

証 研

レポート

No.1600

2001年11月

信用取引とデリバティブ取引 二上季代司（1）

自主規制機能の分離・統合論
～S I Aの自主規制モデル案～ 伊豆 久（9）

L I F F Eの決断
～ユーロネクストによる買収合意～ 吉川 真裕（21）

中国の外資導入における経済技術開発区の役割
～天津経済技術開発区の紹介を中心に～ 王 東明（36）

C Pのペーパーレス化（2） 福本 葵（45）

財団法人 日本証券経済研究所

<http://www.jsri.or.jp>

信用取引とデリバティブ取引

一上季代司

1 はじめに

信用取引と先物・オプション等デリバティブ取引は、どちらも手元資金以上の取引を可能にする。特に、個別株先物取引は個別株ベースでレバレッジの高い取引を可能にするので、利用者にとっては信用取引に非常に似通ってくる。このことから、個別株先物市場を創設すると、仮需給が信用取引から個別株先物市場へシフトし、この結果、現物市場における流動性、価格形成ならびに証券会社等市場仲介者におけるビジネスチャンスに影響を与えるのではないかと、という問題が提起されている。一方、個別株先物取引を含むデリバティブ取引一般は、リスク再配分を低コストで広範囲かつ容易に行うことを可能にし、現物とのさまざまな複合的組み合わせや投資技法によって有効な投資手段、ヘッジ手段を提供するというメリットも主張されている。

そこで、この小稿では、すでに導入されているデリバティブ取引（株価指数先物、同オプション、個別株オプション）を取り上げて、信用取引との競合現象が果たして認められるのか、もし認められたとしてもそれはいかなる意味に置いてそうなのか（競合関係の検証と評価）という論点に絞って実証的な検討を行ってみた。方法としては、信用取引高・同残高、各デリバティブ取引高・建て玉、現物取引高などの数値（月次ベース）にもとづいて算出した相関係数を利用した。対象期間は九四年度以降である。

2 信用取引とデリバティブ取引の相関関係

まず、デリバティブ取引高と信用取引高ならびにそれらの残高との間の相関係数を計算してみた。⁽¹⁾表1がその算出結果である。

もし「相関係数が負」ということになれば、それは一方が増えるときには他方が減っているという逆の相関関係を意味しており、絶対値が大きいほどその逆相関が強いということになるが、表1を見ると、そのような関係は見られないことがわかる。むしろ全期間をならしてみると正の相関を示している（これはともに取引が膨らむ、あるいは縮小する事態を示す）。

3 リスク・エクスポージャーからみた信用取引利用率とデリバティブ利用率

ところで、信用取引、デリバティブ取引がともに膨張している場合でも、デリバティブ市場が創設されたためにその分が上乗せされて市場が膨張したのか、それとも信用取引がもつと増えるはずだったのにその分がデリバティブ市場に流れたのか、そのどちらであるのか、これだけでは判断しにくい。

表1 日経225先物、TOPIX先物、日経225OP、個別株OP取引と信用取引との相関

年度	信用取引高との相関					信用取引残高との相関				
	日経225先物		TOPIX先物		日経225OP	個別株 オプション	日経225先物	TOPIX先物	日経225OP	個別株 オプション
	金額 ベース	単位、 株数ベース	金額 ベース	単位、 株数ベース						
94年度	0.56248	0.486903	0.503574	0.459985	0.606028		-0.33648	0.365107	-0.67085	
95年度	0.45454	0.213909	0.453021	0.341274	-0.11372		0.860599	0.922894	-0.46208	
96年度	-0.3793	-0.50617	-0.21944	-0.36515	-0.31855		0.318307	0.730604	-0.64601	
97年度	-0.0399	-0.21012	-0.27269	-0.16833	-0.01288	-0.84752	0.057163	-0.18824	0.129068	0.474223
98年度	0.73723	0.721393	0.606073	0.574696	0.887886	0.203388	0.428977	0.153423	0.737848	-0.24292
99年度	0.09862	-0.03779	0.498191	0.038241	0.371005	-0.40979	-0.12864	0.07708	-0.58312	0.408507
00年度	0.74719	0.660829	0.368616	0.572045	0.442983	0.398994	-0.47607	-0.80187	-0.82086	0.066815
01年度 (上期)	-0.3195	-0.47787	-0.43906	-0.35349	0.140956	-0.85496	0.393072	0.087635	-0.35328	-0.49429
全期間	0.19866	0.40854	0.43255	0.409378	0.644783	-0.04479	0.086027	0.571876	0.378955	0.399926

(注1) 個別株オプション(1997年7月開始)は東証、大証合計分

(注2) 「単位：株数ベース」では、デリバティブは1単位、信用取引は千株単位で計算。

表2 信用取引利用率とデリバティブ対現物比率との相関係数

年度	日経225先物		TOPIX先物		日経225オプション
	単位：株数ベース	金額ベース	単位：株数ベース	金額ベース	単位：株数ベース
94年度	0.169997	0.169546	- 0.06114	- 0.22748	0.407588
95年度	- 0.38714	- 0.19003	- 0.40577	- 0.27752	- 0.10185
96年度	- 0.67622	- 0.57753	- 0.63345	- 0.50795	- 0.27486
97年度	- 0.81154	- 0.49832	- 0.58562	- 0.51866	- 0.4516
98年度	- 0.11126	0.06669	- 0.10987	0.000426	- 0.21643
99年度	0.179515	- 0.01602	- 0.49938	- 0.38096	0.470728
2000年度	- 0.26776	- 0.20279	- 0.01958	- 0.28247	- 0.40965
01年度 (上期)	- 0.86509	- 0.81029	- 0.68147	- 0.73043	- 0.31354
全期間	- 0.30152	- 0.27048	- 0.40675	- 0.33838	- 0.15216

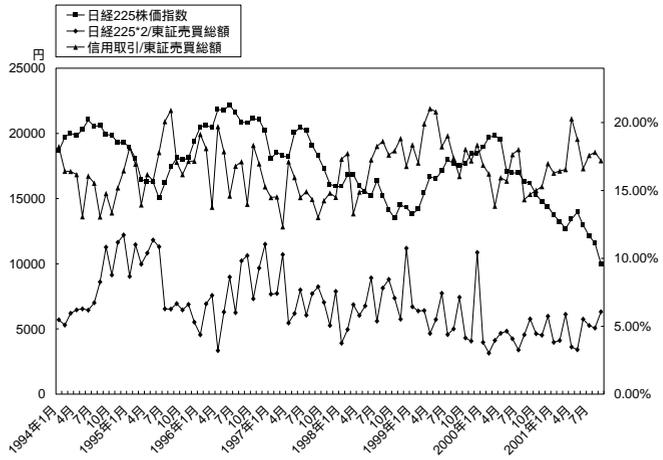
(注1) 先物・オプションは片道計算、信用取引高と東証1, 2部売買高は往復計算のため、
 デリバティブ対現物比率 = (日経225先物取引高 * 2) / 東証1, 2部総売買高、
 信用取引比率 = 信用取引高 / 東証1, 2部総売買高と計算。

そこで次に、信用取引高が現物総売買高に占める比率（ここではこれを信用取引利用率と呼ぶ）とデリバティブ取引の現物総売買高に対する比率（デリバティブ対現物比率と呼ぶ）との相関係数を見ておこう。株式の売買は株価変動リスクに資産をさらす（リスク・エクスポージャー）ことを意味するが、レバレッジを利かせて（すなわち少ない手元資金で）それを行う際に、信用取引を利用しているか、あるいはデリバティブを利用しているか、その利用程度の相互の関係がどのように推移しているかによって上記の問題に接近しようというわけである。

表2によると、おしなべて符号はマイナスになっている。このことは信用取引利用率が下落（上昇）するときはデリバティブ対現物比率が上昇（下落）することを示している。では、これをもって信用取引とデリバティブ取引は一種の競合関係にある、と結論づけて良いだろうか。

そこで今度は、信用取引利用率と日経二五先物取引高対現物比率（単位・株数ベース）を株価指数と重ね合わせてその推移を見れば図1のようなグラフが得られる。これによれば、信用取引利用率と日経二五先物取引高対現物比率は年度を経ることに循環的に上下しており、どちらかが一方向上昇（あるいは下降）しているのではなく、一方から他方へ、一方向的に取引がシフトしているとはいえないことがわかる。

図1 株価、信用取引比率、日経225先物対現物比率



比率が低下、デリバティブ対現物比率が上昇する現象は合理的である。

他方、上げ相場ではこれが逆転して、信用取引比率が上昇するのだが、それはなぜであろうか。おそらくそれは、信用取引顧客の大部分が個人投資家であることと関係している。上げ相場での「空買い」では、思惑が外れた時に信用取引ならば現引きをして塩着けにすることが出来るがデリバティブの場合にはそれが出来ない、など

のである。しかも、どちらかといえば、信用取引利用率は数カ月先行しつつ株価と同方向の動きを示すのに対し、日経二五先物などデリバティブ対現物比率は株価と逆方向に動きながら循環的に推移していることがわかる。⁽²⁾つまり上げ相場では信用取引利用率が上昇(デリバティブ対現物比率は下落)し、下げ相場では逆にデリバティブ対現物比率が上昇(信用取引利用率が下落)しているのである。

一般に上げ相場では相対的に「空買い」ニーズが増え、下げ相場では「空売り」ニーズが増える。そして、「空売り」は信用取引よりもデリバティブ取引のほうが行いやすいといわれてきた。信用取引でも空売りはもちろん可能であるが、借株調達コストや「アップテイク・ルール」⁽³⁾があるために相対的にはやりにくい。他方、デリバティブ取引はこういったコスト・手続きが不要であり、空売りのニーズに対応しやすい。こう考えると下げ相場で相対的に信用取引

の柔軟性の差が働いているのではないかと考えられる。このように見ると、投資家は信用取引とデリバティブ取引のどちらか一方を排他的に利用するのではなく、両者の特性を勘案して相場の機微に応じた利用をしていると考えた方がよいのではないか。そうだとすると、信用取引とデリバティブ取引は「競合関係」にあるのではなく、むしろ相場の動向に応じてその特性を「補完しあう関係」にあるのである。

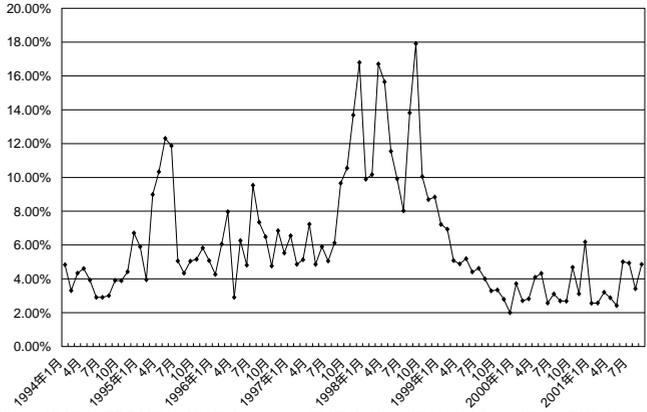
4 証券会社のビジネスチャンスからみたデリバティブ取引

なお、信用取引顧客の大部分が個人投資家であると考えられる根拠として、投資家別現物株売買動向のうち個人投資家の売買動向と信用取引高との相関係数が正でもっとも高いことをあげておく(表3参照)⁽⁴⁾。またデリバティブ取引における個人投資家の売買シェアは、日経二二五先物で一%前後、日経二二五オプションで五〜一〇%程度と低いが、リスク・エクスポージャーの観点から見た契約金額ベースでの対現物取引比率は日経二二五先物で二%から一八%の間 平均一

表3 信用取引はどの投資家と相関関係が高いか
(信用取引高と投資家別現物株売買高との相関係数)

