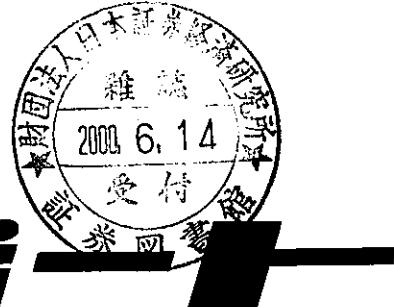


証 研

レポート



No.1583

2000年6月

証券販売チャネルの多様化

～証券代理店制度の検討～

二上季代司 (1)

IC提携型証券会社のビジネス展開

伊豆 久 (7)

i X

～英独取引所合併計画～

吉川 真裕 (17)

中国の「証券投資基金管理暫行弁法」について

王 東明 (36)

欧洲決済機関の統合

～イギリスを中心として～

福本 義 (47)

財団法人 日本証券経済研究所

# 証券販売チャネルの多様化

## （証券代理店制度の検討）

二一上季代司

インターネット等の通信情報技術の発展により、営業員を介在させない「通信販売」や営業員も支店等も介在させない「ネット取引」等、証券業界にも多様な販売チャネルが出現している。また、営業員によるアドバイス付きの対面販売においても、会計士、ファイナンシャルプランナーなど会計、税務、法務に詳しい外部の人たちと提携し、情報提供や勧誘等の執務は彼らの自宅や私設のオフィスで行うことにすれば、既存の営業エリアを越えた販売チャネルの拡大・多様化がはかれるであろう。この場合、前号でみたように、工夫すれば、現行の歩合外務員制度の枠内でこうした営業のアウトソーシング（外部委託）<sup>(1)</sup>は可能である。ただし、その場合には、提携相手先の勤務する自宅やオフィスが、「独立した営業所」であつてはならない。したがつて、看板や広告等に所属証券会社の商号を用いさせることはもちろん、口座の開設・承認、口座管理や顧客注文の確認・承認・保証の本社（母店）による一元管理、現金・証券の現物の受渡を行わせないこと等、在宅勤務における機能を、情報提供ならびに事実行為である勧誘に限定しておく必要がある。

一方、提携相手先が単なる情報提供、勧誘を越えて機能を拡張し証券取引の媒介や代理にまで踏み込めば、そのオフィスは「独立した営業所」となってしまう。その場合には、証券会社サイドで、それを自らの営業所として当局に登録するか（すなわちアウトソーシングを断念する）、さもなくばその提携相手先と「代理商（店）」契約を結んで営業所的機能そのもののアウトソーシングを追求するか、のいずれしかない。

以下で検討するのは、営業のアウトソーシングによる証券販売チャネルの拡大・多様化のもう一つの方法としての「証券代理商制度」である。

### 1 証券代理商（店）とは

代理商とは、もともと、商業上の定義であり、特定の企業のために、その営業の部類に属する取引の代理または媒介をする事を業とする者をいう。企業がその活動領域を拡大し、取引量の増加を計るために、支店出張所を設置したり、使用人を派遣する方法もあるが、それ以外にも、その土地の事情に通じ、信用もある者を代理商にして手数料を払う方が効率的な場合がある。実際、こうした代理商は、国際的に営業する海上運送業・損害保険業・貿易業や、国内でも多数の契約者を広い範囲から求める必要のある保険業や物品販売業等で代理商が広く利用されているといわれる。<sup>(2)</sup>

これを証券業に当てはめると、証券代理商とは、他の証券会社のために有価証券の売買の媒介または代理を業として行うもの、ということになろう。では、証券取引法において、こうした証券代理商はどのような法的位置づけになるのであろうか。

まず、有価証券の売買の媒介または代理は、委託者が他の証券会社であれ一般顧客であれ、証券業の定義に該当する（証取法二条八項二および三）ことから、これを行う者には証券業の登録義務（二八条）が発生する。つまり、資本金一億円以上の株式会社であること等の登録要件を満たして金融再生委員会に登録し、証券会社にな

らなければならない。

このほか、証取法には、他の証券会社の業務の代理は証券会社が行える付随業務の一つ（三四条一項一〇）であるとする規定がある。付隨業務は、証券会社が行える業務範囲の一つであり、これを行う者は当然ながら証券会社でなければならない。

いざれにせよ、証券代理商は、現行法では証券会社でなければならない。しかし、他社の代理商になるためにわざわざ証券業の登録をしようという者の例は少ないのであろう<sup>(3)</sup>、それ以上にここで問題としている証券販売チャネルの拡大・多様化という観点からは、実効性の薄いものにとどまってしまうのではないか。

## 2 特定証券業務における代理店

ところで、一九九八年に大改正となつた現行の証券取引法にはもう一つ、証券代理業務に関する重要な規定がある。〔特定証券業務〕がそれである。

証取法六五条一項では、金融機関は原則、証券業務を行えないことになつてゐるが、その二項において例外規定が設けられている。九八年改正では、これに投資信託の販売等が加えられたのである。いわゆる「金融機関の投信窓販」である。その際、金融機関の一翼を担う保険会社、とりわけ損害保険会社ではその販売チャネルをほとんど代理店に依存していることから、保険代理店が証券業の登録をしなくても投信を販売できるようにしたのである。

すなわち、九八年改正証取法「六五条の二」は、金融機関に例外的に許されている証券業務を行う場合には、金融再生委員会の登録を要する（六五条の二の一項）、としたうえで（この場合、当該金融機関は登録金融機関と呼称される）、その一一項では、「登録金融機関の代理を行う者のうち政令で定める者は、二八条の規定（証券業の登録義務——筆者）にかかわらず、……当該登録金融機関を代理して……特定証券業務を行うことが出来る。この場合において、特定証券業務を行う者は、その者が代理する登録金融機関の使用者と見なして、この法律の規定を適用する。」と述べている（傍線は筆者）。ここで、特定証券業務とは、当該登録金融機関を代理して行う、投資信託受益証券の売買取引、売買取引の媒介、取次ぎ又は代理ならびに募集もしくは売り出しの取扱い、または私募の取扱い、を指している。

この特定証券業務を保険代理店が行う場合には、証券業の登録を免除されており、代理先である保険会社の「使用者」扱いとなつてゐるのである。このため、その不法行為についての使用者責任を明確にする観点から、一二項では「特定証券業務を行う者が代理する登録金融機関は、その者が特定証券業務につき顧客に加えた損害を賠償する責めに任ずる。ただし登録金融機関は、その者の選任につき相当の注意をし、かつ、その者の行う特定証券業務につき顧客に加えた損害の防止に努めたときは、この限りではない」という規定が入つてゐる。

なお、特定証券業務を行ふ者としては、①生命保険募集人たる個人、②生命保険募集人たる法人の代表権を有する役員、③損害保険代理店たる個人、④損害保険代理店たる個人の使用人のうち募集人としての届出がなされている者、⑤損害保険代理店たる法人の役員または使用人のうち募集人としての届出がなされている者、⑥損害保険代理店たる法人の代表権を有する役員、があげられる（証券取引法施行令一八条一項）。そして、これらが特定証券業務を行う場合には、「当該業務にかかる登録金融機関の代理を行う者である旨を明示しなければならない」（同一項）とされる。

以上のように、損害保険代理店は、証券業務の登録なくして投信販売の代理業務を行うことを認められている

のである。<sup>(5)</sup> その場合の指揮監督体制のありかたは、代理店契約先である損害保険会社が登録金融機関として証券業務の登録を済ませていてこと、代理店を当該登録金融機関の「使用者とみなす」ことにより証券業協会に外務員（「特別会員四種外務員」）としての登録をおこなわせる、ということになつていて。また、その不法行為においても、登録金融機関の責任を法的に明確にさせているのである。

### 3 「見なし使用人」規定と証券代理店

以上のような、損保代理店における「特定証券業務」にならつて、証取法に例えれば次のようないい改定を施し、証券代理店をその代理する証券会社の使用者と見なして、証券販売チャネルの拡大・多様化に資する手段とすべきである。すでに他業態において証券業の登録義務を免除された代理店による投信販売を認めていることを勘案すると、なぜ、九八年改定時において、「見なし使用人」規定にもとづく証券代理店制度を導入しなかつたのか、不思議である。

- ① 証券業務のうち「有価証券取引の媒介又は代理」をなす業務は「証券代理業務」と一括して、これを行ふ者は登録義務から免除し、その者が代理する証券会社の使用者とみなす、という規定を導入する。
  - ② 当該証券会社は、代理店の名称および所在場所、他の業務を行つていての場合はその業務の種類など必要な事項につき、登録を受けるべきこととし、未登録の代理店に「証券代理業務」を行わせてはならない、という規定を導入する。
  - ③ また証券代理店による不法行為に対して特別の賠償責任を当該証券会社に課す規定を導入する。
  - ④ 証券代理業務を行える者の範囲を規定する（例えば、証券代理店たる個人、証券代理店たる個人の使用者、証券代理店たる法人の役員または使用者など）。
  - ⑤ なお行為規制として、顧客に対して自己が証券会社の代理人であるか、それとも単に媒介を行うにすぎないのか、証券代理店の権限を明示する規定を導入することも考慮すべきである。
- 以上の法改正ならびに証券業協会等自主規制機関における所用の規則改定により、証券代理店制度がもつと使いやすいようになれば、営業のアウトソーシングを通じた販売チャネルの多様化・拡大はより前進するだろう。
- (1) 「販売チャネルの多様化とインベントリートラクター」「証研レポート」一五八二号、一〇〇〇年五月号。
- (2) 河本一郎・北沢正啓編「商法入門(二)」有斐閣新書、一九七七年、五三ページ。
- (3) 昭和四〇年の改定（証券業の免許制導入など）により証券代理店の規定が削除されるまで、証券代理店は存在していたもののわずか一社だけであった、といわれている（証券取引法研究会「第三章証券業者(二)」「インベントメント」大阪証券取引所、一九六一年七、八月合併号、七〇ページ）。
- (4) わが国の損害保険業界において「代理店」は全国に六〇万店、代理店における保険募集従事者が一一〇万人以上と大規模な販売チャネルが構築されており、代理店経由の保険料が元受正味保険料ベースで九割以上占め、販売チャネルの中心になつていて。
- (5) もうとも、まだはじまつたばかりでもあることから損害保険会社による投信窓販自体が少ない（三月末現在の預かり残高、三井海上、二八六億円、東京海上、七三億円、安田海上、一五億円、「ニッキン投信情報」より）うえに、代理店経由の販売はさらに少ないとされる。

# IC提携型証券会社のビジネス展開

伊豆 久

## 1 はじめに

米国では、近年、リテール証券ビジネスの一つとして、独立系のファイナンシャル・プランナー（以下、FP）とインデペンデント・コントラクター（以下、IC）契約を結んでビジネスを開拓する証券会社が注目を集めている。営業活動をFPにアウトソーシングし、自らはバックオフィス業務に特化しているのであるが、小稿ではそうした証券会社の取扱商品の構成、ICへの戻し率、ICの採用状況、会社形態などについて、業界最大の八〇〇〇人以上のICを抱えるH.D.ベスト社（以下、ベスト社）の例を中心検討することとする。

## 2 取扱商品の構成

まず、社員営業員を使う伝統的な証券会社と比較すると、IC提携型証券の取扱商品の構成にはどのような特徴があるのだろうか。

表1は、ベスト社の手数料収入をIC一人あたりで計算したものである。これをみると、①投資信託が六割以上を占め、極めて高い比率となつていてこと、②株式等は一割にも満たないこと、③保険、ラップ口座

