではない。ITSを通じて全く同じように市場にアクセスできるとすれば誰がNYSEの会員権を買つたりするだろうか。

市場間のコネクティビティを提供するブローカーの進化はテクノロジーが新たな可能性を明らかにする場合のみもたらされる。ECNの間の画期的なコネクティビティが発展し続ければ、同じような市場間リンクエージの進化も期待できる。基本的な市場間リンクエージはすでに存在するが、ITSもセレクトネットも代替可能であり、そうすることが望ましい。

(6) 市場全体を通じての売り手と買い手の交流

透明性とリンクエージは一体となつて市場全体を通じての売り手と買い手の交流をもたらしている。しかし、小口投資家と取引しているブローカー／ディーラーとオーダー・フロー・ペイメントを支払っている大口企業が気配を通じた競争をおこなうインセンティブがあるかどうかは疑わしい。

SECは市場の分裂に対してもどのような手段を講じるべきかをまだ決めていない。SECは将来の市場を設計することではなく、真の競争が公正で効率的で秩序ある市場を形作る枠組みを維持し、監督することを役割としている。とりわけ、競争を阻害する障害を取り除かなければならない。しかし、必要であれば公正で効率的な市場の基準を示すことができる。SECがどのような手段を選ぶにせよ、市場間の競争が活発でダイナミックでなければならぬといいうリトマス試験はクリアしていなければならぬ。

(7) 結論

今日の投資家の要求はあまりにも複雑であり、单一市場(monolith)によつて解決することはできない。競争の力は非常に強力であり、隔離し続けることもできない。これは我々すべての至上命題である。

市場と投資家が直面している機会と挑戦は浅薄な議論を乗り越えなければならない。これは大企業と小企業という議論でもなければ、機関投資家と小口投資家、人間とコンピューターという議論でもない。これはどのようにして競争とイノベーションに市場の将来をゆだねるかという議論であり、どのようにしてあらゆる投資家のニーズに応えるのかという議論であり、ますますグローバル化する電子市場において我々の市場がどのようにすれば競争し、勝利することができるかという議論である。そして、我々の資本市場が直面している最も重要な議論である。

3 株式市場統合策の行方

三月二三日に公表されたSECのリリースに対してはすでに紹介したようなさまざまな意見が寄せられているが、SECが議論のたたき台として採り上げた六つの市場統合策は次のようなものであった。

①取引執行と注文回送に関するより詳細なディスクロージャー

②注文の内部化とオーダー・フロー・ペイメントの制限・・・NYSE案

③注文に対する価格改善の機会の提供

④顧客の指値注文に対するブローカー／ディーラーによる市場間フロントランニングの禁止

⑤最良気配の最初の注文に対する市場間時間優先原則の導入

⑥すべての指値注文に対する市場間時間優先原則の導入・・・ナショナル・リンクージ・システム（NLS）

一九九九年九月の講演でレービットSEC委員長が提案したバーチャル・リミット・オーダープックは⑥のNLSの一種と考えられるが、このNLSはその後、ブラック・ボックス、モノリス（monolith）、CLOB（中央指値注文板または統合指値注文板）といったレッテルで攻撃され、支持に回ったのはモルガン・スタンレー・ディーン・ウィツターのバーセル会長、ゴールドマン・サックスのポールソン会長、メリルリンチのコマンスキーハー会長、クレディスイス・ファーストボストンのフィート会長といった大手証券会社の代表だけであった。したがって、なんらかの市場統合策が必要であるとしてもNLSには反対という意見が大勢を占めており、上院銀行委員会はすでに反対意見を示唆していたグリンスパンFRB議長に証言を求め、支持派の息の音を止めたとも言われている。しかし、SECが金利の変更を決定できないのと同様にFRBも株式市場統合策を決定することはできない。市場関係者の意向を無視して市場統合策を決定することは容易ではないが、SECが最終的な判断を下す権限は証券取引所法に明記されている。一九七五年に改正された証券取引所法第一一A条（a）は全米市場システムに関して以下のように規定している。

（1）議会は次のことを確認する。

（A）証券市場は、保持され、かつ強化されるべき重要な国家の財産であること。

（B）新しい情報処理および伝達の技術はより有効かつ効率的な市場運営の機会を作り出すものであること。

（C）次のことを確保することは公益に合致し、かつ投資家保護および公正で秩序ある市場の維持のために適当であること。

（i）証券取引の経済上効率的な執行、

（ii）ブローカー／ディーラー間、取引所市場間、および取引所市場と取引所以外の市場間の公正な競争、

（iii）証券の気配相場および取引に関する情報のブローカー、ディーラーおよび投資家による利用可能性、および

（iv）投資家の注文を最善の市場で執行することについてのブローカーの実行可能性、および

（v）（i）と（ii）の規定に矛盾することなく、投資家の注文がディーラーの関与なく執行される機会。

（D）適格証券についてのすべての市場を通信および情報処理施設を通じて結合することは、効率を促進し、競争を高め、ブローカー、ディーラーおよび投資家に利用可能な情報を増大させ、投資家の注文を相互に対応させることを容易にし、かつ当該注文の最善の執行に貢献すること。

（2）SECは（1）に定める確認事項に合致し、かつその目的を遂行するための証券の全米市場システム（取引上、特殊な性格を持つ特定種類の証券についての補助的な制度を含むことができる）の確立を容易にするため、公益・投資家保護および公正で秩序ある市場の維持に正当な配慮を払いつつ、本法に基づく権限を行使することを指示される。

したがって、この条文に明確に違反しなければ、この条文が改正されない限り、市場統合策に関する最終的な決定はSECの判断によって下されるのである。

レービットSEC委員長は二月二十九日の上院銀行委員会での証言では多くを語らず、SECのリリースで採り上げられた六つの市場統合案のどのあたりを重視しているのかは明らかではなかつた。⁽¹⁵⁾しかし、三月一六日の講演では透明性と市場間リンクケージの関係について説明し、SECの市場統合案の①に当たるより詳細なディスクロージャーだけでは不十分であり、市場間の直接的なリンクケージが必要であると明言している。そして、その文脈で「ダイナミックなNMSのもとでは各市場はニッチを探し、ブランドを作り上げ、付加価値のあるものを提供しなければならない。市場間リンクケージは無制限に自由なアクセスを意図したものではない。ITISを通じて全く同じように市場にアクセスできるとすれば誰がNYSEの会員権を買つたりするだろうか。」と述べている。

また、「もし単一中央の集権的（monolithic）な市場があればプローカーはどこへ注文を出すのかを迷う必要はないが、議会がそのような選択をするとは考えられない。」とも述べており、CLOBやモノリスと呼ばれている單一指値注文板には否定的な見解を示している。レービットSEC委員長が一九九九年九月の講演で提案したバーチャル・リミット・オーダープックは電子的にリンクされた單一指値注文板と考えられ、批判されてきたわけであるが、かならずしもそうではなさそうである。九月の講演草稿を読み返してみると、中央市場（central market）という考え方は魅力的であるとは述べているが、バーチャル・リミット・オーダープックが電子的にリンクされた「單一」指値注文板であるのかどうかは定かではない。⁽¹⁶⁾もしかすると、レービットSEC委員長は当初からSECの市場統合案の⑥に当たるすべての指値注文に対する市場間時間優先原則の導入は想定していないかったのかもしれない。あるいは單一指値注文板に対する反対の大きさを考慮して当初の考え方を後退させたのかもしれない。いずれにしても三月の講演時点では完全な市場間時間優先原則の導入は目指していないということは明らかであり、部分的な市場間時間優先原則の導入をどのような形でおこなうのかが今後の問題である。

現在のITISが不十分であるとレービットSEC委員長が考えていることは明らかであり、市場間リンクケージに関する市場統合策ということでは、SECの六つの市場統合案の中では、④顧客の指値注文に対するプローカー／ディーラーによる市場間フロントランニングの禁止、または⑤最良気配の最初の注文に対する市場間時間優先原則の導入がその候補となるだろう。しかし、これらはいずれもITISを改良することで実現可能ではあるが、最良気配のみが問題となり、バーチャル・リミット・オーダープックというイメージとは一致しない。リミット・オーダープックというからはすべてではないにしても最良気配以外の注文も対象になるものと考えられる。NASDAQの提案しているスーパー・モンタージュは三番目の価格までを表示することになっているが、三番目の価格までの指値注文を電子的にリンクして時間優先原則を導入するといふことも考えられよう。

証券取引所法第一A条（a）で規定された全米市場システムは、（C）（ii）プローカー／ディーラー間、取引所市場間、取引所市場と取引所以外の市場間の公正な競争、（iv）投資家の注文の最善の市場での執行、（v）投資家の注文がディーラーの関与なく執行される機会の提供、（D）投資家の注文を相互に対応させることを要求しており、投資家の注文を相互に対応させるためには指値注文が何らかの形でブールされること以外にはありえない。しかし、その方法は今のところ明らかではない。しかも、そのために現在のITISを改良するすれば、自動執行機能を備えた取引所とそうでない取引所をリンクするためには伝統的な取引所への自動執行機能の導入がおそらく必要になり、何らかの方法が決まつたとしてもその実現にはさらに時間を要するであろう。そのことを見越してか、四月一七日にSECは自主的な指値注文板の情報開示（市場統合案①）へ向けた会議を五月四日⁽¹⁸⁾におこなうことを発表した。各取引所の存続基盤を確保し、イノベーションを生み出すインセンティブを与えるながら、各取引所の指値注文をブールするという前代未聞のプロジェクトはまだまだ前途多難であると言えよう。