年月中	自己	証券会社	個人	外国人	投資信託	事業法人	その他法人
94年度	0.7943919	0.9117848	0.8983401	0.731243	0.689774	0.808832	0.65172
95年度	0.8564597	0.9524195	0.9542581	0.812797	0.60425	0.924047	0.547763
96年度	0.7478105	0.8805768	0.9849911	0.484977	0.913723	0.7414	0.262124
97年度	0.2411778	0.9482003	0.8895405	0.529899	- 0.01699	0.718015	0.154334
98年度	0.8348576	0.9409549	0.9571982	0.901026	0.81347	0.894478	0.122533
99年度	0.3101644	0.5212366	0.8195229	- 0.03801	0.121142	0.267812	- 0.00348
2000年度	0.5603535	0.5459826	0.7838513	0.36766	0.433872	0.584038	0.283422
01年度(上期)	0.5121102	0.9860001	0.9854785	0.321652	0.377443	0.740027	- 0.39067
	金融機関	生・損保	長銀・都銀・地銀	信託銀行	その他金融		
94年度	0.643435	0.192655	0.653545		0.726362		
95年度	0.870199	0.404703	0.847525		0.892005		
96年度	0.794606	0.768471	0.751159		0.742592		
97年度	0.304125	0.667817	0.032537	0.15702	0.031794		
98年度	0.871615	0.732483	0.726351	0.735289	0.844354		
99年度	0.312348	0.197941	0.167481	0.376958	0.314216		
2000年度	0.459895	- 0.15425	0.22644	0.456254	0.467982		
01年度(上期)	0.337064	- 0.05351	- 0.1516	0.469656	0.76995		

図2 個人のリスク・エクスポージャーからみた日経先物利用度



(注) 投資部門別個人投資家による日経先物(契約金額)/個人投資家による現物株売買高

○%前後であり(図2参照)、これに日経オプションを加えると個人のデリバティブ利用度はかなりの比率にのぼると考えられる。

このことから、証券会社のリテールにおけるビジネスチャンスという観点から見ててもデリバティブ取引は無視できない位置を占め始めている。デリバティブ取引の投資家別売買動向をみると証券会社・ディーラー部門と外国投資家のシェアが圧倒的に高い。したがって、証券会社のビジネスチャンスと言う観点から見ると、デリバティブは値鞘稼ぎのマーケットか、あるいは外国証券会社のためのマーケットと考える向きも多い。確かにその一面があるにせよ国内証券会社にとってもそれなりの収入分野になってきているのである。

表4は、証券会社(東証会員)の信用取引関係収入(信用取引にかかる株券委託手数料および信用取引受取利子・品貸料)と株式デリバティブ取引にかかる委託手数料を見たものである。これによると外国証券会社ならびに大手証券のデリバティブ関係手数料が多い

が、これを除く国内証券会社もそれなりの収入をあげていることがわかる。しかもデリバティブ関係の収入は信用取引関係収入と比べて下げ相場においてもそれほど減少していない。大手を除く国内証券会社はこの数年間一〇億円〜一五〇億円のデリバティブ関係収入をキープしており、相場動向に左右されない比較的安定した収入源と言う特徴がある。リテールを主たるビジネスとする国内証券会社においてもデリバティブは相場に大きく左

右される信用取引関係収入を補充する収入源といえるのではないか。

5 おわりに

これまでの検討では、個人投資家の取引ニーズや証券会社のリテールビジネスにおいて信用取引と現行デリバティブ取引は競合関係にあるというよりも補充関係にあるという結論になった。他方、信用取引とデリバティブ取引はバスケットトレーディングや裁定取引などのいわゆるプログラム売買においても関係しあっている。証券会社はその受注に際して、売り向かう場合には制度信用取引や株券貸借市場で株券を借りてきているし、リスクカバーのためにデリバティブをヘッジ手段として利用しているからである。これは機関投資家からの発注を執行する証券会社のディーリングビジネスにおける重要な側面である。ここで両取引がどのような相関関係にあるかも重要な問題であるが、紙幅も尽きたので機会があ

表4 信用取引およびデリバティブ関係収入（東証会員）

業態別	1997年3月期			1998年3月期			1999年3月期		
	信用取引に掛かる手数料	信用受取利息・品賃料	株券先物・オプション取引に掛かる手数料	信用取引に掛かる手数料	信用受取利息・品賃料	株券先物・オプション取引に掛かる手数料	信用取引に掛かる手数料	信用受取利息・品賃料	株券先物・オプション取引に掛かる手数料
大手証券	17,190,531	11,913,404	12,243,039	12,384,385	10,130,653	11,216,216	9,936,693	8,117,935	5,084,050
その他 国内証券	71,806,742	49,763,600	12,814,656	48,702,826	39,839,801	14,738,280	39,615,942	32,364,856	12,082,333
外国証券	836,280	579,560	19,121,566	2,242,430	1,834,349	24,602,298	3,235,180	2,643,030	20,022,855
合計	89,833,553	62,256,564	44,179,261	63,329,642	51,804,803	50,556,794	52,787,815	43,125,821	37,189,238
業態別	2000年3月期			2001年3月期					
	信用取引に掛かる手数料	信用受取利息・品賃料	株券先物・オプション取引に掛かる手数料	信用取引に掛かる手数料	信用受取利息・品賃料	株券先物・オプション取引に掛かる手数料			
大手証券	57,564,635	13,632,703	3,959,483	20,067,613	12,476,469	3,388,972			
その他 国内証券	148,739,120	35,225,034	12,496,305	55,740,379	34,655,000	11,225,979			
外国証券	12,718,671	3,012,090	18,254,808	5,756,793	3,579,123	15,428,059			
合計	219,022,426	51,869,827	34,710,596	81,564,785	50,710,592	30,043,010			

(注) 信用取引関係委託手数料は推計。株券委託手数料(先物などの委託手数料を除く)に委託売買高に占める信用取引比率(金額ベース)を乗じて信用取引にかかる株券委託手数料とみなし、これを信用取引受け取り利子の業態別シェアに応じて按分した。

れば別に取り上げてみたい。

注

- (1) 信用取引、デリバティブ取引ともに決済期日到来による手仕舞売買やロールオーバーのための新規売買が加わる。しかし、デリバティブの場合には信用取引と違って決済期日があらかじめ定まっているので、例えば先物の場合のように三、六、九、一二月の三ヶ月ごとに取引急増と建て玉急減という現象が繰り返される。こうした現象を勘案すると、両者の相関係数だけに頼ることは限度があることに注意する必要がある。
- (2) TOPIX先物、日経二二五オプションでも結論はほぼ同じである。
- (3) 売り崩しを防ぐためのルールで、直近値より低い指し値売りができない。
- (4) 表の「証券会社」も強い正の相関を示しているが、これは東証非会員証券会社からの受注であり、さらにその先には個人投資家からの受注があると目される。

(にかみ きよし・主任研究員)

自主規制機能の分離・統合論

～S I Aの自主規制モデル案～

伊豆
久

はじめに

今年四月の大阪証券取引所に続いて、今日一日、東京証券取引所も、会員組織から株式会社に移行した。証券取引所の株式会社化は世界的な流れとなっているが、そこでの論点の一つは、自主規制機能をどうするかであった。取引所の株式会社化によってその自主規制機能はどのような影響を受けるのか、それにどう対処すればよいのか、という問題である。しかし、これに対する各国の考え方、対応のありようは必ずしも同じではない。

日本では株式会社移行後も取引所がこれまで同様の自主規制を行うこととなっており、海外でもこうした対応が一般的なようである。

しかし、米国では、異なる対応が模索されている。ニューヨーク証券取引所(NYSE)⁽¹⁾が株式会社への移行を求めたところ、証券取引委員会(SEC)⁽²⁾が、自主規制機能の分離独立という条件を付けたと伝えられている。それに対してNYSEは、自主規制機能の分離は自らの比較優位を損なうとして強く反発⁽³⁾。現在、株式会社化計画は凍結中である。

一方のナスダックでは、昨年から株式会社化の計画が進行中である。⁽⁴⁾ 全米証券業協会(NASD)は、九六年

に市場運営機能と自主規制機能を分離して、それぞれを担うナスダックストックマーケット・インクとNASDAQレギュレーション・インクを設立しているため、SECが求めた株式会社化のための条件はすでに満たされているということになる。

市場運営と自主規制を分離するという方法は、株式会社化による利益相反の顕在化に対応したものである。しかしその一方で、二つを分離することは、市場開設者自身が市場を規制するという自主規制の基本的な哲学を否定することでもある。さらに、現在の米国では、自主規制機関(SRO: Self-Regulatory Organization)の理事の過半数が証券業以外から(公益理事)選ばれているが、こうなれば、「自主」規制という名称は形容矛盾とも言える。

そうした中、米国証券業協会(SIA)は、昨年、SROのあり方に関する報告書を発表しているが、それは、こうした問題を考える上で重要な示唆を与えてくれている。以下、その報告書を紹介しながら、議論を整理することとしたい。

1 自主規制制度案の検討

SIAの報告書⁽⁵⁾は、市場運営機関とSROの組み合わせ・あり方に関する六つの選択肢を検討し、自らはその中の一つ、ハイブリッド型を推奨すると結論づけている。SIAがどのように整理しているのか見てみよう。

(1) 現状維持案

市場運営機関とSROの関係をどうするかについての選択肢の一番は、現状 市場運営機関は同時にSROで

ある を維持するというものである。現在の自主規制体制は、長年にわたって米国証券市場を支えてきたのであって、そのメリットは歴史が証明しているとも言える。しかしながら、ECNの台頭や取引所の株式会社化といった新しい変化を前提に考えると、現在の自主規制体系では非効率性と利益相反という二つの問題が無視できなくなっているとし、SIAは、現状維持という選択肢は採用できないとしている。

例えば、複数のSROの会員である証券会社は、それぞれのSROの規則に従わなければならない。しかしながらそこでは、店舗検査に代表されるように重複が多く、また、会員登録、店舗規制、公衆との通信、新規口座の承認、適合性の原則などの規則でもSROによって解釈や適用に微妙なズレが存在する。それでも証券会社はその一つひとつに対応せざるをえず、それが規制コストを過大とし、かえって証券市場全体における効率的な規制を阻害している面がある、というわけである。

もう一つの問題である利益相反とは、例えば、SROが自ら市場を開設すると同時に会員証券会社を監督していることから生じる。会員証券会社が、複数の取引所の会員であれば、顧客注文の回送先をその中から選択することになるが、その際、取引所が自市場への回送を優先させるような規則を制定する可能性が考えられる。あるいは、会員証券会社がECNなど事実上の市場を開設する場合には、監督する側と監督される側が直接的な競争関係に立つことになる。こうした状況では公正な競争と適切な規制を両立させることは極めて難しくなってしまうからである。

SIAが最も重要視しているのはこの二つの問題であり、それを評価軸に、考えうる選択肢を順に検討しているのである。

(2) NASDR案

二つ目の選択肢は、NASDR案とも呼ぶべきもので、株式会社化する取引所はすべて、NASDが行ったように、市場運営と自主規制を組織的に分離するという方法である。冒頭で紹介したようにSECのレビット委員長(当時)は、NYSEの株式会社化にあたってこの案の採用を求めたといわれている。この案の主たるメリットは、現状の問題点の一つである利益相反の解消を図れるところにある。市場運営機関は上場企業の獲得と売買高の増加を目指して活動し、SROは市場と会員に対する規制活動に特化する。組織をはつきり分離し情報の遮断(ファイアウォール)を厳格化することで、反競争的な規制を防ぐことが可能となるはずである。

SIAは、しかしながら、この方法では利益相反を十分に防止できるか疑問だとしている。内部組織の分離によってある程度問題を軽減することはできても、二つの組織は持株会社(親会社)を同じくする兄弟会社であり、親会社は自らの利益を最大化するために市場と自主規制の両方を運営監督することになる。また、この案では、すべての市場が分離しているとはいえずそれぞれのSROを抱えることになり、規制の重複という問題は全く改善されない。こうした理由からSIAは、自主規制体制全体のあり方としてはNASDR型を支持することはできないとしている。

(3) 検査機能の一本化案

三つ目の選択肢として、検査機能に関してのみ単一の自主機関に集中しそれ以外については現状を維持する案が考えられる。複数のSROの会員となっている証券会社であっても、財務・業務・記録保存の各規則に関する店舗検査については、SECが事前に指定した一つのSROのみの検査を受ければよいこととするというもので

ある。これは、三四年法第一七条d項にもとづいて現在すでに部分的に実施されている自主規制の分業化をさらに拡充発展させるという案であるが、S I Aは、これにも消極的である。

