

証
研

レポート



No.1545

1997年4月

□ 金融資産はどこへ行くか

—求められる資産管理・運用能力の強化—

□ 注文の大きさ・手数料自由化・市場間競争

□ 日経平均先物・オプション

—平成9年3月限—

□ 香港株式市場の中国企業株（H株）について(4)

—上海石油化工股份有限公司の事例を中心に—

□ 私設取引システム（PTS）と

市場規制について(3)

—市場間競争の視点から—

財団法人 日本証券経済研究所

金融資産はどこへ行くか

（1）求められる資産管理・運用能力の強化

日本版ビッグバン（金融改革）の目的は、一二〇〇兆円にのぼる個人金融資産の運用の効率化にあると言われている。一二〇〇兆円のうち銀行、郵便局等への預貯金が六割、保険が二割五分、これら併せて元利確定型の金融資産が八割五分を占めており、株式・債券・投資信託のリスク型金融資産が一割五分程度しかない。金融資産のあり方としてなにか決まったものがあるわけではないが、金融機関による融資の不良債権化、財政投融資の不良化が喧伝されていることを勘案すると、元利確定型の金融資産の裏付けとなっているはずの実物資産の相当部分が滅失していることを意味するわけで、元利確定型の金融資産の一部はすでに「擬制資本化」している。そのようなあり方が健全であるはずがない。

しかもこのようないくつかの問題は、なにも個人金融資産だけに限られるものではなく、一二〇〇兆円の年金資産についても当てはまるわけである。従つて、金融に関する問題は、後ろ向きの処理としては既に生じた損失をどのように負担するか、ということであるし、前向きの問題としては、年金資産を含め、国民の金融資産の効率的な運用体制をいかに構築するか、という点になければならない。そして今、巷間で話題となっている日本版ビッグバンは、国民の金融資産の効率的な運用体制をいかに構築するか、という後段の問題にたいする回答でなければならない。

日本版ビッグバンの中身は、①手数料自由化や場外取引システムの自由化など証券取引システムの改革、②銀

行・証券・保険業への参入促進、③外為法改正⁽¹⁾に大別できる。通常、アメリカのメルテドやイギリスのビッグバンとは証券取引所改革をさしているが、日本の場合にはこれプラス銀行、証券、保険分野の参入や取扱商品・業務の自由化、そして内外資金取引の自由化が加わっている。好意的にみると、日本版ビッグバンの効果としては、①低廉かつ効率的な証券取引システムを利用しつつ、②多種多様な仲介業者が③グローバルなスケールで資産運用・管理サービスの質やメニューの豊富さを競い合い、そのような状況の下で国民資産の効率的な運用を図るという点にあるのだと考えられる。そして、外為法改正は早々と決まり（九八年四月施行予定）、これに続いて取引システムの改革や業務分野参入規制の見直し、取扱商品・業務の自由化が検討の対象とされている。

外為法改正の内容

今回の外為法改正は資産取引についての内外の障壁を取り払うが、そのもつ効果は様々である。試みに資産取引を取引対象、取引の場、仲介業者の属性に分けてみると、外為法改正の効果としては、①金融資産が海外の証券や実物資産として流出しやすくなる効果、②それが取引される際のコストを低減させる効果、③金融資産が円資産としてとどまるが、その取引を海外で行おうとさせる効果、④資産運用・管理のサービスを海外の仲介業者にシフトさせる効果等が考えられる。これらの諸効果は、どのような影響をもたらすであろうか。以下では日本版ビッグバンのフロントランナーとされる外為法改正の影響について簡単にまとめてみた。

外為法改正の第一は、事前の許可・届け出制の廃止（事後報告制の導入）である。現行の法制のもとでは、ユーバー（預金者・投資家）が為銀を経ないで外貨を売買したり、また指定証券会社を経ないで外貨証券を売買すると当局への事前の許可・届け出が必要とされる。また海外に預金口座を開くにも事前の許可・届け出が必要であ

る。この事前の許可・届け出制は実際上は面倒なので、たいていのユーリーは外貨の売買や、外貨証券の売買を為銀や指定証券会社経由で行っている。

ところで、この事前の許可・届け出制は原則としてそののであって、いくつかの例外がある。第一に現地への海外預金口座については、残高が二億円以内の外貨預金であれば現行でも事前の許可・届け出が不要である。ただし、円預金については一円でも事前の許可・届け出が必要であり、たとえ申請しても許可是下りないとされる。第二に国内指定証券会社を経由せず現地の証券会社に直接発注する場合についても例外がある。株式以外（債券、CP等）については一件一億円までは現行でも事前の許可・届け出が不要である。ただし、株式については事前の許可・届け出が必要である。

外為法改正後は、海外に円預金口座を持つのが自由になるし、外貨預金の金額制限もなくなる。また直接に海外の証券会社へ株式売買を発注する事が自由になるし、外債売買に関する金額制限がなくなる。事前の許可・届け出が不要になるが、これに代わって事後報告制が導入される。

外為法改正の第一は、為銀制度の廃止、外為業務の自由化である。現行では外為業務の担い手は為銀（外国為替公認銀行）に限定されている。しかし、これも原則的にそうなのであって、証券サイドについてみれば、指定証券会社に関しては証券取引にかかる外為業務（いわゆる証券外為）はある程度認められているし、昨年の規制緩和によってその範囲はさらに拡大されている⁽²⁾。そして、これら証券外為は持高限度の範囲内に止めるべきとされ、その範囲内においては個々的に為銀との間で当日中にカバーをとる必要がないものとされている。

今回の外為法改正後、指定証券会社制度は廃止され、外為業務は自由に行えるようになる。すべての証券会社について、証券外為のみならず外為業務一般が行えるようになるわけである。また外為の持高規制についても廃止されることになった。

外為法改正の影響

今回の外為法改正の内容は以上の通りであるが、その効果や影響はどうか。今回の改正で、資金の対外的交流がしやすくなることはいうまでもない。そして、史上未曾有の低金利、株式市況の不振、金融機関への信認の低下ということを勘案すると、資金が国内へ流入するよりもむしろ国内の金融資産が海外へ流出する方が多くなると予想される。一昨年来ブームとなっている外債・外貨預金へのニーズには根強いものがあり、この傾向は当分続くであろう。このことは、今後さらに金融機関の不良債権の処理と並んで規制緩和を一層促進させる効果を持つであろう。

【取引コスト削減効果】

さらに、外為法改正によって、海外の金融機関・証券業者との直接取引の道が開けてきたことにより、第二に、外為手数料をはじめとする種々の手数料が比較され平準化していく効果があげられよう。ユーリーにとつて日本での外為取引は上下の口銭が厚く、手数料も高く総じてコストが割高であると言われてきた。外為業務、両替業務の自由化により外為スプレッドは縮小するであろうし、外為手数料も低下していくであろう。証券取引にかかる外為取引については、証券会社にもある程度認められており、証券会社にとつても為替売買益のマージンは低下するであろう。また外貨証券の取引を海外に取次ぐ際の手数料、口座管理手数料についても引き下げあるいは平準化作用がおきるであろう。

【証券取引システム改革の促進効果】

第三は、取引そのものが海外にシフトしていく効果である。金額制限があつたことを別にすると外貨預金の海外での口座開設・預入や外債の海外への直接発注については従来からも事前の許可・届出制の適用が除外された。したがつてユーユーザー・レベルでの効果としては、海外金融機関への円預金、株式の海外直接発注の解禁がいつもインパクトが高いと考えられる。すなわち海外に円預金口座を設けて日本株を海外で売買することが外為法の上からは可能になる。そこで、日本株の取引が海外に流出すれば日本の証券取引システムの改革（手数料自由化や有価証券取引税の撤廃、市場集中業務の撤廃による市場間競争の促進等）の促進材料になるとみられるのである。海外では手数料は自由化、有価証券取引税も無く、ロンドンのSEAQインターナショナルやアメリカのInstinetでは日本株も売買されているからである。

ところで、海外における日本株取引がどのような形で行われ、それが国内の証券取引システムにどのように影響しているのか。実は、これについては好例がある。年金福祉事業団は公的年金の一部を財政投融資から借り受けた株式等に自主運用しているが、そのうち投資顧問への一任運用は、海外に設立した投資組合（リミテッドパートナーシップ、LPS）からの発注という形を取っているのである。⁽³⁾また、LPS方式で海外から発注する場合には海外での受け渡しとなるため、年福はルクセンブルク東京三菱銀行やステートストリート信託銀行をカストディアンとして利用する。

さて、LPS方式による発注先は主としてロンドン所在の日系または外資系証券会社となるが、現地で業者が自己勘定で仕切つたとしても現時点では現地の流動性は低くポジションを解消できる可能性は小さいので東証でポジションをクリアするケースが多いと言われている。そこで海外の業者は東証会員業者に発注することになり、トも必要である。

やはり手数料（有価証券取引税（売りの場合））は払わねばならない。取引コスト節約効果はあるにはあるが、限られるし、カストディアンに指示して国際的な証券決済機関であるセデルやユートロクリアを経由した決済のコストも必要である。

しかしながら、日系業者の場合には東証への回送率は九割以上であるが、外資系の場合には六割にとどまつているとの推計がある。外資系の場合には、現物、デリバティブ、貸株を使つた入り組んだ裁定取引が得意な業者が多く、こうした裁定取引に支えられて現物株に対しても流動性を提供できる能力が高いことがこのような数字の違いに現れているようである。外為法改正により発注ベースで日本株が海外に流出し、これに引きずられて執行ベースでも流出していくようだと、証券取引システムの改革は促進されることになろう。

【資産管理・運用サービスの競争促進効果】

第四の影響としては、資産の管理・運用サービスをめぐる業者間の競争の激化である。現在は「外証法」（外国証券業者に関する法律）により、海外証券業者は日本国内で免許を持たなければ営業行為は出来ない。しかし、投資家自ら海外に口座を設ければ、当該現地において営業活動のターゲットにされる。資産家の資金が海外の業者、例えばプライベートバンクに移ることも容易に考えられる。他方、インターネットで海外のデイスカウントブローカーにアクセスできる状況にあり、これに加え電子マネーが利用できるようになると、証券の決済・保管の問題は残るが、零細個人でも海外業者へ直接発注の可能性がでてくる。いずれにせよ、外貨証券の営業・一任運用については「外証法」の免許制の効果は弱まる。

他方、日本国内の顧客開拓のため、在日拠点を持たなかつた海外業者の日本進出や在日拠点の機能強化の動きも予想される。これは日本版ビッグバンの期待した国際性の向上に資する効果であるが、いずれにせよ内外の証

券業者、投資顧問業者の競争激化は避けられない。

現在、業者レベルで起きていることは、投信と投資顧問業者の合併、海外の投信運用業者の進出、国内業者と海外運用業者との提携である。昨年来、顕著になつてきたケースとしては、国内のリテール業者が海外の投資銀行や運用業者と提携するという構図である。一昨年来、円建て外債の個人消化が急増した⁽⁵⁾が、その多くは払い込み・利金は円建て、償還は外貨の一重通貨である。その際、販売は国内中堅・中小証券、主幹事は海外投資銀行という組み合わせが多かつた。

また最近では、国内の証券会社が顧客資金をヘッジファンドに紹介して運用をまかせるという動きもある。昨年、米国では全国証券市場改革法案が成立し（九七年四月施行）、ヘッジファンドの投資家数の制限が緩和された。従来、ヘッジファンドは私募投信の扱いであり、投資家数が一〇〇人を越えると四〇年投資会社法の規定でSECに登録する業務が生じるし、そうなれば運用規制に縛られるので投資家数は九九人に抑えられていたのである。ところが今回の改正で、条件に適合した投資家であれば一〇〇人を越えてもよくなつた。そこで、ヘッジファンドは日本の富裕層にねらいを当たたセールスを開拓しているのである。他方、日本の証券会社としては外為法の改正により、海外証券の運用・管理サービスを高める必要がでてきていたが、手取り早くヘッジファンドの力を借りようとするところもでてきているのである。

業者レベルでは資産運用・管理サービスを巡る競争が激化するだけではなく、そのアウトソーシング（提携などによる外部資源の利用）も活発になるであろう。それはまた、受注ベースで顧客に適合した運用業者の選別、斡旋のサービスにたいするあらたな需要が生じるわけであり、そこに日本の業者としてはビジネスチャンス求めることができるのである。それは貯蓄過剰の国の強みでもある。

（二上）

（1）外為法改正の影響として、別の機会（拙稿「証券会社は一気に国際競争にさらされる」「エコノミスト」誌九七年三月一八日号）に論じたことがあるが、これには不正確な記述があつた。小稿は、その補正の意味もある。

（2）昨年の規制緩和では、指定証券会社について、顧客との間で預かり証券に対するヘッジのための先物為替予約の締結ならびに買い注文にかかる先物為替予約の締結が新たに認められた。また顧客との間で証券取引に関する通貨オプション取引を行うこと、ならびに外貨証券の購入に限らず通貨スワップ取引を行うことも認められた（ただしヘッジならびに買い注文に掛かる部分に限る）。さらに引受主幹事を行つ際には従来から認められており、昨年には本邦公的機関の発行する外債の引受主幹事を行つ際には従来から認められており、昨年には本邦公的機関の発行する外債、円建外債（サムライ債）についても発行代わり金、利金、償還金等を円で確定するための通貨スワップの提供が認められることがになった。（大蔵省「対外決済に掛かる規制緩和及びいわゆる証券外為の拡大について」九六年三月二一日。）

（3）なぜそのようなことになるかと言えば、年金福祉事業團法によれば、年福は直接に投資一任運用契約を結べないからである。そこで、まず国内の信託銀行に開設した指定単独金銭信託勘定に資金を預託し、その資金を税制上の理由により海外タックスヘブン（たとえばケイマン）に設立した投資組合に移転し、その投資組合が投資顧問業者と一任契約を結ぶことでその資金を運用するという複雑な手続きをとらざるを得なかつたのである。

