

証 研

レポート

No.1610

2002年9月

ワン・ストップ・サービスの論点

二上季代司（1）

中国上場会社のコーポレート・ガバナンス原則（2）

王 東明（11）

ユーロクリアとクレストの合併

吉川 真裕（23）

財団法人 日本証券経済研究所

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

ワン・ストップ・サービスの論点

二上季代司

七月、金融担当大臣の私的懇話会（日本型金融システムと行政の将来ビジョン懇話会、座長蠟山昌一高岡短期大学学長）が報告書「金融システムと行政の将来ビジョン」を発表した。この報告書は、ひとつの機関が預金・保険・投信・債券・株式など各種の金融商品を直接、または代理などのかたちで提供し得る体制が望ましい、と述べており、いわゆる「ワン・ストップ・サービス」構想が提起されている。その一カ月後、金融庁はこれを具体化する形で銀行と証券会社の共同店舗の制限緩和、銀行等の有価証券の書面取次ぎ解禁などを打ち出している。そこで、以下では、「将来ビジョン」報告書ならびに金融庁の「証券市場の改革促進プログラム」を概観し、「ワン・ストップ・サービス」では一歩先行している米銀の証券リテール業務におけるルールについてみよう。

1 「将来ビジョン」報告書における仲介機関の将来像

報告書「金融システムと行政の将来ビジョン」は、今後の金融システムのあり方について「価格メカニズムが有効に働き、円滑な資金配分を可能とする市場機能を中核としたものになる必要がある」と述べ、「市場機能を中核とする複線的な金融システムを志向」すべきだ、と主張している。そう考える下地には、キャッチアップ段階を超えて世界のフロントランナーにある日本の実体経済のリスクは増大しており、既存の金融システムはそのリスクを支えきれない、との基本的認識があることが示されている。

問題は、不良債権問題が眼前に横たわる中でそうした「複線的な金融システム」をどのように実現していくか、であるが、報告書はそれを後半二部「ビジョンへの架橋」で論じている。論点は多岐にわたっているのだが、証券会社をはじめ仲介機関について、報告書は次のように主張している。すなわち市場機能を中核とした複線的な金融システムを実現するために仲介機関は次の方向を目指すべきだという。

資金のコストを明確に意識し、資金調達者に要求することである。すなわち銀行であれば信用リスクを織り込んだ融資金利の設定、証券引受業者であればデフォルトリスクや資本コストに見合った証券発行価格の設定に努めるべきである、ということになる。

仲介機関そのものの機能分化、専門化を推進することである。实体经济のリスクが銀行に集中している現状を是正する観点からも、貸出の組成機能、証券化機能、証券化に伴う事務処理機能の分化を促し、市場の価格形成やリスク配分のメカニズムを活用していくべきである。また仲介機関にあつては技術革新により情報アクセス上の優位が失われていく一方、情報の分析能力、デリバティブやリスクヘッジなど金融取引の高度化・複雑化にもなう高度な専門力が重要になる。したがって、個人と企業を直接仲介するよりも、機関投資家などが個人と市場、市場と企業を仲介するといった機能分化、専門化がより効率的となる状況が生じている。金融技術を活用した証券化商品などの金融商品の製造業とマーケティング、情報技術を活用した金融サービス提供へと分化する。以上のように「将来ビジョン」報告書は予想している。

仲介機関が個人のリスク選好やライフサイクルに応じて、タイプの異なる多様な金融商品を提供することである。従来、銀行、証券会社、保険会社（さらには郵便局）といった業態とそれを利用する個人顧客層の関係が固定的であったとすれば、それを流動化させるべきであり、そのためにも将来的には、経営の健全性に配慮

しつつ、ひとつの機関で預金・保険・投信・債券・株式など各種の金融商品を直接、または代理などのかたちで提供し得る体制が望ましい、と「将来ビジョン」報告書は述べている。ここではじめて「ワン・ストップ・サービス」構想が提起されているのである。

また、報告書はこれら三つの方向性はそれぞれ関連しあっている、と指摘している。例えば、とは提供する商品による業態分業から提供する機能による分業への移行を意味している、の方向性において重要な位置を占めている「証券化」にとつて、貸出の合理的プライシングはその前提になるという意味で、にも連動している、という。そして、こうした方向での収益力強化のためのビジネスモデルの転換が不良債権処理の原資を作るのであるし、証券化の推進が不良債権処理のツールになるとも指摘されている（もっとも、報告書は不良債権処理の前提としてデフレ克服のためのマクロ経済政策の役割が大きいと述べている）。

さらに報告書は、不良債権問題に絡んだ当面の金融行政の課題に触れる一方、新しい金融システム実現に向けた行政の役割として次のように言う。すなわち規制の枠組みは、金融システムにイノベーションをもたらすためにも異業種を含む新規参入に積極的に対応するとともに、仲介機関の機能分化を円滑に進めリスク配分上望ましいマネーフロー構造に変革する上で現行の業務規制のみなおしをはかるべきである、と指摘している。

もっとも、金融行政が旧大蔵省から金融庁に移管されてのちは、銀行局、証券局といった業態別の組織区分はなくなり、金融行政組織は検査、監督、市場監視の機能別組織になっているのだが、報告書は、金融行政は業態を主軸としたものから機能を主軸にしたものへ一層の転換を図るべきであるとし、将来にわたり行政の重要な役割としてはシステミック・リスク対応、利用者保護、金融技術革新の先導が挙げられるとする。

2 ワン・ストップ・サービス

ところでこの報告書の中で柳沢金融担当大臣は、日本では証券会社の顧客、銀行の顧客、郵便局の顧客は層が異なるのではないかと、株価の変動に一喜一憂しないですむはずの一定の資産運用者（長期保有者として政策的に市場に新規参入させたい層）は、現実には証券会社の顧客にはなっていないのではないかと（換言すれば現在の証券会社の顧客の多くは回転売買を繰り返しているのではないかと）、最終的にリスクを負担する資産運用者そのものが相続の仕組みなどで冷遇されて活力を失っているのではないかと、この問題意識を提示している。この問題意識の背景には、個人金融資産が依然として証券市場に向かっていないとの現状認識があるのだろう。

これをつけてこの報告書では「将来ビジョン懇話会」メンバーから非公開情報や店舗の共有制限等が残っていることが複合商品の開発、提供を阻害しているとの指摘があったことを紹介しつつ、顧客へのワン・ストップ・サービス、トータル・ソリューションの提供に向けた検討を進めていく必要がある、と述べている。

この報告書から約一カ月後、金融庁は「証券市場の改革促進プログラム」を公表した。このなかで金融庁は、多様な投資家の幅広い市場参加を促進するため、証券会社による販売チャネルの拡充（最低資本金の引き下げ、販売代理店制度の導入、一任勘定取引の範囲見直しなど）、銀行等における有価証券の販売（銀行と証券会社の共同店舗の実現、銀行等の有価証券の書面取次ぎ）、等を打ち出した。これらの販売チャネル拡充策は、先の柳沢金融担当大臣のとの認識を下地にしているものと思われる。

すなわち既存の証券会社には回転売買の顧客が多く長期保有者としての顧客が少ない、そこで共同店舗の実現、銀行の証券売買の書面取次ぎを解禁して銀行、証券、郵便局と固定化している顧客を流動化して銀行顧客の金融資産を証券市場へ導入していこう、というわけであろう。また、取引価格の弾力化など一任勘定取引の範囲を見

直せば、「株価の変動に一喜一憂しないで済むはずの一定の資産運用者」が証券市場に入ってくると考えているのかもしれない。

ところで、ここで取り上げられているような「ワン・ストップ・サービス」等を実現するにあたっては現行の法・規制等のルール変更が必要になってくる。

例えば、現在、銀行と証券会社との共同店舗の設置は、系列関係にある二、三の証券会社が銀行と同一ビルに入居している例があるが、「独立を損なう態様で設置すること」は禁じられている。また、証券発行会社や顧客の非公開情報を授受しあうことも禁じられている。これは銀行と系列証券会社間のファイヤーウォール（表1）によるのである。

この結果、「出入口、カウンター、看板表示、エレベーターの設備は当然ながら別々とし顧客情報の交流は一切遮断した。館内の通路に顧客の情報を掲示することも禁止された」（日本金融通信社『ニッキン』八月一日）といわれている。そこで、今回の改革にあたっては、こうした制限をどの程度まで見直すか、またそれら制限が撤廃された場合に改めて必要となる弊害防止措置（例えば誤認防止措置）などが論点になるだろう。

