

証 研

レポート

No.1599

2001年10月

取引所の自主規制機能について 伊豆 久（1）

ドイツ取引所の新たな戦略（2）
～ユーロ建て米国株電子取引～ 吉川 真裕（12）

中国最大の総合家電メーカー海爾集團の経営管理と企業文化
～「市場中心主義」と「顧客至上主義」をめぐる～ 王 東明（27）

ナスダックにおける株価セント表示導入の影響
三木 まり（43）

取引所の自主規制機能について

伊豆 久

1 はじめに

世界的に証券取引所の株式会社化が進んでいるが、そこでの論点の一つは、取引所の自主規制機能をどうするかである。営利を目的とすることになれば、直接的には収益を生み出さない自主規制活動は縮小されるのではないか、と懸念されるからである。

しかしながら、では、従来型の会員制の取引所であれば自主規制という規制方法に問題はないのかと考えると、これも簡単に答えることはできない。取引所自体は営利を目的としなくても、会員証券会社は営利を目的とする株式会社であり、例えば必要な自主規制コストをカットして会員の負担コストを小さくしたり、会員の利益を不当に優先するカルテル的な規則を制定したりする可能性もあるからである。

あるいは、会員制であれ株式会社であれ、取引所の自主規制を政府の監督下に置いておけば、組織形態による違いはない、と考えることもできる。しかしその場合には、では、自主規制の存在根拠はどこにあるのかという疑問が生じる。自主規制を政府が監督さらには強制するというのは、そのまま考えれば語義矛盾である。証券規制は政府の直接規制に一本化すべきだという考え方もありうるであろう。にもかかわらず、自主規制機関を政府機関が後ろから規制する二段階の構造をとってきたのはなぜなのだろうか。

もとより、こうした自主規制をめぐる大きな諸問題を小稿で十分に扱うことはできないが、株式会社化と自主

規制という問題を念頭に、まずは証券取引所における自主規制の意味を再確認するところから、自主規制に対する政府の公的介入の背景と目的、市場間競争下の自主規制等について、筆者なりの簡単な整理を試みることにしたい。

2 自主規制とは何か

自主規制に関してはすでに非常に多くの解説がなされているが、ここでは、自主規制のメリットとして、証券取引は専門的技術的であるため、業務に精通した当事者に委ねるほうが効率的である、という点があげられている。しかし、こうした説明には素朴な疑問を感じる。証券取引の規制に専門的知識や経験を必要とすることは当然としても、では反対に、今日の様々な産業において、専門的技術的な知識を必要としない産業は果たして存在するのだろうか。いずれの産業も高度化専門化が進んでいるのであるから、にもかかわらず証券市場において特殊に自主規制という規制のあり方が発展してきた理由を説明するためには、漠然とその専門性の高さを指摘するだけではなく、どのような専門性が、あるいは証券市場のどのような特殊性が、自主規制を生み出したのかを説明する必要があるように思われる。

そのように考えれば、むしろ単純に、自主規制を、「売買取引が集团的かつ継続的に行われるところで必然的に発生する、誰が、何を、どのようにして 売買するかに関する、売買参加者自身によるルールの作成」と定義することができるであろう。「ルールの作成」は当然に、違反の有無の監視、違反者への処分等を含む。したがって、それは、原理的には「売買が集团的かつ継続的に行われるところ」、「すなわちいわゆる市場であれば程度の差はあれどこでも見られるものであり、証券取引所に限られたものではない。ただ、後述するように、具

体的な使用価値をもつ通常の商品を売買対象とする市場では、当初から市場の管理が行政によってなされていたり、あるいは逆に管理の必要性が低かつたりするのに対して、証券という特殊な商品を売買の対象とする証券市場では、自主規制の必要性が著しく高く、それが今日まで典型的な形で残っているのだと思われる。

定義として述べた内の「誰が」は、証券取引所においては「会員管理」にあたる。売買が継続的に行われる場所では、市場施設の大きさに応じて売買参加者の数を制限せざるを得ないほか、詐欺的行為や決済リスクを排除するために参加者の資格を事前かつ継続的に審査する必要がある。トラブルの頻発は市場の評価を落とすことになり、決済不履行が他の参加者にも波及する場合にはその防止は市場の存続に関わる。しかし、具体的なモノを実際に陳列して販売するような市場であれば、詐欺的行為の余地は小さく、また買い手は手にとって商品を吟味できるのであるから、各自の自己責任を追究しやすい状況にある。さらに、決済が一件一件その場で行われれば決済リスクも小さい。そうした場合には、市場参加者の管理（「誰が」に関するルール）は、簡素化されることになる。

しかし、証券取引所においては、取扱い商品の価格変動が激しく、参加者である会員の決済リスクは高い。また決済不履行は相手方に波及し総括清算制であればその影響は極めて大きい。その一方で、板情報へのアクセスなど会員となることのメリットは非常に大きく会員希望者は多い。そのため、証券取引所ではその参加者に対する資格と数の制限が厳しく、それが「会員管理」として取引所の重要な業務の一つとなったものと考えられる。

二番目の「何を」は、売買対象の限定であり、取引所の「上場管理」に相当する。市場一般について考えれば、売買の対象商品の種類を増やせば、売り手買い手双方とも、複数の市場を訪ねる必要がなくなるといふメリットがある反面、それには市場施設の物理的容量という限界がある。他方で、売買の対象商品の種類を限定すること

にも、買い手が望む商品を見つけるまでの時間を短縮するというメリットがある。商品の質についても規格化すれば、買い手の便宜は一層高まる。

しかし、これも証券市場においてはより厳格な規制が必要となる。証券市場の売買対象である証券（株券）は、それ自体では使用価値をもたない紙切れにすぎず、株式会社の持分という抽象的な権利を示す人工的な商品である。だからこそ、それは初めから流通しやすいように作られている面があるものの、その一方で買い手が自分でその品質を確認することは極めて難しい。そこで売買参加者からなる団体自身がその品質に一定の規格、基準を設けることが必要となつたと言えるだろう。

第三の どのようには、取引所では 売買管理 として発展してきた。売買方法が事前に決められていなければ、迅速に大量の売買を行うことはできない。しかし、その方法は、原則的には、売り手と買い手が合意すればそれでよいのであって、これも売買参加者のみによつて決めることができる。売買方法を決定する際の最大の問題は、買い手と売り手どちらか一方に有利な方法とならないことであるから、その両方が合意することが、売買方法決定の十分条件となる。やや極端であるが、現在では不正・違法とされる方法であっても、売買参加者が合意すればそれで問題はないはずである。例えば、証券市場における相場操縦やインサイダー取引も「OKだ」と市場参加者全員が合意すれば、そうしたルールを作成することが可能である。にもかかわらず歴史的にそうした取引が排除される方向に進んだのは、後述するように市場参加者が多様化し、そうしたルールでは参加者全員の合意が困難になつてきたためであらう。

3 市場の社会的役割と公的介入

証券の売買システムが他の商品の売買システムと異なるのは、究極的にはその取扱商品が、証券というそれ自身に具体的な使用価値のない特殊な商品であるためである。ここでは、取引所と同じく組織された市場でありながら具体的な使用価値ある商品を扱う 卸売市場 と比較することで、証券取引所の特徴を改めて確認してみよう。

使用価値ある商品は、必然的に、生産者から消費者へと一方向にしか流れない。特に生鮮食品には腐敗という問題があるため、その流通は迅速であることが要求され、流通方向が錯綜することはない。そのため卸売市場の参加者は、生産者の代理人としての売り手（卸売業者）と、消費者の「代理人」的役割を果たす買い手（仲卸業者とスーパーなど大手購入者）であつて、その役割は明確に分かれている。市場の中で卸売業者が買い手にまわることはないのである。（ただし、卸売市場における 買取仕入れの禁止¹¹無条件委託取引、即日全量上場、全量セリ取引 といった原則は、冷凍技術の発達、スーパー等の大口需要者・農協等の大口供給者の台頭によって大きく変容してきたのであるが、その過程には、機関化の進展による証券取引所の変化と類似する点も多い。）

しかし、株券の場合、それは、一旦発行されれば投資家の間を半永久的に流通するばかりで「消費」されるということがない。そのため、投資家の代理人たる会員証券会社も、買い手と売り手は固定せず、一瞬の後に買い手と売り手が入れ替わることもあれば、買い手が同時に売り手であることもある。さらには、戦前のように、最終投資家が十分な広がりをもつて存在せず、証券会社が投資家を兼ねる場合には、証券会社間のキャッチボールのみによって、市場が成立することも十分可能である。すなわち、証券市場は経済的再生産から相対的に独立性が高く、このことが市場運営における 自治、自主規制機能の 高度化 を可能にしたのだと思われる。言い

換えれば、政府による公的介入の必要性が、その分、小さいのである。

ところが、卸売市場の場合、経済社会の物的再生産において不可欠の役割を果たしており、文字通り、人々の毎日の生活に直結している。そして市場組織の両端に位置する生産者と消費者に対して、両者をつなぐという従属的な位置を占めるにすぎない。生産者から委託された商品は全量を即日上場し、全量を取引することが義務付けられており、流通業者が積極的に需給に関与することは禁止されてきた。社会的経済的再生産上の制約があまりに厳しかったために、流通業者に自治が許される余地は初めから限られていたのである。市場の設立者をもて、日本において中央卸売市場法が制定されたのは一九二三年であるが、当初から、地方公共団体を原則としており、営利を目的とする卸売業者等が市場を開設することは禁止されている。急速に進行する工業化¹¹都市化に伴うニーズに対応して、前期的な商人を排除しつつ、生鮮食品の衛生的かつ円滑な供給・価格の安定を確立することが目指されたのであり、ここでは市場に対する公的介入は直接的全面的である。

このように考えれば、証券取引所の自主規制に対する公的介入が段階的に高まってきた理由も明らかであるように思われる。

売買対象が企業の資金調達に直接貢献しない清算取引を中心とし、かつ、投資家層の拡大が十分でなく証券業者による自己売買が大きなウエイトを占めている状況では、取引所の経済的再生産からの乖離度¹²自立度が高く、だからこそ自治が認められていたのであろう。しかし、第二次大戦後、状況は一変する。発行市場が整備されるとともに証券民主化の掛け声の下、投資家層が急速に拡大したのであり、企業の資金調達、投資家の資産運用の双方において証券市場は重要な機能を果たすようになる。つまり、それまでの証券市場は、流通市場が自立的に肥大した状況にあったが、戦後になって、発行者と投資家の役割が非常に大きくなり、流通市場（取引所）に許

される役割は、それらを結ぶ仲介者という従属的なものへ変化していったのである。

そのため、取引所の運営にも発行企業や投資家の意向を反映させざるをえなくなり、政府がそれらの代理人として介入し始めたと考えられる。会員証券会社は、あくまで最終投資家の委託を受けた代理人にすぎないとなれば、誰が 何を どのように 売買するかに関するルールを会員の意向のみで決定できなくなるのは当然である。

しかし、それは一挙に進行するのではない。取引所は長年にわたって自主規制によって運営されてきたという歴史的事実がある上に、取引所の側が何らかの理由で自ら政府の意向を汲む方向に自主規制のあり方を変えるのであれば、ことさらに公的介入を行う必要がないからである。その場合には、政府には、直接規制にともなうコストを抑制しつつ目的とする市場規制を実現できるというメリットがある。資本主義経済において政府が資本市場の運営に直接関与することへの抵抗もあるだろう。また取引所にとっては、公的介入をできるだけ回避することによってカルテル的性格をもつ自主規制を存続させることが可能となる。しかし、証券市場の社会的役割（端的に言えば、企業の資金調達ニーズと投資家の資金運用ニーズ）が上昇していけば、それに対応して公的介入は深まっていかざるをえず、とりわけ、証券市場が著しく低迷したり、証券業界が社会的に強い批判を受けるような状況が生じた場合には、公的介入が一挙に進むことになる。しかしその場合も、いわば自主規制の伝統を逆手に取る形でその枠組みをできるだけ利用すれば、政府は規制コストを抑制することが可能となるのである。