(注)

- (1) ルーニヴァームの由の公の米国長の講演よりよれば、指摘「真の証券の構築へ向けてルーニヴァームの由の米国長の提案～」(本誌「日刊日本報」一九九九年一〇月)、又別の由の対応に限れば、指摘「リバーブーク証券取引所の新構想～「リバーブークの由」の意味するもの～」(本誌一五七八号、一〇〇〇年一月)を参照。
- (2) の由のリワード～議会証明の内容に限れば、指摘「米国株式市場統合をめぐる新たな展開～の由のリワード～

関係者の議会証明～」(本誌一五八〇号、一〇〇〇年三月)を参照。

(3) ハドソンシンシナティ証券取引所やバンハイック証券取引所はロハムスターによる自動執行を導入しているが、ITの普及の取引制限を離れておらず、注文回送先ではペッシャリストによる手入力での執行がおなわれている。

(4) http://www.senate.gov/banking/00_02hrg/022900/purcell.htm

(5) http://www.senate.gov/banking/00_02hrg/022900/paulson.htm

(6) http://www.senate.gov/banking/00_02hrg/022900/krninsky.htm

(7) http://www.senate.gov/banking/00_02hrg/022900/wheat.htm

(8) http://www.senate.gov/banking/00_02hrg/022900/schwab.htm

(9) http://www.senate.gov/banking/00_02hrg/022900/grasso.htm

(10) http://www.senate.gov/banking/00_02hrg/022900/zarb.htm

(11) http://www.senate.gov/banking/00_02hrg/032200/putnam.htm

(12) http://www.senate.gov/banking/00_02hrg/032200/foley.htm

(13) http://www.senate.gov/banking/00_02hrg/032200/ricketts.htm

(14) <http://www.bog.fbbfd.us/BoardDocs/Testimony/2000/20000413.htm>

(15) Arthur Levitt, "Visible Prices, Accessible Markets, Order Interaction", March 16, 2000 (<http://www.sec.gov/news/speeches/spch200.htm>)

(16) http://www.senate.gov/banking/00_02hrg/022900/levitt.htm

(17) Arthur Levitt, "Dynamic Markets, Timeless Principles", 23 September 1999 (<http://www.sec.gov/news/speeches/spch295.htm>)、[ハドソンシンシナティ証券取引所](#) (本誌「日刊日本報」一九九九年一〇月)

(18) SEC, "SEC To Conduct Roundtable on Limit Order Transparency", April 17, 2000 (<http://www.sec.gov/news/limitot.htm>)

(よしかわ せやわ・州出張就職)

中国の証券投資ファンド

王 東明

1 はじめに

投資ファンド、投資信託のことを中国では「投资基金」と呼ぶ。中国における投资基金の設立は八〇年代初頭の農村から始まり、当初「農村合作基金」という形でさまざまな投资基金が設立された。八〇年代の半ば頃から、都市部の大部分の国有企業は、計画経済において数十年間継続した設備投資などの長期投資について、「財政投融资体制」から「銀行融資体制」（「撥改貸」）へと移行した。その影響を受けて、一部の企業は資金不足に陥り、企業の従業員から資金を集め、「内部集資」の形でさまざまな投资基金を設立した。当時、投資信託の制度とそれに関連する法規がないため、基金の管理・監督の面においてさまざまな混乱が起こり、無秩序な状況が続いた。投資家（主に従業員）は基本的に企業経営者との個人的な信頼関係とその経営手腕に頼って寄託することしかできなかつた。また、「証券投資信託」らしいものが少なく、基金の運用先は主に実業投資に集中され、証券投資が少なく、投資リスクも比較的高く、投資家の権益がなかなか確保されなかつた。その他、ほとんどのファンドは私募であつたため、流動性に欠けているという問題も指摘された。⁽¹⁾

比較的「規範化」された投资基金の設立は八〇年代の後半に入つてから、まず海外投資家向けの投資ファンドから始まつた。一九八七年、中国銀行と中国国際信託投資公司は海外金融機関の協力を得て、国内で初めて海外投資家向けの投資ファンド——「中国投资基金」を設立。また八九年五月、香港新鴻基信託基金管理公司は海外で

初めて中国投資ファンド——「新鴻基中華基金」を設立した。そして、九〇年一一月、フランスの投資会社が国内で「上海基金」を設立。九一年、中国新技術創業投資公司は香港で香港上海銀行、スタンダード・チャータード銀行と共に「中国置業基金」を設定し、三・九億香港ドルの資金を募集して広東省珠江デルタのハイテク関連の郷鎮企業に投資するファンドを設立した。九二年四月、同ファンドは香港証券取引所に上場を果たした。九四年までに香港などの海外先進国で中国を投資対象とするファンドは五〇余りになり、資産総額は約五〇億ドルに達した。⁽²⁾

また、国内投資家向けの投资基金に関しては、九一年一〇月に「武漢証券投資基金」と「南山風險基金」がそれぞれ中国人民銀行武漢分行（支店）と深圳南山人民政府の承認を得て設立された。九二年一一月、中国農村發展信託投資公司などの五つの金融機関は北京で「淄博郷鎮企業投資基金」（会社型投資信託）を設立し、三億元の資金を集めめた。そして、九三年八月一〇日に同基金は投資ファンドの第一号として上海証券取引所に上場を果たした。九二年と九三年の二年間においては基金設立のブームとなり、発行と管理の混乱があつたため、九三年五月一九日に人民銀行が緊急通達を出し、「規範化」されない基金の設立を禁じた。その結果、九四年四月から九七年までの四年余りに、新しい基金の設立がなかつた。九七年までの基金数は七五になり、五七・〇七億元の資金を募集した。そのうち二五基金は上海・深圳証券取引所に上場され、三八基金は天津、南方、武漢、大連などの証券取引センターで公開取引されている。その他、基金に類する受益証券は四七があり、一五・三三億元の資金が募集された。⁽³⁾

一九九七年一一月一四日、中国の国务院証券委員会は全国レベルの「証券投資基金管理暫行弁法」（「証券投資信託法」）がないため、それに相当するもの、以下「暫行弁法」と略称）を公布し、施行した。⁽⁴⁾ 一八年三月一三日

に、「暫行弁法」に基づいての第一陣の契約型証券投資基金——「基金開元」と「基金金泰」が設定された。この二つの基金はそれぞれ二〇億元を発行し、クローズド・エンド型のファンドで一五年の信託期限を設定し、深圳・上海両証券取引所に上場を果たした。⁽⁵⁾ この画期的な発行と「暫行弁法」の施行は基金市場が新たな段階に入つたことを意味し、今後機関投資家の育成、新しい金融商品の開発および専門家による資産管理・資産運用に寄与し、基金関連の法整備と市場の健全化に一步前進したと考えられる。

それ以来二年間、九九年末までに「暫行弁法」に基づいて設立された証券投資基金は二二一になり、五〇五億元の資金を応募し、一基金は一〇億元から三〇億元まで今までない規模で発行し、大きな関心を集めた。⁽⁶⁾ 現在「暫行弁法」に基づいて設立した基金は「新基金」と呼ぶ、それ以前の基金は「老基金」と呼んでいる。以下、「新基金」と「老基金」の特徴と運営状況を整理し、基金市場の問題点を探り、特に「新基金」の創設が証券市場にどのような影響を与えているのか、また現在六兆元を超える個人貯蓄を如何に証券市場にシフトできるか、機関投資家をどのように育成するのかなどの課題を考えてみたい。

2 「老基金」の状況

以上紹介したように、国内投資家向けの投資基金の設立は八〇年代初頭の「農村合作基金」と八〇年代半ば頃の都市部企業の従業員による「内部集資」基金のいわゆる「無規範」の段階を経て、九〇年代に入つてから政府の承認を得た比較的「規範化」された投資基金の設立が始まった。九七年一月「暫行弁法」を公布する前に、既に七五の「老基金」が設定され、その特徴と問題点は次の一二点にまとめる⁽⁷⁾ことができる。

(1) 契約型とクローズド・エンド型（封閉型）が最も多い形式である。会社型（天晴、藍天、三峡、天信、

創業など）とオープン・エンド型（銀海）もある。

(2) 信託期間は二年～一〇年、または無期限である。

(3) 発行価格は一・〇〇元～一・〇五元、時に一〇・〇〇元、一〇五・〇〇元もある。

(4) 一つの管理会社（経理人）は基本的に一基金を管理する（四五の管理会社があり、一管理会社は平均で一・七基金を管理）。

(5) 発行規模が小さい。最大の天晴基金は五・八二億元、二番目の藍天基金は三・七九億元、最小の温信基金と武漢基金（一期）はわずか一、〇〇〇万元である。一亿元以上は一基金、六、〇〇〇万元以下は六四基金であり、平均規模が八、〇〇〇万元前後である。

