

証 研

レポート



No.1543

1997年2月

- 戦前のディフォールト社債の処理について(3)
—事例の紹介—
- 米国地方証券会社の「個性」
—証券業におけるニッチの存在根拠—
- 香港株式市場の中国企業株(H株)について(3)
—中国国有企业海外上場のプロセスを中心に—
- 私設取引システム(PTS)と
市場規制について(2)

戦前のディフォールト社債の処理について（3）

～事例の紹介～

〈はじめに〉

このレポートでは二回にわたって、戦前の社債ディフォールトの事例を取り上げ、その処理方法を検討してきた。しかし、そこで取り上げた事例は担保付社債であり、ディフォールト社債一般に論じるためには、無担保社債について検討する必要がある。したがって、本稿では前回同様、板橋菊松著『社債の実際知識』、千倉書房、一九三四年、によりながら、大阪アルカリ、星製薬、川崎造船所、塩水港製糖の無担保社債のディフォールト事例を検討する。ただし、川崎造船所の事例については、同書中の事実経過の記述には飛躍が見られるため、同社史などによって訂正した。

〈大阪アルカリ〉

大阪アルカリ社債第六回（発行総額一〇〇万円、利率六・五%、発行価格一〇〇円、償還期間八年）は、一九一七年九月に発行され、また同第八回債（発行総額一〇〇万円、利率七%、発行価格一〇〇円、償還期間八年）は一九一八年八月とともに無担保で発行された。また、これら社債には当初三年据置後、五ヶ年内に抽選償還するという条件が付されていた。しかし、この条件は、第六回債において、一九一〇年に一五万円の抽選償還が履行されただけで、その後不履行状態に陥った。

そこで、社債権者は当該会社を相手取って、債務履行請求訴訟を起こし、その判決が大審院第一民事部において一九二四年に下された。同判決では、①同社が据置期間経過後に抽選償還を実施しなかつたことは同社の責任であるが、これによつて同社債の償還期日が到来したとはいえない、②償還期間は当初設定された八年が経過した時点であり、繰上抽選償還に関しては同社に履行を請求する他はない、というものであった。板橋菊松はこの事例を取り上げ、同判決について「これは単なる抽選の解怠とみるべきでなく抽選の不履行とみるのが当然である」と批判した。この点についての法律論議は、ここでは省略するが、同じ時期に別の会社の社債において、同様の訴訟がなされ、これについて一九二五年大審院第三民事部は抽選解怠を社債契約の不履行と判断し、当該契約の解除を認めたため、結局大阪アルカリの場合も、発行会社が第六回および第八回社債を全額買い取つて処理した。したがつて、『全国公債社債明細表』によると、同社債は第六回債がいつたん償還延期された後、一九二七年六月までには全額償還されている。

この事例の場合、板橋菊松は「この社債整理がわが社債史上に初めての珍しき大問題を引き起こした」としているが、社債整理という点では、第六回債は償還延期されたものの、必ずしもディフォールト処理とはいえない。したがつて、より本格的なディフォールト処理がなされた星製薬の事例を検討しよう。

〈星製薬社債〉

星製薬社債第三回（発行総額五〇〇万円、利率年九%，発行価格一〇〇円、償還期間は一年据置後、二年間に随時償還）は、無担保で一九二三年一二月一二日発行されたが、償還期日の一九二六年一二月一日にいたつても

償還されず、社債が整理されることとなつた。

そして、償還期日の直後に社債発行（第六回社債、発行総額六〇万円）し、その手取り金で第三回債の一部（六〇万円）を償還し、以降一九二七年一月第七回債（一〇〇万円）、四月第八回債（一〇〇万円）、六月第九回債（四〇万円）、八月第一〇回債（一〇〇万円）、九月第一回債（一〇〇万円）をそれぞれ発行することによつて漸次償還し、一九二九年未時点では、第三回債の残高は一五八万円となつたが、その一方で社債の総残高は一二三四万円に拡大し、第三回債に関しても一九二九年四月和議法により一〇年の年賦によつて償還することが決定された（これら社債の相当額は同社の特約販売店によつて引受けられ、また償還代金として同社の商品券が發行されたという）。しかし、結果的に償還は速やかに進まず、一九三二年同社は破産宣告を受け、翌一九三三年八月東京区裁判所によつて強制和議となつた。強制和議の結果は、債権額の二一%を二年据置で、一二年間に弁済するというものであつた。

この事例では、発行された社債が無担保債であつたために、担保付社債信託法で規定された担保の受託会社は設置されず、また当時の商法は一九三八年改正以前であるため、商法上の「募集の受託会社」の業務に関しては、発行会社の委託によつて社債申込証の作成や払込金の徴収を行なうといった事務的なことであり、担保付社債信託法が「担保の受託会社」の権限を「社債権者ノタメニ債券ノ弁済ヲ得ルニ必要ナル一切ノ行為ヲ為ス」ものとしていたのと大きく異なつていた。のために、後に戦時統制経済に移行し、特殊会社の無担保債発行の増加に対応すべく、一九三八年改正では「募集の受託会社」にも「社債権者ノ為ニ社債ノ償還ヲ受クルニ必要ナル一切ノ裁判上又ハ裁判外ノ行為ヲ為ス」⁽¹⁾権限を付与することになるわけだが、いざれにせよ星製薬債では「担保の受託会社」は設置されず、「募集の受託会社」も設置されていなかつたと推測される（仮に設置されていたとして

もその権限は前述のように小さななものでしかなかつた）。また、引受け機関も介在しなかつた可能性が強いと思われる。それは同社社債の相当額が特約販売店に引受けられていたといわれるよう、当時は直接募集が行なわれており、一九二五年段階で引受け機関を介在させない起債（ただし、引受け形態の判別できないものを含む）は約三四%であつたからである。⁽²⁾したがつて、同社債はディフォールトに際し、裁判所による強制和議によつて解決されたわけである。

- (1) この点に関するは、拙稿「日本の社債受託制度の特徴とその形成」、「証券経済」、第一八七号、一九九四年三月、参照。
- (2) 小林和子「起債市場の拡大と整備」（志村嘉一編著『日本公社債市場史』、東京大学出版会、一九八〇年、第二章第四節、所収）、五八、五九ページ、参照。

〈川崎造船所社債〉

川崎造船所社債の場合、そのディフォールトによつて問題となるのは、以下の七銘柄である（第二回債はすでに償還を完了していた）。

- 第九回債（一九二二年九月発行、発行総額七〇〇万円、利率七・五%，発行価格九六円五〇銭、償還期間五年）
- 第一〇回債（一九二三年三月発行、発行総額一〇〇〇万円、利率八%，発行価格九八円、償還期間五年）
- 第一回債（一九二三年一〇月発行、発行総額一〇〇〇万円、利率八%，発行価格九七円、償還期間五年）
- 第一三回債（一九二四年九月発行、発行総額一〇〇〇万円、利率八・五%，発行価格九八円、償還期間四年）
- 第一四回債（一九二五年五月発行、発行総額一〇〇〇万円、利率八・五%，発行価格一〇〇円、償還期間五年）
- 第一五回債（一九二六年四月発行、発行総額一〇〇〇万円、利率七・五%，発行価格一〇〇円、償還期間七年）

第一六回債（一九二七年三月発行、発行総額一〇〇〇万円、利率七・五%、発行価格一〇〇円、償還期間七年）

これら社債は、すべて無担保社債であったが、引受会社は日本興業銀行、第一銀行、三井銀行、三菱銀行、住友銀行、十五銀行、三十四銀行、川崎第百銀行、野村銀行、藤本ビルブローカー銀行、小池銀行、野村證券などであった。そして、同社が支払い停止となつたのは、一九二七年四月であり、同年八月から大口債権者の会合が重ねられ、一九二八年四月同社の整理協定書が取り纏められた。この協定書では、繰延返済によつて債務の弁済が履行されることとなつたが、同社債についても一九二七年九月以降二ヶ年内に期限の到来のものは「既定利率を変更せず二ヶ年据置八ヶ年間に償還のこととして延期を求め、爾後期限到来のものは適宜の方法を講ずること」としている。このように社債整理が社債権者ではなく、大口債権者との間で決定されたことについて、板橋菊松は社債権者の権利を無視した方法であるとして批判しているが、その点はともかく、このような整理がなされたにもかかわらず同社の業容はその後も回復せず、返済は滞つた。