4 市場間競争・株式会社化・自主規制

証券市場の社会的役割の上昇⇨投資家・発行会社の意向尊重の必要 自主規制への公的介入 自主規制の形

骸化 という論理は、しかし、市場間競争が本格化した場合には、大きく変化することになる。発行会社や投資家が取引所（あるいはそれに代替する取引システム）を選択できるようになれば、何も政府による介入を待たなくとも、利用者のニーズを満たせるかどうかで、取引所の自然淘汰が始まるからである。さらに、公的介入は、行政と取引所の癒着をもたらすばかりで利用者のニーズを十分に反映していない、といった批判が強まれば、市場間競争という市場メカニズムによる取引所運営への「介入」のほうが公的介入よりも効果的だと考えられるようになる。

市場間競争の地点から振り返れば、社会的役割の上昇が政府による取引所への介入を必要としたのは、市場を運営する組織は、自然と独占化する傾向があり、市場メカニズムに期待することが不可能だったからだとも言える。しかし、情報通信技術の発達により、新しく市場を設立することが可能となり投資家が遠隔地に所在することも証券取引の障害でなくなつて市場間での競争が始まると、取引所に対する社会的ニーズは、何も政府を通じた形でなくとも、取引所に「伝達する」ことが可能となるのである。

こうした状況ではじめて、取引所は株式会社化するべきか、会員制を維持すべきか、という問題が生じることになるのである。市場間競争が本格化しておらず、政府の取引所への介入が絶対不可欠である段階では、株式会社という選択肢は非現実的であろう。いくら同じように自主規制を法的に強制することができるとしても、外部からのガバナンスを受ける株式会社の場合には、閉鎖的な会員制組織に比べて、政府による介入が難しくなるからである。

したがって株式会社となるか会員制を維持するか否かという問題は、あくまで市場間競争が始まつた状況のもとで、どちらの組織形態がその利用者（投資家と発行会社、および（会員としてではなく）そうした最終利用者

の代理人としての証券会社)のニーズにより速く的確に対応できるのか、という問題だと考えるべきであろう。

そういうなかで、迅速な意思決定が可能であることや、利用者の求めるシステム投資のための資金調達が容易であること、多様な関係者が株主としてガバナンスに関与できることなどから、株式会社化を選択する取引所が増えているのであるが、しかし、そうした機能を果たすことが会員制において不可能であるとも言えないように思われる。何より、株式会社化が望ましいのは、述べてきたように市場間競争が十分に機能している場合に限定されるのである。

ここで、株式会社と非営利企業の棲み分けに関する経済学の議論(非営利組織の理論)を紹介しておこう。

経済学は、市場メカニズムが機能するためには、その大前提として、消費者が、その購入する商品の内容を十分に理解していることが必要だとしている。例えば、高度な医療サービスのように消費者(患者)には理解困難な内容の「商品」を購入する場合には、消費者は、営利企業からではなく、非営利企業から購入する傾向があると考えられる。営利企業の場合、商品内容を十分に理解しない消費者を欺くことで不当な利益を得ようとするのではないか、との疑念を拭い切れないからである。もちろん、非営利企業にも、不当な利益を得ることで従業員報酬などを厚くしようとするインセンティブは存在する。その点は営利企業と同じである。しかし、出資者への利益配当が禁止されている非営利企業と異なって、利益配当というインセンティブが営利企業には付加されている。そのため、「非営利組織の理論」は、消費者と生産者の間で情報の非対称性の小さく市場メカニズムが機能しやすい商品は営利企業で、情報の非対称性の大きい商品は非営利企業で生産・提供することが社会的に望ましいとしているのである。

このことを取引所の提供している商品(サービス)、その一つとしての自主規制にあてはめてみよう。自主規

制というサービスの良し悪し、一言で言えば市場の質を投資家や発行会社が十分に評価する能力を持っていないれば、取引所は、自主規制機能を低下させても「顧客」に逃げられることがないため、株式会社取引所は会員制取引所よりも、自主規制コストを削減するインセンティブをより強くもつと考えられる。逆に言えば、市場の質を判断できる機関投資家などの比率が高い市場であれば、株式会社化によって市場の質を高める方向への市場間競争が促進されると期待できる。

市場間競争が実際に機能するためには、こうした前提の上にさらに、競合する市場が並存することが必要である。そして株式市場で競合が生じるためには、同じ時間帯に位置していることが重要な意味をもつ。発行企業のマザーマーケットの時間帯を離れて、売買が活発になされることは少ないからである。

取引所の株式会社化が、機関投資家の比率が高く、重なり合う時間帯に多くの証券取引所が並存しているヨーロッパ地域で最も進んでいること、反対に、独占度が高く差し迫った市場間競争の圧力にさらされていると言いがたいニューヨーク証券取引所や東京証券取引所では、その作業が中断されたり消極論が根強かったことなども、以上のような観点から理解できるように思われる。

参考文献

- ・ Pirrong, Craig, "Technological change, For Profit Exchanges, and Self-Regulation in Financial Markets", 2000 (<http://www.olin.wustl.edu/faculty/pirrong/>)
- ・ 二上季代司「取引システムの変貌について」、『証研レポート』一四九八号、一九九三年五月。
- ・ 「証券取引所の組織構造とガバナンス」、『証券経済研究』第三三号、二〇〇一年九月。

- ・前田重行「証券取引における自主規制 アメリカおよびイギリスにおける自主規制の形態とその発展」、『河本一郎先生還暦記念 証券取引法体系』商事法務研究会、一九八六年。
- ・神崎克郎『新版証券取引法』青林書院、一九八七年（第一章第一節第三節証券取引の規制方法）。
- ・志谷匡史「市場間競争と自主規制の在り方 証券市場規制を素材に」、『インベストメント』二〇〇〇年四月号。
- ・秋谷重男『中央卸売市場』日経新書、一九八一年。
- ・『大阪市中央卸売市場五〇周年の歩み』一九八二年。
- ・橋本 理「非営利組織理論の検討」、『経営研究』第四八巻第四号、一九九八年。
- ・堀田和弘『非営利組織の形成理論』非営利組織はなぜ存在するのか その一』、『商経学叢』第四六号第三号、二〇〇〇年。
- ・古田俊吉『非営利企業の役割と課題』北陸郵政局、一九九六年（第三章民間非営利企業）（<http://www.eco.toyama-u.ac.jp/~furuta/npoh.html>）
- ・拙稿「市場間競争と上場制度」、『証券経済研究』第二六号、二〇〇〇年七月。

（いず ひさし・主任研究員）

ドイツ取引所の新たな戦略（2）

（ユーロ建て米国株電子取引）

吉川 真裕

二〇〇一年九月二四日、ドイツ取引所は一九五銘柄のアメリカ株式の電子取引システムXETRA上でのユーロ建て取引を開始した。すでにXETRAでは数銘柄のフランクフルト証券取引所で上場されていたアメリカ株式のユーロ建て取引は行われていたが、五社のマーケットメーカーが常時気配値を提示して小口注文に応じるこ
とによって、スウェーデンのOMグループとモルガン・スタンレー・ディーン・ウィッターが設立したJIWAYやロンドン証券取引所のインターナショナル・リテイル・サービス（IRS）と同様に、小口注文に対する迅速な注文執行を可能とした。さらに、ダウ・ジョーンズ社はXETRAでのダウ指数構成三〇銘柄のユーロ建て価格からユーロ建てダウ指数（DJIE）を計算し、これをドル建てへと換算したダウ参考指数（DJIE）の公表を同日から開始した。ドイツ取引所はアメリカ株式の取引に止まらず、同じ時間帯のオランダ株式も同様にして取引する計画を明らかにしており、外国株取引を提携や合併ではなく、独自に取り込む方針を固めている。

本稿では、ロンドン証券取引所との合併計画撤回後、ドイツ取引所が進める新たな戦略を振り返った後、今回導入されたユーロ建てアメリカ株式小口取引の仕組みを紹介し、その将来性について考察する。

1 合併計画撤回後のドイツ取引所の動き⁽¹⁾

OMグループによるロンドン証券取引所の株式公開買付(TOB)によってロンドン証券取引所はドイツ取引所との合併計画を二〇〇〇年九月に撤回した。このTOBに際しては、ドイツ取引所がホワイト・ナイトとしてロンドン証券取引所に対して買収提案をおこなうのではないかという見方も有力であったが、結局、ドイツ取引所は動かなかった。OMグループによるロンドン証券取引所のTOBが成功すると見ていた向きは少ないが、OMグループは英独取引所合併計画を破談に追い込んだことで目的は十分に達せられた。OMグループは二〇〇〇年二月にモルガン・スタンレー・ディーン・ウィッターとともにクロスボーダー小口ECNとも言えるJEWAYの設立を発表しており、二〇〇〇年一月に予定していたJEWAYの成功のためにはヨーロッパの株式市場統合の核になる英独取引所合併は障害と見られていたに違いないからである。しかし、OMグループの希望の星であったJEWAYは二〇〇〇年一月のスタートから期待されたほどの取引は集められてはいない。⁽²⁾

とはいえ、JEWAYが提唱したクロスボーダー小口取引というコンセプトはこれを独自に追求するライバルを数多く生み出した。ゴールドマン・サックスはプライム・アクセスというクロスボーダー小口取引サービスを二〇〇〇年九月から開始しており、メリルリンチも二〇〇〇年一〇月からMLXマーケット・エッジというクロスボーダー小口取引サービスをヨーロッパで開始している。さらに、JEWAY開設直後にはドイツ取引所とロンドン証券取引所もクロスボーダー小口取引への取り組みを表明していた。

一二月五日、ドイツ取引所は次のような小口投資家のためのサービス拡充パッケージを明らかにした。二〇〇一年第1四半期に小口投資家の執行価格、執行時間、市場の透明性を向上させるため、売り買いそれぞれ最良気配から五番目までの注文をインターネット上で閲覧できるXETRAライブと名付けたサイトを導入する、

二〇〇一年第1四半期にフランクフルト証券取引所のフロアでの執行価格を向上させるために規則変更をおこなう、二〇〇一年中にフロアでの株式取引の価格決定の責任は執行価格パフォーマンスに応じてブローカーに委ねる、二〇〇一年第2四半期にはXETRAでの低流動性銘柄の流動性を向上させるため、指定スポンサー (Designated Sponsor) を導入する、現在の問い合わせ窓口を小口投資家のためにセントラル・サービス・ホットラインに一本化する、二〇〇一年にはインターネット上で小口投資家のためのワークショップをおこなう。さらに、一月一日にはドイツ取引所の監査役会でロンドン証券取引所との合併計画のために中止した株式上場が再び決議された。今回はユーロボードへの名称変更はおこなわず、ノイア・マルクトではなく、フランクフルト証券取引所 (XETRAを含む) のメイン・ボードへの上場が一月中旬の株主総会での承認を経て二〇〇一年二月中旬に計画されていることが報じられた。一月八日におこなわれたドイツ取引所の株主総会では七〇九万票のうち反対は一〇票だけという圧倒的な多数でIPO計画が承認され、二月五日の上場へ向けての準備が急ピッチで進められた。IPOの引受主幹事は前回と同様にドイツエバンクとゴールドマン・サックスであり、一月二日に発表されたブックビルディングのレンジは売り出し株数最大二九三万六〇〇株という前提で、一株二八五ユーロから三三五ユーロであった。二月四日には外国の機関投資家からの需要が大きく、合計二三倍以上の申し込みがあり、売り出し価格は上限価格の三三五ユーロとなることが発表された。既存株主の応募株数四二万九六七株とドイツ取引所の従業員に対する二万七七四二株を除いた二七五万株が外部応募者に割り当てられることになり、この結果、ドイツ取引所は九億八〇〇万ユーロの現金を手に入れ、時価総額でロンドン証券取引所の約三倍、OMグループの約一・五倍の規模に達する取引所が誕生することになった。