(6) 統一の承認機関がない。承認機関は主に中国銀行（本店・四基金、各地方の支店・六八基金）であり、一部の地方政府（三基金）も含まれる。

(7) 発起人および運営管理人は商業銀行、信託投資公司および証券会社である。

(8) 基金の大部分が証券取引所に上場したり、あるいは証券取引センターに公開取引されたりしている。九七年一月前後、二五基金は上海・深圳証券取引所に上場し（表1）、三八基金は南方、重慶、天津、武漢、大連などの証券取引センターに公開取引されている。

(9) 取引形式が四段階になる。すなわちa. 取引所の上場、b. 証券取引センターの公開取引と取引所のネットワークの連携（富民、通發、広發、南方など）c. 単独で証券取引センターの公開取引（金信、温信、三峡など）d. 証券会社の店頭売買（南山など）であり、特にcとdの場合は市場が狭い。

(10) 運用先は証券だけではなく、不動産、産業などの実業投資もある。しかも実業投資の割合が高い。証券

取引所と証券取引セン

ターに上場・公開取引
されている基金の運用

先から見れば、九六年
末時点では七四%が実

業投資、二六%が証券
投資である。一部の基

金（公衆、萬利、農
信、轄農、金信、珠信）

は資金の一〇〇%が実
業投資である。取引所

に上場する二五基金だ
けを見れば（表2）、

九七年末実業投資は五
一・六五%、証券投資

は三二・二六%、現金
は八・二四%、その他

は七・四九%である。

表1 中国の投資ファンド（「老基金」）の概要 (1997年11月)

| 基金名称 | 発行数 (万単位) | 流通量 (万単位) | 設立時期 (年) | 委託者 (管理人) | 受託者 | 上場地 |
|------|--------------|--------------|-------------|----------------|------------|-----|
| 淄博基金 | 10,000.00 | 8,488.00 | 1992.12.15 | 8 淄博投資基金管理公司 | 中国農業銀行淄博支店 | 上海 |
| 金龍基金 | 10,000.00 | 9,500.00 | 1994. 1. 1 | 10 上海国際信託投資公司 | 交通銀行上海浦東支店 | 上海 |
| 宝鼎基金 | 10,000.00 | 9,500.00 | 1994. 1. 1 | 10 申銀万國証券 | 中国農業銀行上海支店 | 上海 |
| 建業基金 | 10,000.00 | 9,500.00 | 1994. 1. 1 | 10 建設銀行上海支店 | 中国農業銀行上海支店 | 上海 |
| 沈陽農信 | 3,861.00 | 3,861.00 | 1992. 4. 1 | 15 中国農業銀行沈陽支店 | なし | 上海 |
| 沈陽富民 | 3,450.00 | 3,150.00 | 1992. 4. 20 | 無期限 沈陽北方証券基金部 | 中国工商銀行沈陽支店 | 上海 |
| 沈陽通發 | 5,850.00 | 5,350.00 | 1992. 5. 20 | 無期限 海通証券沈陽支社 | 交通銀行沈陽支店 | 上海 |
| 沈陽公衆 | 5,950.00 | 5,450.00 | 1992. 5. 20 | 無期限 建行沈陽信託投資公司 | 中国建設銀行沈陽支店 | 上海 |
| 沈陽興沈 | 3,510.00 | 3,210.00 | 1992. 5. 20 | 無期限 沈陽市信託投資公司 | 沈陽國際投資信託公司 | 上海 |
| 沈陽万利 | 7,320.00 | 6,720.00 | 1992. 5. 28 | 無期限 工商銀行沈陽銀信支店 | 中国工商銀行沈陽支店 | 上海 |
| 沈陽銀海 | 11,250.00 | 10,125.00 | 1992.11 | 無期限 工商銀行浦頭韓江支店 | 工商銀行浦頭韓江支店 | 上海 |
| 沈陽久盛 | 3,509.00 | 3,219.00 | 1992. 5. 11 | 無期限 江西省証券公司基金部 | 江西省農業銀行 | 上海 |
| 廣東広發 | 6,000.00 | 6,000.00 | 1992. 6. 9 | 8 広発証券公司基金部 | 工商銀行廣州支店 | 上海 |
| 廣東海鷗 | 5,000.00 | 5,000.00 | 1993.12. 6 | 10 珠海海鷗投資基金部 | 中保人壽保險珠海支店 | 上海 |
| 廣東広信 | 12,875.40 | 11,875.40 | 1993. 4. 27 | 8 広東国際信託投資公司 | 中国建設銀行廣東支店 | 上海 |
| 天暉基金 | 58,147.60 | 58,147.60 | 1993. 1. 18 | 10 深圳投資基金管理公司 | 中国工商銀行深圳支店 | 深圳 |
| 藍天基金 | 37,915.70 | 37,915.70 | 1993. 2. 10 | 10 深圳藍天基金管理公司 | 中国建設銀行深圳支店 | 深圳 |
| 君安受益 | 20,000.00 | 20,000.00 | 1993.12.28 | 5 君安証券 | 農行深圳信託投資公司 | 深圳 |
| 広発基金 | 5,300.00 | 4,770.00 | 1993.12. 8 | 8 広発証券公司基金部 | 中国工商銀行廣州支店 | 深圳 |
| 南方基金 | 22,630.00 | 20,630.00 | 1993.12. 6 | 8~15 広東省南方金融服務 | 交通銀行廣州支店 | 深圳 |
| 広証基金 | 11,700.00 | 10,700.00 | 1993.12. 3 | 8 広東証券公司基金部 | 工商銀行廣東百靈支店 | 深圳 |
| 華信基金 | 13,701.72 | 12,501.72 | 1993.12. 7 | 8 広東華僑信託投資公司 | 中国銀行廣東支店 | 深圳 |
| 富島基金 | 16,000.00 | 16,000.00 | 1992. 5. 21 | 20 海南省証券公司 | 交通銀行海南支店 | 深圳 |
| 広証受益 | 12,000.00 | 10,800.00 | 1994. 5. 28 | 5 広東証券公司 | 建行廣東信託投資公司 | 深圳 |
| 海南銀通 | 8,398.66 | 6,998.66 | 1993.11 | 5 交通銀行海南支店 | 太平洋保險海南支店 | 深圳 |
| 平均 | 314,369.08 | 299,412.08 | | | | |

(出所)『中国証券報』1997年9月1日、11月21日より作成。

タードに上場・公開取引
されている基金の運用
投資である。一部の基
金（公衆、萬利、農
信、轄農、金信、珠信）
は資金の一〇〇%が実
業投資である。取引所
に上場する二五基金だ
けを見れば（表2）、
九七年末実業投資は五
一・六五%、証券投資
は三二・二六%、現金
は八・二四%、その他
は七・四九%である。
いずれも実業投資が
五割以上、証券投資
が三割前後である。
基金管理人（経理人）
は大量の資金を不動
産などの実業と一般
流通できない法人株
に投資し、それによ
つて、一部の基金は
投資損が出ており、
「老基金」の運用成
績が不振になる原因
の一つと指摘され
た。これは九七年八
月前後の資料を見れ
ば、上場基金の証券
投資は二四・五
〇%、実業投資は四

一・一四%、不動産投資は一・一四%，その他は二・一・九五%であり、不動産投資が一割を超えていることがわかる。⁽⁹⁾

(11) 全国的な投資信託協会がないため、業界の自律管理ができず、さまざまな混乱が起こりやすい。

(12) 全国統一の法規がない。九二年六月に深圳市政府は「深圳市投資信託基金管理暫定弁法」を公布した。

また、九三年五月に中国銀行上海分行（支店）は「上海市人民幣証券投資信託基金暫行管理弁法」を公布した。これは九七年一月の「暫行弁法」が公布される前の二つの地方法規である。そして九五年九月に海外投資家向けの「海外中国産業投資基金の設立に関する管理弁法」が公布されたが、国内投資家向けの全国統一の法規定がないため、無秩序な状況が続いていると指摘されている。⁽¹⁰⁾

以上のように、「老基金」市場は規模が小さく、「暫行弁法」が公布する前の九七年五月の時価は一〇〇億元（一一三・六億元）程度で、株式流通市場の時価総額四、〇〇〇億元の三%（一・八%）にも満たない。⁽¹¹⁾ 資産運用能力の指標を示す純資産収益率については、上海上場の一二基金は九四年末一七・一四%，九五年末一五・一%であったが、九七年一月前後になると、上海・深圳上場一二基金は九・七三%までに減少し（表2）、純資産収益率が減っていることがわかる。また基金の統一管理体制がなく、認可機関も人民銀行の本店・支店および地方政府とさまざままで、政策もバラバラのため、委託者、受託者および受益者の三当事者の権利、責任および義務が曖昧で混乱が起こりやすい。そして基金運営の効率性、安全性、収益性および投資家保護、情報開示など面から見れば問題も多い。また不動産などの実業投資、協議貸付などの運用先があつたため、投資リスクが高いと言われている。⁽¹²⁾ これは「老基金」の特色の一つとも言えるが、同時に問題点でもある。「老基金」の問題を解決するため、「規範化」の市場が必要で、九七年一月全国統一の「暫行弁法」の実施は「老基金」の時代の終りを意味し、これから「新基金」の時代を迎える。