そして、一九三〇年六月、再び大口債権者会議が開かれ、第二次整理が検討されたが、事態の打開策は見いだせず、翌一九三一年七月、大口債権者でもある藤本ビルブローカー銀行から神戸区裁判所に和議の申請がなされた。この間、川崎造船所側から、社債を含む和議債権は二年間無利子とし、以降一%の金利で二三年間に償還するという過酷な和議条件が出されたため、藤本ビルブローカー銀行側は一般債権者および社債権者の権益を不当に圧迫するものとして反対運動を展開した。藤本ビルブローカー側の主張は、①川崎造船所は未払込株金を徴収し、かつ減資する、②減資後、債権者の経営参加により、債権の一部を優先株とし、残余の債権に対しても四%以上の利子を支払い、工場財団担保を提供する、などを骨子とするものであり、川崎造船所側の和議条件が著しく債権者の利益を無視し、また社債権者に関しては、同社債には小口が多く、一万数千名に達する社債権者の生

活を脅かすものであると非難した。

他方、同裁判所は和議申請に伴つて平尾鉢三郎ほか六名を整理委員として任命した。これら整理委員は約一年にわたつて、同社の財政状況を調査し、将来の収益を検討し、裁判所に答申した結果、一九三二年八月に和議開始が決定され、一〇月に債権者集会において和議条件が可決、一一月には法的に確定した。⁽⁴⁾ 最終決定された和議条件は、次のとおりである。①和議債権のうち、八%は切り捨て、二九%は甲種和議債権、六三%は乙種和議債権とする。ただし、乙種のうち六二〇〇万円（全体の四三%）は優先株との振り替えを認める。②甲種和議債権については毎年二回、その二・五%までを支払い、二〇年後に完済する。③乙種和議債権については、甲種和議債権の完済の後に、会社の一決算期における利益金をもつて、優先株には年六%、普通株には年二%の配当を行う。④資本金九〇〇〇万円を減資し、一八〇〇万円とし、さらに六二〇〇万円を増資（前記の乙種和議債権の優先株による）し、八〇〇〇万円とする。

そして、社債に関しては、同裁判所の決定により、和議手続きが開始され、同社によつて一九三二年一〇月二八日を期日として債権者集会が招集された。この集会の結果、無担保債務の利息は和議決定開始までの分をすべて元金に加算することとなり、和議が成立した。そして、同社債は全額無担保であつたため、普通債務と同様に和議債権とされ、前記の比率で甲種と乙種に配分され、整理された。

- (3) 「大和證券六〇年史」、一九六三年、一〇九一—一〇ページ、参照。
- (4) 「川崎重工業株式会社社史」、一九五九年、一〇八ページ、参照。

〈塩水港製糖社債〉

塩水港製糖社債第三回（発行総額一〇〇〇万円、利率7%、発行価格一〇〇円、償還期間五年）は、一九二五年七月、三井銀行が総額の引受募集を行ない、無担保で発行された。元利支払い場所は、三井銀行本店および内地支店であった。つまり、元引受が三井銀行であり、下引受として小池銀行、藤本ビルブローカー銀行、山一合資会社が参加していた。しかし、同社は償還期限直前の一九三〇年に償還資金に行き詰まり、社債整理を余儀なくされた。

その際、同社の依頼で社債整理顧問として板橋菊松が選任され、同氏は新聞広告によつて社債権者に對して支払い猶予を懇願する一方、個別の社債権者には書面で会社の現状を知らせ、支払い猶予を求めた。そして、支払い延期策として、①元金については、一年間据え置き後、七年間に毎年五〇万円以上を抽選償還する、②利率は現行の7%をそのまま据え置く、③償還資金は営業利益、株金払い込み金および借入金による、という案を提示したが、同社の債務合計は五〇〇〇万円以上に達するため、一般債権者側からも様々な要望が示されたことでもあって、社債整理方法の合意は得られず、一般債権者側と社債権者側がそれぞれ互いの態度決定を待つかたちとなり、事態は平行線をたどつた。そして、この間社債権者側から破産の申し立てがなされそうになり、静観を許さなくなつたため、同年一〇月、同社代表が小池・藤本・山一の各代表者が会見し、次の整理案を提示した。①債務利子の引き下げ（台湾銀行分一・五%，その他銀行分二%，社債一%）、②新規借入（台湾銀行一七一萬円、三井・横浜正金二〇〇万円、など）、③返済は営業純益金より優先返済、④一九三三年以降は社債に対しても毎年五〇万円を優先償還、などであった。つまり、この案では社債権者は、利率を1%引き下げられたうえ、その償還は二年間据え置かれ、以降八年間に毎年五〇万円以上が抽選償還なしで買入れされるという厳しいものであつた。そのため、会社側は慎重に準備を進め、各社債権者と特約を結び、当初の社債要項の変更を行つた。すなわち、利率を当初の7%から6%に変更し、償還期日を当初の一九三〇年七月二〇日から一九四〇年七月二二〇日（ただし、一九三二年七月以降は毎年五〇万円以上を隨時償還するという繰上条項付き）に変更したわけである。

このよつた特約による整理については、法律面では、当時社債要項は商法において株主総会決議によるものと規定されており、取締役の専断によって変更することの可否について意見の別れるところであったようであるが、法的な議論はともかく、会社側の慎重かつ周到な努力によつて、社債権者の同意を取り付けるに至り、会社側の提示した案に沿つて整理された。その後、「全国公債社債明細表」によると、予定通り一九四〇年に完済している。したがつて、この事例では、裁判所による強制和議には至らず、会社側と社債権者側との周到な交渉によつて解決がなされた点が注目される。

〈まとめ〉

以上、四件の事例をみたが、まず大阪アルカリ社債の場合は、繰上抽選償還を実施しなかつたことが問題であり、厳密な意味でのディフォールト事例と言ひ難いのでひとまずおくこととし、他の三件についてみると、まずこれら無担保債の場合、有担保債に比べてその処理が困難であつた印象を与える。つまり、星製薬および川崎造船所の場合、いずれも裁判所での和議手続きを経て整理されており、破綻から整理方法が確定するまで、星製薬社債では約七年、川崎造船所社債では約五年が経過している。第二に、確定した処理内容を見ると、このように長時間を要しつつも、社債権者にとつては相当不利な処理がなされたといえる。もつとも受託銀行である神田銀行が破綻した後藤毛織の第三および第四回債のように、有担保社債であつても全額償還されなかつた例もあり、

また破綻の際の財務内容が各社によつて異なるために、社債権者に不利な処理がなされた原因をすべて無担保であつたことに帰することはできないと思われる。しかし、第三に無担保債の場合、当時の法律ではディフォールト処理に関する固有の法律はなかつた。すなわち、前述のように無担保債の場合、「募集の受託会社」が設置されていれば準拠すべき法律は商法であるが、一九三八年改正以前の「募集の受託会社」は、社債申込証の作成・払込金の徵収といった事務をおこなうにすぎず、ディフォールトの際の義務や権限についてはなんら規定されなかつた。そして、この「募集の受託会社」も直接募集の場合は設置されず、ディフォールトの際には、「個々の社債権者に懇願的償還延期申し出や、利率低下交渉、和議による解決、担保付社債への乗り換え、または優先株への振り替え折衝」などといった方法で解決せざるをえなかつた。

そして、このように無担保債のディフォールト処理が困難ないしは不明瞭であることが、「社債淨化運動」とその產物としての「有担保原則」につながつてくるのであるが、ただし、その際有担保債の方が銀行によつて解決が図られやすかつたという要素が加わつたために、銀行主導で有担保の申し合わせ（一九三一年および一九三三年）がなされるのではないかと思われる。⁽⁶⁾

また、一九三〇年代の大恐慌期の社債ディフォールトは、アメリカの場合には社債格付け制度の定着と普及の大きな要因となり、いわば日米の社債制度が大きく分岐していく分水嶺である。したがつて、日本の事例のみならず、米国の事例と比較することが望まれるが、これについては別の機会に譲りたい。

- (5) 佐藤七郎著「社債の理論と実際」、一九三二年、文雅堂、四〇八ページ、参照。
- (6) 拙稿「日本における社債受託制度の導入と確立」、「証券経済」、第一七六号、一九九一年六月、参照。