他方、ドイツ取引所は子会社であるノイアマルクト・ドットコムAGが提供するノイアマルクト・ドットコム

と名付けられた投資家への情報提供サイトを同日から立ち上げることが二月一三日に発表した。このノイアマルクト・ドットコムは二〇〇〇年一二月にドイツ取引所が発表した小口投資家のためのサービス拡充パッケージには含まれてはいなかったが、小口投資家の関心の強いフルタイム証券取引所のベンチャー株式市場であるノイア・マルクトを中心とした情報をより詳しくインターネット上で基本的に無料で提供することにより機関投資家との情報格差を減らし、米国ナスダック市場の低迷を受けて人気が薄れつつあるヨーロッパ最大のベンチャー株式市場であるノイア・マルクトを活性化させようとするものである。なお、このノイアマルクト・ドットコムはドイツ取引所が計画していたXETRAライブをはじめ導入しており、売り・買いと五番目までの板情報が閲覧可能となっている。

また、小口投資家のためのサービス拡充パッケージで計画されていたセントラル・サービス・ホットラインとオンライン・セミナーも二月末には導入されている。

さらに、三月二日には機関投資家の利便性向上のためにXETRA・XXLと名付けたブロック取引制度を導入し、POSITやeクロスネットといったクロッシング・ネットワークへの挑戦もドイツ取引所は試みている。XETRA・XXLはDAX指数とMDAX指数構成銘柄を対象として、一日三回XETRAの気配値の中値で大口取引をおこなう取引システムであり、XETRAとは独立した注文板は公開されず、注文の情報漏洩が防止される一方、受け渡し・決済はドイツ取引所経由で安全におこなわれるという利点を有している。

ところで、ドイツ取引所と同様に合併計画撤回後、新たな戦略を模索しているロンドン証券取引所も二〇〇一年一月にはインターナショナル・リテイル・サービス（IRS）と名付けたポンド建て外国株小口電子マーケットメーカー市場、エマージング・マーケット株式の電子オークション取引市場（SEAQインターナショナル・

オーデブック)、SEAQオークション取引の制度改革を発表し、これら三つを合わせてTSE二〇〇一と名付けて、四月三〇日から開始している。⁽³⁾そして、五月二四日にはロンドン証券取引所が七月中の株式上場計画を発表し、これに対抗意識を燃やしたユーロネクストもロンドン証券取引所よりも先に株式上場を実施することを宣言した。⁽⁴⁾

こうしてロンドン証券取引所とユーロネクストに注目が集まっていた矢先の五月三一日、ドイツ取引所は九月から約二〇〇銘柄のユーロ建てのアメリカ株取引をマーケットメーカー付きで電子取引システムXETRA上で開始すること、このマーケットメーカーはゴールドマン・サックスとモルガン・スタンレーをはじめとする五社であること、マーケットメーカーの注文執行義務は五万ユーロ以下の取引にしかないと、ダウ・ジョーンズ社はこのユーロ建て取引からドル建てのダウ参考指数(Dow Jones Industrial Indicative)を公表すること、ユーロ建てのダウ指数(DJIA)とダウ・ジョーンズ・グローバル・タイタンズ五〇指数(DJGT)を対象とした上場投資信託(ETF)を導入すること、子会社である先物取引所ユーレックスでも一〇銘柄のアメリカ株式の個別株オプション取引を開始することを明らかにした。⁽⁵⁾また、XETRA上で取引されるアメリカ株はXETRA・USスターズと名付けられ、ドイツ取引所のグローバル・マーケット・コンセプトの第一歩であり、これに続いてダウ・ジョーンズSTOXX五〇指数やダウ・ジョーンズ・ユーロSTOXX五〇指数に含まれる外国株式も将来的には同様の市場で取引対象とすることを示唆していた。

八月一六日には取引開始日は九月一四日であることが発表されていたが、九月一日のテロ事件の影響で九月一四日までアメリカでの株式取引が停止されたことから延期され、九月一九日に九月二四日からの取引開始が発表されて、九月二四日から取引は開始されている。

2 ドイツ取引所のユーロ建てアメリカ株取引

XETRA・USスターズと名付けられた市場の特徴はアメリカ株式をユーロ建てで取引すること、マーケットメーカーを付けて五万ユーロ以下の小口注文の流動性を確保していること、そして受け渡し・決済はクリアストリームのDTCCとのリンクを利用して集合保護預かり（collective safe custody）の形でおこなわれることである。ただし、この三つの特徴はロンドン証券取引所のIRSでもすでに実現しており、さらに細かく言えばマーケットメーカーのいるオークション制ということが特徴となろう。

ロンドン証券取引所のIRSが完全なマーケットメーカー制であり、顧客どうしの注文がマッチングすることはないのに対して、XETRA・USスターズでは顧客どうしの注文がマッチングすることもありうる。XETRAにおけるマーケットメーカーは指定スポンサー（designated sponsor）と呼ばれており、流動性向上のために低流動性銘柄にのみ認められている。指定スポンサーの注文執行義務はMDAX1で三万ユーロ、MDAX2とノイア・マルクトで二万ユーロ、SMAXとその他で一万ユーロ、最大スプレッドはMDAX1で二・五%、MDAX2とノイア・マルクトで四%、SMAXとその他で五%であるのに対して、USマーケット・エキスパーツと名付けられたXETRA・USスターズのマーケットメーカーでは注文執行義務は五万ユーロ、最大スプレッドも三%から四%といずれもやや大きめに設定されている⁽⁶⁾。そして、USマーケット・エキスパーツはゴールドマン・サックス（Goldman, Sachs & Co. oHG）とモルガン・スタンレー（Morgan Stanley & Co. International Limited）のアメリカ系二社、バアデル・ヘルトバリアハンデルスバンク（Baader Wertpapierhandelsbank AG）、フィナコル・ラベ（Finacor Rabe AG）、ヘルトバリアハンデルスバンク・ゼイツラー（Wertpapierhandelsbank Seydler AG）のドイツ系三社、計五社となっている。

また、X E T R A・U Sスターズでの個人投資家の取引をドイツ銘柄を対象としたX E T R Aでの取引と同様に安価に実現するためにX E T R A・U Sパートナーズと名付けられた業者が一一社指定されており、一株からの取引を請け負うこれらのブローカーは現在すでに約五〇〇万人の個人投資家の取引口座を管理している。⁽⁷⁾ X E T R A・U Sパートナーズに指定されている業者は、アドバンス・バンク (Advance Bank AG)、バンクハウス・ロイシエル (Bankhaus Reuschel & Co.)、B H Fバンク (BHF-Bank AG)、セルゼンマクラー・シュニッツェ (Börsenmakler Schnigge AG)、シティバンク・プライベートクンテン (Citybank Privatkunden AG)、コムディンクト・バンク (Comdirect Bank AG)、D A Bバンク (DAB Bank AG)、D GバンクノG Zバンク (DG Bank / GZ-Bank)、フィマテックス (Fimatex S.A.)、バイエリッシェ・ハイポフェラインスバンク (Bayerische HypoVereins AG)、ポスタルバンク・イーシートレード (Postbank easytrade) の一一社である。

さらに、ダウ指数/S & P 一〇〇指数/ナスダック一〇〇指数/ダウ・ジョーンズ・グローバル・タイタンズ五〇指数構成銘柄の計一九五銘柄 (付表参照) という銘柄数の多さ (ロンドン証券取引所のI R Sではアメリカ株は五銘柄)、ユーレックスでの個別株オプシヨン一〇銘柄 (付表参照)、ユーロ建てダウ指数 (D J I E) やユーロ建てダウ・ジョーンズ・グローバル・タイタンズ五〇指数 (D J G T E) といったE T Fとの相乗効果、ダウ・ジョーンズ社のユーロ建て指数やドル建て参考指数の公表に伴うグローバル戦略もX E T R A・U Sスターズの特徴と言えるだろう。ただし、ダウ指数やダウ・ジョーンズ・グローバル・タイタンズ五〇指数の構成銘柄がダウ・ジョーンズ社との提携関係から強調されているが、銘柄数ではナスダック一〇〇指数構成銘柄が九九銘柄と過半数を占めており、個人投資家を念頭に置いたためかE T Fやハイテクへの傾斜が銘柄選択ではうかがえる。

XETRA USスターズ対象銘柄

	銘柄	DJIA	S&P100	Nasdaq100	DJGT	Option
1	3COM CORP.					
2	ABGENIX, Inc.					
3	ADC TELECOMM. INC.					
4	ADELPHIA COMM. A					
5	ADOBE SYST. INC.					
6	AES CORP.					
7	ALCOA INC.					
8	ALLEGHENY TECH					
9	ALTERA CORP.					
10	AMAZON.COM INC.					
11	AMER. EXPRESS					
12	AMER. INTL GRP					
13	AMERICAN ELECTRIC POWER					
14	AMGEN INC.					
15	AOL TIME WARNER INC.					
16	APPLE COMPUTER INC.					
17	APPLIED MATERIALS INC.					
18	APPLIED MICRO CIRCUITS					
19	ARIBA INC.					
20	AT + T CORP.					
21	AT HOME CORP. A					
22	ATMEL CORP.					
23	AVON PROD.					
24	BAKER HUGHES INC.					
25	BANK AMERICA					
26	BANK ONE CORP.					
27	BAXTER INTL					
28	BEA SYSTEMS Inc.					
29	BED BATH + BEYOND					
30	BELLSOUTH CORP.					
31	BIOGEN INC.					
32	BIOMET INC.					
33	BLACK + DECKER					
34	BOEING CO.					
35	BOISE CASCADE CORP.					
36	BRISTOL-MYERS SQUIBB					
37	BROADCOM CORP. A					
38	BROCADE COMM. Inc.					
39	BURLINGTON NORTH. SANTA					
40	CAMPBELL SOUP CO.					
41	CATERPILLAR INC.					
42	CHECK POINT SOFTW. Techn.					
43	CHIRON CORP.					
44	CIENA CORP.					
45	CIGNA CORP.					
46	CINTAS CORP.					
47	CISCO SYSTEMS					
48	CITIGROUP INC.					

	銘柄	DJIA	S&P100	Nasdaq100	DJGT	Option
49	CITRIX SYSTEMS					
50	CLEAR CHANNEL COMMUN. INC.					
51	CMGI INC.					
52	CNET NETWORKS					
53	COCA-COLA CO.					
54	COLGATE-PALMOLIVE					
55	COMCAST CORP. A SPL					
56	COMPUTER SCIENCES					
57	COMPUWARE CORP.					
58	COMVERSE TECH.					
59	CONCORD EFS					
60	CONEXANT SYS INC.					
61	COSTCO WHOLESALE					
62	DELL COMP.					
63	DELTA AIR L.					
64	DISNEY (WALT) CO.					
65	DOW CHEM.					
66	DU PONT NEMOURS					
67	EASTMAN KODAK					
68	EBAY INC.					
69	EHOSTAR COMMCTNS A					
70	EL PASO CORP.					
71	EL. ARTS INC.					
72	EMC CORP. (MASS.)					
73	ENRON CORP.					
74	ENTERGY CORP.					
75	ERICSSON B SK 2,50 ADR					
76	EXELON CORP.					
77	EXODUS COMM. Inc.					
78	EXXON MOBIL CORP.					
79	FEDEX CORP.					
80	FISERV INC.					
81	FLEXTRONICS Int. Ltd.					
82	FORD MOTOR					
83	GEMSTAR-TV GUIDE INTL INC					
84	GENL DYNAMICS CORP.					
85	GENL EL. CO.					
86	GENL MOTORS					
87	GENZYME CORP.					
88	GILLETTE CO.					
89	GLOBAL CROSSING LTD.					
90	HALLIBURTON CO.					
91	HARRAH'S ENTMT					
92	HARTFORD FINL SVCS GRP					
93	HCA-HEALTH.					
94	HEINZ -H.J.- CO.					
95	HEWLETT-PACKARD					
96	HOME DEPOT INC.					
97	HONEYWELL INTL					

	銘柄	DJIA	S&P100	Nasdaq100	DJGT	Option
98	HUMAN GENOME Sc.					
99	I2 TECHS INC.					
100	IDEC PHARMACEUTICALS Corp.					
101	IMMUNEX CORP.					
102	INKTOMI Corp.					
103	INTEL CORP.					
104	INTL BUS. MACH.					
105	INTL PAPER					
106	INTUIT					
107	J.P. MORGAN CHASE CO.					
108	JDS UNIPHASE CORP					
109	JOHNSON + JOHNSON					
110	JUNIPER NETWORKS					
111	KLA-TENCOR CORP.					
112	LEHMAN BROTHERS HOLDINGS INC.					
113	LEVEL 3 COMMCTNS					
114	LIMITED INC.					
115	LINEAR TECH. CORP.					
116	LUCENT TECHS					
117	MAXIM INTEGR.PRODS					
118	MAY DEPT STRS					
119	MCDONALDS CORP.					
120	MCLEODUSA INC. A					
121	MEDIMMUNE INC.					
122	MERCK CO.					
123	MERCURY Int. Corp.					
124	MERRILL LYNCH					
125	METROMED.FIB.NET.A					
126	MICROCHIP TECH.					
127	MICROSOFT CORP.					
128	MILLENNIUM PHARMAC. Inc.					
129	MINNESOTA MNG MFG					
130	MOLEX INC.					
131	MORGAN ST., DEAN W.					
132	NATL SEMICONDUCTOR					
133	NETWORK APPLIANCE					
134	NEXTEL COMM. A					
135	NORFOLK SOUTHERN CORP.					
136	NORTEL NETWORKS CORP.					
137	NOVELL INC.					
138	NOVELLUS SYSTEMS Inc.					
139	NVIDIA CORP.					
140	ORACLE CORP.					
141	PACCAR INC.					
142	PALM INC.					
143	PANAMSAT CORP.					
144	PARAMETRIC TECH.					
145	PAYCHEX INC.					
146	PEOPLESOFT INC.					

