

**証 研**

# レポート

No.1619

---

2003年8月

オプション取引の社会的意義と投資家保護

二上季代司（1）

マイカル社債のデフォルトと個人向け社債処理の問題点

松尾 順介（14）

米国の「双子の赤字」と国際資本移動

伊豆 久（26）

クリアネットとLCHの合併

～ユーロネクストのロンドン証券取引所包囲網～ 吉川 真裕（34）

財団法人 **日本証券経済研究所**  
大阪研究所

# オプション取引の社会的意義と投資家保護

一上季代司

一九八〇年代以降の金融市場に起きた特筆すべき変化の一つは、経済環境の変動激化（したがってリスク増大）と金融工学の発展によりデリバティブ（派生）市場が急速な発展を遂げたことであった。一九七三年に個別株オプションがCBOEに上場されてから、上場オプション市場は取引量の急速な拡大と上場銘柄の多様化がすすんだが、それだけではなく九〇年代に入ると、エクイティ・スワップ、クレジット・デリバティブなどオプションの原理を使った新種の取引が開発され、拡大した。これら新種の取引は、従来、賭博的性格をもち賭博罪に抵触すると考えられてきたのだが、冒頭で見たようなリスクの増大と金融工学の発展によって、これら取引の経済的な意義が見なおされるようになり、その結果、九〇年代前半に法的に解禁が容認されたのであった。とりわけ金融工学は、「将来の不確実性」リスク」という定性的な状態を数量に還元することで、リスクに関する契約を市場取引化することに成功した。このような変化の延長上に、ビッグバンによる各種デリバティブの解禁があることはいうまでもない。

ところで、こうした金融取引における歴史的な意義はあまり認識されていないようである。例えば、昨年、日経平均株価指数オプション取引につき某証券会社が適合性原則違反により違法勧誘で不法行為責任を問われた判決があったが、その判決文の中で「リスクヘッジの必要のない者が利ざや稼ぎのために行う指数オプション取引は「賭博性」の側面を強く持ち、このような賭博性の危険を承知で引き受ける者のみが行うべき取引であっ

て通常の多くの個人投資家には適合しない。……中略……個人投資家がオプション取引に参加することは賭博の勝ち方に関して知識の乏しいままにプロが相手の賭博場に参加していくことを意味し、もともとゼロサム市場において五分五分の危険であったものが、無知ゆえにハンディを抱えて参入することに成って危険のみが増大することとなる<sup>(1)</sup>（傍線と番号は筆者が付した）という認識が示されている。日経平均株価指数オプションに対するこのような見解は、冒頭で述べた近年の歴史的な意義が理解されていないことの反映であるように思われる。<sup>(2)</sup>

そこで、以下では 断りなき限り単にオプション取引という場合は日経平均株価指数オプションをさす

値鞘目的のオプション取引は投機ではなく賭博か？ オプション取引は、リスクヘッジ機能をもつといわれるが、そのメカニズムは何か？これと先の「賭博」とされる「値鞘稼ぎ」とはどう関係しているのか？すなわちオプション取引の社会的機能とは何か？ 投資家の属性によってオプション取引での「勝ち負け」に偏りが生じるのか？言い換えれば個人投資家が「負け組み」でプロの機関投資家や証券会社ディーラーが「勝ち組み」なのか？ オプション取引における真の意味での投資家保護とは何か？といった諸点について簡単に検討してみた。

## 2 値鞘稼ぎにおけるオプション取引 投機と賭博

一般に、賭博は将来の不確定な事態を賭けあってその当落を条件に富の再分配を行うもの、とされているが、単にそれだけなら賭博のほかに投機、ヘッジ、保険（ここでは損害保険を念頭においている）もそれに該当するはずである。<sup>(3)</sup>ところが、このうち賭博だけが賭博罪の適用を受け原則禁止とされるのに対し、他の三形態は経済的に意義のあるもの・有用なもの、と容認されているのはなぜだろうか。一見したところ、投機と賭博はともに将来の不確実からくる利得を追求しようとする（risk lover リスク愛好）のに対し、ヘッジと保険は将来の不確実

からくる損失を回避しようとする（risk averter リスク回避）という動機・態度・目的において区別できることがわかる。

（１）投機と賭博 共通性と相違性

そこで最初に、値鞘稼ぎにおけるオプション取引は賭博性の側面を強くもつ、と指摘されている点から見ておこう。つまり、ともに積極的に不確実性に賭けようとする点で共通する投機と賭博について、両者の共通点と相違点から検討しよう。

投機と賭博は、ともに将来の不確定な事態を賭けあって、その当落を条件に富の再分配を行う点で共通している。しかし、投機においては、その当て合いの対象が価格の騰落にあつて騰落の差額が授受されること、その当てあいの仕方そのものが売買形態をとること（上がると思つものは「買い」、下がると思つものは「売る」）、の二点において賭博と異なっている。賭博では当てあいの対象は何でもよく、また売買の形態をとらない。要するに、賭博は市場経済とは無縁な世界においても成り立つのである。ところが、投機は市場内・流通内の行為であつて市場経済においてのみ成り立っている。（安く買って高く売るのは、商業資本、産業資本を問わずおよそ資本たるものの共通の行為ですらある。）この意味で投機は資本主義社会において賭博より一段、高い地位を得るのである。

では値鞘稼ぎにおけるオプション取引は投機か、賭博か。この点につき、オプションとは別種の派生取引である先物取引（あるいは清算取引ともい<sup>4</sup>う）と比較してみよう。

(2) 値鞘稼ぎにおける清算取引とオプション取引

清算取引において予想の対象は将来価格の騰落であり、上(下)がると思つものは買(売)っておき、上(下)がった時点で反対売買を行い、その差額が授受される。したがつて値鞘稼ぎにおける清算取引は「投機」である。これに対し、オプション取引においても、予想の対象は将来価格の騰落であり、騰落差(正確には行使価格と決済日の価格との差額)が授受され、投機的性格が認められるが、契約時点ではまだ売買は行われておらず将来時点での売買の約束にすぎない。契約は流通外の行為にとどまつており、そこに「賭博的性格」が認められるのである。しかし、これに加えて、特に相場オプションの場合には流動性があり、約定後も転売・買い埋めが容易であることから、オプションそれ自体が価格変動し、そこに第二次的ではあるが、投機が付着する。

このように見ると、値鞘稼ぎのオプション取引は、賭博的要素を含むが「賭博そのもの」ではなく、賭博的要素を含む投機である、といったほうが正しいだろう。

### 3 オプションの社会的機能

次に角度を変えて、オプションの社会的機能について見よう。一般にデリバティブ取引の社会的機能としてヘッジ(保険つなぎ)が指摘される。もっとも、ヘッジは元来、清算取引において、保険とは区別されて使われてきた用語である。したがつて、この点についてもオプション取引に言及する前に清算取引について検討してみよう。

(1) ヘッジ(清算取引の場合)と保険 共通性と相違性

ヘッジも保険も、ともに将来の不確定な事態からくる損失を避ける(すなわちリスクを回避する)目的・動機で、当落を条件に富の再分配を行う、実需取引に付随した「複合取引」であること、の二点において共通している。実需取引において将来、何らかの原因で損失をこうむるリスクがあるからこそ、この損失を回避するためにヘッジや保険が用いられるのである。したがってヘッジ・保険は先の投機・賭博と比較すると、不確実性を回避しようとする点(投機・賭博はリスクラバー＝愛好者である)、必ず複合取引である(投機・賭博は単独取引でも成立する)、の二点において全く逆の立場にある。

他方、ヘッジと保険は次の点で異なる。すなわち、ヘッジにおいてはその当てあいが流通内の行為であるが、保険は流通外の行為である。<sup>(5)</sup>例えば、ヘッジにおいては、実需取引において現物を一〇〇円で買った者が値下がりすると困る場合に、別途に先物取引で売っておき、将来予想があたって値下がりは、その時点で買い戻し、実需取引での損失を先物取引での売買益でカバーするのである。ところが、保険においては、実需取引で(例えば)輸取出引を行っているものが輸出品目の輸送中に海難に遭うというリスクがあるときに、積荷の船が沈めば一億円もらおう、ただし、この賭け事のエントリー条件として沈んでも沈まなくても一〇万円渡そう、という契約を結ぶのである。その相手方になるのが保険引受者(アンダーライター)であり、あの船が沈めば一億円渡そう、他方、そうなった場合の支払原資をプールする必要から、沈んでも沈まなくても一〇万円もらおう、という契約内容となる。

こう見ると、オプションの場合は、その契約内容およびキャッシュフローのあり方からして、リスク回避行動はヘッジというより保険に近い。一方において大量の株式投資を行っているものが、株価が下がれば行使価格と

の差額をもらおう、その見返りとして下がっても下がらなくてもオプション料を渡そうという契約だからである。

## (2) オプションの社会的機能

以上の結果、清算取引、保険取引、オプション取引の社会的機能を総括すれば、次のようになる。

まずこれらの共通点を挙げると、ヘッジ手法ないしは保険契約を利用することによって、不確定な事態からくる損失に備えるべき追加資本を節約し、資本利益率（リターン）低下を食い止めることができる。事業会社の場合には思わざる原料高（あるいは製品安）に遭遇したり、あるいは海難・火災に遭遇した場合に、事業規模を維持するための追加資本を節約しているのである。株式投資における機関投資家の場合には、購入予定株の思わざる高騰（あるいは保有株の思わざる下落）のため解約に備えた準備金が減少し、それを補充するための追加資本を節約し得るのである。

このような損失（これに伴う追加資本）の回避・節約は、トータルに見ると清算取引、保険取引、オプション取引においてどのような意味をもっているのだろうか。清算取引の場合には、対象が流通内の価格変動からくる損失の回避であるから、一方の利得は他方の損失であって社会的にはゼロサムとなる。これに対し、保険の場合には海難や火災など流通外の事態から生じる損失の回避であり、社会的にも損失となる。日経株価指数オプションの場合も、対象が株価という価格変動であることから、清算取引と同様に、株価変動に備えるべき追加資本を節約し、資本利益率（リターン）低下を食い止めることに貢献しているのである。オプションの場合にも、一方の利得は他方の損失となり社会的にはゼロサムとなる。