米国地方証券会社の「個性」

～証券業におけるニッチの存在根拠～

一九七五年の委託売買手数料の自由化以降、米国の証券業界は激しい価格競争にさらされ、各社は様々な業務に特化・多様化・差別化することで生き残りを図ってきた。その結果、米国の証券各社の業務が、日本と比べて著しく個性的であり、バラエティ豊かであることはよく知られている。清算業務に特化している会社、地域的に限定して顧客を開拓している会社、特定の業種のリサーチに特化している会社など、会社が異なれば業種そのものも異なっているかのようである。

しかし、こうした米国証券会社の個性のあり方もその根拠や性格は同じではなく、区別して考えるべきではないかと思われる。すなわち、一言で個性といつても、①業態別の個性、②個別証券会社ごとの個性、③地方証券会社における個性は、異なる種類のものではないだろうか。本稿ではこうした観点から、はじめにこの三つの個性について整理し、次に、③に分類した地方証券会社における個性のあり方とその根拠について考えてみたい。

(1) 筆者は、昨秋の「大阪米国証券市場視察団」に参加し、米国の地方・中小証券会社（九社）を訪問する機会を得た。

小稿は、その時の視察・調査をベースにしたものであるが、あくまで筆者の個人的見解に基づくものである。

(11) 表1 米国証券会社の収支構造 (1995年)									
(%)、100万ドル									
	全国総合証券 (6社)	大手投資銀行 (9社)	地方証券会社 (63社)	NY市中証券会社 (74社)	アイスカウナー フーム(19社)	クリアリング・ ファーム(18社)	インストロデューシング・ ファーム(9社)	その他 (22社)	
委託手数料	21.0	15.9	6.5	31.1	12.4	45.3	14.5	67.4	12.7
上場株式（取扱所取引）	0.5	0.1	0.1	1.5	8.2	20.4	9.7	57.8	10.2
上場オプショナル	3.0	1.2	0.3	1.2	0.5	2.6	0.4	0.0	0.0
その他	23.1	20.3	1.0	18.9	3.5	3.9	1.1	0.9	0.6
トレーディング	6.0	1.0	1.0	14.9	14.0	18.5	3.3	8.6	1.9
店頭株式	15.5	16.5	8.2	8.7	3.6	5.5	1.6	9.7	14.7
債券	0.0	1.5	0.7	0.7	2.2	0.1	0.2	0.0	1.1
投信有価証券	7.5	12.1	14.3	14.3	3.3	0.3	-0.4	3.4	0.0
機械式引受け	2.8	2.6	5.5	5.5	0.2	0.2	0.0	0.0	0.0
金利取入	8.4	4.0	7.1	7.1	2.0	14.0	27.3	0.0	3.7
投資顧問代理	8.7	0.1	8.5	8.5	0.3	3.7	0.5	0.7	0.0
投資信託代理	9.0	1.1	4.1	4.1	0.6	0.9	0.9	10.2	4.9
モディティ	0.0	0.0	0.2	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
その他証券関連業務	2.3	-2.0	0.6	0.6	-3.3	0.0	1.6	-1.0	0.4
その他	16.1	55.4	10.8	59.5	18.9	4.0	49.4	10.3	29.8
3.9	0.9	3.7	4.0	11.2	4.4				14.3
収入合計	26,802.0	31,744.8	9,557.5	17,124.8	3,188.6	4,423.0	1,264.9	2,197.8	
	(100.0)	(100.0)	(100.0)	(100.0)	(100.0)	(100.0)	(100.0)	(100.0)	
費用	49.8	22.6	61.7	22.9	39.3	11.5	35.6	27.4	
外貨貸付	25.6	5.8	32.1	9.5	7.9	0.2	0.2	0.7	
外貨貸付人手	23.3	13.3	20.6	10.6	19.9	10.9	9.9	22.5	
取引所清算関連費	1.8	2.8	3.7	3.4	5.1	5.7	2.1	7.2	
通算料	5.5	1.7	6.1	2.0	5.5	1.5	0.0	1.6	
不動産賃料・設備費	2.0	2.5	6.1	2.6	7.2	2.1	0.0	4.1	
宣伝広告費	21.6	6.1	0.8	1.0	3.1	0.2	0.0	1.0	
金利償還による損失	0.5	0.1	0.7	0.2	0.5	0.5	0.0	2.2	
コンピューターフィニシング費用	1.3	1.3	1.8	1.2	1.1	4.3	0.0	0.6	
その他	0.8	0.1	0.9	0.3	0.3	1.5	0.3	0.9	
費用合計	24,725.0	30,388.8	8,322.6	16,322.2	2,666.4	3,914.4	1,046.3	1,583.0	
	(100.0)	(100.0)	(100.0)	(100.0)	(100.0)	(100.0)	(100.0)	(100.0)	
現引前利益	2,077.0	1,406.0	1,234.9	822.6	522.2	508.6	218.6	614.8	

(1) 公衆業務を行うNYSE会員業者305社。
(出所) SIA, Securities Industry Databank. より作成。

業態区分と個性的な証券会社

第一に、米国では、証券会社の中でさらに、全国展開している証券会社、大手投資銀行、地方証券会社、二つ目で、証券会社、デイスカウント・ブローカー、清算業務に特化したクリアリング・ファーム、注文の取次ぎに特化したインストロデューシング・ファームなど、いくつかの業態に分かれしており、それらの主要業務、それゆえ収支構造が大きく異なっている。(表1)。

収入に占める各業務の比率(一九九五年)を見ると、例えば委託手数料収入は、ブローカー業務を中心としているディスカウンターやインストロデューシング・ファームでは五割から七割の高い比率となっているのにに対して、大手投資銀行では六・五%にすぎない。その一方で、大手投資銀行などで一割前後に達しているトレーディングからの収入はディスカウンターでは五・五%である。

費用の構成においても業態間の格差は大きく、全国総合証券や地方証券会社では報酬の比率が高いのに対しても、外部資金を取入れながらトレーディングやM・A業務をおこなっている大手投資銀行などでは、支払い金利が最大の費用項目となっている。同じ証券会社と言ひながらも、その中に明確な違い、すなわち業態区分が存在するのである。これが、米国証券業界における第一の個性の現れ方と言えよう。

米国証券業における個性のあり方の第一は、そうした業態区分にも入り切らない、文字通り個性的な個別証券会社が存在することである。大阪米国証券市場監察団の訪問先から例を上げれば、社員営業員をおかげ、営業をすべてICO(インデペンデント・コントラクター)に依存しているネイサン・ルイス社、NASDAQ銘柄のマーケットメイクに特化しているハーバー・ヘイン・ゲダルト社、あるいは、ハイテクノロジーを武器に、NYSE上場銘柄や日本物工クイティ債のマーケットメイクに特化しているD・E・ショーワ社などである。新規参入が比

較的容易であることもあり、異分野での才能や経験をもつた人物がそれを証券業で活かせるのである。例えば、ネイサン・ルイス社の創業者社長は、マーケティングと保険業の経験を証券業に持ち込んでいるのであり、また、シヨー社の経営幹部のほとんどはコンピューター・サイエンスの博士号をもつてゐることであった。

以上のように、業態別の個性と個別会社ごとの個性という二つの意味で、米国の証券会社は個性的であり、それぞれの業務に特化したビジネスを開拓しているのであるが、その一方で、それでも「普通の証券会社」と呼ぶほかない、互いによく似た多数の地方証券会社が存在していることも、無視できない点ではないかと思われる。そうした証券会社は、以下に述べるように、その業務内容はほぼ同じであり、また、経営者が語る経営哲学も驚くほどよく似ている。そしてそれにもかかわらず、「普通の証券会社」は、対象顧客とリサーチ・対象企業の選択という点で、会社ごとのニッチ（「隙間」と訳されることが多いが、「ニッチ」には「隙間」に含まれるいささかネガティブなニュアンスはなく、米国ではむしろ「得意分野」に近い語感で使われているようである）、すなわち個性をもつてゐるのである。これは、前述の第一、第二の個性とは異なった第三の個性のあり方と言つべきであろう。

通常、米国証券業の多様化、特化、差別化について語られる時には、第一、第二の個性のありかたが指摘されることが多いが、日米の証券会社・市場の違いを考える上では、米国の地方証券会社の間には共通した点が多いこと、それにもかかわらず、各社がニッチをもつていることも、重要なポイントとなるのではないかと思われる。では、米国の「普通の証券会社」はどのような会社であり、そこにおける個性とは何なのか、以下、筆者なりに整理してみたい。