（4）親子関係（例えば四社現地法人が親会社に投注）の場合には、適用料率は五〇%なので、投資家への手数料率も半額まで割り引く余裕はある。

（5）ちなみに、九六年中の発行額は三九、一三七億円で前年の二・五倍に膨らんでおり、その個人消化額は二五、四九一億円（六五%）である。

注文の大きさ・手数料自由化・市場間競争

米国では機関投資家の成長が市場の分裂をもたらし、それが固定手数料制の撤廃と「全米市場システム」の導入につながったことはよく知られている。大口注文を出す機関投資家にとって固定手数料は割高とみなされ、それを回避するためNYSEから地方取引所や第三市場（上場銘柄の店頭取引）へと注文が流出し、価格形成の分裂と価格情報の分断が発生したのである。それへの対応策が、手数料の自由化であり、価格情報の統合を目的とした「全米市場システム」であった。

しかしながら、現在の市場間競争を見てみると、そうした六〇年代から七〇年代にかけての状況から大きく様変わりしていることがわかる。なによりも、NYSEから流出している取引の中心が、大口ではなく小口の注文になってしまっている。地方取引所や第三市場で取引されるNYSE銘柄の一件あたり平均株数は、NYSEよりもはるかに小さいのである。したがって、現在の市場間競争を理解するためには、機関投資家の成長による注文の大口化というだけでは不十分と言わざるをえない。では、現在の取引流出の原因は何なのか、そして、小口注文を中心とした現在の市場間競争を踏まえて改めて六〇年代の市場の分裂を見るとどうなるのか、以下、簡単に整理してみたい。

現在の市場の分裂・小口取引の分散化

表1は、NYSE上場銘柄の各市場での取引について、取引一件あたりの平均株数を示したものである。一九

表1 総合テープで公表されたNYSE上場株式取引の取引1件あたりの平均株数
(株)

	NYSE	PSE	CHX	PHLX	BSE	CSE	NASD	INST
1976年	556	390	641	507	490	356	1.048	3.699
1977	631	368	813	534	539	315	1.317	2.814
1978	714	362	891	463	654	372	1.924	3.417
1979	685	447	894	481	701	536	2.509	2.755
1980	868	472	1.053	400	600	492	2.374	4.862
1981	1.013	496	1.088	393	574	381	2.337	5.144
1982	1.305	501	1.155	489	651	442	2.104	5.329
1983	1.434	483	1.240	554	757	545	2.609	5.010
1984	1.781	577	1.366	664	869	890	3.311	3.324
1985	1.878	619	1.425	684	983	846	2.842	4.297
1986	1.881	559	1.195	735	1.019	2.156	2.074	6.055
1987	2.112	585	1.153	723	1.004	2.890	1.668	7.635
1988	2.303	660	1.112	807	1.048	2.993	1.464	8.763
1989	2.124	646	937	943	866	1.826	1.123	8.665
1990	2.085	622	837	1.045	747	1.726	941	7.969
1991	1.674	556	769	768	685	1.289	837	6.816
1992	1.686	532	718	671	632	746	836	5.576
1993	1.444	547	825	650	636	613	951	4.103
1994	1.498	535	829	718	676	631	1.001	—
1995	1.492	527	854	778	668	559	940	—

略号 NYSE：ニューヨーク証券取引所、PSE：パシフィック証券取引所、
CHX：シカゴ証券取引所（1993年7月8日以前はミッドウエスト証券取引所）、
PHLX：フィラデルフィア証券取引所、BSE：ボストン証券取引所、
CSE：シンシナティ証券取引所、NASD：米国証券業協会、
INST：インスティネット（93年3月1日以降のINSTの取引は、NASDに含む）

（出所）NYSE. Fact Book より作成。

表2 総合テープで公表されたNYSE上場株式取引の市場別シェア

[上段：取引件数シェア]
[下段：取引株数シェア] (%)

	NYSE	PSE	CHX	PHLX	BSE	CSE	NASD	INST	合計
1976年	85.99 (85.34)	4.86 (3.39)	3.56 (4.08)	1.50 (1.36)	0.85 (0.74)	0.77 (0.49)	2.39 (4.48)	0.01 (0.09)	100.00 (100.00)
1977	85.16 (85.71)	5.65 (3.28)	3.39 (4.34)	1.55 (1.30)	0.77 (0.65)	1.61 (0.80)	1.83 (3.81)	0.02 (0.09)	100.00 (100.00)
1978	87.02 (88.43)	5.61 (2.90)	3.16 (4.01)	2.20 (1.45)	0.65 (0.61)	0.47 (0.25)	0.83 (2.27)	0.02 (0.08)	100.00 (100.00)
1979	86.58 (88.13)	5.51 (3.21)	3.33 (3.89)	2.77 (1.73)	0.65 (0.59)	0.53 (0.37)	0.60 (1.95)	0.03 (0.12)	100.00 (100.00)
1980	85.37 (87.76)	5.34 (2.98)	3.58 (4.47)	3.47 (1.64)	0.77 (0.55)	0.71 (0.41)	0.74 (2.07)	0.02 (0.11)	100.00 (100.00)
1981	82.42 (86.66)	6.41 (3.30)	4.54 (5.12)	3.85 (1.57)	0.91 (0.54)	0.87 (0.35)	0.96 (2.33)	0.02 (0.13)	100.00 (100.00)
1982	78.61 (85.70)	8.27 (3.46)	5.89 (5.68)	3.92 (1.60)	1.00 (0.54)	0.84 (0.31)	1.44 (2.53)	0.04 (0.17)	100.00 (100.00)
1983	77.68 (85.12)	8.58 (3.16)	6.18 (6.45)	3.88 (1.64)	1.25 (0.72)	0.49 (0.20)	1.28 (2.56)	0.04 (0.14)	100.00 (100.00)
1984	75.40 (84.03)	8.93 (3.23)	7.95 (6.79)	4.10 (1.70)	1.78 (0.97)	0.34 (0.19)	1.41 (2.88)	0.09 (0.18)	100.00 (100.00)
1985	74.24 (83.39)	9.51 (3.52)	8.16 (6.95)	3.82 (1.56)	2.17 (1.28)	0.32 (0.16)	1.70 (2.88)	0.10 (0.25)	100.00 (100.00)
1986	72.68 (84.00)	10.57 (3.63)	8.52 (6.26)	3.65 (1.65)	2.25 (1.41)	0.29 (0.39)	2.00 (2.55)	0.03 (0.12)	100.00 (100.00)
1987	73.60 (86.17)	9.31 (3.02)	8.94 (5.71)	3.50 (1.40)	2.32 (1.29)	0.26 (0.42)	2.05 (1.90)	0.02 (0.09)	100.00 (100.00)
1988	72.99 (86.20)	8.44 (2.81)	9.74 (5.56)	3.22 (1.33)	2.33 (1.25)	0.35 (0.53)	2.91 (2.18)	0.03 (0.14)	100.00 (100.00)
1989	69.23 (84.13)	8.35 (3.09)	10.43 (5.59)	3.39 (1.83)	3.16 (1.57)	0.44 (0.46)	4.98 (3.20)	0.03 (0.14)	100.00 (100.00)
1990	66.17 (82.85)	8.14 (3.04)	9.71 (4.88)	3.02 (1.90)	3.77 (1.69)	0.63 (0.65)	8.53 (4.82)	0.03 (0.16)	100.00 (100.00)
1991	67.33 (82.26)	8.13 (3.29)	8.03 (4.51)	2.84 (1.59)	3.37 (1.69)	0.74 (0.70)	9.53 (5.82)	0.03 (0.14)	100.00 (100.00)
1992	65.17 (81.71)	7.55 (2.98)	8.34 (4.45)	3.31 (1.65)	3.17 (1.49)	1.85 (1.03)	10.57 (6.57)	0.03 (0.12)	100.00 (100.00)
1993	70.49 (81.94)	5.77 (2.54)	6.14 (4.08)	2.81 (1.47)	2.56 (1.31)	2.59 (1.28)	9.63 (7.38)	0.00 (0.01)	100.00 (100.00)
1994	71.68 (82.79)	5.18 (2.14)	5.68 (3.63)	2.47 (1.37)	2.39 (1.25)	3.16 (1.54)	9.44 (7.28)	0.00 (0.00)	100.00 (100.00)
1995	70.22 (82.10)	5.32 (2.21)	5.13 (3.43)	2.14 (1.30)	2.51 (1.31)	3.91 (1.71)	10.77 (7.94)	0.00 (0.00)	100.00 (100.00)

略号については表1に同じ。
(出所) NYSE, Fact Book.

九五年の数字を見ると、NYSEが一四九二株なのにに対して、地方取引所は五〇〇株から八〇〇株程度とNYSEの半分ないし三分の一の大きさであること、NASD(第三市場)での取引の直近値は、統計上九二年のものとなるが、やはり約八〇〇株とかなり小さいこと、その一方で、インステイネットは、同じく九二年で約五六〇〇株とNYSEの約四倍の大きさの注文を扱っていることがわかる。つまり、NYSE銘柄の取引の内、大口注文についてはインステイネットに、小口注文は地方取引所や店頭市場に流れしており、NYSE自身が扱っているのは、主として中程度の大きさの注文となつているのである。

市場別の取引シェアを取引件数のシェアと取引株数(取引高)の二つに分けてみると(表2)、当然、小口注文の多い市場は件数シェアが相対的に大きく、大口注文の多い市場は株数シェアのほうが大きく現れることになる。すると、現在の傾向を反映して、一九九五年を見ると、NYSEは取引高では八二・一〇%のシェアとなつていてもかかわらず、取引件数は七〇・二二%と、一〇ポイント以上低くなつてしまつ。逆に、地方取引所や第三市場では、取引高のシェアに対して取引件数が大きく、インステイネットでは、当然、取引件数に対して取引高が大きい。つまり、インステイネットを除いて考えると、NYSEからの注文の流出を機関化を背景とした注文ロットの大口化によつて理解することは現状にそぐわなくなつてゐるのである。⁽¹⁾

手数料自由化のインパクト

では、NYSEから流出する注文が、大口から小口へと変化したのはいつで、その理由は何だつたのだろうか。七〇年代初めまでのNYSE上場銘柄の場外取引の推移(表3)を見ると、六〇年代後半には地方取引所も第三市場もシェアを伸ばし、七一年にはそれぞれ株数で一四・七%と七・〇%、合計で二一・七%に達していた

(%)

表3 NYSE上場銘柄の取引所外取引の比重

	地方証券取引所		第三市場		合計	
	株数	取引額	株数	取引額	株数	取引額
1945年	6.2	7.4	6.2	7.4
1965	10.1	12.1	2.7	3.4	12.8	15.5
1966	11.1	13.3	2.6	2.9	13.7	16.2
1967	10.8	13.0	2.9	3.3	13.7	16.3
1968	11.7	14.0	3.6	4.2	15.3	18.2
1969	12.1	14.5	4.9	5.5	17.0	20.0
1970	14.2	17.0	6.5	7.8	20.7	24.8
1971	14.7	17.7	7.0	9.3	21.7	27.0

(出所) 佐賀卓雄『アメリカの証券業一変貌過程と規制緩和』東洋経済新報社、1991年、56頁。

れるまでになつたのである。

そして、手数料の自由化が大口注文の流出への歯止めたりえたのは、そもそも、市場の分裂の最大の原因が固定手数料制にあつたからである。市場の分裂に大きな役割を果たした、NYSE非会員会社、地方取引所、機関投資家の三者にとって固定手数料制はどのような意味があったのか見てみよう。

まず非会員証券会社は、文字通りNYSEの会員でないのであるから、そもそも取引所とは何の権利・義務関

係もない。つまり、取引所が会員に課していた上場証券の取引所集中義務も固定委託手数料徴収義務も守る必要がない。そのため、非会員は、上場銘柄を店頭で仕切り売買することができ、かつ、交渉手数料で注文を扱うことができたのである。

また、地方証券取引所は、SECによって認められた非上場取引特権(UTP)によってNYSE銘柄を扱うことによって、機関投資家の注文を集めることができ、かつ、自らの会員会社に実質的な委託手数料割引を認める」とによって、機関投資家の注文を集めることに成功したのである。

機関投資家の側でも、第三市場や地方取引所に注文を出すことの最大のメリットは、やはり手数料を節約することにあつた。NYSEの委託手数料には一九六八年一二月まで大口取引に対する割引が存在しなかつたため、機関投資家はNYSE以外での執行を求めていたのである。

このように、委託手数料の固定制が市場の分裂の主たる原因だったのであるから⁽²⁾、その廃止が大口注文の流出を止めることになつたのは当然である。しかし、それすべての注文の流出が止まつたわけではないのである。

小口注文の流出とその理由

では、メーデー以降の小口注文の流出はどうにして始まったのか、その推移を各市場ごとにもう一度確認してみよう。

七六年以降の注文件数のシェア(表2の上段部分)の変化を見ると、各市場に共通の傾向と、同時に、微妙なばらつきがあることがわかる。まず、パシフィックとフィラデルフィアは、七六年から注文件数の上昇がすでに始まつており、それが八〇年代半ばまで続いているが、その後、現在まで再び減少している。シカゴとボストン

は、七〇年代末までシェアは低下し、その後上昇、八〇年代末からやはり減少している。これら四つの取引所は、シェア拡大が始まる時期こそ前後しているものの、八〇年ごろまではシェア上昇過程に入り、そして八〇年代後半に下降に転じる点でよく似ている。ところが、シンシナティの場合は、七〇年代の後半から九〇年ごろまで取引件数のシェアは低迷したまま、九〇年代に入つてから増大している。また、取引一件あたりの株数も八〇年代後半に一時的にNYSEよりも大きくなる（表1）など、他の市場とは異なった変化を示している。また、こうした地方取引所に対して、NASD（第三市場）は、取引件数・取引高とも八七年ごろまで低迷し、その後急速に上昇するという対照的な変化を示している。こうした変化の原因は、何だろうか。まず、第三市場が、八〇年代末を境に復活を遂げたのは、八八年にバーナード・メイドフ社が、高度の自動執行システムを導入したためであると思われる。すでに述べたように、第三市場は従来大口注文の受注で業績をあげてきたため、手数料の自由化によって壊滅的な打撃を受けざるえなかつた。第三市場最大手のウイーデン社は経営危機に陥つて七九年に他企業に買収されるに至つて⁽³⁾いる。そうした低迷する第三市場に登場したのが、一件五〇〇〇株以下の小口注文を対象とした自動執行システムとオーダー・フロー・ペイメントを駆使するメイドフ社だつたのである。同社は、ハイテクノロジーを駆使し、事前に契約したブローカーから小口注文を自動回送によつて受けるとともに、そのブローカーに一株あたり一セントのリベートを支払うことで、小口注文を集めることに成功したのである。その自動執行システムでは注文は数秒程度で約定・報告されるという。