### (3) 投機、ヘッジ、保険の社会的意義

では、今度は観点を变えて、清算取引におけるヘッジと投機を比較してみよう。両者はともに流通内の行為であるが、投機とヘッジは動機が正反対であり、この結果、投機は、リスクを回避しようとするヘッジヤーの相手方となってリスクを分担し、ヘッジヤー側がリスクに備えてさもなくば個別に保有せねばならなかったであろう追加資本を全体として節約することに貢献するという役回りになる。この節約益の一部がトータルとして投機利潤となるのである。したがって清算取引は、ゼロサムゲームであるが投機利潤はゼロにはならない。ヘッジヤー側にとつて追加資本が節約できるメリットがある分だけ、少々不利な価格であつても清算取引を取り結ぼうとするニーズがある。その部分がカウンターパートである投機の利潤に相当するのである。この投機利潤の受けとめ手である投機資本は抽象的にはゼロであり得るが、現実的には価格水準自体の変動に備える追加的な準備金相当額が必要となり、それが投機資本の自己資本となる(例えば先物ディーラーのネット・キャピタルがこれに相当する)。この額が多いと安全だが投機資本の利益率は低下する。

同じことを保険についてもみておこう。保険の場合、保険者には保険引受者(アンダーライター)がカウンターパートとなる。保険引受者は、保険者がリスクを回避しようとする相手になってリスクを分担する。保険者から徴収した保険料をプールし保険事由が発生した保険加入者に保険金を給付することで、各人が保険事由の発生に個別に備えた場合に必要となる追加資本が節約できるのである。したがって保険事由が発生する限り、社会全体としては絶対的な損失であるが、保険引受者の利潤はゼロにならない。保険者が個別に対応したときに備えるべき追加資本を節約できるメリットがある分、保険料に保険利潤を加算してもニーズがある、ということになるからである。



同様のことはオプション取引にも当てはまる。オプション取引はキャッシュフローとしては保険取引に類似しているが、その社会的意義は保険取引よりも清算取引のほうに近い。値鞘稼ぎのリスクテーカーの行為は、「賭博的要素」を含んではいるが、ヘッジヤーの相手方となってリスクを分担し、ヘッジヤー側がリスクに備えてさもなくば個別に保有せねばならなかったであろう追加資本を全体として節約するという、投機と同様の社会的意義を有しているからである。この節約益の一部がトータルとしてリスクテーカー側の利潤となる。したがってオプション取引も、ゼロサムゲームであるが「投機」利潤はゼロにはならない。ヘッジヤー側にとって追加資本が節約できるメリットがある分だけ、少々不利なオプション価格でも受容するニーズがあり、その部分が「投機」利潤に相当するのである。

以上のように、同じ将来の不確定な事態の当てあいでありながら、賭博を除く投機、ヘッジ、保険が社会的に有用なものとして容認されているのは、これらが流通内外の不確実性（リスク）から由来する追加資本の必要性を、リスク配分によって社会全体として節約する方法であるからにほかならない。その手段としては清算取引、保険取引のほかオプション取引があるのである。

#### (4) 賭博的要素への対処

とはいっても、保険取引とオプション取引はそれ自体としては流通外の行為であることから賭博的要素を含んでいる。そしてまた、その賭博的要素は条件さえ揃えば前面に出ることもあり得るし、したがってまた、工夫次第でその弊害を除去することもできるのである。

まず保険取引であるが、複合した二つの取引の金額に乖離があるとき、保険取引は賭博的要素を含んでしまう。

例えば、百万円の積荷に二百万円の保険を掛けると、差額の百万円分は賭博になる。この百万円分は、実需取引とは離れて、海難に遭うことに賭けているからである。このため保険業の歴史は、賭博的目的をもった保険加入者からアンダーライターが如何に自分の身を守るか、の歴史であつたともいえる。例えば過大保険からくる賭博的要素を排除するための評価技術（積荷の価値・保険金・保険料の評価）の発展、実損補填主義（実際に受けた損失額以上には支払わない）の確立、免責事項の挿入、受入保険総額と支払保険金総額を均衡化させるための保険数理技術の発展などはその好例である。これは逆にいえば、保険が賭博に墮することのないようにするための工夫でもある。

ではオプションの場合はどうか。オプション取引では保険取引の場合と違って、リスクテーカーはライター（売り手）だけではなく、買い手サイドにも現われる。複合取引以上に出るオプションの買いは値鞘稼ぎ（投機目的）であつてヘッジではなく、そのような取引は保険取引の場合と違って日常茶飯に見られるからである。むしろこのようなりスクテーカーが売り買い両方に広範に現われてこそヘッジヤーはリスクを回避でき、先述したオプションの社会的機能が果たせるのである。むしろオプション取引の「賭博的要素」の弊害は、店頭オプションのような相対取引にとどまる場合に顕著となる。アメリカでは、一九七三年にCBOEで個別株オプションが上場されるまでは、オプションは店頭取引で行われており、証券業者と顧客とのアイタイ取引に局限され、リスクテーカーとヘッジヤーが広範に交わることがなかった。つまり、リスクテーカーがヘッジヤーのリスクに備えた追加資本を節約するという先述の社会的機能は十分果たしていなかった。その意味では、証券業者と顧客とが株式相場を利用した賭博的行為を行っている、といわれてもやむをえない面があつたのである。しかも、オプションプレミアムは取引者の株価予想（確率分布）にもとづいて目の子算的に計算されており、往々にして

相場情報にアクセスできる証券業者側に有利な値付けになっていたのである。その意味ではまさに、「賭博性の側面を強く持ち」、顧客は「無知ゆえにハンディを抱えて参入することになって危険のみが増大する」こととなっていたのである。

しかし一九七三年に上場オプションが出現して以来、状況が変わった。オプションが上場されると、リスクテーカーとヘッジヤーが交わるようになり、取引参加者の間で広範にリスク配分が行われるようになった。すなわち、先述のオプション取引の社会的機能が発揮されるようになったのである。それだけではなく、ブラック・ショールズ・モデル（以下、BSモデルと略）によるオプション価格の算出は、上場されていることともあいまってオプション価格の透明性を向上させることとなった。

BSモデルの原理は「無リスク裁定機会の不在」であって、オプションの経済的価値を現物株と無リスク資産によって複製することによって算出している。保険の場合は保険事由が発生する確率分布を描き、多数の法則によって保険料を算出しているのだが、BSモデルは満期日における株価の確率分布を必要としない。一九七三年以前の店頭オプションのように各取引者の株価予想（確率分布）にもとづいて恣意的に算出される事はなくなったのである。BSモデルでは、一定の行使価格・行使期日のオプション価格は現物株価とボラティリティ（および金利）によって一義的に算出される。しかも上場オプションの場合には取引者の異なった株価予想はオプション価格に最大公約数的に集約され、インプライド・ボラティリティとして透明性をもって表現される。そこには店頭オプションに見られる不透明性は払拭されている。もし、オプション価格が上記の理論価格から乖離すれば、市場が効率的である限り、裁定取引が発生してその乖離を縮小させる。

このように金融工学の発展により、オプション価格は現物価格とボラティリティによって理論価格が算出可能

となった。また上場オプションの場合は、店頭オプションと違って流動性が高く、裁定取引を通じて理論価格へ収斂するようになってきている。こうした価格形成上の透明性は投資家の属性によって影響されるものではない。したがって個人投資家が常に負け組みであるなどとはいえないのである。

#### 4 小括

以上をまとめてみれば以下のようなふうになる。

(1) 値鞘稼ぎのオプション取引は、一般的には賭博的要素を含んでいるが、その弊害は店頭オプション時代のものである。冒頭で紹介した京都地裁判決のオプション取引に対する認識は、まさに一九七三年以前の店頭オプションにおいてこそ妥当するものであって、現代の上場オプションには妥当しない。

(2) オプションが上場され、BSモデルによるプライシングが行われると、値鞘稼ぎのリスクテーカーは「投機」となり、ヘッジャーのカウンターパートとなって価格変動リスクに備えるべき追加資本の節約に貢献する役割を担う。清算取引における投機と同様の役割を担うのである。こうした社会的機能を十分に働かせるためには参加者が個人を含む広範な層に広がっていることが望ましい。

(3) 従ってオプション取引は、ゼロサム市場（一方の利得は他方の損失）ではあるものの、投機はハイリスク・ノーリターンではない。リスクテーカー（投機）はリスク分担を通じてヘッジャーの追加資本節約に貢献する。したがってヘッジャーの側に理論価格から見て少々不利であっても利用しようとするニーズがあり、その結果、全体として投機はプラスサムとなる。<sup>(8)</sup>これは清算取引の場合と同様である。

(4) オプションの上場とBSモデルの開発により、オプション価格は透明性をもつようになった。こうした価

格形成上の透明性は投資家の属性によって影響されるものではない。したがって個人投資家が常に負け組みであるなどということはできない。ただし、満期日（権利消失）までの値動きは激しく、その間の価格変動に機動的に対処しなければディーリングが投機的得失を左右することはあり得る。この意味では相場情報に劣後する個人投資家は一般的には不利になる可能性はあるだろう。

(5) オプションの場合には、キャッシュフローのあり方が現物株は勿論、先物取引とも異なり特殊なもので高度の商品知識を必要とすること、ハイリスクであること（特に売り手の側はきわめてリスクが高くなること）、現物市場とオプション市場の相場情報を常にウォッチして売買のタイミングを逃さないことなどが特に注意すべき事項になる。こうした注意事項は、商品知識の普及、金額を少額に抑えること、インターネット利用により相場情報へのアクセスが容易になったことにより、絶対的な限界ではなくなっている。従って、投資家保護という点から、あらかじめ、個人投資家の参加を排除することが唯一の解決策とはいえない。結局は、証券会社による勧誘のあり方（説明義務、適合性の原則）と契約後のフォローアップの問題に帰着するのである。

注

- (1) 京都地裁平成二四年九月二八日判決（<http://cgi2.osk3web.ne.jp/~syoutken/db/data/140918.html>）
- (2) もっとも、筆者は、日経平均株価指数オプションに対するこのような認識が判決に影響したといっているわけでもちろんない。
- (3) 投機、賭博、ヘッジ、保険の共通性と相違点、ならびにそれらの社会的機能については川合一郎「株式価格形成の理