3 「新基金」の状況

九七年一月に実施された「暫行弁法」（全七章五十七条⁽¹³⁾）は、その適用範囲は証券投資基金（証券投資信託）であり、基金の投資対象は株式、債券などの金融商品に限定されている。ここで「老基金」が認めていた実業投資は「新基金」に通用しない。また、今まで統一しなかつた人民銀行、地方政府の管理体制は中国証券監督管理委員会（中国証監会）に一本化し、管理監督を強化した。それによって、九七年一〇月に中国証監会は基金監管部を組織し、九八年九月に正式に設立した。基金監管部は基金設立の審査・許可、規則の制定および監督管理を担当する部門になつた。「暫行弁法」は基金の形式をオープン・エンド型（開放型）とクローズド・エンド型（封閉型）の二種類のみに限定し、「老基金」が持つ「会社型」は規定外である。九八年三月からスタートした「新基金」の設立ラッシュは、一年間で一二基金を設定し、五〇〇亿元以上の資金を募り、証券市場の新たな焦点になり、重要視されるようになつた。以下、「新基金」の特徴、収益状況および取引状況を整理することにしよう。

「新基金」は表3で示すように、次の特徴がある。（1）発行規模が大きい。「老基金」のない規模で一〇億元～三〇億元という大規模で発行している。「暫行弁法」の一億元以上の最低応募金額を大きく超えている。（2）一二基金の形式は全てクローズド・エンド型（封閉型）であり、オープン・エンド型（開放型）はまだ設定されていない。（3）信託期間は「暫行弁法」の最低五年以上という期間を超える、一律一五年という長期のものである。（4）一二基金は全て上海・深圳の証券取引所に上場している。（5）一管理会社が一基金を管理している（表4）。「老基金」の場合は基本的に一管理会社が一基金を管理する。（6）運用先について、株式や債券の投

表3 中国の証券投資ファンド（「新基金」）の概要

| ファンド 名 称 | 発行規模 (億元) | 信託期間 (年) | 設立時期 (年) | 委託者 (管理会社) | 受託者 | 上場地 |
|----------------|--------------|-------------|-------------|---------------|--------|-----|
| 基金金泰 | 20 | 15 | 1998. 3.27 | 国泰基金管理有限公司 | 中国工商銀行 | 上海 |
| 基金開元 | 20 | 15 | 1998. 3.27 | 南方基金管理有限公司 | 中国工商銀行 | 深圳 |
| 基金興華 | 20 | 15 | 1998. 4.23 | 華夏基金管理有限公司 | 中国建設銀行 | 上海 |
| 基金安信 | 20 | 15 | 1998. 6.22 | 華安基金管理有限公司 | 中国工商銀行 | 上海 |
| 基金裕陽 | 20 | 15 | 1998. 7.25 | 博時基金管理有限公司 | 中国農業銀行 | 上海 |
| 基金普惠 | 20 | 15 | 1999. 1. 6 | 鵬華基金管理有限公司 | 交通銀行 | 深圳 |
| 基金泰和 | 20 | 15 | 1999. 4. 8 | 嘉実基金管理有限公司 | 中国建設銀行 | 上海 |
| 基金同益 | 20 | 15 | 1999. 4. 8 | 長盛基金管理有限公司 | 中国工商銀行 | 深圳 |
| 基金景宏 | 20 | 15 | 1999. 5. 5 | 大成基金管理有限公司 | 中国銀行 | 深圳 |
| 基金漢盛 | 20 | 15 | 1999. 5.10 | 富国基金管理有限公司 | 中国農業銀行 | 上海 |
| 基金安順 | 30 | 15 | 1999. 6.15 | 華安基金管理有限公司 | 交通銀行 | 上海 |
| 基金裕隆 | 30 | 15 | 1999. 6.15 | 博時基金管理有限公司 | 中国農業銀行 | 深圳 |
| 基金興和 | 30 | 15 | 1999. 7.14 | 華夏基金管理有限公司 | 中国建設銀行 | 上海 |
| 基金普豐 | 30 | 15 | 1999. 7.14 | 鵬華基金管理有限公司 | 中国工商銀行 | 深圳 |
| 基金天元 | 30 | 15 | 1999. 8.26 | 南方基金管理有限公司 | 中国工商銀行 | 深圳 |
| 基金金鑫 | 30 | 15 | 1999.10.21 | 国泰基金管理有限公司 | 中国建設銀行 | 上海 |
| 基金同盛 | 30 | 15 | 1999.11. 5 | 長盛基金管理有限公司 | 中国銀行 | 深圳 |
| 基金景陽 | 10 | 15 | 1999.11.12 | 大成基金管理有限公司 | 中国農業銀行 | 上海 |
| 基金裕元 | 15 | 15 | 1999.11.12 | 博時基金管理有限公司 | 中国工商銀行 | 上海 |
| 基金景博 | 10 | 15 | 1999.11.12 | 大成基金管理有限公司 | 中国農業銀行 | 深圳 |
| 基金景福 | 30 | 15 | 1999.12.30 | 大成基金管理有限公司 | 中国農業銀行 | 深圳 |
| 基金漢興 | 30 | 15 | 1999.12.30 | 富国基金管理有限公司 | 交通銀行 | 上海 |
| 計 | 505 | | | | | |

（出所）「中国証券報」1999年8月10日。2000年2月14日。Http://www.csirc.gov.cn/CSRCsite/tzjj/jjlist.htmより作成。

表4 「新基金」管理会社の概要

| 委託者 (管理会社) | 登録地 | 登録資本 (億元) | 許可・設立日 (年・月・日) | 管理の基金名称 |
|---------------|-----|--------------|-------------------|-------------|
| 国泰基金管理有限公司 | 上海市 | 6 | 1998. 3. 3 | 金泰、金鑫 |
| 南方基金管理有限公司 | 深圳市 | 5 | 1998. 3. 3 | 開元、天元 |
| 華夏基金管理有限公司 | 北京市 | 7 | 1998. 4. 6 | 興華、興和 |
| 華安基金管理有限公司 | 上海市 | 5 | 1998. 5.26 | 安信、安順 |
| 博時基金管理有限公司 | 北京市 | 10 | 1998. 7. 7 | 裕陽、裕隆、裕元 |
| 鵬華基金管理有限公司 | 深圳市 | 8 | 1999.12.16 | 普惠、普豐 |
| 嘉実基金管理有限公司 | 北京市 | 6 | 1999. 3.25 | 泰和 |
| 長盛基金管理有限公司 | 北京市 | 8 | 1999. 3.26 | 同益、同盛 |
| 大成基金管理有限公司 | 北京市 | 10 | 1999. 4. 7 | 景宏、景博、景陽、景福 |
| 富国基金管理有限公司 | 北京市 | 10 | 1999. 4. 7 | 漢盛、漢興 |

（出所）Http://www.csirc.gov.cn/CSRCsite/tzjj/jjgl.htmより。

資比率は資産総額の八〇%以上、一基金が保有する一上場企業の株式は基金純資産の一〇%まで、同一の基金经理人が管理する全基金が保有する一企業の証券は、その証券総額の一〇%まで、基金が投資する国家債券の比率は基金純資産額の二〇%以上という規定がある（「暫行弁法」第三十三条）。（7）収益分配は現金方式で一年一回以上、分配金は基金純収益の九〇%を下回らない（「暫行弁法」第三十八条）。

収益状況について、九八年に上場した五基金の純収益構成（九九年上半期）から見れば、株式・債券などの含み益は一番高く、平均で全体の七割近く（六八・二七%）になっている。一番目は株式売買益（二七・八八%）である。配当収入（〇・四四%）、金利収入（一・八八%）および債券売買益（〇・九六%）は極めて少なく、全体の三%に止まっている。収益の約九七%は金融資産の含み益と株式売買益から構成されていることがわかる（表5）。

取引状況について、近年の上場基金に限つて見ると、表6が示しているように、基金取引金額が全国証券取引金額に占める割合は極めて少なく、九九年以前の五年間は二%前後に止まり、九九年は一七「新基金」の大量上場によって、取引金額（一・四八五億元）は前年より倍増し、取引量も前年の三倍になり、全国証券取引金額に占める割合は五%近くになった。

4 保険資金の参入

一九九九年一〇月に、國務院は正式に保険資金による証券投資基金の投資を許可した。^{〔16〕}今まで保険資金の運用は預金、政府債券、金融債および國務院が規定したその他の資金運用方法に限定されているが（「保険法」一〇四条）、証券投資基金に投資できるようになれば、保険会社は基金投資を通じて間接的に株式市場に参入することができ、