つまり、同じく第三市場といつても、メイドフ社の登場以前と以後とでは、その性格がまるで異なると言えるであろう。機関投資家を顧客としたかつての第三市場マーケットマイカーは、NYSE会員会社に対しては固定手数料に縛られないという優位をもち、また、NYSEスペシャリストに対しては、直接投資家と交渉すること

で投資家の注文動向をより正確に把握できるという優位をもつていた。しかし、手数料の自由化によつて前者のメリットがなくなると、機関投資家向け第三市場は消滅し、後者のビジネスも、大手ブローカーのアップステアーズ取引によつて担われるようになつたのである。そして、新たな第三市場は、個人投資家を主たる顧客とするリテールブローカーからの執行注文を集める市場へと様変わりした。そこでは、複雑な執行スキルが要求されることではなく、公表されている最良気配のままで、ただ安く、早く、自動的な執行がなされるのである。こうした第三市場の変化は、表1にも現れている。八六年までは、NASDの取扱い注文は常にNYSEよりも大きかつたのであるが、それ以降は逆に常にNYSEよりも小さくなつてゐるのである。小口注文を主たる対象とするようになつたためである。

そして、地方取引所についても、実は同じことが言えるのではないかと思われる。つまり、各取引所とも小口注文を主たるターゲットに自動化を推進することでシェア拡大を図つたのであるが、ただ、自動化実施の時期が少しずつ異なるため、シェア拡大が始まると時期に多少のズレが生じたのではないだろうか。

例えばパシフィックは、六九年にはCOMEX（後のSOREX）を導入し、一〇九九株までの注文に対しても最良気配での自動執行を保証している。また、フィラデルフィアは、七六年にPACEを稼働させ五九九株までの注文に自動執行サービスを提供するようになつた。こうした逸早い小口注文自動執行システムの導入が、先に述べたようにこの二つの取引所だけが七六年からシェアを拡大させることができた一因になつてゐるのではないかと思われる。それに対して、シカゴがMAXを導入したのは八一年、ボストンがGESを導入したのは八〇年と若干遅れており、そのため、七〇年代後半も一定期間、取引件数、取引高両方においてシェアの低下に甘んじなければならなかつたのである。しかしながら、こうした地方取引所の自動化への努力は、より高い技術力を

もつメイドフ社の参入によって大きな打撃を受けることになる。それが、八〇年代後半からの各取引所のシェア減少となつて現れたのである。その中で、ボストンだけが九〇年まで成長を続けられたのは、同所が八八年に新たな自動執行システムBEACONを稼働させたことによると思われる⁽⁵⁾。

そして、地方取引所のスペシャリストも、小口注文を回送するブローカーにPOFを支払つていると言わわれている。執行コストは、「軽減」されたのではなく、「マイナス化」したのであり、そうした注文の「買い取り」を武器に、第三市場や地方取引所はNYSE銘柄の注文を獲得しているのである。

このような、手数料自由化以降の市場の分裂が、「全米市場システム」が推進した市場間競争によつて促進されたものであることは間違いない。しかし、その競争のありようが「全米市場システム」の意図したものと異なつてゐることも否定できない。と言うのも、「全米市場システム」は、各執行市場がよりよい気配で競争することを目的の一つにしていたはずだからである。自動化が推進されたにもかかわらず、それによるコスト削減部分は、より薄い売買スプレッドの提示という形ではなく、POFというリベート支払いのために用いられているのである。当初の意図からすれば歪んだ競争と言わざるをえないであろう。では、なぜこのようになつてゐるのか、そして、こうした現状を踏まえると六〇年代からの市場間競争はどのように整理できるのだろうか。

ブローカー市場競争と執行市場競争

六〇年代の大口取引の分散化も現在の小口注文の分散化も、同じく市場間競争の結果であるとはいゝ、見てきたようにその競争の実態は大きく異なる。ここで、両者を統一的に理解するために、単純化して、委託注文の受注・執行プロセスを、投資家とブローカー間のブローカー市場と、ブローカーと取引所（マーケットメイカー）

間の執行市場の二つに分けて考えてみよう。ブローカー市場ではブローカーが顧客である投資家の注文獲得をめぐつて競争しており、執行市場では執行業者が顧客であるブローカーからの注文回送の獲得をめぐつて競争しているというわけである。

すると、六〇年代に中心的な問題となつたのは、実は、執行市場における競争ではなく、ブローカー市場における競争だったことがわかる。なぜなら、六〇年代の競争の中心は、機関投資家という顧客をめぐるブローカー証券会社どうしの競争だったからである。ところが、ブローカー市場における競争手段である、ブローカーの提供サービスとその価格は、ブローカーではなく取引所が決めることになつていて、それが市場集中義務と固定手数料制である。その結果、ブローカー間の競争において、NYSE会員会社は非会員会社や地方取引所会員会社に対して不利な立場に立たざるをえなかつた。厳密に言えば、機関投資家が避けようとしたのは、NYSEでの執行ではなく、NYSEが決定権を握つていたNYSE会員会社の委託手数料であつたはずである。しかしながら、取引所は、執行市場の開設者であると同時に会員ブローカーに対する自主規制機関であるため、こうした事態が生じたのである。このように考えれば、六〇年代の市場の分裂は、本来的には、ブローカー市場間の競争であつたにもかかわらず、会員会社のブローカレッジサービスの内容と価格が取引所によつて規定されていたため、それが執行市場の分裂として、あたかも執行市場間の競争の結果であるかのように現れたものと言えよう。しかし、主として執行そのもののスキルやコストをめぐつて競争がなされたわけではないのであるから、六〇年代の市場の分裂は、本質的には執行市場間競争ではなかつたと考えるべきではないだろうか。

ところが、委託手数料が自由化され、ブローカーの投資家へのサービスの対価をブローカー自身が決定することができるようになつたため、それ以降、ブローカー間競争が執行市場間競争として現れることは基本的にはな

くなつたと言える。手数料の自由化措置によつて、広義の執行市場間競争からブローカー間競争に由来する部分が取り除かれ、本来の執行市場間競争の部分、すなわち、ブローカーからの注文獲得をめぐる、執行市場どうしの執行サービスと執行コストでの競争が残つたのである。それが、七五年以降の「全米市場システム」下の市場間競争である。

では、よりよい執行サービスとは何か。その中心がよりよい気配の提示であることは間違いないであろう。にもかかわらず、気配での競争は十分には機能しておらず、リベートによる注文集めが横行しているのである。

こうした歪んだ競争が生じている一つの原因は、オーパーショーンシステムそのものにあらう。オーパーショーンシステムにおいては、より多くの注文を集めることができがよりよい価格形成をもたらし、よりよい価格は当然により多くの注文を集めるのであって、つまり規模の経済が働くからである。そこで単純に価格競争をおこなつたとしても、勝者と敗者を固定化するだけのことであろう。今世紀の初めには一〇〇以上あつた地方取引所が現在五つしかないのは、その明白な証拠である。つまり、オーパーショーン型の取引手法のもとで執行市場間競争が促進されれば、主要取引所以外の市場は、必然的に、気配以外の競争方法を模索せざるを得ないのである。

そして、そうした気配以外での競争が可能になつたのは、ブローカーに課された（つまり執行業者がブローカーに提供しなければならない）最良執行義務の内容が、公表されている最良気配あるいはそれ以上での執行と緩く規定されており、かつ、NYSEで形成される気配のスプレッドが比較的大きいためである。そのため、第三市場や地方取引所のマーケットメイカーは、NYSEで形成された気配でそのまま執行することが認められ（これによつて自動執行システムの導入が容易になり）、しかもそれによつてスプレッド分の利益を確保し、その利益を原資にPOFを支払うこと、つまり、競争的気配の提示以外の競争が可能となるのである。

では、なぜ、NYSEスペシャリストの提示する気配のスプレッドは比較的大きいのであらうか。その理由の一つは、NYSEの呼値の単位が株価一ドル以上の株式については八分の一ドル（一一・五セント）に設定されていることである。そのため、売り値と買い値の差、つまり公表気配でそのまま執行する業者の利益は、一株あたり必ず八分の一ドル以上はあることになる。だからこそ、一株あたり一一二セントのPOFを支払つても利益が残るのである。

もう一つの、より大きい理由は、NYSEのスペシャリストには、投資家に価格向上的機会を与えるとの名目で気配の提示に一定の裁量性が認められてきたことである。市場実勢を反映していないと判断できれば、スプレッドの内側の少額の指値注文などを表示しなくてよいのである。⁽⁶⁾

つまり、気配以外での競争をおこなうことが可能だつたのは、公表されている気配に余裕があり、執行市場には別の競争手段を用意するだけの超過利潤が存在したからだと言えよう。ブローカー市場は委託手数料の自由化で価格競争が可能となつていてもかかわらず、執行市場では、その価格である売買スプレッドが事实上自由化されていなかつたため価格競争が十分に展開できず、それが歪んだ競争をもたらしていいたのである。⁽⁷⁾

しかしながら、呼値の単位については縮小への動きが始まつており、また、今年一月より、公表気配の内側での指値注文についても公表の義務が課されることになった。その後の動向についてはまだ明らかとなつていないが、こうした改革は、以上述べてきたところからすればこれまでの執行市場間競争の根幹を搖るがるものであり、その影響はかなり大きいと予想される。NASDAQ市場のマーケットメイカーの中にはPOFの支払いを中止するところも現れており、委託手数料の自由化、自動執行システムの導入に続いて、米国の市場間競争に、三度目の大変化が生じる可能性もあるのではないかと思われる。

(1) ただし、NYSE上場株式取引高の二一・四六%（一九九三年、SEC『マーケット1000』による）を占めるNYSE会員の海外取引は総合テープに報告されていないため、表1、2には含まれていない。総合テープ報告分では、九〇年から全体的に一件あたりの規模が小さくなっているが、大口注文の海外約定もその一因になつてゐるものと思われる。

(2) もちろん、大口注文の流出は、手数料のみによるものではない。他にも、匿名性、マーケットインパクト、執行スピードなどの違いがあり、そのことが、手数料自由化後の現在でも、インスティネット、海外でのファックス取引、NYSEのクロッキング・セッションなど、通常のNYSE市場以外で大口取引が執行されている理由となっている。しかし手数料以外の要因は、執行市場間競争固有の要因（つまり委託手数料のようにプローカー市場の要因ではなく）であるため、手数料の自由化によつても解消されないのである。

(3) 佐賀前掲書、六〇頁。

(4) オーダー・フロー・ペイメントについては本誌先月号掲載の拙稿「委託手数料ゼロ——オンライン・ブーカーとオーダー・フロー・ペイメント」を参照されたい。

(5) 各地方取引所の自動執行システムについては、岡本勝美「小口注文自動執行システム——米国地方証券取引所におけるその役割（1）（2）（3）～」[証研レポート]一〇八四号（一九八〇年一〇月一七日）、一〇八七号（一一月一九日）、一〇八九号（一二月一日）、佐賀卓雄「アメリカにおける証券取引システムの変貌」[証券研究年報]第一〇号、一九九五年、九二頁を参照。

(6) NYSEスペシャリストの公表気配の裁量性およびそれへの改善策については、一上季代司「手数料自由化と市場集中義務」[証研レポート]一五四二号、一九九七年一月参照。

(7) アメリカン取引所は、九五年二月から、一六分の一ドルの呼値単位の適用対象を、従来の株価五ドル以下から一〇ドル以下に拡大し、さらに、今年三月の理事会ですべての銘柄で一六分の一ドルとする決議を決定した（<http://www.amex.com/news/1997/>）。NASDAQも今年三月にすべての銘柄の呼値を一六分の一ドルに変更を決定しており、まだ、議会でも、呼値の単位をセント化する動きがあるといふ（"Quoting Stocks in Smaller Ticks Has Advantages". *Wall Street Journal*. March 17. 1997. J. Horowitz and K. Weisul. "Nasdaq board votes to trade in sixteenths". *Investment Dealer's Digest*. March 31. 1997）

(伊豆)

日経平均先物・オプション

平成九年三月限

日経平均株価は一二月一六日に二万四二二円をつけた後、平成九年度予算案の発表を受けて反落し、大納会には一万九三六二円で取引を終えた。年明けには四月の消費税引き上げに伴う景気の先行き不安や銀行の不良債権問題から急落し、一月一〇日には一万七三〇四円にまで下落したが、その後は一万八千円台を中心と推移していく。そして三月一四日のSQ値は日経平均先物・オプションで前日比四九二円二銭安の一万七四〇八円四六銭、TOPIX先物・オプションで前日比二〇・五五ポイント安の一三三〇・四九ポイント、日経三〇〇先物・オプションで前日比四・四八ポイント安の二五三・九三ポイントといずれの指数も大きく値を下げていた。

本稿では大阪証券取引所(大証)の日経平均先物平成九年三月限を中心に、シンガポール国際金融取引所(SI MEX)の日経平均先物、東京証券取引所(東証)のTOPIX先物、大証の日経三〇〇先物、日経平均オプション、裁定取引に伴う現物株売買高および残高を考察する。

日経平均先物

図1は東証一部売買代金と日経平均先物売買代金・建玉代金を、図2は東証一部売買代金に対する日経平均先物売買代金と建玉代金の比率を表わしている。売買代金比は一・六五、建玉代金比は二二・四三であり、一二月限期に比べてそれぞれ〇・一〇ポイントと四・一〇ポイント低下していた。東証一部売買代金は平均四二〇一億