	銘柄	DJIA	S&P100	Nasdaq100	DJGT	Option
147	PEPSICO INC.					
148	PFIZER INC. SHARES					
149	PHARMACIA CORP.					
150	PHILIP MORRIS COS.					
151	PMC SIERRA INC.					
152	PROCTER GAMBLE					
153	QLOGIC CORP.					
154	QUALCOMM INC.					
155	RADIOSHACK CORP.					
156	RALSTON PURINA CO.					
157	RATIONAL SOFTWARE CORP.					
158	RAYTHEON CO.					
159	REALNETWORKS					
160	RF MICRO DEVICES INC.					
161	ROCKWELL INTL					
162	SANMINA CORP.					
163	SARA LEE CORP.					
164	SBC COMMUNICTNS					
165	SCHLUMBERGER SVG					
166	SEARS,ROEBUCK CO.					
167	SIEBEL SYS INC.					
168	SMURFIT-STONE CONT.					
169	STAPLES INC.					
170	STARBUCKS CORP.					
171	STHN CO.					
172	SUN MICROS.INC.					
173	TELLABS INC.					
174	TEXAS INSTR.					
175	TMP WORLDWIDE					
176	TOYS R US INC. (HLDG CO.)					
177	TYCO INTL LTD.					
178	U.S. BANCORP. DEL.					
179	UNISYS CORP.					
180	USA NETWORKS					
181	UTD TECHN.					
182	VERISIGN INC.					
183	VERITAS SOFTWARE					
184	VERIZON COMM. INC.					
185	VIACOM INC. B					
186	VITESSE SEMICOND.					
187	WAL-MART STRS					
188	WELLS FARGO + CO.					
189	WEYERHAEUSER CO.					
190	WILLIAMS COS INC.					
191	WORLDCOM INC.					
192	XEROX CORP.					
193	XILINX INC.					
194	XO COMMUNIC. A					
195	YAHOO INC.					

3 ドイツ取引所のユーロ建てマーケットメーカー付き外国株電子取引市場の将来性

ドイツ取引所のユーロ建てマーケットメーカー付きアメリカ株電子取引市場の直接の起源はOMグループとモルガン・スタンレー・ディーン・ウィッターが二〇〇〇年二月にクロスボーダー小口ECNとも言えるJIEWA Yの設立を発表したことに遡る(同年一月開設)。そして、ドイツ取引所との合併計画を撤回したロンドン証券取引所も同年二月に小口ブローカーのための外国株電子マーケットメーカー市場の開設計画を明らかにした(二〇〇一年四月開設)。また、これに先駆けてイースダック(現ナスダック・ヨーロッパ)はベンチャー株式の資金調達市場からワン・ストップ・シヨップとしての取引市場へと方向転換し、二〇〇〇年一月からはナスダックの主力一五銘柄、同年四月からはユーロNMの四銘柄の取引を開始していた⁽⁸⁾。

いずれの市場もマーケットメーカーが小口の注文に即座に対応することが売り物となっており、アメリカをはじめとして世界中で近年急速に拡大した個人投資家によるオンライン取引に狙いを定めている。ところが、これまでのところ、外国株を対象としたオンライン取引はそれほど活発ではなく、目立った成果を上げてはいない。そうした市場にドイツ取引所も今回参入したことになるわけだが、他の市場の苦戦状況から見て取引開始前から厳しい予想が報じられていた⁽⁹⁾。取引開始後の取引状況についてはほとんど報じられていないが、そのこと自体が取引低迷の証であろう。

九月二四日の取引開始日にドイツ取引所はアメリカ株式の取引に止まらず、同じ時間帯のオランダ株式も同様にして今年中に取引を開始する計画を明らかにしており、外国株取引を提携や合併ではなく、独自に取り込む方針を固めている⁽¹⁰⁾。おそらくオランダ株がアメリカ株に次いで選ばれた理由は、ユーロネクストの共通現物取引システムであるNSCへの移行によって、オランダで従来流動性の供給をおこなってきたホークマン(スペシャリ

スト)等のマーケットメーカーの活動余地が縮小することと関係しているものと考えられる。ドイツ取引所はオランダ・マーケット・エクスパートとしてユーロネクストからの撤退を決めているオランダ最大のマーケットメーカーであるバン・デア・ムーレン (Van der Moolen) と AOTS ペシャリスト・ファームの名前を公表しており、流動性供給者との取引を好む個人投資家の取引取り込みをはかっているようである。

ドイツ取引所がアメリカ株式を最初の外国株市場として選択した理由は、JEWAY やロンドン証券取引所、ナスダック・ヨーロッパに先駆けてヨーロッパにおけるアメリカ株市場の中心となることによって、ヨーロッパの中心市場としての地位を確立し、その地位を利用してヨーロッパ銘柄の株式市場の中心市場になることを計画しているものと考えられる。ロンドン証券取引所との合併計画見直し後はイギリス、フランス、ドイツの各取引所が再び対抗関係に逆戻りし、近い将来に合併や提携に動く可能性は小さくなっている。そこで、独自の市場拡大・市場統合計画としてグローバル・マーケット・コンセプトが打ち出されたのではないだろうか。あるいは個人投資家のための小口市場を抑え、JEWAY のような ECN の参入を未然に防ぐという消極的な理由であったのかもしれない。JEWAY の四割株主でもあったモルガン・スタンレーは XETRA・US スターズでもマーケットメーカーを務めることになり、九月二七日には JEWAY の保有株式を OM グループに売却することを発表しており、JEWAY の先行きを危ぶんで OM グループとの協力関係を後退させている。また、プライム・アクセスという独自の顧客注文マッチング・ネットワークを二〇〇〇年九月に稼働させているゴールドマン・サックスも US マーケット・エクスパートとなっており、ヨーロッパにおける戦略の見直しに入ったのかもしれない。ドイツ取引所の XETRA・US スターズあるいはグローバル・マーケット・コンセプトはその構想の大きさは裏腹に静かな滑り出しであり、今後の推移が注目されるところであるが、順風満帆に行きそつにないようである。

注

- (1) 詳しくは、拙稿「ドイツ取引所の新たな戦略」IPOと情報提供拡充」(本誌一五九二号、二〇〇一年三月)を参照。
- (2) JIWAYについては、拙稿「JIWAYとOMとMSDWによるクロスボーダー小口ECN」(本誌一五八九号、二〇〇〇年十一月)を参照。
- (3) TSE二〇〇一については、拙稿「ロンドン証券取引所の巻き返し策」海外キャンペーンとTSE二〇〇一」(本誌一五九四号、二〇〇一年五月)を参照。
- (4) ユーロネットとロンドン証券取引所の株式上場については、拙稿「ユーロネットのIPO」ドイツ取引所のIPOとの明暗」(本誌一五九七号、二〇〇一年八月)、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。
- (5) Deutsche Börse, "Deutsche Börse and Eurex Set Up Joint Market for U.S. Products," News, 31 May 2001
- (6) Deutsche Börse, *Designated Sponsor Guide*, Version 2.2, Christian Porthoff, "Deutsche Börse will Handel in internationalen Topwerten ausbauen," *Handelsblatt*, 1 Juni 2001
- (7) Deutsche Börse, "Partners Make U.S. Segment Even More Attractive For Retail Investors / Eleven Xetra US Partners Offer Private Investors U.S. Equity At Domestic Conditions / Xetra Live Makes Trading Transparent," News, 4 September 2001
- (8) イースタックの歩みとナスダックによる買収の経緯については、拙稿「ナスダックの新たな戦略」LIFFEとの提携とイースタックの買収」(本誌一五九四号、二〇〇一年四月)を参照。

- (6) Huw Jones, "Frankfurt's U.S. share venture set for quiet debut," *Reuters*, 4 September 2001 (http://biz.yahoo.com/rf/010904/103533211_2.html), "INTERVIEW: Experte Hält Xetra US Stars für Kleinanleger wenig interessant," *Yahoo Finanzen*, 7 September 2001 (<http://de.biz.yahoo.com/rf/010907/36/1xiof.html>)
- (9) Deutsche Börse, "U.S. Segment Successfully Launched / U.S. equity, index funds and equity options launched simultaneously / Dutch segment as next step in Global Markets Concept to follow in the fourth quarter," *News*, 24 September 2001
- (11) OM Group, "JMWAY ANNOUNCES RESTRUCTURING," *Press Release*, 27 September 2001, "OM and Morgan Stanley to Restructuring," *Press Release*, 27 September 2001

(ち っ か わ ま れ ひ る ・ 主 任 研 究 員)

中国最大の総合家電メーカー海爾集團の経営管理と企業文化

「市場中心主義」と「顧客至上主義」をめぐる

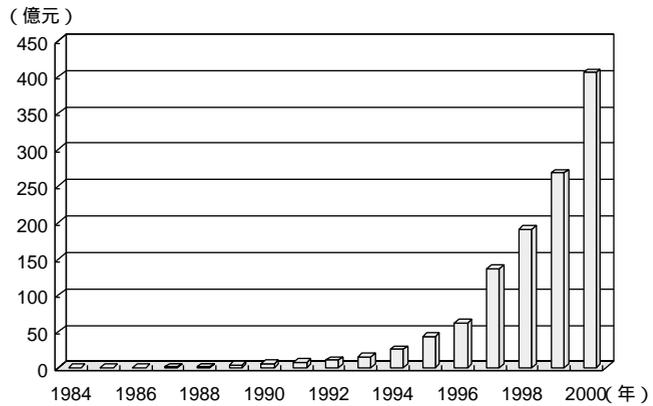
王 東明

1 はじめに

最近、長引く不況とＥＴバブル崩壊の影響で、東芝、日立および富士通などの日本の大手電機メーカーが相次いで大規模なリストラ案を発表し、日本経済不況の深刻さを現わしている。一方、長期不況と産業の空洞化が続いている日本の状況と逆に、中国経済はアジア金融危機以後においても、国内総生産（ＧＤＰ）は七%前後の高成長を続けている。特に、近年、中国の家電、バイクなど生産量は世界一位になり、一部国内の家電メーカーは技術力を高め、製品の品質を改善して競争の激しい国際市場にも頭角を現わし、話題を呼んでいる。なかでも、特に注目されているのは、本社を青島市に置く、近年急成長した海爾（ハイール）集團公司（以下は海爾集團と略称）である。同社は国有企業でも民間企業でもない「集團所有制」の企業であるが、独特の経営理念や管理方法を持っており、国内市場の開拓・規模拡大だけではなく、国際市場にも積極的に進出し、中国最大の総合家電メーカーにまで成長し、中国の企業モデルとして内外から関心を集めている。

ところで、一六年前の一九八四年に創設された海爾集團は、売上は三四八万元、赤字は一四七万元、従業員は八〇〇人前後で、製品の品質が悪く、倒産寸前の企業であった。しかし、二〇〇〇年末現在、海爾集團の売上