第二に、銀行の証券売買の書面取次ぎ業務は、証券法六五条一項但し書きにおいて法律的には可能のようではあるが、この条文はこれまできわめて制限的に解釈されてきた。⁽²⁾このままでは、ここで主張されているような効果（銀行顧客資金の証券市場への誘導）を発揮することはできないだろう。そこで従来の制限的な解釈を見直す必要が出てくるが、そうしなければならぬ公正取引の維持、投資家保護の観点からこれをどう規制するかという問題が出てくるだろう。

共同店舗に関する制限緩和とそれに付随する誤認防止措置や銀行の証券売買の書面取次ぎ業務を解禁した場合

表1 親銀行（子銀行）と証券子会社（親証券会社）との現行ファイヤーウォール

1 役員兼任の禁止	証券会社の役員が親会社等の役員、使用人を兼務することを禁止（証券法32条）	
2 証券会社または役職員の行為にかかる弊害防止措置（証券法45条）	1 アームスレングスルール	通常とは異なる条件であって取引の公正を害する恐れのある条件で当該証券会社とその親銀行、子銀行と証券取引を行うことを禁止
	2 信用供与にかかる抱合せ販売	親銀行・子銀行が、当該証券会社が顧客と証券取引に関する契約をする事を条件に、信用供与していることを知りながら、証券取引の契約を締結することを禁止。
	3 投資家保護に欠け、取引の公正を害し、証券業の信用を失墜させるもの（行為規制等に関する内閣府令12条）	1 利益相反に関する開示義務違反（親銀行の債務者の発行する証券の引受けにおいて、その事情を顧客に知らせることなく売却すること）
		2 親法人、子法人の発行する証券の主幹事となること
		3 親子関係を利用した抱き合わせ販売
		4 バックファイナンス（引受6ヶ月以内において親銀行が顧客に信用供与していることを知りながら売却すること）
		5 アームスレングスルール違反（通常とは異なる条件で当該証券会社とその親銀行、子銀行と資産の売却その他の取引を行うこと）
		6 引受6ヶ月以内において引受証券を親法人、子法人へ販売すること
		7 発行者または顧客に関する非公開情報を親子間で授受すること
8 独立を損なう形での共同店舗の設置およびコンピューターの共同利用		
9 親法人、子法人と同一と誤認させる行為の禁止		

（注）1．当初規定の 共同訪問の禁止、メインバンク規制（証券子会社の主幹事制限）は削除された。

2．内部管理に関する業務を行う場合において承認を得た場合には上記7（非公開情報の授受の禁止）、8（共同店舗設置およびコンピューターの共同利用の制限）は適用除外される。

（出所）日本証券経済研究所『詳説 現代日本の証券市場』2002年版、12章9節より一部修正。

の事務ガイドラインを金融庁は九月に発表する予定のようであるが、その際には、おそらくアメリカの例が参考にされることになるであろうと思われる。

3 米銀の証券リテール業務における規制

アメリカでは、米銀本体のブローカー業務はもともと証券業務禁止の適用除外（グラス・ステイガー法二六条、以下GS法と略）であったのだが、一九八六年に通貨監督官（OCC）と連邦準備制度理事会（FRB）が銀行（および子会社）の証券ブローカレッジの合法性を認める解釈を出し、これを契機に銀行窓口での投資信託のリテール販売が急速に拡大することになった。銀行窓口での投信、年金など「非預金投資商品」の販売員はさまざまな立場のものが担当しているが、大きく分ければ、第三者である証券会社の外務員（いわゆる「場所貸し」）、サード・パーティ・プロバイダー¹といわれるもの、² 自らの子会社、系列兄弟会社の外務員、銀行と証券会社の両方で雇用されている者（Dual Employee）、³ 銀行本体の銀行マンに分かれる。当初は、この「場所貸し」が多かったといわれるが、徐々に子会社・系列会社へと内製化する傾向がうかがえる。

この動きは商業銀行だけではなく貯蓄金融機関などにも拡大する気配を見せ始めたので、連邦預金保険公社（FDIC）、FRB、OCC、貯蓄金融機関監督官（OTS）の連邦四機関は一九九四年二月、銀行店舗内での非預金投資商品の販売に関する統一ガイドラインを発表した。⁴ このガイドラインの目的は、顧客に非預金投資商品に伴うリスクを熟知させること（誤認防止）と、不公正な取引防止（反詐欺規定）にあり、その適用範囲は預金機関の従業員が販売する場合、預金機関の施設内において行われる第三者の従業員が販売する場合、預金機関が第三者に顧客を紹介し、利益を受領する場合にわたる。

【ディスクロージャー】

誤認防止措置としては、まずディスクロージャーがある。すなわち、当該商品が FDIIC によって保証されていないこと（預金保険対象外）、金融機関の債務でなくその金融機関によっても保証されていないこと、元本の減損を含む投資リスクがあることの開示を、勧誘、投資助言、商品説明中、口座開設の時、あるいは広告等において行うこととされる。また口座開設時においては顧客から理解した旨のサイン入り確認書を徴求することとなっている。そのほか、銀行のロゴを含む場合には預金勘定報告書と明確に分離することも要求される。

【設置場所】

今ひとつの誤認防止措置は販売場所のロケーションである。アメリカでは非預金投資商品の販売場所は銀行店舗内に設置することを許されているのだが、預金がなされる場所と物理的にはなれた場所でないといけないとされる（投資販売領域と預金受入領域との分離）。また場所の分離だけではなく、人的分離すなわち預金ティラーはいかなる場合も投資商品取引を受けたり、推奨してはいけないこととされる。

【不正取引の防止】

販売員は顧客の適合性に鑑みて商品を販売しなければならない。また、銀行員が販売にあたる場合には証券外務員が受けるものと同程度の研修⁽⁵⁾を受けることが必要である。また、販売が認められない従業員は顧客の紹介に制限されるが、顧客と直接接触する従業員には相応の訓練⁽⁶⁾がなされるべきである。

なお、自行および関連会社⁽⁶⁾が運用する投信を販売する場合、ならびに販売にあたる証券会社が自行の関連会社である場合には、その旨の開示が必要である。

【NASDとの係争点】

他方、同じ時期に、銀行店舗内で証券を販売する証券会社に対して、証券会社の自主規制機関であるNASDも規則案を発表したのであるが、先の金融機関連邦監督当局のガイドラインと次の三つの点で重要な食い違いがあった。すなわち、NASDの規則案は、販売にあたる証券会社に対して、顧客情報の利用にあらかじめ顧客の「書面での同意」を必要とすること、NASDに登録していない銀行員が販売員に顧客を紹介した場合に紹介料を支払うことを禁止、広告文書などにおける銀行ロゴ使用の制限、が含まれていたのである。先のガイドラインでは顧客情報の利用に関し、そのような強い縛りがなかったこと、またNASDに外務員登録をしているか否かに関わらず銀行員が証券の販売員に顧客を紹介した場合には紹介することに定額報酬を得ることが出来ることになっていた(ただし、取引に結実したかどうか⁽⁷⁾に依拠すべきではない)。

NASDの規則案はパブリックコメントを受けた後、SECによって上記の規則案は修正されて、食い違いは解消された。すなわち、あらかじめ顧客に顧客情報の利用に関して開示し口頭で同意を得れば、「書面での同意」は必要なしとして「書面での同意」要件は削除されたのである。またNASDに非登録の銀行員に紹介料を支払うことの禁止も削除されたのである。

注

(1) 「複線的」とは、従来のような相対型の産業金融モデルも存続するが、市場金融モデルの役割がより重要になるといふ意味のようである。

(2) すなわち「すでに預金があるとか、株券の保護預りをしているとか、あるいは今は預金はないが、株券の売上代金を

預金に入れてくれる見込みのある者の注文による場合に限るものと解するべきである。誰でもかまわない、書面で注文するもののために有価証券の売買の取次をすることを銀行に認めたものと解するべきではない。したがって「わが国では銀行がその固有の顧客でない一般の公衆から売買注文を受けることはできず、ましてその業務の宣伝をすることはできない」とされてきた(鈴木竹雄、河本一郎『証券取引法』有斐閣、一九八四年、二六八、二七三ページ)。

- (3) GS法により顧客の代理人として、顧客の注文により、顧客勘定で証券を売買することは合法、銀行が顧客の依頼で投信の引受人に連絡、投信の売買を行い、顧客が銀行を通して引受人に代金を払い、銀行が取り扱い手数料をもらう行為も認められる、との解釈である。なお、GS法により、禁止の適用除外となっている証券業務(ブローカー業務や公共債の引受業務など)は、その監督管轄権がSECにはなく(したがって銀行ブローカー・ディーラーはSECに登録する必要がない)、銀行監督者(OCCEやFRB)にあることとなっていた。これはグラム・リーチ・ブライリー法が制定される(一九九九年一月)まで続いた。

- (4) Interagency Statement on Retail Sales of Nond deposit Investment Products.
- (5) グラム・リーチ・ブライリー法が制定されるまで、預金機関が本体として行う証券業務につきSECの登録を要しなかったため、販売にあたっても外務員資格を要しなかったためである。
- (6) GS法は銀行の投資顧問業務を禁じておらず、投信のファンドマネージャーを兼ねることも可能である。

- (7) SEC, Release No.34-39294, (Federal Register, Vol.62, No217, November 10, 1997.) NASD Notice to Members 97-89, December, 1997.