等がそれぞれ一定のウエイトを占めていること、がわかる。他のIC型証券会社においても（表2）ほぼ同様である。

投資信託等の資産管理商品が中心となっているのは、FPを販売チャネルとしているのであるから、当然といえば当然である。退職後の生活、子供の教育、死亡等に備えるための資産形成をアドバイスするというFPの性格から、株式よりも投信や保険などのウエイトが高くなるのである。

IC提携型証券各社は、資産管理型商品の中でも、特に、ラップアカウントや一任勘定などの口座管理商品に力をいれている。売買手数料（コミッショナ）から預かり資産ベースの手数料（フィー）へとウエイトを変化させることによって、収益の安定を図れるからである。実際、ベスト社では、この二年間で口座管理商品での預かり資産がほぼ二倍になつており、他にもLPL社やレイモンド・ジェームズ社では、関連手数料収入が九八年に四〇%以上増加し、収入全体の一割を越えている（表2参照）。また、ICの側からもこうした商品の拡充を望む声が強いと言われている。特に投資額の大きい投資家で口座管理型商品へのニーズが強いのである。

その一方で、株式を中心に扱うICの多い会社も存在しないわけではない。表2が示すように、ファースト・モントーク社のICは、株式からの収入が五割を超えており、また後述するように、レイモンド・ジェームズ社は、ICを三つのグループに分け、うち一つを株式売買を中心としたICのセクションとしている。

## 3 副業としての証券IC

通常の社員営業員の場合、戻し率は米国でも四〇%程度であるが、ICの場合には八割前後が一般的である。そのかわり、ICは事務所費用などの経費を自分で負担しなければならない。したがって、すでに一定の顧客を

IC総数(年平均)	7,926人
IC一人あたり収入	17,318 (100%)
投資信託	10,788 (62)
保険	2,252 (13)
株式・債券・オプション	1,497 (9)
一任・ラップ口座	2,763 (16)
LP	18 (0)
平均戻し率	73.00%
IC一人あたり収入(戻し)	12,641

（出所）H.D.Vest, Inc. 10Kレポートより作成。

抱え、安定した売上<sup>1</sup>がなければICとなることは困難である。

こうした点からすると、ベスト社や、表2のNYLIFE証券やMONY証券のICの収入は低すぎることになる。二万ドル前後の収入では、アシスタンントを雇うこともできないであろう。

これは、ベスト社等のICにとって、証券商品の提供が「副業」にすぎないためである。証券の販売は、本業をサポートするいわば提供サービス拡充の一環であつて、主たる収入源は他に存在するのである。ベスト社の場合、提携ICを会計士等税務の専門家に限定しており、ICは会計・税務業務でより多くの収入を得ていると推測される。証券商品の提供は付随的な業務なのである。

こうした、副業として証券商品を扱うというのは、程度の差はあれ、どの会社のICにもおおむね共通する性格である。ICはFPとして顧客にアドバイスすることがメインビジネスであり、会社との提携は多様な金融商品・サービスにアクセスするためにすぎない。したがって、IC提携型証券会社は、ICを使って証券を販売しているというより、ICに証券商品へのアクセスを提供しているといったほうがより正確かもしれない。

こうした販売チャネルのあり方には、販売額が伸びにくいというデメリットがある反面、無理な販売を抑制し、顧客の立場に立った商品選択を保証しやすいというメリットがある。そのため、IC一人あたりの会社の収入は極めて小さくなるのであるが、ベスト社等は、それを提携ICの数の拡大でカバーしているのである。

NYLIFE証券等のICの収入が少ないのは、別的事情が存在する。生保系証券のICは、そもそもが保険営業員だからである。彼らは、もともと保険会社の営業員であつて、投資信託や変額保険などの証券商品を扱うために証券子会社の営業員（IC）を兼業しているにすぎない。また、表2では、生保系ICは伝統的な保険・年金を扱っていないように見えるが、これは証券子会社経由では扱っていないという意味であり、そうした商品は、親会社本体経由で供給されており、かつそれがICの収入のかなりの部分を占めているのである。もちろん、生保系証券ICの中にも、個人としてFPや投資顧問などの会社を経営しているケースがあり、そこでは、先に述べた副業的性格が同様にあてはまることになる。

#### 4 戻し率と会社の提供サービス

すでに述べたように、ICへの戻し率は八割程度であるが、会社がどこまでのサービスを無料とするかによつ

表2 IC提携型証券会社の収入構成（ドル）(1998年)

	Royal Alliance	LPL	Raymond James	Nathan & Lewis	First Montauk	D.E.Frey	Spelman	NYLIFE Securities	MONY Securities
IC総数 (年平均・人)	3,339	2,846	2,406	880	379	95	115	6,475	2,140
IC一人あたり収入 (100%)	96,320 (100%)	147,811 (100%)	163,485 (100%)	114,601 (100%)	117,726 (100%)	311,588 (100%)	163,235 (100%)	29,252 (100%)	19,353 (100%)
投資信託	47,632 (49)	53,816 (36)	48,982 (30)	49,960 (44)	34,146 (29)	73,749 (24)	51,151 (31)	10,886 (37)	15,182 (78)
株式	3,939 (4)	13,611 (9)	40,754 (25)	10,357 (9)	60,261 (51)	108,635 (35)	53,836 (33)	191 (1)	1,220 (6)
債券	1,177 (1)	2,402 (2)	5,982 (4)	2,274 (2)	5,887 (5)	45,022 (14)	7,621 (5)	8 (0)	48 (0)
変額年金	23,642 (25)	34,402 (23)	22,225 (14)	23,296 (20)	5,175 (4)	42,335 (14)	26,294 (16)	11,598 (40)	1,990 (10)
変額保険	3,629 (4)	5,198 (4)	2,397 (1)	13,867 (12)	1,483 (1)	—	1,779 (1)	6,540 (22)	396 (2)
定額年金	42 (0)	420 (0)	278 (0)	2,135 (2)	642 (1)	—	425 (0)	—	—
定額保険	—	1,356 (1)	717 (0)	4,246 (4)	986 (1)	—	64 (0)	—	—
一任・ラップ	15,393 (16)	33,766 (23)	42,016 (26)	8,224 (7)	7,768 (7)	41,690 (13)	18,174 (11)	29 (0)	443 (2)
L P	866 (1)	2,840 (2)	134 (0)	242 (0)	1,378 (1)	157 (0)	3,891 (2)	—	74 (0)
平均戻し率	92.2%	88.7%	77.1%	85.2%	81.0%	82.7%	85.4%	83.8%	86.4%
IC一人あたり収入(戻し)	88,807	131,108	126,046	97,640	95,358	257,995	139,403	24,513	16,721

(出所) Financial Planning, June 1999より作成。

て多少のばらつきがある。すなわち、戻し率が高い会社の場合には、ICに無料で提供されるサービスが限定されており、追加サービスはICが別途手数料を払って会社から購入することになる。反対に、戻し率が低い会社では、ICの必要とするサービスの多くが無料で与えられるのである。

ここでいうサービスとは、会社がICに与えるバックオフィス・サービス全般のことであるが、その中心は、執行・決済サービス、リサーチ・レポートの提供、研修、コンプライアンスなどである。戻し率が高い会社では、ICは、これらすべてを必要に応じて「購入する」ことになる。売買成立ごとに一件あたりいくらのチケット・チャージを負担したり、研修に参加した時には参加費を支払ったりするのである。ベスト社の場合も、研修に年間八七四万ドルの費用をかけているが、その一方で一、〇九二万ドルの研修収入が計上されている。マーケティング研修に対してICから参加費を徴収しており、それが会社の収益源の一つとなっているのである。また、コンプライアンスについても、証券規則上の義務であると同時に、ICへの付加価値あるサービスの一つと認識されており、月に数百ドルのコンプライアンス費用をICから徴収している会社もある。

反対に、戻し率が低い会社になるほど、無料で提供されるサービスの種類が増えるというわけであるが、その場合には、必要でないサービスまで買わされているのと同じだ、といった批判が、(特にベテランICから)出されることがあるようである。

## 5 ICの採用

営業活動をFP等に外部委託するのであるから、こうした証券会社にとって、優秀なICの獲得が経営上、極めて重要な意味をもつ。また、ICこそが会社にとっての事実上の顧客であり、IC提携型証券会社は、先に

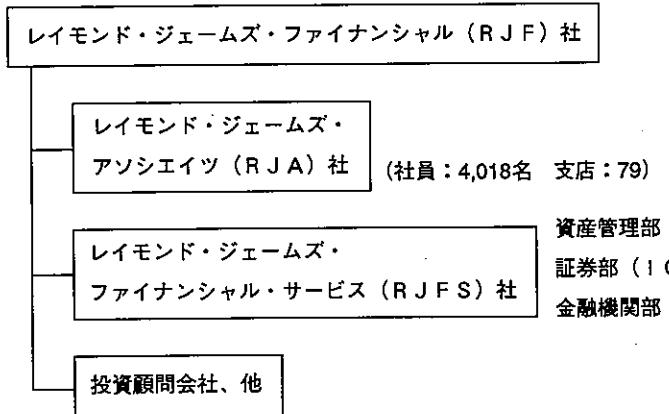
述べた戻り率とバックオフィス・サービスの内容のほか、投信や保険等の取扱商品の品揃え、ITを活用した本社との通信システムなどのサポート体制を宣伝しながら、激しいIC獲得競争を繰り広げているのである。

ICの前職については、LPL社の場合で、約四割がワイアハウス(大手証券会社)、四割が他のIC提携型証券会社、一割が銀行、一割が保険会社だと言われている。証券会社営業員からの独立組が多いのは当然であるが、一方で、大手証券出身者との提携に消極的な会社もあると言われる。というのは、大手証券会社の場合、外務員へのサービス・管理が行き届いているため、外務員は上から与えられた商品を販売さえしていればよいという状態に慣れており、独立事業者としての資質に欠けるケースがあるからである。いくら会社がサポートするといつても、ICとなれば、独立自営業者として自分のビジネスはあくまで自分で運営・管理していくしかなければならないのである。

その点、ベスト社の場合、ICの採用において、ターゲットを証券営業員ではなく、会計・税務関係者に絞つており、特徴的である。ファイナンシャル・プランニングの提供においては、専門的な税務知識をバックグラウンドにもつことが顧客にアピールしやすいとの方針によるが、もう一つ、すでに自営業者として業務を展開しているれば、ワイアハウスの社員営業員を独立させるのと違つて、そのサポート・コストを大幅に抑えられるという理由も存在する。他方、会計士の側からすれば、証券会社との提携は、既に述べたように、顧客への提供サービスの拡充、顧客ニーズ深耕のチャンスを意味する。

同社のIC獲得方法を見てみると、ウェブサイトでの会社説明、全米四〇万人以上の税務・会計の専門家のデータベースをもとにしたダイレクトメール、会計士向け業界誌への広告掲載、を最初のステップとし、それらに関心を示してきた者に対する電話での説明・勧誘、採用のためのセミナーへの参加呼びかけといった手順をとつ

図1 レイモンド・ジェームズ社



下に、投資顧問会社等の他、二つの証券会社を抱える。その一つレイモンド・ジエームズ・アソシエイツ（RJA）社は、四、〇〇〇名余りの社員（うち、営業員九六八名、アナリスト四五人）を抱え、リテール・機関投資家向け委託売買のほか、引受け、マーケットメーク（二五〇銘柄）、他社向け決済業務などをを行う総合証券会社である（ICは存在しない）。そしてその兄弟会社として、ICとの提携を専門とする証券会社、レイモンド・ジエームズ・ファイナンシャル・サービ（RJFS）社（表2のレイモンド・ジエームズ社はこのRJFS社を指す）が存在する。二つの証券会社の営業員は、全く別に扱われ