論(日本評論社、一九六〇年、のち「川合 郎著作集」第三巻、一九八一年に所収)第一編第三章において展開されている。もっとも本書では清算取引が分析対象となっておりオプション取引への言及はほとんどない。小稿は川合理論に依拠しつつ、さらにオプション取引についてその性格、社会的機能について検討するものである。

(4) 反対売買によって清算されるのが一般的であることから、先物取引はまた清算取引とも呼ばれる。

(5) 欧米の大学でスタンダードなファイナンスの教科書であるツヴィ・ボディとロバート・C・マーティンの「現代ファイナンス論」もその一章でヘッジと保険を区別している。ただ、その違いは、ヘッジの場合は逆の予想がた場合に得べかりし利益を失うが、保険の場合はプレミアムだけの損失限定であるというだけである。しかし、そうなるのはヘッジの場合には売買がすでに行われているためであるのに対し、オプションは売買の約束を取り付けただけで予想に反したばあいはその約束を放棄することができるからである。

(6) ここでいう価格変動は価格水準から乖離する限界変動部分であって、価格水準自体の全般的な上昇(下落)はヘッジできない。このことは、ヘッジしようと思っても相手が居ない、という形であらわれる。

(7) 例えば、百億円の株を保有している機関投資家が値下がりリスクを回避しようとして、想定元本二百億円分のプットオプションを購入すれば、差額の百億円分は値鞘稼ぎ(投機目的)である。

(8) これはもちろん全体としていえることなのであって、個々の投機行為が必ず利益を伴うわけではない。

( )にかみ きよし・客員研究員)

# マイカル社債のデフォルトと個人向け社債処理の問題点

松尾 順介

はじめに

大手スーパーのマイカルが破綻して二年近くが経過したが、その間にマイカル発行の社債や資産担保証券をめぐってさまざまな問題が発生した。とくに、デフォルトに陥った個人向け社債処理については、投資家数が三〇〇〇人という空前の規模に達したため、各方面に対する波紋も大きかった。現在、同社はこれら個人向け社債の社債権者に対して、三割弁済を提案しており、この方向で決着に向かうものと思われるが、この間に同社社債のデフォルトに関しては、以下の問題点がマスコミ等によって指摘されている。デフォルトに陥った個人向け社債処理手続の面では、社債権者集会の招集や議決権行使を巡る問題である。とくに、マイカル債のように、投資家数が三八〇〇〇人に上ると、社債権者集会の招集や議決権行使は容易ではなく、手続面での課題もある。

社債管理会社の役割について、社債管理会社が融資関係を有する銀行であったために、利益相反が生じていた可能性がある。証券会社については、顧客適合性に充分配慮した販売が必ずしも行われていなかった可能性がある。格付けについては、マイカルの株価が下落する過程で、その信用度の低下が懸念されていたにもかかわらず、適切な格下げがなされていなかった可能性もある。

本稿では、これらのうちから、とくに について考察する。その際、これに関連して施行された改正会社更生法についても触れることにする。

## 1 マイカル社債処理の経緯

大手スーパールのマイカルが経営破綻し、民事再生法を申請したのは、二〇〇一年九月一四日であり、同一八日には開始決定が下された。しかし、その後経営陣と主力銀行の間で経営再建に向けた調整が難航したため、同年一月二二日に会社更生法を申請した。これに伴い、裁判所によって管財人が選任され、保全管理命令が下された。その後、同年二月三日、手続開始決定が下された。さらに、二〇〇二年二月二八日、第一回関係人集会が開催された後、二〇〇三年六月三〇日、更生計画案が提出された。今後は、九月三〇日に第二回および第三回関係人集会が予定されており、ここで同案は審理および決議されることになる。なお、同案において個人向け社債の弁済率として社債額面の三〇%が提案された。

マイカルが発行し、その経営破綻によってデフォルトに陥った国内社債は、第三回から第二七回までの普通社債（発行総額三二〇〇億円、残高同じ）および第五回および第九回転換社債（発行総額三〇〇億円、残高五三億五五〇〇万円）である。これらの社債のうち、社債管理会社が設置されているものは、第三丁一二回債と第二六〓二七回債であり、主な社債管理会社は三和、富士、農林中金、興銀、新生、住友信託、第一勧銀などであるが、いわゆる個人向け普通社債とされるものは、第二六〓二七回債であり、その残高は九〇〇億円である。また、引受主幹事証券会社は、野村、日興、第一勧業証、興銀証、富士証、三和証、農中証、などである。なお、これらの社債の大半は、担保提供制限等の財務制限条項が付されているものの、すべて無担保債であった。

## 2 マイカル社債処理の問題点

このマイカル社債のデフォルト処理に関しては、前述のように、社債権者集会の招集や議決権行使を巡る問題



が生じた。

まず、商法上の問題がある。社債権の縮減には社債権者集会の決議が必要であり、社債発行会社が会社更生手続を開始した後は、次のような手続を踏むことが考えられる。商法の定める社債管理会社設置債に関しては、第二・三回の関係人集会が開催される前に、社債管理会社によって社債権者集会が招集される。ここで社債権者が決議を行い、社債管理会社に授權を行い、社債管理会社が関係人集会で権利行使することになる。この場合には、個人の社債権者は、関係人集会ではなく、社債権者集会において権利行使することになる。ここで、社債権者集会の決議要件であるが、二〇〇二年の商法改正以前の規定では、軽微な内容に関する決議であれば、特段の定足数の要件はなく、出席した社債権者の議決権の過半数でなしうるが、支払猶予・減免などの重要事項に関する決議（特別決議）は、過半数の議決権者の出席によって成立し、議決権の三分の二の賛成によって可決されることになっていた。しかし、マイカル社債の場合、個人投資家に社債券が分散されているため、社債管理会社が各社債権者に招集通知を発送することがそもそも困難な上、通知したとしても過半数の議決権者の出席を満たすことも難しいと考えられている。さらに、個々の社債権者は集会で議決権を行使するためには、あらかじめ供託手続を社債管理会社を通して行わなければならないが、このような煩瑣な手続を個人投資家が行ってまで権利行使するとは考えにくい。なお、個人向け社債の場合は、機関投資家向けのように登録機関への登録債ではなく、本券（現物債）が発行されている場合も多く、社債権者を確定すること自体が困難である。また、販売窓口となつた証券会社は顧客情報を有していると考えられるが、転売された場合、最終保有者を確定することは困難であり、また証券会社が顧客情報を銀行である社債管理会社に提供することには難色を示すことも考えられる。

次に、会社更生法上の問題がある。前述の社債権者集会が成立しなかった場合、個々の社債権者が関係人集会

で権利行使することになるが、個人向け社債を購入した小口の社債権者が積極的に関係人集会に参加し、ここで権利行使することは考えにくい。その際、裁判所に対する債権の届出は社債管理会社によって行われているため、個人向け社債の債権額も関係人集会の議決権数を算出する際の分母に算入される。しかし、議決権が行使されない場合、反対の意思表示とされるため、賛成票の不足につながり、案が否決される可能性が大きくなる。つまり、個人向け社債の債権額が大きくなればなるほど、案の否決要因が大きくなる。マイカルの場合、個人向けの普通社債および転換社債の債権額九五三億円は、一般更生債権となり、その総額一兆二〇〇億円の七〇八%を占めている。改正前の会社更生法では、可決要件は議決権総額の三分の二以上となっており、マイカルは旧法が適用されるため、この七〇八%が自ずから反対票になることによって、賛成票の確保がその分困難になる。

### 3 他の事例の紹介

上記のマイカル社債処理の困難さは、個人の社債権者が広範囲に存在したことによるものであるが、同様の事例としては、一九九七年九月に会社更生法を申請したヤオハンおよび一九九八年一二月に会社更生法を申請した日本国土開発の事例があり、同様の問題に遭遇している。

まず、ヤオハンの事例<sup>(3)</sup>では、発行総額五〇〇億円の国内転換社債のデフォルト処理において、ヤオハンが額面の一〇%で自社社債を買い取って処理した。なお、更生担保権の一八%、一般更生債権の二七・七%を社債が占めていた。とくに、社債は転換社債であったため、社債権者数は相当数(約一四〇〇〇人)に達していた。

買取を行った要因としては、次の点が挙げられる。無記名の社債権者の議決権は供託によって確定するが、改正前の商法では供託先は法務局・日銀(現行の商法では、社債管理会社)となっており、法務局等の事務体制

では手間と時間がかかった。会社再建に必ずしも関心の高くない社債権者が供託手続をした上で社債権者集会に出席するかどうか疑問であり、その場合関係人集会で計画案が可決されない恐れがあった。社債権者に対する弁済を分割弁済した場合、手続が煩瑣になる恐れがあった。また、一括弁済は債権者平等の原則に反する恐れがあった。多額の社債権者集会開催費用負担は債務者企業には耐えられない。また、社債管理等の費用も継続する。なお、これらの費用を共益債権化することは問題があった。

このような買取について、国内債は、当初無担保で発行されていたが、担付切替条項によって社債総額の10%弱が更生担保権となっていたので、10%で買取が行われた。その際、買取に応じるかどうかは社債権者の自由意志にゆだねられた。さらに、債権者平等原則については、社債処理費用の削減と柔軟かつ早期の更生計画策定によって、他の債権者の利益保護を図ることで了解が得られるものと判断された。

さらに、買取後の処理としては、買い取った社債はすべてスポンサー企業に転売された。転売価格は、額面額から予想される一般更生債権および更生担保権の弁済期までの中間利息を控除した額とした。この結果、九三%の社債が買い取られ、社債権者集会は成立し、社債管理会社に対し更生計画案賛成が授權された。

次に、日本国土開発の事例では、更生担保権一五七億円、優先的更生債権七・五億円、一般更生債権三〇四〇億円、うち社債残高は五七一億円であり、その内訳は第一回無担保債二〇〇億円、第二回同一〇〇億円、第三回同一〇〇億円、第四回同一〇〇億円、第五回無担保転換社債七・八億円であった。いずれも社債管理会社または商法改正前の社債受託会社が設置されていた。したがって、社債権者集会が開催された上で処理され、更生計画で弁済された。弁済は、六%の一括弁済または一〇%の一九年分割弁済となった。