今後ますます増える保険資
金（九八年の全国保険金収
入は一、四二七億元）の動
向が注目されるようになつ
た。基金市場の保険資金参
理会社は既にオープン・エ
ンド型基金の設定を検討し
始め、基金市場の流動性を
高め、保険資金が参入しや
すい環境を整備するため、
今年の下半期にオープン・エ
ンド型基金を発行する計
画を予定していると発表さ
れた。⁽¹⁷⁾ 今後年金基金の運用
(現在は国債に限る) にも
影響が出てくると考えられ
る。

5 機関投資家の育成

一九九九年末、中国株式市場の投資家数(登録口座数)は四、四八一・九七万人に達し、うち国内投資家向
けA株は四、四六一・七五万人、外国投資家向けB株は二〇・一二万人になつていて。また、投資家が個人投資家
と機関投資家を分けてみると、全投資家の九九・五六% (四、四六二・一九万人) は個人投資家で、機関投資家
(法人を含む) はわずか〇・四四% (一九・七九万人) で全体の一%にも満たない。A株の場合は、個人投資家
は四、四四三・四八万人 (九九・五九%)、機関投資家は一八・一八万人 (〇・四一%) であり、B株の場合は、
個人投資家は一八・七一人 (九二・五三%)、機関投資家は一・五一万人 (七・四七%) である。⁽¹⁸⁾ いずれにし
ても投資家の殆どが個人投資家であり、機関投資家が極めて少ない。また、一九九七年六月末、上海A株流通市
場の投資家別株式保有比率から見ても、個人投資家は九四%、機関投資家は五%，証券会社は一%であり、機関
投資家の割合は小さいことがわかる。⁽¹⁹⁾ ちなみに九七年度、日本の信託・年金・保険などの機関投資家は発行済株
式の二・五%前後を保有し、中国よりはるかに多い。⁽²⁰⁾ 勿論、今まで中国の社会保障制度は西側先進国と比べると未
だ発達であり、市場経済を導入して国有企业の制度改革を深化することによつて、近年整備されつつある。今後、
保険・年金などの制度が完備され、これらの資金は証券投資基金を通じて証券市場に運用されることが増えれば、
近年の基金市場の整備が保険・年金・投信などの機関投資家の育成に大きく影響してくるであろう。

6 むすびにかえて

以上、この一〇数年間の投資基金業の発展経緯を紹介し、「老基金」の問題点と「新基金」の発展状況を整理
してみた。特に、九八年以降、「新基金」の誕生によって、基金市場は無秩序な状況から「規範化」され、株式

表5 98年上場「新基金」の収益状況 (99.1.1~99.6.30)

(単位：百万元)

| 基金名称 | 純収益 | 配当収入 | | 金利収入 | | 株式売買益 | | 債券売買益 | | 資産の含み益 | |
|------|----------|-------|------|--------|------|----------|-------|-------|------|----------|-------|
| | | 金額 | % | 金額 | % | 金額 | % | 金額 | % | 金額 | % |
| 基金金泰 | 738.70 | 5.92 | 0.80 | 6.25 | 0.85 | 77.44 | 10.48 | 19.92 | 2.70 | 606.05 | 82.04 |
| 基金開元 | 975.37 | 3.08 | 0.32 | 13.80 | 1.41 | 190.83 | 19.56 | 0.00 | 0 | 790.79 | 81.08 |
| 基金興華 | 1,085.04 | 2.39 | 0.22 | 20.31 | 1.87 | 482.59 | 44.48 | 10.51 | 0.97 | 595.16 | 54.85 |
| 基金裕陽 | 1,550.94 | 5.84 | 0.38 | 36.12 | 2.33 | 471.20 | 30.38 | 17.29 | 1.11 | 931.68 | 60.07 |
| 基金安信 | 1,294.95 | 7.59 | 0.59 | 29.40 | 2.27 | 351.86 | 27.17 | 6.75 | 0.52 | 930.32 | 71.84 |
| 合計 | 5,645.00 | 24.82 | 0.44 | 105.88 | 1.88 | 1,573.92 | 27.88 | 54.47 | 0.96 | 3,854.00 | 68.27 |

(註) 基金費用が計算されていないため、各項目の合計は純収益を超える場合がある。

(出所) 「証券市場導報」1999年12月号、35頁より作成。

表6 中国の上場基金の取引状況

| 年 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 |
|--------------|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 上海上場基金 | 1 | 12 | 12 | 15 | 15 | 19 | 26 |
| 取引数量(億単位) | 3.11 | 56.73 | 107.21 | 128.01 | 55.57 | 329.58 | 827.95 |
| 取引金額(億元) | 12.09 | 117.34 | 305.67 | 497.38 | 219.53 | 605.28 | 1,365.82 |
| 深圳上場基金 | — | 8 | 10 | 10 | 10 | 10 | 16 |
| 取引数量(億単位) | — | 181.15 | 134.58 | 346.28 | 173.15 | 225.74 | 795.17 |
| 取引金額(億元) | — | 240.15 | 204.51 | 1,069.12 | 588.38 | 411.61 | 1,119.66 |
| 両市場上場基金 | 1 | 20 | 22 | 25 | 25 | 29 | 42 |
| 取引数量(億単位) | 3.11 | 237.88 | 241.79 | 474.29 | 228.72 | 555.32 | 1,623.12 |
| 取引金額(億元) | 12.09 | 357.49 | 510.18 | 1,566.50 | 807.91 | 1,016.89 | 2,485.48 |
| 全国証券取引金額(億元) | 4,233.23 | 30,629.59 | 70,226.36 | 59,326.16 | 59,263.68 | 46,222.92 | 52,304.24 |
| 上場基金の割合(%) | 0.29 | 1.17 | 0.73 | 2.64 | 1.36 | 2.20 | 4.75 |

(出所) 中国証券監督管理委員会編『中国証券期貨統計年鑑』1999年版、中国財政経済出版社、30頁、37頁～38頁。上海証券取引所「市場統計年鑑」の各年版。上海証券取引所「上証統計月報」1999年12月号、5頁。深圳証券取引所「市場統計」1999年12月号、3頁。

市場の整備（「会社法」、「証券法」）と同じように大きく前進し、今後、株式市場を支える要素として重視されるであろう。一方、国有企業の経営難、国有商業銀行の大量な不良債権などの深刻な問題があり、株式市場はこれらの企業と銀行の「救済策」として資金調達の場になる恐れがあり、今後、優良な企業と銀行の上場を促進することがなによりも重要である。

また、最近、「老基金」の吸収・合併が進められており、今年の二月に、海湾、武漢、鞍中、中盛、開信、長江の六「老基金」は合併して「新基金」になり、「同智証券投資基金」という名称に変更した。同基金は成長型証券投資基金として一〇年の信託期間を設定し、基金管理人は長盛基金管理公司、受託銀行は中国銀行で、五億元資金を増募する計画を発表した。⁽²⁾ 同じ時期に、大連の四「老基金」（利民、工行可転、建信、大信受益）も合併し、「新基金」として主にハイテクの上場企業を投資対象にし、成長型の証券投資基金——「金元証券投資基金」と命名され、基金管理人は南方基金管理公司、受託銀行は中国工商銀行に決定することが報道されている。⁽²⁾ 今後、「老基金」を整理し、吸収・合併を通じて「新基金」となるケースが増えることになるであろう。

注

- (1) 中国証券大全編輯委員会編「中国証券大全（三）」新華出版社、一九九六年、四二三三頁。何光編「中国合作經濟概觀」経済科学出版社、一九九八年、第二章を参照。
- (2) 孫黎「海外中国基金与国企重組」「証券市場導報」一九九七年一月号、一八頁～一四頁。
- (3) 「中国証券報」一九九七年一月一七日。楊貴「封閉為主、循序開放、規範運作、創業以輔——中国投資基金發展的前瞻性思考」「中國証券報」一九九七年一月一九日。上海証券期貨學院信息資料中心編「投資基金」（信息資料專題文集、第三輯）、一九九六年一月、三九頁。孫黎「海外中国基金与国企重組」「証券市場導報」一九九七年一月号、一八頁～一四頁。中国証券大金編輯委員会編「中国証券大全（三）」新華出版社、一九九六年、四二三三頁。金德環編「当代中国証券市場」上海財經大学出版社、一九九九年、一七四頁～一七八頁。
- (4) 「中国証券報」一九九七年一月一五日。
- (5) 「中国証券報」一九九八年三月一三日。
- (6) 「中国証券報」一九九九年一月一四日。
- (7) 小林和子「中国の金融改革と投資信託」「証券レビュー」第三八卷第六号、一九九八年六月。賀一鳴「發展中国証券投資基金的条件」「中国証券報」一九九七年一〇月一三日。中国証券大全編輯委員会編「中国証券大全（三）」新華出版社、一九九六年、四二四三頁。「中国証券報」一九九七年六月一六日、一〇月九日。
- (8) 「中国証券報」一九九七年一月一二日。
- (9) 「中国証券報」一九九七年八月四日。
- (10) 張安中「中国投資基金現状及其規範」「中国証券報」一九九六年一二月一日。
- (11) 「中国証券報」一九九七年五月一六日。
- (12) 「中国証券報」一九九六年六月九日。
- (13) 劉耘葵「運作績効与改進：基金当自強」「上場公司」一九九九年五月号。張安中「中国投資基金現状及其規範」「中国証券報」一九九六年一二月一日を参照。
- (14) 「証券投資基金管理暫行办法」（全文）「中国証券報」一九九七年一月一五日。
- (15) [Http://www.csirc.gov.cn/CSRCsite/tzjj/csrcjzjs.htm](http://www.csirc.gov.cn/CSRCsite/tzjj/csrcjzjs.htm)