円で一二月限期に比べて九二三億円増加しており、両比率の低下は現物市場の拡大によるものであった。

図3は日経平均株価と日経平均先物三月限価格を、図4は三月限価格の理論値からの乖離率を、図5は三月限と六月限の限月間スプレッドの理論値からの乖離率を、図6は三月限と六月限の売買高と建玉を表わしている。先物価格はやや上方に、限月間スプレッドはやや下方に乖離しがちであったが、それほど大きくなかった。売買高の限月交替は取引最終日四営業日前の三月七日、建玉の限月交替は最終日五営業日前の三月六日であった。

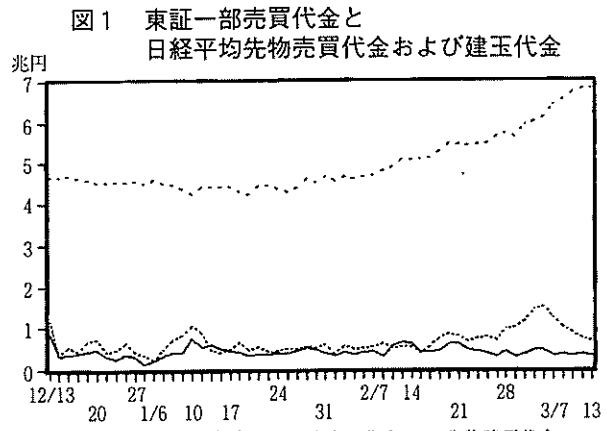


図2 日経平均先物売買代金および建玉代金の東証一部売買代金に対する比率

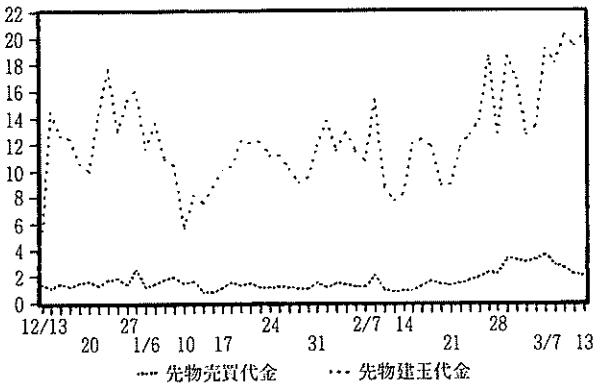


図3 日経平均株価と日経平均先物3月限価格

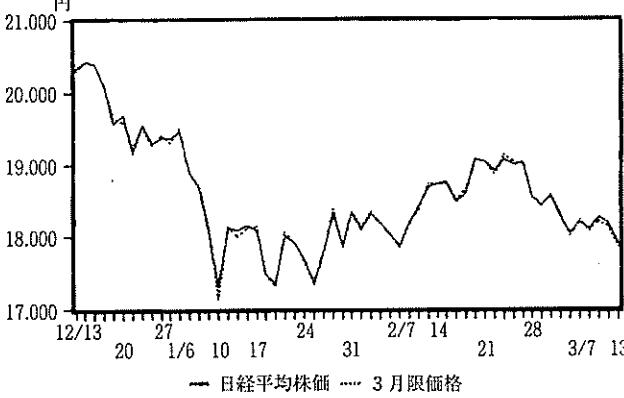


図7 SIMEX日経平均先物売買代金・建玉代金と東証一部売買代金
および大証日経平均先物売買代金・建玉代金

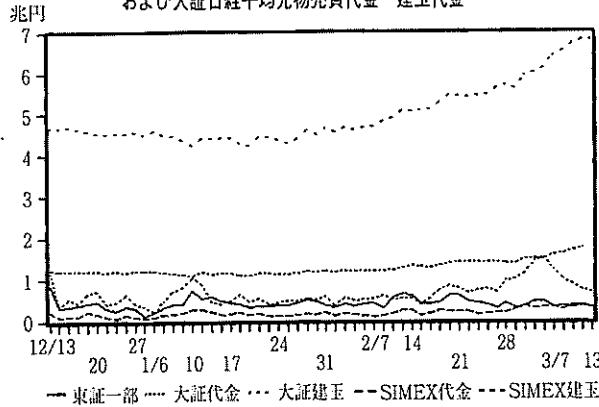


図8 SIMEX日経平均先物売買代金の東証一部売買
代金と日経平均先物売買代金に対する比率

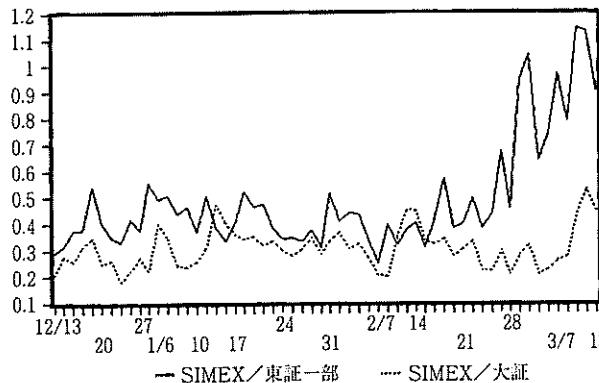


図9 SIMEX日経平均先物建玉代金の東証一部売買
代金と日経平均先物建玉代金に対する比率

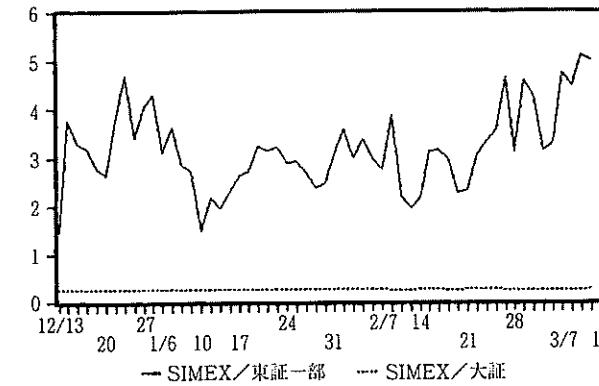


図7はSIMEX日経平均先物売買代金・建玉代金と東証一部売買代金および大証日経平均先物売買代金・建玉代金を、図8はSIMEX日経平均先物売買代金の比率を、図9はSIMEX日経平均先物建玉代金の比率を表わしている。東証一部売買代金比は〇・四九、大証日経平均先物売買代金比は〇・三一、東証一部建玉代金比は三・一七、大証日経平均先物建玉代金比は〇・二六であり、一二月限期に比べてそれぞれ〇・一四ポイント、前日の三月一二日、建玉の限月交替は二営業日前の三月一日であった。

〇・〇六ポイント、一・四〇ポイント、〇・〇一ポイントの減少であった。

図10はSIMEX日経平均先物価格の理論値からの乖離率を、図11は限月間スプレッドの理論値からの乖離率

を、図12は三月限と六月限の売買高と建玉を表わしている。大証の日経平均先物と同様、先物価格はやや上方に乖離しがちであったが、限月間スプレッドは〇・〇三%で安定していた。そして売買高の限月交替は取引最終日前日の三月一二日、建玉の限月交替は二営業日前の三月一日であった。

図4 日経平均先物価格の理論値からの乖離率

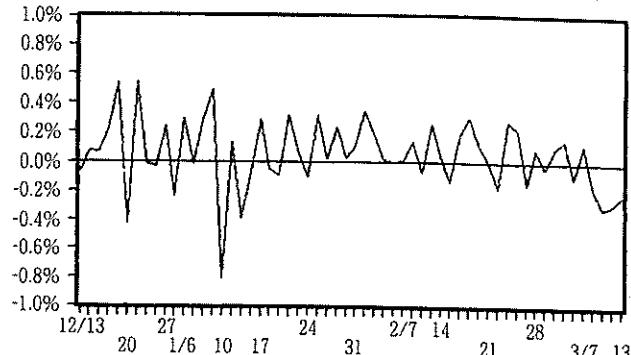


図5 限月間スプレッドの
理論値からの乖離率

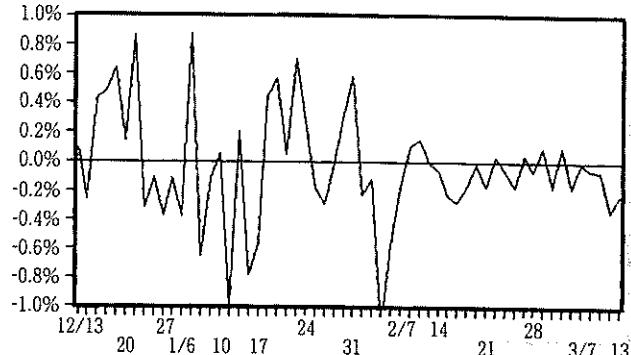


図6 日経平均先物3月限と6月限の
売買高と建玉

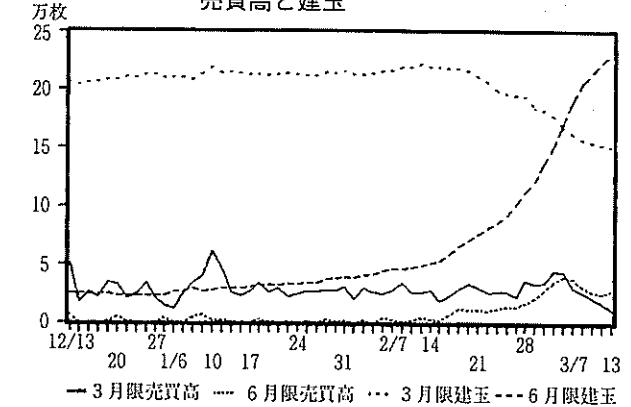


図13 TOPIX先物売買代金・建玉代金と東証一部売買代金
および大証日経平均先物売買代金・建玉代金

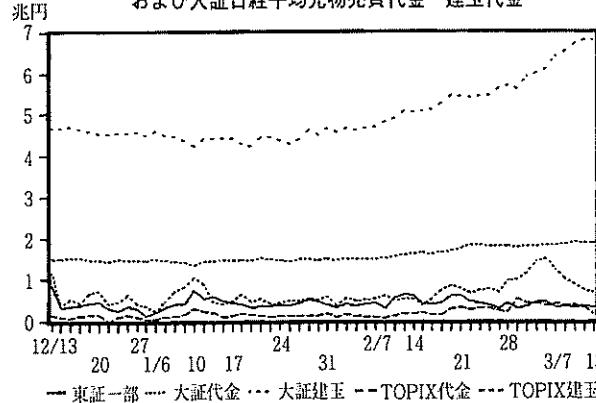


図14 TOPIX先物売買代金の東証一部売買代金と
大証日経平均先物売買代金に対する比率

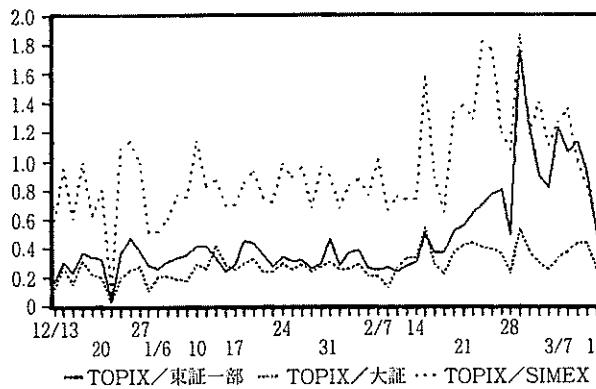


図15 TOPIX先物建玉代金の東証一部売買代金と
大証日経平均先物建玉代金に対する比率

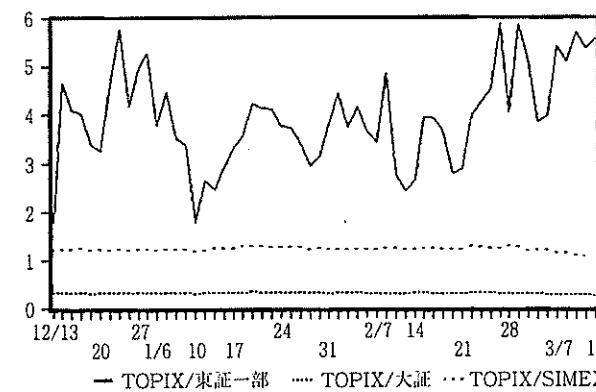


図10 SIMEX日経平均先物価格の理論値からの乖離率

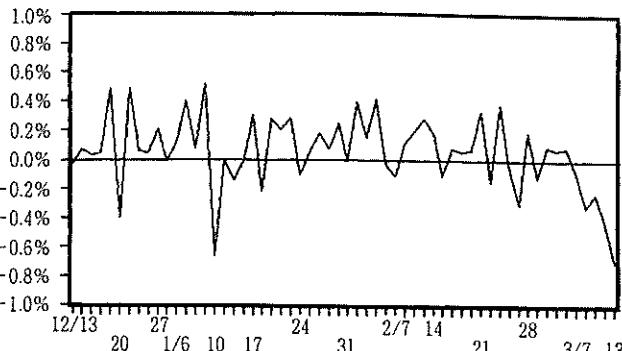


図11 限月間スプレッドの
理論値からの乖離率

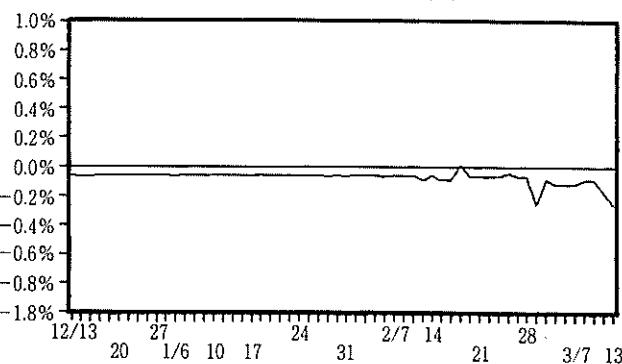


図12 SIMEX日経先物3月限と6月限の
売買高と建玉

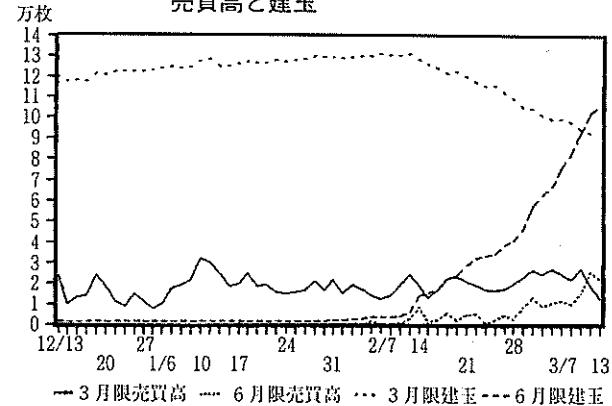


図13はTOPIX先物売買代金・建玉代金と東証一部売買代金および大証日経平均先物売買代金・建玉代金を、図14はTOPIX先物売買代金の比率を、図15はTOPIX先物建玉代金の比率を表わしている。東証一部売買代金比は○・四八、大証日経平均先物売買代金比は○・二八、東証一部建玉代金比は三・九六、大証日経平均先物建玉代金比は○・三二であり、一二月限に比べてそれぞれ○・○四ポイント減、○・○一ポイント減、二・一五ポイント減、○・○七ポイント増であった。

