

証
研

レポート



No.1532

1996年3月

■ 世界の派生取引所における最近の動向について

社債登録制度と流通市場

店頭デリバティブ市場について

—イングランド銀行の調査より—

中国国有企业の「現代企業制度」への改革

—福州第二化学工場の「実施案」の紹介—

■ 企業の情報開示について(2)

—情報開示から見た実質株主—

財団法人 日本証券経済研究所

世界の派生取引所における 最近の動向について

二二二、三年、世界の派生取引所における動きの顕著な特徴は、「取引所間リンク（提携）」の波及であった。ところどころでこれまでの取引所間リンクの目的はユーザー側の一四時間取引へのニーズを満たすことで取引拡大にならぬようとするものが多かつたが、ドイツ証券取引所（D B）とパリ証券取引所、M A T I F、M O N E P の四取引所間の現物・派生取引両方を含む包括的な提携構想は立会時間帯が重なる取引所間のリンクであり、これまでとやや異質の要素を含んでいた。すなわちこのリンクの内容は、相互に相手の会員業者に自取引所の商品の取引を認めるというもので、いわば会員権の相互開放によるユーザー拡大を狙つたものだからである。さらにこれと並行して昨年には英ロンドンでL I F F E（国際金融先物オプション取引所）によるL C E（ロンドン商品取引所—ココア、コーヒー、砂糖主体）の買収、今年にはいると米シカゴのC B O TとC M Eとの合併構想が伝えられ、明らかに、世界の派生取引所を取りまく環境ならびにこれに対する取引所側の対応には新しい要素を感じられる。

以下では、こうした派生取引所側の対応策をもう少し詳しく紹介し、その最近の特徴やその背景にあるものを整理してみた。

取引所間リンクの波及

取引所間リンクの雑型は、一九八四年シカゴC M EとシンガポールS I M E Xとの間に結ばれた相互決済制度である。この契約の内容は、C M Eの商品であつたユーロドル先物をS I M E Xでも上場、取引きできるようにして、建て玉をどちらの取引所でも決済できるというものである。これによつて、①ユーザーはほぼ一四時間にわたりてユーロドル先物を取引きし、かつ手仕舞えること、また②S I M E Xはすでに流動性のある商品を上場でき取引拡大につなげられること、③C M Eは立会時間外についても有力な商品の流通経路を確保できること等のメリットがあつた。

その結果、ユーロドル先物はS I M E X最大の商品に成長している。一〇年後の九四年、S I M E XはロンドンのI P E（国際石油取引所）とブレント原油の相互決済について合意、その出来高も急増している。このほか、九四年以降、同様のリンクにかかる契約締結は、①米のN Y M E Xとシドニー先物取引所の間（シドニーの会員業者がローカルタイムでN Y M E Xの石油・ガスの取引ができる）、②英L I F F Eと米C B O Tとの間（C B O T商品であるTボンド、Tノートの先物・先物オプションとL I F F E商品であるドイツ国債、イタリア国債、イギリス国債の先物・先物オプションを相互に上場し、建て玉は母国取引所に移管）、③L I F F EとT I F F E（東京金融先物取引所）との間（ユーロ円をL I F F Eに上場、建て玉はT I F F Eに移管）など枚挙に暇もないほど流行し始めている。

【二四時間取引ニーズ】

ところで、こうした取引所間リンクの背景として考えられるものは、まず第一に二四時間取引へのユーザー二ニーズであろう。通貨や金利、原油などは世界的商品であり、原資産そのものが二四時間取引の対象となつており、その派生取引においても二四時間取引のニーズがでてくるのは避けられない。そのことが立会時間という物理的

な制約をもつ取引所をして他国取引所とのリンクに走らせた理由の一つである。⁽¹⁾

しかしながら逆にこのことが、これまでの二四時間取引を目的としたリンクの対象が通貨、金利、エネルギーなど国際商品に限定されている結果ともなっている。とりわけ株式派生取引についてこの種のリンクはまだ存在していない。なぜならば、現物株式の取引の多くが母国の現物取引所に集中されており、その立会時間外に取引きされる事はまだ限定期的であって、原資産そのものが二四時間取引の対象になりきれていないからである。すなわちエクティティに関していえば二四時間取引へのニーズはまだそれほど高くないということになろう。⁽²⁾

事実、他国の商品を上場してもっとも成功した取引所としては、SIMEXとLiffeをあげる事ができるが、その成功した商品としてはSIMEXではユーロドル先物以外では日経二二五、Liffeではドイツ国債、イタリア国債であり、いずれも時差がほとんど無く母国市場における原資産の立会時間にオーバーラップする形で取引が行われているものばかりである。もともと、それだけにSIMEXやLiffeと母国市場との競争は厳しく、母国取引所とのリンクを伴わない、いわば勝手上場に近いものとなっているのであるが、いずれにしても、他国の派生商品を上場・取引きする場合には、その正否は原資産の保有状況、取引状況に大きく左右されることになる。

【国際分散投資、運用対象の多様化】

その点でいえば、時差がほとんど無い独仏間リンクは、これまでの二四時間取引ニーズに対応したものではなく、株式の国際分散投資の拡大、運用対象の複合化というユーザー側の別のニーズに取引所間リンクで応えた本格的な試みといえるものである。独仏間リンクは、九三年七月にはじめて明らかにされたのであるが、そ

の当時の提携内容はDTB（ドイツ先物取引所）の独長期国債・中期国債、ついてMATICの商品を相互の会員が直接に取引きでき、次の段階で共同清算を実施するというものであった。しかしその後、DTBがドイツ証券取引所（DB）に吸収、DBは現物のフランクフルト取引所、派生市場のDTBを抱え、現先一体運営が可能となつたこと、通貨統合のスケジュールが遅延して共通の通貨単位で共同に商品開発を図るとの期待が当面、望み薄となつたことなどの状況変化があり、九五年一〇月に再び新たな提携の合意に達した。これによると独仏四つの取引所間で共同のトレーディングシステム「double Franco-German Platform」を設置し、相互に会員が单一のシステムを通じて現物株、先物、オプションの取引ができるというものである。もともとDBは現物、派生取引とともに立会場をもたないコンピュータ取引の面で先行しているが、MATIC、MONEPは立会場取引（オープンアウトクライ）の形式をとつており、その調整にはまだ時間がかかるとみられている。

しかし、リンクを通じて互いに会員権を開放する事で、①会員業者（ユーザー）はあらためてオペレーションスタッフをおくことなくリンク先の取引所商品を取引でき、国際分散投資に伴うヘッジ、アセットリロケーションなどの多様な戦略を低いコストで実施できること、②取引所側にとつてリンク先の会員業者（ユーザー）から取引を獲得できること、等のメリットがある。とりわけEUではEU投資サービス指令の実施（本年一月）により取引所間競争が激化するとの見通しがあった。この指令によって、各国取引所は域内の他の加盟国においてその国の許可をとることなく海外端末を設置してユーザーを獲得することができることとなつた。そこで経済的交流が深く、ともにLiffeをライバルとあおぐ独、仏両国の取引所がユーザーの囲い込みに走った側面も見逃せないのである。

新商品開発の傾向

取引所間リンクは一面では、会員業者に対しても商品の品揃え・多様化を、安価なやり方で提供する方法であるが、もちろんこれによって、ユーザーニーズを完全に満たす事はできない。そのことは近年、いわゆる先進国ベンチマーク商品（S&P、DAX、CAC四〇、日経二二五、FT-SE一〇〇）の出来高が伸び悩んでいる反面、エキゾチックな商品の伸びが著しい事にも表れている。すなわち、取引所間リンクと並行して新商品の開発も積極的に行われているわけであるが、そこにはまた、いくつかの共通した特徴が看取されるのである。

【OTCへの対応商品】

九三年にCBOEが株価指数のフレックスオプション（Flex Option）を導入、出来高が急増し成功を収めたが、これは行使価格、期限が柔軟に設定できるもので店頭（OTC）株式オプションに流れた客注を引き戻そうとするものである。九五年には英LIFEにもFT-SE100を対象とするフレックスオプションが導入された。特に、機関投資家の側からすれば決算日に併せて行使期限を設定したいというニーズがあり、これまでの定型化された取引所オプションではそのニーズを満足させる事ができなかつたのである。

また行使期限が長期のオプションも同様のニーズに応えるものと考えて良かろう。米のAMEXやCBOEにおける各種指数のLeaps、仏MONEPのCAC四〇長期オプション等がそれであり、その成功に触発されて独DTBでもDAXの長期オプションの導入が考慮されている。

【アセットリロケーションへの対応商品】

成功した商品開発のもう一つの例としては米における業種別指數オプションがあげられよう。FHLX（ファーテルフィア証券取引所）の銀行株指數、セミコンダクター指數、金銀指數、AMEXのコンピューターテクノロジー指數などは出来高も多い。そのほかにも業種別指數オプションの種類は多く、CBOEでも数多くの業種別指數オプションが上場されている。

またCBOEのNASDAQ-100など小型株の指數オプションも伸張度が高い。こうした動きは機関投資家のアセットリロケーションへのニーズに対応したものということができる。いまのところ業種別指數オプションは米の取引所に限られているが、それは米国の株式市場の規模が十分大きく、そうした細分化された指數オプションの存在が可能だからである。ヨーロッパにおいてもLIFEではFT-SE Mid 250 の指數先物が九四年に上場されている。ただ、個別株オプションがすでに存在しているなかで、業種別指數商品をつくるほど原資産市場の規模は大きくないため、中小型株指數や成長株指數などのやや大振りな商品開発にとどまっているのが実状であろう。

【エマージングマーケットへの対応商品】

第三に注目されるのはエマージングマーケットへの対応策である。米における、CBOEのメキシコ株指數、ラテン一五指數（メキシコ、ブラジル、チリなどの代表銘柄一五で構成）のオプション、AMEXのメキシコ株指數オプションなどが代表的である。また、COMEXでは一五年ぶりに新市場GEMD（Growth and Emerging Market Division）を創設していく。

取引所間合併構想の背景

以上のように、機関投資家の運用のオーダーメイド化、アセットリロケーションの効率化、エマージングマーケットへの運用拡大等のニーズを受け、アメリカの取引所を中心に積極的な商品開発が行われてきたのであるが、そのことは、当然にも取引所サイドに開発コストの負担、上場商品増加に伴う各種負担をもたらす。とりわけオプションの種類の拡大はオープンアウトクライの取引所では立会場の拡張を必要とし、コンピュータ化された取引所においても一層の機械化投資を要するのである。