るのではなく、専用商品は品揃えの一環にすぎず、運用側から見るとICは多くの販売チャネルの一つという位置付けになる。

6 兼営型のIC証券会社

ている。また既存ＩＣに対する紹介制度も設けている。コスト的には、採用費に九九年度で三〇八万ドルをかけており、これは採用ＩＣ一人あたりに換算すると一、〇七八ドルとなる。

その一方で、一定の契約解除も発生する。九九年度に二、八六一人のＩＣとあらたに契約を結んだものの、同時に一、六一三人と契約を解除している。前年度末のＩＣ数と比較すると、三九%の増加の一方で、二二%のリタイアが生じてることになる。一般的に言えば、証券ＩＣで一定の回転が生じる理由は、一つには十分な収益をあげられないことからくる転退職であり、もう一つは、他社への移動である。米国では社員外務員・ＩＣとともに引き抜き競争が激しい。ＩＣの側も、先に見た戻し率とサービス内容をはかりにかけて、契約先を厳しく選択している。

表3 ベスト社のＩＣの推移（年度・人・ドル）

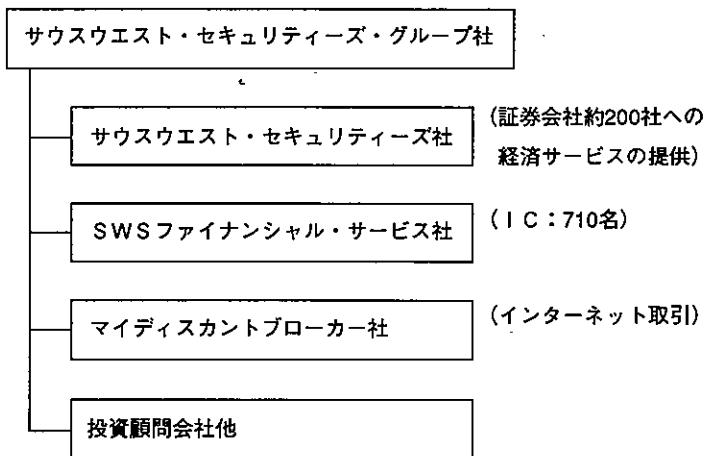
	1999	1998	1997
I C総数(年度末)	8,550	7,302	6,270
新規契約FP	2,861	2,227	1,815
解約FP	1,613	1,195	545
純増(前年比)	1,248	1,032	1,270
I C一人あたり 採用コスト	1,078	1,002	925

(出所) 表1と同じ。

ているが、会社としては、バックオフィス、リサーチ・レポート、提供商品などを共有できるというメリットがある。また、ICと提携することによって、社員営業員ではアクセスしにくい顧客層に対しても、自社商品を提供することが可能となつていているのである。

さらに同社のICは、三つの部門に分かれている（図1参照）。ファイナンシャル・プランニングを中心に投信・年金などを主に提供する資産管理部、個別の銘柄についてのアドバイス提供と注文取次ぎを中心とする証券部、銀行の店舗で証券販売を行う金融機関部の三部門である。資産管理部のICは独立系のFPが多いのにに対して、証券部には証券会社のベテラン外務員からの移籍者が多く、株式の比率が高いようである。

図2 サウスウェスト・セキュリティーズ社



金融機関部では、中小の銀行など、自前で証券販売のスタッフを育成できない金融機関で投資信託等の販売を行つていて。RJFS社はサードパーティプロバイダーとなるのであり、RJFS社のICが銀行で間接販売を行うほか、銀行の行員が銀行の正社員のままRJFS社とIC契約を結ぶというケースもある。

レイモンド・ジエームズ社がどちらかと言えば投資銀行型の証券会社との兼営であるのに対し、次に紹介するサウスウェスト・セ

キュリティーズ社は、クリアリング・ブローカー型の証券会社との兼営である。同社の総収入の五六%（九九年度）は、他社から委託された決済業務の手数料とそれに付随する金利収入から成っている。一二〇人の個人投資家向け社員営業員を抱えているほか、投資銀行業務もおこなわないわけではないが、約一〇〇社の証券会社への決済サービスの提供がビジネスの中心である。

そして同社は、兄弟会社として、七一〇名のICを抱えるSWSファイナンシャル・サービス社と、インターネット取引を行うマイディスカウントブローカー社という二つの証券会社をもつていて。ファイナンシャル・プランニングの提供を主とするIC証券会社と投資アドバイスを提供せずに注文をつなぐだけのマイディスカウント・ブローカーとは、一見、正反対の性格であるが、会社本体の提供サービスが執行・決済等のバックオフィス業務を中心である点で、系列三社は共通する。ただサービスを提供する相手先が、他の証券会社（→サウスウェスト・セキュリティーズ社）が、IC（→SWSファイナンシャル・サービス社）が、投資家（→マイディスカウント・ブローカー社）か、で区別されているのである。

（いづ・ひさし 主任研究員）

## 「英独取引所合併計画」

吉川 真裕

二〇〇〇年三月二〇日のパリ証券取引所、アムステルダム取引所、ブリュッセル取引所による合併計画（ユーロネクスト）発表を受けて、一部の報道では一度は中断したロンドン証券取引所とドイツ証券取引所による交渉が再開されたと伝えられた。四月二〇日にロンドン証券取引所はケンプウェルチ会長の後任としてクルックシャンク氏が五月一・五日から会長に就任することを発表したが、その際にドイツ証券取引所との間で再び交渉中であることを認め、ロンドン証券取引所とドイツ証券取引所の動向が再び注目を集めることになった。五月四日に予定されていたドイツ証券取引所の新規公開を決定する会員総会直前の五月三日、ロンドン証券取引所とドイツ証券取引所は対等合併し、新取引所 i-X (アイエックス) はヨーロッパへの進出を計画していたアメリカのナスダックとの間でベンチャー市場NASDAQ・i-Xを共同子会社として設立する計画を明らかにした。そして、マドリード証券取引所とミラノ証券取引所が新取引所に参加する覚書に調印していることも発表された。

本稿では、合併計画発表に至る経緯、合併計画およびNASDAQとの共同子会社設立計画の中味、その後の推移を紹介した後、今後のヨーロッパにおける株式市場統合の見通しを論じる。

## 1 合併計画発表に至る経緯

一九九八年七月七日、ロンドン証券取引所とドイツ証券取引所は将来のヨーロッパ株式市場統合を目指して共通プラットフォームを開発する共同子会社を設立するという戦略的提携に合意した。そして、一一月二七日にはヨーロッパ株式市場統合をめぐってパリでヨーロッパの九つの証券取引所による会合が開かれ、ストックホルム証券取引所を除く八つの証券取引所の間で共通プラットフォームの開発に向けた協議が開始された<sup>(1)</sup>。しかし、共同子会社の所有比率や共通株価指数の決定をめぐるロンドン証券取引所とドイツ証券取引所の調整が難航し、一九九九年九月二二日に八取引所から発表されたプレス・リリースでは、共通プラットフォームではなく、共通マーケット・モデルに従う各国の取引システムにアクセスするための共通電子インターフェイスの導入を二〇〇〇年一月までにおこなうという形に合意は後退した。

他方、二〇〇〇年三月二〇日にはフランスのパリ証券取引所、オランダのアムステルダム取引所、ベルギーのブリュッセル取引所が合併計画を発表し、ロンドン証券取引所とドイツ証券取引所主導の株式市場統合計画に対抗して第三極を形作る道を選択した<sup>(3)</sup>。ユーロネクストは、株式市場、デリバティブ市場、決済機関、すべての統合を目指しており、これまで各国の証券取引所間および決済機関の間で独自におこなわれてきた統合を一挙に実施するという新たな戦略を提示した。さらに、八取引所による統合計画は取引所間のリンクが想定されていたのに対して、取引所の合併という形に踏み込み、取引所間の統合・合併という新たな局面を切り開いた。

ユーロネクストの出現が今回のロンドン証券取引所とドイツ証券取引所の合併計画に影響していることは間違いないだろう。しかし、ドイツ証券取引所のザイフェルト理事長によれば、二月半ばにロンドン証券取引所とドイツ証券取引所、パリ証券取引所の間で合併に関する話し合いが持たれていたが、パリ証券取引所は不作法な形

で退席したということであり、すでに水面下ではさもざまな交渉が進んでいた模様である。<sup>(4)</sup>

四月五日にはロンドン証券取引所とドイツ証券取引所が真剣に交渉中であると伝えられたが、この日、ロンドン証券取引所の電子取引システムSETSはシステム障害で午後三時近くまで取引が始まらず、取引時間を延長するというハプニングが生じた。この日はイギリスの個人投資家にとってキャピタルゲイン課税の最終取引期限であり、ロンドン証券取引所は投資家からの信頼を失うことになった。そして、監督当局である金融サービス機構(FSA)のデービス長官がロンドン証券取引所以外でのイギリス株取引も投資家は考慮する必要があるとう発言を行い、SETSが将来の共通取引プラットフォームになる可能性はなくなつたとも言われている。

四月一八日、翌週にはロンドン証券取引所とドイツ証券取引所の合併発表があるという報道が一斉に流れた。四月一〇日にはロンドン証券取引所のケンプウェルチ会長の後任として五月二五日にクルックシャンク氏が就任することが発表され、記者会見の席上でクルックシャンク氏はロンドン証券取引所がドイツ証券取引所と合併交渉中であることを認め、さまざまな報道が飛び交つた。一説では穩健なロンドン証券取引所のケイシー理事長ではドイツ証券取引所のザイフェルト理事長との交渉で太刀打ちできず、シティでの仕事経験がないにも関わらず、交渉を有利に進めるために押しの強いクルックシャンク氏を採用したもの。<sup>(5)</sup>

その後も合併発表はおこなわれないままであったが、四月二十四になつてアメリカの店頭市場ナスダックが合併交渉中のロンドン証券取引所とドイツ証券取引所に提携を持ちかけているという報道が流れ、事態は一層複雑化した。<sup>(6)</sup>ドイツ証券取引所は合併交渉の報道前からユーロボードへの名称変更と新規公開(公募増資)の方針を固め、五月四日の会員総会での投票を受けて七月には新規上場するスケジュールを決定しており、合併交渉の期限は五月三日というものが関係者の間で一致した見解であった。<sup>(5)</sup>

四月二八日には合併は確実という報道が流れ、ドイツ証券取引所は四月二九日に理事会で合併承認の決議をおこなつた。<sup>(7)</sup>そして、五月一日にはロンドン証券取引所も理事会をおこない、五月三日に正式発表がロンドンでおこなわれるという報道が知れ渡つた。<sup>(8)</sup>さらに、ナスダックも五月三日にニューヨークでヨーロッパ戦略に関する重大発表をおこなうと伝えられ、関係者の間ではロンドン証券取引所とドイツ証券取引所の合併にナスダックが関わるものと考えられた。また、マドリード証券取引所とミラノ証券取引所が英独合併証券取引所とすでに交渉を進めているという報道も現れ、五月三日の発表に注目が集まつた。

そして、五月三日のロンドンでのプレス・コンファレンスにはロンドン証券取引所のケイシー理事長とクルックシャンク次期会長、ドイツ証券取引所のザイフェルト理事長とブロイナー会長、そしてナスダックを運営するNASDのザーブ会長が出席し、ロンドン証券取引所とドイツ証券取引所の対等合併(新取引所の名称はiX)と、iXとナスダックによる対等出資の共同子会社を通じたベンチャー市場の創設が発表された。<sup>(11)</sup>