これによって確かに、複数のS R Oによる検査の重複という問題は解決されるが、しかし、規則そのものの重複や解釈の多義性という問題、利益相反の可能性は残ってしまうからである。また、指定されたS R Oは自らのルールだけでなく他のS R Oのルールを加味して検査を行うことになるが、(これまでの部分的な経験からしても)それは必ずしも簡単ではなく、かえって効率の低下を招く恐れもあると指摘している。

(4) 自主規制廃止案

四番目の選択肢として、自主規制というあり方そのものを放棄し、証券規制を政府機関(S E C)による公的規制に一本化してしまうという方法(自主規制廃止案)が考えられる。これまでS R Oが行なってきた機能はすべてS E Cに委ね、取引所や証券業協会は市場運営に専念することになる。市場運営機関から自主規制機能が奪われるわけで、その際には取引所とA T Sの区別は完全に消滅する。証券業界の証券規制への関与は、S E Cのパブリックコメントの募集や議会へのロビー活動に限定されることになる。

こうなれば、自主規制に関して業界内外からこれまで指摘されてきた様々な問題(業界利益を重視したクラブ的性格、重複規制にともなう非効率性、市場運営と自主規制の併営に伴なう利益相反など)すべてが一挙に解消されることになる。S E Cの権限はさらに強くなり、そのことは国際的な市場間競争において米国証券市場の地位をさらに高めるかもしれない。

しかしながら、S I Aはこの自主規制廃止案を否定している。これは自主規制の欠陥だけでなくそのメリット

もすべて捨て去ってしまうからであり、同時に新たな問題を生み出す可能性も高いからである。

市場を形成し市場を熟知する者自身が市場を規制するという自主規制の最大の利点を失って、市場規制の実効性を維持することは可能だろうか。これについては、歴史上の「実験」の結果が報告されている。米国では一九八三年まで、証券会社には証券業協会への加盟が義務づけられておらず、したがって、証券取引所にも証券業協会にも属さない証券会社が存在した。そうした証券会社はSECが直接、監督規制していたのである⁽⁶⁾SEC「シー」SEC Onlyの略と呼ばれた。この直接規制のもとで、SECはNASDAQと同様の証券会社規制のための仕組みを自ら構築していたのであるが、それは、SECにとって極めて大きな負担となり、他の重要な分野から人員や予算を奪うこととなり、結局、非効率であるとして廃止されたのである。SIAは、仮にこれから自主規制を廃止しSECに一本化するとなっても、議会がそれに必要なSECの予算増額を認めるとは思えず、またNASDAQやNYSEなどのSROはもちろん、証券業界からの賛成は見込めず、この案は現実的な代替案とはなりえない、としている。

また、現在でも大きな権限をもつSECに証券規制の全権限を集中すれば、あまりに強大な組織を作り出すことになってしまう。柔軟性に欠ける官僚的な組織では、市場の激しい変化に対応できない可能性もあると指摘している。

(5) 単一自主規制機関案

そこで、五番目として、あくまで自主規制という枠組みを維持しつつ、複数のSROの並立による弊害を避ける方法として、SROの統一、単一化という案が考えられる。取引所やNASDAQが自主規制機能を放棄し、AT

Sと同様の単なる市場開設機関になるという点は自主規制廃止案と同じである。したがって利益相反や重複規制に伴う問題も同じく完全に解消されることになり、その一方で、SECのさらなる強大化という欠点を回避することもできる。自主規制の枠組みは維持されており、証券業界自身による証券規制への関与は維持される。

しかしSIAは、これは、自主規制廃止案の変種にすぎず、賛成できないとしている。単一のSROはSECの付属物と化す可能性が高い。理事の数などそのガバナンスで証券業界が一定のウエイトを占めるとしても、SECのコピーとなることを防ぐことができるか疑問である。また、自主規制の枠組みが維持されているといっても、市場の運営と管理が完全に切り離されており、これでは、自主規制のメリットの根本が失われている。新しい売買システムを開発するといった場合、市場運営とその監視が同一主体によってなされるからこそ、売買当事者の使い勝手もよくなかつモニタリングも容易なシステムを選択しるのである。そうしたシナジー効果を失うことは極めて大きなマイナスとなるからである。

2 SIAの提案と中央SROと市場SRO

以上のような考察を踏まえて、SIAが最良の案として提案したのは、ハイブリッド型と呼ぶ規制体系である。それは、自主規制機能を会員管理と市場管理に分け、会員管理に関しては単一の自主規制機関（中央SRO）に集約し、それぞれの市場の管理はそれぞれの市場運営機関（市場SRO）に委ねるといったものである。

中央SROが扱う会員管理とは、証券会社や外務員の登録や研修、自己資本規制などの財務に関する監督、顧客業務の適法性、記録保存規則などの分野である（ただし対公衆業務を行わないスペシャリストやマーケットメーカーを除く）。また、すべての市場に共通する問題についても中央SROが扱う。そして中央SROは市場

を運営することはできない。

他方の市場SROが扱う、それぞれの市場に固有の規制とは、具体的には、約定の方法、売買報告の方法や売買停止等に関する規則、業者間売買を担当するスペシャリストやマーケットメーカーなどに関する会員管理規則、当該市場SROのガバナンスに関する規則、取引参加者の基準等に関する規則、上場基準を含む市場管理に関する規則、の制定と執行である。ただし、自らの意思によつて市場規制機能(の一部)を中央SROに外部委託することも認められる。

市場SROは中央SROの会員ではなく、したがつて中央SROが市場SROを監督することはない。両者は各市場に共通する問題等について協力することはあつても対等な関係にあり、ともにSECの監督下に置かれる。

この考え方の最大のメリットは、第一に、証券会社に対する検査その他の規制の重複を排除している点にある。これまでの各案の検討でも明らかによつに、SIAの最大の関心事は、規制(特に証券会社規制)の重複であつて、それは業界団体として当然のことでもあろう。実際、SIAは一九七三年以来、この案と同様の提案を繰り返してきたのである。

第二のメリットは、会員規制と市場規制の分離により利益相反を抑制している点である。会員管理を行う中央SROは市場を運営せず、市場を運営する市場SROは会員管理を行わないのであるから、店頭市場を開設するNASDが同時にATSを運営する会員証券会社を監督するといった現在の問題を解消することができるのである。

そして第三のメリットは、市場規制については市場運営者に委ねているところにある。市場運営と市場管理を

同一の主体が行うことは、一方で利益相反の危険を残すとはいえ自主規制の根本であり、そのメリットを失うことはできないと考えられている。

ただし、問題がないわけではない。その一つは、中央SROと市場SROの管轄の境界線をどこまで明確化できるかという点である。例えば自己資本規制が会員管理の範疇に入り中央SROの領域であることはわかりやすいが、相場操縦のような場合、すべての市場に共通する問題であるから中央SROの分野であるが、しかしそれが発生するのは個別の市場であって、そこで両者の協力と役割分担をどうするか、という問題を解決する必要がある。会員管理と売買管理を明確に区別するというのも、状況によっては決して容易ではない。しかも市場SROどうしは競合関係にあるため、中央SROはいずれかの市場を優遇することがあってはならない。

また、繰り返し述べたことであるが、市場運営と市場規制を同じ主体が行うことは、効率的である反面、そこから生じる弊害を除去する方策も検討されねばならないであろう。

3 ルーベン・リー提案との比較

SIAの推奨するハイブリッド型は、著名な証取法学者であるルーベン・リーの提案する新しい取引所規制とも類似している。リーは、ATSの台頭によって従来の市場規制は機能不全を起しているとし、市場規制を二つに分けることを提案した。¹⁷⁾一つは、市場構造規制で、それは「注文回送、注文執行、情報配信の三つの主な市場機能のコンビネーション」から成る。もう一つは「それ以外の公的な領域の重要な規制」で、具体的には、市場における行為規制（仲介機関やその他の市場参加者の活動に対する規制）と、市場の公正に関わる規制（相場操縦やインサイダー取引などに対する規制）である。その上で、リーは、前者については競争にさらすべきだと

提言しているのである。

S I A のアブローチは規制の重複排除による証券業界のコスト削減に重点があり、リーの提案は市場類似施設の成長による市場規制の再検討を中心としているという違いはあるが、実質的に、リーの考え方は、市場の運営と市場に固有の規制はそれぞれの市場開設機関に委ね（したがってそれは競争にさらされる）、会員管理や市場に共通の規制は中央 S R O に（したがってそれは競争にはさらされない独占的資格をもつことになる）に委ねるという S I A のハイブリッド案と、類似する点が多い。（ただし、リーの案では中央 S R O の管轄が S I A の提案よりも広いようである。またリーの提案では上場審査その他の上場管理に関する考え方が明確でないが、現状からしても市場構造規制（S I A の市場 S R O）に含まれるのであろう）。また、SEC のレビット委員長（当時）も、九九年の講演（注 2 参照）で、いくつかの留保をつけつつも、同内容の提案に「関心をもっている」と述べており、これは、現在の S R O 改革案において最有力と断言してよいであろう。

こうした提案を米国の現状に当てはめて考えるかどうか。言うまでもなく、中央 S R O に最も近いのは N A S D であるから、現実的には、各取引所が会員管理等を N A S D（あるいは N A S D R）に委ね（A T S も最低限の市場規制は自分で行うか、それも N A S D に委託するかを選択する）、反対に N A S D が市場開設機能（ナスダック）を手放せば、提案がほぼ実現されることになる。ナスダックは、N A S D からのスピンオフと取引所登録が進行しつつあるから、それが完了すれば、残る問題は取引所側の会員管理等の N A S D への委託だけとなる。しかし、N Y S E は冒頭でも紹介したように自主規制機能の分離を強く拒否しており、それを一部であつても N A S D に委譲するとは考えにくい。その一方で、N A S D R は規制の外部委託の受け皿となることを自らのビジネスモデルとして明確に打ち出しており、両者は当面、規制の領域でも激しく競合していくこと

になるであろう。

おわりに

このように見てくると、以下の点を確認することができるとであろう。第一には、市場の運営と市場の監督が切り離しがたいことである。(本誌先月号拙稿でも確認したように)それこそが自主規制の源泉だからである。その一方で、第二に、証券会社の対顧客業務など証券会社の監督については、市場の運営と切り離しうることを主張されている。そしてそれを一つのSROに集約すべきだというのがSIAの提案であった。しかしそれはいかなる意味で自主規制なのだろうか。そこには市場運営と市場監督の間に存在する「自治」の論理的必然性が存在しない。この場合、自主規制のメリットは、証券業界自身によるコスト負担という方法で証券業における外部不経済を防ぐことにとどまる。他方自主規制のデメリットを抑制するために、公益理事のウエイトがさらに高められ、政府機関(SEC)の介入がさらに強化されることになるだろう。自主規制の枠組みは形骸化することになるが、それは不自然なことではない。むしろ証券市場の発展を反映したものと考えるべきなのであろう。

注

(1) ここでいう株式会社化は営利会社化・非会員組織化の意味である。米国には非営利の株式会社という制度が存在し、NYSEはすでに一九七一年からニューヨーク非営利会社法二〇一条にもとづく株式会社となっている。

(2) "SEC's Levitt Says for-Profit Big Board Couldn't Operate Its Regulatory Unit", *Wall Street Journal*, August 31, 1999. またレビットSEC委員長は九九年九月の講演でも、「株式会社組織の下で投資家保護を維持するためには、最低限、自主

規制機能と市場とを組織上厳格に分離することが必要だと考えている」と述べている（"Dynamic Markets, Timeless Principles" September 23, 1999）

- (3) グラッドストーン理事長の上院銀行委員会「米国株式市場の公的所有に関する公聴会」（一九九九年九月二八日）での証言参照（www.senate.gov/~banking/99_09hrng）。
- (4) NASDは、昨年四月の会員総会で、ナスダック市場を運営する子会社ナスダックストックマーケット・インクの非会員組織化・スピンオフを決定した。昨年六月と今年一月の二度の私募によって、それまで一〇〇%であったNASDの持分はすでに四〇%になっている。また、ナスダックストックマーケット・インクを証券取引所として登録する作業も同時に進められている。
- (5) SIA, *Reinventing Self-Regulation*, January 5, 2000. SIA, "Recommendations Regarding Self-Regulatory Structure", March 23, 2000 (www.sia.com/demutualization)
- (6) SEC制度は、一九六四年から始まったが一九八三年に議会在が廃止を求め、SECがその根拠規則一五b八一を撤廃したことで終了した。それ以降、取引所のスペシャリストなど公衆との取引を行なわない特殊な場合を除いて、すべての証券会社は証券業協会の会員とならなければならない。ルイ・ロス（日本証券経済研究所証券取引法研究会訳）『現代米国証券取引法』日本証券経済研究所、一九八九年、七〇四 五頁参照。
- (7) Ruben Lee, *What is an Exchange*, Oxford Univ. Press, 1998（大崎貞和他訳『取引所とは何か』金融情報システムセンター、二〇〇一年）（第二二章）。