(2) 「大阪米国証券市場監察団報告書」一九九六年一一月。

米国地方証券会社の經營理念

まず、米国における平均的な地方証券会社の經營哲学を見てみよう。もちろん各社は、創業以来の異なった歴史、カルチャー、得意分野、顧客層をもつのであるが、それにしても、經營者が語る經營理念は、あまりによく似ているように思われる。

それは、突き詰めると以下の二点にまとめるができるのではないだろうか。すなわち、第一に顧客との長期的な信頼関係を構築すること、第二に付加価値の高い投資アドバイスを提供すること、第三に独自のニッチを確立すること、の三つである。

第一の、顧客との長期的信頼関係の構築には、二つの意味が込められている。その一つは、証券会社の営業拠点が存在する地域に密着して、そこに住む投資家と長期的な関係を築くことである。そのため、顧客との家族的な付き合い、地域の社会活動への参加なども重視され、また、こうした観点から、会社の規模が大きくなることは必ずしも望ましいわけではないとされる。そして、地方証券会社であることをメリットであり、かつ、誇りであるとしている会社が多い。

もう一つの意味は、いわゆる適合性の原則の厳格な遵守である。顧客のライフプラン、資産額、運用額、運用期間、選好する投資スタイル（キャピタルゲインかインカムゲインか）、許容できるリスクなどの顧客プロファイルを十分に把握し、投資家に合った商品を推薦することである。「投資家の利益こそが会社の利益となる」というよく聞かれる言葉は、米国の証券会社における新規顧客の多くが既存顧客からの紹介によって獲得されているという事実からしても、建前だけとは言えないようである。

第二の经营理念は、会社の収益の根拠を顧客への投資アドバイスの付加価値に求めており、それゆえ、アドバ

イスの質の向上を不斷に追求しているということである。このことは、手数料が自由化されているとはい、デイスカウント・ブローカーとの競争や手数料の割引による顧客獲得競争は重視されていないことを意味している。価格で競争せざるを得ないのは、顧客へのサービスの質が悪い証拠であり、言わばフルサービス・ブローカーとしての「負け」であると見なされているようである。したがって、ほとんどの会社で、顧客によつては割りもおこなつてゐるものそれは例外的であり、それでもつて顧客を獲得・維持するつもりはないとしている。

こうした考え方の背景には、フルサービス・ブローカーが提供すべきサービスは、投資アドバイスが主で執行・清算サービスは従であるとの認識があるようである。⁽³⁾ つまり、ブローカーのサービスのうち、執行、清算、保管などについては、通信・コンピューター技術等の発達によつてコストが下がり、価格競争が激しくなつていてのに対し、投資アドバイスについては、価格競争ではなく付加価値競争が展開されていることである。確かに、銘柄等を自分で決定し、ブローカーに対して執行のみを求める投資家が増え、それがディスカウント・ブローカーの成長とそこでの価格競争をもたらしているのは間違いない。しかしその一方で、大多数の投資家は、自分で投資情報を収集・分析するには時間や専門知識が不足し、あるいは運用額が大きすぎるため、やはりブローカーのアドバイスを必要としているのである。したがつてフルサービスの証券会社はディスカウント・ブローカーを、自分たちは全く異なつたサービス（アドバイスなしの執行・清算のみ）を、異なる料金体系で提供する、異なつた業種の会社と見なしていると言つても言い過ぎではないのである。つまり、フルサービスの地方証券各社は、手数料の低さではなく、アドバイスの付加価値の高さで競争しているのである。事実、個人投資家向けの手数料は、ほとんどの会社でメーデー以前の手数料表を基準に決められている。⁽⁴⁾

そして、その投資アドバイスは二つの要素から成つてゐる。一つは顧客のプロフィルそのものであり、もう一

つは投資対象である株式（や債券、投信）などについてのリサーチである。そのどちらが欠けても、顧客に適合した付加価値の高いアドバイスを提供し、それによつて高い手数料を得ることはできないのである。顧客プロファイルについては、経営理念の第一として述べた顧客との長期的関係の構築によつてその充実が図られる。リサーチについては、少数の企業にターゲットを絞ることで、大手に負けない質の高いリサーチをおこなうことが目指されている。そして、そのためにこそ、自社が得意とする分野、すなわちニッチを確立しなければならないのであり、それが第三の経営理念となつてゐるのである。

つまり、第三の経営理念であるニッチの確立においてはリサーチが最重要視されている。地方証券会社の規模からして多くの銘柄を扱うことは不可能であるため、地域・業種・規模の三つのレベルで対象を絞り、少数の業種・会社に対して徹底したりサーチをおこなうことが目指されている。

まず、自社の地域・州にある企業が優先される。企業を訪問してのリサーチや経営幹部との面談など、いくら情報化社会と言えども、情報収集においてはやはり距離的な近さが重要な意味をもつており、そのことが地域的な特化を一つの有効な戦略としているのである。つまり、地方証券会社は、顧客投資家と投資ターゲットの両方で地域密着を図つてゐるのであるから、結局、会社の業務の中心は、地域における資金循環の仲介に置かれることになる。そしてその資金循環には、私企業だけでなく、当該地方の州政府の資金調達（地方債の引受け・ディング）も含まれてゐるのである（後述）。

次に、業種面では、業界のトレンドの最先端を狙う、あるいは逆にあえて流行業種を避ける、そして、できるだけ業種を狭く限定することが有効だとされている。例えば、メジロファイナンシャル社では、「最近はヘルスケア業界がブームなので、どの証券会社もそのリサーチをおこなつており、当社がそこに参入しても競争力はな

い。それで、ヘルスケアの中でも歯科に関する企業に絞り、それを中心にリサーチしている」と語っている。

さらに、リサーチの中心をNASDAQ銘柄などの中小型株に置いていることも地方証券会社に共通した特徴である。それは、後述する引受け業務との関係もあるが、大手の証券会社は、それぞれの業種の最大規模の会社をターゲットとする傾向があり、そうした点からも小規模の会社を中心的にリサーチがなされているのである。

このように、大手とバッティングしないよう対象を絞ることによって、当該分野では他社に負けないリサーチをおこなうことが、多くの地方証券会社にとってビジネスのコアと考えられている。自社が扱わない業種・会社については外部から購入するリサーチで対応する一方で、自分が得意とする分野については徹底したりサーチをおこなっており、そのニッチは、地方証券各社ごとに異なり、棲み分けが生じているのである。

こうした、顧客とリサーチ対象両面における特化が、米国地方証券各社の個性となっているのであり、これは、はじめに述べた業態別の違いや特定の業務に特化した会社の個性とは異なる個性の形と考えられるのである。

(3) 前掲『観察団報告書』一八頁参照。

(4) フルサービス証券会社の手数料については、同右一六一一二頁参照。

地方証券会社の業務構造

では、各社ごとのニッチをもつ、こうした地方証券会社は、具体的にはどのような業務を行っているのであるか。それを、まず、地方証券会社の収支構成から見てみよう。表2は、業態別の収支構造を示した表1の中から地方証券会社を抜き出し規模別に分けたものである。

これを見ると、地方証券会社は、規模の違いにかかわらずきわめてよく似た収支構造となっていることがわか

		地方証券会社 (63社)	地方中小証券 (22社)	地方中堅証券 (20社)	地方大手証券 (21社)	(%, 100万ドル)
収入	委託手数料	31.1	45.8	29.4	30.8	
	上場株式(取引所取引)	15.1	22.0	12.8	15.4	
	上場株式(店頭取引)	3.0	4.5	6.4	1.9	
	上場オプション	1.2	1.2	1.2	1.3	
	その他	11.8	18.0	9.0	12.2	
	トレーディング	18.9	13.6	19.2	19.2	
	店頭株式	8.2	3.7	10.7	7.7	
	債券	8.7	3.6	7.3	9.4	
	投資有価証券	0.7	1.8	1.5	0.5	
	引受け	14.3	7.5	16.6	14.0	
	株式引受け	5.5	2.5	5.4	5.7	
	金利収入	7.1	4.8	6.9	7.2	
	投信販売	8.5	5.6	5.3	9.6	
	資産管理	4.1	7.2	3.5	4.0	
費用	リサーチ	0.2	4.6	0.0	0.0	
	コモディティ	0.6	0.2	0.6	0.6	
	その他証券関連業務	10.8	4.4	13.3	10.4	
	その他	3.7	4.4	3.8	3.7	
	収入合計	9,557.5 (100.0)	386.4 (100.0)	2,071.5 (100.0)	7,099.6 (100.0)	
	報酬	61.7	64.2	57.3	62.8	
	外務員	32.1	14.6	28.1	34.2	
	サポート人員	20.6	10.8	21.5	20.9	
	取引所・清算関連費	3.7	4.9	6.6	2.8	
	通信費	6.1	3.2	5.6	6.4	
	不動産・設備費	6.1	3.5	5.6	6.5	
	宣伝広告費	2.9	1.4	2.6	3.1	
	金利費用	8.0	3.9	11.2	7.2	
	不良資産による損失	0.7	0.3	0.5	0.8	
	コンピューター	1.8	1.5	1.8	1.9	
	規制関連費用	0.9	1.6	0.9	0.8	
	その他	8.1	15.6	8.1	7.7	
	費用合計	8,322.6 (100.0)	354.6 (100.0)	1,809.1 (100.0)	6,158.9 (100.0)	
	税引前利益	1,234.9	31.8	262.4	940.7	