## 2 合併計画とナスダックとの共同子会社設立計画

ここではドイツ証券取引所のホームページからダウンロードしたプレス・リリースと同名のより詳しい文書の内容を紹介する。<sup>(12)</sup>

### (1) イントロダクション

ドイツ証券取引所の理事会と監査役会およびロンドン証券取引所の理事会は、両取引所が対等合併し、新会社iX(international exchange plc)を設立することに合意した。イングランドに設立されるiXは、ドイツ証券

取引所が保有する決済機関クリアストリームの保有株式50%を除いて、ロンドン証券取引所とドイツ証券取引所の全事業によって構成される（ドイツ証券取引所はクリアストリームの株式を引き続き保有する）。

両取引所の共有するビジョンの核心は、共通のマーケット・モデルと規制アプローチのもとで、あらゆるヨーロッパ株式の取引をおこなう、統合されたXETRAに基づく技術プラットフォームによって流通市場取引施設が提供されるというi-Xの戦略である。

NASDAQ・ヨーロッパとi-Xは、ヨーロッパ全域にわたる高成長企業のグローバルにリンクした市場の開発に取り組む予定である。NASDAQとi-Xは、相互株式保有、NASDAQのブランドを用いたグローバルなプラットフォームの開発計画等の更なる事業協力に関する協議もおこなう予定である。

## (2) 合併の背景とi-X／NASDAQによる共同事業の背景

ロンドン証券取引所とドイツ証券取引所の理事会は、グローバルな経済の規制緩和と自由化、長期の年金債務を膨らませる人口統計学上のプレッシャー、通信やビジネス・システムにおける技術の進歩、証券市場参加者の間でみられる市場統合、競争の激化といった外部要因が経営環境に大きな影響を及ぼしていると考へている。

とりわけ世界中の証券市場がますます同質化し、競争が激しくなっているので、現在の取引所の数は維持しきれないと予想される。この帰結として、世界中の取引所は所有構造を見直しており、ヨーロッパの取引所は統合のプロセスを開始した。

その結果、ドイツ証券取引所とロンドン証券取引所は、両者の合併が十分に規制された、あらゆるヨーロッパの証券のための単一取引プラットフォームを提供し、NASDAQとの共同事業を通じてグローバルな市場を発展させる基礎となるものと考える。

## (3) 戦略

### ① i-X

i-Xは株式売買高と時価総額においてヨーロッパを主導する取引所となり、あらゆるヨーロッパ株式にXETRAに基づいた単一の取引プラットフォームを提供する。この目的はあらゆるヨーロッパ株式が最終的には市場条件とコンサルテーションに基づいてユーロ建てで取引されることである。

各市場は規制やマーケットティング上の理由で場合によつては各国ベースで組織されることになり、各市場の規制構造の変更を目指してはいない。

### ② テクノロジー

両取引所のテクノロジーはi-Xの子会社に移転されるが、ドイツ証券取引所のシステム子会社がi-Xの技術サービスの主たる提供者となり、ドイツに止まつてロンドンでのシステム援助もおこなう。

### ③ デリバティブ取引、クリアリング、セトルメント

ドイツ証券取引所の子会社であるユーレックスとユーレックス・クリアリングは引き続き先物・オプション取引業務と決済業務をおこない、規制に関する変更はない。

### ④ クリアリング・サービス

統合された全ヨーロッパ市場の取引は、顧客に最大の利益をもたらすために最終的には単一のセントラル・カウンターパーティを採用することを計画している。

### ⑤ セトルメント・サービス

ロンドン証券取引所とドイツ証券取引所の理事会は、国内の事情を考慮しながらも最終的には決済業務は統合

された全ヨーロッパ・ベースでおこなわれるべきものと考えている。iXは利用者に決済インフラの管理・所  
有・構造についてコンサルテーションをおこなう予定であるが、当面は受け渡し・決済業務はクリアストリーム  
とクレストによって引き続きおこなわれる。

#### ⑥ インフォメーション・サービス

ロンドン証券取引所とドイツ証券取引所の理事会は、合併と統合された全ヨーロッパ市場の創設はiXの市場  
情報や会社情報の幅と深さを拡大させるものと考えており、これらの情報は利用者に最大限の透明性・効率性・  
付加価値を提供するために適切な手段を通じて提供される。

iXは当該市場で取引される証券の指数を開発するため単一の戦略を採用する予定である。

#### ⑦ その他

iXはドイツ証券取引所とロンドン証券取引所の能力を活用して市場や取引システムを設計・施工し、他の取  
引所へのサービス、ドットコム取引サービス、エネルギー取引、B2Bサービス、OTC債券取引といったサー  
ビスを提供するというビジネス・モデルを採用する。

ロンドン証券取引所とドイツ証券取引所は他の取引所が順次、適切な条件のもとでiXグループに参加すること  
を歓迎する。ヨーロッパにおける統合の一貫としてミラノ証券取引所とマドリード証券取引所の間ではすでに  
話し合いが始まっている。

#### ⑧ ナスダック・iXの共同事業

ナスダック・ヨーロッパとiXは全ヨーロッパの高成長企業を対象とした株式市場を開設するための共同事業  
を行うことで合意した。ナスダック・iXの共同子会社はナスダック・ヨーロッパとiXが五〇%づつ出資して  
制のもとでフランクフルトで運営される。

イングランドの企業として設立され、本部をロンドンに置き、ナスダックというブランド名を持ち、ドイツの規  
則などを基準として運営される。

ナスダック・ヨーロッパとiXはこの市場が全ヨーロッパの高成長企業の株式を上場・取引する主要な市場と  
なることを目指しており、関連する株価指数の開発とマーケッティングをおこなう。この市場は国際的な証券、  
取引所上場ファンドや指數をも対象とし、他のナスダック関連の市場とリンクされる予定である。

ナスダック・iXの共同子会社は当該プラットフォームを通じて取引される証券にとって最適となる市場構造  
を採用する予定であり、そのマーケット・モデルはオーダー・ドリブン方式とクオート・ドリブン方式を組み合  
わせて最大限の流動性と透明性を実現し、ディーラーが注文を内部で付け合せ、市場施設を通じて取引を報告  
することができるというものになるであろう。

ナスダック・iXの取引／ネットワーク・プラットフォームはXETRAシステムとなる予定である。ナスダ  
ック・ヨーロッパとiXは市場参加者と相談しながら次世代の取引機能を設計・開発することで協力する。

#### (4) 合併のメリット

iXは株主の利益最大化を目的として運営される。ロンドン証券取引所とドイツ証券取引所の理事会はこの合  
併提案が株主に大幅な利益をもたらすと考えている。とりわけ以下の領域でシナジー効果が期待される。

・統合された取引プラットフォームは他の市場から取引を吸収し、ロンドン証券取引所とドイツ証券取引所が

別々の場合よりも売上の成長が高まる。

・統合されたプラットフォームを通じた取引の増加はオペレーティング・マージンを高める。

・テクノロジーとシステムにおいて大幅なコスト削減が実現される。

ロンドン証券取引所とドイツ証券取引所の理事会はロンドン証券取引所とドイツ証券取引所が別々の場合よりも・iXの競争力は大幅に強化されるものと考えている。

#### (5) 理事会・経営陣・従業員

・・iXはイギリスのコーポレート・ガバナンス・モデルに沿って運営される単一の理事会を持ち、ロンドン証券取引所とドイツ証券取引所から同数の理事会メンバーを採用する。ロンドン証券取引所のクルックシャンク次期会長が会長、ドイツ証券取引所のザイフェルト理事長が理事長（最高経営責任者）となり、その他の理事会メンバーは追つて決定される。・iXはロンドンに本部を置き、英語を公用言語とする。

ロンドン証券取引所とドイツ証券取引所の理事会は合併が従業員にとってチャンスを与えるものと考えている。ロンドン証券取引所とドイツ証券取引所の従業員は年金や雇用といった従業員の権利は完全に保護される。

#### (6) 合併の詳細

・ドイツ証券取引所はクリアストリームに関する部分を除いてすべての業務と資産を新たな子会社（NewCo）に移転する。

・その子会社とロンドン証券取引所は合併して・iXとなる。

・合併はこの両者がそれぞれの全株式を・iXの株式と交換するという形で実行される。

・合併はロンドン証券取引所とドイツ証券取引所のそれぞれの株主による七五%の多数決を経て実行される。

・合併はイギリスとドイツの競争・規制上の承認を経て実行される。

#### (7) 株式保有・上場・取引

・・iXの規則ではいかなる株主や関連した株主グループも四・九%を越える株式を保有することはできない。ドイツ証券取引所は当面・iXの五〇%の株式を保有することを認められるが、五〇%を越えることは認められず、できるだけ速やかに・iXの株式を株主に配分する予定である。・iXの株主の承認を必要とする事項はすべて七五%の多数決によって決定される。

ロンドン証券取引所の株式はロンドン証券取引所による計画文書の郵送後、カザノブ社によって提供される場外取引施設を通じて取引することができる。・iXは合併完了後、・iXの株式についても同様の取引施設を確保することを検討している。

・iXの上場に関する決定は・iXのビジネスの進展をみながら検討される。

#### (8) 文書交付と計画表

合併に関する正式文書の交付はロンドン証券取引所とドイツ証券取引所の株主に対してできるだけ速やかにおこなわれる。この交付文書はロンドン証券取引所とドイツ証券取引所のそれぞれの株主総会の通知とロンドン証券取引所のスキームを含み、ロンドン証券取引所とドイツ証券取引所の株主によって必要な手続きを明記する。合併の完了は二〇〇〇年秋と予定されている。

### (9) アドバイザー

この合併に関して、ロンドン証券取引所はシユローダーとメリルリンチ、ドイツ証券取引所はゴールドマン・サックスからアドバイスを受けている。

### 3 その後の推移

五月三日のプレス・コンферランスはロンドンでおこなわれたこともあるつて、イギリスの報道関係者が多く、イギリス株式が将来的にはユーロ建てで取引されるであろうという見通しを含んでいたことに報道陣が反応し、ユーロ導入反対が根強く、ユーロ導入を決定していないイギリスで株式取引がユーロ導入を裏口から強制しようとしている陰謀だという反応が巻き起つた。<sup>(13)</sup> また、伝えられたところではイングランド銀行や大手証券会社の反応は好意的であったが、イギリスの個人顧客投資マネジャー・株式ブローカー協会（APCIMS）は個人投資家の取引コストを引き上げるとして反対していた。<sup>(14)</sup> そして、iXの決済業務を当面は分担することになったイギリスのクレストとドイツのクリアストリームは、一九九八年のロンドン証券取引所とドイツ証券取引所の戦略的提携発表以来協力関係にあり、一九九九年一〇月からは決済リンクもおこなつており、五月三日に共同でプレス・リリースを発行し、協力してiXをサポートしていくことを明らかにした。さらに、ユーロネクストの決済業務を担当する予定のユーロクリアもこの合併計画をヨーロッパの資本市場統合への更なるステップとして歓迎すると述べていた。<sup>(15)</sup>

他方、ロンドン証券取引所とドイツ証券取引所の合併計画にすばやく反応を示したのはロンドン証券取引所に合併交渉を申し入れていたと伝えられるユーロネクストであった。五月九日にはユーロネクストとニューヨーク

証券取引所（NYSE）の交渉が報道され、再び主導権を奪われたユーロネクストはナスダックに出し抜かれた格好になつたNYSEに対する接触を強めた模様である。<sup>(16)</sup>