CBOTとCMEの合併構想の背景には、昨九五年の出来高が前年比で伸び悩んだ反面、新商品の開発や取引システムの充実などで経費が増加傾向にあったことが指摘されている。約二億ドルの巨費を費やして立会場を拡張しつつあたCBOTが出来高低迷のため費用捻出に苦慮、そこで管理部門や清算業務の統合による経費削減を狙いにCMEに合併を申し入れたものとされているが、当初この申し出を一蹴するとみられていたCMEが、これを受け入れ両所が合併を含むコスト削減策を検討する共同戦略委員会の設置にまで至っているのは、CMEにおいても商品開発の負担が重荷になっているからであろう。

他方、英国のLIFFEによるLCEの買収については、当初、二四時間取引へのニーズに対応するため米のCSCE（コーヒー・砂糖・ココア取引所）との合併やCBOTとの提携を考慮していたLCEに、これまた立会場拡張の必要に迫っていたLIFFEが買収を申し込んだものとされている。さらに、その背後には、LCEの会員四四社のうち、二九社までがLIFFEの会員でもあり、これら重複会員の間から複数の立会場にアクセスするためのトレーディングオペレーションコストの削減、決済の効率化を望む声がでていたこと、そして重要な点は、LIFFE、LCEともに共通の清算会社LCHで決済しており、決済の効率化の条件が備わっていることである。このほか、EU農業政策やEUの東方への拡大により農産物の派生取引が長期的には拡大するとの見通しがLIFFEの側にあったことも見逃せない。

また完全コンピューター取引の独DTBにおいてもオプション銘柄数の拡大に伴ってコンピューターの容量が限界に近づき、業者が注文などをインプットする場合には上限を設け、これをこえるインプットについては超過場口錢を徴収するとの案がでたこともある。

以上をまとめると以下のようになる。

最近の世界の派生取引所を巡るさまざまな動き（取引所間リンク、新商品開発、合併構想）には、ユーザーニーズ、市場競争の激化、市場経済の拡大の三つの要素が働いている。

1. ユーザーニーズとしては、①二四時間取引、②グローバル化（国際分散投資の拡大）、③運用対象の複合化（複数の市場、商品にまたがる運用）、④運用のオーダーメイド化（OTCデリバティブの拡大）、⑤オペレーション（取引・決済）コストの節約があげられよう。二四時間取引のニーズとしては通貨、金利、原油などのコモディティに集中しており、二四時間取引を目的とした取引所間リンク、立会時間外取引システムの構築等はほぼこうした世界的な商品に向けられている。

グローバル化、運用対象の複合化、運用のオーダーメイド化にたいしては、品揃えの豊富化という観点から、他国商品を勝手上場するか、新しく商品開発を行うか、あるいは取引所間リンクに乗せて他国商品を取引するかの選択がとられている。この場合、株式はほかの商品に比ベロカル色が濃く、現物株が取引きされている時間帯にこそ派生取引のニーズが生じるという点に着目すると、SIMEXが日経二二五

で成功した理由、また独仏リンクが周辺諸国に大きな警戒心をもたれている理由が理解できよう。

またオペレーションコストの節約という点に関しては、複数の取引所にアクセスするためのコスト（として場立などトレーディングオペレーション）、証拠金や決済に伴う清算業務のコストの節約に分ける事ができよう。取引所間リンクによる相互決済は後者の清算業務の効率化に資することになる。独仏連携にみられるような遠隔地端末からの参入は前者のコスト節約に資することになる。

市場間競争の激化の要因としては、グローバル化、ボーダーレス化に伴って各国市場圏が統合したこと、またE.Uの投資サービス指令の実施があげられよう。

市場経済の拡大という点では、農業保護政策の撤廃方向（農産物デリバティブズのニーズ拡大）、東欧圏、南ア、南米、イスラエルなどエマージングマーケットの成長があげられよう。ロンドンのLICEを巡る合併交渉の経過は、農業保護政策の撤廃に向けた思惑が絡んでいたことが指摘できるのである。

(二上)

(注)

1. もつとも、リンクという形はとらなくても、立会時間外の電子取引システムの構築（自前でつくるか、グローベックスののような共同出資の形でつくるかは別として）によつても二四時間取引への対応は可能であり、現にそのような対応をとっている取引所もある。しかし、リンクは安上がりな方法であることは事実である。またグローベックスは、その稼働時間中は取引集中の目的から他の取引所とのリンクを認めない排他的な条項を含んでいたため、CBOTとLIFFE

Eが脱退し、両者が別個にリンクを締結するという結果を生んだ。これは市場間競争の一駒ともいえよう。

2. しかしこれも程度の差ということであって、例えば、米AMEXの日本株指数オプションはかなりの出来高であるし、店頭デリバティブまで視野を広げると、日本株のOTCオプション・スワップの在ロンドンの残高はかなり積み上がり

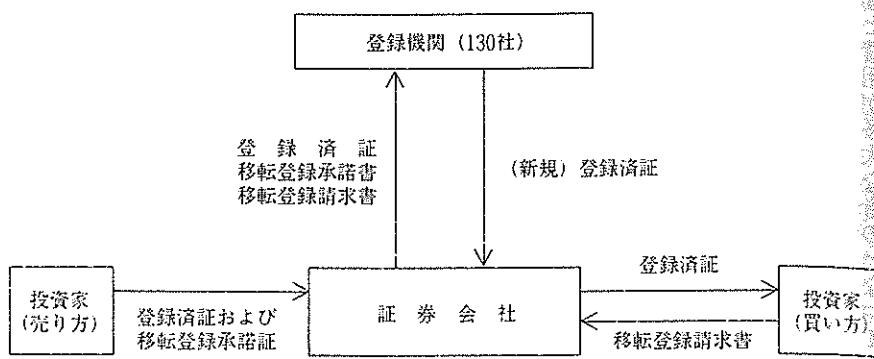
社債登録制度と流通市場

〈はじめに〉

社債決済制度の見直しが大蔵省で行われている。社債受渡の迅速化を図り、かねてから懸案になっていた、流通市場の活性化を促進するという狙いがあるものとされているが、その際見直しの中心は社債登録制度である。

現在の社債登録制度は一九四二年に施行され、不動産登記法に範をとり、社債保有を固定化し、流通市場で活発に売買されないようにすることを目的にしているといわれ、債券売買に伴う名義変更手続きが複雑で、約定から名義書き換えまでに時間がかかり過ぎるという難点をもつていて。そのため社債流通市場の活性化の障害となつていてといわれている。

この登録制度の改革をめぐっては、かねてよりセデルやユーロクリアのような集中決済機構の導入を主張する証券界と、現行の社債登録制度の改善で対処しようとする銀行界との間で意見が対立し、現在に至るまで決着をみていないが、昨年七月から大蔵省内で「社債受け渡し・決済制度研究会」が発足し、本格的な調整が進められている。現時点では、この調整作業がどのような形で決着をみるのかについては予断を許さないが、本稿ではまず社債登録制度改革論議の展開をフォローし、現時点での論点と対立点を整理する。その上で、流通市場改革のインセンティブについて考察を試みたい。



(出所) 公社債引受協会『普通社債流通市場の改善に向けて』、1993年6月、65ページ。

〈社債登録制度とその問題点〉

社債登録制度とは、一九四二年に制定された、社債等登録法および同施行令・施行規則を根拠とする制度である。そして、その立法趣旨は同法第一条にも示されていくとおり、「資金ノ蓄積及金融機関ノ資金ノ合理的運用ニ資スル」というものであり、社債の長期保有者または金融機関に対する租税軽減によって長期資金の固定化を図る目的があつたとされている。すなわち、戦時期の社債市場では軍需および植民地経営関連事業の起債が圧倒的な比重を占め、社債の頻繁な流通は、これら事業への重点的かつ低コストの資金配分を阻害するものと捕らえられたのである。しかし、それ以外にも、社債登録制度導入の効用としては、債券（本券ないし現物債といわれる）が不発行であることから、発行手続きの簡素化、高級印刷能力の節約、空襲への対応などの利点があることが指摘されていた。すなわち、今日のペーパーレス的なやり方を先取りしていたともいえるのである。（注）

社債登録制度では、社債の権利者の請求によつて登録

機関据え付けの登録簿にその権利内容を登録し、社債の権利者は債券を保管する」となく自己」の権利を保全し、第三者に対抗できることになつてゐるが、実際登録機関は、社債権者に登録済証を交付し、社債登録簿に登録債の番号、券種などを記載する。そして、名義の移転もこの社債登録簿に基づいて行なわれている（第1図参照）。つまり、売買の仲介をする証券会社は、売手から登録済証と承諾書を受取り、他方買い手から移転登録請求書を受取り、これらをひとまとめにして登録機関に提出して、名義変更が行なわれるのである。

この社債登録制度が本格的に論議の対象とされたのは、一九八六年一二月証券取引審議会報告書「社債発行市場の在り方について」である。「ここで問題とされた理由は、社債が流動性に欠けることから価格情報が不十分であり、発行条件決定の上で信頼すべき市場実勢がなく、機動的な発行に支障をきたすというというものであった。そして、五項目にわたる今後の対応策の一つとして、社債登録制度の改善が指摘されたのである。その際、登録制度の問題点として、名義移転に要する期間が長期にわたる例があること、本券と登録債の互換性が十分でないこと、などの問題点が指摘された。

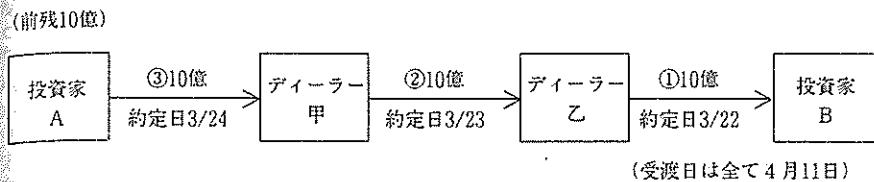
同報告書では、具体的な改善策の提示はなされなかつたが、その後この報告書での指摘を受けて、一九八七年一一月に大蔵省内で、登録機関、証券会社、発行体、投資家などの参加を得て、「社債等登録制度研究会」が設けられ、具体的なあり方や改革方針が検討された。その際、列挙された制度上の問題点は、①移転登録請求に際し登録済証の添付が必要なことや、記番号管理のために、事務が複雑で名義移転に時間がかかること、②登録債を本券にする際、本券交付に時間がかかる、③登録機関の事務処理能力に差があり、処理日数がまちまちである、④証券会社の保護預り債券の量が多いが、受寄者名義登録ができないため、本券を証券会社が保管せざるを得ず、保管の手間と費用が多大なものとなつてゐる、⑤応募者登録手数料（定率）の発行体負担が本券作成費用に比べて割高になつてゐるような事例もみられ、また移転登録手数料（定額）は郵送費さえも賄えないほどの水準ではない、などであつた。そして、翌一九八八年四月、具体的な改革方針として、いわゆる「三点セット案」、すなわち、①登録済証の廃止、②個別記番号管理の廃止、③受寄者名義登録制度の導入、が提案されたのである。このうち、①によつては移転登録の際の登録済証の添付が不要となり、登録請求手続きの迅速化が目指され、②では残高管理方式に改めることによって、本券発行が迅速化されることが期待された。また、③は証券会社、銀行などの「受寄者」が顧客から寄託を受けている社債について、受寄者名義で登録することを可能にし、受寄者が異なる顧客間の売買は移転登録で行なうことを可能とするというものである。^(注2)