(にかみ きよし・主任研究員)

中国上場会社のコーポレート・ガバナンス原則(2)

王 東明

前回の「証研レポート」(No. 一六〇九)は、中国の「上場会社コーポレート・ガバナンス原則」(以下「原則」と略称)の前半の部分を紹介したが、そこで中小株主の権利保護や、役員 の損害賠償責任および上場会社の独立性を強調する内容をみてきた。今回は、引き続き「原則」の後半の部分をみることにしよう。

1 取締役と取締役会

取締役会は、「会社法」では経営の意思決定機関と位置付けられ、会社の経営計画、投資案および経営陣(支配人などの上級管理者)の人事などの重要事項を決定し、株主に対して責任を持つと規定されている(一一二条)。この会社経営の要である取締役会および取締役に對して、「原則」では五節を設けて、最も多くの内容を盛り込んでいる(二八条、五八条)。次に、節の順でその内容を紹介する。

(1) 取締役の選任手続

まず取締役の選任について、「原則」は、会社定款の中で規範化され、かつ透明な選任手続を規定する必要がある、取締役選任の公開性、公平性、公正性および独立性を保証する(二八条)。また、株主総会の開催前に、会社側は取締役候補者の資料を開示し、株主が候補者の個人資料を十分に認知したうえで議決権の行使が行われ

る（二九条）。それと同時に、取締役候補者は開示した個人資料の信頼性および当選後の取締役職責の履行の約束などを書面により承諾する（三〇条）。

さらに、取締役の選任過程においては、中小株主の意見が十分に反映されるべきで、株主総会が取締役の選挙に関して積極的に累積投票制度を導入すべきである。特に支配株主の持株比率が三〇%以上の上場会社は、必ず累積投票制度を採る必要がある（三一一条）。

（２）取締役の義務

取締役の義務について、「原則」は次のように規定する。すなわち、取締役は会社および株主全員の最大利益に基づいて、忠実、誠実および精力的にその職責を履行する義務がある（三三一条）が、また十分の時間と精力を確保し、その職責を履行することが要求される（三四一条）。そして、取締役は取締役会に出席し、明確な意見を示さなければならず、やむをえず自ら出席できない場合は、書面により他の取締役に委託し、代理投票することができ、委託者自らの法的責任を負わなければならない（三五一条）。その他に、法律や法規および会社規約の遵守、承諾の遵守および取締役の権利・義務・責任に関する知識の学習の規定もある（三六一条、三七一条）。

但し、取締役の決議が法律や法規および会社規約に違反し、会社に損害を与えた場合、当該決議に参加した取締役は損害賠償責任を負わなければならないが、決議の際に反対の意見を表明し、かつ議事録に記載された取締役は、その責任を免除する（三八一条）。「会社法」の二一一条は、「原則」の三八条と同じような規定があるが、ここで強調する形になった。また、株主総会の許可を経て、上場会社は取締役のために責任保険をかけることができるが、取締役が法律や法規および会社規約に違反した場合は、責任保険の範囲外になる（三九一条）。

(3) 取締役会の構成と職責

取締役会の構成について、「会社法」では、株式会社の取締役が五人から一九人までで構成されると規定している(一一二条)。本「原則」は、取締役会の人数および人員構成が関連法規に従い、意思決定の迅速化および取締役会メンバーの組織化・専門化が求められている(四〇条、四一条)。そして、取締役会は法律や法規および会社規約の遵守を確保し、すべての株主を公平に取り扱い、株主以外の利害関係者の利益にも配慮しなければならない(四三条)。ここでは、ステイク・ホルダーのうち、中小株主および株主以外の利害関係者に配慮する規定となっている。

(4) 取締役会の議事進行規則

取締役会の議事進行規則について、「原則」は、会社定款の中で取締役会の議事進行規則を定めるべきで、取締役会の効率的な運営および科学的な意思決定を確保しなければならぬと規定している(四四条)。また、取締役会の定期会議、臨時会議、会議資料の提供および会議記録・署名などに関する規定もある(四四条、四八条)が、これらの規定は、近年多く存在していた不規則な取締役会の会議を改善するために取った措置であると考えられる。

(5) 社外取締役制度

「会社法」では、社外取締役に關する規定は一切なかった。二〇〇一年八月に、証券会は「上場会社における社外取締役制度の導入に關する指導的意見」を公布した。⁽¹⁾ それによれば、二〇〇二年六月までに、上場会社の社

外取締役は少なくとも二名以上置くこと、二〇〇三年六月までに、社外取締役は三分の一を占めることが義務づけられている。

社外取締役について、「原則」では、関連規定（以上の「指導的意見」）に従い、社外取締役制度を導入しなければならぬが、社外取締役は、招聘された上場会社およびその主な株主から独立し、上場会社の社外取締役以外の職務を担当してはならないという規定がある（四九条）。また、社外取締役は株主に対する忠実義務や、中小株主保護および大株主などからの影響がないような規定も盛り込んでいる（五〇条）。

現状では、二〇〇〇年末まで社外取締役を導入した上場企業は五六社、全体の四・九二%で、社外取締役数は一〇三人、全体の〇・九九%という数字が出た。⁽²⁾ 二〇〇一年末に、社外取締役を導入した上場企業は二七四社（全体の二四・九一%）、社外取締役数は五二一人で、前年度より大きく増え、近年企業ガバナンスにおける社外取締役の役割が期待されている。⁽³⁾ しかし、欧米の社外取締役制度の導入をめぐつて、それは企業ガバナンスの問題を解決する「万能薬」ではないと疑問視する者もいる。⁽⁴⁾

（6）取締役会の専門委員会

「原則」では、取締役会は経営戦略、監査、指名、報酬および業績評価などの専門委員会を設置し、そのメンバーのすべてが取締役から構成される。また専門委員会のうち、監査、指名、報酬および業績評価委員会の社外取締役は、多数を占めかつ招集人になるが、監査委員会のうち、少なくとも一名の社外取締役は会計の専門家であることが要求される（五二条）。各専門委員会の主な機能は、次の通りである。

経営戦略委員会の主な職責は、会社の長期発展戦略および重大な投資に関する意思決定を研究し、同時にそれ

に関する建議を提出することである（五三三條）。

監査委員会の主な職責は、（一）外部の監査機関の招聘および変更を提案すること、（二）会社内部の監査制度およびその実施を監督すること、（三）内部の会計監査と外部の会計監査との間の意思疎通を行うこと、（四）会社の財務情報およびその開示を監査すること、（五）会社の内部コントロール制度を監査すること、である（五四四條）。

指名委員会の主な職責は、（一）取締役および経営陣の選任基準とその手続を研究し、同時に建議を提出すること、（二）広範に適任の取締役および経営陣を探し求めること、（三）取締役および経営陣の候補者を審査し、同時に建議を提出すること、である（五五五條）。

報酬および業績評価委員会の主な職責は、（一）取締役および経営陣の業績評価基準を研究し、業績評価を行い、同時に建議を提出すること、（二）取締役および上級管理者の報酬政策および報酬案を研究し、それを審査すること、である（五六六條）。

また、各専門委員会は、専門家の意見を聞くために、会計事務所や弁護士事務所などの仲介機関を利用することができ、関連費用は会社側が負担すると規定されている（五七七條）。その他、一部の地方では、専門委員会に関する「実施細則」も公布している。⁵⁾

2 監査役と監査役会

（１）監査役会の職責

監査役会の職責について、「原則」は、次のように規定している。すなわち、上場会社の監査役会は、すべて

の株主に対して責任を負い、会社財務や取締役、支配人およびその他の上級管理者の業務執行の合法性に対して監督し、会社および株主の合法的な権利と利益を守る（五九条）。監査役は、会社状況を知る権利があるが、同時に、相応の秘密保持の義務も負う。また、監査役会は専門家の意見を聴取するために、単独で仲介機関の利用ができる（六〇条）。さらに、上場会社は、監査役の知る権利を確保し、監査役の職責の履行のために協力し、いかなる者もそれに干渉してはならない。監査役が職責の履行のために発生した費用は会社が負担する（六一条）。その他、監査役会の監査記録および財務検査などの結果は、取締役、支配人およびその他の上級管理者の業績執行を評価する重要な根拠となる（六二条）。但し、監査役会は、取締役、支配人およびその他の上級管理者が法律や法規および会社規約に違反していることを発見した場合、取締役会および株主総会に報告することができ、また証券監督機関およびその他の関連部門に直接に報告することもできる（六三条）。