ところで、注目を集めたロンドン証券取引所とドイツ証券取引所の合併発表から日が経つにつれ、当初は聞かれなかつた反対意見の報道が日立つようになつた。五月一〇日にフィナンシャル・タイムズ紙はクレディ・スイス、UBSウォーバーグ、メリルリンチといった投資銀行がガバナンス、上場計画、テクノロジー費用等に関する疑問が解消されれば合併計画を支持すると留保条件を付けたと報じ、デイリー・テレグラフ紙はナスダック・ヨーロッパをロンドンに誘致したブラウン蔵相がiX・NASDAQの取引がフランクフルトに移るという発表に落胆していると報じる一方、イングランド銀行のクレメンティ副総裁もロンドン・クリアリング・ハウスがロンドンのあらゆる金融取引のセントラル・カウンター・パークになるという計画を台無しにするのではないかと心配していると報じた。<sup>(17)</sup> そして、英國経営者協会のコックス専務理事からの手紙が五月一九日のフィナンシャル・タイムズ紙に掲載され、合併計画のロンドン側のイニシアティブはメリルリンチ、ゴールドマン・サックス、モルガン・スタンレー・ディーン・ウイッターといった米国投資銀行に握られており、ロンドンの利益を考えているとは限らないという批判が公言された。<sup>(18)</sup>

その後もイギリスでは合併計画に対する反対意見が数多く報道されたが、ドイツでも反対意見が吹き出した。五月一七日にはロイターがロンドンへの上場を強制されることになるドイツの優良企業は戸惑つていると報じ、ダウ・ジョーンズ・ニュースワイヤーズはドイツ証券取引所監査役会の準メンバーであるドイチエ・ギロツエン・トラーレ・ドイチエ・コムナルバンクのツアス会長が対等合併の内容がロンドンに有利なものであれば反対すると述べたと報じた。<sup>(19)</sup> また、ドイツ証券取引所監査役会のメンバーであるBHF銀行のメケル氏は新取引所のベン

チャーチ株式市場は上場委員会だけでなく、トップ・マネジメントやマーケティング部門もフランクフルトへ置くべきであると述べ、ドイツ証券取引所監査役会のメンバーであるドレスナー銀行のフィッシャー会長もノイア・マルクトはフランクフルトに止まることをマネジメントの所在によつてはつきりさせるべきであると述べていた。さらに、ドイツ連邦銀行のレッカーズ氏も個人的な見解としてベンチャー株式市場をフランクフルトに残すためにベンチャー株式市場部門の本部もフランクフルトに置くべきであると発言し、フランクフルト証券取引所を監督するヘッセ州のポッシュュ経済大臣はドイツ証券取引所のザイフェルト理事長に合併計画に関する一四項目の質問状を送付し、その回答によつては合併計画の差し止めもあり得るとも報じられた。<sup>(29)</sup>

しかし、五月二二日夜におこなわれたドイツ証券取引所のザイフェルト理事長との会見でポッシュュ経済大臣はNASDAQ・iXがロンドンのiX本部から十分に独立して運営されること、フランクフルトの優良銘柄がロンドンへの上場を強制されないことに納得し、五月二三日におこなわれたドイツ証券取引所の監査役会でもブロイアー会長の尽力によつて二一人の理事のうち賛成一七、棄権四で合併計画が承認され、ドイツでの合併反対論はとりあえずはおさまった模様である。<sup>(30)</sup>

#### 4 ヨーロッパにおける株式市場統合の見通し

ドイツでの合併計画反対論は退潮傾向にあるが、イギリスでの合併計画反対論は依然として根強い。タイムズ紙は我々の偉大な商業資産を守れと訴え、デイリー・テレグラフ紙は我が取引所救済キャンペーンを展開していると報じられている。<sup>(24)</sup>

両取引所の会員総会での会員による最終投票は九月と伝えられており、ロンドン証券取引所は七月はじめにも

合併計画の詳細を会員に通知する予定と言われているが、ロンドン証券取引所での合併賛成派が七五%を得ることができるかどうかを疑問視する声は多い。ドイツ証券取引所は以前から株式会社化しており、大銀行の持ち株比率が大きいが、三月に株式会社化を決定したばかりのロンドン証券取引所では各会員の持ち株比率はほぼ同一であり、二九八会員のうち約三〇%は中小ブローカーと報じられている。外国株に関心の薄い中小ブローカーにとってはイギリス株式のみが関心の対象であり、合併の結果ベンチャー株式市場がフランクフルトに移るのであれば失うものが大きいはずである。しかも一九九七年に導入したばかりの電子取引システムSETSからXETRAへのシステム変更にはコスト負担を迫られることになる。一九九九年のロンドン証券取引所の売買代金をみると、イギリス株式は一兆六〇〇億ポンドであるのに対し、外国株式は一兆七〇〇億ポンドであり、ロンドン証券取引所の現在の持ち株比率は取引所としての戦略的決定をおこなうのには問題があるかもしれない。<sup>(25)</sup>

他方、合併が実現した場合にイギリスの中小ブローカーの不満に答えるべくロンドンのGNIはイギリスの中小型株を対象とした電子取引システムの導入を計画しているとインディペンデンント紙は五月二八日に伝えている。<sup>(26)</sup>そして、同様の計画はドイツもあり、ディスカウント・ブローカーのコンソルズはベルリン証券取引所と協力して小口投資家のための証券取引所の設立を模索していると伝えられている。<sup>(27)</sup>さらに、スイス証券取引所はイギリスのトレードポイント証券取引所と合併交渉に入っていることを明らかにしており、トレードポイントは七月一〇日から一三〇銘柄のイギリス以外のヨーロッパ株式の取引を開始することを発表している。<sup>(28)</sup>

ロンドン証券取引所とドイツ証券取引所の合併計画はまだ正式承認が得られるかどうか明らかではない。しかし、たとえ実現しないとしてもiXとNASDAQ・ヨーロッパとの共同事業計画はノイア・マルクトとナスダック・ヨーロッパとの間で進められることになるであろう。ドイツ証券取引所のザイフェルト理事長はiXがまだ

正式承認されてこないにも関わらず、i-Xとナスダックとの合併構想を公表しており、ヨーロッパに止まらないグローバル戦略を追求している。ドイツ証券取引所は二月にアメリカのXETRAの端末設置をSECから断られた後、ロンドン証券取引所との合併交渉を進めていた四月一八日にアメリカの後発ECNであるマーケットXTとXETRAを通じてヨーロッパ株式をアメリカの投資家が取りするユーロXETの設立にも合意している。一方、独自路線からi-Xとの共同事業に切り替えたNASDAQもノイア・マルクトとの競争よりも協力を選んだのであるから、合併計画が実現しないとしておりの路線に変更はないだろう。

それでは両証券取引所で合併計画が正式に承認され、i-Xが誕生した場合にはヨーロッパの株式市場統合は速やかに実現するのであらうか。確かにロンドン証券取引所とドイツ証券取引所の合併は大きな前進ではあらうが、まだ大きな問題が残る。それは今回の合併計画からはずされた決済機関の問題であり、ヨーロッパでのクロスボーダー取引費用の八〇%を占めるとも言われている受け渡し・決済はi-Xの誕生では何も変わりはない。クレジットとクリアストリームの合併交渉の噂はクレストによって否定されており、たとえ合併が実現したとしてもまだヨーロッパクレジット陣営への参加を表明しているヨーロクリアはいざれも主導権の喪失を恐れて譲歩の姿勢を見せてはいない。最終的にはこの二つの決済機関の統合なしにはヨーロッパの株式市場統合は完成しないはずであり、完全な統合が無理であればクリアストリームはエクイティ関連商品、ヨーロクリアは債券関連商品といった棲み分けによって解決するしかないだらう。ヨーロッパの株式市場統合への道のりは未だ道半ばである。

## 注

- (1) ヨーロッパにおける証券取引所間の競争と提携の経緯に関しては、拙稿「英独証券取引所による戦略的提携の意味すれどもEU統合後の証券取引所の行方」(本誌一五六五号、一九九八年一一月)を参照。
- (2) i-Xの事情に関する記事では、拙稿「ロンドン証券取引所における取引制度変更へヨーロッパ統合株式市場へ向けての第一歩」(本誌一五七一号、一九九九年七月)を参照。
- (3) ヨーロッパクレジットの詳報に関する記事は、拙稿「ヨーロッパクレジットへEU統合のヨーロッパ株式市場」(本誌一五八一号、二〇〇〇年四月)を参照。
- (4) リュシエンヌ・トゥーハベの経済紙「ル・トリニティ」(La Tribune)上掲載された記事によれば、「Paris Bourse Broke off Merger Talks with Deutsche Boerse, LSE in Feb-Seifert」, AFX(UK), 3 May 2000
- (5) Alan Mattich and Susannah Rodgers, "Cnicksbank Seen A Fighter For London Stock Exchange", Dow Jones Newswires, 20 April 2000, Mark Bendeich, "NEWSMAKER-LSE chooses steely Scot to win over Frankfurt", Reuters (Yahoo Finance), 20 April 2000 (<http://biz.yahoo.com/rf/000420/g5.html>)
- (6) Silvia Ascarelli, "Merger of London, Frankfurt Exchanges May Include a Link to U.S.'s Nasdaq", Wall Street Journal Interactive Edition, 24 April, Elizabeth Smith, "Nasdaq seeks to link London and German exchanges", Reuters (Yahoo Finance), 24 April 2000 (<http://biz.yahoo.com/rf/000424/hu.html>)
- (7) "Deutsche Boerse, London Stock Exchanges Near Merger Deal-Source", AFX Europe, 28 April 2000, "Report : Europe Exchange Merger Set", Associated Press (Yahoo News), 29 April 2000 ([http://dailynews.yahoo.com/h/ap/20000429/bse/stock\\_exchange\\_talks\\_1.html](http://dailynews.yahoo.com/h/ap/20000429/bse/stock_exchange_talks_1.html))