(出所) 表1と同じ。

る。確かに、中小証券は、中堅・大手に比べて委託手数料の比率が高く、トレーディングと引受けの比率が低いといった違いは存在する。しかし、①委託手数料を三割から五割を占める最大の収益基盤としながらも、②トレーディング（一割強～二割弱）、③引受け（一割前後）、④投信販売（一割弱）、⑤資産管理（一割弱）などから、バランスよく収益を上げている点、また、⑥トレーディングと引受けでは、店頭株式と債券（地方債が中心である）を中心としている（上場株式はあまり扱っていない）点など、中小から大手まで、規模の違いに関係のない地方証券会社に共通した特徴となっているのである。つまり、米国における「普通の証券会社」は、ブローカー業務を中心としたながらも、新規株式公開（IPO）と地方債を中心とした引受けもやれば、デーリングもやり、資産運用もおこなう会社なのである。この点、日本の「普通の証券会社」がブローカー業務に特化した業務構造となっているのと大きく異なっている。

費用の構成においても、報酬が六割前後でほぼそろつており（ただし中小の場合、パートナー報酬の比率が高い）、その他の項目もほぼ同様の比率となっている。以上要するに、米国の地方証券各社は、経営理念と業務内容はほぼ同じであり、ただ、顧客とリサーチの対象で独自のニッチをもつており、その点で個性を發揮しているのである。

次に、こうした比率となっている各業務が相互にどのような関係にあるのか、地方証券会社の一つウイリアム・ブレア社（表2の分類では「地方大手証券」に入る）を例に見てみよう。図1は、同社のホームページに掲載されている、各業務間の関係を示す概念図である。それによると、同社では、リサーチをコアとし、それを軸として引受けなどの投資銀行業務、委託売買とトレーディング、資産管理業務が関連づけられていることがわかる。つまり、ブレア社では、①まずリサーチによつて有望な企業を発掘すると、②自社でそれを仕込み、③NASDAQ and Listed Trading

Sales and Trading
 • U.S. and International Equity Sales
 • U.S. Fixed Income Sales
 • Syndicate
 • NASDAQ and Listed Trading

Research

Portfolio Management
 • Investment Management Services
 • Private Investor
 • Mezzanine Capital
 • Custody

Investment Banking
 • Corporate Finance
 • Debt Finance

(出所) <http://www.wmblair.com/depart/depart.html>

確かにブレア社の場合、他社より引受けやディーリングの比重が大きくなっているが、こうした業務間の関係は、先に述べた地方証券会社に共通の収支比率から考えて、他の地方証券会社にもおおよそ当てはまるのではないかと推測される。そのような業務構造において、リサーチの優劣が、ブローカー業務のみならず会社の収益全体にとつて決定的な重要性をもつのは明らかであろう。だからこそ、各社は、リサーチにおけるニッチ、すなわち個性の確立に必死なのである。

ニッヂの存在根拠

では、このように多くの地方証券会社が、リサーチにおけるそれぞれの得意分野をもつて群立することが可能なのはなぜなのだろうか。確かに、広大な国土による地域的ニッヂ（文字通りの隙間）の存在といった自然的因素も無視できないが、証券市場そのもののありかたに由来するところも小さくないのでないだろうか。

何よりも、リサーチを中心に証券会社の業務が成り立つためには、当然のことながら、リサーチが株価予測に重要な役割を果たさなければならない。リサーチとは、企業収益（予測）をリサーチするのであるから、結局、株価と企業収益（予測）とが密接な関係にあること、これが大前提となる。反対に、政策投資や持合いによつて、企業収益と掛け離れた株価が形成されている場合には、リサーチの役割は極めて限られるをえないであろう。

企業業績の予測においては、業種間、企業間では異なつた作業が必要であるから、そこに「規模の経済」は働きにくく、したがつて大手であることが必ずしも有利とならず、ニッヂの存在する余地が生まれることになる。また、中小企業の引受けは大手には割りが合わず、また大企業の引受けは中小証券には過大なりスク負担となるといふことも、棲み分けを可能とする要因となつてゐる。そして、そのリサーチをもとに、成長企業を発掘し、それを、引受け・ディーリング・ブローカレッジ・資産運用の対象とするのである。

ところが、株価が企業収益と掛け離れてしまつた市場の場合、株価は、単純に需給によつて形成されることになり、その場合に可能かつ有効なりリサーチ（投資アドバイス）とは、結局、需給そのものの予測とならざるをえない。そして、ブローカー会社が最も正確に需給を予測する方法とは、直接、需給そのものを作つてしまつことである。つまり、証券会社の業務は、営業力を中心に形成されることになりやすく、大手は、営業力をコアとした、需給予測力＝需給調整力＝価格形成力を背景に、引受け・ブローカー業務を展開することが可能となるのである。つまり、フレア社をはじめとする米国の地方証券会社が「リサーチ」を核として業務展開しているのに對して、この場合、「営業力」を軸としたビジネス展開がなされるのである。需給の予測＝形成という点に関して、銘柄間の違いは大きな意味をもたず、また、「勝ち馬」に乗ることが有利となるため、そこでは「規模の経済」が極端にはたらくことになる。「規模の経済」がはたらく場合、中小証券に可能なニッヂの余地は限られ、その最も効率的な「リサーチ」の中心は、大手の営業動向を探ることに置かれざるをえないであろう。となれば、大手の価格予測力＝形成力は雪だるま式に増大するのである。

このように、証券業において「規模の経済」が機能するか否か、すなわちニッヂが存在するか否かにおいては、株価形成のありかたが極めて重要な要素となつてゐるのではないかと思われる。そして、株価を企業業績（予測）から乖離させる最大の要因が、持合いであり、政策投資であることは、繰り返すまでもないであろう。

もちろん、米国地方証券型のビジネス構造に問題がないわけではない。まず、各業務が密接に関連していることは、「範囲の経済」が機能することを意味するが、反面、利益相反の可能性を否定できない。引受け・ディーリング・ブローカレッジの各業務が一体となつて進められる中で、発行体、証券会社自身、投資家の間の利害関係を公正に維持していくためには、規制当局からの厳しいチェックと会社自らの厳格なコンプライアンスが前提となるであろう。また、中小証券による引受け業務の展開は、市場の拡大期には好業績につながるとはいえ、市場が縮小しはじめると思わぬ負担が生じる場合も少なくない。質の高いリサーチと高度のリスク管理が不可欠とされる所以である。

香港株式市場の中国企業株

(H株)について(3)

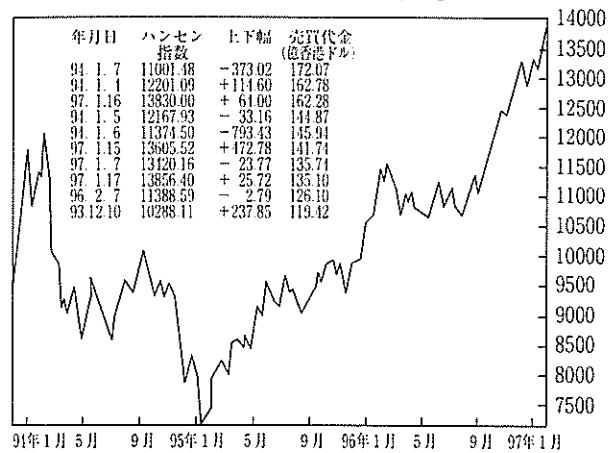
～中国国有企业海外上場のプロセスを中心につ

一、はじめに

七月一日中国への返還という歴史的な出来事を控えた香港の株式市場は今年に入つてからも引き続き好調で、ハンセン株価指数は連続史上最高値を更新し、一月二〇日の終値は過去最高の一三八六八・一二四ポイントを記録した(図1)。活気にあふれる株式市場は金融、不動産関連株が大幅に値を上げたが、一方中国関連のH株(香港株式市場の中国企業株)とレッド・チップス(中国系香港現地法人銘柄)の上昇も市場の目を引いた。