（２）監査役会の構成と議事進行規則

監査役会は会社財務や経営者の業務執行を監督する立場にあり、その構成メンバーは専門的な知識を持つ者が要求される。しかし、近年、上場企業の監査役会は、企業ガバナンスの「飾り物」といわれるが、その機能を発揮せず、形骸化しつつある。また、監査役会のメンバー構成は、その学歴が比較的⁶⁾に低く、専門的な知識を持たない党幹部や組合幹部が多いため、問題視されている。これらの問題を改善するために、「原則」は、次のように規定する。

すなわち、監査役は、法律や会計などの専門的知識または実務経験のある者が要求されるが、監査役会の人員およびその構成は、会社財務や取締役、支配人およびその他の上級管理者を監督できることも要求される（六四

条)。そして、会社定款の中に、規範化された監査役会の議事進行規則が必要で、監査役会の会議はその手順に従って進行しなければならない(六五条)。その他に、監査役会の定期会議、臨時会議、会議記録などに関する規定も「原則」の中に盛り込んでいる(六六条、六八条)。

3 業績評価とインセンティブ・牽制メカニズム

(1) 取締役、監査役、経営陣の業績評価

取締役、監査役、経営陣の業績評価について、「原則」では、まず上場会社は、取締役、監査役および経営陣に対して、公正かつ透明な業績評価基準と手続を構築する必要があるとされる(六九条)。取締役と経営陣の業績は、取締役会およびその下部組織である報酬および業績評価委員会によって評価され、また、社外取締役および監査役の業績評価は、自己評価と相互評価を総合して行われる(七〇条)。そして、取締役の報酬およびその決定方法は、取締役会が報酬案を作成し、株主総会で決定する。取締役会、または報酬および業績評価委員会が個別の取締役の業績を点検し、その報酬を議論する場合には、当該取締役は回避する必要がある(七一条)。さらに、取締役会および監査役会は、取締役および監査役の職責の履行状況、業績の評価結果およびその報酬状況を株主総会に報告する必要がある、同時に、それを開示する必要がある(七二条)。

(2) 経営陣の任用

支配人などの上級管理者といった経営陣の任用については、関連法規や会社定款に基づいて行われ、いかなる組織や個人も経営陣の任用に干渉してはならないと、「原則」はまず規定する(七三条)。そして、上場会社は公

開かつ透明な方法で国内外から経営陣を招聘し、人材会社の役割も十分に発揮すべきである（七四条）。また上場会社は経営陣との間で任用契約を結び、両方の責任と義務を明確にしなければならない（七五条）。また、経営陣の任免は、法的手続によって行われ、かつ社会一般に公告する必要がある（七六条）。ここでは、経営陣の任用の透明性が強調されている。

（3）経営陣のインセンティブおよび牽制メカニズム

上場会社は、人材の留保や経営陣の安定を図るため、経営陣の報酬が企業業績と連動するインセンティブシステムを構築する必要がある（七七条）。経営陣の業績評価は、その報酬およびその他の奨励の決定の根拠になる（七八条）が、その報酬案は取締役会の許可を経て、株主総会に説明し開示することが要求される（七九条）。但し、経営陣が法律や法規および会社定款に違反し、会社に損害を与えた場合には、取締役会はその法的責任を追求しなければならない（八〇条）。

4 利害関係者

株主、取締役および監査役以外の利害関係者は、企業経営にとって極めて重要な要素である。その意味から、「原則」では、上場会社は、銀行およびその他の債権者、従業員、消費者、取引先および地域社会などの利害関係者の利益を尊重すべきであると規定している（八一一条）。また、その利害関係者の権利や利益を侵害された場合には、損害賠償の機会やルートを用意する必要がある（八三一条）。その他に、上場会社の銀行および債権者への情報提供（八四一条）、従業員との意思疎通および会社の経営・財務・従業員利益に関する意見交換（八五一条）、

地域社会、環境保護および公益事業などの問題（八六条）に関する規定もある。つまり、ここで強調されているのは、上場会社が株主、取締役および監査役以外の利害関係者との関係を重視し、企業の社会的責任を果たすことが必要になることである。

5 情報開示と透明度

（１）上場会社の継続的な情報開示

近年、鄭百文や銀広夏などの上場会社では相次いで粉飾決算が発覚し、大きな社会問題となっているが、銀広夏は「中国のエンロン」とさえいわれ、投資家保護のための情報開示の重大さがここからうかがわれる。⁽⁷⁾

情報開示に関して、「原則」では、継続的な情報開示は上場会社の責任であり、上場会社が法規および会社定款に基づいて確実、正確、完全な情報を適時に開示することを要求する（八七条）。また、上場会社は、すべての株主に平等に情報を獲得させる機会を保証しなければならない（八八条）。さらに、わかりやすい情報の開示が必要で、また経済的かつ便利な方法（例えばインターネット）で情報を開示することも必要になる（八九条）。具体的な情報開示の事項は、取締役会の秘書が担当し、その責任を負う。いかなる組織や個人も秘書の業務執行を妨げてはならない（九〇条）。

（２）企業ガバナンスに関する情報開示

企業ガバナンスに関する情報開示には、以下の内容が含まれる（九一条）。すなわち、（一）取締役会および監査役会の人員と構成、（二）取締役会および監査役会の業務執行およびその評価、（三）社外取締役の業務執行お

よびその評価（取締役会への出席状況、独自の意見の発表状況および関連取引、取締役・上級管理者の任免などに関する意見）、（四）各専門委員会の構成およびその業務執行の状況、（五）企業ガバナンスの実際の状況、および本「原則」との差異、またはその差異の発生原因、（六）企業ガバナンスを改善するための具体的な計画および措置、である。

（3）株主の権利と利益に関する情報開示

株主の権利と利益に関する情報開示は、まず大株主の詳細な資料を適時に開示しなければならない（九二条）。また、上場会社は、株式変動の状況を把握し、それを開示すると同時に、株式変動を起こしうるその他の重大な事項も開示する必要がある（九三条）。さらに、支配株主がその株式の持分の増減、または株式を担保物としての質入れ、および上場会社の支配権の変動が生じた場合、上場会社およびその支配株主は、すべての株主に対して適時かつ正確に関連情報を開示しなければならない（九四条）。

6 むすびにかえて

以上、二回にわたって「原則」の内容を紹介した。ここで移行経済における国有企業改革および企業ガバナンスの変革の特徴を明らかにし、またガバナンスの問題点も露呈されるようになった。特に、「原則」は、株式会社の「新三会」（株主総会、取締役会、監査役会）の機能を強調し、中小株主保護や、役員 の 損 害 賠 償 責 任、 上 場 会 社 の 独 立 性、 社 外 取 締 役 お よ び 取 締 役 会 の 専 門 委 員 会 な ど を 含 む 内 容 と な っ て い る。 また、「原則」は、少なくとも「会社法」の不備を補い、西側先進国のガバナンス原則を導入し、法律並みの強制力で施行され、今後

の企業がバナンスの改善に役割を果たすことが期待される。

注

- (1) 中国証券監督管理委員会「關於在上市公司建立独立董事制度的指導意見」『中国証券報』二〇〇一年八月二日。
- (2) 二〇〇〇年末までの上場企業数は一、二二四社、取締役数は一〇、三二五人である。楊哲宇「独立董事」顛悠悠的的希望『中国証券報』二〇〇一年六月一六日。
- (3) 周軍・朱茵「独立董事都是誰」、「走近独立董事」『中国証券報』二〇〇二年一月九日。
- (4) 羅培新、毛玲玲「論独立董事制度」『証券市場導報』二〇〇一年二月号を参照。
- (5) 上海上市公司董事會秘書協會・国泰君安証券研究所「董事會專門委員會實施細則」『中国証券報』二〇〇二年三月一日。
- (6) 拙稿「企業調査からみた中国のコポレート・ガバナンス」(上)『証券經濟研究』、第三五号を参照。
- (7) 『中国証券報』二〇〇一年九月六日、『人民日報(海外版)』二〇〇二年八月一〇日を参照。