- (∞) "Board meets on German merger", *Financial Times*, 2 May 2000, Louise Ireland and Huw Jones, "London Exchange to OK Deutsche Boerse Tie", *Reuters (Yahoo News)*, 2 May 2000 ([http://dailynews.yahoo.com/h/nm/20000502/bs/britan\\_germany\\_1.htm](http://dailynews.yahoo.com/h/nm/20000502/bs/britan_germany_1.htm))
- (∞) "Deutsche Boerse, LSE, Nasdaq Set to Announce Venture-Stock Market Source", AFX (UK), 2 May 2000, "Nasdaq to Make European Announcement Wed.", *Reuters (Yahoo News)*, 2 May 2000 ([http://dailynews.yahoo.com/h/nm/20000502/bs/nasdaq\\_europe\\_1.htm](http://dailynews.yahoo.com/h/nm/20000502/bs/nasdaq_europe_1.htm))
- (Ω) "Madrid, Milan Reportedly Seeking to Join Merged Deutsche Boerse, LSE", AFX (UK), 2 May 2000
- (Ξ) "London Stock Exchange and Deutsche Börse to merge to create iX : Agreement with Nasdaq to create a high growth market", *Press Release*, 3 May 2000 (<http://londonstockexchange.com/about/releases/03-05-00.htm>, [http://www.exchange.de/INTERNET/EXCHANGE/fusion/main\\_fusion\\_e.htm](http://www.exchange.de/INTERNET/EXCHANGE/fusion/main_fusion_e.htm)), iX (Presentation Slide), 3 May 2000 ([http://www.exchange.de/INTERNET/EXCHANGE/fusion/main\\_info\\_e.htm](http://www.exchange.de/INTERNET/EXCHANGE/fusion/main_info_e.htm)), Nasdaq, "Nasdaq Europe Ltd. Announces A Joint Venture With The Combined London Stock Exchange and Deutsche Börse To Provide A Globally Linked, Pan-European Trading Platform For New Economy Companies", *Press Release*, 3 May 2000
- (Ω) *London Stock Exchange and Deutsche Börse to merge to create iX : Agreement with Nasdaq to create a high growth market*, 3 May 2000 (<http://www.exchange.de/INTERNET/EXCHANGE/fusion/iX.pdf>)
- (Ξ) "Exchange Merger Raises Euro Hackles : Notebook Executives Duck Tough Questions", *The Gardian*, 4 May 2000, "Choice of currency will be a key issue INVESTORS", *Financial Times*, 4 May 2000, "London-Frankfurt merger: Pro and anti euro groups unfazed POLITICS", *Financial Times*, 4 May 2000
- [REDACTED]
- (14) Louise Ireland, "Update 6-London, Furankfurt to forge European mega-bourse", *Reuters (Yahoo Finance)*, 3 May 2000 (<http://biz.yahoo.com/rf/000503/gdhtml>)
- (Ξ) Henry Teitelbaum, "CrestCo And Clearstream To Jointly Support iX", *Dow Jones Newswire*, 3 May 2000, Crest, "Crest And Clearstream Cooperate to Support the LSE-DBAG Merger", *Press Release*, 3 May 2000 ([http://www.crestco.co.uk/press\\_releases/press50.html](http://www.crestco.co.uk/press_releases/press50.html))
- (16) "BOURSE MERGER : Euroclear Welcomes LSE/Deutsche Boerse", *Dow Jones Newswires*, 3 May 2000
- (17) "Euronext, NYSE In Talks On Possible Link-Up-Report", *Dow Jones Newswires*, 9 May 2000, John Carreyrou, "Euronext, NYSE Discuss Linkup To Rival New IX, Nasdaq Alliance", *Wall Street Journal Interactive Edition*, 10 May 2000
- (Ξ) "UK Worries Over Details In Exchange Merger-Newspapers", *Dow Jones Newswires*, 10 May 2000
- (Ω) "UK and German stock exchange merger criticized-FT", *Reuters (Yahoo Finance)*, 19 May 2000 (<http://biz.yahoo.com/rf/000518/119434755.html>)
- (20) Marius Bosch, "Some German blue-chip companies reserve judgement on iX", *Reuters (Yahoo Finance)*, 17 May 2000 (<http://biz.yahoo.com/rf/000517/117513085.html>), "Deutsche Boerse Bid Member Won't OK LSE Merger Dominance", *Dow Jones Newswires*, 17 May 2000
- (Ω) Silvia Ascarelli, "Deutsche Boerse Panel May Put Merger on Hold", *Wall Street Journal Interactive Edition*, 19 May 2000
- (Ξ) Silvia Ascarelli, "LSE, Deutsche Boerse Merger Faces Hurdles This Week Before Approval", *Wall Street Journal Interactive Edition*, 22 May 2000
- (Ξ) "Deutsche Boerse Regulator : No Problems With IX Merger", *Dow Jones Newswires*, 23 May 2000, Silvia Ascarelli and

Vanessa Fuhrmans, "Deutsche Boerse Board Approves Merger With London Exchange", *Wall Street Journal Interactive Edition*, 24 May 2000

- (24) Alen Mattich, "Rallying Cry To Kill iX Merger Could Be LSE Death Knell", *Dow Jones Newswires*, 24 May 2000  
(25) "FMA warns on iX regulation : Fund managers say new Frankfurt exchange should meet UK standards of supervision", *Financial Times*, 26 May 2000

- (26) "GNI to start own exchange on back of merger anger", *Independent*, 28 May 2000  
(27) "Consors, Berliner Boerse Exchange to be open to other online brokers", *AFX Europe*, 29 May 2000  
(28) "Tradepoint Plans an Expansion In Continental European Shares", *Wall Street Journal Interactive Edition*, 27 May 2000  
(29) "Deutsche Boerse Chief Executive Seeks A Full Merger Between iX and Nasdaq", *Wall Street Journal Interactive Edition*, 11 May 2000  
(30) Elizabeth Smith, "Market XT strikes deal with German stock exchange", *Reuters (Yahoo Finance)*, 18 April 2000 (<http://biz.yahoo.com/rf/000418/lv.html>)  
(31) "Create insists merger reports are 'false'", *Financial Times*, 8 May 2000

## 中国の「証券投資基金管理暫行弁法」について

王 東明

### 1 はじめに

一九九七年一月一四日、中国の国務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」（証券投資信託の暫定管理弁法、以下「暫行弁法」と略称）を公布、実施した。<sup>(1)</sup>「暫行弁法」が施行される前に、「深圳市投資信託基金管理暫定弁法」（九二年六月）と「上海市人民幣証券投資信託基金暫行管理弁法」（九三年五月）という二つの地方法規があった。しかし、当時、証券投資信託に関する全国統一の法規がないため、各地方がさまざまなかつての地方法規があつた。

まことに、まだ制定されていない「証券投資基金管理暫行弁法」に相当するものとして大きな関心を集めました。

「暫行弁法」が施行されてから二年余りになるが、二〇〇〇年三月末現在、基金市場の資産規模は七三〇億元になつた。そのうち、「暫行弁法」に基づいて設立されたファンダードは「新基金」<sup>(2)</sup>と呼ばれている。現在、「新基金」は一二三になり、その全てがクローズド・エンド型（封閉型）・契約型であり、資産規模は五〇七億元に達し、基金市場の七割前後を占め、一〇社の基金管理会社によつて運用・管理されている。九九年未まで、一二一「新基金」の平均純資産は一・一七六元／単位、前年比一五・五七%増であった。そのうち、設立半年以上の一二基金の平均純投資收益率（分配可能）は一九・五%、平均分配金は〇・一元／単位で、比較的良好な投資パフォーマンス

を示している。<sup>(3)</sup>

前回の「証券レポート」(No.一五八二)は、中国の基金市場形成の背景と経緯を紹介しつつ、主として「老基金」「暫行弁法」が施行される前のファンドの運用・管理の問題点と「新基金」の発展状況および「暫行弁法」が施行される前後の基金市場の変化を見てきた。今回は、基金市場の環境整備に大きく寄与した「暫行弁法」の主要内容を紹介し、「暫行弁法」が基金市場の健全な発展にどのような役割を果たしたのか、「新・老基金」を対比しながら、投資家保護、リスク管理、機関投資家の育成などの側面から見ていく。

## 2 「暫行弁法」の構成と目的

「暫行弁法」は全部で七章五七条から構成される。すなわち第一章、総則（第一条～第四条）。第二章、基金の設立、募集と取引（第五条～第一四条）。第三章、基金托管人と基金管理人（第一五条～第二八条）。第四章、基金保有者の権利と義務（第二九条～第三一条）。第五章、投資運用と監督管理（第三二一条～第四二一条）。第六章、罰則（第四三条～第五四条）。第七章、附則（第五五条～第五七条）。

「暫行弁法」の目的は第一章「総則」の第一条で定められている。すなわち証券投資基金の管理を強化し、基金当事者の合法権益を保護し、証券市場の健全かつ安定的な発展を促進するため、本弁法を制定する。「暫行弁法」の狙いは曾ての基金市場の混乱を整備し、投資家保護、リスク管理および健全な市場の確立にある。

## 3 証券投資基金の定義と投資対象

証券投資基金とは一種の利益を共に享受、リスクとともに負担する集合的証券投資方式である。その仕組みは基金単位の発行を通じて、投資家の資金を集め、集められた資金は基金託管人（基金資産の受託者）より受託し、基金管理人（基金資産の運用を委託する者、委託者）より管理・運用することと定義されている（第一章第二条）。

「老基金」の投資対象は株式、債券などの証券投資だけではなく、プロジェクトや不動産などの実業投資が多いため、問題視されている。<sup>(4)</sup>「暫行弁法」は、証券投資基金の投資対象を株式、債券などの金融商品に限定した（第一章第二条）。それによつて、「暫行弁法」に基づいて設立された「新基金」は「老基金」と違つて、プロジェクトや不動産などの実業投資ができなくなり、投資対象を株式、債券などの金融商品という証券投資に限定された。

## 4 基金の形式

証券投資基金の形式について、「暫行弁法」は契約型しか認めない。そして、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（第二章第六条）、「老基金」が持つ「会社型」（天驥、藍天、三峽、天信、創業など）と私募ファンドは規定外とした。

クローズド・エンド型について、その存続期間は五年以上、最低募集額は一億元以上と規定されている（第二章第一〇条）。また、増募・継続の条件は、その年収益率が基金の全国平均収益率を上回ることと、基金托管人（受託者）と基金管理人（委託者）は二年内に重大な違法行為がないことなどが定められている（第二章第一条）。さらに、基金の上場申請もできる（第二章第一四条）。現時点では、設立された二三「新基金」の全てがクローズド・エンド型であり、その全ての信託期間が一五年を設定し、発行規模は一〇億元～三〇億元で、全部

を上海と深圳の証券取引所に上場している。しかし、オープン・エンド型はまだ設立されていない。

オープン・エンド型について、その設立申請は、人材と技術・施設に関して、少なくとも週一回投資家に対して、基金の純資産と購入・買戻し価格を公表することができると要求される（第二章第七条）。このような情報開示などの要求に対しても、基金管理会社と受託銀行は少なくとも技術的にまだ幾つかの問題が残され、これが現在までもオープン・エンド型基金がまだ設立されていない原因と考えられる。また、その取引は国が指定した場所において、購入・買戻しをしなければならない（第二章第一四条）。

## 5 「暫行弁法」の適応範囲と基金資産の独立性

「暫行弁法」の適応範囲は中国の国内に限定する。すなわち中国国内の基金活動及びその関連業務に従事する個人（自然人）、法人及びその他の組織は本弁法を遵守しなければならない（第一章第四条）。

基金の資産については、基金托管人（受託者）と基金管理人（委託者）の資産を独立させるという基金資産の独立原則が定められている（第一章第三条）。「老基金」の場合は、一部の基金管理会社はしばしば管理会社の資産と基金資産を混合して運用・管理し、問題視されている。「新基金」は基金資産の独立性を強調し、それに基づいて基金資産が運用・管理される。

## 6 基金の設立条件と提出書類

基金の設立にはまず中国証券監督管理委員会（中国証監会）の審査・許可が必要である（第二章第五条）。そして、以下の条件を満たさなければならない（第二章第七条）。

- (1) 主要な発起人は国の関連規定により設立された証券会社、信託投資公司および基金管理公司であること。
- (2) 各発起人はその資本金が三億元以上、主要な発起人は三年以上の証券投資経験、連続黒字であること。ただし、基金管理公司（委託者）を除く。
- (3) 発起人、基金託管人（受託者）および基金管理人（委託者）は健全な組織と管理制度、良好な財務状況、規範的な経営行為を有すること。
- (4) 基金託管人（受託者）と基金管理人（委託者）は要求された営業場所、安全な防犯施設および関連業務のその他施設を有すること。
- (5) 中国証監会が規定したその他の条件。

以上の五つの設立条件に関しては、特に、発起人の資本金（三亿元以上）と投資経験（三年以上）が要求されることのが特徴的である。これは「新基金」の基盤を強化し、資金面と経営面の両方に強い発起人が求められている。