この事例での手続上の問題点としては、次の点が指摘されている。<sup>4)</sup> スポンサーがおらず、資金不足のために、

ヤオハンのような買取処理ができなかった。供託に手間がかかり、時間を要することが障害となった。社債権者集会の招集について、機関投資家向けの登録債は利息の受領書によつて社債権者が確認できた（ただし、登録機関は守秘義務を理由に社債権者名を提出しなかった）が、個人投資家向けの現物債は供託されるのを待つしか、社債権者の確認方法がなかった。わずかな供託数で社債権者集会が成立しても、社債権者集会決議として有効かどうか議論の分かれるところとなった。したがつて、定足数の算定は発行数で行うこととなった。更生計画案をどの程度作成してから社債権者集会を招集するのか議論の分かれるところとなった。ここでは、機関投資家向け社債については、あらかじめ計画案の要旨を送付した上で、社債権者集会を招集した。第一〜四回債については、社債権者は機関投資家であつたので、議決権総額の九割程度の供託がなされ、社債権者集会も成立し、議決権行使の権限を付与したが、第五回の転換社債は個人向けであつたので、二〇〇〇名を対象としたホルを用意したものの、一人出席、四三名の委任状で流会した（供託率は議決権総額の六%未満であつた）。関係人集会に参加することを希望した個人の社債権者には、関係人集会の招集通知を出した。なお、更生債権全体に占める第五回債の残高の割合は、相対的に小さかつたため、関係人集会で更生計画案は可決された。

他方、更生計画作成上の問題点としては、次の点が指摘されている。少額弁済については、五〇万円以下を弁済することにした（五〇万円超の部分放棄すれば五〇万円弁済される）が、社債は一単位一〇〇万円なので、小額弁済の規定を当てはめて、すべて一〇〇万円で扱つと五〇%の弁済となつてしまふので、これを適用しなかつた。また、三億円までの一般更生債権はすべて一〇%とし、債権者平等を図つた。保有社債額によつて、まちまちの弁済率となる恐れがあるため、段階的弁済は、社債権者平等の観点から、社債に対して適用することは困難である。分割弁済は、手続が煩瑣になる上、多くの社債権者も一括弁済を望む場合が多い。

#### 4 最近の措置

前述のように、問題点は、商法上の社債権者集会に関するものと、会社更生法上の関係人集会に関するものに大別できるが、これらの問題点について、最近どのような措置がとられているかを見てみよう。

まず、商法上の社債権者集会に関しては、特別決議の成立が困難であることである。社債権者集会の特別決議は、株主総会の特別決議の成立要件を準用しており、過半数の出席が求められていた。しかし、二〇〇二年商法改正によつて、株主総会特別決議に関しては、定款で三分の一以上とすることが認められ、同じく社債権者集会特別決議に関しても、議決権の三分の一以上に引き下げられた。ところで、株主総会の場合は、定足数算定の基礎は株主総数となるが、社債権者集会の場合の定足数算定の基礎については明確な定めがなく、通説とされる鴻常夫説では、供託のない社債は、定足数算定の基礎（分母）から除外するものとされていた。<sup>(5)</sup>この見解によると、供託された議決権数を分母、その中で実際に行使された議決権を分子として定足数の充足の有無が判断されるが、供託手続をとりながら議決権行使を行わない社債権者は稀であることから、この見解によれば多くの場合に定足数が満たされることになる。しかし、この通説に対しては、できるだけ社債権者の総意を反映させるといふ見地からは、社債総額とすべきであるという異論も有力であり、<sup>(6)</sup>論者の間で必ずしも合意が形成されているわけではない。前述の日本国土開発の事例では、社債総額を定足数の算定基礎としたが、二〇〇〇年九月に民事再生法を申請した川 電気社債の事例では、供託した割合が社債残高の二一％であるにもかかわらず、裁判所は社債権者集会特別決議を認可しており、<sup>(7)</sup>実務ベースでも手続が確定しているとはいえないが、今後はこの川 電気の事例がひとつの先例となるものと思われる。

次に、会社更生法に定められた関係人集会における社債権者の手続参加についてである。前述のように、とく

に小口の個人の社債権者は、関係人集会に積極的に参加し、議決権行使を行わないために、更生計画案自体が否決される可能性がある。これについては、旧会社更生法では、届出された社債権に議決権が認められていたために、個人向け社債、すなわち社債管理会社設置債では、社債総額が議決権の分母に算入され、そのため案の否決される可能性が高まっていたが、二〇〇三年四月施行の改正会社更生法では、議決権行使の申出のあつた議決権のみが分母に算入されることと改められた。<sup>8)</sup>これによって、社債権者の無関心から案が否決されてしまう可能性をできるだけ排除しようとしている。<sup>9)</sup>ここでいう議決権の申出とは、個々の社債権者が裁判所に対して議決権行使の申出書を提出することをさし、具体的には申出をする社債権者の氏名、社債権の内容を記載し、社債券の写し等証拠書類を添付することになる。また、申出の時期は、更生計画案の内容またはその要旨を議決権を有する更生債権者に通知する必要上、更生計画案を議決に付する決定の時期までに行われなければならないとされている。なお、社債権者集会特別決議が成立し、裁判所がこれを認可した場合には、この集団的権利行使が優先し、個々の社債権者は自ら議決権を行使することはできない。

## 5 残された課題

以上のように、多数の個人投資家が社債権者となった場合、商法上の社債権者集会および会社更生法上の関係人集会において手続上の問題が発生することが明らかとなり、それぞれの措置がなされた。しかし、残された課題もあり、今後議論が展開されることが期待される。

第一に、社債権者集会決議の要件緩和については、定足数が議決権総数の三分の一とされたが、これでも実務的には集めるのが困難といわれている。したがって、定足数の算定基礎の問題とともに定足数自体も議論の対象

となるわけだが、他方で仮決議やみなし賛成といった制度の導入も議論の対象となるだろう。この仮決議とは、たとえば株主総会の定足数が満たされないうき、出席した議決権者の過半数によって仮決議を行い、それを欠席した議決権者に通知し、再度の総会招集を行い、そこでは定足数を要求しないとするものであり、かつて一九五〇年改正前の商法において株主総会について存在していた制度である。また、みなし賛成とは、当初の規約にその旨の規定を設ければ、総会に出席せず、かつ書面での議決権行使も行わなかつた議決権者については賛成票を投じたものとみなすことが可能であるとする制度であり、会社型投資信託で使われている。ただし、社債権者集会においてこれらの制度を導入することについては否定的な意見がある。仮決議については、費用と時間がかかりすぎ、またみなし賛成は、黙っているものを賛成しているものとみなすことが合理的とされる状況でしか使えないからである。<sup>(10)</sup>

第二に、会社更生法における関係人集会については、今回の改正で議決権行使の申出制度が導入されたが、民事再生法においてはこの制度は導入されておらず、前述の問題が残されている。この理由として、会社更生法は社債発行を行う株式会社を対象としているのに対して、民事再生法は各種法人を対象としており、すべての法人が必ずしも社債を発行するとは限らず、さらに社債管理会社に相当する制度が存在するとは限らない以上、社債だけに關係する制度を民事再生法に導入することは合理的でないという点が指摘されている。<sup>(11)</sup>

おわりに

最後に、マイカル社債については、旧会社更生法が適用されるため、改正会社法に導入された議決権行使の申出制度は適用されない。したがって、近々に予定されている社債権者集会に向けて、可能な限り供託を集めるこ

とが関係者の重要な課題となっている。なお、実務面では、供託数確保のために、販売窓口となった証券会社を通じて、社債権者に対して周知を図るだけでなく、社債権者が社債券を保護預りにしている証券会社を通じて、簡易な手続により供託することができるよう工夫されている。

注

- (1) 第三―二回債は、社債管理会社が設定されており、現在の慣例からすると、個人向け社債と考えられるが、これらの社債の発行時期は、一九九五年一〇月から一九九六年二月であり、当時は機関投資家向けの社債でも、必ずしも社債管理会社不設置債ではなかった。
- (2) 登録債の場合は、登録機関が社債権者を把握でき、かつ社債管理会社が登録機関を兼ねているので、社債管理会社は社債権者を把握できる立場にあるが、登録業務は守秘義務を課せられているので、登録機関の社債権者情報を社債管理会社が利用することについては議論があると思われる。
- (3) ヤオハン社債の処理については、瀬戸英雄・池内稚利「更生会社による自社発行債の買取り」、『債権管理』、第八七号、二〇〇〇年一月五日、一〇二―一〇八ページ、参照。
- (4) 日本国土開発の事例については、同社の更生管財人であった大橋正春弁護士が、その経緯と問題点を説明している。「座談会 会社更生と手続と社債をめぐる諸論点」(1)、『金融法務事情』、第一六三五号、二〇〇二年二月二五日、一五―一七ページ、参照。
- (5) 鴻常夫『社債法』、有斐閣、一九五八年、一八七ページ、参照。
- (6) たとえば、「座談会 会社更生と手続と社債をめぐる諸論点」(2)、『金融法務事情』、第一六三六号、二〇〇二年三



月五日、三七〜三八ページ、における藤田友敬発言では「定足数を要求する趣旨というのは、決議を成立させようとする者に、できるだけ多くの投資家の意思を問うべく票を集めさせようとするところにあるわけですから、供託して自分は権利を行使するぞといつてきた人だけを基準に判断してよいというのは、定足数の考え方からするといささか筋が違うのではないか」と論じている。

(7) 川 電気社債の事例については、「社債権者集会の定足数と再建型倒産手続」、『金融法務事情』、第一六三〇号、二〇〇一年二月二十五日、一〇〜二三ページ。

(8) 改正会社更生法における社債権者の手続参加に関しては、高木新二郎座長とする「会社更生と社債研究会」で数回にわたって議論がなされ、二つの案が提案された。「社債権の取扱いに関する会社更生法改正の提言」、『金融法務事情』、第一六二八号、二〇〇一年二月五日、六〜一五ページ、参照。

(9) 改正会社更生法における社債権者の手続参加に関しては、松下淳一「社債権者の手続参加」、『金融法務事情』、第一六七三号、二〇〇三年四月二十五日、二四〜三〇ページ、参照。