〈振替決済制度案〉

その後の論議は、この研究会で示された案を踏み台に検討が進められた。とくに、一九九〇年代にはいつて、一括登録制導入、社債発行限度枠撤廃、社債受託制度改革、適債基準撤廃と漸次制度改革が進展し、社債市場関連で残された制度改革が流通市場に限定されてきたことから、社債登録制度の問題も注目されるようになつた。証券界では、公社債引受協会が、一九九三年六月「普通社債流通市場の改善に向けて」とする報告書を発表している。同報告書は受渡・決済制度のみならず、債券在庫のリスク・ヘッジや資金・債券の調達（レポ市場）などの問題を含む広範なものであるが、債券の受渡・決済については、登録機関が分散している現状において、従来の「三点セット案」には種々の実務的問題点があることを示唆した。

そして、この債券受渡・決済の問題に集中して、日本証券業協会と公社債引受協会共同の「決済制度等専門委員会」は、一九九四年六月中間報告として「債券決済制度の改善について」とする報告書を発表し、先の「三点

第2図 「空売り」のケース



	取引の時系列	約定のベースのポジション			
		A	甲	乙	B
	3/21 以前	+10	0	0	0
①	3/22 乙 ⇔ Bへ10億売却	+10	0	-10	+10
②	3/23 甲 ⇔ 乙	+10	-10	0	+10
③	3/24 A ⇔ 甲	0	0	0	+10

(現在の受渡方法)

- 受渡の対称となる「登録済証」はAが持っているので、③(A ⇔ 甲)への移転登録が先ず行われ、②(甲 ⇔ 乙)・①(乙 ⇔ B)と、約定の順とは全く逆に移転登録が実行される。
- ③(A ⇔ 甲)への移転登録完了まで②(甲 ⇔ 乙)へは移転が不可能なので、(甲 ⇔ 乙)へは乙の買付代金と引換えに「証書」が引き渡される(乙 ⇔ Bへも同様)。
- 受渡物件である「登録済証」があることで、移転請求の順序性は市場参加者が解決しており、登録機関は請求通りに実行するだけで足りる。一方で「証書」の存在が不可欠となる。

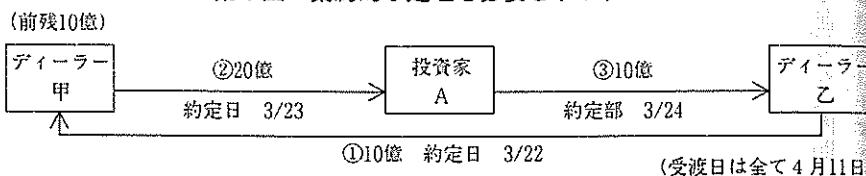
(登録済証廃止後)

- 各市場参加者は、受渡日前日までに各自が独立して、①、②、③の移転請求を行うことになる。
- 約定通りの順序(① ⇔ ② ⇔ ③)で移転請求が行われ、受付番号が採番された場合、登録機関が実行しうるのは③(A ⇔ 甲)だけであり、①と②は拒否することになる。
- 移転登録に要する時間は短縮化されるが、受渡物件である「登録済証」が存在しないので、市場参加者の間で順序性を解決することは困難である。

(出所) 決済制度等専門委員会『債券決済制度の改善について』1994年6月、33~34ページ。

「セット案」では不十分であることを主張している。すなわち、①現行制度では移転請求の受付順序に従つて移転登録を行うものとされており、「三点セット案」でもその点について変更は予定されていないが、この方法では「空売り」のように移転請求の順序と取引の順序が逆転する場合には困難が生じる(第2図参照)。そして、現行制度のもとでは登録済証が存在することによって移転請求の順序性を確認しうるが、登録済証が廃止されれば、市場参加者の間で順序性を確認することは困難である。②さらに、登録済証の廃止と個別記番号制の廃止を行つても、さきの「空売り」の問題や新発債の応募者登録での名義確定遅れの問題には対応できない。つまり、現行で使われている「証書」^[注3]は、売り方から買い方に對して、後日かならず名義移転を行ふことを約するものであるが、登録済証が廃止されるところの証書が機能するかどうかが疑問である。③さらに第3図の設例の場合、各参加者が個別に独立して移転登録が行うために、順序性の問題を含めて移転登録が

第3図 集約的な処理を必要とするケース



	取引の時系列	約定のベースのポジション		
		甲	A	乙
	3/21 以前	+10	0	0
①	3/22 乙 ⇔ 甲へ10億売却	+20	0	-10
②	3/23 甲 ⇔ Aへ20億売却	0	+20	-10
③	3/24 A ⇔ 乙へ10億売却	0	+10	0

(現在の受渡方法)

- 受渡物件となりうる当初甲が所有する10億円の登録済証を(甲 ⇔ A ⇔ 乙 ⇔ 甲 ⇔ A)の順で移転する。(甲 ⇔ A)への10億円、(A ⇔ 乙)、(乙 ⇔ 甲)については、一旦「証書」によって決済を行い、移転登録の完了後、登録済証と引換えに回収される。

(登録済証の廃止後)

- 各参加者が①、②、③の移転請求を独立して行うことになる。順序性の問題も含めて、移転登録は不可能である。

(出所) 第2図に同じ、35ページ。

不可能になる。そして、以上の問題点を解決するためには、債券取引の決済サービスは、中立的な集中決済機関による振替決済によって提供されることが望ましいと結論づけた。

しかし、この案は登録制度の廃止を意味し、登録機関側から強い反発を受けて、実現はきわめて困難となつた。登録機関にとって登録手数料はいわば制度的既得権益であり、制度の撤廃はこの既得権益の喪失を意味するからである。その結果、現在同案は到底合意を見る可能性なく、証券界にとつても超長期的な目標に後退した感がある。しかし、同案が後退した要因は、単に登録機関の反発が強かつたことだけに求められない。つまり、証券界自体がコスト面ないし採算面で同案を強く押せなかつた要因があるものと考えられる。すなわち、この構想の実現のために、保管振替機関の事務処理のためのコンピュータ設備、などの初期投資とランニング・コストが必要であるといわれている。その後、社債登録制度と振替決済制度を折衷させる案も出されたが^[注4]、この場合、振替決済制度が利用されない可能性、ないし債券流通市場が登録債市場と振替債市場に分化する可能性が危惧された^[注5]。このような危惧が生じた要因としては、一九九一年に発足した株式の保管振替制度の利用度が低く、収支状況も赤字であること、また現行税制では登録債に関しては金融機関が自己名義で直接保有する場合、利子所得の源泉徴収の不適用（租税特別措置法第八条）となつていること、などがある。

〈改革案の現状と方向性〉

このように振替決済制度案が後退し、いわば論議が銀行と証券の業際問題に引き裂かれた形で宙吊り状態となつたことから、打開策として一九九五年二月に非公式に示されたものが、大蔵省証券局公社債市場室長「私案」

といわれるものである。この案は法律改正を伴う登録制度の撤廃はせず、登録済証の廃止と移転請求のオンライン化を骨子とするものであった。そして、このオンラインの核となるのは「受付ネットワークセンター」であり、ここに移転登録請求が集中化され、データ・スイッチング、入力者チェックなどが行われるものとされた。しかし、この案の「受付ネットワーク・センター」といわれるものは、基本的にコンピュータ装置であり、この案に対しても証券界から、案自体が従来からの日本興業銀行の主張に近く、重要情報の管理面での問題が残るという批判がなされ、他方日本興業銀行側からオンライン処理のコスト負担の申し出がなされたこともあって証券界からの強い反発があつた。そして、結論が出せぬまま、論議の舞台であつた経団連の「格付けを巡る市場懇談会」も打ち切られた。

その後、事態の解決にむけて、一九九五年七月から大蔵省において証券、銀行、投資家および企業などの参加を得た「社債受け渡し・決済制度研究会」が発足し、現在のところ先の私案とそれをベースに証券界が用意した中継法人案の折衷が検討されているといわれている。中継法人案とはオンライン・ネットの売買情報を集中させる中継法人を設立し、ここで事前サービス（順序の調整など）の提供、資金残高の照合、移転請求の代行およびネットワークの運営などを行ない、資金決済銀行と情報交換するという案である。このような論議がどのような形で決着を見るのかについては予断を許さないが、四月中には改善案をまとめ方向で作業が進められていることである。^[注6]

ところで、現在社債登録制度の問題は、いわば銀証問題化しているように捕らえられがちであり、その面を否定できないが、この問題を考える際、少なくとも次の二点を考慮する必要があると思われる。

まず、登録手数料が登録機関の既得権益であるという点であるが、この権益はそれほど大きくないのでない

第1表 登録社債の登録機関別シェア

(単位：銘柄数、%)

	一般社債	電力・NTT債	計
興銀	60 (14.6)	262 (63.8)	322 (39.2)
さくら	40 (9.8)	121 (29.4)	161 (19.6)
第一勸	38 (9.3)	28 (6.8)	66 (8.0)
三菱友	53 (12.9)	- (-)	53 (6.5)
住友和	43 (10.5)	- (-)	43 (5.2)
三井信	37 (9.0)	- (-)	37 (4.5)
東海	26 (6.3)	- (-)	26 (3.2)
富士	25 (6.1)	- (-)	25 (3.1)
三井信	17 (4.2)	- (-)	17 (2.1)
住友信	12 (2.9)	- (-)	12 (1.5)
三菱信	10 (2.4)	- (-)	10 (1.2)
東京	10 (2.4)	- (-)	10 (1.2)
大和銀	9 (2.2)	- (-)	9 (1.1)
長銀	8 (2.0)	- (-)	8 (1.0)
あさひ	7 (1.7)	- (-)	7 (0.9)
日債銀	3 (0.7)	- (-)	3 (0.4)
安田信	3 (0.7)	- (-)	3 (0.4)
群馬	3 (0.7)	- (-)	3 (0.4)
農林中金	2 (0.5)	- (-)	2 (0.2)
拓銀	1 (0.2)	- (-)	1 (0.1)
東洋信	1 (0.2)	- (-)	1 (0.1)
横浜	1 (0.2)	- (-)	1 (0.1)
北陸	1 (0.2)	- (-)	1 (0.1)
	410 (100.0)	411 (100.0)	821 (100.0)