図1 海爾集團公司の売上推移



(連結)は四〇六億元(約四九億ドル)、利益(連結)は三〇億元(約三・六億ドル)、従業員は三万人に達し、関連する雇用人数は二〇万人にもなっている。売上だけを見れば、二〇〇〇年は八四年の一万倍以上(一一・六六六倍)となり、一六年間の平均伸び率は八〇%を維持している(図1)。現在、同社の家電製品は海外の一六〇カ国に販売され、二〇〇〇年の輸出額が一・八億米ドルに達し、「Haier」という海爾集團の英文ロゴも国際的に定着しつつある。

では、内外の競争が激しく、既に供給過剰の家電部門において、なぜ海爾集團は急成長してきたか、その成長の原因は何か。小稿では、海爾集團の経営理念、管理方法および国際化戦略などを紹介し、「市場中心主義」と「顧客至上主義」をめぐって、企業文化の側面から考察することにしよ。

2 経営理念と企業精神

一九八四年に、現在海爾集團の首席執行官(最高経営責任者)CEOである張瑞敏氏は、経営危機に陥った青島冷蔵庫総工場(海爾集團の前身)の工場長に任命された。創業当初、同社唯一の製品である冷蔵庫は不良品が多く、顧客から様々な苦情が出ていた。それを受けて、張工場長は会社の全従業員を集めて、在庫を改めて検査したところ、七六台の不良品が検出された。そして、張工場長は従業員の前で、品質に問題のあるすべての冷

蔵庫をハンマーで壊すよう命じ、「もしこれら不良品の冷蔵庫を壊さなければ、将来、市場が壊すのは我々の企業だ」と述べた。八五年当時、冷蔵庫一台の値段は従業員一人の二年分の給与に相当する高価な商品であったため、この「不良品を壊す事件」は従業員に大きなショックを与えた。八〇年代の半ば頃、中国社会は依然計画経済の影響が強く、品質管理の意識がまだ薄い時期でもあり、今回の事件を契機に、海爾集団は大きな転換期を迎える。

それ以来、海爾集団は徹底した品質管理、顧客サービスおよび社員教育で発展の道を開き、中国最大の総合家電メーカーに成長したばかりではなく、単純明快な言葉とスローガンで経営理念や管理方法を企業内に定着させたことで、話題を呼んでいる。

張氏は、海爾集団の経営理念や企業精神を次のように語っている。すなわち「我々は海のように、社会と人類に貢献すべきである。社会と人類を真剣に愛すれば、社会は我々を認めるでしょう」。そして「全ての企業においてその目標はほぼ同じである。つまり長期的利益の最大化を追求することである。しかし、それは目標であり、目的ではない。企業が存在理由は社会と一体化し、社会進歩を推進することにある」。

海爾の企業精神は「敬業報国、追求卓越」（仕事に誇りを持ち、国に報い、至高を目指す）という言葉に集約している。要するに、社会と人類に貢献する企業精神を持って、中国の老子、孔子および孫子などの古代哲学や儒教思想⁽²⁾と先進国の管理方法（全社的品質管理のTQC、カンバン方式など）をアレンジして、海爾の独自の管理方法や企業文化を形成しているのである。

張氏の経営理念は、主に次の六つの内容から構成される。（１）企業管理について、「海爾定律」としての「傾斜面の球体理論」および「八〇／二〇原則」という内容が含まれる。（２）市場理念について、「絶えず変化する

のが市場の法則である」、「オフシーズンの考え方があるが、オフシーズンの市場はない」、「我々が売っているのは信用であり、商品ではない」、「自己否定して、市場を創造する」という言葉で表現されている。(3)ブランド戦略について、「やるなら、必ず第一になる」、「国内にはブランドが存在しない」(海外で有名なブランドになる意味)という国際的な市場戦略を持っている。(4)品質管理について、「高い基準、精細化、ゼロ欠陥」、「優秀な製品は優秀な人間によって造られる」というスローガンである。(5)アフターサービスについて、「お客様はいつも正しい」。(6)海爾の発展方向について、「世界に通用する中国のブランドを創る」ことである。

海爾の企業文化は、このような経営理念や企業精神、また、それに基づいて生まれてきた海爾の独自の管理法や社内の様々な制度・規則などによって形成されている。

3 「傾斜面の球体理論」と「八〇/二〇原則」

まず「海爾定律」とされている「傾斜面の球体理論」について説明する。この球体理論は、企業を傾斜面を登る球に喩えたものである。球に対して市場競争と従業員の怠惰から形成される圧力が常に働いていて、それを抑止する力がなければ、球は下に落ちてしまふ。落ちる球を止める力が海爾の基礎管理とされる「OEC管理法」であり、それを上昇させる力が「革新」である。現在、「傾斜面の球体理論」は「海爾定律」として認知され、それに基づいて形成されている「OEC管理法」や「市場リンクSST法」などの管理方法が企業内に定着している。

そして、「八〇/二〇原則」とは、海爾集団内において、職位が高くなると、その責任も重くなることである。かりに企業幹部の人数が全従業員の二〇%を占める場合、その責任は全体の八〇%を占める。また、もし仕事の

ミスがあつた場合、企業幹部は八〇%の責任、仕事の担当者は二〇%の責任を負うことになっている。つまり、企業のピラミッド型組織構造に対しては、その責任の受け方が逆ピラミッドになることである。従業員のスミスがれば、企業幹部は罰を受ける。この「八〇/二〇原則」こそ海爾の管理原則であり、それに基づいて形成された企業内の上下関係は「緊張関係」でもある。これは「上司と部下、生産と販売など企業内のすべての関係を緊張関係に置く」ことで、部下のニーズにこたえない上司は淘汰され、販売部門の要請に応じない生産部門は縮小していくという企業内関係や企業文化になっている。

4 「OEC管理法」

「OEC管理法」とは「Overall Every Control and Clear」の略称である。すなわち、全方位的に日々、各人の全ての事をコントロールするという意味である。より詳しく説明すれば、「OEC管理法」は目標システム、「日清」（毎日の仕事を完成する）システムおよび奨励システムという三つの部分から構成され、その基本は、企業の大きな目標を量的に細分化し、全ての人が各々細分化された小さい目標を持ち、それ（目標・仕事）を達成するために全責任を持つということである。つまり、仕事や品質に対して、「高い基準、精細化、ゼロ欠陥」という徹底した責任管理体制を採る方法である。

例えば、ある工場の五階にある原材料の倉庫には二、九四五枚のガラスがある。その一枚一枚のガラスに小さな紙片が貼ってあり、二つの番号が表記されている。それは誰がガラスを拭き、誰がそれを検査したのかという表記である。海爾集団の全ての業務を管理する責任者があり、大きなプロジェクトや会議室だけではなく、小さな部品やスイッチに関しても、その管理者と責任者が必ずいる。このように、企業の仕事を「精細化、ゼロ欠陥」

にし、「全ての従業員が管理する業務を持ち、全ての業務を管理する責任者もいる」(人・人・都管事、事・事・有人管)という責任管理体制の下に置かれ、これは「OEC管理法」の本質である。

また、従業員はそれぞれ「三Eカード」を持っている。この「三Eカード」には、毎日の仕事の内容(生産量、品質、規律、安全および衛生など)が記載されている。従業員は毎日自分の行動をチェックし、「三Eカード」に記載しなければならぬ。給料は「三Eカード」に基づいて支払う。ここでは従業員のインセンティブを引き出すために、アメリカ流の給与制度を採用している。

そして、各工場内には「六つのS」のスローガンを掲げる自己点検の場所がある。「六つのS」とは「整理・整頓・清掃・清潔・しつけ(素養)」という日本語の「五つのS」(プラス英語の「安全(Safety)」)のことをいう。従業員は毎日仕事が始まる前と終了した後、自分の仕事に対して問題があるかどうかを査定する。

このように、「OEC管理法」は一部の先進国の管理方法を採用入れ、企業や個人が最短の時間と最小の範囲内に自らの問題点を見つけ、それを解決し、自己変革し、市場に対応するという責任管理体制であり、「海爾管理モデル」といわれている。言わば、生産と販売の各段階においての企業内部責任管理モデルである。

5 「市場リンクSST法」

市場は常に変化している。企業の生産と販売の各段階は、どのようにしてその変化する市場と密接に結び付くのだろうか。「市場中心主義」と「顧客至上主義」という原則の下で生まれたのが「市場リンクSST法」である。

「市場リンクSST法」とは、企業の各製造工程において、全ての従業員を市場の全面的なコントロールの下

に置き、顧客の要求に基づいて、品質の基準を制定し、潜在的な需求に基づいて製品の競争力を確定することで、市場の利益と効率から従業員の仕事の質と量をはかる方法である。この方法は「OEC管理法」の改良版といわれており、従業員のインセンティブと潜在能力を最大限に引き出すことによって、企業の活力と効率を高めることを目的としている。

今までの中国企業の管理モデルは、一般的にピラミッド的な構造であり、垂直型の上下関係の組織であるため、市場に即応するのは難しい。「市場リンクSST法」は企業組織を根本的に変え、組織をフラット化し、企業内の全ての生産工程、流通・販売過程、研究開発、品質管理、資金管理、情報管理、人事および企業文化などの部門をフラット化して順列する。「顧客至上主義」の下で、各工程と各部門の間は顧客意識を持ち、相互に「市場顧客」という関係になり、これは「市場工程管理モデル」と呼ばれている。その特徴は「フラット化、情報化」である。つまり、企業内部の関係は市場を中心に、自転車のチェーンのように互いにリンクし、従業員各自が市場と対し、相互に「市場顧客」の関係を結ぶシステムである。

張氏の「市場リンクSST法」の説明によると、今までの中国企業は一般的に「利益の最大化」を目的としてきた。その大部分は人治企業で、ピラミッド型の組織の下で経営してきた。しかし、現在、ニューエコノミー・ルールの下で、企業は「顧客満足度の最大化」を目的にしなければならない。企業の全ての工程は顧客意識を持つべきで、上下の工程の間は互いに市場となりかつ情報疎通が必要である。今までは、販売とアフターサービス部門だけが顧客に対面し、企業組織の内部では、部下は上司だけに責任を負った。現在では、全従業員が市場に責任を負うことを要求し、市場こそ従業員の上司であり、伝統的な職能上の「上司 部下」の関係ではない。

「市場リンクSST法」の「SST」とは、「薪酬」（報酬を求める）、「索赔」（弁償を求める）、「跳開」（ブレ

「キをかける」の中国語の撥音からなるアルファベットの頭文字である。すなわち、「索酬」（報償を求めめる）は、「市場リンク」に基づいて、各部門間と生産工程の間は互いに「市場 顧客」となり、それを仕事・サービスの対象とし、このような市場から報酬を求める。「索賠」（弁償を求めめる）は、「市場リンク」の管理工程において、各部門間と生産工程の間で相互に噛み合う関係を表わし、もし約束（契約）を履行できない場合は、賠償を求める。「跳閘」（ブレーキをかける）は、報酬を求める状況ではなく、弁償を求める状況でもないとき、自動的にブレーキをかけ、問題を見つけて解決するという管理方法である。

「市場リンクSST法」の本質は、企業内の全ての人が相対的に市場となり、自ら上下の「市場 顧客」に対応しなければならない。つまり企業の外部目標（市場）は企業の内部目標に転化し、企業の内部目標を個人目標に再転化し、個人目標は収入とリンクするシステムである。

また、企業内の組織関係について、海爾集団では、上司に対する責任体制を市場に対する責任体制へと転化し、組織をフラット化して相互に市場となって競争させ、相互にチェックし、「ゼロ距離」で問題解決する管理体制となっている。

このように、「市場リンクSST法」は企業内に「市場 顧客」の関係、つまり「企業内関係の市場化」が形成され、市場に即座に対応できる管理体制である。企業内部は「大競技場」のような市場となり、全ての人が市場の圧力を感じ、不良品が次の工程に流れれば、弁償を請求される。「下の工程は自分のお客様だ」。それを満足させなければならない。また自分の収入も顧客の満足度とリンクし、一種の「市場賃金制度」を採っている。