参考文献

- (1) 「上市公司治理準則」『中国証券報』二〇〇二年一月一〇日。
- (2) 「中国上市公司治理準則(修訂稿)」『中国証券報』二〇〇一年九月二日。
- (3) 「上海証券取引所上市公司治理指引(二〇〇一年一月)」屠光紹・朱從玖編『公司治理 國際經驗与中国实践』人民出版社、二〇〇一年。

- (4) 周劍龍「中国型コーポレート・ガバナンスの動向」(上)(下)『国際商事法務』二〇〇二年五月号、六月号。
- (5) OECD Principles of Corporate Governance, May 1999, <http://www.oecd.org/>
- (6) 日本コーポレート・ガバナンス・フォーラム「改定コーポレート・ガバナンス原則」(二〇〇一・三) <http://www.jcgl.org/jp/>

(おづ とつめい・主任研究員)

ユーロクリアとクレストの合併

吉川 真裕

二〇〇二年七月四日、クリアストリーム（旧セデル）と並ぶ国際証券決済機関であり、フランスの国内証券決済機関（CSD）であるSICCOVAM（現ユーロクリア・フランス）とオランダのCSDであるNACI GEF（現ユーロクリア・ネーザールズ）を傘下におさめ、ベルギーのCSDであるCIKをも統合しようとしているユーロクリアは、イギリスとアイルランドのCSDであるクレストとの合併計画を明らかにした。セデルとドイツのCSDであるドイツ取引所クリアリング（DBC）の対等合併で二〇〇〇年に誕生したクリアストリームをめぐって、ユーロクリアは二〇〇一年末にDBCの親会社としてクリアストリームの株式の五〇%を保有するドイツ取引所と競って買収提案をおこなったが、二〇〇二年二月一日にはドイツ取引所によるセデルの買収合意が発表されており、四月一六日のセデル株主による買収了承、ドイツ、ルクセンブルグ、イギリスの監督機関等による買収承認を経て、七月半ばにはドイツ取引所によるセデルの買収、クリアストリームの完全子会社化が予定されている時期であっただけに、事前の報道もなく発表された今回のユーロクリアとクレストの合併計画は驚きをもって迎えられた。この結果、ヨーロッパの決済機関はドイツ取引所傘下にある垂直的統合モデルとユーロクリアを中心とした水平的統合モデルの二つのタイプに集約される兆しを見せている。

本稿では、ユーロクリアとクレストをめぐるこれまでの経緯を振り返った後、今回の合併計画が目指すヨーロッパの決済機関統合の姿を紹介し、この買収合意が成立した背景について考察する。

1 ユーロクリアによるヨーロッパの決済機関統合の試み

ヨーロッパにおける国境を越えたクロス・ボーダー取引では取引そのものにも増して受け渡し・決済にコストがかかると言われている。株式取引のクロス・ボーダー化に先駆けて一九六〇年代におけるユーロ債市場の発展とともに世界的な規模でのクロス・ボーダー化が進展した債券市場では、一九六八年にはブリュッセルにユーロクリア、一九七〇年にはルクセンブルグにセデルという二つの国際証券決済機関（ICSD）が誕生し、ユーロ債市場のほとんどの取引を決済してきた。しかし、株式市場では一九八〇年代後半から活発化したロンドン証券取引所のSEAQインターナショナルでのクロス・ボーダー取引でもユーロクリアやセデルの利用は限定的で、大半は母国市場の国内証券決済機関（CSD）を通じて決済業務はおこなわれてきた。そこで、ヨーロッパでは各国のCSDおよびICSDの連合体であるECSDA（欧州証券決済機関協議会）が個々の決済機関が双務契約を結ぶことにより、国境を越えて決済機関をリンクさせるというECSDAモデルを推進してきた。

一九九九年五月四日、ユーロクリアはハブ&スポークス・モデルという新たな統合モデルを打ち出し、ユーロクリアによるセデルの買収提案を発表した。ECSDAモデルの推進には各国決済機関の協調に伴う時間と重複投資に伴うコストがかかり、単一中央決済機関の設立を目指すICSDモデルは各国での法改正の問題が避けられず、近い将来に実現する見通しは立たないのに対して、ハブ&スポークス・モデルはECSDAモデルとICSDモデルを折衷させることで、より早く決済業務の効率化を実現できるという点が売りものであり、各国のCSD（スポーク）は引き続き国内決済業務を継続するが、国際決済業務に関しては各国のCSDが直接相互に決済をおこなうのではなく、それぞれがICSD（ハブ）との間でのみ決済をおこない、ICSDが各国CSDのための決済機関として国際決済業務をおこなうというものであった。

ユーロクリアのハブ&スプークス・モデルは現実的で優れたアイデアであったが、買収を提案されたセデルと、ECSDAモデルのもとでヨーロッパ最大の国内決済機関であると同時に国際決済業務への進出を目指してきたドイツ取引所クリアリング（DBC）にとつては、ユーロクリアの地位を安泰にし、自らの事業展開を制約するという受け入れがたい提案であった。これを受けて、一〇日後の五月一四日にルクセンブルグでセデルとDBCは二〇〇〇年一月の対等合併を発表し、フランスのCSDであるSICOVAMも新会社設立後に参加する覚書に調印したことが明らかにされた。対等合併の内容はDBCが独自の決済システムの開発を放棄し、セデルのクリエーションというETシステムを採用することによって単一決済システムを各国の決済機関にも波及させ、ドイツの国内決済業務をもおこなう新会社が国際中央決済機関となるという形であり、ユーロクリアのハブ&スプークス・モデルに対する代替案としてヨーロッパ・クリアリング・ハウス（ECH）モデルと名付けられた。

セデルとDBCは各国の決済機関にECHモデルへの参加を呼びかけ、九月一〇日にはイタリアのCSDであるモンテ・ティットーリと協議に入り、一月二日にはセデルとDBCは正式な合併契約書に調印したが、一月二日にSICOVAMとの交渉が打ち切られ、翌一月三日にはユーロクリアとSICOVAM、そしてパリ取引所傘下のクリアリング機関であるクリアネットが二〇〇〇年四月の正式契約に向けてヨーロッパ共通の決済・ネットイングのための戦略的提携計画を打ち出した。この際のユーロクリアの方針はハブ&スプークス・モデルではなく、セデルとDBCが目指した単一決済システムの採用にあり、ヨーロッパ第二のCSDであるSICOVAMと組むことにより、セデル/DBC連合に対抗しようという戦略であった。二〇〇〇年一月一七日にセデルとDBCによる新会社はクリアストリームとして発足したが、三月一五日に発表されたパリ取引所、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（新取引所はユーロネクスト）を受けて、ユーロクリ

アはユーロネクスト・グループのCSDを傘下に置く形でクリアストリームに対抗することになった。

その後、クリアストリームでは預託資産水増し問題やマネー・ロンダリング疑惑によってセデル時代から最高経営責任者を務めてきたアンドレ・ルツシ氏が二〇〇一年五月一五日に解任され、一〇月三十一日には買収提案の提示を求めているという報道が流れた。交渉相手はセデルに買収提案を持ちかけたことのあるユーロクリアと、D B Cの親会社としてクリアストリームの五〇%の株式を保有するドイツ取引所であった。一二月七日のクリアストリームの取締役会では、ユーロクリアは買収価格をセデル所有株にはユーロクリアの新株（買収後の株式の三〇%）、ドイツ取引所所有株には現金とユーロクリアの新株（買収後の株式の五%）で合計二六億五〇〇万ユーロに引き上げ、ドイツ取引所も買収価格をセデル株式に対して現金で二億五〇〇万ユーロまで引き上げたが、両提案は否決された。しかし、ドイツ取引所は買収価格をさらに引き上げる用意があるとして一月末を期限とした排他的買収交渉に当たることが決定されていた。そして、二〇〇二年二月一日にドイツ取引所によるクリアストリームの買収合意が発表された。買収価格はセデル株式に対して二六億ユーロ（プラス純資産売却予定額一億五〇〇万ユーロ）であり、この買収合意はセデルの株主総会での三分の二の多数決、規制当局の承認、ドイツ取引所監査役会の承認等によって成立し、二月二十八日まではセデルの株式買い取り請求を開始する予定であると発表されていたが、セデル株主による買収承認がおこなわれたのは四月一六日であり、ドイツ、ルクセンブルグ、イギリスの監督機関等による買収了承を経て、買収が完了したのは七月一日であった。¹⁾

こうした中で事前の報道もなく、七月四日に発表されたユーロクリアとクレストの合併計画は驚きをもって迎えられ、八月一四日にはユーロクリアで、八月一六日にはクレストで合併計画の株主による承認がおこなわれ、九月一九日に予定されているイギリス高等法院のヒアリングを受けて、合併は実現する見通しになってい²⁾る。