(注) 1995年9月末時点での残高のある公募登録社債を対象とした。

(資料) 公社債引受協会『公社債便覧』、第119号、1995年12月。

かという点である。つまり、登録手数料は当初登録手数料と移転登録料の二種類であるが、当初登録手数料については、現行料率が七〇一〇銭であるから、九五年度の普通社債発行額が約五兆円（見込）とすると、登録債は約九〇%であり、手数料総額は三一〇四五億円の範囲であり、中央値は三九億円である（ただし、この料率は上限規定であり、実際はこれを下回る場合もあるといわれているので、これ以下となるものと思われる）。これを登録機関別シェア（第1表参照）で分析すると、日本興業銀行は一六億円、さくら銀行は八億円などとなる。他方、移転登録手数料は売買金額に関係なく1件八〇〇円であるが、年間移転登録件数は不明であるため、登録機関全体での手数料合計は明らかではないが、日本興業銀行の移転登録取扱高（国債を除く全登録債）は一九九三年度八四〇〇〇件、九四年度七八〇〇〇件といわれるので、手数料はそれぞれ六七〇〇万円、六二〇〇万円であり、残高ベースでの普通社債の比率は約一二%であるので、普通社債での

第2表 社債登録制度の利用状況（平成4年度末）

(単位：億円、%)

	発行残高	登録残高	登録率
政府関係機関債	614,230	594,586	96.8
地方債・地方公社債	222,338	216,914	97.6
金融債	766,340	478,548	62.4
普通社債	202,801	182,057	89.8
転換社債	168,112	2,935	1.7
新株引受権付社債	17,640	13,747	77.9
円建外債	68,730	49,106	71.4
小計	2,060,191	1,537,893	74.6
国債	1,783,681	1,749,187	98.1
合計	3,843,872	3,287,080	85.5

(注1) 転換社債は、取引所での市場集中原則があり、かつ「本券」での決済が条件とされる。

(注2) 金融債は「割引金融債」の個人による「本券」での保有割合の高さが影響していると考えられる。

(注3) 国債の登録残高は、登録債と振込債の合計。

(資料) 『大蔵省証券局年報』(平成5年版)

(出所) 第2図と同じ、32ページ

移転登録手数料はそれぞれ八〇四万円、七四四万円でしかない。

以上から、既得権益といわれる手数料の規模は、移転登録については無視できる程度のものでしかないこと、当初登録については日本興業銀行とさくら銀行などの少数の銀行が利益を享受しているが、それもそれほど大きなものではないこと、その他の銀行ではいずれも微々たるものでしかないことがわかる。したがって、もしこの程度の既得権益に大銀行が固執し、そのために流通市場改革が遅れているのならば、それは流通市場から得られる利益が将来的に期待できず、現在手中にしている権益を維持せざるを得ないという選択が働いているからであるといえるのではないだろうか。

次に、それと関連するが、結局証券界も流通市場改革に今一步大胆に踏み込めないのは、流通市場に対する投資家のニーズが計り難いという点があるものと思われる。これについては、最近生命保険協会が「魅力ある社債市場の形成に向けて」（一九九六年一月）というレポートを発表しているが、ここで流通市場改革について、近年の金融システム不安の高まりと取引量の増大から、投資家の決済リスク（約定から資金決済までの期間リスクと資金決済と同時に名義変更できないリスク）が増大していることを指摘し、決済リスクの回避につながる即効性のある提言が要望されている。他方、証券会社のマーケットメークについても、格付けを反映した説得力のある適正なプライシングが要望されている。しかし、この報告書で興味深い点は、従来のわが国の機関投資家が経済合理性の観点から見ると、説明しづらい投資行動をとっていたことが率直に認められている点である。そして、生命保険会社については、九六年度からの新保険業法下で区分経理が本格的に導入される予定となつており、資金調達構造をより意識した運用を確立する必要が高まっていると主張している。つまり、従来の機関投資家の投資行動を改善し、パフォーマンスを重視した運用がなされねばならないわけであり、それはわが国の機関

投資家が真に機関投資家として成熟することを意味している。したがって、社債流通市場に対するニーズの強さは今後のわが国の機関投資家の成熟度と極めて密接にかかわっていると思われる。

〔注〕

- (1) 登録機関協議会編『社債等登録制度五〇年史』、一九九二年、参照。
- (2) 社債等登録制度研究会「社債等登録制度の改革について／検討報告書」、『商事法務』、一一四五号、一九八八年五月五日、および尾崎賢蔵「社債等登録制度研究会報告書の概要」、『商事法務』、一一四八号、一九八八年六月一五日、参照。
- (3) この「証書」については、日本証券業協会会員通知でそのフォームなどが定められている。
- (4) 関見一「集中振り替え決済機関の導入について」、『公社債月報』、一九九四年八月、参照。
- (5) 例えば、決済制度等専門委員会「債券決済制度の改善について」、一九九四年六月、四〇ページ、参照。
- (6) 「日経金融新聞」、一九九六年二月一四日、参照。

（松尾）

店頭デリバティブ市場について

シングランド銀行の調査より

デリバティブ取引は、最近では「金融のコメ」とまで呼ばれ従来の金融取引に対する革新的性格が強調されると同時に、当局・仲介機関・エンドユーザー各レベルにおけるリスク管理の重要性が繰り返し主張されている。しかしながら、ではそもそも市場の規模という点に関して、特に店頭取引の場合、その市場の性格上正確な数字を把握することができていなかった。というのも、店頭取引のデータ収集では、取引が常に監視されている取引所取引と異なり、業者団体の推計が中心とならざるをえないものであるが、そのため団体非参加機関が洩れることになり、また、中央銀行による場合も項目の扱いの違いなどから各国ごとの比較や集計が容易でなかつたのである。表1と表2の店頭市場に関する数値はそうしたISDA（国際スワップ・デリバティブ協会）などの集計に基づいたものである。

こうした状況に対して、九四年四月、BIS（国際決済銀行）のG-10中央銀行総裁会議が一年後に世界的なデリバティブ市場調査を行うことを決定し、初めての全世界的な市場調査がおこなわれることとなつた。統いて総裁会議の下部機関であるユーロカンレンシー・スタンディング委員会の作業部会が、収集すべきデータのブレーカダウン方法や調査表のひな型を提示するなど準備が進められ、九五年四月、BISと各国二六の中央銀行によつて、三年に一度の外国為替市場調査と同時にを行う形で、初めての包括的な店頭デリバティブ市場の調査が実

表1 主要金融デリバティブ市場

(単位：10億米ドル)

商品	想定元本残高					
	1989	1990	1991	1992	1993	1994
取引所取引商品	1,766.6	2,290.2	3,518.8	4,632.5	7,760.8	8,837.8
金利先物	1,200.8	1,454.5	2,156.7	2,913.0	4,942.6	5,757.4
金利オプション ¹	387.9	599.5	1,072.6	1,385.4	2,362.4	2,622.8
通貨先物	15.9	16.9	17.9	24.9	32.2	33.0
通貨オプション ¹	50.2	56.5	62.8	70.9	75.4	54.5
株価指数先物	41.3	69.1	76.0	79.7	109.9	127.7
株価指数オプション ¹	70.6	93.7	132.8	158.6	238.3	242.4
店頭取引商品 ²	...	3,450.3	4,449.4	5,345.7	8,474.6	...
金利スワップ	1,502.6	2,311.5	3,065.1	3,850.8	6,177.3	...
通貨スワップ ³	449.1	577.5	807.5	860.4	899.6	...
その他のスワップ関連デリバティブ ⁴	...	561.3	577.2	634.5	1,397.6	...

(注) 1.コールおよびプット。 2.データは国際スワップ・デリバティブ協会(ISDA)の集計によるもののみ。ISDAメンバー二当事者間の契約は1年契約として計上。 3.両通貨の報告を調整。通貨金利スワップを含む。 4.キャップ、カラー、フロアおよびスワップション

(資料) 先物業協会、各先物・オプション取引所、ISDAおよびBIS推計
(出所) BIS(東京銀行調査部訳)『世界金融レポート'95』日本経済新聞社、1995年。

表2 主要店頭取引デリバティブ市場¹

(想定元本、単位：10億米ドル)

商品	新規契約					1993年末 残高
	1990	1991	1992	1993	1994上期	
商品合計	1,769.3	2,332.9	3,717.0	5,517.0	4,214.1	8,474.6
金利スワップ	1,264.3	1,621.8	2,822.6	4,104.8	3,182.9	6,177.3
通貨スワップ ²	212.8	328.4	301.9	295.2	181.0	899.6
その他のスワップ関連商品 ³	292.3	382.7	592.4	1,117.0	850.2	1,397.6

(注) 1.データはISDAの集計によるもののみ。ISDAメンバー二当事者間の契約は1回の契約として計上。FRA、通貨オプション、先物為替契約、株式・コモディティ関連デリバティブを除く。 2.両通貨の報告を調整、異種通貨金利スワップを含む。 3.キャップ、カラー、フロアおよびスワップション。

(資料) ISDA

(出所) 表1と同じ。

(億ドル)

	世界全体	英国	英国のシェア (%)
取引所取引	16兆5810	4兆2810	26
頭取引	38兆3040	12兆2200	32
通貨スワップ	8兆7410	8220	9
通貨オプション	1兆9680	5960	30
FRA	4兆5880	2兆5900	56
金利スワップ	18兆2650	6兆6920	37
金利オプション	3兆5480	1兆360	29
エクイティ・デリバティブ	8050	3470	43
コモディティ・デリバティブ	3890	620	16

(注) 世界全体の数値はBISの集計による。世界全体の数値では、各国内での二重計算部分とクロスボーダー取引での二重計算部分の両方が控除され、英国の数値では英国内での二重計算部分のみが控除されているため、英国のシェアは、実際よりも大きく表わされている。取引所取引の数値は、二重計算部分を調整し、各国取引所の数値と比較可能なものとするため、二分の一とされている。合計値が商品ごとの数値の合計と一致しないのは、「その他商品」が除かれているためである。

(出所) "The over-the-counter derivatives markets in the United Kingdom". Bank of England Quarterly Bulletin, Feb. 1996.