(10) これらについては、「座談会 会社更生と手続と社債をめぐる諸論点」(2)、『金融法務事情』、第一六三六号、二〇〇二年三月五日、三九〜四〇ページ、における大杉謙一発言参照。

(11) 前掲、松下淳一「社債権者の手続参加」、三〇ページ、注18、参照。なお、同論文では、民事再生法での再生計画案の可決要件として、頭数要件があるため、多数の社債権者が反対の議決権を行使した場合、議決権額要件を満たしていても再生計画が否決されるという点も指摘している。二八ページ、参照。

\* 本稿を作成するに際し、大杉謙一氏（東京都立大学法学部）、田頭章一氏（上智大学法学部）、から貴重なご教示を賜りました。

た。感謝申し上げます。

(まつお じゅんすけ・客員研究員)

# 米国の「双子の赤字」と国際資本移動

伊豆 久

はじめに

米国経済に、再び「双子の赤字」が現れつつある。

「双子の赤字」といえば、一九八〇年代前半、レーガノミクス下のそれがよく知られている。スタグフレーションを克服するためにとられた高金利・ドル高政策に減税等の財政刺激策が重なり、米国は巨額の財政赤字と經常収支赤字を抱えた。それが、八五年のプラザ合意（ドル安への方向転換）、八七年二月のルーブル合意（下がりにすぎたドルを支えるための政策協調）とその破綻によるブラックマンデーへとつながったのである。

当時と比較して、現在の「双子の赤字」はどのような状況にあるのだろうか。

經常収支赤字から見てみよう。九〇年代末のイーバブル期、米国は、好景気を背景に輸入を膨らませ、二〇〇〇年の經常収支赤字はGDP比で四・二%と八〇年代前半のピークを上回った。しかしこの頃は、貿易赤字の拡大の原因は、米国経済の高い成長性に期待した海外からの旺盛な資本流入と活発な設備投資であるため、問題ではない、八〇年代は財政赤字という公的要因が大きかったが、九〇年代末の貿易赤字は民間ベースの取引であり、市場メカニズムによる最適な資源配分の結果にすぎないとする意見が多かった。<sup>1)</sup>ところがバブル崩壊後も米国の輸入は減少せず、昨年は五〇三〇億ドル（GDP比四・八%）に達し、さらに今年の一 三月期は一三六一億ドル（同五・一%）で、絶対額、GDP比ともに過去最高を記録している。景気低迷期であるにもかかわ

らず貿易赤字が拡大しつづけているのであって、この点、ＥＴバブル期とはやや性格が変わりつつあるように思われる。

その上、財政赤字も急速に拡大している。九八年度から二〇〇一年度までは、クリントン政権の財政改革に好景気が重なって黒字転換に成功したが、昨年度は一五八〇億ドルの赤字に転落。今年度は二月の予算教書の段階では三〇四〇億ドルの赤字にとどまるはずであったが、六月までの九ヶ月間（米国の会計年度は一〇月から九月まで）ですでに二七〇〇億ドルに達している。景気低迷による税収減少にイラク戦争関連の歳出増加が重なったためであるが、通年で四五〇〇億ドル（ＧＤＰ比で四％超）となる模様であり、来年度はさらに増える予想されている。八〇年代初めの財政赤字（対ＧＤＰ比で六％近く）には至っていないが、楽観が許される数字ではなくなっている。

このように、米国経済はおよそ二〇年ぶりに「双子の赤字」に見舞われているのであるが、では今回も、前回と同様にドルの大幅な調整を必要とするのだろうか。その力ギを握るのは米国への資本移動であると思われるが、ここで関連するいくつかの論点を整理してみよう。

## 1 経常収支赤字とドル

国際資本取引が活発な現代では、経常収支赤字がただちに通貨安をもたらすわけではない。大量の資本流入があれば、自国通貨を高く維持することも可能である。

また、国際通貨ドルを擁する米国の場合、貿易依存度が低いこともあいまって、経常収支赤字は、国内では大きな問題とされない傾向がある。原則的には経常収支赤字に対してとられる経済政策は財政・金融の引締め政策

でなければならぬが、変動相場制以降、米国がそうした政策をとることはなかった。ピナインニグレクト（優雅なる無視）政策である。過去最大の経常収支赤字を抱える現在も、米国の政策は、常識とは反対に、景気刺激のための財政・金融の緩和政策である。対外的な不均衡（貿易赤字）と国内的な不均衡（デフレ）の矛盾に悩むことなく、ストリートに後者が追求されているのである。米国にとって、経常収支赤字は、ミクロ的な「不公正」貿易の問題とされることはあっても、マクロ的な問題としては認識されないのである。

しかしながら、そうした認識が可能であるのは、他国からの資本流入がドルを買い支え続け、かつ輸入財と競合する国内産業がそれを許容する場合に限られる。それが満たされなくなれば、ドルに対する引き下げ圧力（他国通貨の引上げ圧力）が高まることになるのであるが、では、現在の米国への資本流入はどうなっているのだろうか。

## 2 欧米間の資本取引

ユーロの対ドル相場は、九九年一月のユーロ＝一・一三ドル以来下落しつづけ二〇〇〇年から〇一年にかけては〇・八四ドルに達したが、それを底に反転、今年春には発足時を上回る一・一七ドルまで上昇した。こうしたユーロの下落と上昇の原因として、欧州の景気動向や欧州中央銀行への信認など様々な点が指摘されてきたが、もっとも重要なのは、九九年、二〇〇〇年と続いた欧州から米国への巨額の資本移動と、〇一年からのその停滞であると思われる。

その資本移動の中心は直接投資、とりわけ、世界的なＩＴブームと企業間競争のグローバル化を背景とした、欧州企業による米国企業の買収であった。株高のなかで、株式交換方式による買収が相次いだのであるが、それ

が、九九年から二〇〇〇年にかけてのユーロ安ドル高をもたらしたのである。<sup>(2)</sup>

これは、前回、八〇年代初めの「双子の赤字」を支えた対米資本流入と大きく異なる。当時の米国への資本移動の中心となったのは、日本からの米国債投資であり、直接投資では日本企業（家電・自動車など）による貿易摩擦回避を目的とする対米進出であった。ところが、九〇年代末には、財政黒字を達成した米国への国債投資は急減し、また日本企業は対米進出よりもストラに追われる状況にあり、その一方で欧州企業は、米国流の株式文化に乗る形で、株式交換方式によるM&Aを積極的に進めたのである。

しかしながら、株価に依存したこうした資本移動は、ブームが去り株価が急落すれば、それにともない急速に縮小することになる。欧州から米国への直接投資は、九七年の七五六億ドルから二〇〇〇年には二五一一〇億ドルへ急増したが、〇一年には半減、〇二年にはさらに五分の一の二六〇億ドルへと激減している。この対米直接投資の減少が、ここ一年余り続くユーロの対ドル相場の反転をもたらしているのである。

こうした八〇年代と九〇年代における資本移動の性格を比較すると、八〇年代は、国債を中心とする債券投資のウエイトが高く、したがって、金利が、資本移動と為替レートを大きく動かした時代であり、そのため各国の通貨当局が市場に合わせた政策運営を余儀なくされた時代であったのに対して、九〇年代末には、株価が国際資本取引と為替レートをリードし、したがって、株式のグローバル化（それは、株価の国際的収斂にとどまらず、会計や企業ガバナンスのグローバル化を意味する）が進展したと言えるであろう。金融のグローバル化が、金利規制や金融政策といったマクロ的なレベルから、個別企業の地球規模での再編というミクロレベルへと深化したことが、八〇年代とは異なるこうした九〇年代の特徴を生み出したのである。

### 3 米国・アジア間の資本取引

次に、日本を含む東アジア諸国と米国間の資本取引を見てみよう。

アジアの対米資本取引における最近の特徴は、通貨当局による巨額のドル買い市場介入である。日本の市場介入額は、今年七月末までで九兆円を超え過去最高となっているが、昨年一年間の日本の貿易黒字額が一二兆円であることを考えると、その規模の大きさを知らることができる。他のアジア諸国も、自国通貨の対ドルベースでの安定を目的に市場介入を繰り返し、外貨準備を積み上げている。

こうした為替政策は、果たしてどこまで持続的なのだろうか。ここでは二つの点を取り上げてみよう。一つは貿易との関係であり、もう一つは資本フロー上の問題である。

米国の経常収支赤字を相手国別に分けると(二〇〇二年)、東アジア二四%、日本二二%、EU一〇%である。<sup>(3)</sup>このうち、対ユーロでは相当程度の為替調整がなされたわけであるが、わずか一〇%のシェアしかない欧州通貨ユーロの上昇では、米国の経常収支赤字全体への効果は小さい。その一方で、アジア諸国は巨額の市場介入を行い、中国人民元は一ドル八・三元近辺に固定されており、円も一五円から二二〇円のレンジに収められている。いわば欧州だけがドルの調整コストを負担しているのであって、欧州では不満も高まりつつある。米国は、対イラク戦争等との関連もあり、これまで中国や日本の為替政策に表立った批判は控えてきたが、産業界から批判が高まれば、いつまでも余裕ある態度を維持できるとは限らない。

次に、アジア諸国による市場介入を資本フローとの関係で見えてみよう。アジア諸国が市場介入によって獲得したドルは、米国債等で運用されている。その一方で、米国からアジアへは巨額の直接投資がなされてきた。つまり、図式化すると、アジアから米国には国債等の債券や預金などの安全資産の形で資本が流入し、反対に米国が

らアジアには、直接投資や株式等のリスク資産の形で投資がなされているのである。これは、一九六〇年代頃から続く、米国の「世界の銀行」としての機能と言われるものである。しかし、前述のように、欧州はこうしたパートナーからは脱却しているため、正しくは、「世界の銀行」ではなく「アジアの銀行」あるいは中南米を含めて「途上国の銀行」と呼ぶべきであろう（そこには日本も含まれる）。