昨年末、香港返還後の初代行政長官に董建華氏が選出された。昨年中国経済は九・七%の実質成長率を実現し、六・一%という低い水準にインフレ率を抑える安定成長を見せ、いわゆる経済のソフトランディングを基本的に実現したとい

(図1) ハンセン指数の歩み



(出所)「CHINESE DRAGON」、1997年1月28日。

(表1) 第4回海外上場候補企業リスト(38社)

上海電力股份有限公司、武漢陽逻發電股份有限公司、貴州烏江水電開発(集團)有限公司、吉林電力股份有限公司、広西桂冠電力股份有限公司、安徽新集能源開發公司、中國水產總公司、江蘇寧滬高速公路股份有限公司、浙江杭甬高速公路股份有限公司、成渝高速公路股份有限公司、鞍鋼三新股份有限公司、重慶鋼鐵(集團)有限公司、攀枝花鋼鐵(集團)公司、江西銅業公司、青海鋁業股份有限公司、北京燕山石化公司、盤錦エチレン工業公司、四川川化集團公司、濟南ボリエステル股份有限公司、安徽寧國セメント工場、河北太行セメント股份有限公司、第一トラクター工程機械集團公司、天津汽車工業公司、河南安陽彩色顯像管玻壳有限公司、彩虹顯示器件股份有限公司、中國長城計算機集團公司、青島澳柯瑪電器公司、江西華意压缩機股份有限公司、華北製藥集團股份有限公司、ハルビン医薬股份有限公司、三九医薬股份有限公司、廣州藥業集團股份有限公司、中國國際貿易中心、北京北辰实业發展公司、中國寰島(集團)公司、雲南旅游集團股份有限公司、招商局蛇口工業区实业股份有限公司、中國航空技術進出口公司深圳公司。

う認識が広がっている。また年末の二度目の利下げ、五
一〇億米ドル(直接投資・四二三・五億米ドル)を超
える外資導入、一〇五〇億米ドルという世界第二位の外貨
準備の実現など一連の安定・成長材料を背景に、H株の
将来性が注目され、ハンセンH株指数は年末から上昇
しはじめ、一時一〇〇〇ポイント台までに回復した。
現在H株は二三社を数え、年末新たに上場した二銘柄
(安徽高速公路、山東新華製薬)を含めて、H株の資金
調達額は三〇億米ドル余りにのぼった。H株は国有企业
の新しい資金調達源になつてゐる一方、海外投資家が注
目する新しい投資対象にもなつてゐる。最近中国政府は、
第四回目の海外上場候補企業三八社のリストを発表し
(表1)、今後香港市場を中心にニューヨーク、シンガポ
ール、東京、ロンドンなど他の海外市場にも上場をすす
める予定である。

H株二三社のうち広東科龍電器(鄉鎮企業の海外上場
第一号)一社を除いて二二社はすべてその前身は国有企业
業である。これらの国有企业は如何にその国有资产を評

価し、企業組織を変革して株式会社に改組されたか、そしてどのように香港株式市場の上場基準、会計制度およびディスクロージャー制度をクリアし、上場を果たしたか、小稿では現在香港株式市場を中心に展開している国有企業海外上場のプロセスを考察し、その諸段階をみていただきたい。

二、海外上場のプロセス

国有企業の海外上場は、まず政府の許可が必要である。政府は国有企業の海外上場を促進するため、これまで海外上場を果たした幾つかの企業の経験に基づいて九つの海外上場のプロセスをまとめた。⁽²⁾

まず第一に、海外上場を希望する企業は計画案を申請する。地方所属の国有企業は省・市の人民政府を通じ、中央所属の国有企業は所属各省庁を通じて国家経済体制改革委員会、国家経済貿易委員会、国家計画委員会および国务院証券委員会に海外上場申請書を提出する。申請は次の内容が含まれる。1. 企業の概況、製品および今後の発展計画。2. 企業の資産状況など財務データー。3. 企業の設備投資計画に基づく、海外株式発行による資金調達の規模あるいは国内の株式発行の方法、資金調達の規模、調達した資金の用途および予測を明示する。

4. 海外上場の国名・地区および上場予定日を明記し、資本構成と上場規模を明示する。5. 中国のガット(GATT)加盟後、企業の国際競争力および業績にどのような影響を与えるかについての予測。

証券委員会など四つの省庁は国家の産業政策などを基準に選考し、第一次候補企業リストを作成する。作成した第一次リストは国务院に提出され、国务院が審査して海外上場の候補企業を決定する。現在まで四回、計七六社を発表した。そのうち海外上場を果たした企業数は二五社（香港一二三社、ニューヨーク一二社）、その調達した外資は四九億米ドルに達する。⁽³⁾

第二に、株式会社化の全体計画案を制定する。これは企業組織改革の準備段階にあたり、証券コンサルタントを加えての国内外の関連法規、政策および上場企業の経験の習得が主な活動である。ついで専門機関（組織）を設立し各方面と協調しつつ、株式会社化による効果と、それが中央・地方の財政、持株会社、投資家および会社自身の発展に有利かどうかを分析する。最後に株式会社化の改革案を制定する。国有企業株式の海外市場上場は特殊的なもので、そのためこの立案はきわめて重要で、改革の行方を左右する。

第三に、資産評価の立案と財産の清算。資産と在庫を評価し、会計上の処理意見を提出する。元の管理部門あるいは政府との間で財産権の代表を明確にする。株式会社化の制度改革では資産の評価と財産権代表の確定は将来の利益配分にかかる鋭敏な問題であるだけに非常に重要で手間がかかる。例えば上海石油化工総工場（現在上海石油化工股份有限公司）の場合、資産評価と財産権の確定にあたり、国内外から募集した二〇〇人あまりの公認会計士、弁護士、評議士および引受け業者の専門家集団が石油化工総工場に住み込み、一〇〇日以上かかる資産評価と財産権（所有者）確定の仕事に取り組んだ。資産評価と財産権確定の作業はそれほど複雑かつ困難であった。

第四に、仲介機関を招請する。株式会社化および証券市場への上場は専門的な知識を要求し、それには法律、会計審査、資産評価および引受けルールなど特定の内容を含んでいる。上場を計画する企業は実務経験のある仲介機関の仲介が必要である。具体的には以下の内容である。1. 有資格法律事務所を招請し、海外上場に関する法律文書、重大な企業契約の変更および会社規則、弁護士の法律意見書を制作する。2. 有資格資産評価機関を招請し、国有資産を評価する。3. 有資格登録会計事務所を招請し、直近三営業年度の業績の審査、来年度の業績予測、債権・債務の整理計算、資産の再確認をする。4. 有資格証券発行機関を招請し、株式発行案、発行説明

書、引受シ團の組織、推薦会社の申請を提出する。5. 有資格土地評価機関を招請し、国有土地の使用権を評価する。

第五に、会社再組織の申請報告を提出する。地方所属の企業は省・市の人民政府を通じ、中央所属の企業は所属各省庁を通じて国家経済体制改革委員会に会社再組織の申請報告を提出する。申請報告は以下の内容である。

1. 会社の分離と合併、株式会社の設立、株式会社と元の企業との関係および企業再組織の計画案。2. 資産と負債の区分および債務の処理。3. 業績・利潤予想、税金見込み額。4. 株主構成および株式募集計画案。5. 企業再組織の計画案。

国有企业を再組織し海外上場を果たすことは大事業である。国有企业は旧計画経済の管理モデルから脱出し、国際的な市場経済のルールに乗ることが必要で、それには「現代企業制度」（近代的な企業制度）を確立しなければならない。⁽⁴⁾ さらに国家株の管理、所有権代表の派遣では国家政策に従い、また分離した各企業間の経済関係を明確にすることが必要になる。