施されたのである。デリバティブ市場に関するこれまでの各種対応策や学術研究は、今後、この調査結果をもとに再検討していくものと思われる。

調査結果全体の発表は、今後、BISよりなされる予定であるが、イングランド銀行が、この二月にいちはやくロンドン市場を中心に調査結果の概要を公表したので、以下その一部を紹介することとする。

(1) 「金融派生商品市場の実態およびマクロブルーデンス面に与える影響の把握方法に関する報告書」(ブロックマイヤー報告書、「日本銀行月報」一九九五年三月号に翻訳掲載)。

(2) "The over-the-counter derivatives markets in the United Kingdom". Bank of England Quarterly Bulletin, Feb. 1996.

世界市場の規模

表1・2と表3を比べてみると、実際のデリバティブ市場が、これまで言われてきたよりもかなり大きなものであつたことがわかる。調査対象に含まれた商品の範囲

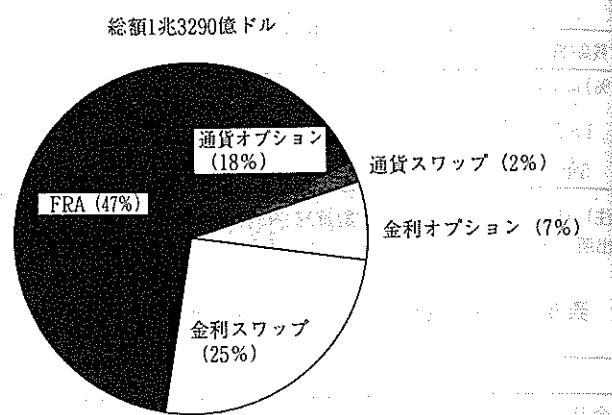
に違いがあるため両者を単純に比較することはできないが、例えば金利スワップをとつてみると、九三年末の想定元本残高が三兆ドルとされていたのに対し、今回の調査による九五年三月末の残高は一八兆ドルに達している。市場が急速に拡大したというより、これまで把握されていなかつた取引があまりに大きかつたということであろう。従来の数値とのこのギャップは、デリバティブ市場の大きさを改めて印象づけるものである。しかし、残念ながら世界市場についての詳細はBISからの発表を待つばかり。以下、今回発表されたロンドン市場の概要を紹介することとする。

ロンドン市場の規模と商品別シェア

まず、九五年四月中の取引高を見ると(表4・図1)、商品別ではFRA(金利先渡し契約)が四七%と最も大きく、金利スワップ(二五%)、通貨オプション(一八%)と続いている。(ただし、調査が実施された九五年四月は円高が急激に進んだ時であり、そのため通貨オプションなどの取引が通常より大きくなっている。)すなわち、ロンドン市場においてはこうした短期金利商品の比重が大きいのであるが、こうした特徴は取引所取引でも見られ、短期金利先物が取引全体の六九%を占めている。

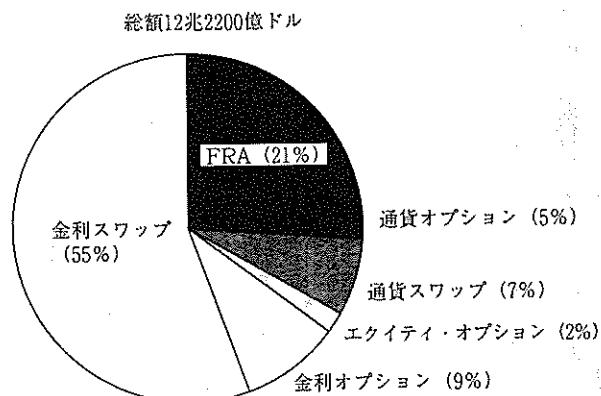
次に、九五年三月末時点での残高を見ると(表4・図2)、取引高の場合とシェア順位は変化し、金利スワップが五五%と最も大きなシェアを占め、FRA(二一%)、金利オプション(九%)が続いている。取引高構成と残高構成におけるこうした違いは、当然、取引の期間構成の違いを反映したものである。表5が示すように、取引の半分以上が満期期間一年以上となつてるのは、通貨スワップ・金利スワップ・金利オプションであり、この三つで店頭デリバティブ残高の七〇%となつてている。その一方で、取引高の中で高いシェアを占めているF

図1 取引高の商品別構成



(出所) 表3と同じ。

図2 取引残高の商品別構成 (1995年3月末)



(出所) 表3と同じ。

表4 ロンドンデリバティブ市場の規模

	取引高 (億ドル)	残高 (億ドル)
店頭取引合計	1兆3290	12兆2200
通貨関連	2710	1兆4290
通貨スワップ	260	8220
通貨オプション	2450	5960
金利関連	1兆 580	10兆3820
F R A	6260	2兆5900
金利スワップ	3340	6兆6920
債券オプション	310	1260
その他金利オプション	650	9100
エクイティ関連		3470
先渡しとスワップ		420
オプション		3050
コモディティ関連		620
先渡しとスワップ		430
オプション		190
取引所取引合計	2兆2150	4兆2810
通貨関連	770	140
先物	730	10
オプション	40	130
金利関連	2兆1380	4兆 740
先物(1年以内)	1兆5310	2兆5290
先物(1年超)	3040	6870
オプション	3030	8590
エクイティ関連		1340
先物		520
オプション		820
コモディティ関連		590
先物		450
オプション		140

(注) 取引高は1995年4月中、残高は1995年3月末時点。店頭取引に関するロンドン市場内での二重計算部分は控除されている。取引所取引の数値は、二重計算部分を調整し、各取引所の数値と比較可能なものとするため、二分の一とされている。合計値が商品ごとの数値の合計と一致しないのは、「その他商品」が除かれているためである。

(出所) 表3と同じ。

RA・通貨オプションなどは、その九割が短期物であるため、その分残高内での比率は相対的に小さくならざるをえないものである。

通貨別のシェア

表5 店頭デリバティブの期間構成（1995年3月末残高）

	外為関連デリバティブ		金利関連デリバティブ			エクイティ・デリバティブ	コモアイティ・デリバティブ	
	通貨スワップ	通貨オプション	金利スワップ	FRA	債券オプション	その他オプション		
残高(億ドル)	8220	5960	6兆6920	2兆5900	1260	9100	3470	620
(%)								
～1年	26	93	34	86	82	34	59	70
1～5年	51	6	51	16	12	53	39	28
5年～	23	1	15	—	6	13	2	2

(注) ロンドン市場内での二重計算部分は控除されている。

(出所) 表3と同じ。

表6 金利関連デリバティブの通貨別構成（1995年3月末残高、億ドル）

	ドル	円	マルク	ポンド	フランス・フラン	その他	合計
金利スワップ	1兆7140	1兆3090	1兆710	1兆690	4330	1兆960	6兆6920
F R A	7340	2850	4500	3860	1550	5800	2兆5900
金利オプション	3120	1080	2730	1880	690	860	1兆360
合計	2兆7600	1兆7020	1兆7940	1兆6430	6570	1兆7620	10兆3180

(注) ロンドン市場での二重計算部分は控除されている。

(出所) 表3と同じ。

これが通貨関連デリバティブとなると、ドルのシェアはさらに高くなる。通貨スワップで七二%、通貨オプションで七四%がドルを一方の取引通貨としているのである。⁽³⁾ついでいている。

RA・通貨オプションなどは、その九割が短期物であるため、その分残高内での比率は相対的に小さくならざるをえないものである。（表6）金利関連デリバティブでは、金利スワップ・F R A・金利オプションのいずれでも、その二六～三〇%がドル建てとなつており、マルク（金利関連デリバティブの中で一七%）、円（一六%）、ポンド（一六%）が続いている。

マルクが、通貨スワップで二〇%、通貨オプションで四七%、円がそれぞれ三三%と二〇%、ポンドが一〇%と一四%、と続く。通貨関連デリバティブにおけるこうした通貨別シェアは、同時に実施された外為替市場に関する調査結果とかなり近いものとなつてている。すなわち、後者では外為市場における直物と先物の調査がなされたのであるが、それによると、ロンドン外為市場におけるドルのシェアは八〇%、マルクが三八%、円は二〇%、ポンドは一六%であり、結局、外為市場では、デリバティブを含めても従来の取引と通貨別の構成に大きな違いは生じないということになる。金利デリバティブは、通貨デリバティブよりも比較的国内取引において利用されることが多いとされてきたが、しかしロンドン市場の場合、ポンド建ての取引の比率は、外為取引・通貨デリバティブで一〇～一六%であるだけではなく、金利デリバティブにおいても一六%にとどまっている。つまり、金利デリバティブを含めた店頭デリバティブ全体においても「ユーロ市場化」していると言えるであろう。

(3) 通貨デリバティブの場合、二通貨間の取引となるため通貨別のシェア合計は二〇〇%である。

(4) 披露「ロンドン外為替市場の動向について」本誌第一五二九号、一九九五年二月。

市場の集中度

デリバティブ市場の集中度へのB I Sおよび各国中央銀行の関心は、それが、市場の流動性に直接関係あるものと考えられるからである。前掲のブロックマイヤー報告書は、この点について、「多くの派生商品市場において、比較的少数の金融機関が市場の流動性を維持するためのマーケットメーティング機能を担っているとの見方がある。このように集中度が高い市場における流動性は、集中度が低い市場に比べ、ショックの影響を受けやすいとみられる。流動性が低下した場合、価格のボラティリティが増大し、その結果、市場参加者のリスク管理が

阻害され、価格変動の影響を受けやすくなると考えられる」（前掲『日本銀行月報』一九頁）と述べている。⁽⁵⁾

ロンドン市場の場合、取引高で見ると（残高ベースで見てもほぼ同様である）、市場のシェア一%以上を占める仲介業者は二一社、二%以上で一六社あり、また、上位一〇社のシェアは五一%，一二〇社で七四%となつている。もちろん、商品によって集中度は若干異なり、金利スワップとFRAの上位一〇社のシェアはどちらも六一%であるのに対し、市場が小さく参加者も少ない金利オプション（一〇社で八六%）などでは、集中度はより高くなっている。こうした調査結果に対して、イングランド銀行は、あらかじめ予想されたよりも集中度は低いと判断している。