（いず） ひさし・主任研究員）

L I F F E の決断

↳ ユーロネクストによる買収合意

吉川 真裕

一〇月二九日、ロンドン国際金融先物・オプション取引所（L I F F E）とユーロネクストは株式公開買付によってL I F F Eがユーロネクストの完全子会社になることで合意に達したことを発表した。ユーロネクストはフランスのパリ取引所、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二〇〇〇年九月に合併してできたクロスボーダー取引所であり、各取引所がデリバティブ取引所も傘下におさめていたことから現物市場だけではなく、デリバティブ市場をも含めた統合取引所であるが、世界最大のデリバティブ取引所であるユーレックスを子会社とするドイツ取引所との対抗上、デリバティブ部門での劣勢は否めず、二〇〇〇年三月の設立計画発表直後からユーレックスと並ぶデリバティブ取引所であるL I F F Eに参加を呼びかけていたという経緯がある。しかし、今回の買収成立には二〇〇〇年九月にスウェーデンのOMグループに敵対的買収を仕掛けられ、二〇〇〇年五月に発表していたドイツ取引所との合併計画を撤回し、その後は独自路線を強めて二〇〇一年七月に株式上場を果たしたロンドン証券取引所によるL I F F Eの買収提案が引き金となっている。

本稿ではユーロネクストによるL I F F E買収合意の経過とその内容を紹介した後、買収合意に至る背景を探り、この買収合意がヨーロッパ株式市場統合に対して及ぼす影響を検討する。

1 ユーロネクストによるLIFFE買収合意の経過

二〇〇一年九月二八日、LIFFEは複数から買収提案を受けていることを発表し、買収提案の評価に関するアドバイザーとしてクレディ・スイス・ファースト・ボストン(CSFB)と契約を結んだことを明らかにした⁽¹⁾。その直後にロンドン証券取引所はLIFFEに買収提案をおこなっていることを認め、デリバティブ取引所を傘下に持つドイツ取引所やユーロネクストに対抗するためにLIFFEの買収を計画していることを明らかにした。二月にロンドン証券取引所の最高経営責任者に就任したクララ・ファース女史はLIFFEの元副会長であり、LIFFEのブライアン・ウィリアムソン会長とも親しく、最高経営責任者への就任がロンドン証券取引所とLIFFEの関係改善を目的としているとも噂されていただけに、この発表はさほど大きなインパクトはもたらさなかった。むしろ、ロンドン証券取引所以外の買収提案者が誰なのかということに関心が集まり、かつてLIFFEに参加を呼びかけたことのあるユーロネクスト、三月にNASDAQをナスダック・ヨーロッパとして再編し、アメリカでの個別株先物の共同子会社をLIFFEと設立したナスダック、二〇〇〇年九月にロンドン証券取引所に敵対的買収を仕掛けたOMグループが候補者として噂されていた⁽²⁾。そして、カザノブ社を通じて取引されていたLIFFEの株価はその日のうちに三・一五ポンド値上がりして一・七五ポンド(時価総額三億一五〇〇万ポンド)となり、ロンドン証券取引の株価も三〇・二五ペンス値上がりして三・三八ポンドとなっていた⁽³⁾。

一〇月一日にはロンドン証券取引所によるLIFFEの買収提案は一株二三ポンドから一四ポンドで総額三億四三〇〇万ポンドから三億七〇〇〇万ポンドと報じられ、翌一〇月二日にはユーロネクストがLIFFE買収提案のアドバイザーとしてUBSウォーバークと契約を結んだという報道もあらわれた⁽⁴⁾。そして、一〇月七日にはユーロネクストの買収提案は一株一五ポンドで総額四億ポンドであるとも報じられた⁽⁵⁾。

この他にもL I F F Eの経営陣やスタッフは発行済株式の10%にあたるストックオプションを保有しており、これが行使されれば買収総額が膨張すること、ロンドン証券取引所の買収提案は現金と株式の折半であることなど、さまざまな噂が飛び交っていたが、10月16日にL I F F Eは買収提案者に対して買収後の方針について月内にプレゼンテーションを要請していることを明らかにした。そして、電子取引所の役割に対する認識、テクノロジーの重要性に対する理解、既存の顧客や提携関係に対する取り扱いなど、グローバルなデリバティブ取引という成長分野においてL I F F Eの能力をどのように生かしていくのかという戦略がプレゼンテーションでは期待され、これらを満たす提案がなければ買収提案を受け入れず、独自路線を歩むことが表明された。⁽⁶⁾

他方、10月18日にはL I F F Eの買収提案最低許容価格は一株一四ポンド、総額四億八八〇〇万ポンドであると報じられ、それまで買収価格を提示していなかったドイツ取引所も買収提案をおこなう方向で動き出したという報道もあらわれた。⁽⁷⁾ただし、ユーレックスという世界最大の電子デリバティブ取引所を子会社に持つドイツ取引所にとってL I F F Eの買収はロンドン証券取引所やユーロネクストほど重要ではなく、ライバルの買収支出を引き上げるのが目的であるという見方も報じられた。⁽⁸⁾

10月24日にはL I F F Eの最低許容価格は一株一六ポンド、総額五億六〇〇〇万ポンドと報じられ、ロンドン証券取引所の提案内容は株式とデリバティブを両方取引できる新取引システムを導入し、L I F F Eのウィリアムソン会長とリードバーク最高経営責任者はロンドン証券取引所の副会長と次席経営責任者になるというものであると伝えられた。他方、ユーロネクストの提案内容はL I F F Eの経営陣はそのままにし、ユーロネクストのデリバティブ部門をL I F F Eの傘下におさめ、L I F F Eの電子取引システムであるL I F F Eコネクストをデリバティブ部門で採用するというものであると報じられた。また、ドイツ取引所の提案内容は国債関連の

デリバティブを除くデリバティブをユーレックスからLIEFFEへ移管するというものであると伝えられた。⁽⁹⁾

LIEFFEは当初から買収者の国籍は問わないとしてきたが、一〇月二五日にはイングランド銀行が中立を宣言し、シティの守護神と考えられてきたイングランド銀行が外国取引所によるLIEFFEの買収に反対しないという姿勢はシティ大合同によるシティ活性化というシナリオの支持者を驚かせた。⁽¹⁰⁾しかし、ロンドン証券取引所もLIEFFEも自主規制機関ではなく、株式会社であり、かつてイギリスのポーターフォンによるドイツのマネスマンの買収計画が阻止されたことに対して批判的であったイギリスとしては、表だっては介入できないのは当然であり、水面下での交渉がおこなわれていたのかどうかということが問題である。

一〇月二五日におこなわれたロンドン証券取引所、ユーロネクスト、ドイツ取引所によるプレゼンテーションではLIEFFEの決定は下されず、引き続き個別の交渉が継続された模様である。プレゼンテーションの当日にはロンドン証券取引所の買収提案は一七ポンドあまりに引き上げられたという報道もあり、最終的には買収価格は一八ポンドに達するのではないかという見方も報じられた。⁽¹¹⁾そして、この美人審査の判定基準は買収価格、テクノロジー、経営陣の処遇、グループの成長戦略という四つのポイントに絞られているという関係者の話も伝えられた。⁽¹²⁾さらに翌日にはロンドン証券取引所の買収提案は現金と株式折半で一八ポンド、ユーロネクストとドイツ取引所の買収価格は現金の一七ポンドであったこと、ドイツ取引所のプレゼンターはザイフェルト最高経営責任者ではなく、ユーレックスのフェルチャ最高経営責任者であったことなどが報じられた。⁽¹³⁾

一〇月二九日午後二時五二分（パリ時間）、ユーロネクスト・パリでのユーロネクスト株式の取引が停止された。そして、間もなくLIEFFEとユーロネクストによる共同記者会見が午後三時（ロンドン時間）からLIEFFEではじまることが報じられ、LIEFFEがユーロネクストの買収提案を受け入れることが明らかになった。⁽¹⁴⁾

2 ユーロネクストによるLIEFFE買収合意の内容⁽¹⁵⁾

一〇月二十九日の記者会見で配布された資料によれば、買収価格は一株一八・二五ポンドであり、約二億六九〇万株のLIEFFEの発行済株式に対する買い取り代金および約四七〇〇万株相当のストックオプションとワラント保有者への差額支払金を合わせて総額約五億五五〇〇万ポンドがユーロネクストによって支払われる。この買収価格は九月二十七日の株価八・六ポンドに対して一一・二%のプレミアム、一〇月二十六日の株価一五・一三ポンドに対しても一一%のプレミアムであり、LIEFFEの取締役会は全会一致でユーロネクストの提案を受け入れ、株主に対してユーロネクストからおこなわれる買い取り請求に応じることを推奨する。発行済株式の四三%、新規発行を含めた株式総数の五一%の株主はすでにこの提案に賛成しているが、シティ・テイクオーバー・コードにしたがって七五%以上の株主が賛成しない場合にはこの公開買付は成立しない。買い取り請求条件の詳細と受諾確認書は一四日以内に株主に送付され、発送日から二日以内(さらに期限を二日間延長する権利をユーロネクストは持つ)に受諾者は応じなければならない。

買収提案の背景と理由については、デリバティブ取引、とりわけ金利関連のデリバティブ取引が主力商品であるLIEFFEと、株式取引(デリバティブ取引でも株式関連商品)が中心であるユーロネクストは、相互に補完し合う関係にあり、両者の統合によって収益をより安定させることができ、利用者にはより多くの商品をより容易に提供することができることが上げられている。そして、その結果、相当の規模と範囲を兼ね備えた取引所が誕生することになり、とりわけデリバティブ市場においてはヨーロッパや世界の主要取引所と競争していく能力が格段に改善されることになる。さらに、この成長著しいデリバティブ部門は統合取引所の収益拡大の原動力となるとともに、ヨーロッパ市場における主力四商品の地位を確保することに結びつく。

ユーロネクストの現行デリバティブ部門はロンドンに拠点を止めるLIFFEのもとに経営組織を統合され、LIFFEコネクトを取引システムとして導入する。クリアリングに関しては商品ごとにLIFFE上場商品はロンドン・クリアリング・ハウス、ユーロネクスト上場商品はクリアネットを通じておこなわれるが、将来的には利用者の利便性と経営効率を考慮して最適なソリューションを追求する。ITシナジー効果については2000万ポンドの統合コストによって年間1000万ポンドから1500万ポンドの税引き前コスト削減を2005年までに実現することが見込まれている。

LIFFEの取締役会における非執行役員と外部役員の地位は確保され、ウィリアムソン会長とフリードバーグ最高経営責任者はLIFFEの取締役会に止まり、引き続き経営陣もユーロネクストからの代表を加えて経営にあたる。他方、ユーロネクストの監査役会にはロンドンの金融関係者とLIFFE会員から一人が加えられ、フリードバーグLIFFE最高経営責任者はユーロネクストの取締役会にも参加する。なお、LIFFEのスタッフの雇用と年金等の権利一切は保証される。

配布資料に含まれているユーロネクストのテオドル会長のコメントでは、「LIFFEの取締役会の決定は非常に光栄であり、優れた経営陣、最新の取引技術、広範な商品に基づいてパワフルな市場を作り上げることでユーロツパのデリバティブ・ビジネスを強化し、発展させる歴史的なステップとなるであろう」と述べられている。また、LIFFEのウィリアムソン会長のコメントでは、「開設以来、LIFFEは常に開かれたものであり、国際的な性質を持つことに努めてきた。今回の決定でもビジネスを拡大するためにテクノロジを拡大するというわれわれの戦略が継続されている。ニューヨークと東京における注目すべき取り組みに続き、今回の決定は急拡大するユーロツパ地域において更なるディメンジョンをもたらすであろう」と述べられている。