いずれにせよこの「銀行」機能は、米国にとっては、ドルレートを維持し、債券市場を支え、長期金利の上昇を抑制する効果をもつ。ドル安にとまなう最大の懸念材料は、ドル安 長期金利上昇 景気回復の腰折れであるから、その意味では、アジアの対米貿易黒字は、それが米国に還流する限り不快なものではないはずである。むしろ米国にとってのアジアは、輸出によって消費財市場を、市場介入によってドルと債券市場を支えてくれるありがたい地域とも言えるであろう。現在は、その微妙なバランスの上に立っているのであるが、アジアからの輸入に対する国内産業界からの批判が強まってくれば、相手国に市場開放要求と通貨の切り上げを要請せざるをえなくなるが、その時には、このバランスが大きく揺らぐ可能性が出てくるであろう。

米国の「銀行」機能をアジアの側から見ると、全く逆の性格が現れる。アジア各国は、リスクキャピタルの供給を米国に依存し、逆に、米国の債券市場を支えているのであって、このミスマッチの解消が、アジア危機後の大きな課題となっている。極端にいえば、外貨準備の米国債市場での運用は、米国市場の拡大に貢献する一方で、その分、アジア地域における国際的債券市場の発達を阻害していることになるからである。<sup>4)</sup> だからこそ、現在、アジア債券市場の創設が議論されているのであるが、それがドル離れにまで進むことになれば、アジアと米国との資本移動のリンクに、したがってドルの役割に、大きなインパクトを与えることになるであろう。



おわりに

では、今後のドル相場を左右する要因はどのようなものだろうか。

ドル高に作用する最大の要因は、ハイテク企業の立ち直りが伝えられるなか米国景気の回復が順調に進む可能性であろう。日本、欧州と比べた米国経済の相対的な優位は間違いなく、その上で循環的にも景気の回復が進めば、ドルへの期待が高まることになるであろう。とはいえ、ＥＴバブル期のような対米投資がただちに復活するとは考えにくいのではないだろうか。

また、景気回復を先取りする形で六月より長期金利の上昇が続いており（六月中旬の三・一％から七月には一時四・五％へ）、日欧との金利格差に注目したドル債投資が拡大する可能性がある。しかし、すでに政府機関債を中心に海外からのドル債投資はかなりの規模に達しており、長期金利の上昇（＝債券価格の下落）に直面した機関投資家の売りの拡大も伝えられている。

注目されるのは、ユーロよりもアジア、特に日本と中国であろう。市場介入、固定相場制がどこまで続くのか、それを米国がどこまで許容するのが大きなポイントである。円に関しては、日本の総選挙までは米国が日本に協力して円安を維持し、その後は、米大統領選に向けて今度は日本が米国に協力してドル安へのうかがった見方も出ている（『日経金融新聞』〇三年八月一日）。人民元に関しては、米国からの引上げ要求が日に日に強まっている状況にあり、また、中国側でも市場介入にともなうマネーサプライの増加が不動産バブルを起こしかけているとも伝えられている。失業（農村部の余剰労働力）や不良債権問題を抱える中国にとって、難しい判断を迫られることになるであろう。

注

- (1) エイバブル期の貿易赤字については、拙稿「『ニューエコノミー』期米国の国際収支」、『証券経済研究』三二号、二〇〇一年五月参照。
- (2) 株式交換による買収は、現金を使わないため、直接的なユーロ売りドル買いをもたらすわけではない。しかしそれは、欧州企業の米国経済への高い信頼を意味し、その高いアナウンスメント効果がドルを押し上げたのである。拙稿「エイバブル後の国際資本移動について」本誌一六〇九号、二〇〇二年八月。
- (3) S. B. Kamini, "U. S. International Transactions in 2002," *Federal Reserve Bulletin*, May 2003.
- (4) R. N. McCauley, "Capital flows in East Asia since the 1997 crisis," *BIS Quarterly Review*, June 2003.

(いず ひさし・客員研究員)

## クリアネットとＬＣＨの合併

～ユーロネクストのロンドン証券取引所包囲網～

吉川 真裕

二〇〇三年六月二五日、フランスの清算機関であるクリアネットとイギリスの清算機関であるロンドン・クリアリング・ハウス（ＬＣＨ）は年内の合併計画を発表した。クリアネットは一九九九年七月にパリ取引所の子会社となり、二〇〇〇年九月の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の合併によって新取引所ユーロネクストの子会社となっており、フランス、オランダ、ベルギーで清算業務をおこなっている。他方のＬＣＨはイギリスで清算業務をおこなっているが、最大顧客であるロンドン国際金融先物・オプション取引所（ＬＩＦＦＥ）が二〇〇一年二月にユーロネクストに買収されたことにより、クリアネットとＬＣＨの合併に対する期待が高まっていた。というのも、取引所の統合から証券決済機関の統合へと向かったヨーロッパの株式市場統合は二〇〇〇年末には清算機関の統合へと焦点が移動し、ＬＣＨ、クリアネット、ドイツのユーレックス・クリアリングの三大清算機関に対する合併要請となったが、二〇〇一年一月にはこの要請は三者から断られ、断念されたという経過があったからである。

本稿では、クリアネットとＬＣＨの合併の背景を振り返った後、この合併計画の詳細を紹介し、これがヨーロッパの株式市場統合にもたらす影響について考察する。

## 1 クリアネットとLCHの合併の背景

ヨーロッパでは単一通貨の導入が現実味をもつにつれ、単一通貨の導入が株式市場の統合に及ぼす影響に注目が集まることになった。一九九八年七月にはロンドン証券取引所とドイツ取引所がいち早く共通株式取引プラットフォームとヨーロッパ統合株価指数の開発を目指して戦略的提携を打ち出したが、一九九九年春には両取引所間の主導権争いから株式市場統合への期待は後退していた。一九九九年五月には国際決済機関（ICSD）であるユーロクリアが新たな決済機関統合モデルを打ち出し、もう一つのICSDであるセデルの買収提案を発表したが、セデルはドイツの中央証券保管機構（CSD）であるドイツ取引所クリアリング（DBC）との対当合併（新会社はクリアストリーム）という形で答え、ユーロクリアは同年一月にフランスのCSDであるSICOVAMと清算機関であるクリアネットとの戦略的提携計画という形で対抗した。二〇〇〇年三月にはパリ取引所、アムステルダム取引所、ブリュッセル取引所の合併計画（新会社はユーロネクスト）が報じられ、これを受けてSICOVAMがユーロクリアの子会社になる計画が発表され、クリアネットとLCHとの清算機関の合併交渉も伝えられた。そして、同年五月にはロンドン証券取引所とドイツ取引所の合併計画（新会社はiX）が発表されたが、九月にはOMグループによるロンドン証券取引所の買収提案もあり、この合併計画は撤回された。

ヨーロッパにはロンドン証券取引所、ドイツ取引所、パリ取引所という三大取引所とユーロクリアとセデルという二大ICSDが存在していたが、国益やプライドにかかわる取引所の統合は一筋縄ではいかないので決済機関の統合を求める声が大手金融機関の間で強まり、ヨーロッパ証券フォーラム（ESF）という団体がロンドンに設立され、その会長にはイングランド銀行出身でイギリスのCSDであるクレストの設立に尽力したペン・ケント氏が就任した。ESFは当初ユーロクリアとセデル、後にユーロクリアとクリアストリームの合併を強く働

きかけていたが、取引所と同様に決済機関の合併も困難であることから、清算機関の統合へと目標を転換した。証券取引にセントラル・カウンターパーティ（CCP）を導入していなかったヨーロッパでは清算機関はデリバティブ取引を主な業務としており、LIFEEのCCPであるLCH、フランクフルトのユーレックスのCCPであるユーレックス・クリアリング、パリのフランス国際金融先物取引所（MATIF）とパリ流通オプション市場（MONEP）のCCPであるクリアネットが三大清算機関であり、これらの機関に対してESFは統合・合併への圧力を強めた。そして、これらの統合を促すために二〇〇〇年二月に『ユーロCCP』単一汎ヨーロッパへのESFの青写真』と題する報告書を発表し、単一CCPのもたらすメリットと二〇〇一年中の導入計画を明らかにした。しかし、二〇〇一年一月には三大清算機関がいずれもこの提案に否定的な見解を示し、決済機関の統合に続いて清算機関の統合も挫折してしまった。

しかし、二〇〇一年三月にイースダックの買収とナスダック・ヨーロッパとしての再編を発表したナスダックは、ESFの青写真を受けて決済機関は既存のCSDやICSDを利用するが、清算機関は新たに設立する計画を明らかにした。そして、その清算機関の母体はアメリカのCSDであり、清算機関でもあるDTCC（Depository Trust & Clearing Corporation）であり、ESFの単一汎ヨーロッパCCPモデルを引き継ぐ形で新たなヨーロッパ株式市場統合モデルを導入することになった。同年九月にはロンドンに設立されたヨーロッパ・セントラル・カウンターパーティ・リミテッド（ユーロCCP）が金融サービス機構（FSA）からイギリスの公認清算機関として認可され、一二月にユーロCCPはクリアリング業務を開始したが、ユーロCCPの利<sup>(1)</sup>用は強制されてはならず、ナスダック・ヨーロッパでの取引自体が低迷していたことから成果は上がらなかった。

他方、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に解任され、一〇月にはクリアストリームが買収提案の提示を求めているという報道が流れた。交渉相手はかつて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、DBC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一三億五〇〇万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一六億ユーロ（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つて成立し、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。<sup>(2)</sup>

さらに、ドイツ取引所によるセデル買収に対抗する形で、二〇〇二年七月四日にはユーロクリアとクレストの合併計画が発表され、八月二四日にはユーロクリアで、八月二六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、九月一九日のイギリス高等法院のヒアリングを受けて、両者の合併も実現することになった。<sup>(3)</sup>

こうした中で二〇〇一年一二月にLCHの最大顧客であり大株主でもあるLIFEがユーロネクストに買収されたことにより、クリアネットとLCHの合併に対する期待が再び高まっていたのである。<sup>(4)</sup>

## 2 クリアネットとLCHの合併計画の詳細<sup>(5)</sup>

### (1) 目的

クリアネットとLCHの合併はヨーロッパをリードする独立したCCPグループを創造することを目的としており、イングランドに新設される金融持ち株会社LCH・クリアネット(LCH:Clearnet Group Limited)のもとでクリアネットとLCHは対等合併する。