図16はTOPIX先物価格の理論値からの乖離率を、図17は限月間スプレッドの理論値からの乖離率を、図18は三月限と六月限の売買高と建玉を表わしている。TOPIX先物価格の上方乖離は大証日経平均先物やSIMEX日経平均先物とほぼ同様であったが、限月間スプレッドの乖離はかなり大きかった。また、売買高の限月交替は取引最終日三営業日前の三月一日に始まり、建玉の限月交替は七営業日前の三月四日であった。

図19 日経300先物売買代金・建玉代金と東証一部売買代金
および大証日経平均先物売買代金・建玉代金

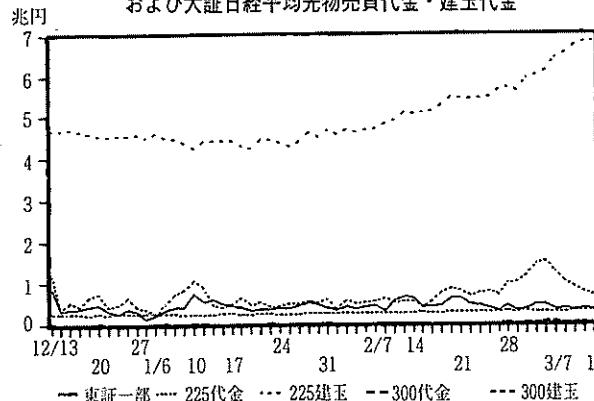


図20 日経300先物売買代金の東証一部売買代金と
日経平均先物売買代金に対する比率

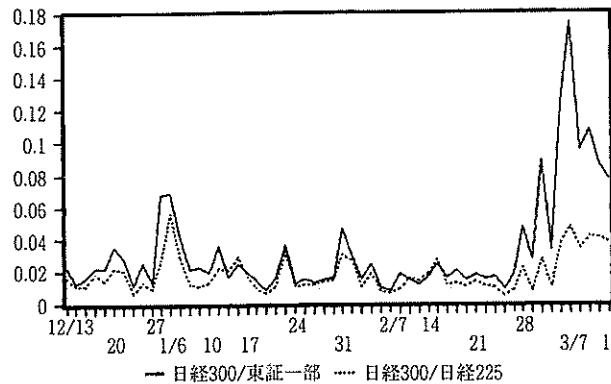


図21 日経300先物建玉代金の東証一部売買代金と
日経平均先物建玉代金に対する比率

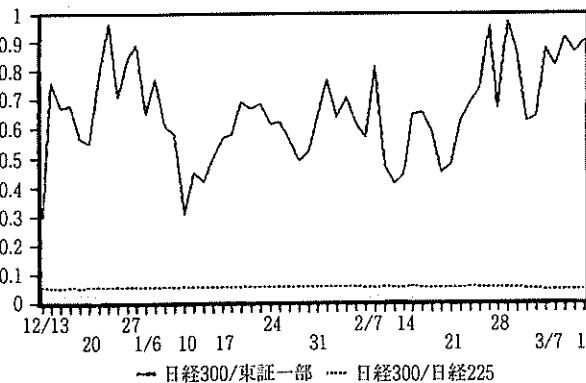


図16 TOPIX先物価格の理論値からの乖離率

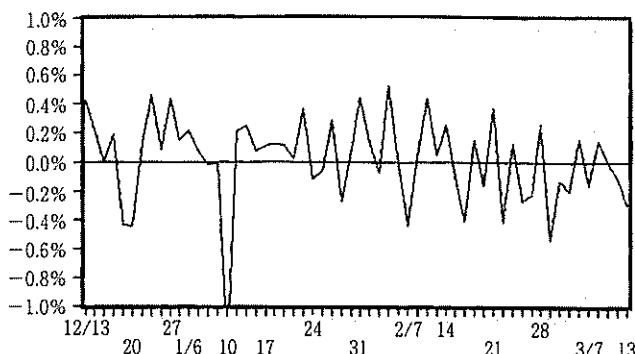


図17 限月間スプレッドの
理論値からの乖離率

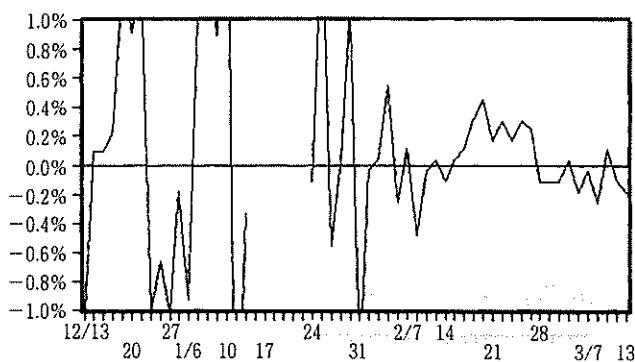


図18 TOPIX先物3月限と6月限の
売買高と建玉

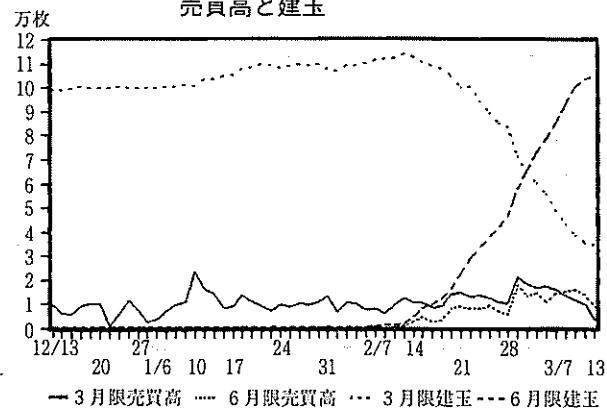


図19は日経300先物売買代金・建玉代金と東証一部売買代金および大証日経平均先物売買代金・建玉代金を、図20は日経300先物売買代金の比率を、図21は日経300先物建玉代金の比率を表わしている。東証一部売買代金比は〇・〇三、大証日経平均先物売買代金比は〇・〇一、東証一部建玉代金比は〇・六六、大証日経平均先物建玉代金比は〇・〇五であり、一二月限に比べてそれぞれ〇・〇一ポイント減、変わらず、〇・二七

ポイント減、〇・〇一ポイント減であった。

図22は日経300先物価格の理論値からの乖離率を、図23は限月間スプレッドの理論値からの乖離率を、図24は三月限と六月限の売買高と建玉を表わしている。日経300先物価格の乖離は日経平均先物等とほぼ同様であったが、限月間スプレッドは取引が少ないために二月後半まで存在しなかつた。そして売買高の限月交替は取引最終日三月一日、建玉の限月交替は三営業日前の三月一〇日であった。

図25 NT倍率とNT先物倍率

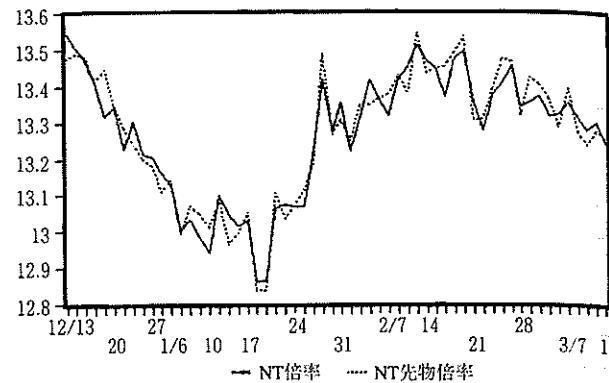


図26 NN倍率とNN先物倍率

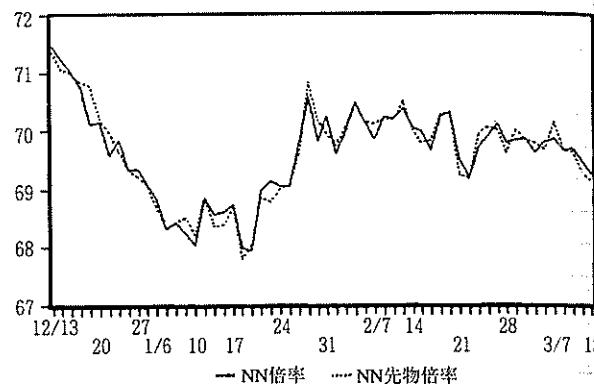


図27 TN倍率とTN先物倍率

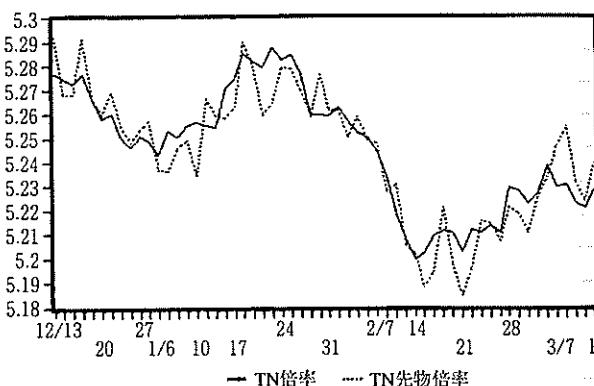


図22 日経300先物価格の理論値からの乖離率

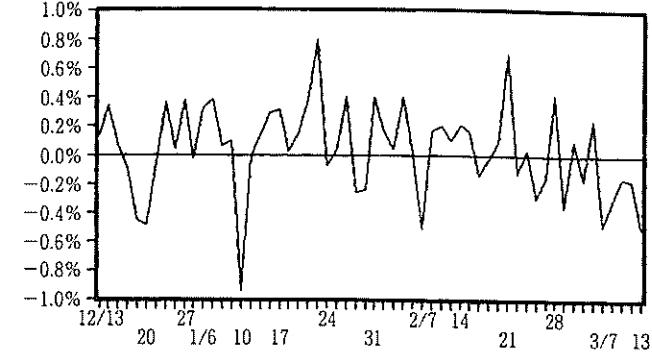


図23 限月間スプレッドの理論値からの乖離率

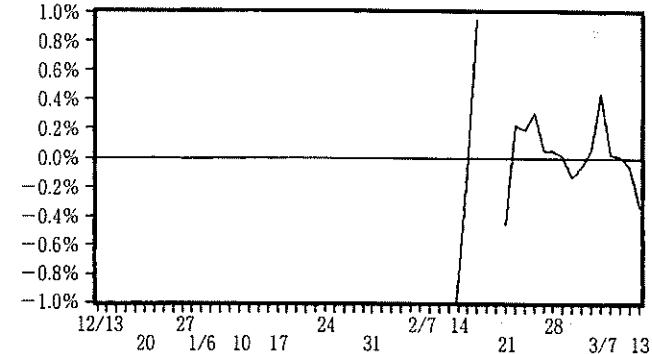


図24 日経300先物3月限と6月限の売買高と建玉

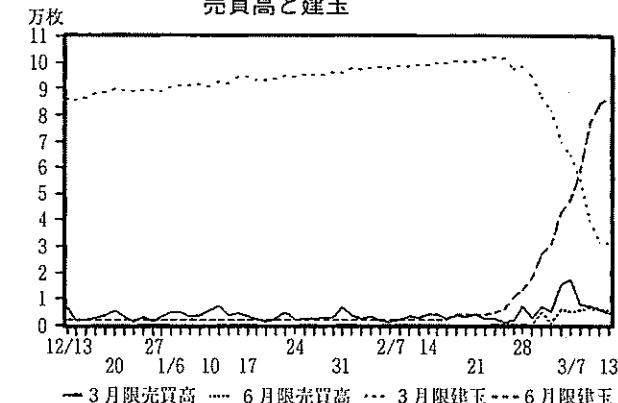


表1は投資主体別売買動向を表わしており、日経平均先物では証券会社の自己売買(六一%)・外国人(二一%)・投資信託(九%)・信託銀行(四%)、TOPIX先物では自己売買(五九%)・外国人(二七%)・信託銀行(八%)・投信(五%)、日経300先物では外国人(五七%)・自己売買(三七%)・投信(三%)・証券会社(三%)の取引が多く、一二月限期と比べると日経平均先物では外国人が一ポイント増、投信が一ポイント増、自己が三ポイント・信託銀行が二ポイントであった。

日経平均オプション

図29から図30は日経平均株価のボラティリティ、プット・コール別売買高と建玉、プットの売買高をコールの売買高で割ったプット・コール・レシオをそれぞれ表わしている。一二月限期と比べるとヒストリカル・ボラティリティは一二・五ポイント(八三%)、インプライド・ボラティリティは一〇・九ポイント(六一%)上昇し、売買高は三四%・建玉は二六%増加、プット・コール・レシオは〇・〇二一ポイント上昇して一・一四であった。