(16) 「人民日報（海外版）」一九九九年一〇月三〇日。

(17) 「人民日報（海外版）」二〇〇〇年四月二二日。李曜、韓劍「三大基金の国際比較与借鉴」「証券市場導報」一九九八年四月号、二八頁、三一頁を参照。

(18) 上海証券交易所「上海証券交易所統計月報」、一九九九年一二月号。深圳証券交易所「深圳証券交易所市場統計月報」、一九九九年一二月号。

(19) 董輔祁「精心培育証券市場」「人民日報（海外版）」一九九九年七月二日。

(20) 東京証券取引所「東証要覽」一九九九年版、九一頁。

(21) 「中國証券報」二〇〇〇年一月二四日。

(22) 「中國証券報」二〇〇〇年一月二八日。

参考文献

- (1) 小林和子「中国の金融改革と投資信託」「証券レビュー」第三八卷第六号、一九九八年六月。
- (2) 徐沛「從基金年報看中国基金市場的現狀与發展」「証券市場導報」一九九七年八月号、二〇頁～二六頁。
- (3) 金德璣編「当代中国証券市場」上海財經大学出版社、一九九九年。
- (4) 上海証券期貨學院信息資料中心編「投資基金」（信息資料專題文集、第三輯）、一九九六年一月。
- (5) 王茂斌「中国証券投資基金業績評估」「証券市場導報」一九九九年一二月号。

（おう とうめい・主任研究員）

敵対的買収とバルチャヤー・ファンド ～ジヤボ一力によるアリグニー社買収事例～

松尾 順介

はじめに

最近日本でも外資系バルチャヤー・ファンドによる破綻企業買収の動きが表面化している。例えば、日本リースや日債銀の買収に乗り出したサーベラスが長崎屋買収に動き出しているほか、昨年相次いで破綻した幸福銀行および東京相和銀行の受け皿にはロスチャイルドが名乗りをあげている。このような外資系バルチャヤー・ファンドの動きに対しては賛否両論があり、否定的な論調のなかには、日本企業を「買い叩く」という感情論も含まれている。また、バルチャヤー・ファンドを「乗っ取り屋」のようなおどろおどろしいものと見る先入観も根強いと思われる。

米国のバルチャヤー・ファンドの投資事例を見ると、バルチャヤー・ファンドをいわゆる「乗っ取り屋」と同一視できないことは明らかであるが、ただしバルチャヤー・ファンドがその投資手法として敵対的買収に乗り出す場合もしばしば見られるのは事実であり、そのためには様々な戦術が駆使されている。本稿では、このような敵対的買収事例を紹介する。⁽¹⁾

1 アリゲニー・インター・ショナル社の破綻

アリゲニー社は、もともと鉄鋼会社であったが、一九八八年二月に倒産するまでに、何年間にわたって大きな変革を強いられ、家庭用機器などのメーカーへと脱皮していった。同社トップのバークレーは、一九八一年のサンビーム社買収などによって同社を鉄鋼会社から消費者向け製品メーカーへと転身させた推進役であつたが、一九八六年に「ビジネス・ウイーク」誌がカバー・ストーリーで彼の経営を浪費的な経営として非難した後、退任せられた。その記事は、一九八一以来五年間にわたって収益が赤字で、債務が累積していたにもかかわらず、バークレーが経営陣に過剰な報酬を与えていたことを問題としていた。また、私的な旅行用のジェット機を所有していたことなどを報じた。さらに、八〇年代初頭から中頃にかけて、バークレーはハイリスクの石油・ガス・不動産に会社の資金を投資し、失敗したことでも伝えていた。これには、バークレーおよび同社幹部が株主となつていた、フロリダのコンドミニアム開発も含まれていたとされた。そして、彼はサンビーム社に対する巨額の過剰支出を行っていた。つまり、小型機器メーカーであるサンビーム社は将来的に有望な業績をあげておらず、買収するための負債コストは利益を大きく上回っていたからである。さらに、バークレーの報酬は、会社の業績が傾いていたときでも、天井に張り付いたままだった。一九八四年で、彼は一〇〇万ドル以上の給与とボーナスを手にしており、これは同社の年間純利益の7%に相当していたとされている。

同社の経営は、一九八六年八月にバークレー退任後も悪化しつづけた。一九八七年、経営陣は同社をニューヨークの大手投資銀行のファースト・ボストンに売却しようと試みたが、ニューヨークの投資グループであるスペア・リーズ＆ケロッグと行動を共にした優先株主たちは公開買付に応じることを拒否することで売却を阻止した。オスター／サンビーム・アプライアンス社は、アリゲニー社の浪費を象徴する子会社であったが、オスカー

小型調理器や自動停止アイロンのよう、一、二の製品に誤って注力したことから巨額の赤字が続いた。

一九八八年二月時点では、同社はより安易な条件で債務を借り替えることについて債権者の合意を得ることはできなくなつていていた。資金繰りは苦しくなつた。最終的に、負債は八億四、五〇〇万ドルに達し、七億三、五〇〇万ドルの資産を上回り、アリゲニー社は倒産裁判所に申請し、再建手続を開始した。この倒産は関係者が「地獄の案件」とまで呼ぶようになるほど困難なものだつた。分裂した役員会や特定の債権者および株主グループが結託して次々に再建を否決していく。再度会社を売却しようとした時、同社に触手を伸ばしてきたのは、ウォール街の証券会社であるナルドソン・ラフキン・アンド・ジェンレット（DLJ）、レミングトン社のビクター・キアム、ブラック・アンド・デッカー、およびボール・レヴィ、など著名なバルチャードであった。まずDLJとの間で売却に関する合意が結ばれ、その後ブラック・アンド・デッカーに変更され、さらに再度DLJに戻された。しかし、最終的には、業績が低下し続けたことに多くの買い物手は幻滅し、どの買い物手も撤退していった。倒産から一年半後、同社と債権者は同社の売却が解決策ではないという点で最終的に合意した。そのため彼らは再建案を自分たちで練り上げなくてはならなくなつた。しかし、各債権者が最終的に手を結んだ時、ジャボニカ・パートナーズが七億ドルもの大金を携えて登場してきた。そして、ジャボニカは二つの強力なバルチャード投資家、すなわちマイケル・プライスのミューチュアル・シリーズ・ファンドとマイケル・スタインハートのスタイル・パートナーズの出資を受けていたので、彼らは敵対的な公開買付のリスクをとり、同社を手中に收めるまで手を緩めなかつた。

ジャボニカはアリゲニー社に二面戦略で近づいた。一方では、銀行融資、社債および私募債を三クラスの債権者から買い取り、同社の再建に対し多大な影響力を行使可能な大口債権者となつた。また、他方で、裁判官は

同社以外の一団にも再建案を提出することをすでに認めていたので、経営陣が債権者側にすでに示していた全額株式交換の再建案に対して、ジャポニカ側は独自の全額現金支払いの更生計画案を提出した。その独自の案に出資することで、同社の支配権を取得し得た。最終的に、同社の案が可決されたが、ジャポニカ側は再建案および同社を支配するに充分な債権をすでに購入しており、逆に会社側は倒産法によつてその債権を買い戻すことを禁じられていた。

2 ジャポニカ・パートナーズの着目点

ジャポニカ・パートナーズは、ゴールドマン・サックスのコーポレート・ファイナンス部門で働いていたカザリアンと、同社で倒産専門の弁護士として働いていたリーダーマンによって一九八七年に設立されたファンドであり、当初はカザリアンの手持ち資金で運営されていたが、いくつかの案件で成功を収め、前述のように一九八九年からアリゲニー社に着目し、同社へのアプローチを開始した。というのは、同社は内容の悪い会社ではなく、良質の製品を生産する優良企業であり、充分な投資価値があると判断された。つまり、同社は、価値のある資産として、サンビーム・アイロン、トースター、ミキサー、バーベキュー・グリル、電気毛布、そしてオスター・ブレンダーといった、ブランド・ネームのある商品を持つており、問題は会社にあるのではなく、経営陣だと思われたからである。