以上のように、海爾集団の管理方法は「OEC管理法」から「市場リンクSST法」へと改善され、外部の「市場 顧客」関係を企業内部にも完全に浸透させ、内外一体の「市場 顧客」の「市場リンク」関係になって

いる。また、「市場リンクSST法」は「市場中心主義」と「顧客至上主義」の原則を貫徹し、海爾集團の製品の品質のアップ、サービスの改善および国際戦略の展開に重要な役割を果たしているのではないかと考えられる。

6 国際化戦略

海爾集團の経営目標は、世界のブランドを創り、「フォーチュン五〇〇社」売上高ランキング企業に入ることである。同社はこのような経営目標に基づいて、国際化を展開し、その戦術としては、「質量取勝、先難後易」（品質で勝負し、先にドイツ、アメリカなどの先進国の難しい市場を開拓し、後は容易な市場に進出すること）になっている。

そして、今後の経営方針としては、三分の一は国内生産・国内販売、三分の一は国内生産・海外販売、三分の一は海外生産・海外販売という「三つの三分の一」の原則の下で、生産・販売体制を計画している。そのうち、海外での現地生産は三割、販売は六割という経営目標に立っている。

また、国際化戦略の目標は「現地化」である。つまり、現地設計（商品開発）、現地生産および現地販売を「一体化」する戦略である。

以上のような国際化戦略の下で、現在、海爾集團は全世界に八つの工業団地（海外二つ）、四八箇所の工場（海外二二箇所）、一五箇所の設計センター（海外六箇所）、五万以上の販売網点（海外三万以上）および一万以上（海外約二千）のアフターサービス拠点を持っている（表1）。その製品は八四年の冷蔵庫一品種・一規格から、現在、白物家電、黒物家電およびパソコン・携帯電話などを含む六九種類、一〇、八〇〇以上の規格・品種の製

表1 海爾集團公司の生産拠点と販売網

項目	全部(箇所、社)	海外(箇所、社)
貿易センター	56	11
設計センター	15	6
製造基地	工業団地	2
	工場	12
アフターサービス拠点	11,976	1,900
販売網点	53,000	38,000
部品調達先	900	うち「フォーチュン500社」ランキング企業の44社

(出所) 海爾集團公司「Haier@2000」、海爾集團公司「國際化的海爾」などより作成。

ーは二一カ所であり、そして、ドイツ、中東のアラブ首長国連邦のドバイ(Dubai)に国際物流センターが設立された。

ー海外の現地生産については、海爾集團は九六年からインドネシア、マレーシア、フィリピン、イラン、北アフリカ、パキスタン(工業団地)お

品を生産している。主な製品である冷蔵庫の年間生産量は三〇〇万台、洗濯機は三〇〇万台、エアコンは二五〇万台、テレビは一〇〇万台となり、中国最大の総合家電メーカーであり、世界の家電生産量の第九位になっている(表2)。また、国内においては、家電の年間販売量は少なくとも一、〇〇〇万台を超え、海外においては、累積販売量は四〇〇万台にのぼり、輸出家電の品種は五八系列、三、〇〇〇以上の規格商品になっている。現在、一九類の外国の各品質認証を獲得し、その中には、難しい市場といわれているアメリカ(UL)、ドイツ(GS)、カナダ(CSA)などの品質認証基準も含む、製品は一六〇カ国にも輸出している。

また、現在、海外の販売網としては、代理店は九六社、販売網点は三八、〇〇〇カ所、アフターサービス拠点は一、九〇〇カ所、貿易センター

表2 世界の家電部門の企業規模ランキング(生産量)

ランキング	企業名
1	Whirlpool (U.S.)
2	Electrolux (Sweden)
3	GE Appliances (U.S.)
4	Matsushita (Japan) 松下電気
5	Bosch-Siemens (Germany)
6	Maytag (U.S.)
7	Sharp (Japan) シャープ
8	Toshiba (Japan) 東芝
9	Haier (China) 海爾
10	Hitachi (Japan) 日立

(出所) Appliance Manufacturer, February 2001.

よび米国（工業団地）などに工場を設けている。

特に、米国においては、商品設計・開発（カリフォルニア州ロサンゼルス(1)の技術開発センター）、生産工場（サウスカロライナ州）、販売センター（ニューヨーク）という体制で運営し、現地開発・生産・販売という「現地化」の目標を実現している。また、海外の「現地化」戦略が推進されると同時に、海爾集團の経営管理や企業文化にも「輸出」し、海外で定着していると報告されている。⁽³⁾ 現在、中小型冷蔵庫は既に全米の三〇%シェアを占めている。⁽⁴⁾ サウスカロライナ州のカムデン（Camden）地方政府は海爾集團の地方経済に対する貢献に対して、工場近くの一つの道を「海爾通り」と命名した。

そして、米国の進出理由について、張氏は「海爾は改革・開放の波に乗って中国国内で急成長してきたが、これから中国が世界貿易機構（WTO）に加盟すれば、外国メーカーに対する優位性は薄れていく。中国国内で労働力コストの低さに依存した経営を続ければ、いずれ他のアジア諸国からの挑戦に直面せざるを得ない。新しい環境に飛び込まなければ新たな発展はない」と語っている。⁽⁵⁾ このように、「いつも危機感を持ち、変化を求め、常に自己否定し、革新する」ことは、張氏の経営哲学であろう。

7 研究開発

海爾集團は最初にドイツの技術を導入したが、その後は日本を含む様々な海外技術を導入してきた。この一〇数年間は海外の技術を吸収する一方、自前の研究開発も進んでいる。現在では「一日一品」のモットーを上回る一・四品のスピードで新商品を開発し、また、「一日二項目」の特許も申請している。九八年に、米国、日本およびドイツなどの先端技術を持つ企業二八社と協力して、海爾中央研究院が設立された。同研究院は設計、研究

および実験を一体化し、環境、電磁並列などを含む一〇の国際的に最先端を行く技術実験室と二二の先端技術研究所があり、また、四八の国内外の研究開発機関と協力関係も持っている。

そして、海爾集團の研究開発費用は毎年売上の約五%を投入し、二〇〇〇年度は一五・六億元であった。⁽⁶⁾ また、技術者は約四、〇〇〇人、うち博士は四〇人余り、国際的に利用できる修士は約六〇〇人、博士は約三〇〇人で、従業員の六〇%は短大卒以上である。九九年末に、海爾大学が設立され、人材の育成に力を入れ、「先に人材をつくり、後はブランドを造る」という戦略を採っている。

また、近年、インターネットの普及に伴って、中国でもEビジネスが盛んに行われるようになってきている。「ネットを選ぶか、死を選ぶか」という張氏の言葉に基づいて、近年、海爾集團は積極的にB2B、B2Cビジネスを展開している。現在、同社はネットを活用し、顧客の様々な要求に基づいて、製品の設計から生産までの体制が出来上がり、いわば、「ゼロ距離」で顧客に対応することを実現した。現在、B2Cビジネスの売上は集團全体の三〇%に達し、また、社内の意思疎通も「ゼロ距離」でスピードアップし、ニューエコノミーの成果は確実に上がっている。

8 アフターサービス

「必要なのは電話一本するだけ、後は海爾に任せよう」。「海爾なら故障しても大丈夫」。アフターサービスの意識が依然薄い中国において、海爾集團は全国的に保証・修理センターを展開し、他の国内家電メーカーと外国メーカーとの差をつけ、品質神話と良いサービスのイメージを築いた。近年、家電業界においては激しい「価格戦」を繰り返しているが、海爾集團では「価格戦」ではなく、徹底した品質管理とアフターサービスで「価値戦」で

勝負することを宣言した。

現在、同社は全国に一万以上のアフターサービスの拠点があり、農村の六万以上の村にサービスを提供し、三〇以上の大都市にオペレーターセンターを設置している。サービスの理念は「お客様はいつも正しい」である。張氏は従業員に対して、「誰があなたに給料を支払っているのか、私ではなくお客様だ。だから、お客様はあなたの父親であり母親である。あなたが良い仕事をするほど給料も多く支払ってくれるが、仕事をしないとお金はもらえないのだ」と語り、究極的な「顧客至上主義」で、従業員を教育する。

9 「市場貢献度」で決まる賃金制度

海爾集團の賃金制度は市場への貢献度によって決定する。「実績を上げた従業員に対してきちんと報えるのでしょか」という質問に対して、張氏は「従業員の報酬も市場に連動した管理手法を用いています。各人の受け取る分配利益は市場次第です。例えば、製品開発などに携わる技術者にはいわゆる固定給がありません。開発した製品が市場でどれだけ売れたかで給料は決まります。売れ行きが良ければ給料を多くもらえますし、売れなければ給料はもらえません。開発できなかったら、収入なしです。営業スタッフも完全に受注量次第です。売り上げが伸びなければ、給料も多くを望めません。食べるのに困るようなことはしません。同じ階層や年齢で収入が10倍離れても構わない。判断基準はあくまでも市場への貢献だからです。」と答えた。⁽⁷⁾

現在、海爾集團は従業員の仕事の内容を一一の要素（品質管理、労働規約の遵守、心理状況など）に分けて、その達成状況を点数化し、点数で給料を支払うという「点数賃金制」を採用している。企業幹部は年棒制を導入し、市場への貢献度に応じて賃金が決められるのである。

10 むすびにかえて

以上、みてきたように、海爾集團の経営管理は中国の計画経済から市場経済への転換という経済環境の下で、中国の儒教・道教などの古代思想と先進国の管理方法を結合した管理モデルである。ここでまず経営者が持っている個人的な魅力や企業家精神は「市場中心主義」と「顧客至上主義」の経営理念や企業文化の形成に重要な影響を与えている。また、品質管理や顧客サービスなどの概念が依然薄い中国において、品質上の「ゼロ欠陥」、市場（顧客）の「ゼロ距離」および企業内部の「市場 顧客 関係（企業内関係の市場化）」などのユニークな発想に基く「OEC管理法」や「市場リンクSST法」の導入は、従業員に責任感をもたせ、品質の向上、サービスの改善および経営効率のアップにつながっている。さらに、管理人員の平均年齢は二六歳、しかも全員が共産党員であることが中国なりの企業内団体精神の向上に役割を果たしている。これらは企業成長の重要な要素であると考えられる。

海爾集團は国有企業でも民営企業でもない集団所有制の企業であり、その意味で、政府の経営関与が少ない代わりに資金援助もない企業組織である。一六年間の自己努力で、倒産寸前の企業から国内の白物家電の約三割、カラーテレビの約一割の市場シェアを持つ中国最大の総合家電メーカーにまで成長し、その成長のプロセスと経験はハーバード大学ビジネススクールや神戸大学などの海外の大学のケーススタディにもなっている。

現在、海爾集團は二〇〇六年に「フォーチュン五〇〇社」ランキング企業に入ることを経営目標とし、また製薬などを含む経営の多角化を目指しており、「消費者は常に正しい。消費者が望むものならば何でも作る」という方針を採っている。そして、資金調達ルートが多様化を図り、国内の証券市場だけではなく、香港などの海外市場にも上場を計画している。今後、企業規模の拡大に伴って、過剰投資、組織の肥大化などの大企業病にどの

ように対応するのか。また、中国のWTO加盟後、外資の本格的な市場参入に対して、どのような市場戦略を樹てるか。特に、技術開発において、今まで外国技術の導入を中心に商品開発してきた同社は今後自社技術の研究開発体制の確立や優秀な技術者の確保をどうするか。さらに、海外進出に伴って、海爾の企業文化や経営理念をどのように現地の従業員にスムーズに浸透させるか、国際的な経営人材の育成をどうするかが国際化戦略の成功の鍵になると考えられる。