2 クレストの歩み

イギリスにおける証券取引の受渡し・決済は株式、国債、短期証券の間で別々におこなわれていたが、現在はクレストのもとに一本化されようとしている。一九九三年三月にロンドン証券取引所は新たな株式受渡し・決済システムとして準備を進めてきたトールラス(TAURUS)の開発を断念し、ロンドン証券取引所の要請を受けてイングランド銀行が新システムの開発にあたることになった。⁽³⁾そして、一九九四年一〇月に新システムの開発・運営会社としてクレスト(CRESTCO)が七〇人の株主によって設立され、一九九六年七月にロンドン証券取引所の旧株式受渡し・決済システムであるタリスマン(TALISMAN)から新システムCRESTへの段階的な移行が始まり、一九九七年四月に移行を完了している。さらにクレストは一九九九年五月にイングランド銀行から国債の受渡し・決済業務をおこなっていたCGO(Central Gilt Office)、同年九月には短期金融商品の受渡し・決済業務をおこなっていたCMO(Central Moneymarkets Office)の監督権限を譲り受け、二〇〇〇年七月には国債の受渡し・決済に株式と同じシステムを導入し、二〇〇三年には短期金融商品にも同システムを導入する予定である。

伝統的に株式の受渡し・決済が一定期間まとめておこなわれてきたイギリスではアカウント決済がおこなわれていたが、一九九三年七月には一〇営業日後のローリング決済(T+10)に移行し、一九九六年六月には五営業日後のローリング決済(T+5)に、二〇〇一年二月五日には三営業日後のローリング決済(T+3)に移行している。そして、二〇〇一年二月二六日には先物取引等でセントラル・カウンターパーティを勤めてきたロンドン・クリアリング・ハウス(LCH)がロンドン証券取引所の電子取引システムSETS採用銘柄のセントラル・カウンターパーティとなり、二〇〇二年七月からはLCHがネットینگ・サービスを導入している。

クレストは設立から七年に満たない会社であり、ロンドン証券取引所がセトルメント業務から撤退したことを受けて誕生し、ドイツやフランスのセトルメント機関と対抗するために国債や短期金融商品のセトルメント業務を公的機関から引き継ぐ形でイギリスのセトルメント業務を統合しようとしてきた。これまではどの国でもセトルメント業務は各国で中心市場となる証券取引所の下請けのような形で扱われてきたが、ユーロの導入に伴ってヨーロッパでは国境を越えた取引所の統合が提唱され、セトルメント機関の国境を越えた統合も取り沙汰されるようになった。一九九八年七月のロンドン証券取引所とドイツ取引所の戦略的提携がこつした動きの起点であり、クレストもこれを受けてドイツのCSDであるDBCと一九九九年九月に決済リンクを確立したが、両取引所間の戦略的提携は主導権争いから一度は立ち消えとなった。この間にはセデルとDBCの合併決定があり、次いでユーロクリアとSICOVAM/クリアネットの提携が発表され、クレストは両陣営と距離をとるような形で二〇〇〇年三月にスイスのCSDであるSIS (SeganterSettle)との間でTSN (The Settlement Network)と名付けた決済ネットワーク・システムを導入したが、同年五月には再びロンドン証券取引所とドイツ取引所の間で合併計画が発表され、DBCとの協力を余儀なくされることになった。そして、クレストとDBCが同年八月三一日にクロス・ボーダーの決済コスト削減計画を発表した直後にOMグループによる敵対的買収を受けたロンドン証券取引所は再びドイツ取引所との合併計画を撤回した。こうしてクレストはロンドン証券取引所のヨーロッパ株式市場統合戦略に振り回され、二度にわたってDBC/クリアストリームとの協力関係を模索したが、合併や買収という話は進まなかった。ところが、今回はロンドン証券取引所とユーロネクストとの提携関係を抜きにして、クレストはユーロクリアと合併計画(事実上の被買収)に踏み切ることになったのである。

3 ユーロクリアとクレストの目指す将来像⁽⁴⁾

(1) ビジネス・モデル

ユーロクリアとクレストの合併はEU加盟一五カ国中五カ国のCSDを含み、ユーロトップ三〇〇株価指数の六〇%以上、ユーロツパの国内債券残存額の五二%以上、預託機関保有ユーロ債の六二%以上のグループを形成することになる。合併後のビジネス・モデルは強力なユーザー・ガバナンスのもとで単一プラットフォームと単一オペレーターを実現し、コスト削減を達成するだけでなく、ユーロツパの金融市場を転換させることにあるとされている。そして、二〇〇八年までに以下の七つのサービスがすべての顧客に提供されることを計画している。

サービス・パッケージのフレキシブルな選択

顧客は標準的な国内サービスを低コストで選択できる一方、フル・サービス・パッケージを選択し、新グループ諸国だけでなく、他の二七市場のユーロ債や国際証券に対しても単一アクセス・ポイントを実現できる。

法制の選択

単一プラットフォームを通じて、顧客は当該国の規制に基づく直接保有とベルギー法に基づくプールされた証券の間接保有を選択することができる。

単一証券口座

顧客は新グループのどの決済機関を通じても保有株式にアクセスでき、サブ・アカウント・システムによって口座内の保有形態を指示することもできる。

低コスト

国内サービスは引き続き弾力的な費用補填政策によって低価格を実現し、フル・サービスは競争的な価格政策

を追及するが、生産性の上昇と規模の経済を反映した価格引き下げが見込まれる。

中央銀行と商業銀行の資金決済

顧客はユーロとポンドについては中央銀行の直接口座やサード・パーティの口座を利用することができ、フル・サービス・パッケージではユーロクリアの商業銀行資金支払いを広範な通貨に利用することができる。

市場関係者に対するコンサルテーションの拡大

各国ベースで利用者を中心とした市場アドバイザー委員会を設け、さらに各市場アドバイザー委員会の委員長を含めた国際市場アドバイザー委員会を通じて市場関係者との意見交換を重視する。

ビジネス・モデル実現へのモニタリング

ユーロクリア・バンクにビジネス・モデル実現委員会を設け、モニタリングをおこなうが、委員長（取引所関係者を禁じ、初代はクレストのウィックス会長）はロンドン市場とユーロネクスト市場から交互に選出される。

(2) タイムテーブル

現在から二〇〇四年末まで（フェイズ1）

- ・グループ内証券、ユーロ債、米国債に対するクロス・ボーダー決済アクセスを改善する。
 - ・グループ内証券に対するクロス・ボーダー決済費用を削減する。
 - ・投資信託等の他のサービスへも拡充する。
- 二〇〇五年から（フェイズ2）

・単一証券口座のもとで現存するCSD/ICSDのインターフェイスを通じて単一セトルメント・システム

(SSE)の中でグループ内証券、国際証券、ユーロ債にアクセスする。

- ・顧客のインターフェイスへの投資を保護するためにバック・オフィスの変更は最小化する。
 - ・現在利用可能なCSD/ICSDの機能は継続利用する。
 - ・グループ内証券やユーロ債に対するクロス・システム費用をクロス・ボーダー水準から国内水準に削減する。
 - ・あらゆるグループ内証券やグループ内機能に対して新たな共通インターフェイスを選択的に可能とする。
 - ・現在一つのCSD/ICSDのプラットフォームにおいてのみ可能な機能をすべての顧客に徐々に拡張する。
- 二〇〇八年

・顧客に単一証券口座、単一インターフェイス、単一ペイメント関係、サービス水準と料金の選択を通じて、あらゆるグループ内証券にアクセスすることを可能とする新たなプラットフォームへの移行を完了する。

(3) 企業構造とガバナンス

ユーロクリアとクレストの合併後、クレストはユーロクリアの子会社で決済業務を実際におこなっているユーロクリア・バンクの完全子会社となり、ユーロクリアの株式の一九%を保有することになるが、単一プラットフォームを導入するまではクレストとして存続し、活動する。

合併後、ユーロクリアの二六人の役員のうち七人はクレスト関係者(クレストのウィッククス会長は副会長、ロンドン証券取引所のファース最高経営責任者も加わる予定)とし、ユーロクリア・バンクの二二人の執行権のない役員のうち四人はクレスト関係者(クレストのウィッククス会長はここでも副会長)とする。また、クレストのシンプソン最高経営責任者はユーロクリア・バンクの六人の執行役員のうちの一人名となる。