ジャポニカの調査では、会計上の操作によつて、公開情報が不透明にされているようだつた。とくに、会計上の変更によつて、時系列的な比較が無意味なものとなつていて。そこで、ジャポニカは手始めに株式買付を行なつた。スタインハートが六〇〇〇万ドルを出資し、残りは銀行融資だつた。ジャポニカ側は役員会に書簡を提出し、手始めに七億ドルを出資し、デュー・ディリジエンスのために同社の帳簿を閲覧することを求めた。つまり、巨額の投資を決定するための詳しい調査が必要だつたのである。しかし、役員会は全くなんの反応も示さなかつた。同社はその頃一度にわたつてDLJに見捨てられたばかりで、他にどんな買い手が現れたとしても、それを受け入れようとはしなかつた。当時、同社の役員会と優先債権者たちは、会計士であり、ターンアラウンドの専門家であるジェームズ・ミリガンに経営を本気で託し、特別顧問という役職を与えていた。

3 買収の経緯

このようなジャポニカの申し出に対して、債権者委員会は前向きに対応した。というのは、この時点ではまだ会社側の再建案は提出されておらず、債権者は何の再建案もないまま放置されていたため、チャプター・イレブン事業管財人は、再建案提出の排他的権利を会社側から取り上げ、その機会を開放した。そこで、同社債権者はジャポニカの再建案を検討することにしたのである。

これはジャポニカ側としては、この案件介入する絶好のチャンスであつたが、ジャポニカはこのチャンスを生かすことができなかつた。というのは、ジャポニカ側が自らの株式持分と銀行融資枠を示さなかつたために、債権者の支持を得られず、また会社側もジャポニカに対する情報提供にきわめて消極的な姿勢を崩さなかつたからである。そして、会社側はダウンサイジングを押し進めるとともに、自力での再建案の策定を進めていた。

ジャポニカが再度チャンスを手にするのは、会社側の再建案が提出された後である。会社側の再建案は、会社側の案はジャンク債発行と借入によつて調達した資金で、銀行や生保などの優先無担保債権者への弁済を行ない、劣後債の債権者には新株で弁済するというものだつた。しかし、会社案は折からのジャンク債市場の低迷と期待

されていた借り入れ先が手を引いたことで頓挫し、ジャポニカに再度チャンスが巡つてくることになる。

そして、ジャポニカはこのチャンスを生かすべく、一方でリサーチ・チームを編成し、アリゲニー社の財務内容を入念に調査し、買収価格や業務計画を練り上げていくと同時に、他方では以前から後ろ盾となっていた著名なバルチャーリー投資家であるマイケル・プライスに対し、株式による資金提供を倍増するよう交渉した。その理由は、銀行が買収目的の融資を回避する傾向が見え始めてきたためである。その上で、ジャポニカは一九八九年一月買収価格を提示した。しかし、会社側はジャポニカの買収提案を拒否し、会社側の再建案に関する公聴会が翌一九九〇年一月に開かれることになった。

ジャポニカが本格的な敵対的買収に乗り出したのはこの時であり、二つの戦術を採用した。第一の戦術は、銀行の保有する債権を購入することである。これには二つの意図があった。ひとつは銀行債権や公募債を購入することが倒産案件で利益を得る確実な方法であるとされているように、大幅なデイスカウントで債権を購入することはバルチャーリー投資の基本である。さらに大口の債権を購入することは、再建案を阻止する権限を手中にする」とであり、再建過程にアクティブに介入できるからである。このためジャポニカは債権を有する銀行と交渉し、積極的にそれを購入していく。第二の戦術は、会社側の再建案と競合する案を提出することである。前述のように、会社側の再建案は債権を株式と交換する案であるが、ジャポニカは全額現金で弁済する案を策定し、提出了した。

同案の提出を受けて、再建案を検討する公聴会が開かれたが、債権者はジャポニカ案に対し、自分達の得るリターンが少ないと、堅実な資金調達手段が欠如しているために、ジャポニカ案に難色を示した。会社案でのリターンが七ドル相当の株式であるのに対し、ジャポニカ案では巨額の引当金を積んだために、届出債権に対し一株六・四二ドルだったからである。

ここでジャポニカが融資元の銀行名を明らかにしなかつたことが債権者の不信感につながったが、その理由は、具体的な銀行名を出すと、融資枠設定料 (commitment fee) として一五〇万ドルを支払わなければならなかつたからである。しかし、銀行債権者は、アリゲニー案に対しては不安を抱がざるを得ず、その上ジャポニカ案が実行可能かどうかはつきりしない状況のもと、まったく見通しが立たない事態に直面していた。そして、この間にも銀行はその債権を売却し、ジャポニカはそれを買い集めていった。

4 敵対的買収の成功

ジャポニカとしては、アリゲニー・インターナショナル買収に融資する銀行を確保するために、同社の内部に入り込み、各事業部門を見て回り、今まで示されてきた財務情報を検証するため帳簿類をチェックする必要があつた。そして、ジャポニカへの資金提供を決定する判断材料として、ジャポニカはその分析を銀行に渡すことになつていた。カザリアンとリーダーマンは、同社とその弁護士に対して、何ヶ月間も資料提供を書面で要求した。例えば、ジャポニカは会社の評価報告書 (appraisal report) を要求した。それは、ジャポニカがアリゲニーに評価費用の一五、〇〇〇ドルを支払った場合だけ、アリゲニー側が提供することに合意したものであつた。もちろん、ジャポニカはその支払いを望まなかつた。また、ジェームズ・ミリガンに対して、部門毎と会社全体の売上高および収益見通しを要求し、かなり執拗に請求した結果、同社はいくつかを送付してきた。しかし、カザリアンによると、その報告書は家庭用品部門が除外されており、その部門こそ大いに問題だつた。会社側は外部者に取引上の秘密が暴露されるのを嫌い、同社経営陣はジャポニカ案が実現可能だと判断するまでは、ジャポニカに

何も与えようとはしなかった。逆に、アリゲニーの弁護士たちは、ジャポニカに対しても、その資金調達案を裁判所の審理の中で開示することを要求した。両者はそれぞれの要求を譲らず、膠着状態に陥つていった。

このような膠着状態の中、ジャポニカは優位性を確保することに成功した。というのは、ジャポニカが銀行債権を購入しつづけたことで、銀行債権者クラスの三分の一を上回る比率を取得することに成功し、会社案を阻止することを知らせることが可能となつたからである。その上、会社側に対して、ジャポニカは自らが実際に資金を準備していることを知らせることが可能となつたからである。というのは、同年三月一日、ジャポニカに債権を売却した銀行名が、裁判所に届出されたからである。同社は驚くと同時に、関心を示した。ジャポニカが銀行債権を購入している理由は、会社側の再建案を阻止する以外には考えられず、それは腹立たしいことだつたが、同社役員たちは、ジャポニカが簡単に退けられる相手ではないとようやく考え始めた。しかし、同時に会社側は、ジャポニカが同社の買収を打ち切るのではないかとも疑い始めた。確かに、ジャポニカは資金を持っていたが、その供給が無制限というわけではなく、カザリアンとリーダーマンが受託者としてのデュー・ディリジェンスを果たし、ディストレス状況に陥つてゐる同社を詳細に分析すれば、彼らはその欠陥を見出し、今まで同社に接近してきたすべての買収者と同様、その場から逃げ去つてしまふかもしないと考えたのである。

このように、ジャポニカに対してどのように対応するかについて会社側に動搖が生じるなか、予定通り三月三〇日に会社案に対する投票が締め切られたが、ジャポニカが反対投票を行なつたために会社案は否決された。そして、ジャポニカは独自の再建案に向かつて動き始め、将来的に貸し手となる銀行に提供するのに必要とされる、アリゲニーの営業活動および財務状況に関する分析を続けた。その際、ジャポニカ側は大口債権者の立場から同社に対しても様々な情報提供を求めたが、会社側の対応はかなり混乱したものだつた。一方で好意的に情報提供し、

場合によつては会社に対する意見や不満を表明し、助力を求める下級経営者もいれば、他方ではジャポニカを敵視し、さまざまな形で情報提供をサポートージュする幹部もいたといふ。このような混乱は、アリゲニーの業務にも悪影響を及ぼし、従業員の士気も低下した。

いずれにせよ、ジャポニカ側は同社の売上高や収益について、新しい情報を入手した。四月一日の四半期終了時点では、アリゲニーは売上高が前年の二億六、八〇〇万ドルから二億五、四〇〇万ドルに低下し、一九八九年第一四半期の損失の四倍に当たる二、〇七〇万ドルの業務損失を計上したことが明らかになつた。その主な事業部門は損失を出していた。売上高は維持されていたが、あらゆる経営指標が急落していくのである。

ジャポニカ側は、これら的情報を元に再建案を用意し、それに対する公聴会が四月中旬まで続いた。しかし、ジャポニカの再建案は容易には債権者に受け入れられなかつた。というのは、ジャポニカ案では未確定債権のための準備金が相当額積み立てられ、これが債権者に対する弁済額から差し引かれていたために、債権者が満足できる回収額とはなつていなかつたからである。

このような状況の中、ジャポニカはアリゲニーおよび同子会社の無担保劣後債（額面一億三、四〇〇万ドル）の公開買付を実施する。買付価格はアリゲニー債額面一ドルに対し二八から四一セント（債権種類によって異なる）で、子会社債は八四セントだつたが、その意図は明らかに自案に対する投票権を増やすことだつた。この公開買付は幾分買付価格を引き上げたものの、結果的に成功し、アリゲニー債の六二%と子会社債の三六%を取得することができた。さらに、ジャポニカが劣後債権の大口債権者となつたことは、会社側に対しても、他の上位債権者のクラスに対しても心理的な効果をもたらせた。