LCH・クリアネットは清算機関による広範なサービスを提供し、真の国際的なクロス・アセット・クラススの清算機関として、利用者にとって選択の可能な清算機関(the CCP of Choice)となることを目指す。清算業務の対象はエンデックス(Index)、ユーロネクスト(LIFFEを含む)、インターコンチネンタル取引所、国際石油取引所(IPE)、ロンドン金属取引所(LME)、ロンドン証券取引所、パワーネクスト(ユーロネクスト傘下の電力取引所)、ヴァーテックス(virt-x)で取引される株式、上場デリバティブ、コモディティ、そしてブローカーテック(BrokerTec)やMTSを含むOTC市場で取引される金利スワップ、債券、レポである。

LCH・クリアネットは利用者には大幅なコスト削減機会をもたらすのみならず、株主に対しても利益をもたらすことを目指す。

### (2) 構造

クリアネットとLCHの合併条件は双方の株主資本を六億ユーロとする対等合併であり、LCH・クリアネットの株主資本は一二億ユーロとなる。このため、合併に先立ってクリアネットの株主は一億五〇〇〇万ユーロ、LCHの株主は三三六〇万ポンド(三四一〇万ユーロ)の払い戻しを受けることになる。

クリアネットとLCHの合併は利害関係者の利益をバランスさせることを目指しており、クリアネットの株式がユーロネクストに八〇・五％、ユーロクリアに一九・五％保有されていること、LCHの株式が利用者に七五％、ユーロネクスト傘下のLIFFEに二五％保有されていることを考慮して、LCH・クリアネットの株主比率は利用者が四五・一％、取引所が四五・一％（ユーロネクストが四一・五％、LMEが二・七％、IPEが〇・九％）、ユーロクリアが九・八％とする。このために、ユーロネクスト・グループはLCH・クリアネットの株主資本の七・六％（約九一〇〇万ユーロ）をLCHのA株所有者に売却する。

ただし、LCH・クリアネット株式の議決権はユーロネクスト二四・九％、ユーロクリア九・八％、各利用者三・〇％を上限と定め、ユーロネクストは株主資本の一六・六％に当たる優先株を保有することになる。さらに、ユーロネクスト以外の株主は関連会社を合わせて二〇％を超える議決権を行使することは認められていない。

また、合併後五年間、LCH・クリアネットの株式は、ユーロクリアを例外として、LCH・クリアネット・グループと清算会員契約を結んだ利用者か、清算契約を結んだ取引所のみ保有が認められており、その後も取締役会の提案を受けて株主の過半数が賛成しない限り、この保有制限は継続される。

### (3) ガバナンスとマネジメント

LCH・クリアネットの取締役会は一九人の取締役で構成され、利用者が指名する六人、取引所が指名する六人（ユーロネクストは四人、LMEは一人、IPEは一人を指名）、ユーロクリアが指名する二人、執行取締役二人、外部取締役三人（この中の一人は会長）からなる。

このうち、執行取締役二人と外部取締役二人についてはすでに決定されており、LCHのデイビッド・ハーデー



イ（CEO）がLCH・クリアネットのCEO、クリアネットのパトリス・ルノーCEOがLCH・クリアネットの次席CEO、デイビッド・プリチャード氏とジェラルド・ラ・マチニエ氏が外部取締役となり、ジェラルド・ラ・マチニエ氏はLCH・クリアネットの会長を務める。

#### （4）統合の便益

クリアネットとLCHの合併は三年から四年に渡って三段階でおこなわれるが、現時点では予想可能な将来においてクリアネットとLCHというそれぞれの組織がなくなることは考えられておらず、持ち株会社のもとで両組織は別々の清算機関として業務をおこなっていく予定である。

##### フェイズ1（業務手続きの調整）

この段階では清算業務の対象や会員制度はこれまで通りであり、システムや業務手続きの調整、リスク管理のためのベスト・プラクティスの特定、会員要件のすり合わせを通じて、両清算機関の統合へ向けた準備を進める。

##### フェイズ2（テクノロジーの合理化）

この段階でも二つの清算機関は別々に清算業務をおこなうが、共通のプラットフォームを導入し、共通の業務手続きを通じて、規模の経済によるコストの削減を実現する。

##### フェイズ3（清算機関の選択）

この段階でクリアネットとLCHはLCH・クリアネット・グループの清算対象すべてに渡る全清算業務を提供することが可能となり、利用者は法制上の判断からクリアネットかLCHのいずれかを選択すること

になる。

フェイズ2の共通ITプラットフォームの導入には約三〇〇万ユーロの費用が見込まれているが、二〇〇七年の統合完成（フェイズ3）までにはITコストの節約で年間約三〇〇万ユーロ、非ITコストの節約で年間約五〇〇万ユーロ、計年間約三五〇〇万ユーロのコスト（LCH・ユーロネクストのコストの一九％）が削減されると見込まれている。

なお、共通ITプラットフォームは会員との接続にクリアネットのハブ・インターフェイスを利用し、共通のシステム設計のもとで、クリアネットのクリアリング21とLCHのプラットフォームの二つをコア・プラットフォームとする予定である。クリアリング21は株式と大半の上場デリバティブ商品を対象とし、LCHのプラットフォームは非鉄金属、OTCの債券、レポ、スワップ、および低流動性商品を対象とする。そして、コアの清算サポート・システムはLCHによって提供される。

また、クリアネットとLCHの従業員はクリアネットとLCHの合併によってこれまでの権利が制限されることは一切なく、従業員の犠牲によるコスト削減は計画されてはいない。

#### （5）株主の便益

LCH・クリアネットは予想外の環境の変化がない限り、利用者が支払う清算コストを引き上げることではなく、清算コストを引き下げていくことを目指している。しかし、LCH・クリアネットは営利目的の株式会社でもあり、株主に対してもできる限りの配当をおこなっていく予定である。

ＬＣＨ・クリアネットの利子・税前収益（ＥＢＩＴ）は二〇〇六年度以降、少なくとも一億五〇〇〇万ユーロに達することを目指しており、このＥＢＩＴは株主資本に対して約一五％の税引後利益となる大きさである。

ＬＣＨ・クリアネットのＥＢＩＴが一億五〇〇〇万ユーロを越えた場合には、超過額の七〇％は利用者へ還元することを予定しており、残る三〇％が株主への配当可能利益に回されることになる。配当政策は取締役会の決定事項であるが、規制当局の承認と優先株への支払いを経た上で、特段の理由がない限り、配当可能利益の五〇％以上を株主に配当することをＬＣＨ・クリアネットは目指している。

なお、優先株への配当は六カ月ものユーロＬＩＢＯＲ＋一二五ベースポイント、または普通株への配当のうち大きい方と定められており、転売あるいは転換されていない優先株は額面金額で償還されることが予定されている。

#### （６）規制

ＬＣＨは引き続き、公認清算機関としてイギリスの金融サービス機構（ＦＳＡ）の監督下にある一方、クリアネットは与信機関としてフランスで認可された清算機関であり、ベルギー、オランダ、ポルトガルの規制当局との協力の下で、銀行委員会（ＣＢ）、与信機関・投資サービス会社委員会（ＣＥＣＥＩ）／フランス銀行、金融市場評議会（ＣＭＦ）といったフランスの監督当局のもとに止まる。そして、イングランドに金融持ち株会社として新設されるＬＣＨ・クリアネットは、クリアネットが与信機関であることから、全社ベースでフランスの銀行規制当局の監督下に置かれることになる。

### 3 ヨーロッパの株式市場統合

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、ヨーロッ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／EUR EXクリアリング連合という取引所／決済機関／清算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）の買収が合意され、LIFFEがユーロネクストの傘下に入ったことはヨーロッパにおけるデリバティブ市場がドイツ取引所グループ（EUR EX）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。さらに、二〇〇二年七月四日に発表されたユーロクリアとクレストの合併はロンドン証券取引所の孤立化を加速し、LCHの身の振り方にも影響を及ぼしたものと考えられる。

二〇〇三年六月二五日に発表されたクリアネットとLCHの合併計画はユーロネクストによるLIFFE買収やユーロクリアとクレストの合併ほどの反応はみられなかった。LIFFEのユーロネクスト傘下入りとクレストのユーロクリア傘下入りでLCHのクリアネットとの合併は時間の問題とみられていたからであろう。LCHにしてみれば、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影響は大きく、L

ＣＨがクリアネットとの合併を通じてユーロネクスト・グループ入りしなければＬＩＦＦＥがクリアネットに清算業務を切り換えることは十分に予想されたし、クレストがユーロクリアとの合併に踏み切ったことはＬＣＨがクリアネットと合併したとしてもイギリス・グループ離れを批判される筋合いにないことを保証していたとも言えよう。むしろ、ＬＩＦＦＥやクレストがおこなったように、いかにしてクリアネットとの合併条件を有利に持ち込むかが最大の関心事ではなかったであろうか。実際、ＬＣＨのデイビッド・ハーディCEOは一八カ月に及ぶ交渉が両者間でおこなわれていたことを認めており、交渉の開始はＬＩＦＦＥがユーロネクストに買収された直後ということになる。<sup>6)</sup>

ハブ・インターフェイスと高流動性銘柄のプラットフォームはクリアネットに譲ることになったが、ＬＣＨはもともと清算システム自体の先進性をアピールしていたわけではないし、将来性のあるＯＴＣ取引のプラットフォームとフォームと伝統のある非鉄金属等の上場デリバティブのプラットフォーム、そしてコアの清算サポート・システムを受け持つことになったのであるから、この合併計画はＬＣＨにとってまずまずの成果であったと考えられよう。法制面の問題を考慮すると、イギリスでの取引は従来通り確保したままで、ユーロネクストでのＯＴＣ取引を取り入れる可能性があり、ＬＩＦＦＥやクレストと同様に、名を捨てて実を取ったと言えるだろう。

他方、クリアネットにしてみれば、ハブ・インターフェイスと高流動性銘柄のプラットフォームを確保することで、清算システムの先進性をアピールし、ヨーロッパ標準の清算システムというイメージを作り上げるのには成功したと言えようが、システム提供費用を高めに設定しなければ合併前よりも収益が拡大することになるのかどうかはわからないだろう。むしろ、この合併はクリアネットが望んだというよりも親会社のユーロネクストが望んだものであり、ＬＩＦＦＥの清算業務をＬＣＨからクリアネットに切り換えることに成功していればクリア