（5）ただ、その一方で、デリバティブ市場における流動性は、主に取引所取引によって担われているとする見方も有力である。すなわち、店頭デリバティブ市場では、取引相手の個別の注文に即したテラーメイド化が進んでおり、取引所デリバティブ市場は、取扱い商品の標準化、透明性の高い価格形成、清算機関の介在などにより、流動性の供給を基本的機能としており、両市場の間で一種の棲み分けが生じていると考えられるからである。BIS（東京銀行調査部訳）

〔国際金融レポート 九五〕日本経済新聞社、一九九五年、二三四頁。

仲介業者とカウンターパーティーの国籍・所在地

ロンドン市場に参加している仲介業者をその国籍別に見ると（表7）、やはり、米国の業者が支配的な地位を占めていることがわかる。金利デリバティブで三七%、通貨デリバティブで四〇%は米国業者の取引である。統いて、英國、スイス、フランスの順となっている。日本の仲介業者のシェアは両市場とも一〇%以下にすぎず、不良債権処理等による戦線縮小のまつただ中にあるとはいっても、通貨別に見た円取引のシェアと比較してもかなり

小さな数字となつていて。

次に取引相手の所在地を見ると、通貨関連デリバティブではクロスボーダー取引（すなわち取引相手が英国外に所在する場合）が七四%に達しているのに対して、金利関連デリバティブでは、国内取引が五一%，クロスボーダー取引が四九%とほぼ拮抗している。さきほど確認したように、通貨別に見た国内通貨（ポンド）のシェアは、通貨デリバティブで一一一四%，金利デリバティブで一六%だったのであるから、クロスボーダー取引の比率はもつと大きくてもよいようにも思われるが、それは、取引相手のほとんどが仲介業者である、つまり、市場が業者間市場となつていてであろう。すなわち、業者間取引の比率は、通貨デリバティブで七九%，金利デリバティブで八三%となつており、特に、FRAでは九〇%に達している。国内エンドユーザーとの取引が全体の一%に過ぎないこうした市場においては、取引が国内通貨建てである必要性はかなり小さくなると思われるのである。

（6）業者間取引と対国内エンドユーザー取引との合計で一〇〇%に不足する部分は、国外のエンドユーザーとの取引である。

（伊豆）

表7 仲介金融機関の国籍別構成

		金利関連デリバティブ	外為関連デリバティブ
総額（グロス）		1兆3810億ドル	3040億ドル
（%）	米	37	40
	英	30	20
そ	國	17	24
日	州	9	8
そ	欧	7	7
の	本		
の	他		

（出所）表3と同じ。

中國國有企業の

「現代企業制度」への改革

（福州第一化学工場の『実施案』の紹介）

一、はじめに

前回は中国国有企业の「現代企業制度」（近代的な企業制度）改革の目的と特徴を説明し、特に企業の資産関係と経営責任の明確化、政府行政と企業経営の分離および科学的管理などについて分析し、改革の進展状況を概観した。今回は、現在試行中の「現代企業制度」改革をより深く理解するため、全国から選ばれた100社の国有企业の一つである福州第二化学工場を事例にとりあげ、同社の『実施案』を紹介するなかで国有企业改革の進捗状況を考察したい。

二、福州第二化学工場の現状

福州第二化学工場（以下「工場」と略称）は一九五八年に設立され、化学工業原料の生産を行う福建省の重要な企業である。現在従業員は四千五六〇人、そのうち技術者が四四八人、各専門分野の専門家を五七人有している。企業の資産総額は四億五千六六四万元、純固定資産は一億一千六四七万元に達している。また企業の負債総額は二億二千八八六万元、資産に占める負債の比率は五〇・一一%となっている。工場の総面積は四六・二ヘクタール、そのうち福祉施設用地は一四・六ヘクタールを占める。

「工場」は主にカセイソーダやポリ塩化ビニールなど二六種類の化学工業原料を生産しており、そのうち四つの製品が国家の銀メダル商品賞を受賞、五つの製品が化学工業部の優良商品賞、六つの製品が福建省の優良商品賞を獲得した。これらの優良製品を福建省の内外で広く販売しており、取引関係をもつ企業数は六〇〇社余りにのぼる。また一部の製品は東南アジア、オーストラリア、南米、香港および台湾などに輸出されている。

三七年の歴史を持つ「工場」は、技術向上を重視し、生産効率を高めるため外国の先端技術の導入を含む設備近代化に力を入れている。特に八〇年代後半の五年間（第七次五ヵ年計画期）に、「工場」は二億四千万元の資金を投入し、ポリ塩化ビニールの調整改良工事とカセイソーダの技術改良工事を完成した。それと同時に、海外の最新技術水準の低重合ポリ塩化ビニールの生産装置（年産一万五千トン）とクロル・カルキ塩化カルシウム生産設備（年産〇・五万トン）を輸入した。これらの一連の設備投資によって生産技術は向上し、生产能力は一段と高まった。主要製品であるカセイソーダの生産能力は年産一〇万トン、ポリ塩化ビニールの生産能力は四・五万トンに拡大した。

技術革新と投資を重視した結果「工場」の業績は上昇しつつある。一九九四年の生産額は三億四千九五万元（九〇年の価格で計算）、売上は三億六十七四七万元、利潤は一千一三九万元、輸出は三九〇万ドルに達した。九五年上半年の生産高は一億九千八七万元、前年同期比一五%の増、売上は一億七千八七四万元（同四九%増）、利潤は一千三三二五万元、前年同期を一九四%も上回った。十年前と比べると、固定資産は三・七五倍に拡大し、生産高は四・六倍になつた。

以上の数字が示すように、「工場」は特に八〇年代後半から多額の設備投資を行い、生产能力を拡大させることで売上や利潤などをのばしてきた。これは改革をすすめた企業努力の成果と言える。しかし「工場」は最近に

至るまで企業としての十分な経営自主権がなく、政府行政との資産関係や経営責任の所在が明確にされなかつた。そこで次に「工場」の一連の企業改革に触れたい。

三、「現代企業制度」改革に至る背景

一九七八年の「改革開放」政策以後、「工場」は他の一部の国有企业と同様にさまざまな改革に取り組みながら企業の活性化を模索してきた。八四年からは経営自主権を拡大した。また九二年以来、「工場」は福建省で選ばれた一〇社の総合改革試行企業の一社となり、経営メカニズムの転換、企業の資産関係の明確化などの改革を試験的に開始した。その主な内容は従業員に対する「全員労働契約制」の実施、企業の社会的費用負担の部分的な廃止および経営請負制なども試みられた。その他、株式制、中外合資、連合経営および経営請負制なども試みられた。これによって「工場」は経営自主権拡大と経営効率を重視するようになり、そのごの「現代企業制度」の発展に良好な基礎を築いた。

改革試行以前の「工場」は他の国有企业と同様に計画経済のもとで運営され、企業経営と政府行政は渾然となつておらず、独立した法人企業ではなかつた。さらに、学校・病院経営および従業員の福祉サービスなど社会的負担も重く、大量の余剰人員（一、〇〇〇人余り）を抱えるなど多くの問題があつた。これらの問題への対策をとらない限り、「工場」が「社会主義市場経済」の外部環境に適応できない状態に陥ることは明らかだつた。そこで「工場」は企業の資産関係、経営責任をより明確にして、企業経営と政府行政を明確に区分することを目指し、今回「現代企業制度」導入に踏み切つた。

以下、一九九五年一〇月に福建省人民政府、国家経済体制改革委員会が認可した福州第二化学工場の「現代企業制度」改革の「実施案」を紹介し、企業制度、組織、技術改良および管理の強化など改革の中身について検討することにしよう。

四、制度改革の「実施案」

去年一〇月に認可された「実施案」によると、二年余りの時間をかけて企業制度を改革するとしている。同社は「公社法」に基づいて今までの「工場制」から「公司制」に改組し、名前も福州第二化学工場から福州一化集團有限公司（以下「集团公司」と略称）に改名して全額地方政府出資の有限責任公司とする。また出資者の所有権と企業の「法人財産権」（注）を分離させ、出資者、債権者および企業の法的権益を確保することは改革の原則になつてゐる。そして「集团公司」は今後経営権を持つ企業として塩化ビニールとソーダの生産、加工および販売を中心とした多角経営を目指す大規模な集団企業の形成を目標としている。

今回の企業制度改革の主要な内容は以下のようである。第一に、福建省人民政府は出資者として「工場」の国有资产を清算・確定し、その経営権を「集团公司」に授与する。第二に、経営権を確保した「集团公司」は国有资产を運営して収益を上げる責任を負い、また傘下の出資企業に対する経営監督権および人事権を持つ。第三に、「集团公司」は「公社法」に基づいて有限責任制の独立した法人企業として市場競争に参入する。第四に、「集团公司」は幾つかの子会社を設立し、自身はその株式を取得して親会社の形態をとる。

これらの改革措置で政府と企業の関係は次のように変化する。地方政府は「集团公司」に経営権を与える代りに出資者（所有者）として企業資産の監督管理の権限を保持する。逆に「集团公司」は地方政府から与えられた経営権行使して資産を運営し、出資者に対して収益を上げる責任を負う。また对外債務に関しては「集团公司」

はその法人財産の範囲内で有限責任を負う。つまり「集団公司」は自主経営、損益の自己負担という原則を守らなければならぬ。(「福州二化集團有限公司規則」第二条、第三条)。

親会社の「集団公司」と傘下企業の関係は出資関係であり行政的所屬関係ではない。親会社は全額出資の子会あるいは子会社(出資額の五〇%超)に対して、經營者の任命権を持ち、出資額の範囲内で有限責任を負う。逆に子会社は、企業の「法人財産権」を有するとともに、充分な經營自主権を持つ。そして親会社に対して収益を上げる責任をもつており、親会社からの監督と指導を受け入れ、定期的に親会社に対して經營状況と財務状況を報告する義務がある。その他、親会社(「集団公司」)は他の出資企業に対して、株主(出資者)としての権利を有し、株主(出資者)の代表を派遣することになつてゐる。

以上のように、「実施案」では企業制度を「工場制」から「公司制」に改組し、「会社法」に基づいて政府と企業の関係を過去の行政所属の関係から出資関係(資産関係)あるいは企業グループ内の親会社・子会社の関係に改め、そのいずれもが有限責任制を採用することに重点がおかれてゐる。