3 ユーロネクストによるLIFFE買収合意に至る背景

今回のユーロネクストによるLIFFEの買収合意はロンドン証券取引所によるLIFFEの買収提案に始まるものと考えられる。ユーロネクストは確かに設立計画発表直後にデリバティブ部門の取引システムを定めず、LIFFEコネクトを採用する用意があるとしてLIFFEに参加を求めた経緯があるが、伝えられたアドバイザの指名や買収提案の内容を見る限り、用意周到に準備したというよりもロンドン証券取引所に対抗して買収提案をおこなった可能性が高い。⁽¹⁶⁾

ロンドン証券取引所は一九九八年七月にドイツ取引所との戦略的提携を発表し、共通プラットフォームやヨーロッパ統合株価指数の開発を試みたが、結局は主導権争いから実現しなかった。一九九九年五月にはドイツ取引所が国際中央証券保管機関であるセデルを取り込み、二〇〇〇年三月にはパリ取引所がアムステルダム取引所とブリュッセル取引所を取り込んで統合取引所ユーロネクストの設立計画を明らかにしたことを受け、二〇〇〇年五月にはドイツ取引所との合併、ナスダックとの提携を発表したが、株主の反対とOMグループからの敵対的買収を受け、二〇〇〇年九月には合併・提携計画を撤回している。この結果、ケイシー最高経営責任者が辞任し、ロンドンの独立性を維持した形での戦略の策定を迫られていた。ライバルであるドイツ取引所やユーロネクストがデリバティブ取引所や決済機関を傘下におさめているのに対して、ロンドン証券取引所はこれまでオポジション取引や決済業務を手放す方向できただけに、独立性を維持するという点からはLIFFEとの関係が極めて重要になり、LIFFEのウィリアムソン会長を最高経営責任者として迎えるという選択肢も取り沙汰されていた。二〇〇一年二月にロンドン証券取引所の最高経営責任者に就任したファース女史はLIFFEの元副会長であり、LIFFEのウィリアムソン会長とも親しく、最高経営責任者への就任がロンドン証券取引所とLIFFE

の関係改善を目的としているとも噂されていた。就任の際にロンドン証券取引所の上場の可能性を口にしたファース最高経営責任者は二〇〇一年七月に上場を実現し、上場の際には今後は買収も辞さないという姿勢を示していた。⁽¹⁷⁾そして、L I F F Eへの働きかけが強まり、今回の買収提案が持ち上がったと考えれば話は筋が通っている。ロンドン証券取引所からすればロンドンの独立性を守ってライバルと対抗していくにはL I F F Eとの提携・合併は最重要課題であつたはずであるが、L I F F Eがロンドン証券取引所による買収に同意せず、ホワイトナイトを求める形で他からの買収提案を要請したことから明らかのように、L I F F Eはロンドン証券取引所との関係強化を必ずしも最重要課題とは考えてはいなかつた模様である。

かつてウィリアムソン現会長が会長を務めていた一九八七年にもロンドン証券取引所によるL I F F Eの買収計画が持ち上がったが、一九八二年に開設された新参者のL I F F Eはロンドン証券取引所に呑み込まれてしまふことを恐れて提案を拒否した経緯がある。その後、L I F F Eは一九八八年にドイツ国債先物、一九八九年にユーロマルク金利先物を導入し、外国商品を主力として急拡大を遂げることになった。しかし、一九九七年からはドイツ国債先物がフランクフルトのD T B（現ユーレックス）に流出して経営危機に陥り、一九九八年にウィリアムソン会長が復帰してフロア取引から電子取引への移行を決断した。⁽¹⁸⁾二〇〇〇年にL I F F Eは二年ぶりに黒字転換の見通しがつき、ウィリアムソン会長に対するシテイの評価は高まり、二〇〇〇年秋にはウィリアムソン会長がロンドン証券取引所の最高経営責任者に就任することに対する期待が高まっていたのである。ただし、窮地に追い込まれたロンドン証券取引所とL I F F Eが合併するという構想については、二〇〇〇年秋の時点でL I F F Eコネクトを提供することで技術提携はできるが、合併自体には反対という姿勢をウィリアムソン会長自身が表明していた。

この背景にはロンドン証券取引所とドイツ取引所の一九九八年の戦略的提携、二〇〇〇年の合併計画があり、いずれもロンドン証券取引所はL I F F Eには全く根回しもなく、頭越しにドイツ取引所との交渉をおこなったことがL I F F Eのロンドン証券取引所に対する不信感を招いていた。というのも、ドイツ取引所の傘下には世界最大のデリバティブ取引所となったユーレックスがあり、英独連合が成立した場合にはL I F F Eはいずれも蚊帳の外におかれることになっていたかもしれないからである。

今回はロンドン証券取引所からの買収提案はL I F F Eやウイリアムソン会長とも関係の深いファースト最高経営責任者が仲介することにより、L I F F E側にある長年のロンドン証券取引所に対する不信感が払拭されるのではないかという見方もあったが、ウイリアムソンL I F F E会長にロンドン証券取引所の副会長、フリードバーグL I F F E最高経営責任者にロンドン証券取引所の次席最高責任者のポストを用意するという、実質的には経営権を奪つことになる形でしか買収提案がおこなわれていなかった模様であり、L I F F Eの取り込みが当面の最重要課題であるはずのロンドン証券取引所側の配慮の足りなさがうかがわれる。また、人間関係や組織同士の関係を抜きにしてもL I F F Eはすでにイギリスもののデリバティブ取引を独占しており、ロンドン証券取引所の傘下に入るメリットは見当たらない。L I F F Eコネクトをロンドン証券取引所が採用するという形であればL I F F E側にもメリットがないわけではないが、ロンドン証券取引所は面子にこだわり、新たな電子取引システムを共同で開発するという提案しかしていなかった模様である。

これに対して、ユーロネクストはL I F F Eコネクトをデリバティブ部門で採用するだけでなく、デリバティブ部門をL I F F Eの下に移すことも辞さずという提案をかつておこなっており、L I F F Eは劣せずしてフランス、オランダ、ベルギーのデリバティブ市場を獲得することになるのであるから、比較のしようがない。パリ

取引所を中心とするユーロネクストは国際金融市場としてのロンドンやヨーロッパ中央銀行のお膝元であるフランスフルトに対する劣勢は十分に認識しており、参加者に対するインセンティブの提供を常に考慮してきた。パリ取引所はアムステルダム取引所を取り込むために、持ち株会社をオランダで設立し、監査役会会長にオランダ人を据え、次期最高経営責任者にメラニー元アムステルダム取引所会長（現ユーロネクスト最高業務責任者）に予定している。また、国際中央証券保管機関であるユーロクリアを取り込むためにはフランスの中央証券保管機関であるSICOVAMをユーロクリアの子会社（ユーロクリア・フランス）とし、オランダの中央証券保管機関であるNECIEGEF、ベルギーの中央証券保管機関であるCIKもユーロクリアの子会社とする計画を進めている。今回のLIFFEに対するデリバティブ部門の移管もこうしたこれまでの方針の延長上にあり、ドイツ取引所との対抗上、ユーレックスに匹敵するデリバティブ市場を獲得するために五億五五〇〇万ポンドという買収金額を含めて大幅な譲歩をしたものと考えられる。

他方、LIFFE買収にさほど積極的には見られなかったドイツ取引所でさえ、国債関連商品を除くデリバティブ部門のLIFFEへの移管を提案していた模様であり、ロンドン証券取引所に比べればLIFFEにとって魅力的であったと考えられる。ただし、世界最大のデリバティブ取引所であるユーレックスは独自の電子取引システムを持っており、LIFFEのEURIBOR先物を獲得するだけでなくLIFFEコネクトを採用したり、多額の資金を支出することには躊躇があった模様で、一〇月二五日のプレゼンテーションにザイフェルト最高経営責任者が出席しなかったことからもそのあたりはうかがえる。LIFFEの買収はヨーロッパにおけるデリバティブ市場の独占をもたらすことになるが、それだけではザイフェルト最高経営責任者が目指すヨーロッパの株式市場の統合はもたらされないからである。

4 ユーロッパ株式市場統合への影響

一〇月二十九日、ユーロネクストによるLIFFE買収合意が成立した後にロンドン証券取引所はプレスリリースを発表し、ロンドン証券取引所の買収提案価格が現金一ポンドと新株約七ポンド、計約一九ポンドであったことを明らかにした。そして、ファースト最高経営責任者は、「われわれは株式とデリバティブをはじめて単一プラットフォームで取引するという骨太のビジネスプランを提案した。LIFFEがわれわれの野心的なビジョンを共有しないということに驚かされている」と述べ、クルックシャンク会長は、「ロンドン証券取引所は強力な成長ビジネスを要するヨーロッパ最大の証券取引所であり、組織面でも企業買収面でもビジネスの範囲と規模を拡大する新たな機会を追求していく」と述べていた。⁽¹⁹⁾

ロンドン証券取引所は二〇〇〇年九月にOMグループから買収提案を受けた際に過大評価されている株式を含んでいることを批判していた。そして、二〇〇二年七月の上場の際には新規株式売り出し(IPO)をおこなわず、資金が必要になれば柔軟に資金調達をおこなうと述べていた。それにもかかわらず、LIFFEの買収提案に株式を含め、全額現金で買収するために追加資金を株主に求めなかったことに対しては批判が噴出している。⁽²⁰⁾ 今回の買収はロンドン証券取引所にとってどうしても成功させなければならないものであった。これが失敗した以上、次の買収対象はロンドン証券取引所自身であるという見方も広まっている。⁽²¹⁾ そして、IPO資金を温存しているドイツ取引所がロンドン証券取引所に対して買収を仕掛けるのではないかという観測も出始めている。⁽²²⁾

今回の買収失敗がロンドン証券取引所にとって大きな痛手であることは明らかである。しかし、LIFFEにとってはロンドン証券取引所に買収されるよりも好ましい結果であり、シティ全体にとってもかならずしも悪い結果とは限らないという見方も少なくはない。LIFFEの主力商品はEURIBOR先物であり、ユーロ導入

国との関係を強化することはシティのビジネスの広がりを期待できる。シティのビジネス全体がヨーロッパ関連ビジネスへ傾斜してきており、ロンドン証券取引所でも外国株取引が国内株取引を上回り、その四分の三はヨーロッパ諸国の株式取引である。イギリス政府がユーロ導入を躊躇している間にもユーロ関連ビジネス自体は拡大している。ロンドン証券取引所もこのことをいち早く意識してヨーロッパ株式市場統合への取り組みを進めてきた。もはやシティ大合同というような国益まがいの議論に惑わされる必要はないのであろう。

他方、ユーロネクストも生き残りをかけて参加者の取り込みに余念がない。ユーロクリアに続いてLIEFFEを取り込んだことによつて、もはやユーロネクストの存在はヨーロッパ株式市場統合にとつて無視できないものとなつた。ユーレックスとクリアストリームを傘下に持つドイツ取引所に並ぶことになつたわけである。

それではロンドン証券取引所はどうなるのであろうか。シティという地の利を持ちながら提携・合併戦略ではドイツ取引所とユーロネクストに遅れをとつていないことは否めない。ドイツ取引所やユーロネクストとの交渉力を高めるために提携・合併を進めるとすれば、次の最有力候補はスイス取引所である。スイス取引所はバーテックスに出資し、主力銘柄の取引をすでにロンドンに移している。⁽²³⁾バーテックスあるいはスイス取引所本体との提携・合併により、交渉力を高めるといふのが順当な戦略であらう。しかし、スイス取引所は自らが開発した電子取引システムEBSに誇りを持っており、LIEFFEの場合と同じように新取引システムの開発という提案を受け入れるかどうかは明らかではない。ロンドン証券取引所はユーロネクストのようになんらかの譲歩をせざるをえないことになるだろう。また、ヨーロッパの外に目を転じればロンドン証券取引所に対して好意的なナスダックとの関係を強化し、ナスダック・ヨーロッパを取り込むということも考えられよう。さらに、二〇〇一年四月にヨハネスブルグ証券取引所と電子取引システムの提供で交わした提携計画があり、これに従来からロンドン