ネットにとつてはより大きな成果となつていたに違いない。この合併を後押ししたとみられるユーロネクストにしてみれば、今回の合併では現金を全く使用せず、LCHの取り込みに成功したのであるから、最終的にユーロネクストがヨーロッパの中心になることができる、とすれば大きな一歩と言えるであろう。しかもLCHのA株保有者に株式を売却し、優先株の償還も見込めるのであるから、LCHを買つて現金を得たと言えなくもない。

それでは、今回のクリアナットとLCHの合併はヨーロッパの株式市場統合にいかなる影響を及ぼすことになるのであろうか。ドイツ取引所はデリバティブ取引所ユーレックスとその子会社である清算機関ユーレックス・クリアリング、ECS Dであるクリアストリームを傘下に持ち、取引から清算、決済を一括しておこなう垂直的格納庫（Vertical Silo）アプローチを採っており、ロンドン証券取引所はこれに対抗して取引、清算、決済を利用者が自由に組み合わせることのできる水平的競争アプローチを採用している。ユーロネクストも当初はフランスでそれぞれデリバティブ取引所、清算機関、決済機関を傘下に持つていたが、決済機関を第三者であるユーロクリアに差し出す一方、ユーレックスと並ぶデリバティブ取引所であるイギリスのLIEFFEを傘下におさめ、ユーロクリアによるイギリスの決済機関クレストの統合を後押しし、今回はクリアナットをLCHと合併させるという形で取り込んだ。ユーロネクストがドイツ取引所と同じアプローチを採っていないことは明らかであるが、株式所有に拘つていことからみるとロンドン証券取引所と同じアプローチを採つていても言い切れない。ユーロネクストはロンドン証券取引所やドイツ取引所に対する劣勢を挽回するために相手に見返りを与えて取り込むという形で統合を進めており、議決権行使という最後の手段を隠した宥和政策とも考えられる。そして、その結果実現したものは従来の既得権益を保護しながらシステムの共通化をはかるということであり、一極集中の統合ではなく、同質的な組織のネットワーク化であり、当初から各参加者が合意に達すれば実現できたであろう形

である。いかなる形の統合がヨーロッパの株式市場で生じるのかは今後の展開を待つしかないが、イギリス・グループから取り残されたロンドン証券取引所の行方が今後の展開に大きく影響しそうであることは間違いない。

注

- (1) ESFの活動とユーロCCPの詳細については、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、二〇〇一年十二月)を参照。
- (2) ドイツ取引所によるクリアストリームの買収の詳細については、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。
- (3) ユーロクリアとクレストの合併の詳細については、拙稿「ドイツ取引所によるクリアストリームの買収合意」(本誌一六二〇号、二〇〇二年九月)を参照。
- (4) ユーロネクストによるLIEFFEの買収の経緯については、拙稿「LIEFFE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。
- (5) 以下の説明は次の文書による。Clearnet and London Clearing House, *Clearnet and London Clearing House to Merge to Form the LCHClearnet Group, Europe's Leading Independent Group of Central Counterparty Clearing Houses*, 25 June 2003.
- (6) Alan Matrich, "LCH, Clearnet Merge To Boost Single Mkt Hopes," *Dow Jones Newswires*, 25 June 2003.

(よしかわ まねひろ・客員研究員)

# 証研レポート既刊目録

1602 (2002. 1)	執筆者	1610 (2002. 9)	執筆者
新規参入業者に見るビジネスモデル	二上	ワン・ストップ・サービスの論点	二上
オーストラリアとシンガポールの取引所間リンク	吉川	中国上場会社のコーポレート・ガバナンス原則 (2)	王
- クロスボーダー・ネットワークの試み -		ユーロクリアとクレストの合併	吉川
中国上場企業のパフォーマンス	王		
米国の機関投資家と取引コスト	三木		
		1611 (2002.10)	
1603 (2002. 2)		証券代理店構想について	二上
減資について	伊豆	社会的責任投資とエコファンド	三木
- 株式・資本金・株主持分 -		スーパー・モンタージュ導入とECNのビジネス	清水
ナスダックの電子的価格改善システム	吉川		
- プライメックス・オークション・システム -		1612 (2002.11)	
中国上場企業の株式所有構造と企業効率	王	中国株式市場の機能について	王
証券決済制度改革	福本	機関投資家と株券貸借取引	三木
- 現行改革議論の整理 -		「第二期グローバル化」論について	伊豆
1604 (2002. 3)		1613 (2002.12)	
清算機関のガバナンス	二上	市場間競争と証券取引所	二上
- 市場インフラと競争 -		中国のQ F I I 制度の導入	王
法定準備金の取り崩しについて	伊豆	シングル・ストック・フューチャーズ	吉川
ドイツ取引所によるクリアストリームの買収合意	吉川	- アメリカにおける個別株先物の導入 -	
ペーパーレス化証券の新決済制度	福本		
米国機関投資家の取引コストと取引システム (1)	三木		
		1614 (2003. 1)	
1605 (2002. 4)		日本の産業・企業再生の行方	二上
中国株式市場の形成と国有企業改革	王	日中の経済関係について	王
米国機関投資家の取引コストと取引システム (2)	三木	米国のストックオプション制度とその問題	三木
債券取引の電子システム	清水	初期のロンドン証券取引所	清水
1606 (2002. 5)		1615 (2003. 2)	
日本版金融ビッグバンの評価	二上	ドイツ取引所の上場制度再編	二上
中国の証券行政	王	- ノイエ・マルクト消滅の意味するもの -	
- 中国版SEC (中国証券監督管理委員会) の誕生 -		機関投資家とオルタナティブ投資	三木
外為取引の減少と電子取引	伊豆	ITバブル期の米国企業金融	伊豆
1607 (2002. 6)		1616 (2003. 3)	
資産管理型営業の再考	二上	中国株式市場の問題点について	王
中国の個人投資家	王	わが国の最良執行の現状について	三木
投資顧問業者の注意義務について (1)	三木	スーパーモンタージュ導入の影響	吉川
- 運用機関の受託者責任より -		- ナスダックによる予備的分析 -	
1608 (2002. 7)		1617 (2003. 4)	
家計の金融資産を取り巻く状況	二上	東証・上場廃止基準を強化	二上
投資顧問業者の注意義務について (2)	三木	- 急がれる上場廃止銘柄の受け皿づくり -	
ベイオフと地方公共団体の公金管理	清水	日本におけるディストレスト証券市場の現状と課題	松尾
		ナスダック・ドイチェラント	吉川
		- ナスダックの新たなヨーロッパ戦略 -	
		第一次世界大戦前後のロンドン証券取引所	清水
1609 (2002. 8)		1618 (2003. 6)	
中国上場会社のコーポレート・ガバナンス原則 (1)	王	欧米証券取引所の国際化について	伊豆
トランジション・マネジメント	三木	欧州委員会による株式決済市場改革	吉川
ITバブル後の国際資本移動について	伊豆	不正会計事件後のSECによる格付会社調査	清水



# 証券図書館

証券・金融・経済関係の資料をご覧になりたい方はどなたでも、ご利用いただけます。

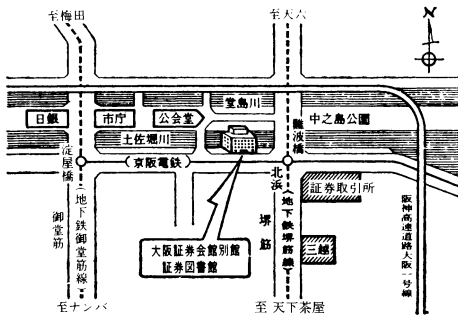
**所在地** 大阪市中央区北浜2-1-5 大阪証券会館別館5階  
TEL(06)6201-0062

**開館時間** 午前9:30 ~ 午後4:30  
土曜、日曜、祝日、年末、年始および館内整理の日は休館します。

**図書** 証券(経済、制度、取引法)関係の専門書をはじめ、金融、財政、経済、経営、会計関係の図書および、年報、年鑑、上場会社の社史等を集めております。

**雑誌** 取引所、協会、証券会社、銀行、官庁、大学等の刊行物、一般雑誌、産業関係資料ほか、海外の新聞、雑誌等を集めております。

(みなさんのご利用をお待ちしております。)



## 道 順

1. 地下鉄(御堂筋線)淀屋橋駅下車、京阪地下道徒歩約7分で大阪証券会館別館地下連絡口(23番出口)へ。
2. 地下鉄(堺筋線)北浜駅又は京阪北浜駅下車すぐ。

(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円 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

第2巻 証券関係帝国議会審議録(二)  
B5判 717頁 10,000円 送料 520円

## 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

B5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)

## 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

B5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)  
(平成12年度版まで各年発行,以降HP掲載)

## 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

## 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

菊莉 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年信託証書法, 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

ドイツ 証券取引法, 取引所法, 投資会社法,

販売目論見書法, 寄託法, 解題

A5判 232頁 3,300円 送料 310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

一ALMの理論と実務一

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

一実態と会計の対応一

日本証券経済研究所編

A5判 194頁 2,233円 送料 310円

# 刊 行 物 案 内

(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 2002年版

日本証券経済研究所編  
A 5判 303頁 2,500円 送料 310円

## 図説アメリカの証券市場 2002年版

日本証券経済研究所編  
A 5判 341頁 3,000円 送料 340円

## 図説イギリスの証券市場 2002年版

日本証券経済研究所編  
A 5判 206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

## 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

## 業際問題を越えて

一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

## Securities Market in Japan 2002

日本証券経済研究所編  
菊判 371頁 3,200円 送料 340円

## 株式投資収益率 2001年

日本証券経済研究所編  
CD-ROM(Excel版) 12,000円 送料 200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

## 市場改革の進展と証券規制の課題

証券取引法研究会編  
A 5判 219頁 2,900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訳編  
A 5判 291頁 3,883円 送料 340円

## 北欧諸国の租税政策

ピーター・バーチ・ソレンセン編 馬場義久監訳  
A5判 260頁 3,800円 送料310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

## 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

証研レポート第一六一九号  
二〇〇三年八月十一日発行

(偶数月第二月曜日発行)

昭和五十二年十一月十一日第三種郵便物認可

2003年 8 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)