第六に、会社設立を申請する。資産評価、財務審査および会社の再組織案などを完成したうえで、地方所属の企業は省・市の人民政府を通じ、中央所属の企業は所属各省庁を通じて国家経済体制改革委員会に株式会社の設立を申請する。国家経済体制改革委員会は国家経済貿易委員会と協議して許可する。申請文書は政府関連部門の許可書、会社の財務諸表、会社規則および法律意見書などを含む。

第七に、会社の設立総会を開き、工商登記を行なう。企業は政府許可を得てはじめて設立総会を開くことができる。設立総会は以下の決議案を通過する。1. 発起人による会社設立の報告。2. 会社規則の採択。3. 法人代表権をもつ取締役の選任。

設立総会後、会社は工商行政管理局に工商登記を行ない、営業許可証を取得して正式に発足する。

第八に、株式発行および上場計画案の申請書を提出する。会社は株式発行案および発行説明書を企画し、国务院証券委員会、中国証券監督管理委員会に申請書を提出する。この段階は主に引受業者の業務で海外投資家の関心を引き出すための国際マーケティング活動に力を入れる。また上場時期はいつがよいか企業は国内の経済状況および海外証券市場の動向を把握する必要がある。

第九に、一般公募の会社に転換する申請書を提出する。新設立の会社は株式発行および上場計画案の申請とともに、関連部門を通じて国家経済体制改革委員会に一般公募会社への転換申請書を提出することができる。申請文書は政府関連部門の許可書、会社の規則および法律意見書などを含む。国家経済体制改革委員会は国家経済貿易委員会と協議して申請を審査し、一般公募会社への転換を許可する。

三、海外上場の諸段階

以上、国有企业海外上場の九つのプロセスについて紹介した。このプロセスにあわせて、国有企业の海外上場は四つの段階に大きく分けることができる。すなわち、第一段階・準備段階（可能性調査、株式制準備室の設立など）。第二段階・企業の再組織段階（仲介機関による計画案の策定、資産評価、財務審査、会社規約の立案など）。第三段階・株式発行と上場段階（引受業者による販売推進活動、株式発行など）。第四段階・上場後の運営段階（配当、增资、流通市場、投資家保護など）。

四、むすびにかえて

今回は年初の香港株式市場の活況、特に中国関連のH株（香港株式市場の中国企業株）とレッド・チップス（中国系香港現地法人銘柄）の好調状況を紹介しながら、香港市場を中心に行開している国有企业海外上場のプロセスを考察し、その諸段階をみてきた。また今回検討できなかつた国有企业海外上場の実態と問題点、個別企業のケース、香港の上場基準およびディスクロージャー制度などについては別の機会に紹介したい。

（王）

注

- (1) 以上の数字は最近の新聞による。
- (2) 大和証券株式会社、株式会社大和総研編著「從國有企業到境外上市公司——理論与實務」中国社会科学出版社、一九九四年、十頁～十六頁、参照。
- (3) 「人民日報」、一九九六年一二月三〇日。
- (4) 「現代企業制度」の改革については拙稿「中國國有企業の現代企業制度改革——福州第一化学工場の事例を中心に」『證券經濟研究』第五号、一九九六年一月を参照されたい。
- (5) 大和証券株式会社、株式会社大和総研編著「從國有企業到境外上市公司——理論与實務」中国社会科学出版社、一九九四年、十六頁～十八頁、参照。

私設取引システム(PTS)と 市場規制について(2)

はじめに

証研レポート一五四〇号（一九九六年一月）で私設取引システム（PTS）について紹介し、規制上の問題を検討した。SECは現在、PTSについて、市場類似施設ではあるものの、自主規制機関としての登録証券取引所が負うべき義務は免除するという方針でのぞんでいる。こうしたSECの規制方針については、さまざまに批判が行われており、全米市場システム（MMS）の中でPTSをどのように位置付けるかという大きな問題を残していることは周知のとおりである。

PTSの発展には、コンピューター・テクノロジーの発達が大きく寄与しているわけであるが、コンピューター・テクノロジーは、①取引フロアーや電話ネットワークなど、伝統的に取引所に必要とされた物理的施設が必要になる、②安価な取引システムを作り上げることができるため、取引システムの提供者の参入が容易になる、③新しい取引ルールをもつ取引システムの構築が可能になる、④取引情報や注文の回送がコンピューターネットワークを通じて行えるようになるので、取引所間ネットワークやクロスボーダーの取引が容易になる、などさまざまな影響を証券市場にもたらしている。PTSは、コンピューター・システムの構築を通じて、取引システムとしてさまざまな特徴あるサービスを提供しており、こうした市場のマイクロストラクチャーが、個別市場／PTS内の証券取引にどのような影響を持つかという点は、PTSが市場構造全体の中でどのように位置づけられるかという点とともに、研究が進められる必要があると思われる。

本稿では、のECONが一九九四年一月にリリースした報告書「Market2000」などを参照しながら、主要なPITSが取引システムとしてどのようなサービスを提供しているかを具体的に見ていけり。

取引参加者の新しユーニーズ

先に述べたように、コンピューター・テクノロジーの発展は、それがなければPITSは生まれてこなかつたと聞かしいほど大きく影響してゐる。しかし、それに加えて、市場参加者が多様化して取引所に対するニーズが多様化した」とも見逃すことはできない。たとえばPITSは、インデックス取引をしている機関投資家の参加が多いとされるが、こゝした取引を行つてゐる機関投資家のファンダ・マネージャーにとって、新規情報の変化に応じた変動価格を提供するNYSEなど主要取引所の連続的な取引は必要ないからである。

このように、市場外の情報の変化に応じた価格変動と、そのなかでより有利な価格による取引、という伝統的な取引所がこれまで提供してきた古典的なニーズ以外の取引ニーズが機関投資家を中心にしてきたことは、取引所取引を考える上で、大きな変化であると聞かしいことがでる。PITS参加者が求めているのは、従来のような迅速でより有利な価格による取引ではかならずしめなく、マーケットインバクトの少ない取引であつたり、匿名性が守られる取引を求めていたりするからである。PITS参加者は、こゝに示したニーズを満たすためには、取引の迅速性や価格面での優位性は多少犠牲になつても止むを得ないと考えらるるに推測できる。

したがつて、以下で見るように、PITSは取引参加者のこゝした新しユーニーズを満たすために、従来の取引所取引とは違つた取引システムを構築してゐる。

現在稼働中のユーニーズの特徴

このECONは取引所類似施設として「Market2000」の取引システムにノーアクションレターを送付してゐるが、そのやうなアーバナ証券取引所は登録免除の取引所として認められたたる、PITSのユーニーズは10の稼働を認可してゐる。(Cantor Fitzgerald G.P., Lattice Network, Cross Com Trading Network, Instinet, Instinet's Market Match, LIMITrader, Franklin Advantage Crossing Network, Exchange Services Inc., Arizona Stock Exchange, NYSEAC, CapitalLink Bond Auction, RMJ Securities/Delta Government Options, ECON Investment Software, POSIT, POSIT's Volume Weighted Average Pricing Session, Adler & Co. Systems, NAPEX, Troster Singer Corp's Inside System, Transaction Services Inc.'s TRAN System, B&K Securities Inc's COPS System) これらのなかには取引システムの稼働を続けてゐるところのやあたる、現在稼働中であるのは10のシステムである。これらの中でも株式の取引を手がけてゐるのはセントラル取引所の取引システムについて、その特徴をのECONの報告書「Market2000」を参照しながら検討して覗だる。

コマニ・ホーリー・アカ・ハートマントセントラル
(Market2000) Hit or take system

〈共通する特徴〉

このタイプに分類されるシステムのうちInstinetとLattice Network, Cantor Fitzgerald

Crosscom Trading Network' Delta Government Optionsがある。

参加者が画面上に指値注文を入力し、市場仲介者を通じて直接取引を行うシステムである。取引参加者は匿名で画面上に指値注文を出し、画面上にすでに出てている他の注文と条件があうか、そうでない場合はいつたん画面に注文が表示されて対応する注文が出てくるのを待つて執行される。執行は、注文の条件が合致すれば自動的に執行されるもの、参加者自身が執行の意思を確認するために執行のためのキーを押す操作や電話確認などの手順を踏まなければならぬものがある。またInstinetのように参加者同士がシステムを通じて取引条件を交渉せらるるものある。