図28 日経平均株価のボラティリティ

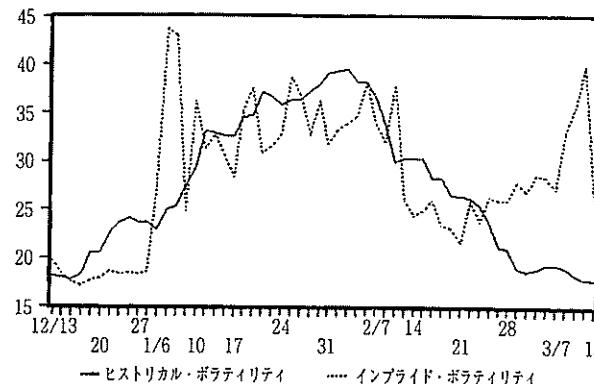


図29 日経225オプションの売買高と建玉

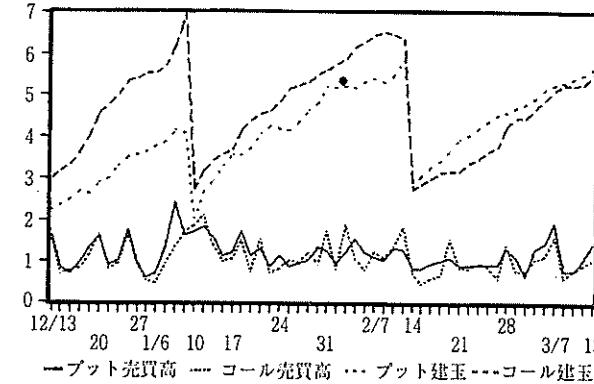
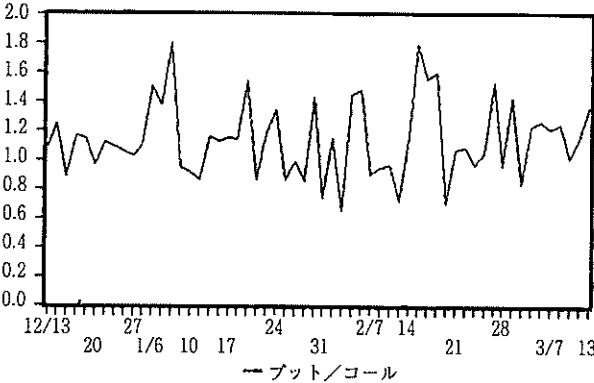


図30 日経平均オプションのプット・コール・レシオ



裁定取引

表2は日経平均オプションの投資主体別売買動向を表わしており、自己売買(五七%)・外国人(二二%)・個人(八%)・事業法人(四%)・信託銀行(三%)の順で取引が多く、一二月限期と比べると外国人が五ポイント増加し、事業法人と自己売買が一ポイント・信託銀行が一ポイント減少していくことがわかる。

裁定取引

図31は東証一部売買高と裁定取引に伴う現物株売買高を、図32は裁定取引に伴う現物株売買高

図31 裁定取引に伴う現物株売買高

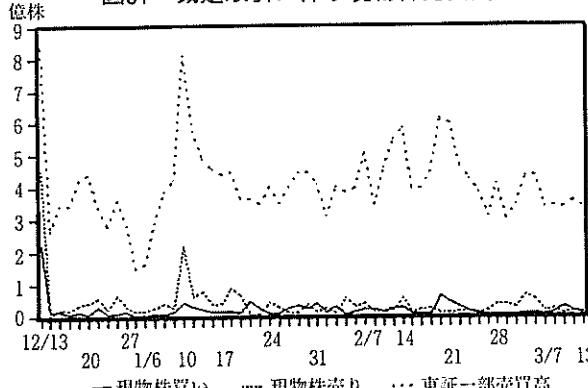
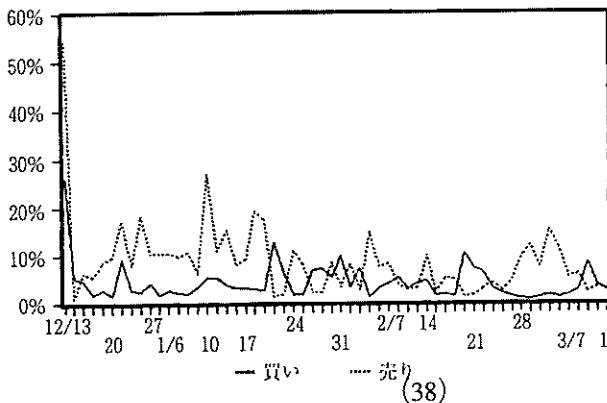


図32 裁定取引に伴う現物株売買高の東証一部売買高に占める比率



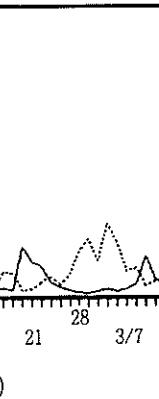
の拡大によって一二・八%(売り八・五%、買い四・二%)で一・一ポイント(売り一・四ポイント、買いマインス〇・一ポイント)の上昇にすぎなかつた。

図31は東証一部売買高と裁定取引に伴う現物株売買高を、図32は裁定取引に伴う現物株売買高の東証一部売買高に占める比率

図31 裁定取引に伴う現物株売買高



図32 裁定取引に伴う現物株売買高の東証一部売買高に占める比率



(38)

図33 裁定取引に伴う現物株残高

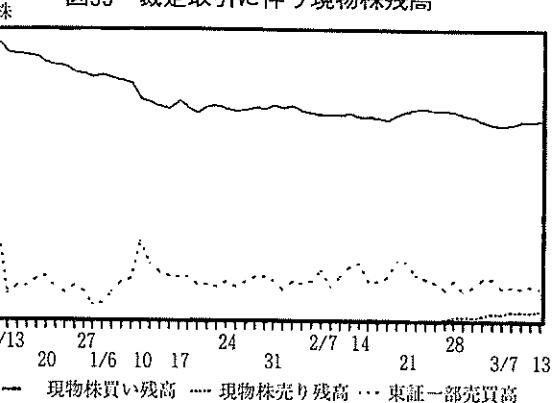


図34 裁定取引に伴う現物株残高の東証一部売買高に対する比率

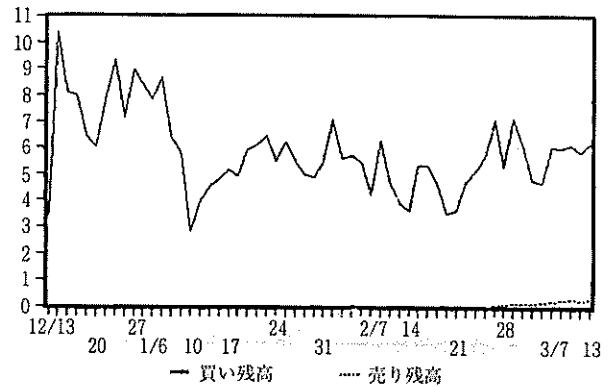


図35 裁定取引に伴う当限と翌限以降の現物株買い残高

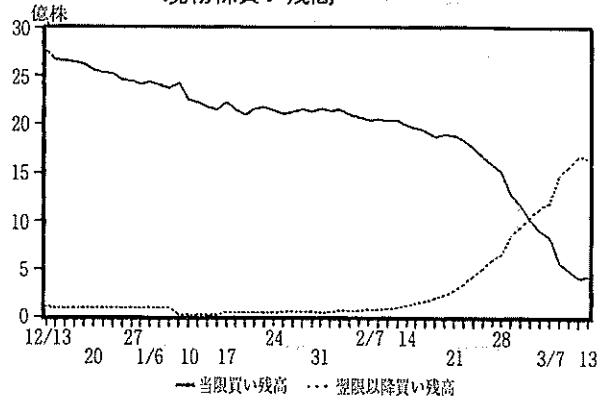


図33は東証一部売買高と裁定取引に伴う現物株残高を、図34は裁定取引に伴う現物株残高の東証一部売買高に対する比率を、図35は裁定取引に伴う当限と翌限以降の現物株残高をそれぞれ表わしている。裁定買い残高は二月一二三日の二〇億六六七六万株から先物取引最終日にあたる三月一〇日の二〇億二九八七万株まで減少し、裁定買い残高の東証一部売買高に対する比率は平均五・八四倍と二月限期よりも四・三一ポイント低下していった。裁定買い残高の限月交替は取引最終日六営業日前の三月四日に生じ、先物取引最終日には当限の残高四億一五三五万株に対して翌限以降の残高は一六億五四一万株であった。

表3は会員別週間裁定取引状況を表わしている。二五社のうち一五社が外資系で売買高では六一%を占め、上位一〇社のシェアは七六%、上位一〇社のうち七社が外資系で売買高では六〇%を占めていた。これを一二月限期と比べると、三ポイント上昇、六ポイント低下、一ポイント低下で、上位一〇社のシェア縮小が見てとれる。個別に調べてみると、野村(七ポイント)・ソシエテ(三ポイント)・ベアリング(三ポイント)・CBSボストン(二ポイント)・リーマン(二ポイント)が上昇する一方、メリルリンチ(七ポイント)・モルガン(六ポイント)・大和(三ポイント)・リーマン(二ポイント)・UBS(二ポイント)・山口(二ポイント)が低下していた。

この他、オプション取引の一月限SQがあつた一月第一週にはリーマン(一七%)・野村(一三%)・ゴールドマン(一三%)・メリルリンチ(一〇%)の取引が多く、二月限SQがあつた二月第二週にはメリルリンチ(一八%)・リーマン(一一%)・日興(一一%)・SBC(一一%)の取引が、三月限SQがあつた三月第二週にはソシエテ(九%)・大和(七%)・野村(六%)・リーマン(五%)の取引が大きかった。

表4は日経平均先物・TOPPIX先物・日経三〇〇先物の会員別建玉状況をそれぞれ表わしている。これらを見ると、大和と山口の日経平均先物買い建玉が引き続き高水準で推移しており、大和についてはTOPPIX先物でも買い建玉が引き続き高水準にある。他方、野村は日経平均先物・TOPPIX先物・日経三〇〇先物の建玉のいずれでも大幅な売り建てを引き続き維持しており、対照的であった。

表4(A) 日経平均先物会員別建玉状況 (売建超・買建超上位各5社)

	12月13日	1月10日	2月14日	3月14日
	3月限 (買建超)	3月限 (買建超)	3月限 (買建超)	6月限 (買建超)
1	山一 17,064	山一 15,786	山一 16,404	大和 27,627
2	大和 16,938	大和 10,508	大和 12,861	山一 14,922
3	日興 4,854	ゴールドマン 6,551	日興 3,286	国際 3,924
4	国際 3,735	日興 4,018	ゴールドマン 3,234	岡三 1,882
5	勤角 1,704	国際 2,870	国際 3,145	東京 1,848
5	スイス銀 -4,257	ソシエテ -4,226	SBC -5,415	BNP -3,436
4	ソシエテ -4,885	SBC -5,292	野村 -6,374	ソシエテ -5,334
3	野村 -6,613	メリルリンチ -6,888	CSボストン -6,715	メリルリンチ -7,093
2	メリルリンチ -6,808	野村 -7,539	CSボストン -7,902	CSボストン -9,005
1	CSボストン -9,061	CSボストン -7,991	メリルリンチ -8,615	野村 -9,338
	(売建超)	(売建超)	(売建超)	(売建超)

表4(B) TOPIX先物会員別建玉状況 (売建超・買建超上位各5社)

	12月13日	1月10日	2月14日	1月10日
	3月限 (買建超)	3月限 (買建超)	3月限 (買建超)	6月限 (買建超)
1	大和 6,170	大和 7,162	大和 8,691	大和 8,353
2	J・ケーベル 5,045	BZW 4,682	BZW 5,917	J・ケーベル 5,497
3	BZW 4,972	J・ケーベル 4,419	J・ケーベル 5,580	ソロモン・B 4,030
4	ゴールドマン 3,784	新日本 2,695	新日本 4,286	ゴールドマン 3,704
5	山一 2,586	ゴールドマン 2,654	ソロモン・B 1,679	新日本 2,544
5	メリルリンチ -3,605	モルガン・S -2,547	リーマン・B -2,687	ソシエテ -2,191
4	ソシエテ -3,759	リーマン・B -2,734	モルガン・S -2,783	モルガン・S -2,277
3	日興 -4,402	野村 -4,213	日興 -5,186	日興 -6,287
2	リーマン・B -4,600	日興 -4,546	野村 -5,534	野村 -7,347
1	野村 -5,611	ソシエテ -4,672	メリルリンチ -7,394	メリルリンチ -8,400
	(売建超)	(売建超)	(売建超)	(売建超)

表4(C) 日経300先物会員別建玉状況 (売建超・買建超上位各5社)

	12月13日	1月10日	2月14日	1月10日
	3月限 (買建超)	3月限 (買建超)	3月限 (買建超)	6月限 (買建超)
1	ゴールドマン 23,327	ゴールドマン 27,686	ゴールドマン 31,118	ゴールドマン 26,580
2	JPMモルガン 6,465	JPMモルガン 7,871	JPMモルガン 7,930	JPMモルガン 5,117
3	CSボストン 5,044	CSボストン 5,112	ソロモン・B 3,722	CSボストン 4,368
4	BZW 2,282	ユニバーサル 1,746	CSボストン 3,661	ソロモン・B 2,924
5	ユニバーサル 1,705	ソロモン・B 1,695	岡三 1,883	ユニバーサル 1,811
5	モルガン・S -3,554	モルガン・S -4,589	SBC -4,094	ドレスナKB -3,516
4	メリルリンチ -4,064	メリルリンチ -5,186	ソシエテ -7,004	メリルリンチ -5,964
3	ソシエテ -5,702	ドレスナKB -5,339	メリルリンチ -8,684	バリバ -6,715
2	バリバ -7,445	バリバ -9,150	バリバ -8,245	野村 -8,960
1	野村 -21,625	野村 -20,504	野村 -21,027	ソシエテ -19,030
	(売建超)	(売建超)	(売建超)	(売建超)

香港株式市場の中国企業株（H株）について（4）

～上海石油化工股份有限公司の事例を中心にして～

一、はじめに

今まで三回に亘って現在香港株式市場に上場している中国企業株（H株）を紹介し、その特徴、発展状況および海外上場のプロセスを見てきた。今回は中国石油化学業界の最大手である上海石油化工股份有限公司の事例を取り上げ、一企業レベルから国有企业がどのような制度改革を行い株式会社に改組して、海外の上場基準および諸制度をクリアし上場に成功したか、その実態と問題点を考察したい。