五、經營組織の改革案

今回成立する「集団公司」は、現在の「生産を中心とした、資産運営を従とする」方式から徐々に「資産運営を中心とした、生産を従とする」方向に經營方針を転換させることを意味している。この新しい經營方針に対応する經營組織を新たに構築しなければならない。

具体的には(図1)と(図2)に示されているように、つまり第一に、現在の生産部門(カセイソーダ工場、ポリ塩化ビニール工場、塩化工場など)ならびに生産補助部門(給電工場、機械製造工場、水・スチーム工場な

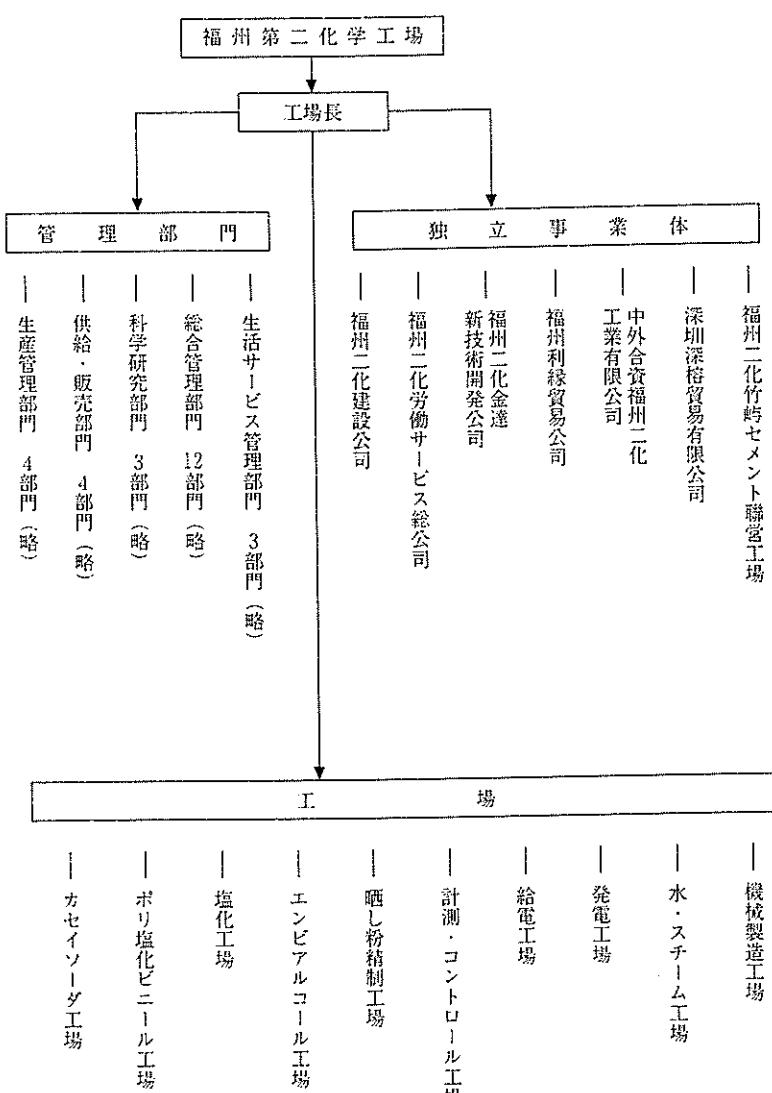
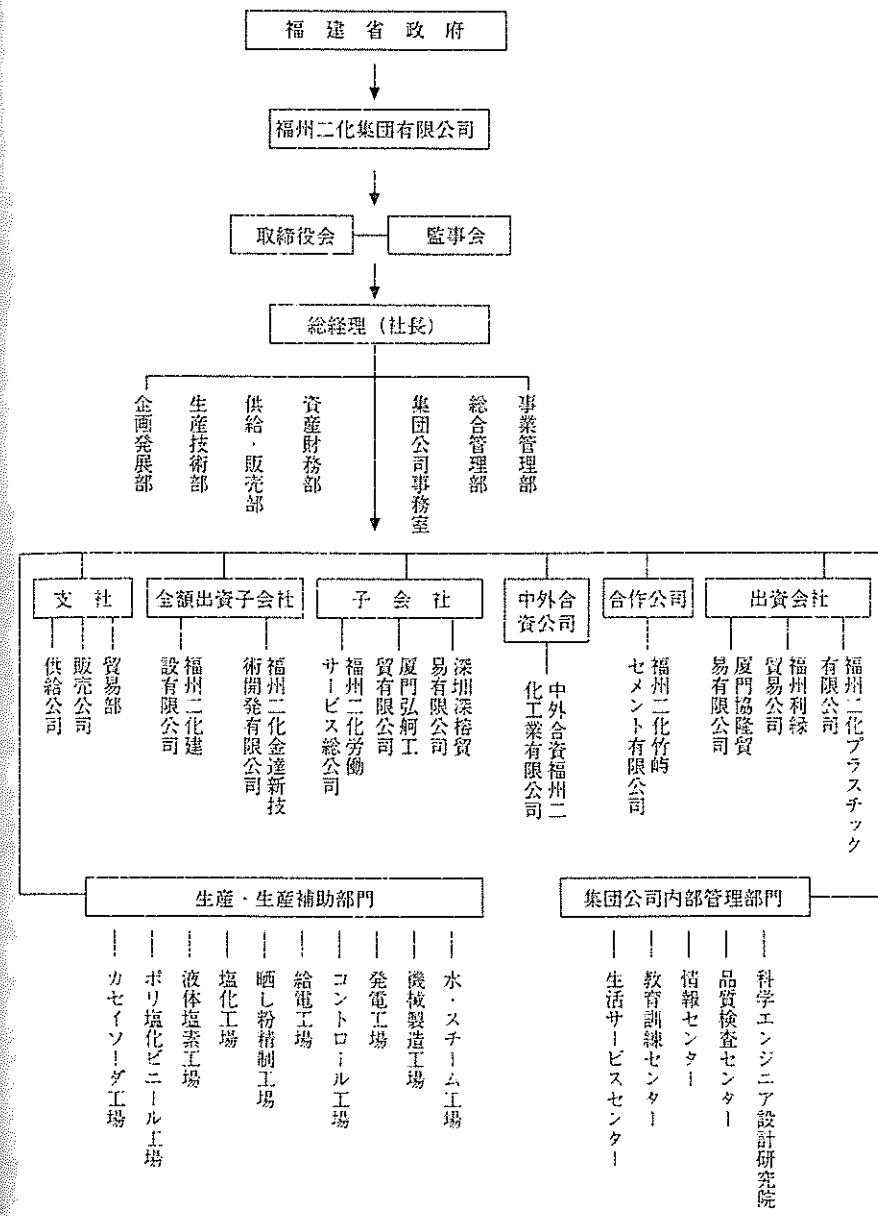


図2 改革後の組織図



どくは当面そのままとし、将来生産の発展に伴つて段階的に株式会社あるいは有限会社に改組する。第二に、建設公司と金達新技術開発公司は全額出資の子会社として有限会社に改組する。第三に、労働サービス總公司、廈門弘舸工貿公司などは子会社（出資額の五〇%超）として有限会社に改める。第四に、現在の供給部・販売部および貿易部は支社として供給公司、販売公司および貿易部（公司）に変え、設備材料部門も供給公司に合併させる。第五に、二化竹崎セメント工場は合作公司に改組する。第六に、深圳深榕貿易有限公司、利縁公司およびプラスチック工場は一部出資の有限会社に改組する。第七に、化学エンジニア設計研究院（設計院）、教育訓練センター（技術学校）、情報センター、品質検査センター（品質検査部）および生活サービス公司は「集団公司」の内部管理部門に所属することになる。

六、むすびにかえて

以上のように、「集団公司」は制度改革と組織改革を通じて事業持株会社の企業体制を完成し、政府と企業そして親会社と子会社の資産関係を明確にするとともに、有限责任制を導入することによって、生産を中心とする組織体から資産運営を中心とする組織へ転換することになる。それによつて、「会社法」に基づく独立法人とし

て「集团公司」は経営責任を負うことになる。改革後の「集团公司」の取締役会、監事會および労働組合の在り方、共産党组织の役割、余剰人員の問題および技術・管理の強化などについてはさらに検討する必要があるが、それは別の機会の課題にしたい。

(王)

(注)

企業の「法人財産権」について、現在の中国では所有を二元化（所有権、財産権）した考え方がある。『会社法』を参照。『中华人民共和国会社法』第一章第四条、会社は株主の出資によって形成されたすべての法人財産権を有し、法に基づき民事上の権利を有し、民事責任を負う。)

企業の情報開示について(2)

「情報開示から見た実質株主」

はじめに

企業のディスクロージャー（情報開示）制度は、投資家保護を考える上で非常に重要な役割を果たす。なぜなら、投資家保護とは、①事実を知らされることによって被る損害からの保護、②不公正な取引によって被る損害からの保護、の二つをさしており（証券取引審議会昭和五一年「株主構成の変化と資本市場のあり方について」）、投資家保護の要件として適切なディスクロージャー制度の確立が欠かせないからである。

しかしながら、投資家保護の対象にするべき投資家は、さまざまな利害関心をもって資金を市場に投下していく、必ずしも一様ではない。株式だけに限つても、現在株式を保有し、かつ株主名簿に記載されている株主だけでなく、将来の（潜在的な）株主としての投資家や、すでに株式を売却したものの株主名簿に名義だけが残っている株主などさまざまであるし、また株式取得の動機も、株式の支配証券としての側面を重視して保有する株主だけではなく、短期の値上がり益のみを目的として株式を保有している投機家まで多様である。

企業情報のディスクロージャー制度が、こうしたさまざまな市場参加者のうちどういった人々を対象として行われているかを見ることはたいへん興味深い。ディスクロージャーがどのような投資家を対象として行われているか見ることで、情報を開示することで保護の対象となっている投資家がどのような種類の投資家であるかを知ることができるからである。

デイスクロージャー制度によって保護の対象となる投資家についての問題は多岐にわたる非常に複雑な問題であるが、ここでは、株式を保有しているにもかかわらず、株主名簿に登録されていない実質株主と呼ばれる株主に焦点をしぼって、株式の発行会社や証券取引の制度が実質株主に対してどのような情報の開示を用意しているかを見ていくことにしたい。