まず、会社側から両者の案を折衷させる妥協案が示された。つまり、ジャポニカ側を經營トップの一角に招じ

いれるという案が示され、具体的な条件交渉も行なわれたが、交渉は決裂し、実現には至らなかつた。しかし、上位債権者の一角を占める保険会社はジャポニカとの交渉の席につき、結果的にその債権を売却することで合意が成立した。これによつて、ジャポニカ側が取得した債権総額は、会社側の示した株式交換案で株式に換算すると、五一%に達することとなつた。事実上、ジャポニカは買収に成功したのであるが、そのためには再建案が承認される必要があつた。

この段階でも、銀行債権者にはジャポニカによる買収を不服とするところもあつた。すなわち、銀行側からすれば、優位に立つたジャポニカに対しても、買い叩かれることが予想され、また持ちつづけるにしても、小口株主の地位に甘んじなければならなかつたからである。そこで、銀行側は会社案⁽²⁾に盛り込まれていた「毒薬条項」の適用を主張し、四五%以上の株式を所有することになるジャポニカが、他の株主から最高値で株式を買い取る義務を負うことを要求した。

ジャポニカと銀行側は交渉し、七月ジャポニカが銀行側の債権を額面一ドル五セントで購入することで決着した。また、銀行側との交渉が決着したことでの無担保債権者との合意も成立した。さらに、会社側とも現経営陣に一定の権利分割額を支払つたうえで、退任させることで和解が九月に成立した。

5 買収の結果

ジャポニカの再建案によつて、銀行は元本の一〇五%（プラス利子）を回収し、その他の債権者は、一株当たり七ドルを得るか、またはストック・ワラント（株式を買う権利）当たり一・五三ドルを得るかを、四五日間に選択する権利を得た。株主は一株一六セントをストック・ワラントで得ることとなつた。

また、ジャポニカに出資した二つのバルチャード投資家は、一億一、〇〇〇万ドルを同社のために支払つただけだつた。そのうち、一億二、五〇〇万ドルは結審前の債務購入であり、八、三〇〇万ドルはその他の支払いであつた。ジャポニカ・スタインハート・ミューチュアル・シリーズのパートナーシップは、会社側の現金三億二、五〇〇万ドルを使うことができたため、銀行からの借入れは一億二、五〇〇万ドルだつた。支払い合計額は、六億六、〇〇〇万ドルで、ジャポニカが昨年一一月の同社に買収を仕掛けた時の六億八、三〇〇万ドルよりも少ない額だつた。彼らの費用は、コンサルタント、監査役、鑑定人、弁護士および銀行の融資担当者などに対する手数料で、合計一、五〇〇万ドル弱であつた。充分に利益が出て、ミューチュアル・シリーズのマイケル・プライスによると、「格付けAクラスのバランス・シートに相当した」という。このパートナーシップはサンビーム・オスター社の九九%を所有（一%は浮動株）し、ミューチュアル・シリーズとスタインハートで過半数を占めた。

さらに、ジャポニカ側の二人については、カザリアンは年収一五〇万ドル、リーダーマンは二六万ドルから始めた。ただし、カザリアンは、このバルチャー・パートナーズとその関係者がこの倒産案件で得た手数料九二万三、〇〇〇ドルからは、全く報酬を受け取つていなかつた。逆に、リーダーマンはそこからかなりの分け前を得たことになる。そして、両者はかなりの株式を得ることになつてゐた。

アリゲニー社は、一九九一年春までに、二種類の新型オスタライザー、スタンド型ミキサー、さらに新型アイロンなど、彼らは一〇種類の新製品を導入することにしていた。一九九一年の一月から九月の間に、同社は三、五〇〇万ドルの収益をあげた。これは前年の四、〇〇〇万ドルの損失と比べると大きな立ち直りを示した。

6 バルチャヤー投資家の利益

このバルチャヤー投資家たちがどの程度利益をあげたのかを見ておこう。一九九一年末で、ミューチュアル・シリーズの投資価値は、同ファンド独自の株式評価によれば、帳簿上約二倍となつた。プライスはこの投資を、かつてない大成功とみてる。彼によれば、「われわれは株式相場、景気、金利などの見通しが悪い時期に、「買収を」終結させなければならなかつた。非常に難しい時期だつた。しかし、この時期、この買い物は、われわれが今までに買った買い物の中で最も割安だつた」。では、どのくらいの期間、資金を投資していったのだろうか。これについては、「長期投資を行なつた」というが、彼らは当然利益をあげたと思われる。一九九二年現在、彼らにはいくつもの選択肢がある。「というのは、会社の資本構成が合理的だからだ」とデビッドソンは言う。「例えば、IPO（新規株式公開）も可能だ。また、この事業に関心をもつ戦略的な買い手に売却することも可能だ。さらに、なにもせず毎年巨額の配当を払うことだってできる。われわれは慎重にこれらの選択肢を維持し、決して会社をばらばらにしないように決意した。会社はひとつの単位であり、様々な事業を行うことでシナジー効果を發揮するからだ」。一九九一年末時点で、スタンハート・パートナーズの運用資産のうち最も大きな割合を占めるのがアリゲニー・インターナショナルの株式である。

ジャポニカとその投資家は、アリゲニーの件では抜け目なかつたが、幸運でもあつた。彼らは、現金を渴望していた債権者グループをうまく利用するには絶好のタイミングで現れた。「それは丁度お逃え向きの機会であり、まさに幸運だった」とプライスは言う。「われわれはアリゲニーの件では本当に幸運だつた。しかし、われわれは、倒産企業の財務資料の分析方法、倒産企業の経営者が隠している事柄の把握の仕方、銀行債権の割安な購入方法、再建案の作成と資本構成の決定方法、さらに利害対立者との交渉方法について、入念に準備した。したがって、われわれは相当のノウハウを持つていた。確かに、能力と資金を備えていたが、それが運を呼びこんだ」。

アリゲニー・インターナショナルのような事例はそうありそうもない。ジャポニカの積極的な戦略は尋常ではなかつた。というのは、ジャポニカ・パートナーズの人間達が尋常ではなかつたからである。同社とその倒産の歴史もまた、サンビーム・オスターの真価がなかなか理解できなかつたように、尋常ではなかつた。しかし、全く同じというわけにはいかないかもしれないが、倒産企業に対する敵対的買収は、ジャポニカが手本を示したので、今後も起りうると思われる。

一九九二年を通じて、サンビーム・オスターは売上げと収益を伸ばしつづけた。八月には、同社は二、〇〇〇万株の株式を公開し、二億五、〇〇〇万ドルを調達した。そのうち、七七%がミューチュアル・シリーズ、スタンハート、およびジャポニカの手元に残つたとされている。

ただし、彼が自分一人の利益のためだけに、エネルギッシュだったことも明らかだつた。一九九三年一月、リーダーマンは役員会で、カザリアンが最高幹部たちに不合理な要求をしているとして非難し、審議の結果、役員会はカザリアンを解任した。

しかし、彼はもう一度ジャポニカのパートナーとして、リーダーマンと争うことになつた。翌年一月まで、ミューチュアル・シリーズとスタンハートはそれぞれ約三、〇〇〇万ドルを入れ、一〇億ドル以上の評価益を有していた。他方、ジャポニカは一億ドルだつた。リーダーマンは、カザリアンを提訴し、その三分の一を要求したが、カザリアンは九九%を自らが取得することを主張した。そして、かつて双子といわれた二人は敵対関係になつてしまつた。

また、その後何年もの間、ミューチュアル・シリーズ・ファンドは、サンビームの投資から利益をあげてきた。

というものは、現在同ファンド・グループの社長である、ランガーマンによると、彼らはよい機会を見て保有株を売却していくからである。彼の推計によると、同ファンドは株式売却によって、サンビームに対する当初投資額六、〇〇〇万ドルの四倍以上の利益をあげた。現在プライスが会長を務める、フランクリン・ミューチュアル・シリーズ・ファンドは、一九九九年春の時点で、まだ同社の株式を一六%保有しているので、その収益はさらに大きくなる可能性があった。しかし、同ファンドがそれを得るにはまだまだ当分時間がかかりそうだ。というのは、同社の株価は、一九九八年三月の五二二ドルの高値から、一九九九年八月初旬、六ドル以下にまで下がっているからである。

- (1) 本稿は、Hilary Rosenberg, "The Vulture Investors", John Wiley & Sons, Inc. 2000 (松尾順介ほか訳で六月に日本経済新聞社から日本語版が刊行される予定) をもとにした。
- (2) ジャボニカの反対投票により会社案は一旦否決されたが、直後に会社側からジャボニカの反対投票は買収目的によるものであるために無効であるとする動議が提出され、審理中となっていた。

(おひね じゅんすけ・兼任研究員)