二、改革前上海石油化工総工場の状況

九三年七月に香港上場を果たした上海石油化工股份有限公司（以下石化有限公司と略称）の前身は全人民所有制の国有企业上海石油化工総工場（以下石化総工場と略称）である。一九七二年に設立された同工場は中国最大の石油化学メーカーであり、石油精製から最終製品まで一貫生産を行なっている。現在年間の原油処理能力は五三〇万トン、エチレンの年間生産量は四五万トンに達している。石化総工場は五六セットの生産装置を持つおり、六種類の石油化学製品を生産し、そのなかの主製品は合成繊維（二六%）、合成樹脂・プラスチック（三〇%）、石油製品（二九%）などである。九二年度の売上は五一・七七億元、税引き後利潤は四・四三億元、総

資産は一二五・七八億元であり、企業の設立から九三年に至る二一年間の國家上納利潤と税金の累積額は一六五・三億元にのぼつた。石化総工場は最初は元紡績部（廃止された紡績省）に所属していたが、八三年から中国石油化工總公司（國務院の直轄企業）に所属することになった。⁽¹⁾

株式会社に改組する前の石化総工場は、生産工場と生産補充部門の他に独自の水、電力、ガス、汚水処理システムなどインフラ施設をもつており、また専用の港湾・鉄道施設ももつっていた。その他、住宅、商店、学校、病院などの生活関連部門を運営し、公安局、人民法院（裁判所）、検査院までも設けていた。工場自体は完全に一つの町（「石化城」）を形成し、六万五千人の従業員数に対して、「石化城」に暮らす工場関連総人口は一二万人もあつた。社会保障制度が整備されていない中国では、従業員の福利・厚生費はすべて国有企业が丸ごと負担してきた。石化総工場も例外ではなく、「石化城」内にすべての生活関連施設をもつており、従業員の「生老病死」（出産・退職・病気・死）の面倒をみた。しかもこれらの福利・厚生費用は年々二五%のスピードで増加し、企業の重い負担となつた。

企業制度改革以前の石化総工場は、税引き前利潤の五五%（企業所得税）を中央財政に、二七%（調節税）を石油化学官庁に上納した。また税引き後利潤の中からさらに「両金」（国家エネルギー交通建設基金、国家予算調整基金）を政府に上納する必要があり、企業の留保利潤は全利潤のわずか四・三三%にすぎない。九二年の一年間に、税金と上納金を差し引いた企業の留保利潤額はわずか七千万元に止まつた。高率の税金および上納金を徴集されたことは工場の企業経営のインセンティブに失わせただけでなく、今後の企業発展の足を引っ張るものであった。また企業には生産自主決定権がないため、生産計画に対して企業側にできることは「聽、等、幹、要」（聴く、待つ、やる、要求する）ことだけであつた。

第七次五ヵ年計画期（一九八六年～一九〇年）に、石化総工場は米国、日本の技術を導入して三〇万トンエチレンプラント建設を中心に大規模な設備投資を行い、そのため国内・外で大量の企業債を発行し、各種の融資も受けた。これらプロジェクトの完成によつて、石化総工場は中国第一位の石化生产能力と最先端の技術を持つことになつたが、しかし元本・利息を合わせ五八億人民元にのぼる内・外の債務を抱え込んだ。平均利子率は年一二%であつた。

企業改革前、国家と国有企业の資産関係、責任所在は不明確のままに置かれていた。製品の生産、販路および価格は国家計画によつてコントロールされ、資産は国家の所有だが、債務だけは企業が負担しなければならなかつた。九三年度当時、石化総工場が持つていた外債は四・七億米ドル、企業債は一三・五億人民元、その他の国内債務は三〇億人民元となり、当該年度の返済資金の不足分は一〇億人民元にのぼつた。⁽²⁾

石化総工場は他の国有企业と同じように、累積債務の他に企業の社会的負担、余剰人員（二、七〇〇人）に悩まされている。⁽³⁾抜本的な企業制度改革を行なわないかぎり、経営上の難問は解決できない。難局を開けるため石化総工場は、大胆な企業制度改革を行ない、九三年国有企业から株式会社へ改組し、国内の上海証券取引所（A株）、そして海外の香港証券取引所（H株）に上場を果たした。以下、石化総工場の株式会社化への変革過程を考察し、国有企业海外上場の問題点に接近して見たい。

三、国有企业から海外上場企業へ

企業制度改革以前の石化総工場は、計画経済下の他の国有企业と同じように福利・厚生、生活関連及び生産補充施設などのサービス部門が肥大化し、これらの非生産部門に大量の人員を配置して企業の負担となつた。九三

年企業制度改革当時、石化総工場の非生産部門の従業員数は全工場従業員数の四〇%（約二万六千人）に達し、一〇亿元以上を上回る資産を持つていた。⁽⁴⁾企業制度改革が行われる際、これら非生産部門の従業員と資産をそのまま改革後の株式会社に引き継ぐことになれば、資本構成から見ても、効率から見ても、国内外の上場は不利である。そこで石化総工場は企業の株式会社化改革にあたり「二分法」（分離法）という方法を取った。すなわち石化総工場は生産部門と非生産部門に大きく一分し、生産工場と生産補充部門は上海石油化工股份有限公司（株式会社）に改組し、残った非生産部門は上海金山実業公司（中国石油化工總公司全額出資の子会社・全人民所有制企業）に編入するという方策を取つた。このような組織改革によって、一つの企業（石化総工場）は完全に分離して二つの企業法人（石化有限公司、金山実業公司）に分けることにした。

新しく成立した上海石油化工股份有限公司（株式会社）は石化総工場の生産・生産補充関連の資産を接収すると同時に、一部の債務も負担するようになつた。石化有限公司が接收した石化総工場の部門は（表1）の通りであり、これらの部門が最組織され新しい株式会社の総合管理部門と生産部門となる。その他、石化有限公司は石化総工場の全額出資子会社（四社）（表2）と部分出資子会社（四社）（表3）もそれぞれ接收して自分の全額出資子会社と部分出資子会社に編入した。

石化総工場の株式会社化は具体的には（図1）が示すような組織改革が行われた。すなわち上海石油化工股份有限公司は計画部、生産部および市場営業部など七つの管理部とその他関連部門を有し、それらの管理部門が企業の総合管理を担当する。その下に直接生産を担当する精製部、化工部およびプラスチック部など六つの生産部門を設けている。他に全額出資子会社四社、部分出資子会社四社を持っている。従業員は約三万八千人（元企業の五八%）を有する。⁽⁵⁾

表1 上海石油化工股份有限公司に編入した元石化総工場の部門

精製部	アクリル工場
第一化工工場	ダクロン工場
アレーン工場	第二ダクロン工場
エチレン工場	プラスチック工場
油貯蔵・運送工場	電熱工場
第二化工工場	水工場
ビニロン工場	水質浄化工場
実験工場	技術開発部
公用事業公司	精密化学研究所
倉庫・航運公司	機械研究所
鉄道運送公司	触媒研究所
海運港	科学技術研究所
供給販売部	環境保護研究所
新金山新聞社	科学技術情報所
有線テレビ局	情報センター
総工場弁公室	聯合營業部

（出所）（株）大和証券、大和総研編著「企業重組導論」中国経済出版社、1996年、199~200頁。

表2 上海石油化工股份有限公司の全額出資子会社

1、上海石化聯營開發公司（設立日：1984年11月7日、資本金：100万円人民元、業務内容：投資・管理）
2、上海石化聯營開發公司第二營業部（設立日：1988年5月18日、資本金：25万人民元、業務内容：石油化学製品の貿易）
3、深圳金山聚脂有限公司（設立日：1988年8月17日、資本金：600万人民元、業務内容：石油化学製品の貿易）
4、上海石化市場經營開發公司（設立日：1992年9月17日、資本金：100万人民元、業務内容：石油化学製品の貿易）

（出所）同上、200頁。

表3 上海石油化工股份有限公司の部分出資子会社

1、金潤石油化工有限公司（香港）（設立日：1985年3月22日、資本金：160万香港ドル、株主の出資比率：石化有限公司【55%】、華潤石油化工有限公司【45%】、業務内容：石油・石油製品の生産・販売）
2、上海金山聯合實業公司（設立日：1985年4月16日、資本金：134万米ドル、株主の出資比率：石化有限公司【51%】、華商実業有限公司【30%】、伊藤忠商事株式会社【19%】、業務内容：プラスチック製品の生産および色染め加工）
3、上海金環石油奈開發公司（設立日：1990年4月24日、資本金：184万米ドル、株主の出資比率：石化有限公司【65%】、アメリカWestech国際公司【25%】、上海工業技術創業公司【10%】、業務内容：石油関連製品の生産）
4、上海石油金山新聯汽車儲運公司（設立日：1990年9月3日、資本金：157.6万人民元、株主の出資比率：石化有限公司【63%】、金山県經濟貿易總公司【37%】、業務内容：運送サービス）

（出所）同上、200~201頁。

そして石化有限公司は今まで国から投資した資本（帳面上・三五億人民元の純資産）を四〇億株（一株額面・一人民元）に換算し、国家株として中国石油化工總公司（國務院の直轄企業）に保管することになっている。また香港市場でH株、国内の上海市場でA株をそれぞれ発行し上場した。石化有限公司の株式構成は（表4）の通りになっている。すなわち中国石油化工總公司は発行済株の六一・〇七%（四〇億株）、香港市場に発行したH株は発行済株の一五・六五%（一六・八億株）、国内のA株（一般個人向け）は発行済株の一〇・九九%（七・一二億株）、法人株は発行済株の一・二九%（一・五億株）という構成になっている。

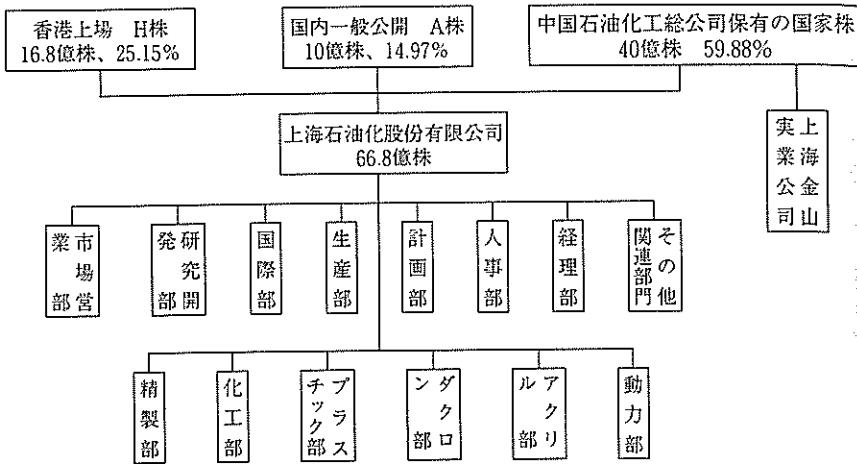
さらに石化有限公司は自分の持株会社である中国石油化工總公司と協議し、上海金山實業公司と完全の分離というかたちを取りつっている。

一方分離された金山實業公司は、（表5）が示すように石化總工場の非生産部門を接収し、それら非生産部門の総資産は二六億七千三〇〇人民元、純資産でも一九億八千二〇〇人民元に達し、そして元企業（石化總工場）従業員の二五%約一万六千人を正式の社員として企業に編入して中国石油化工總公司全額出資の子会社になつている⁽⁶⁾。

余剰人員の問題は国有企业改革において難問中の難問といわれているが、石化總工場の場合、社会サービス部門の元従業員一万一千人（全体の一七%）については、とりあえず金山實業公司が一時的に受け入れ、将来は上海市政府に移管する予定になつていて⁽⁷⁾。しかし二千七〇〇人について解雇せざるをえず、彼らは再就職先を探さなければならぬという状態になつていて⁽⁸⁾。

以上のように石化總工場は大胆な企業リストラを実行し、企業組織を再構成して、生産・販売を中心とする石

図1 上海石油化工總工場株式会社化改革の構図



(注) 国内一般公開される予定の10億A株には、第一次（1993年11月）発行済の株数は5.5億株（法人：1.5億株、個人：4億株）、第二次（1994年4月）発行済の株数は3.2億株（個人）である。

(出所) (株) 大和証券、大和総研編著「企業重組導論」中国経済出版社、1996年、70～71頁より作成。

表5 上海金山實業公司に入社した元石化總工場の部門

機械修理工場	不動産管理部
汽車運送公司	体育館
機電サービス部	金山病院
海堤防指揮部	金山賓館
科学技術協会	療養院
文化センター	行政処
石油化学中学校	地区事務室
設計院	公安局
技術工業学校	建築公司

(出所) (株) 大和証券、大和総研
「企業重組導論」中国経済出版社、1996年、201～202頁。

表4 上海石油化工股份有限公司発行済株の分布状況

	株数(億株)	比率(%)
国家株	40	61.07
法人株(A株)	1.5	2.29
個人株(A株)	7.2	10.99
H株(外資株)	16.8	25.65
合計	65.5	100

(出所) (株) 大和証券、大和総研編著「企業重組導論」中国経済出版社、1996年、71頁より作成。

化有限公司（株式会社）とサービス運営を中心とする金山实业公司（全人民所有制企業）に完全に二つの企業法人に分かれることとなつた。

一九九三年六月一九日上海石油化工股份有限公司は株式会社として正式に成立し、以前国有企业が持つていたさまざまな社会的負担から自由になり、生産・販売中心の会社に生まれ変わった。それによって、国内外証券市場への上場条件を揃え、九三年七月二六日香港証券取引所（H株）に上場を果たし、同一一月八日国内の上海証券取引所（A株）にも上場を果たした。

四、上場後上海石油化工股份有限公司の発展状況

香港上場後の上海石油化工股份有限公司は香港の上場基準、会計制度およびディスクロージャー制度に基づいて経営され、企業情報の開示、投資家保護などに努めている。一方株式会社である中国石油化工总公司（国家株として石化有限公司の株六一〇七%を持つ）との関係については、中国石油化工总公司は石化有限公司の日常経営に干渉しない。経営は石化有限公司の取締役会に任せるとなっている。

中国石油化工总公司は国家株式会社の試行企業として中国最大の石油化学企業グループであり、現在三八社の生産企業（二二社・石油精製、七社・石油化学製品、九社・石油精製および石油化学製品）を持っており、グループ内各企業の石油、その他原材料の配分計画を担当し、生産・販売計画の確認にも努めている。また国家物価局と共同で一部の石油化学製品の価格を設定している。