また、基金の発起人は基金の設立を申請する際に、以下の書類を中国証監会に提出する必要がある（第二章第七条）。すなわち（一）申請報告。（二）発起人の名簿リスト及び協議。（三）基金契約と受託協議（内容と形式は証監会より指定される）。（四）募集目論見書（内容と形式は証監会より指定される）。（五）発起人としての証券会社と信託投資会社の会計事務所より監査された最近三年間の財務報告。（六）弁護士事務所が提出した法律意見書。（七）募集案。（八）中国証監会から要求されたその他の書類。

## 7 資産管理・運用の独立原則

投信について、基本的には受益者、委託者および受託者の権利と義務関係から成り立つ仕組みになっている。

許可を得て設立された基金は、商業銀行に委託し、商業銀行が基金管理人（受託者）として基金資産を管理する。そして基金管理会社に委託し、基金管理会社が基金管理人（委託者）として基金資産を管理・運用する（第三章第一五条）。ここで受託者は商業銀行のみに限定される。それにより、「新基金」は「老基金」の投資信託公司と証券会社が受託者を代行する現象が無くなるであろう。

また、基金托管人（受託者）と基金管理人は、組織と財務において相互独立し、その上級管理者は相互に兼任してはならないという規定がある（第三章第一七条）。さらに、基金托管人（受託者）は受託した基金資産と受託者の資産を必ず厳格に分離し、各々の基金に対して別々の帳簿で管理しなければならないという規定もある（第三章第一〇条）。ここでチャイニーズ・ウォールの必要性が強調され、基金資産の管理・運用の独立原則が確立された。

### 8 基金托管人（受託者）の条件と職責

基金托管人（受託者）になるには、まず中国証監会と中國人民銀行（中央銀行）の審査・許可が必要である（第三章第一六条）。そして、以下の条件も満たさなければならない（第三章第一八条）。すなわち（一）専門の基金受託部門を設立すること。（二）資本金は八〇億元以上。（三）受託業務の専門スタッフを揃えること。（四）全ての基金資産を安全に保管する条件を具備すること。（五）安全かつ効率的な清算・受け渡し能力を具備すること。

基金托管人（受託者）は、以下の職務と責任を履行しなければならない（第三章第一九条）。すなわち（一）全ての基金資産を安全に保管すること。（二）基金管理人の投資（運用）指図を執行し、基金名義の資金業務を処理すること。（三）基金管理人の投資運用を監督し、基金管理人の違法な投資（運用）指図を発見した場合は執行しないこと。また中国証監会に報告すること。（四）基金管理人が計算した基金の純資産および基金価格を照合・審査すること。（五）基金の会計帳簿、記録を一五年以上保存すること。（六）基金の業績報告を提出、基金の受託状況を提供、中国証監会と中国人民銀行に報告すること。（七）基金契約、受託協議に規定されたその他職責。

基金托管人（受託者）の条件と職責から見れば、受託銀行は基本的に一定の規模と専門家を揃え、基金資産の安全かつ効率的な運用を確保する責任がある。

### 9 基金管理人（委託者）の条件と職責

基金管理会社の設立申請には中国証監会の審査・許可が必要である（第三章第一三条）。また、その設立には、以下の条件を満たす必要がある（第三章第二四条）。

（一）主要な発起人は国の関連規定により設立された証券会社、投資信託公司であること。（二）主要な発起人はその経営状況が健全で、最近三年間連續黒字であること。（三）各発起人の資本金は三億元以上。（四）設立予定の基金管理会社の最低資本金は一、〇〇〇万元。（五）明確かつ実行性の高い基金管理計画があること。（六）適格な基金管理人材を持つこと。（七）中国証監会が規定したその他の条件。

基金管理会社は許可を経て、基金管理業務と基金の発起設立に従事することができる（第三章第一五条）。そ

して、以下の職責を履行しなければならない（第三章第二六条）。すなわち（一）基金契約の規定に基づいて基金資産の投資運用と管理をすること。（二）基金保有者に対し基金収益を適時かつ全額を配分すること。（三）基金の会計帳簿、記録を一五年以上保存すること。（四）基金の財務報告を作成し、即時に公告すること、また中国證監会に報告すること。（五）基金の純資産および単位との純資産を計算すると同時に公告すること。（六）基金契約に規定されたその他職責。

現在、一〇社の基金管理公司は一二三「新基金」の運用・管理業務を行なわれており、その管理体制は「老基金」の「一社一基金」の時代から「一社一二三基金」の体制へと変わった。基金管理公司の登録資本も充実され、全てが五億元以上で、一、〇〇〇萬元という最低資本金を大きく超え、経営基盤を強化していることがわかる<sup>(5)</sup>。

## 10 基金保有者の権利と義務

「暫行弁法」の中心的な部分は投資家保護である。基金保有者の権利について、「暫行弁法」が六項目にわたって規定されている（第四章第一九条）。すなわち（一）基金保有者大会に出席あるいは代表を委任して出席すること。（二）基金収益を得ること。（三）基金の経営状況を監督し、基金業務および財務状況の資料を得ること。（四）基金単位を購入・買戻しおよび転売すること。（五）清算後の残余資産を獲得すること。（六）基金契約に規定されたその他権利。

また、基金保有者の義務については、以下のように規定されている（第四章第三二条）。すなわち（一）基金契約の遵守。（二）基金購入金および規定費用の交付。（三）基金の欠損または終止の有限責任を負うこと。（四）如何なる基金およびその他基金保有者の利益を損害する活動に従事しないこと。

ところで基金保有者は所有者・受益者としての権利を獲得したが、一方、投資の自己責任原則を貫徹していることもわかる。

## 11 資産運用

資産運用については、まず基金成立の前に、投資家から預かった基金購入金を必ず銀行に預金し、運用してはならない（第五章第三二条）。この規定は「老基金」のような不当運用が多いことを防ぐためである。

そして、基金のポートフォリオは、以下の規定に適応する必要がある（第五章第三三条）。すなわち（一）一基金は株式、債券の投資比率が当該基金の総資産の八〇%以下になつてはならない。（二）同一基金管理人に対して、管理する全ての基金は一社の発行する証券の一〇%を超えてはならない。（三）一基金に対して、国家債券に投資する比率は当該基金純資産の一〇%以下になつてはならない。（四）中国证监会が規定したその他の比率制限。

それ（第三三三条）に違反した場合は、違法所得があれば、違法所得の没収、違法所得の一倍以上三倍以下の罰金を処罰する。違法所得がない場合は、三〇萬元以下の罰金を処罰する（第六章第四八条）。

ここでは資産運用の集中化に配慮し、分散投資とリスク分散のことを求め、投資の安全性を図っている。

## 12 禁止行為

禁止行為は一二項目にわたって規定されている（第五章第三四条）。すなわち（一）基金間の相互投資。（二）基金受託人、商業銀行が基金投資に従事すること。（三）基金管理人が基金の名義で、基金名義以外の資金を利

用して証券を売買することと。（四）基金管理人が如何なる証券の引受業務あるいは国債を除くその他証券の自己売買業務に従事することと。（五）基金管理人が資金の貸出業務に従事することと。（六）銀行の借り金を利用して基金投資に従事することと。（七）国有企業が国の関連規定に違反し、投機的に基金を売買することと。（八）基金資産を利用して、抵当、担保、資金の貸出あるいは貸付することと。（九）証券の信用取引に従事することと。（一〇）基金資産を利用して不動産に投資することと。（一一）基金資産を利用して、無限責任を負う投資に従事することと。（一二）基金資産を利用して、基金受託者あるいは基金管理人（委託者）の関連会社が発行している証券に投資することと。（一三）中国証監会の規定が禁止したその他行為。

それ（第三四条）に違反した場合は、改正命令を出す。違法所得があれば、違法所得の没収、違法所得の一倍以上五倍以下の罰金を処罰する。違法所得がない場合は、五〇万元以下の罰金を処罰する（第六章第四九条）。

ここで主に「老基金」の運用・管理の混乱から教訓を得て禁止行為を定め、基金受託人と管理会社の信認義務に違反した時にとつた措置であると考えられる。また、近年、銀行資金や国有企業資金の不当利用（証券投資）および不動産投資や証券の信用取引などが様々な投資リスクを招き、問題が出たことで、以上の禁止行為の規定に踏み切った。

### 13 むすびにかえて

以上、「暫行弁法」の主な内容を紹介し、近年、基金市場の環境整備の状況を見ってきた。特に、「暫行弁法」の実施は投資家保護とリスク管理の面から見れば、大きな変化があり、基金市場の制度的健全化の点で一步前進した。しかし、「暫行弁法」は法律ではなく、過渡的な性格であると言わざるを得ない。また、会社型投信、私募ファンドなどをカバーしていないことに「暫行弁法」の限界があつた。

最近になって、「投资基金法」の制定が議論されており、この法案には「証券投资基金」、「産業投资基金」および「ベンチャーキャピタル」の内容が含まれており、早ければ来年にも人民代表大会（国会）で通過し、公布される可能性が高いという新聞報道があつた。<sup>(6)</sup> いずれにしろ、今後の基金市場はさらに整備され、「池の中の鯨」として専門家による資産運用と機関投資家の育成に大きな役割を果たすことが期待できるであろう。

#### 注

- (1) 「中国証券報」一九九七年一月一五日。
- (2) 「新基金」とは「暫行弁法」に基づいて設立されたファンドのことである。それ以前に設立されたファンドは「老基金」と呼ばれている。
- (3) 「人民日报（海外版）」二〇〇〇年五月一三日。
- (4) 摘稿「中国の証券投資ファンド」（本誌一五八二号、二〇〇〇年五月）を参照。
- (5) 摘稿「中国の証券投資ファンド」（本誌一五八二号、二〇〇〇年五月）を参照。
- (6) 「人民日报（海外版）」二〇〇〇年四月一九日。

#### 参考文献

- 1 蟹山昌一編「投資信託と資産運用」日本経済新聞社、一九九九年。

# 欧洲決済機関の統合

～イギリスを中心とした～

福本 葵

1 パリ証券取引所とブリュッセル証券取引所、アムステルダム証券取引所  
「1000年3月10日、パリ証券取引所、ブリュッセル証券取引所およびアムステルダム証券取引所は、合併を発表した。新しい取引所の名称は、「Euronext（ユーロネクスト）」とされ、オランダに設立されたことになります。これにより、現在のドイツ取引所よりも規模の大きい、ヨーロッパ圏一一ヶ国中最大の証券取引所、ヨーロッパ全域でもロンドン取引所に次ぐ取引所が誕生する」となる。新取引所Euronextの清算はClearnetのClearing21というシステムを利用する。Clearnetは新取引所Euronextの清算を担当する会社であり、EuronextはClearnetともにハーベスのParisBourse<sup>sup>SAS</sup>子会社である。

## 2 ロハーデン証券取引所とドイツ証券取引所

一方、これに対抗し、11000年5月11日、ロハーデン証券取引所とドイツ証券取引所が今年の秋をめどに合併することを発表した。また、これと同時に米店頭株式市場（ナスダック）を運営する全米証券業協会（NASD）と折半で出資する合弁会社を設立し、欧洲に新興企業向けの新市場を開設する計画を発表した。

ロハーデン証券取引所とドイツ証券取引所が合併してやがて新取引所の名称は「iX International Exchange」である。新証券取引所は、上場株式の時価総額では四兆四千億ドルとなり、これは欧洲最大の規模となる。更に、この合併には、イタリアのミラノ証券取引所、スペインのマドリード証券取引所にも参加を呼びかけている。