実質株主

株主とは一般的には株式会社の出資者として株式を保有している者であるとされている。しかしながら株主が発行会社に対して株主としての権利行使する資格を持つためには、株式会社が備えている株主名簿に記載されていなければならぬことが商法によって定められている。株式の保有者としての株主は、株券が市場で流通してその所有者を変える度に変化するわけだが、株式の発行会社はその変化する株主に対して株主権に基づく権利処理を行わなければならない。しかしながら、権利の行使の度にいちいち株券を提示させていたのではたいへんな費用と手数がかかるため、株主名簿を備えることで現在の株主がだれであるかを明らかにしている。一方、商法上、株券の譲渡には株券を交付するだけで事足りてしまうため、株券の流通にともなって、株主名簿に記載されている株主と実際の株式の保有者が乖離してしまうということが生じる。

このように、種々の理由から株主名簿には名義が記載されていなくても、実質的には株券の保有者であるような株主が生まれることになる。これを実質株主というが、実質株主は実際には対価を払って正当な株式の保有者になつていてもかかわらず、株主名簿に記載されていないために発行会社から株主にたいして行われる直接的なデイスクロージャーの対象となることがない。

しかしながら、右でも述べたように資本市場における投資家保護の問題を考えると、保護の対象となる投資家として株主名簿上の株主だけではなく、株主名簿には記載がされていない実質株主がどのような形で企業情報を得ることができるかを考える必要があると思われる。

実質株主の種類

実質株主は、右のように株主名簿に記載されていない株主であるが、こういう乖離状態が生じる原因を便宜上大きく二つに分けて、通常の株式の譲渡にかかわって生じる場合と、株式に関する制度を利用して生じる場合とにすることができる。前者の通常の株式の譲渡にともなつて実質株主が生じるのは、前述のように株式の譲渡は株券の交付で足りるのにたいして、株主名簿上の株主になるためには、名義書換を行わなくてはならず、その二つが別々に行われるからである。このプロセスを詳しく見て見よう。

証券会社が顧客から株式の売付け、買付けの注文を受けると、証券取引所の市場において自己の名前で売買契約を締結する。売却株式は、売方顧客から証券取引所における決済日前に証券会社に引き渡され、これはさらに証券取引所の決済日に買方証券会社に株券を引き渡される。こうして権利を取得した買方顧客の株券は他人名義株券となっている。株式の譲渡は株券の交付によつて行われるが、株券の譲受人が、発行会社にそれを認められるためには株主名簿の名義を変更して自分の氏名や住所を株主名簿に記載される必要があるが、この名義書換は譲受人の請求のみによつて行われるので、譲受人が書換の請求をしなければ、株券は他人名義のままとなるからである。

名義書換を行わぬ、譲受人が株券を他人名義のままにしておくのは、具体的には実質株主が一定期間ま

での名義書換を失念してしまった場合や、会社がその期に配当をしないと予想されている場合、実質株主が配当利益や議決権の行使に関心がなくもっぱら売却益を追及しているために故意に名義書換を行わない場合などである。

これに対して、後者のように制度的に実質株主が生まれてしまうのは、保護預り制度や証券保管振替制度のか、証券投資信託制度、信用取引制度などの制度を利用するときである。これらについて順に詳しく見て見よう。

有価証券の保護預り・保管振替

有価証券の保護預りとは、顧客から寄託を受けた有価証券を、寄託された証券会社や金融機関が一定の方法によつて寄託者のために管理することをいう。顧客が証券会社を通じて株券を買い付け、これをそのまま保護預りにすると、買い付けた段階では株券の名義はまだ寄託者の名義に書き換えられていないので、当然前の名義人のままで保管されることになる。これを他人名義の保護預りという。

この場合、株主名簿には前名義人の名前が登録されていて、寄託者は実質上の所有者でありながら株式の発行会社に株主としての権利行使することはできない。もちろん証券会社は他人名義の寄託者に対して、権利行使のために株主名簿の閉鎖日または基準日以前に名義書き換えを行いうよう通知をするが、先にも述べたようにこうした権利行使に関心がない株主は、他人名義のままで株券を保有することになる。

証券保管振替制度の下では、株券は保管振替機構に集中して混戻保管されており、売買に際しての株券の受け渡しは保管振替機構に設けた口座を通してなされる。保管振替機構に預託された株券は、保管振替機構名義に書き換えられているため、保護預りと同様、発行会社と実際の投資家の間には直接的な関係は生じない。株主としての権利行使は、保管振替機構からの通知に基づいて作成された実質株主名簿を通じて行われる。したがつて、証券保管振替制度の下でも、投資家は実質株主に過ぎないことになる。

証券投資信託制度

証券投資信託は、証券形態で資金を調達して一つのファンドを形成し、これを主に有価証券に投資することで最終投資家に代わつて分散投資を行う。証券投資信託の信託財産に組み入れられた株券は株主名簿上は受託者（通常は信託銀行）名義に登録されているため、株式の発行会社と資金の出し手である受益者は直接結び付かない。しかし会社に対する権利の行使について受益者がまったくかかわらないことは不当であるので、証券信託法によつて株主権の行使に関する事項を個々の受益者に代わつて委託者に行わせることになつてている。いずれにせよ、信託財産として組み入れられている株式に関しては株主名簿上の株主は受託者であることになつているが、実質上の株主は資金の出し手である受益者であるので、これも実質株主とみなすことができる。

信用取引制度

信用取引とは、証券会社が顧客から保証金の預託を受けて、有価証券を買付けようとする顧客にはその買付け金を、有価証券を売却しようとする顧客にはその売付け有価証券を貸し付けて行う売買または売買の取り次ぎをいう。顧客が買付け注文に当たつて、信用取引を利用する旨を証券会社に申し出ると、証券会社はその注文を証券取引所へ取り次ぐ。買付けが成立した場合、顧客は決められた委託保証金を証券会社へ差し入れて買付け資金の貸し付けを受け、決済は一般的の取引と同様にこの資金によつてなされる。ただし、買付けられた株券は顧客の手には渡ることはなく、同種同銘柄の株式を売付けるか、借りた金錢を返して株券を引き取るかすることで精算

する。信用取引制度では、買付けた債権は顧客の手に渡らず、そのまま証券会社に担保として差し入れられる形になつておる、顧客は証券会社に対して一定数量の返還請求権を有していいる形になつておる。

この場合、買付け株券についての名義は、証券会社名義か、もしくはその証券会社がさらに証券金融会社から融資を受けていて買付け株券を証券金融会社に担保として差し入れている場合には、その証券金融会社の名義に書き換えられることになる。とはいひものの、株式の買付けは顧客の計算において行われておるのだから、買付けた株式の実質上の株主はその顧客であるといわなければならぬ。

ディスクロージャーから見た実質株主の立場

各々の制度の下でも、配当金の支払いや株主としての権利行使については、実質株主が不利益を被ることがないような配慮がなされている。保護預かり制度の下では、権利行使のための名義書き換えは証券会社から顧客へ通知がなされるし、証券保管振替制度の下では配当支払は実質株主名簿に基づいてなされる。証券投資信託制度や信用取引制度の下でも、配当支払などについては取り決めに基づいて適切な処理が行われておる。しかしながら、ディスクロージャーの観点から見ると、実質株主が名簿上の株主と同じ扱いを受けているとは言えない。と言つるのは、実質株主名簿などの実質株主を保護するための仕組は、ほとんどが配当金支払や権利行使に重点をおいておるため、ディスクロージャー制度上の配慮を払われておるとは限らないからである。

保護預り制度の下では、株主名簿上の名義が保護預りの預託者の名義に書き換えられた上で保管されている本人名義と、名義書き換えがなされず株主名簿には前名義人の名前が登録されたままで保管されているものとがあることになる。このうち本人名義の保護預りの預託者は名実ともに株主であるので、ディスクロージャーについても株式の発行会社から直接開示を受けることができるの、問題は生じない。しかししながら、後者の他人名義の分については、預託者は株式の発行会社から株主として認識されていないため、直接的に情報開示を受けることはできない。また、その保護預り株券の管理について定めている保護預り約款も保護預り株券のディスクロージャーについては何のきまりも設けていない。したがつて、他人名義で株券を証券会社に保護預りにしておる実質株主は、ディスクロージャーについては、株式の発行会社からの直接的なものであれ、株券の受寄者である証券会社からの間接的なものであれ、株主としての情報開示に接することはないことになる。したがつてこの場合の実質株主は、一般的の投資家と同様に、法律によつて公表されている有価証券報告書などの関係書類を閲覧するか、証券会社や証券アナリストを通じた情報をもとにして投資判断を行うということになる。

証券投資信託の場合は、委託者の指図の下で証券会社が買付けた株式は、すべて受託者である信託銀行などの名義に書き換えられる。したがつてそのままでは信託の受託者が株主としてのディスクロージャーを受けられることになり、資金の出し手である受益者には株式の発行会社からの直接のディスクロージャーは受けられないことになる。しかしながら、真の資金の出し手である受益者を保護するために、証券投資信託制度の下での受益者に対するディスクロージャーが行われておる。これは具体的には、受益証券説明書と信託財産運用報告書などの形で、運用方針や運用状況などに関するものであつて、受益者がその眞の株主である株式の発行会社との関係におけるものではないため、当然ながらその開示の性格は異なつたものとなる。

信用取引制度においては、右でも見たように株式の発行会社からの直接的な開示は、株主名簿に登録されておる証券会社または証券金融会社に対してなされることになる。信用取引では融資を受けた株券は証券会社に担保

として差し入れられており、しかも特定されているわけでもないので、株式を買付けた投資家は証券会社にたいして単に買付けた株券の数量に相当する返還請求権を持つていてに過ぎないということになる。この場合、投資家に対する開示は信用取引情報制度を利用した間接開示によつて行われる。

おわりに

投資家（株主）保護を考える上で、企業情報のディスクロージャーが、実質株主に対してどのような仕組みでなされているかを見てきた。ディスクロージャー制度も含めた実質株主の管理がどのようになされるべきかは、実質株主のおかれている個別の状況や利害関心によつて変わつてくるだろう。たとえば投機を目的として株式を他人名義で取得している投資家にとつては、たとえ実質的には株主であつても株主としての権利行使にはほとんど関心がないと考えることができるが、そうした株主に対する発行会社からのディスクロージャーのありかたはどうあるべきかといったように、各々多様な形態をとつてゐる実質株主ごとに個別に考えていく必要があると思われる。また開示する側の企業にとつても、株価対策も含めて、どういった投資家（株主）にどの程度のコストをかけてどのような開示政策をとるか非常に複雑になつてきているといえる。

参考文献

河本一郎・大武泰南（1986）「隠れた株主」商事法務研究会

（清水）