証券取引所への働きかけを続けているオーストラリア証券取引所を取り込むということも考えられる。そして、オーストラリア証券取引所とシンガポール取引所の電子取引・決済リンク計画を通じてシンガポール取引所を取り込み、ひいては香港取引所にもネットワークを広げるといふ旧大英帝国ネットワーク構想もありえないわけではない。

ヨーロッパの株式市場統合という点では、イギリス、ドイツ、フランス/オランダの株式市場が何らかの形で統合されることこそがその核心であり、単一の取引システムということに拘る必要はかならずしもないであろう。アメリカではニューヨーク証券取引所とアメリカン証券取引所、ナスダックとECNはいずれも異なる取引システムで取引しているにもかかわらず、単一の取引システムを導入しようという動きは生じていない。国益やプライドといったものがヨーロッパの株式市場統合を妨げている最大の要因であり、一人勝ちする仕組みではなく、共存できる仕組みの速やかな導入こそが目指されるべきであろう。

注

- (1) LIFFE, "LIFFE receives approaches," *Press Release*, 28 September 2001 (<http://www.liffe.com/press/releases/010928.htm>)
- (2) "London stock market weighs bid for LIFFE exchange," *Reuters*, 28 September 2001
- (3) James Moore, "LSE offer starts Liffe auction," *The Times*, 29 September 2001
- (4) Braden Reddall, "LSE bid value LIFFE at 13-14 stg/share - source," *Reuters*, 1 October 2001 Sophy Tonder, "Euronext hires advisors, prepares LIFFE bid - source," *Reuters*, 2 October 2001
- (5) Richard Wachman, "Euronext to spark Liffe bidding war," *Observer*, 7 October 2001 (<http://www.observer.co.uk/business/>)

- story/0,6903,564505,00.html)
- (9) LIFFE, "LIFFE Board invites presentations from interested parties," *Press Release*, 16 October 2001 (<http://www.liffe.com/press/releases/011016.htm>)
- (7) Vincent Boland and Charles Pretzlik, "Deutsche Borse joins race to acquire Liffe: Europe's three largest stock exchange operations likely to compete for the London derivatives market," *Financial Times*, 18 October 2001
- (8) Sophy Tonder, "D. Boerse to be third bidder for LIFFE - sources," *Reuters*, 18 October 2001
- (6) Vincent Boland, "LSE-LIFFE trading system planned: London Stock Exchange to build joint platform if its bid for futures operator is successful," *Financial Times*, 24 October 2001, Chris Hughes, "Liffe board summons rival bidders," *The Independent*, 24 October 2001, "Furse to steal a march in Liffe bid battle," *The Daily Telegraph*, 24 October 2001, "Euronext to move derivatives action to London - paper," *Reuters*, 24 October 2001
- (5) "Outlook: Battle for Liffe," *The Independent*, 25 October 2001
- (4) "London stock market raises stakes in LIFFE auction," *Reuters*, 25 October 2001
- (3) "London stock market raises stakes in LIFFE battle," *Reuters*, 25 October 2001
- (2) "Liffe board divided over competing takeover offers," *The Independent*, 26 October 2001
- (1) EuronextSupervision, "Euronext NV: Suspension and resumption of trading," *News*, 29 October 2001 (http://www.euronext.com/print/en/euronext_org/news/announcements/news.jsp?id=1218&lang=EN), "Euronext suspended pending statement," *Reuters*, 29 October 2001 (<http://uk.news.yahoo.com/011029/80/cdbrch.html>)
- (15) Euronext and LIFFE, "Recommendation Cash Offer for LIFFE (Holding) plc by UBS Warburg on behalf of Euronext NV,"

- News, 29 October 2001 (http://www.bourse-de-paris.fr/en/news7/pdf/pr2910_en.pdf), "Analyst presentation," *Presentation Slide*, 29 October 2001 (<http://www.bourse-de-paris.fr/en/pdf/slideshow.pdf>)
- (16) ユーロネクストにおけるLIFFFEへの参加要請については、拙稿「ユーロネクスト〜三つどもえ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。
- (17) ロンドン証券取引所の上場に至るまでの経緯については、拙稿「ロンドン証券取引所の株式上場」(本誌一五九八号、二〇〇一年九月)を参照。
- (18) LIFFFEの変遷については、拙稿「LIFFFEの反撃〜LIFFFEコネクと大口取引施設」(本誌一五七〇号、一九九九年五月)を参照。
- (19) London Stock Exchange, "London stock exchange notes Euronext's offer for LIFFE," *Press Release*, 29 October 2001 (<http://www.londonstockexchange.com/press/releases/30-10-01.asp>)
- (20) Vincent Boland, "Failure to achieve victory puts LSE in the line of fire: Vincent Boland analyses City reaction to the exchange's performance as it faced its first big test under Clara Furse," *Financial Times*, 31 October 2001
- (21) Steve Slater, "Focus - LSE loses, but London wins in LIFFE takeover," *Reuters*, 30 October 2001
- (22) Peter Wuebben and Marius Bosch, "Deutsche Boerse seen mulling London tie-up revival," *Reuters*, 30 October 2001
- (23) スイス取引所とバーテックスについては、拙稿「バーテックス〜ヨーロッパ第三の道」(本誌一五八六号、二〇〇〇年八月)、ナスダック・ヨーロッパとバーテックス〜ヨーロッパの新たな試み」(本誌一五九六号、二〇〇一年七月)を参照。

(よしかわ まさひろ・主任研究員)

中国の外資導入における経済技術開発区の役割

（天津経済技術開発区の紹介を中心に）

王 東明

1 はじめに

二〇年余り前に、中国の「改革開放」政策が実施されると同時に、外資導入のため、对外政策の窓口および国内経済体制改革の実験場として五つの経済特区が指定された。一九七九年七月から一九八〇年一〇月までに、まず深圳、珠海、汕頭（スワトウ）、廈門（アモイ）の四地域に設置され、一九八八年四月に、海南島も経済特区として指定された。この五つの経済特区は「技術の窓口、管理の窓口、知識の窓口、对外政策の窓口」という對外窓口の役割を果たし、外資導入および海外の技術・管理経験の吸収に成果をあげた。

経済特区の波及効果およびその政策の延長線上で、一九八四年から中国政府は大連、秦皇島、天津などの沿海地域を中心に、一定の範囲を指定して経済技術開発区を設置し、開発区内の外資系企業（特に生産の輸出企業）に対して、経済特区並みの優遇政策を実施することに踏み切った。今まで計三回、四九カ所で「国家クラス」の経済技術開発区が創設された。また、現在経済技術開発区の地域の分布は、沿海地域は二九カ所、内陸部（中部、西部）は二〇カ所である。各地方政府も地方税の免除などの様々な名目で経済開発区を設置し、一時的に「開発区」ブームになった。例えば、一九九三年三月、全国で設置されている「開発区」は計九、〇〇〇カ所以上、占

有地は一万五千平方キロメートルになり、「開發区」の乱立とも指摘されている。それを受けて、一九九三年四月、國務院は「各種開發区の厳格な審査認可と整頓に関する通知を公布し、開發区の開設に厳格な規制を実施した。⁽²⁾ 開發区の他、現在までに、一五カ所の保税區、一四カ所の边境經濟合作区、一五カ所の輸出加工区も設置された。

しかし、「國家クラス」の經濟技術開發区は經濟特区以外の地域で、外資系企業の投資「基地」となり、各地の經濟發展の新たな「成長源」として重視され、周辺地域にもデモンストレーション効果をもたらしている。なかでは、特に天津經濟技術開發区は、現在中国最大規模の外資系企業であるモトローラ（中国）電子有限公司などの外国大企業の投資誘致に力を入れ、一六年余りで廃業された塩田から全国最大規模の經濟技術開發区までに發展したことが注目されている。

小稿では、天津經濟技術開發区の發展狀況を紹介し、經濟技術開發区の役割および外資導入政策をみることにしよう。

2 天津經濟技術開發区の基本狀況

天津經濟技術開發区（以下TEDAと略称）は、一九八四年二月六日に國務院の承認を得て創設された經濟特別区であり、外資系企業に対して優遇政策を採る經濟地域である。TEDAは天津市近郊の中国北方最大の港である天津新港の近くにあり、以前は塩田であった。TEDAの総面積は三三平方キロメートルで、うち金融・貿易・生活区と工業区はそれぞれ八平方キロメートル、二五平方キロメートルである。また、TEDAは今後の發展のため、開發区以外の所に、天津開發区化学工業区、天津開發区逸仙科学工業園および天津開發区マイク口

エレクトロニクス工業区という三つの子区を設置し、子区の範囲内にも開発区の優遇措置を享受する。

この三つの子区について、化学工業区では、その開発予定面積は一〇平方キロメートルであり、主に海洋化学工業、石油化学工業、および精密化学工業などの化学工業プロジェクトを中心に発展してゆく工業区である。逸仙科学工業園は化学工業区と同じ開発予定面積（一〇平方キロメートル）であり、主に電子工業やハイテク産業を重点に開発する。そして、工業区では、初期の開発予定面積は一・八平方キロメートルで、マイクロエレクトロニクスを中心に発展する工業区になる。このように、TEDA以外の場所で、化学、電子・マイクロエレクトロニクスおよびハイテク産業を重点的に育て、開発区を拡大することになっている。

現在、TEDAの発展状況は表1が示すように、二〇〇〇年の国内総生産（GDP）は二五六億元、輸出は三一億米ドルを超え、インフラ投資は八億元になった。また一六年間の累積インフラ投資は九四億元に達している。

そして、二〇〇〇年工業製品の売上は七二七・四三億元、前年比二〇・九%増、うち外資系企業の売上は七〇四・九七億元、前年比二一・五%増になっている。

二〇〇〇年に実現した利税額は一一三・四一億元、前年比六五・三%増と大幅に増えている。うち利潤額（正負バランス後）は七五・三七億元、前年比六二・四%増、税収は三八・〇四億元、前年比七一・七%増になっている。

表1 天津経済技術開発区の基本状況

年	国内総生産 (億元)	輸出 (億米ドル)	インフラ投資 (億元)
1996	131.01	14.50	11.94
1997	153.63	20.04	16.55
1998	180.11	20.81	15.31
1999	208.45	25.54	10.38
2000	256.44	31.08	8.11

(出所) 天津経済技術開発区発展計画局『天津経済技術開発区発展報告(2000)』より作成。

表2 天津経済技術開発区の業種別外国直接投資額（2000年）

項目	直接投資額（億米ドル）	比率（％）
電子・電気	51.07	38.2
食品	12.29	9.2
機械	9.29	6.9
化学工業	7.20	5.4
製薬	4.38	3.3
その他	49.64	37.0
合計	133.87	100.0

（出所）天津経済技術開発区発展計画局『天津経済技術開発区発展報告（2000）』より作成。

その他、財政収入は九九年の三一・六六億元から二〇〇〇年の四九・五三億元までに増加し、前年比五一・七％増えた。開発区の就業人数は一九万人を超えている。

3 外資導入の状況

TEDAの外資導入の状況については、二〇〇〇年末現在、少なくとも六四の国・地域の三、三一五社の外資系企業は開発区内に投資し、プロジェクト投資総額は一四九・七億米ドルになった。累積投資額（契約ベース）は一二四億米ドルを超え、実質ベースは六七億米ドルに達している。そのうち、投資額が一、〇〇〇万米ドルを超える企業は二一六社、一億米ドルを超える企業は一社になっている。また、外資系企業は主に電子・電気（約四割）、食品、機械

および製薬などの業種に投資している（表2）。国・地域別の投資額をみれば、米国が最も多い投資国となっている。その次に、香港、韓国、バージン諸島（イギリス領）および日本などの国・地域は比較的投資額が多い（表3）。特に、米国のモトローラ（中国）電子有限公司は、最初の一・二億ドルの投資額から、現在までに追加的投資額が三〇億ドルに達し、全国最大規模の外資系企業になった。現在、同社の年間利益は約五〇億元（六億米ドル）、中央・地方政府に納めた税金も約五〇億元になっている。モトローラ社の影響で、米国（Lucent Technologies, Emerson Electricなど）、韓国（三星、現代グループなど）および日本（松下電気、ヤマハなど）などの電子・電気メーカーもTEDAに投資した。現在、開発区は携帯電話、半導体などの生産基地になりつつあ