## 3 欧州決済機関の再編

このように、EU統合以来、欧洲の取引所の合併や提携の発表が頻発している。このような取引所の合併や提携にともない、取引のインフラストラクチャーである決済機関の再編も、同様に盛んに行われている。

現在、EU加盟国には、30弱の決済機関が存在する。同一国においても、決済機関が一つとは限らない。株式と債券、国債の決済機関が異なる国もある。これらそれが取扱い通貨が異なり、決済期間も単一ではない。また、国内の決済機関だけでなく、国際的な債券の決済機関（International Central Securities Depository, ICSD）としては、主に、ユーロクリアとセデルの二社が稼動している。

しかし、EU内外でのクロスボーダー取引が増加するに伴い、取引を支えるインフラストラクチャーである決済制度もその合理化を迫られている。多くの決済機関を通過する複雑な決済制度では、決済にかかる期間が長期化し、コストも増大する。決済にかかる時間が長期化するとは、そのまま決済リスクの拡大に繋がる。

そこで、本稿では、ヨーロッパにおける決済機関がどのような統合計画を発表しているかについて、現状をまとめることとする。決済機関の統合や提携は、その国の取引所の統合や提携と密接に関係している。しかし、合併比率や合併国のいずれが主導権を取るか等多くの問題があり、これらの政治的な側面も相俟つて、非常に複雑なものとなっている。

ヨーロッパの決済機関の統合に関する限りでは、現状では、三つの勢力が存在する。一つは国際証券決済機関 International Central Securities Depository (ICSD) のヨーロクリアを中心とする勢力である。ヨーロクリアは、ヨーロッパの (Central Securities Depository) もあるICOVAMと提携を発表している。二つ目は同じくヨーロッパであるセデルを中心とするグループである。セデルはヨーロッパの清算会社DBCOとの提携を発表している。三つ目はヨーロクリア、セデル、イギリスを中心とした勢力である。現在、ヨーロッパにヨーロクリア、セデル、イギリスを中心としたの三つの勢力が存在する。

本稿では、イギリスの統合を中心として、これらの決済機関がどのような業務提携、統合計画を打ち出しているか整理する。

## 4 イギリスの統合

### (1) スケジュール

#### ① 発表日

1999年3月8日、イギリスにおいては、商品先物の清算会社であるロンドンクリアリングハウス (LCH)、ロンドン証券取引所 (London Stock Exchange, LSE)、およびイギリス国内の証券集中預託機関 (CSD) であるCRESTの三社が統合のため行われた業務の提携を発表した。

#### ② 統合予定期

提携によりて、LCHがLSEの取引についても中央カウンターパーティとなる業務を開始する。提携されたシステムの名称は「thePSN」呼ばれる。これは、1999年第1、四半期から開始される予定である。

### (2) 業務提携する主体

#### ① LCHとは

LCHは、清算会社である。The London International Financial Futures and Options Exchange (ロンドン国際金融先物取引所、Liffe)、The London Metal Exchange (ロンドン金属取引所、LME)、The International Petroleum Exchange of London (ロンドン国際石油取引所、IPE)、Tradepoint Financial Networks (Tradepoint) によって設立された取引の清算を行なう。LCHは、一八八八年、コーコーや砂糖等の商品取引の清算を行なった株式会社の形態を取りており、その株主の一五%を、ロンドンの三つの取引所 (Liffe, LME, IPE) が残りの七五%をLCHの参加者が所有している。

LCHは、取引のカウンターパーティとなるとともに、参加者に証券の決済に関する債権債務を保証している。これにより、決済の効率性を高め、リスクとコストを削減し、更には取引の流動性を高める役割を果たしている。

#### ② LSE (ロンドン証券取引所)

このEはヨーロッパ全域における最大の証券取引所である。ヨーロッパでは、決済機関を中心に述べるため取引所の説明は省略する。

### ③ CREST

ギリスのCSD（証券集中預託機関）である。他国のものと同様、ブックエントリー方式によつて、証券の振替を行つてゐる。CRESTは、一九九三年にその計画が発表され、一九九六年七月に稼動した。この設立については、バンクオブイングランドのリーダーシップによるところが大きい。近代的な口座振替方式の必要性は、これに遡る一九八一年頃から叫ばれていた。その結果、ロンドン証券取引所は、振替決済制度のTAURUS（トーラス）の稼動を計画した。しかし、TAURUSは、八〇〇〇万ポンドを越える莫大な費用を費やした上に、一九九三年三月、失敗のため、中止が発表された。これにより、ピーター・ローリンズ証券取引所理事長は辞任に追い込まれた。TAURUSの失敗により、振替決済システムの主導権がバンクオブイングランドに渡る。バンクオブイングランドのリーダーシップにより、新たな振替決済制度が立ち上げられることとなつた。これがCRESTである。

TAURUSの失敗の原因についての詳細は、別の機会に述べることとするが、TAURUSが失敗し、CRESTが取りあえずの成功を収めてゐる原因の一つに、前者が株券不発行化を強制としたことに対し、後者は非強制としたことにあると言われている。株式不発行化を強制するためには、株式取引、名義書換等の権利の実行に係る全ての主体（発行会社、名義書換代理人等）の意見を全て拾い上げなければならず、これに莫大な費用が費やされた。

現在、CRESTには、発行済み株式総数の八〇%以上が預託されている。しかしながら、CRESTは、清算会社ではない。つまり、アメリカにおけるNSCCのような清算会社の機能は備えていない。商品取引には、LCMが存在し、これがカウンターパーティとなつてゐるが、株式取引には、清算会社が存在しないというのが、イギリスの現状である。

また、CRESTは、上記の決済機関との合併以外にも、国債を決済してゐるCOMO（Central Gilt Office）および短期金融商品を決済してゐるCOMO（Central Moneymarkets Office）との統合を二〇〇〇年七月に予定している。

#### (3) サービス開始の意義

これまで、LCMは商品取引やデリバティブをその清算業務の対象としていたが、その後に之では、対象取引ではなかつた。LSEで行われた取引は中央預託機関であるCRESTを通じて振替られていたが、このCRESTは清算会社ではない。そこで、清算会社であるLCMはLSE、CRESTと業務を提携することになった。これによりイギリスの現物証券取引においても、先物と同様、また、アメリカと同様、清算機能がもたらされる」ととなる。

また、CRESTはアメリカのCSDであるDTCHやスイスのCSDであるSISとの提携を発表している。しかしながら、イギリスの決済システム統合の勢力は、残り一つの勢力に対して、最も小さいものであり、今後、どちらかの勢力を結びつく可能性はゼロではない。今後の動向を見守る必要があるであろう。

## (1) 業務

CRESTは1990年4月3日より、CRESTを利用している投資家が、広範囲なNASDAQおよび他のアメリカの証券に、CRESTのシステムを通して、アクセスできる」とを発表した。これはCRESTとアメリカの世界最大の決済機関であるDTC、DTCCのリンクの結果、可能となつたものである。

## (2) 統合の主体

## ① CREST

前述したイギリスにおけるDTCである。

## ② DTCC

The Depository Trust Company (DTCC) はアメリカ最大のCDSである。アメリカでは、一九六〇年代の後半、ペーパークライシスが発生した。これは、証券の売買を行うフロントオフィスの急成長のため、売買後のバックオフィスが機能しなくなつたことをさす。DTCCの前身である振替決済を行う会社が、一九六八年に設立された。DTCCはニューヨーク証券取引所、NASDAQ証券、地方債等、取扱い証券は多岐に渡つており、現在、アメリカの九九%の証券取引を扱つている。一九九九年九月、清算会社であるNational Securities Clearing Corporation (NSCC) と統合し、The Depository Trust & Clearing Corporation (DTCC) を設立した。DTCCとNSCCは単一の取締役会を形成している。また、DTCCの子会社となって、引き続き従来通りの業務を行つてゐる。

## 6 ユーロのトヨタの一つ

## (1) The Settlement Network

1990年1月16日、イギリスのCDSのトヨタ、スイスのDTCであるSegalInterSettle (SIS) のとの共同で、新会社を設立することを発表した。新会社の名称は、The Settlement Networkである。

新会社は、1990年9月に、Eurotop300のために、ユーロ、イギリスポンド、ベース Franc のDTCを保証し、主なヨーロッパの証券について、CRESTが直接リンクしていない市場に対しても、SISを通じてアクセスであるようにする。これにより、CRESTの顧客は、非常に広範囲な証券の取引を行つことができるようになる。また、迅速で安価、効率的なアクセスを得ることができるようになる。

続く1991年の初頭には、CRESTとSISのリンクを拡大し、ユーロ、イギリスポンド、スイスFranc で支払われる取引所以外のボーダーレスな取引の決済を行つことが可能となつた計画となつてゐる。

## (2) SegalInterSettle

SegalInterSettle (SIS) は、スイス国内のCDSであり、同時に国際的な取引については、TOの役割も果たしてゐる機関である。

SISのよつて使用されてゐる決済プロセスは、Delivery Versus Payment (証券と資金の同時決済) の決済を行つており、その目的は迅速、安全で記録の残る買手から売り手への資金の支払と同時に売り手から買手への証券ポジションの移転である。取引はリアルタイムクロス決済によつて行われる。これは、特に決済の効率性を増やし、ほぼ完全に決済のリスクを削減している。

また、ICOSDとして、カストディアンネットワークを持つている。現在、顧客は、スイス以外の四〇の市場でSISを通じて取引の決済をすることができる。これらのクロスボーダー証券取引はカストディアンによって対応する国において決済される。

その他にもSISは、国内および国際的な証券取引の広範囲な清算業務、証券会社の管理監督業務、現金やリスクの管理、証券貸借、レポ等の業務を提供している。

## 7 まとめ

これまで、欧州では、多数の通貨で、多数の決済機関を通じた複雑な決済が行われていた。アクセスのチャンネルが多数存在することは、複雑でコストがかかる。そこで、EUの統合以来、決済機関の統合が進む傾向にある。クロスボーダー取引の増大が決済機関統合に拍車をかけている。

本稿では、ヨーロッパにおける決済機関の統合のうち、主にイギリスに関するものについて述べた。まず、国内のLCH、LSE、CRESTの提携するSETIS、次に、アメリカDTCHとイギリスのCREST、そして、最後にCRESTとスイスのCSDであるSegaInterSettの提携する新会社The Settlement Networkについて、その概要を述べた。

クロスボーダー取引の決済機関としては、Euroclear&Cedelが一大勢力であり、これら二社は主に国際的な債券の決済を行う決済機関である。

本稿でまとめたイギリスの一連の統合は、規模からすると、Euroclear&Cedelが行なうとしている統合には及ばず、第三の勢力となることになる。これらの統合や提携、新会社設立の発表は、ほとんどが1000年に入りてなされたものであり、今後も新たな再編が発生する可能性は大きい。イギリスの行おうとしている計画もまた、その他の勢力と結びつく可能性もある。

これらの統合の中で、利点として強調されてくる点に、開発、投資の重複を避けること、と云ふものがある。今後、更にボーダーレスになる取引を決済するために、より効率的な決済方法を確立するために、今では、それぞれの国で行われてきた決済を統一し、開発にかかるコストを削減し、効率化を図つて行きたいとするねらいである。

次回は、EuroclearおよびCedelなどのような統合計画を進めているかについて見て行きたいと思つ。

## 参考文献

Helga Drummond著、澤田芳郎、山口健一訳『プロジェクト迷走—ビッグバン（トーラス）システムの悲劇』日科技連、  
一九九九年

(ふくわと あおい・研究員)