市場参加者は自分のパーソナルコンピューターからモ뎀経由で公衆回線を通じてPTSの画面にアクセスする。InstinetはAmexと地方取引所のフロアにも端末を設置している。

取引参加者は、資産や取引の習熟度に応じて運営者によって選別されるため、たいていブローカー／ディーラー／や機関投資家その他のプロの市場仲介者に限定されている。取引時間は、主要取引所の取引時間中である」とが多いが、ともに終了後にも取引を行う。価格発見機能があるため、activeな投資家のニーズを満たしていく。執行後は、システムの運営者であるブローカー／ディーラーが、取引が成立した価格と数量を双方の参加者とクリアリングブローカーに報告する。運営者は決済業務には直接関与する」とはない。またOTSへの報告のために、上場銘柄とNASDAQ銘柄の取引はNASDに報告される。

いわしたPTSは一般にブローカー／ディーラーによって所有・運営されており、NYSEのメンバーではないが、地方取引所のメンバーであることが多い。

〈その他の特徴〉

Instinetは、以上のほかに次のよつたな特徴を持つている。

一方の参加者の売買条件が、別の参加者の売買の条件と一致すれば執行される通常の取引(Trading Service)のほかに、双方がお互いにシステムを通じて売買条件を交渉する「」(Negotiation Service)。Negotiation Serviceでは、参加者は価格がサイズかのいやれかを入力し、詳細な条件は匿名で交渉する。条件が合へばInstinetを通じて執行される。Off-boardで特別な扱いを求める注文はInstinetのブローカレッジースクの特別タームナルに回送され、オペレーターハスシステムを使わずに扱われる。

機関投資家が、自分の出す取引条件を、他のブローカー／ディーラーに知られたくない場合のため、I-Only(institutional investors only)と呼ばれるシステムが設けられてる。この機能を使うと、取引参加者は自分の注文を見る「」のある参加者の範囲を機関投資家に限定することができる。NYSEで"front running"と呼ばれるような、フロア・トレーダーが大口取引の情報を前もって知る「」で自分の出す注文を利用すると、大変不利になる。I-Onlyを使ってても、参加者の出した注文は、全ての注文に対しても比較がなされるので、付け合わせる上で不利になるところはない。

同じくHit and take systemに分類されるLatticeは自動注文回送と付け合わせのシステムを持つており、注文の執行のしかたに数種類ある。これによれば、Latticeの参加者の注文は、通常通りLatticeのシステム内部で付け合わされるほか、NYSE、Amex、BSEなどLatticeが接続している取引所に注文を回送する「」がやれる。みんなは参加者は、システムLatticeのシステム内と接続先の取引所の気配を比較させ、最良執行可

可能な回送先を自動的に選択せねばならぬ。

またLattice[®]、参加者が注文のサイズがわからないように隠したり、取り引きしたくないブローカー・ディーラーを指定したりすることができる。Instinetのような参加者いわしの交渉はできないが、いつたん出した注文のサイズを変更するにはどうか。

Cantor Fitzgerald[®]、参加者をリザーブ・パートナーシップに限った取引システムである点が、のタイプのはかのブローカーのとは違へ点である。

クロックハング市場と呼ばれてるやうな

(Market2000[®]はMatching Systems[®]など)

〈共通する特徴〉

のタイプのシステムは、主要取引所の価格情報を利用して注文の執行を行うため、"passive pricing system"と呼ばれてる。通常は主要取引所の終値などを利用して、あらかじめ決められた時刻に、それ以前に出された全ての注文に関してマッチングを行う。の時点で成立しなかつた取引は、キャンセルするか主要取引所に回送するかを参加者が選択する。

のシステムを運営しているのが登録ブローカー／ディーラードである。注文の場合は、POSITIVEのほか、POSITIVE Volume Weighted Average Price Session、Instinet's Market Matchがある。

のシステムは取引が連続的に成立していくわけではなく、執行に遅延があるかわりに、手数料が安く、インタクス・トレードを行つ機関投資家などに利用される。のタイプのPTSで最大のものはPOSITIVEである。

〈その他特徴〉

POSITIVE(Portfolio System for Institutional Trading)は登録ブローカー／ディーラードである Investment Technology Group, Inc. (ITG) が運営しているが、参加者は機関投資家とブローカー・ディーラーに限定されてる。東部時間の七時三〇分から六時まで受け付け。付け合せは、一〇時、一時一五分、一時一五分。参加者のオフィスのパソコンから公衆回線／モ뎀経由でPOSITIVEのコンピューターにアクセスするか、電話による注文で受け付ける。注文を受けるとPOSITIVEのコンピューターがシステム内のほかの注文を検索し、取引が成立すると、参加者は即座に執行するか相手と連絡をとつて条件の修正などの交渉を行うかを選択することができる。

執行価格は主要取引所のbest bidとbest askの中値で行われる。付け合せられなかつた残りは、キャンセルするか、継続して次の付け合せに回すか、取引所のほうに回すかのいずれかを参加者が選択できる。

Instinet Crossing Networkは通常の時間内の取引サービスに加えて毎日、取引所立会終了後にセッションを行う。主要取引所の終値で特定株式の注文を受け付けて付け合わせる。参加者はブローカーディーラー、機関投資家、取引所スペシャリスト、オナショーンのマーケットメーカーのほか、信用要求を満たす投資専門家も参加を許されている。

オークション市場型のもの

このタイプのPTSは、注文を一時点で集約し、競売性によって単一価格で一括執行する。価格決定の仕方は“single price”³⁾と呼ばれるものと、“one-sided”⁴⁾と呼ばれるものがあり、前者では、システムに集約された売りと買いについて、総取引量が最大にならようになにコンピューターが価格を決定する取引である。後者は、コンピューターが証券⁵⁾との最も高い価格を数学的に計算し、最も高い価格をつけた売り手と買い手の中値で執行するものである。

このタイプの取引システムのうち最大のものはアリゾナ証券取引所で、前者の価格システムを採用している。参加者は機関投資家とブローカー／ディーラーに限定されており、毎日一度、取引所取引終了後の午後五時にシステムを動かしている。オークションで決定された価格を超える価格の注文は自動的に均衡価格で執行され、ちょうど均衡価格で出された注文は時間優先で執行される。

このタイプの取引システムをとるPTSには、もう一つNAPLEXがあるが、これは“one-sided”的価格決定システムを採用している。

おわりに

以上のように、PTSは、従来の取引所取引では得られないさまざまな新しいサービスを提供しているわけであるが、SECの立場からは、PTSの位置づけに関してさまざま問題を抱えていることは前稿で指摘したどおりである。たとえば、現在PTSで取り引きされている銘柄のうち八七%はNASDAQ銘柄であるとされているが、こうしたNASDAQ銘柄に関してPTS参加者はブローカースプレッドを支払うこともなく、ビット／アクセスプレッドの内側で取り引きを行なうことができる。こうしたPTSのあり方は、既存の取引所から見ると、競争上不当に優位な地位を占めていることになり、全米市場システムのなかでPTSをどのように位置付けていくかという問題は、これからも議論の余地が大きいとおもわれる。

PTSは、コンピューター・テクノロジーを利用した新しい取引システムを採用して従来の取引所取引とは違ったサービスを提供しているが、PTSと既存の取引所との違いは、右で述べたような取引システムの違いにとどまらない。まずPTSは當利を目的とした私設の取引システムであって、所有・運営するのは個別のブローカー／ディーラーである。この点で、取引所がブローカー／ディーラーの会員組織であって取引参加者とシステムの所有者／運営者が一致している点と大きく違う。

また、PTSは、機関投資家など個人投資家に比べて情報量の多い投資家が、直接取引のかたちで取引に参加するという点でも従来の取引所と大きく違う。取引所取引では、取引所会員が市場仲介者として存在し、投資家の勘定において注文を執行するが、PTSでは市場仲介者は存在せず、仲介業務をテクノロジーが代替していることになる。もつとも、PTSのなかには個人投資家の参加を検討しているところもあり、PTSが「洗練された」プロの投資家のためだけの場であるという考えが今後も当たるかどうかはわからない。

このように、PTSの問題を考える上で、取引所との競争条件という点から取引システムの問題が重要であるのと同様に、投資家保護という点から見たPTSの特徴も見過さずとはできないと思われる。