4 ユーロクリアとクレストの合併の背景

二〇〇二年二月一日にドイツ取引所によるクリアストリームの買収合意が発表され、ユーロクリアとクリアストリーム（旧セデル）の統合というシナリオは崩れ、ユーロツパではユーロネクスト/ユーロクリア/クリアネット連合とドイツ取引所/クリアストリーム/EUREXクリアリング連合という取引所/セトルメント機関/クリアリング機関の対抗関係が明らかになった。両者に次ぐグループとしてはロンドン証券取引所/クレスト/LCHというグループが存在するが、ユーロクリアや旧セデルといったICSDが含まれていないという点でイギリス・グループの劣勢は否めない。しかも二〇〇一年一〇月にはユーロネクストによるロンドン国際金融先物・オプション取引所（LIFFE）の買収⁵が合意され、LIFFEがユーロネクストの傘下に入ったことはユーロツパにおけるデリバティブ市場がドイツ取引所グループ（EUREX）とユーロネクスト・グループ（LIFFE）に収斂しそうなことだけでなく、LCHの大株主であり、最大顧客でもあるLIFFEがユーロネクストの傘下に入ったことでLCHのユーロネクスト・グループ入りもありうるという観測も生まれた。そして、二〇〇二年春にはLCHとクリアネットの合併が協議されているという報道も流れた。しかし、両社の合併観測はとりあえず否定されており、LIFFEのクリアリング業務はこれまで通り、LCHがおこなっている。

こうした中で事前の報道もなく、七月四日に発表されたユーロクリアとクレストの合併計画は驚きをもって迎えられた。ロンドン証券取引所とイングランド銀行はこの発表を前向きに受け止めており、ある程度の根回しをクレストが事前におこなっていた模様である。さらに、ユーロネクストによるLIFFE買収が発表されたときのようなイギリス人による感情的な反発もほとんど報じられてはいないが、デリバティブ取引所ほどセトルメント機関が注目されていないためか、ユーロツパ化をイギリス人が受け入れ始めたためかは明らかではない。

ユーロクリアとクレストはユーロ債や外国株式のセトルメントについて従来からある程度の協力関係は確立していたが、ロンドン証券取引所のユーロネクスト・グループ入りを抜きにしてこの合併はおそらくこれまでに示唆されたことはない。クリアストリームの買収に失敗したユーロクリアはクリアストリームが一部株式を保有するイタリアのCSDであるモンテ・テットーリには縁が薄い。残るヨーロッパのセトルメント機関ではイギリスとスペインが候補と考えられるが、スペインでは複数の証券取引所とデリバティブ取引所、決済機関の合併計画が進行中であり、マドリード証券取引所のユーロネクスト・グループ入り抜きにはセトルメント機関の買収は有りそうにはない。とはいえ、ロンドン証券取引所のユーロネクスト・グループ入りを抜きにしてのクレストの合併もこれまでの経緯を考えると考えられないことであった。

他方、クレストとしてはLIFFEがユーロネクストの傘下入りし、イギリス・グループのジリ貧は目に見えており、ロンドン証券取引所の決定に振り回されるのではなく、自ら意思決定をしたいという事情があつたのかもしれない。また、ドイツのCSDやフランスのCSDに買収されるのではなく、ICSDであるユーロクリアによる買収はイギリスの面子も保てるし、後から参加することによってより有利な立場を得るというLIFFEの手法に学んだのかもしれない。しかし、最大のポイントは二度も協調体制をとりながら関係の進展がみられなかつたクレストとDBC（クリアストリーム）の関係にあつたのではないかと考えられる。ドイツ取引所はクリアストリームを完全子会社化し、縦型サイロと揶揄される取引所と決済機関の垂直的統合モデルを追及している。これに対して、ロンドンではヨーロッパ市場フォーラム（EMF）に代表されるように取引所と決済機関を分離した水平的統合モデルが市場統合モデルとしては評価が高い⁶⁾。EMFの初代ケント会長はイングランド銀行出身であり、クレストの設立に尽力した人物でもあつたことも全く無関係ではあるまい。クレストの企業文化、ある

いはロンドンの企業文化が、ザイフェルト最高経営責任者の率いるドイツ取引所の企業文化になじまず、その傘下にあるクリアストリームとの統合よりも、水平的統合モデルを掲げ、J.P.モルガンを通じてアメリカ（アングロ・サクソン）の企業文化とも近いユーロクリアとの統合をクレストに選択させたのではないだろうか。

注

- (1) ドイツ取引所によるクリアストリームの買収合意に至る経緯の詳細については、拙稿「ドイツ取引所によるクリアストリームの買収合意」(本誌一六〇四号、二〇〇二年三月)を参照。
- (2) CREST and Euroclear, "Euroclear and CRESTCo to Merge, Creating Europe's Premier Settlement System", *Media releases*, 4 July 2002 (<http://www.euroclear.com/EOC/Level0/02PR006.pdf>), "CRESTCo and Euroclear Shareholders Approve Merger", *Media releases*, 19 August 2002 (<http://www.euroclear.com/EOC/Level0/02MR07.asp>).
- (3) トーリス開発研究所の雑誌「エスケイ」 Helga Drummond, *Escalation in Decision-Making*, Oxford University Press, 1996 (邦訳、ヘルガ・ドラモンド『プロジェクト迷走すべっくパン トーリス システムの悲劇』日科技連、一九九九年)を参照。
- (4) フォトの説明は次の文書にちなむ。CREST and Euroclear, *Delivering a Domestic Market for Europe*, July 2002 (<http://www.euroclear.com/EOC/Level0/MA0041.pdf>), *Recommended proposal for the merger of CRESTCo Limited and Euroclear plc by way of a scheme of arrangement (under section 425 of the Companies Act 1985)*, July 2002 (<http://www.euroclear.com/EOC/Level0/EXETER.pdf>).
- (5) ユーロネクストによる「EUFME」の買収の経緯については、拙稿「EUFMEの決断—ユーロネクストによる買収合

意」(本誌一六〇〇号、二〇〇一年一月)を参照。

(6) E M F については、拙稿「ユーロCCPとDTCCの欧州クリアリング機関」(本誌一六〇一号、二〇〇一年二月)を参照。

(当所客員研究員)

証研レポート既刊目録

1594 (2001.5)	執筆者	1601 (2001.12)	執筆者
構造改革と投資銀行業務	二上	最近の個人顧客の動向	二上
米国新興企業とストック・オプション	伊豆	インターネット取引の拡大について	伊豆
ロンドン証券取引所の巻き返し策	吉川	ユーロCCP	吉川
- 海外キャンペーンとTSE 2001 -		- DTCの欧州クリアリング機関 -	
動き出した国債のRTGS (1)	福本	金庫株解禁の商法改正	福本
- 制度の概要 -		NYSEとナスダックのスプレッドの比較	三木
1595 (2001.6)		1602 (2002.1)	
個人金融資産の動向について	二上	新規参入業者に見るビジネスモデル	二上
インスティテットのIPO	吉川	オーストラリアとシンガポールの取引所間リンク	吉川
- ECN初の株式会社公開 -		- クロスボーダー・ネットワークの試み -	
上海証券取引所のコーポレート・ガバナンス調査 (2)	王	中国上場企業のパフォーマンス	王
- 監事会、経営陣および意思決定の在り方を中心に -		米国の機関投資家と取引コスト	三木
動き出した国債のRTGS (2)	福本	1603 (2002.2)	
- 現状と問題点 -		減資について	伊豆
1596 (2001.7)		- 株式・資本金・株主持分 -	
個別株先物取引と信用取引	二上	ナスダックの電子的価格改善システム	吉川
M&A会計とITバブル	伊豆	- プライメックス・オークション・システム -	
ナスダック・ヨーロッパとvirt-x	吉川	中国上場企業の株式所有構造と企業効率	王
- ヨーロッパでの新たな試み -		証券決済制度改革	福本
上海証券取引所のコーポレート・ガバナンス調査 (3)	王	- 現行改革議論の整理 -	
- 重役の選任、報酬および従業員の変化を中心に -		1604 (2002.3)	
NYSEの特別委員会報告書より	三木	清算機関のガバナンス	二上
1597 (2001.8)		- 市場インフラと競争 -	
証券取引所の株式会社化の意義	二上	法定準備金の取り崩しについて	伊豆
自社株買いについて	伊豆	ドイツ取引所によるクリアストリームの買収合意	吉川
ユーロネクストのIPO	吉川	ペーパーレス化証券の新決済制度	福本
- ドイツ取引所のIPOとの明暗 -		米国機関投資家の取引コストと取引システム (1)	三木
アメリカ政府債の清算機関GSCC	福本	1605 (2002.4)	
1598 (2001.9)		中国株式市場の形成と国有企業改革	王
ロンドン証券取引所の株式上場	吉川	米国機関投資家の取引コストと取引システム (2)	三木
上海証券取引所のコーポレート・ガバナンス調査 (4)	王	債券取引の電子システム	清水
- 上場企業のガバナンス文化を中心に -		1606 (2002.5)	
CCPのペーパーレス化 (1)	福本	日本版金融ビッグバンの評価	二上
- 日本初の不発行化 (dematerialization) -		中国の証券行政	王
オプティマーク市場休止が意味するもの	三木	- 中国版SEC (中国证券监督管理委员会)の誕生 -	
1599 (2001.10)		外為取引の減少と電子取引	伊豆
取引所の自主規制機能について	伊豆	1607 (2002.6)	
ドイツ取引所の新たな戦略 (2)	吉川	資産管理型営業の再考	二上
- ユロ建て米国株電子取引 -		中国の個人投資家	王
中国最大の総合家電メーカー海爾集団の経営管理と企業文化	王	投資顧問業者の注意義務について (1)	三木
- 「市場中心主義」と「顧客至上主義」をめくって -		- 運用機関の受託者責任より -	
ナスダックにおける株価セント表示導入の影響	三木	1608 (2002.7)	
1600 (2001.11)		家計の金融資産を取り巻く状況	二上
信用取引とデリバティブ取引	二上	投資顧問業者の注意義務について (2)	三木
自主規制機能の分離・統合論	伊豆	ペイオフと地方公共団体の公金管理	清水
- SIAの自主規制モデル案 -		1609 (2002.8)	
LIFEの決断	吉川	中国上場会社のコーポレート・ガバナンス原則 (1)	王
- ユロネクストによる買収合意 -		トランジション・マネジメント	三木
中国の外資導入における経済技術開発区の役割	王	ITバブル後の国際資本移動について	伊豆
- 天津経済技術開発区の紹介を中心に -			
CCPのペーパーレス化 (2)	福本		