注

- (1) 最近、日本の大手電機メーカーは相次いで人員削減や生産開発拠点の統廃合などの大規模なリストラ案を発表した。そのうち、東芝は一万七、〇〇〇人、日立製作所は一万四、七〇〇人、富士通は一万六、四〇〇人、NECは四、〇〇〇人、松下電気は早期退職優遇制度で人員整理案を発表した。『日本経済新聞』二〇〇一年八月二日、八月二五日、八月二八日、九月一日を参照。
- (2) 海爾集団の張瑞敏氏(最高経営責任者)は老子の『道德経』、孔子の『論語』および孫子の『孫子兵法』などの中国古典思想家の本を愛読していると報道されている。
- (3) 海爾集团公司「Haier@2000」、海爾集团公司「国際化的海爾」。
- (4) 原資料は全米家電生産商協会(AHAM)の二〇〇〇年統計による。海爾集团公司「国際化的海爾」を参照。
- (5) 「中国国家電の雄 海爾集団」『日本経済新聞』二〇〇〇年七月三一日。
- (6) 『日本経済新聞』二〇〇一年五月二八日。
- (7) 「我々は初めから市場中心主義だった」『中国式』も併せ世界に躍進する」『日経ビジネス』二〇〇〇年一月二七日を参照。

- (8) 二〇〇〇年の上半期に、海爾集團の白物家電の全国シェアは、冷蔵庫は三三・四％、業務用冷蔵庫は四一・八％、洗濯機は三〇・五％、エアコンは三〇・六％を占める。黒物家電であるカラーテレビの市場シェアは一〇・四％を占める。海爾集團公司「Haier@2000」、一四頁を参照。
- (9) 一九九三年に、海爾集團の冷蔵庫工場は上海証券取引所に上場を果たした。今後、物流部門は香港などの海外市場に上場を計画している。二〇〇一年八月の海爾集團公司の訪問記録による。

参考文献

- (1) 海爾企業文化中心「中国海爾的魅力」、二〇〇一年六月。
- (2) 海爾集團工会編制『海爾員工画与話』、二〇〇一年一〇月。
- (3) 羅広「海爾：從OEC到SST」、『商界』(増刊、中国企業管理模式經典)、二〇〇一年三月。
- (4) 華子「海爾指向 中国企業的未来」、『商界』(増刊、中国企業管理模式經典)、二〇〇一年三月。
- (5) 「張瑞敏談海爾的三步戰略」、『商界』(増刊、中国企業管理模式經典)、二〇〇一年三月。
- (6) 王彦田、宋学春「在改革開放中崛起的海爾(上)」、(中)、「(下)」、『人民日報(海外版)』、二〇〇一年八月六日、八月七日、八月八日。
- (7) 陸一「海爾 讓資本承認管理」、『上市公司』、一九九八年五月号。
- (8) Anthony Paul, CHINA'S HAIR POWER, FORTUNE, February 15, 1999.
- (9) The Spread of China Inc., Richard Ernsberger Jr., Newsweek September 3, 2001.
- (10) <http://www.haier.com/>

(おつ とつめい・主任研究員)

ナスダックにおける株価セント表示導入の影響

三木 まり

1 はじめに

世界の主要証券取引所の中で、株価評価が分数表示であったのは米国とカナダだけであったが、一九九六年にカナダの証券取引所が評価の縮小をいち早く実施し、これが刺激となって、米国でも株価評価の縮小への動きが加速された。株価評価単位の縮小は、かねてから、SECが投資コストの削減、資本市場の国際的な競争力確保の観点から、業界に働きかけてきた問題である。⁽¹⁾従来は、マーケット・メーカーが提示する買値（ビッド）と売値（アスク）のスプレッドが必要以上に大きく、これが取引コストを不当に高くしているとみられていたのである。それを受けて、ナスダックは、本年、一ノ一六ドルと一ノ三二ドル刻みの評価から一ノ一〇〇ドル刻みの評価へと移行した（Decimalization）。この移行の意図するものは、投資家の取引コストを低下し、より分かりやすい株式価格にすることであった。加えて、セント表示導入は、証券投資の国際化の急速な進展により、海外も含めた各証券取引所との競争への対応でもある。

株価セント表示導入は、市場構造や市場参加者に多様なインパクトを及ぼすことが予想される。特に、一九九四年五月にヴァンダービルト大学のウイリアム・クリスティ教授及びオハイオ・ステート大学のポールシュルツ教授による「なぜナスダックのマーケット・メーカーは一ノ八ドルの評価を避けるのか（Why did NASDAQ Market Makers Avoid Odd-Eighth Quotes?）」という論文で、マーケット・メーカーが共謀してスプレッドを広く

していると発表され、さらに、マーケット・メーカーが手数料で収入を稼ぐのではなく、このスプレッドからくる利鞘を収入とするクウォート・ドリブンのマーケット・メーカー制度であるナスダック市場において、その影響は他市場に比べて大きいように思われる。そこで、ここでは、本年六月一日付けで、ナスダック市場のナスダック経済調査(Nasdaq Economic Research)からSECに提出された「ナスダック株式市場における株価セント表示制導入の影響」という最終報告書をもとに、セント表示導入がナスダック市場に与えた影響を分析する。

2 導入の背景

まず、株価セント表示導入の目的について触れることにする。株価セント表示導入の目的は以下の三点であった。第一に、投資家に対する取引コストの低下、第二に、市場参加者に対して分かりやすい株式価格の提示、第三に、取引所がグローバル化する中で競争力の強化である。

次に、株価セント表示導入の流れに触れると、一九九六年の議会における小委員会の形成が挙げられる。翌年六月、分数表示(Fractional pricing)を廃止し、セント単位(decimal pricing)での評価を求める一九九七年株価セント表示法(Common Cent Pricing Act of 1997)が議会により提案された。同年六月に暫定的措置として、ニューヨーク証券取引所(NYSE)とナスダックは、ティックサイズを一ノ一六ドルへ縮小した。その後、二〇〇〇年一月にSECによって株価セント表示が義務付けられた。その結果、二〇〇〇年八月二十八日上場一三銘柄(NYSE七、AMEX六)をセント表示に切り替え、九月二五日上場五〇銘柄を、一二月一四日上場九四銘柄の切り替えが行われた。また、二〇〇一年一月二九日に、残りの全ての上場銘柄とそれに付随するオプションのセント表示制への切り替えが行われた。

ナスダックにおいては、セント表示導入は三段階に分けて執り行われた。第一段階として、二〇〇一年三月二日に二四銘柄、第二段階は三月二六日に一九七銘柄が切り替えられた。そして最終段階として、四月九日に残り全ての銘柄がセント表示に切り替えられたのである。

3 セント表示導入前後の影響についての計測方法

ナスダックの報告書は、セント表示導入前後の影響について、四月九日の切り替え日以前の二週間（二〇〇一年三月二六日～四月六日）と切り替え後の二週間（二〇〇一年四月九日～四月二〇日）の特徴を計測し、比較している。したがって、ここでは、セント表示導入の初期のインパクトを計測するのみであることに注意しなければならない。

まず、三月の平均取引による取引の流動性（trade activity）の区分として、上位一〇〇銘柄を高位流動性、一〇一～一〇〇〇位の銘柄を中位流動性、一〇〇一から残りの全ての銘柄を低位流動性と分類する。気配スプレッドについては、三月の平均気配スプレッドから一ノハドル以上の銘柄を高スプレッド、一ノハドル以下の銘柄を低スプレッドと定義する。さらに、価格について、三月の平均価格から一〇ドル以上の株式を高価格銘柄、一〇ドル未満の株式を低価格銘柄と区分する。

データは、Nasdaq's internal Market Date Server (MDS) から採取されたものである。

4 取引高と気配活動（Quoting Activity）の変化

株価セント表示制導入は、事前に心配されたようなナスダックシステムに対して過大な負担となるような極端

な売買の増加をもたらすことはなかった。取引件数は、セント表示導入前と導入後との比較において、五・四％増加であった。⁽²⁾ また、出来高についても、導入前と導入後では〇・六％増加であった。⁽³⁾ 概して、低スプレッドのグループが、高スプレッドのグループより増加している。

気配の更新回数増加は、呼値縮小によつて予測されていたが、結果は予測に整合的で一七・八％の増加であった。⁽⁴⁾ また、高位流動性のグループに比べて、低位流動性のグループの株式の方が、気配の更新回数が多くなった。セント表示導入による取引サイズの細分化については、平均取引サイズが四・六％の減少であった。価格のみのインサイド気配（最良気配）の更新回数は、八九・八％上昇した。⁽⁵⁾ これは、インサイド気配の更新回数がほぼ二倍になったことを意味する。この結果は、ティック・サイズが下がるにつれて、市場参加者がインサイド・ポジション（最良呼値）を獲得するのに以前より低コストで競争するようになったことによつて、インサイド気配の揺れが、より頻繁に生じるという予測を確認するものである。これは、もちろん、市場が乱高下するようになったことを意味するのではなく、インサイド気配がより細やかな価格間でより小さいステップで動いていることを示しているにすぎない。

5 株価セント表示導入による市場の質的变化

(1) セント表示導入前後のスプレッド

ナスダックのスプレッドは、一九九五年以降、一連の革新やルールの変更を反映して低下傾向にある。⁽⁶⁾ また、スプレッドは、気配スプレッドと実効スプレッドに区分される。気配スプレッドは、リテールの投資家に関連した取引コストである。セント表示導入前後で気配スプレッドを比較すると、全銘柄の出来高加重平均で、導入前

は〇・〇七八ドルであり、導入後は、〇・〇三八ドルであった。これを変化率になおすと、五〇・八%の減少であった。⁽⁷⁾

一方、実効スプレッドは、現実の取引価格とビッド・アスクの中央値の絶対的な差を二倍して測定したものである。この尺度は、成行注文が気配と異なる価格で約定される場合を考慮に入れたものであり、気配スプレッドに比べて市場の実勢をより良く表す指標と見なされている。実効スプレッドは、全銘柄の出来高加重平均で、導入前は〇・〇七六ドル、導入後は〇・〇四一ドル、変化率になおすと四〇・一%の低下であった。したがって、ティック・サイズの縮小は、投資家の取引コストの主要な部分を占めるスプレッドに重大な影響を及ぼしたといえる。

しかし、これは、全ての投資家が株価セント表示導入から利益を得たことを意味しているのではない。なぜなら、取引コストは、インサイド（最良）の気配スプレッドに関係しているだけでなく、インサイドやインサイド気配から離れた市場の深さにも関係しているからである。⁽⁸⁾ セント単位のスプレッドで気配が提示されるようになり、小口注文を対象に価格が形成されることを想定すると、中規模以上の注文はそのような小さなスプレッドでは執行することができず、一本の注文が複数の価格で約定されるか、あるいは小口注文より大きなスプレッドで執行されることが予想される。

そこで、機関投資家の実効スプレッドを分析すべく、実効スプレッドを注文サイズごとに細分化すると、一万株より大きい大口取引は三・八%低下であり、五〇〇〇株以上一万株以下の注文は六・八%低下し、一〇〇〇株以上五〇〇〇株未満の注文は四一・三%の低下であった。これは、予想されていたことではあるが、セント表示制導入は、機関投資家よりもリテールの投資家に利益をもたらしていることを示しているといえる。

(2) セント表示制導入前後の市場の速度

株価セント表示制導入後、執行スピードは低下している。特に、大口の執行可能な注文 (marketable order) に対して低下傾向がみられる。執行可能な成行注文のうち九九九株以上一九九九株以下の注文において、セント表示導入前の執行時間の中央値は〇・六秒で、導入後は一・〇秒に増加し、二〇〇〇株以上四九九九株以下の注文は、導入前は五・五秒で、導入後は九・八秒に増加した。

また、このことは、機関投資家の注文の執行速度に対しても同じことがいえる。一万株より大きい注文において、セント表示導入前の執行にかかった時間の中央値は、一〇一秒であるのに対し、導入後は一四一秒で、変化率において三九・八%の増大であった。五〇〇〇株以上一万株以下の注文においても、導入前は、二六秒であるのに対し、導入後は四二秒で、六〇・一%の増大であった。

セント表示化によって注文が細分化され、その分、執行に時間がかかるようになったものと推測される。

(3) セント表示制導入前後の深さ

インサイド気配における市場の深さ (Displayed Depth At the Inside Quotes) は、セント表示導入前の一万三九七四株から、導入後四五三九株に低下した。加重平均ベースにおいて、全体的な深さは、平均して導入以前の約三分の一である。また、インサイド気配におけるマーケット・メーカーやECNの数についても、加重平均ベースで導入前の五・六九から導入後の二・四八、変化率において五六・三%の減少である。尚、インサイド気配付近の深さは、約三〇〜三六%低下した。