り、「中国携帯電話の都」とも称するようになってきている。例えば、今年の上半期に、天津市の電子産業の売上は二四四・八億元、利益は二五・三億元に達し、利益の九八％はTEDAから得ている。なかには、特にモトローラ社の貢献度が高いであろう。

4 モトローラ（中国）電子有限公司の苦情処理

モトローラ社の中国投資は、外資系企業の成功モデルとして他の外資系企業に一定の波及効果をもたらしていると考えられる。同社がスムーズに生産規模を拡大し、利益を計上していることは、当時のTEDA管理委員会主任の葉迪生氏（九二年から天津市副市长、現在全国僑聯副主席、天津市政府対外経済顧問）のサポートと密接に関連していると報道されている。³⁾ 葉氏は電子工学を専攻しているエンジニアであり、国有企業の工場長を経て、八四年一二月にTEDAを創設したときの管理委員会の初代主任に任命された。

開発区は創設当初、天津市の近郊に廃業された塩田だけを有し、政府投資がゼロ元の下で、四〇名のスタッフで少額の銀行融資（中央政府から三・七億元の低利ローン、天津市から四〇万元の給与支払金）から運営スタートした。このような投資環境、特にインフラ整備が他の開発区と比べると、あまり有利ではない状況の下で、

表3 天津経済技術開発区の国別累積投資額（契約ベース、2000年）

国・地域	直接投資額（億米ドル）	比率（％）
米国	40.93	36.6
香港	16.72	15.0
韓国	12.56	11.2
バージン諸島（イギリス領）	7.90	7.1
日本	6.17	5.5
シンガポール	3.66	3.3
カイマン群島	3.49	3.1
台湾	3.34	3.0
イギリス	2.79	2.5
デンマーク	2.27	2.5
その他	11.52	10.2
合計	111.35	100.0

（出所）天津経済技術開発区発展計画局『天津経済技術開発区発展報告（2000）』より作成。

「投資プロジェクトは生命線だ」、「投資者は帝王だ」という言葉で開発区のスローガンとして打ち出し、外資の誘致と行政サービスに力を入れている。葉氏は開発区管理委員会の主任に着任した後、自分が熟通している外国の電子メーカーの投資誘致に懸命に走っている。特に、モトローラ社の投資交渉は難しかった。同社との交渉は五年間かかり、葉氏だけは計八回を米国に渡って交渉し、結局交渉成立に成功した。同社最初の一・二億米ドルの投資額は当時中国最大の外資プロジェクトとなった。

外資を導入して、現地化生産が始まると、様々な労資関係および外国と異なる社会的慣習に関する苦情を発生するのは当然なことであり、開発区管理委員会はこのような苦情処理に一生懸命努力している。特に、モトローラ社は一六億米ドルの半導体工場に追加投資する際、トラブルが発生した。これは新しい工場の生産ランを稼働するため、工場側は一二〇名の中国人エンジニアを選んで米国に技術研修させ、三、四年間の研修期間を終了したとき、一部の研修生は米国で結婚したり、子供を生んだりすると、天津の工場に戻りたくないというトラブルが発生した。この際、もし一部の研修生が帰国しないと、工場の生産ランは予定通りに稼働できなくなるといふ事態が発生する。その際、葉氏は米国に飛び、自分の人生経験や愛国心をもって、モトローラ側の説得に応じたかった研修生たちを懸命に説得し、また工場との労働契約を満期した後の出国自由を保証するかたちで、研修生全員を帰国させ、生産ラインを計画通りに稼働させたことで話題を呼んでいる。

その意味で、外資導入に関しては、税金、土地使用料などの外部投資環境はもちろん重要であり、以上のような労資に関するトラブルが発生したときの苦情処理および行政側のサービス・サポートも欠かせないと考えられる。

5 外資系企業の優遇措置

「国家クラス」の経済技術開発区は外資系企業に対して、法人所得税や土地使用料などの面において、基本的には経済特区とほぼ同じような優遇措置を採っている。例えば、一九九四年までに、大中型国有企業に対して、法人所得税率は五五％を徴収したが、外資系企業に対しては三三％という税率で徴収している。うち地方所得税の部分（三％）が免除されることが多いため、実際の税率は三〇％になっている。さらに、経済特区と経済技術開発区の外資系企業（経済技術開発区なら製造企業など生産型企業に限る）に対しては、一五％の法人所得税率を設定している。そのうち、経営期限が一〇年以上の生産型外資系企業については、また「一免三減」（利益が出た最初の二年間は免税、その後の三年間は税金半減）の優遇措置を採っている。輸出型企業と認定された外資系企業については、一定の条件を満たす場合、免税期間を過ぎても引き続き一五％の法人所得税率が適用される。経済特区と経済技術開発区の外資系企業に対して、法人所得税率は一〇％に低減される。また、先進技術企業で、免税期間を過ぎても同じ業務内容である企業に対しては、三年間まで七・五％の税率を延長して法人所得税率を納めることができる。⁽⁴⁾

また、天津経済技術開発区は再投資の外資系企業に対して様々な優遇および土地使用料の一般公表価格の三割低価で購入できるなどの措置を採っている。⁽⁵⁾

以上のように、経済技術開発区は、外資系企業に対して経済特区並みの優遇措置を採っている。開発区以外の地域と比べるとかなり有利な投資条件であることがわかる。

6 むすびにかえて

今年五月までに、既に三七万社以上の外資企業は中国に投資し、実質ベースで累積対中直接投資額は三、六〇〇億ドルを超え、中国は「世界の工場」になりつつあると報道されている。特に、今後大きな市場に成長すると予測される情報産業（中国の携帯電話は一・二〇六億台、米国を超える）に対して、以上紹介した天津経済技術開発区に大規模な投資をしたモトローラなどの外国の大企業は関心度が高い。また、近年、多くの日本電機メーカーも生産ラインを中国に移転し、国内産業の「空洞化」現象をもたらし、雇用は深刻な問題になっている。

以上みてきたように、経済技術開発区は経済特区以外の地域で外資導入に大きな役割を果たしたが、一方、大量の外資系企業は経済特区や経済技術開発区に経営活動をする、様々な優遇措置を享受し、中国の国内企業に対して、競争の不等等が起こっている。最近、国内企業は外資系企業に対して、内国民待遇をするように訴えている。特に、中国のWTO加盟後は、外資系企業に対する優遇措置をどうするかが重要な課題になるであろう。また、天津経済技術開発区の外資導入の現状をみる限り、同開発区は大企業の誘致に力を入れ、外国の中小企業の受け入れに関心が薄く、今後経済の新たな「成長源」として中小外資企業の導入にも一定の配慮が必要になるのではないかと思われる。

注(1) 鄧小平の言葉。朴貞東『経済特区の総括』新評論、一九九六年、二六ページを参考。

(2) 中央政府が承認した四九カ所の「国家クラス」の経済技術開発区のうち、上海浦東新区、蘇州工業園区および大樹開發区の三カ所は「経済技術開発区」の名称としていないが、経済技術開発区の政策を実施している。劉佩瓊編（上原一慶監訳）『中国経済全情報』同朋舎出版、一九九五年、<http://www.moftec.gov.cn/>を参照。

(3) 孟曉雲「不変的情懷 記全国僑聯副主席、天津市政府対外経済顧問葉迪生」『人民日报（海外版）』二〇〇一年八月三

一日を参照。

- (4) T E D A 『天津経済技術開発区投資マニュアル』、海老名誠・伊藤信悟・馬成山『W T O 加盟で中国経済が変わる』東洋経済新報社、二〇〇〇年を参考。
- (5) T E D A 『天津経済技術開発区投資マニュアル』を参考。
- (6) 『人民日报（海外版）』二〇〇一年六月十五日。
- (7) 『人民日报（海外版）』二〇〇一年九月二日などを参考。

参考文献

- (1) 天津経済技術開発区発展計画局『天津経済技術開発区発展報告（二〇〇〇）』。
- (2) T E D A 『天津経済技術開発区投資マニュアル』。
- (3) 孟曉雲「不変的情懷 記全国僑聯副主席、天津市政府対外経済顧問葉迪生」『人民日报（海外版）』二〇〇一年八月三一日。
- (4) 二〇〇一年八月の天津経済技術開発区の訪問記録
- (5) 劉佩瓊編（上原一慶監訳）『中国経済全情報』同朋舎出版、一九九五年。
- (6) 朴貞東『経済特区の総括』新評論、一九九六年。
- (7) 海老名誠・伊藤信悟・馬成山『W T O 加盟で中国経済が変わる』東洋経済新報社、二〇〇〇年。
- (8) <http://www.teda.gov.cn/>
- (9) <http://www.moftec.gov.cn/>

(おつ) とつめい・主任研究員)

CPのペーパーレス化（2）

福本 葵

1 はじめに

二〇〇一年五月二四日、コマールシャルペーパー（以下、CP）のペーパーレス化を規定した法案である「短期社債等の振替に関する法律案」が提出され、六月二〇日、衆参両議院での審議が終了、可決された。この法律は、二〇〇一年六月二七日に公布された。施行は、二〇〇二年四月一日となっている。これによって、日本の証券の中で初めて本格的な不発行化（dematerialization）が行われることとなる。法案によって定められたのは、CPのみであったが、社債についても、二〇〇三年春までにペーパーレス化される方針が定まった。

ペーパーレス化によってCPの決済期間は短縮化されるであろう。短縮化が進むと、CPは発行企業にとってより機動的で柔軟な利便性の高い短期資金調達手段となることが予想される。CPは当座預金を補充、代替する資金調達手段となりうる。高格付けの事業会社は、銀行からの当座借入に依存することなく、自ら市場を通じて、機動的な借入が可能となる。CP決済の合理化は、CP市場の発展に資するものである。

前稿では日本におけるCP市場がどのように開設されたか、現行法において、CPは法的にどのように捉えられているかについて考察した。続いて本稿では、現在のCPの発行、流通、決済制度はどうなっているか、これらの制度にはどのような問題があるか、法律施行後の新しいCPの決済制度はどのようなものであるかについて考察する。

2 C Pの発行、流通、決済制度

(1) 現行のC Pの発行市場

券面発行手続

現在のC Pは「法人が事業に必要な資金を調達するために発行する約束手形のうち、内閣府令で定めるもの」(証券取引法第二十八条)と定められており、さらに、証券取引法第一条に規定する定義に関する総理府令第一条において、「証券取引法第二十一条第一号第八号に規定する総理府令で定めるものは、当該法人の委任によりその支払いを行う次に掲げる金融機関が公布した「C P」の文字が印刷された用紙を使用して発行するものとする。」とされ、C Pの券面発行が義務づけられている。C Pの券面には、約束手形文句、支払約束文句、手形金額、満期、支払地、受取人、振出地、振出人の署名等、手形法七五条に規定されている事項を記載しなければならない。

発行方法

i 直接発行

C Pの発行方法には、直接発行とディーラー発行の二通りがある。直接発行は発行会社や銀行を通じず、直接投資家向けに発行する形態である。一方、ディーラー発行は間接発行とも言われ、発行会社が証券会社や銀行を通じてC Pを発行する形態である。従来、日本においては、ディーラー発行が行われており、直接発行は行われてこなかった。これはC P発行時の印紙税の軽減措置に原因がある。この軽減措置は、C Pの印紙税を券面一枚あたり五千円とするものであり、一九九〇年四月から行われている。これが、ディーラー発行のみをその対象と

しており、直接発行を対象としていなかった。直接発行の場合、発行一枚当り発行額一〇億円超で二〇万円、一億円で二万円の税負担がかかることとなっていた。そのため、直接発行は法律的に禁じられてはいなかったが、費用負担が大きく、事実上行われてこなかった。直接発行が事実上可能となったのは、一九九八年四月以降である。経済界の要望により、大蔵省（当時）は一九九八年四月から、直接発行についても、発行一枚当たりの税負担を一律五千円に引き下げたためである。

ii デイリー発行の方法

デイリー発行の場合、発行会社はデイリーと契約を結び、発行額や期間、利回り等の発行条件を決定する。発行条件が決まると、発行会社はCPの券面をデイリーに公布し、デイリーは発行代り金を発行会社の指定する支払銀行内にあるCP決済専用口座に振り込む。また、CP発行の際には、バックアップラインという銀行からの借入枠を設定することがある。これは、CP償還時に資金不足となった場合に借入できるようにしておく枠である。バックアップラインを設定する場合には、発行会社はバックアップラインを設ける銀行（バックアップ銀行）と契約を結ばなければならない。CP発行時には、発行会社およびデイリーから発行される旨がバックアップ銀行に通知される。