(金額は本体価格で他に消費税がかかります。)

詳説現代日本の証券市場 2000年版

日本証券経済研究所編
A 5判 292頁 2,500円 送料 310円

図説アメリカの証券市場 1998年版

日本証券経済研究所編
A 5判 323頁 2,900円 送料 310円

図説イギリスの証券市場 1997年版

日本証券経済研究所編
A 5判 220頁 2,200円 送料 310円

図説ヨーロッパの証券市場 2000年版

日本証券経済研究所編
A 5判 299頁 2,800円 送料 310円

図説EUの証券市場 1999年版

日本証券経済研究所編
A 5判 217頁 2,200円 送料 310円

図説アジア・オーストラリアの証券市場 1994年版

日本証券経済研究所編
A 5判 294頁 2,330円 送料 310円

図説中国・香港の証券市場

日本証券経済研究所編
A 5判 193頁 2,039円 送料 310円

日本の金融持株会社

金融持株会社研究会編
A 5判 170頁 2,000円 送料 310円

ユーロ導入と金融・証券市場

EU通貨統合と証券市場研究会編
A 5判 300頁 2,900円 送料 340円

機関投資家と証券市場

ロンドン資本市場研究会編
A 5判 290頁 2,900円 送料 340円

Securities Market in Japan 2001

日本証券経済研究所編
菊判 347頁 3,200円 送料 340円

証券会社の組織と戦略

証券経営研究会編
A 5判 291頁 2,800円 送料 340円

金融市場の変貌と証券経営

証券経営研究会編
A 5判 238頁 2,300円 送料 310円

金融システム改革と証券取引制度

証券取引法研究会編
A 5判 279頁 3,200円 送料 340円

欧米における証券取引制度の改革

証券取引法研究会国際部会編
A 5判 253頁 3,200円 送料 340円

**証券取引における
自己責任原則と投資者保護**

証券取引法研究会国際部会編
A 5判 236頁 3,107円 送料 310円

コーポレート・ガバナンス

—アメリカ法律協会「コーポレート・
ガバナンスの原理：分析と勧告」の研究—
証券取引法研究会国際部会編
A 5判 291頁 3,883円 送料 340円

資産所得課税の理論と実際

日本の資本市場と証券税制研究会編
A 5判 279頁 2,800円 送料 340円

業際問題を越えて

—日米金融制度改革の研究—
グラス＝スティーガル法研究会編
A 5判 272頁 2,500円 送料 340円

証券関係文献目録(明治・大正・昭和)

小林和子監修 日本証券経済研究所編
B 5判 346頁 5,825円 送料 380円
(日本証券史資料 戦後編 別巻1 別装丁版)
(以後各年度版発行)

証券年表(明治・大正・昭和)

小林和子監修 日本証券経済研究所編
B 5判 1052頁 11,650円 送料 590円
(日本証券史資料 戦後編 別巻2 別装丁版)
(以後各年度版発行)

(金額は本体価格で他に消費税がかかります。)

日本証券史資料戦後編(全十巻、別巻)

志村嘉一監修 日本証券経済研究所編

- 第1巻 証券関係帝国議会・国会審議録(一)昭和20年-27年
B5判1012頁 8,500円 送料 590円
- 第2巻 証券関係国会審議録(二) 昭和27-36年
B5判 960頁 8,500円 送料 520円
- 第3巻 証券関係国会審議録(三) 昭和37-40年
B5判1026頁 8,500円 送料 590円
- 第4巻 証券史談(一)
B5判 714頁 8,500円 送料 520円
- 第5巻 証券市場の改革・再編
B5判1094頁 10,500円 送料 590円
- 第6巻 証券市場の復興と整備
B5判1008頁 12,000円 送料 590円
小林和子監修 日本証券経済研究所編
- 第7巻 証券市場の成長と拡大期(一)
B5判1112頁 13,592円 送料 590円
- 第8巻 証券市場の成長と拡大期(二)
B5判1114頁 13,592円 送料 590円
- 第9巻 証券恐慌
B5判1188頁 14,563円 送料 590円
- 第10巻 証券史談(二)・補遺他
B5判 903頁 10,680円 送料 520円
- 別巻1 証券関係文献目録(明治・大正・昭和)
B5判 346頁 6,796頁 送料 450円
- 別巻2 証券年表(明治・大正・昭和)
B5判1052頁 12,621円 送料 590円
(全巻セット特価 100,000円)

日本証券史資料戦前編(全十巻)

小林和子監修 日本証券経済研究所編

- 第1巻 証券関係元老院・帝国議会審議録(一)
B5判1083頁 12,000円 送料 590円

総合商社の経営分析

日本証券経済研究所編

A5判 150頁 1,900円 送料 310円

日米自動車産業の経営分析

日本証券経済研究所編

A5判 193頁 2,233円 送料 310円

上位都市銀行の経営分析

日本証券経済研究所編

A5判 229頁 2,621円 送料 310円

戦後証券史を語る 上・下

志村嘉一監修 日本証券経済研究所編

菊判 上285頁 各1,942円 送料 上310円(セット)
下390頁 各1,942円 送料 下340円(450円)

(日本証券史資料 戦後編 第4巻 普及版)

続 戦後証券史を語る

小林和子監修 日本証券経済研究所編

B5判 268頁 2,330円 送料 340円

(日本証券史資料 戦後編 第10巻 証券史談(二)の普及版)

外国証券関係法令集

日本証券経済研究所訳編

- アメリカⅠ 1933年証券法, 1934年証券取引所法
[改訂版] A5判 179頁 2,427円 送料 310円
- アメリカⅡ 1933年証券法規則
[改訂版] A5判 241頁 3,398円 送料 310円
- アメリカⅢ 1934年証券取引所法規則

絶版

- アメリカⅣ 1939年信託証券法, 1940年投資会社法
[改訂版] 1940年投資顧問法, 1970年証券投資者保護法
A5判 213頁 3,204円 送料 310円

- アメリカⅤ 連邦準備制度理事会規則(T,U,G,X 規則)
A5判 62頁 1,000円 送料 240円

- アメリカⅥ ニューヨーク証券取引所設立証書,
定款, 理事会規則
A5判 66頁 1,200円 送料 240円

- イギリス 2000年金融サービス市場法
A5判 385頁 4,300円 送料 310円

- 西ドイツⅠ 取引所法, 寄託法, 信用制度法(銀行法)
A5判 83頁 1,456円 送料 240円

- フランス
A5判 225頁 2,500円 送料 310円

現代企業と配当政策

日本証券経済研究所編

A5判 272頁 3,200円 送料 310円

財務リスク・マネジメント

—ALMの理論と実務—

日本証券経済研究所編

A5判 211頁 2,233円 送料 310円

オフバランス取引

—実態と会計の対応—

日本証券経済研究所編

A5判 194頁 2,233円 送料 310円

証研レポート第一六一〇号
二〇〇二年九月九日発行

(毎月一回第一月曜日発行)

昭和五十二年十一月十一日第三種郵便物認可

2002年9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)