(4) セント表示制導入後のボラティリティーと流動性

しかし、市場の変化を分析する際には、企業収益その他の情報による変化とセント表示化などの市場の価格形成の仕組み(マーケット・マイクロストラクチャー)によるボラティリティーとを区別することが重要である。情報による変化は、セント表示導入に関係ないが、マイクロストラクチャーの影響は、流動性の需給に関係し、セント表示導入に影響を受けつるからである。

そのことを踏まえて、ここでは、以下の三つの尺度を用いて、流動性に関するボラティリティーの計測を行った。まず第一に、取引価格の変化率である。取引価格の変化率は、セント表示導入以前が二・六%であるのに対し、導入後は二・五%であった。第二に、ビッド・アスクの中央値の対数による標準偏差の計測であるが、セント表示導入以前が一七・一であるのに対し、導入後は一〇・三であった。第三に、当日の高値、安値間の差の比率であるが、導入以前が一〇・〇%であるのに対して、導入後は九・七%であった。

これらの指標は、価格の短期の変動性を捉えることを意図したものである。セント表示導入が市場の流動性に負のインパクトを及ぼすとき、これらの指標は増加する。しかし、これらの指標は、どれも増加していない。すなわち、これらの結果から、セント表示制導入の初期の結果に限ってであるが、セント表示導入がボラティリティーの増大や市場の流動性のレベルを低下させたという証拠は見出されなかった。

6 おわりに

以上、セント表示化の影響に関するナスダックの報告書を紹介してきた。ここでの主要な発見としては、以下の五つの点が挙げられる。第一に、取引件数や出来高の変化は、わずかな伸びにとどまった。第二に、気配スプ

レッドおよび実効スプレッドは、大多数の株式に対して低下し、その幅は約五〇％に達した。第三に、個人投資家が、スプレッドの低下から得た利益は機関投資家よりも大きいと思われる。第四に、気配の更新は、日中の取引活動の変動を調整した後にも、一二％あるいはそれ以上に増加した。第五に、市場におけるボラティリティーは増加しなかった。

以上のことから、ナスダックの株価セント表示導入は、スムーズに施行されたといえるだろう。セント表示導入は、ナスダックの市場の質を改善し、投資家、特に、リテールの投資家の取引コストを減少したといえるだろう。計測期間中にマーケット・メーカーの集団的な退出は確認されなかったが、スプレッドの縮小によってとりわけ小口注文からの利益は確実に減少したのであるから、マーケット・メーカーは、これまでのビジネスモデルを再検討し、コスト構造を調整するなど、新しい環境に対応する必要があるだろう。特に問題となるものとして、プレファランシング契約があげられる。

プレファランシングとは、ブローカーが、事前に契約したマーケット・メーカーに、その提示気配が最良であるかないかに関係なく常に注文を回送する慣行のことである。それは、通常、店内化とペイメント・フォー・オーダー・フロー⁽¹⁰⁾ともに行われてきた。

店内化は、ブローカー自身がマーケット・メイキングも行うことである。しかし、マーケット・メイキングを行わないリテール・ブローカーも多く存在しており、その代表がインターネット・ブローカーである。それらは、マーケット・メーカーに注文を回送するかわりにリベート（ペイメント・フォー・オーダー・フロー）を受け取っているのであるが、セント表示導入によってリベートが低下したことは明らかだろう。セント表示は、マーケット・メーカーの収入源である売買スプレッドを縮小し、リベート支払い余力を低下させるからである。ペイメ

ント・フォー・オーダー・フローやプレファンシングといったナスダックを中心に見られた慣行も、大きく変化することが予想される。今後、マーケット・メーカーのビジネスモデルがどのように進化するか長期的に見届ける必要があるだろう。

株価セント表示制による取引は、まだ始まったばかりである。市場や市場参加者に対するセント表示制の最終的なインパクトは、また違った形で現れるかもしれないし、明らかになるには長時間かかる可能性もある。今後の動向の継続的な計測や他市場との比較も課題であろう。

注

- (1) SECは *Market 2000, Study IV, p.9*において、本来的には「十進法による値付けが望ましく、将来的にはその導入は避けられない」としている。ただ、セント表示への切り替えには市場参加者のシステム変更などのコストがかかるため、改善の策として、一ノ一六ドルへの縮小をできるだけ早期に実施すべきであると自主規制機関に要請してきた。
- (2) 導入前の取引件数は、一九七万七〇九一であり、導入後は、二〇八万四七五五であった。
- (3) 出来高は、導入前は、一六億三三〇万六八四九株であるのに対し、導入後は、十六億四〇九四万六八七七株であった。
- (4) 気配の更新回数は、導入前は、四三二万二五六であるのに対し、導入後は、四九六万九四四六であった。取引に対しての気配更新比率は、一・七％増加であった。
- (5) インサイド気配における更新回数は、導入前は四五万五二七六であるのに対し、導入後は、八六万三七八二であった。ナスダックのマーケット・メーカーによる売買執行方法については、平田公一「Nasdaqにおけるマーケットメ

ーカー制度について(上)』『証券業法』一九九五年七月を参照。

(6) 『日本経済新聞』平成一三年六月一九日付朝刊。

(7) 高位流動性のグループの中で、低スプレッドでかつ高価格の銘柄は、気配スプレッドの低下が最も著しく、七一%の低下であった。

(8) ここでいう市場の深さとは、市場の流動性を指し、取引されている価格の回り(上下)にある注文数をいう。深さが不十分なときには売買スプレッドは広がる。

(9) 計測時点において、マーケット・メーカーの集团的参入、退出は、確認されていない。

(10) ペイメント・フォー・オーダー・フローについての詳細は、伊豆久「オンライン・ブローカーとオーダー・フロー・ペイメント」『証券経済研究』一九九七年五月第七号参照。

(みき まり・研究員)

証研レポート既刊目録

1586 (2000.9)	執筆者	1593 (2001.4)	執筆者
存在感高める外国証券会社	二上	投資信託は郵貯資金を吸収したか?	二上
証券取引所の国際化戦略	伊豆	米国への資本流入は持続的か	伊豆
- N Y S E と N A S D A Q の場合 -		ナスダックの新たな戦略	吉川
a / c / e	吉川	- L I F F E との提携とイースダックの買収 -	
- C B O T の新電子取引システム -		上海証券取引所のコーポレート・ガバナンス調査(1)	王
企業調査から見た中国のコーポレート・ガバナンス(1) 王		- 株主総会と董事会を中心に -	
- 経営者の意識変化、選任方法およびインセンティブを中心に -		D T C の行うリスク管理	福本
株式分割と保管振替制度	福本	- 取扱い証券による違いはあるか -	
1587 (2000.10)		1594 (2001.5)	
会社型投資信託について	二上	構造改革と投資銀行業務	二上
ニューヨーク証券取引所と外国株式	伊豆	米国新興企業とストック・オプション	伊豆
英独証券取引所の合併計画撤回	吉川	ロンドン証券取引所の巻き返し策	吉川
- O M グループによる L S E 買収提案 -		- 海外キャンペーンと T S E 2001 -	
企業調査から見た中国のコーポレート・ガバナンス(2) 王		動き出した国債の R T G S (1)	福本
- 経営者の資質と昇進経路を中心に -		- 制度の概要 -	
P T S 業務の定義をめぐる日米比較	清水	1595 (2001.6)	
バルチャー・ファンドと企業再建	松尾	個人金融資産の動向について	二上
1588 (2000.11)		インスティテットの I P O	吉川
証券取引所の組織構造	二上	- E C N 初の株式会社公開 -	
N E W E X	吉川	上海証券取引所のコーポレート・ガバナンス調査(2) 王	王
- 独塊証券取引所による共同東欧証券取引所 -		- 監事会、経営陣および意思決定の在り方を中心に -	
企業調査から見た中国のコーポレート・ガバナンス(3) 王		動き出した国債の R T G S (2)	福本
- 企業内党組織の役割と兼任状況をを中心に -		- 現状と問題点 -	
選択的情報開示に対する S E C の規制について	清水	1596 (2001.7)	
有価証券の不発行化	福本	個別株先物取引と信用取引	二上
- フランスの S I C O V A M の制度 -		M & A 会計と I T バブル	伊豆
1589 (2000.12)		ナスダック・ヨーロッパと virt-x	吉川
株価変動率の上昇について	伊豆	- ヨーロッパでの新たな試み -	
J I W A Y	吉川	上海証券取引所のコーポレート・ガバナンス調査(3) 王	王
- O M と M S D W によるクロスボーダー小口 E C N -		- 重役の選任、報酬および従業員の变化を中心に -	
企業調査から見た中国のコーポレート・ガバナンス(4) 王		N Y S E の特別委員会報告書より	三木
- 企業の意思決定の在り方とチェック体制を中心に -		1597 (2001.8)	
アメリカのコール・オークション	清水	証券取引所の株式会社化の意義	二上
米国のハイ・イールド債市場とディストレス市場	松尾	自社株買いについて	伊豆
1590 (2001.1)		ユーロネクストの I P O	吉川
投信販売の変化について	二上	- ドイツ取引所の I P O との明暗 -	
国際資本市場の発達と I M F の変容	伊豆	アメリカ政府債の清算機関 G S C C	福本
A S X	吉川	1598 (2001.9)	
- 知られざるイノベーター -		ロンドン証券取引所の株式上場	吉川
米国 N A S D の収入について	清水	上海証券取引所のコーポレート・ガバナンス調査(4) 王	王
額面株式と無額面株式	福本	- 上場企業のガバナンス文化を中心に -	
1591 (2001.2)		C P のペーパーレス化(1)	福本
重要性を増すマーケティング戦略	二上	- 日本初の不発行化 (dematerialization) -	
ユニバーサル・ストック・フューチャーズ	吉川	オブティマーク市場休止が意味するもの	三木
- 個別株先物による L I F F E の巻き返し -			
中国の経営者報酬とインセンティブについて	王		
ナスダックのスーパーモニターージュ構想	清水		
決済機関の行うリスク管理	福本		
1592 (2001.3)			
米国の貿易赤字について	伊豆		
ドイツ取引所の新たな戦略	吉川		
- I P O と情報提供拡充 -			
中国の漸進的経済改革について	王		
- 市場育成アプローチの紹介を中心に -			
ナスダック市場と顧客指値の保護について	清水		
倒産法とディストレス投資	松尾		

(財)日本証券経済研究所の ホームページのご案内

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

Contents

JSRIについて	証券年表
TOPICS	証券関係文献目録
出版物案内	大阪研究所
講演会録	LINK集
証券図書館	証券経済学会

JSRIについて

当研究所の概要や事業活動を紹介しています。

TOPICS

「21世紀の証券市場懇談会」をはじめ、当研究所等に関する最近の動向や新刊書の案内等を掲載しています。

出版物案内

「証券レビュー」及び「証研レポート」の最近5カ月分の全文とともに「証券経済研究」の各論文要旨を掲載。また、定期刊行物のバックナンバー一覧、単行本の内容紹介と目次もご覧いただけます。

講演会録

平成12年12月以降に開催した講演会録をお読みいただけます。

証券図書館

証券図書館の利用案内や受入新着資料（最近3カ月分）を紹介しています。

証券年表

1996年から2000年までの記事を「証券」「金融」「一般」に3分類し、日付ごとに記事の一覧ができるとともに、探したい用語を含む記事の検索もできます。2001年以降については編集出来次第、逐次、月単位で追加する予定です。

証券関係文献目録

2000年に発行された単行本、雑誌の証券関係の文献を分類、文献名、著者名により検索ができます。

大阪研究所

大阪研究所に関する情報を掲載しています。

LINK集

他機関のウェブ・サイトにリンクして官公庁、証券関連機関、国内外のシンクタンク、全国の大学、各学会、図書館、出版社、報道機関、国際機関・主要国金融監督当局等、調査・研究に関連のあるサイトに容易にアクセスできるように設定しています。

証券経済学会

当研究所が事務局を引き受けている「証券経済学会」に関する情報を公開しています。学会の紹介、大会・部会のお知らせ、入会案内、機関誌の紹介・バックナンバー等を掲載しています。

証研レポート第一五九九号
二〇〇二年十月八日発行

(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

2001年10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)