デイリー発行の場合、CPは一旦デイリーによって買い取られる。デイリーは買い取ったCPを投資家に販売する。多くの場合、CPの券面そのものは、デイリーによって保護預りされ、投資家には預り証が交付される。

(2) CPの流通市場および決済制度

金融機関、証券会社、短資会社など発行市場におけるディーラーが、流通取扱業者になっている。ディーラーは、新発・既発CPを投資家または流通業者と売買し、流通業者は、発行企業から直接もしくはディーラー経由で、自己勘定で購入したCPを取引する。

CPの決済は、券面上に支払場所として記載されている銀行（支払銀行）において行われる。投資家がCPの券面を保持している場合は支払銀行に直接当該CPを提示して、支払を受けることができる。支払銀行以外の銀行に券面を持ち込んで手形交換制度を通じて支払を受けることができる。ディーラーが保護預りしている場合、ディーラーが券面を呈示して支払を受ける。

(3) CP発行の規制緩和

一九八七年一月二〇日、国内のCP発行が解禁されて以来、様々な制度改革がなされた。大きな規制緩和は、一九九八年六月の大蔵省通達の廃止であり、これによって、適格基準や数値基準が廃止された。現在では、ノンバンクを除いて特段の発行基準は科されていない。また、当初、社債と区別するために設定されていた期間や額面の制限も一九九八年六月の大蔵通達の廃止によって撤廃された。さらに、先に述べたように、当初はディーラー発行方式のみが採用されていたが、一九九八年四月の税制改正によって、直接発行も事実上可能となった。

(4) CP決済制度の問題点

一九八七年に開設された日本のCP市場は、九〇年には十五兆円を超える市場に成長した。しかし、その後は、

一〇兆円から一四兆円の間で横這いを続けている。これは、アメリカにおけるCP市場規模の一〇分の一程度である。このような伸び悩みが見られる主な理由は券面の存在であるとし、「CP利用の促進には、発行段階からのペーパーレス化を進め、発行・流通市場を整備することが急務である。」とする指摘が経団連からなされた。¹⁾

先に述べたように、現行法では、CPは約束手形として捉えられており、券面の発行は、約束手形の要件となつている。券面の発行手続には、時間と費用を必要とし、迅速で円滑な決済の妨げになつている。また、ディーラー発行の場合は、CPの券面をディーラーに引き渡した後に資金が振り込まれる。通常、券面はディーラーの保護預りであるケースが多いが、投資家に手渡される場合もある。ディーラー・投資家間の券面移転にも時間や事務コストがかかる。移転の際の盗難や紛失のリスクも無視できない。さらに、ディーラー保護預りの場合に投資家に発行される預り証は法的根拠が明らかではない。発行の際、一枚五千円かかる印紙税の負担についても軽視できないとする。また、世界的な標準とされ、実現が望まれているDVP (delivery versus payment) も券面が移転する形態の決済では困難である。

3 CPのペーパーレス化に関する議論

CPのペーパーレス化の要請は、まず、産業界から発せられた。日立製作所、三井物産、新日本製鐵、トヨタ自動車、東京電力など大手企業から組織される「企業の資金調達円滑化に関する協議会」は、平成一〇年九月一八日、大蔵省(当時)に「CPの発行・流通市場の改善について」と題する要望書を提出した。この中で、要望内容として、「短期金融マーケットにおいて中心的役割を担うべきCP市場の活性化のために、機動的・効率的な発行・流通を安全にかつ円滑に行えるよう、CP発行・振替決済システムを構築するとともに、ペーパーレス

化等の法律改正を行う。「ことをあげている。

また、平成一〇年二月二二日、経団連に「ＣＰペーパーレス化検討ワーキング・グループ」設置された。平成一一年三月三〇日には、「規制緩和推進三か年計画（改定）」において、「券面を必要としないＣＰの発行、移転、償還等の在り方について、実現するための立法措置を含め、関係団体等の参加を得つつ、早期に検討を開始し、早期に結論を得る。」（一一年度検討結果取りまとめ）^{（一）}という内容が閣議決定された。これを受け、法務省民事局及び大蔵省金融企画局（当時）の共同で、平成一一年四月二三日、「ＣＰのペーパーレス化に関する研究会」（座長、神田秀樹東京大学法学部教授）の設置が発表された。この研究会では、平成一一年四月二七日の第一回会合から平成一二年三月二九日の第九回会合までが開催され、ＣＰのペーパーレス化に関する研究会報告書が発表された。ＣＰのペーパーレス化に関する研究会での議論や報告書は、ＣＰの新しい決済制度を定めた「短期社債等の振替に関する法律案」作成にあたっての前提となる議論を行っている。

4 ＣＰのペーパーレス化に関する研究会報告書

ＣＰのペーパーレス化に関する研究会は、平成一二年三月、報告書を取りまとめた。この報告書では、ＣＰは約束手形であるという従来の枠組みから離れ、そのペーパーレス化を考えている。「短期社債等の振替に関する法律案」でも、ＣＰを約束手形と捉えることをやめ、「短期社債」として法的に位置づけし直した。そして、短期社債については券面を発行できないことが法案に明記されている。^{（二）}

報告書は、「短期社債等の振替に関する法律案」作成の元となる議論である。ここでは、ペーパーレス化の二種類形態につき議論されている。一つは電子証券方式といわれるもので、もう一つは電子登録方式といわれるも

のである。「電子証券方式とは、現行のＣＰの権利の発生、移転、行使等が証券の作成、移転、呈示等によって行われるのおなじように、電子的な記録の作成、送信等によって行われるものである」と説明されている。一方、電子登録方式とは、「登録機関における電子登録を権利関係の基礎とする考え方である。」としている。研究会では、両方式について議論がなされ、意見が分かれたとされている。ここでは紙面の都合上、研究会が最終的に法案の基本となる方式として採用した後者の電子登録方式について若干の説明を行いたい。⁽³⁾

電子債権登録方式では、まず、電子債権登録機関が設立される。電子債権登録機関は、債権の振替等を行う参加者口座ファイルを保管し、記録する。参加者口座ファイルには、各参加者の商号、本店所在地、債権額、弁済期等が記録されている。次に参加者は顧客のための顧客口座ファイルを保管、記入する。これには、顧客の商号、本店所在地、債権額、弁済期等が記録される。債権の譲渡は、参加者口座ファイルに参加者として記録されているものから譲受人に電子債権が振替られることよって行われる。債権の支払は、債務者から電子債権を有する者に対して行われ、支払に際し、債務者は電子債権登録機関に対し、電子債権の抹消記録を請求する。

5 新しいＣＰ決済制度

法案では、第一条で、「この法律は、短期社債等の振替を行う振替機関及び短期社債等の発行、譲渡に関し必要な事項を定めることにより、短期社債等の流通の円滑化を図ることを目的とする。」と規定している。続く、第二条第一項で、短期社債の三つの要件をあげている。第一に、商法上の社債のうち、契約により社債の総額が引き受けられるものであることという要件があげられている。通常の社債は総額引き受けであり、発行予定額の総額が売却できない場合には社債不成立となってしまう。しかし、金融債のように総額が売却できなくても成立

する特殊な債券も存在する。この条件は、短期社債も通常の社債と同様に、総額引受でないとならないと述べたものである。第二に、各社債の金額が一億円を下回らないこと、第三に、元本の償還期限が一年未満であることを受けている。これらは通常の社債との線引きを図るものであるといえる。この他にも社債管理会社や社債権者集会など商法の社債に関する規定を原則適用しないこととしている。

この法律によって、CPの券面発行が禁止された(第四五条)。券面が発行される証券を譲渡する場合、券面を交付することや、券面の占有者を適法な所持人と推定する(商法二〇五条)が、CPは券面を発行しないため、その権利の所屬は、振替機関の管理する振替口座簿の記録によって定まるものとされた(第四四条)。

振替機関とは、主務大臣の指定を受けた振替業を営む株式会社である(第三条)。振替機関は、参加者のためにCPの振替を行う口座を開設し、振替口座簿を備える。そして、予め発行会社から同意を受けた銘柄のCPについて、参加者の請求に応じて振替口座の振替を行い、その記録を保持する。CPの振替機関には、現在の保管振替機構が予定されている。しかし、現在の保管振替機構は財団法人であり、振替機構を株式会社と規定している第三條の条件を満たさないこととなる。CPの振替機関となるため、保管振替機構は公益法人から株式会社に変更する必要があった。そこで、先の法案と同時に、「株券等の保管及び振替に関する法律の一部を改正する法律案」が提出され、これが通過した。この改正案によって、これまで財団法人であった保管振替機構は株式会社となる。

「短期社債等の振替に関する法律案」は、条文中、複数の振替機関の存在を前提としている(第一〇条)。保管振替機構のみならず、条件を満たす株式会社であれば、CPの振替機関となることができる。

6 今後の課題

CPのペーパーレス化が定められた「短期社債等の振替に関する法」は来年四月一日から施行されることとなる。しかし、企業が実際に電子的なCPを施行後直ちに発行できるかどうかはまだ定かではない。これまであった税制の優遇措置が社債となった新たなCPにも適用されるか、決済不履行のリスクを参加者にどのように配分するしくみとするか、CPの決済機関として名乗りをあげている保管振替機構がどのような制度を運営するのか等、未だ明らかにされていない点も多い。

さらに、CP以外の証券について目を転じると、当初は、社債を含む広範囲な債券のペーパーレス化を目指していた。しかし、今回の法案には間に合わず、取り敢えずCPからスタートすることとなった。その他の証券については、早期実現を目指して、引き続き検討中であつたが、一月二日には、社債のペーパーレス化を規定した法案である「社債等の振り替えに関する法律案」を来年の通常国会に提出し、二〇〇三年春までに施行を目指すことが発表された。⁵⁾

諸外国では、証券の決済にかかる時間をT+1ひいては、T+0とするための具体的な準備が着実に進んでいる。フランスは証券の無券面化が法律によって定められており、アメリカにおいても多くの証券が実質的に無券面化されている。CPのペーパーレス化法案の成立によって、我が国で初めての本格的な証券のペーパーレス化が行われることとなった。決済時間の短縮やDVPの実現のためには、証券のペーパーレス化が不可欠とされている。日本においても、証券のペーパーレス化を含めた決済制度改革は、徐々に方向性を定め、具体化に向けて動き始めている。

注

- (1) 「国際競争力のある資本市場の確立にむけて」一九九九年一月二四日、(社)経済団体連合会
- (2) 第四五条 短期社債については、社債券(商法第三百六条第一項に規定する債券をいう。)を発行することができない。
- (3) 電子登録方式が採用された理由としては、券面の発行、不発行にかかわらず、効率的な十分に整備された証券集中保管機構による振替により権利の移転が生じるブックエントリー・システムとするのが、現時点の世界標準であり、G三〇勧告およびISSAの修正勧告の趣旨に沿ったものであるとしている。
- (4) 本法案には盛り込まれていないが、先に述べた「C Pのペーパーレス化に関する研究会」では、決済不履行のリスクをどのように配分するかについても意見交換されている。平成一一年一〇月二三日の第五回会合の議事録にも、メンバーからは「より多くの投資家にとって参加しやすいものとする観点から、直接参加・間接参加の二層構造は合理的ただし、投資家についてもリスク・コストを各々勘案し、直接参加・間接参加を選択できることが望ましい。」という意見が記されている。 http://www.isa.go.jp/p_mof/singikai/cp/top.htm
- (5) 日経金融新聞、二〇〇一年一月二日。

(ふくもと あおい・研究員)

証研レポート第一六〇〇号
二〇〇一年十一月十二日発行

(毎月一回第一月曜日発行)

昭和五十二年十一月十二日第三種郵便物認可

2001年11月号

発行所

財団法人 **日本証券経済研究所**
大阪研究所

〒541-0041 大阪市中央区北浜 2-1-5 大阪証券会館別館

電話 (06) 6201 0061(代表) Fax (06) 6204 1048

<http://www.jsri.or.jp>

定価400円(本体381円)