石化有限公司は同企業グループ内の最大の生産企業で株式会社として生産・投資により大きな自主決定権を持つ。またグループ内他社との取引関係については、中国石油化工总公司と協議して他社と待遇を平等するとなつ

た。株式会社として経営自主決定権を持つ一方、

改革前と同様にグループ内の他社と平等な取引関係を持ち、競争により有利な状況に置かれている。

また、石化有限公司は上海金山实业公司と協議して、相互にサービスを提供することを合意した。

石化總工場から分離したあとも両社はサービス面で緊密な関係を保つている。⁽⁹⁾

石化有限公司は香港上場によつて大量の外資を調達し、今まで悩みの種だった投資資金不足の問題をある程度解決でき、企業の設備投資に大いに役立つた。また持株会社およびサービス会社とは良好な協力関係を持ち、生産と販売を伸ばし上場後わずか三年余りで優れた企業業績をあげている。

現在石化有限公司は二三・三億株（最初の一

六・八億株と最近二回の増資で六・五億株）全發行済株数の三一・四%のH株を発行し、約四〇億

香港ドルの外資を調達した。⁽¹⁰⁾ 改革後石化有限公司

表6 上海石油化工股份有限公司の財務諸表

損益計算書

	1992	1993	1994	1995
売上高	5,177,000	7,582,573	9,464,256	12,061,493
税引後利益	443,000	870,094	1,493,466	2,126,796
一株当利益	0.140元	0.140元	0.228元	0.325元
国際基準調整益		0	+134,707	+163,411
調整後利益		870,094	1,628,173	2,290,207
一株当利益		0.140元	0.249元	0.350元

貸借対照表

	92.12.31	93.12.31	94.12.31	95.12.31
流動資産	3,591,795	5,754,598	5,121,511	5,854,394
固定資産	7,386,733	9,116,947	10,004,196	10,103,470
その他の資産	599,131	490,000	711,843	946,334
資本計	11,577,659	15,361,545	15,837,550	16,904,198
流动負債	5,346,876	4,502,649	4,432,041	4,539,933
固定負債	3,382,810	3,068,883	2,169,987	1,853,609
資本	2,847,973	7,790,013	9,235,522	10,510,656
負債資本計	11,577,659	15,361,545	15,837,550	16,904,198
自己資本比率	25%	51%	58%	62%
一株当純資産	1.00元	1.25元	1.41元	1.60元

*配当

年度	現金	無償	有償
93	0.050元	0	0
94	0.085元	0.80株（個人）	0
95	0.090元	0	0

（出所）邱永漢編「中国株会社情報」評伝社、1996、274～275頁。

は売上および純利益などを着実に増加している（表6）。企業改革前の九一年石化総工場の売上は五一・八億元、純利益は四・四億元だった。九三年から九五年までの売上増加率は九三年・四六・五%（売上・七五・一億元）、九四年・二四・八%（売上・九四・六億元）、九五年・二七・四%（売上・一一〇・六億元）と年々増え、純利益の増加率も九三年・九六%（税引後利益・八・七億人民元）、九四年・七二一%（税引後利益・一四・九億人民元）、九五年・四二一%（税引後利益・一一・一億人民元）と大幅に伸ばしている。その他、配当は九三年・〇・〇五〇元／株、九四年・〇・〇八五元／株、無償〇・八〇株（個人）、九五年・〇・〇九〇元／株と上昇⁽¹⁾し、株主に対しても有利な利回りを出している。

昨年末石化有限公司は「Asia Money」誌から九六年度中国優良経営管理企業ランキングの第一位に選ばれた⁽²⁾。また国内において九六年度中国工業企業売上ランキングと利益ランキングのベスト一〇位内にそれぞれ入った⁽³⁾。さらに香港証券取引所から九六年度のディスクロージャーの進んでいる企業ランディングの第一位に選ばれた⁽⁴⁾。九六年の一年間だけで外国アナリストおよびファンダマネージャーが一五〇回にわたり石化有限公司を訪問し、同社の徹底した経営管理およびディスクロージャーを高く評価している⁽⁵⁾。

香港上場後の石化有限公司は海外の諸基準と諸制度を厳しく守り、企業の経営管理に力を入れ好業績を達成して内外から高い評価を受け、中国のモデル企業に成長している。

五、むすびにかえて

以上、上海石油化工股份有限公司の株式会社化への変革過程および幾つかの海外上場の問題点を紹介した。要するに、国有企業の株式会社化および海外上場の最大の問題は、旧計画経済が内包してきたさまざまな社会的負担（福利・厚生など）、過大な債務および大量の余剰人員をどのように分離・解決するかである。

これまで社会的負担から自由になり、生産・販売を主業務とする有限責任制の株式会社に生まれ変わった国有资产を、こんなも海外証券市場に上場させ、積極的に国際市場に参加していくことが、いますすめられている中国国有企业改革の大きな狙いといえよう。

（H）

注

- (1) 「金融時報（毎日証券）」、一九九六年一月一五日。邱永漢編『中国株会社情報』評伝社、一九九六年、P274～275頁。
- (2) 「金融時報（毎日証券）」、一九九六年一月一四日。
- (3) (株) 大和証券、大和総研編著『從国有企业到境外上市公司—理論与実務』中国社会科学出版社、一九九四年、P11頁。
- (4) 範恒山、彭建國主編『現代企業制度全書』中国物語出版社、一九九五年、P2428頁。
- (5) 「The Securities Journal」August 1993. P7-8.
- (6) 「The Securities Journal」August 1993. P7-8.
- (7) 「The Securities Journal」August 1993. P7-8.
- (8) (株) 大和証券、株式会社大和総研編著『從国有企业到境外上市公司—理論与実務』中国社会科学出版社、一九九四年、111頁。
- (9) (株) 大和証券、大和総研編著『企業重組導論』中国経済出版社、一九九六年、P202～203頁を参照。
- (10) 「中国証券報」一九九五年九月一日、九七年一月七日。「金融時報（毎日証券）」一九九六年八月二十四日による計算。

- (11) 邱永漢編『中国株券情報』証伝社、一九九六年、P274～275頁。
- (12) 「Asia Money」December 1996/January 1997. P23
- (13) 「中國證券報」一九九七年二月一〇四。
- (14) 「中國證券報」一九九七年一月四日。

私設取引システム（PTS） と市場規制について（3）

～市場間競争の視点から～

はじめに

二稿にわたって私設取引システム（PTS）のかかえる問題を検討してきた。簡単にふりかえってみると、PTSは、コンピューター・テクノロジーを利用した自動売買のためのシステムで、登録ブローカー・ディーラーが當利目的に運営しているものである。PTSはその機能上、登録証券取引所ときわめて近い施設であると見なすことができるが、取引所としての登録はしておらず、したがつて自主規制機関として取引所が負うはずの義務を負わないまま運営されており、ブローカー・ディーラーとしての規制を受けるのみである。ただし、アリゾナ証券取引所は例外的に取引所と認定されているが、取引量が少ないことを理由に取引所としての登録を免除されている。PTSは、機関投資家のほか、ブローカー・ディーラーやその他プロの市場トレーダーのみに参加資格を限定しているため、個人投資家の注文を扱うことはない。

PTSの売買が占める割合は、NYSEの総取引量の一・四%に過ぎないが、NASDAQの総取引量の一三%を占めるまでになつており、無視できない規模となつていて。また取引件数は一九九〇年代に入つてから五〇%を超える伸び率を示しており、大きな関心を集めている。

前稿でも指摘したように、PTSをめぐっては、規制上の問題だけでなく、市場間競争の観点からもさまざま

な問題が論議されており、SECの「Market2000」などでもうした問題を重視して検討を加えている⁽¹⁾。しかしPTSが提起する問題の背後には、コンピューター・テクノロジーが証券取引の場としての取引所制度や市場間競争のあり方にどのように影響を及ぼすのかという、より根本的な問題が存在すると考えられる。あとで述べるよう、コンピューター・テクノロジーは、証券取引に際して物理的な空間を不要にしたと同時に、取引コストの構造を変化させることで、市場間競争に大きな影響を与えていたと考えられるからである。

本稿では、こうした問題意識から、PTSを生んだコンピューター・テクノロジーが取引所の制度や、市場間競争にどのような影響を与えるかを検討していきたい。

コンピューター・テクノロジーと証券取引所

歴史的みて、証券市場は、取引を行つものがコーヒーハウスや道端に集まることで売買を集中させることが始まり、やがて仕切られた空間に取引のための専用のフロアを持つ取引所が成立するにいたつて。こうした空間的な売買の集中は、証券売買の取引相手を探索するためのコストを抑えて、効率的な価格発見を可能にするための工夫であったと考へることができる。

しかしながら取引に関心を持つもの全員を一定の物理的空间に集めることは不可能であるから、市場集中を実現するための技術的制約を解決する手段として会員制度が生まれた。会員制度によつて、一般の投資家は取引所会員であるブローカーに注文を取り次いでもらうことによってはじめて取引所での取引に参加することができるようになる。このため、取引所は会員に対して市場集中義務を課し、取引所の場外での取引を禁じた。

また、自主規制機関としての取引所の制度も、会員制度に負うところが大きいと考えられる。取引所は、特に

英米においては、会員の自治組織として出発し、会員以外の外部からの介入を排してきた伝統がある。規制監督当局も、取引所の規制に当たつてはこうした会員の自治組織を利用して自主規制機関として一般投資家の保護にあたつており、取引所の運営は一般投資家の利益を損ねない限りで自主的に行われるものとなつていて。このような売買集中のための物理的制約のもとでは、取引所の制度は証券取引自体と不可分であつたと言へ」とができる。したがつて、効率的証券市場は、そのまま売買を集中する場としての取引所であつた。ところが、PTSのように取引がコンピューター・システム上で行われることになると、こうした取引所の物理的制約は意味を失つてしまふ。したがつて、右で述べたような物理的な制約から生じていた取引所の制度のいくつかは、証券取引自体が内在化しているものではなくなつてしまい、取引所としての性格を備えていない証券市場が生まれてくることになる。

コンピューター・テクノロジーと取引所機能の変化

以下では、淵田・大崎（一九九四）にならつて、取引所という物理的制約のなかで証券市場が果たしてきた機能が、コンピューター・テクノロジーのもとでどのような変化をきたすかを検討してみよう。

①注文勧誘・取引所は、伝統的には証券取引において注文勧誘の機能を果たしてきた。すなわち、NYSEでは投資家の注文を受けたブローカー・ディーラーの指し値注文や、スペシャリストのクオートが、NASDAQなどのクオート・ドリブン市場では個々のマーケットメーカーのクオートがつねに流動性を提供しており、投資家の注文を勧誘する働きをしている。

一方、PTSでは機関投資家などの市場参加者が直接ネットワーク上に注文を表示し、それが注文勧誘の機能を果たしている。したがって、取引所の注文勧誘の場としての空間的なfocalnessはPTSではコンピュータ・システム上に移しかえられてしまう。また、注文を勧説する流動性は、伝統的取引所ではブローカー・ディーラーやマーケット・メーカーといったプロの市場参加者が提供しているのに対し、PTSでは投資家自身が流動性を提供することになる。

こうした違いは、直接の取引参加者を会員のみに制限せざるを得なかつた取引所の空間的制約がPTSにおいてはもはや意味をなさないことを示している。取引所の会員制度の物理的必然性がなくなるということは、PTSのように一般投資家の証券市場への直接参加を制限する必然性もなくなるということを意味しており、投資家保護の点から証券市場規制のあり方に大きな影響があると考えられる。

②注文回送：伝統的な電話またはファックスによる売買注文の回送においては、投資家から執行の場までの注文回送には、投資家から証券会社への回送と、証券会社から取引所への回送の二段階があった。近年では、証券会社の注文処理のシステムが取引所のシステムと接続されたものも出てきており、注文は形式的には会員を通じて回送されはいるものの、実質的には投資家から取引所への直接回送と変わることになる。小口注文の自動執行システムも自動的な注文回送の形をとっている。

伝統的な注文回送では、投資家の注文は証券会社の社内でその信用力をチェックすることが可能であったため、決済不能などの事故に際しては会員たる証券会社が肩代りするという対応が有効でありかつ意味を持った。しかしながら、PTSにおいては、注文は執行の場に直接入力されることになり、注文回送は一段階に集約される。

このことは、空間的制約が存在しないという意味で①と同様に会員制度の根幹に関わると同時に、決済事故の際の新しいルールが必要になることも示している。

③価格発見と取引の執行：オーダー・ドリブン市場であれクオート・ドリブン市場であれ、伝統的な市場では、価格決定のためのミクロなルール（価格優先・時間優先といった執行のためのルールや、気配値の開示ルールなど）は、取引所で慣習的に成立したものであるため急激な変更は考えにくい。また、通常は執行のための均衡価格が決定されることと取引の執行が行われることは同義であり、時間的にも同時であると考えられてきた。

しかしながらPTSでの価格決定ルールは、システムごとに微妙に違つており、さまざまなバリエーションが存在する⁽²⁾。これは取引のためのミクロなルールが、システムのプログラムのパリエーションという形で構築可能であることや、ルール変更に關しても、参加者の間で時間をかけて慣習的に決定されてきたものに比べて比較的容易であることによると思われる。また、PTSでは、スクリーン上に表示された注文に対して、入力された注文の条件が折り合わない場合は、取引相手と相対で交渉することも可能になつており、この場合は価格決定は相対交渉の性格も持つていることになる。さらに、価格情報の伝達技術が向上したため、主要取引所の価格をPTSの執行価格としてそのまま利用することができ、価格発見と執行が分離していることも指摘できる。

④取引監視：伝統的には取引所は会員制度をとつており、会員は一般投資家のエージェントとして投資家の利益のために行動することを求められたため、取引所は公共性の高い機関として取引監視機能を担つている。会員制度は、会員の結び付きの長期性や、会員の相互監視のもとで制裁を課すことを通じて、会員が一時的な機会主

義的行動に走ることを防止することができ、そのことが会員を通じて取引に参加する一般投資家の保護にもつながっている。

PTSのように取引の場がネット上に設けられると会員制度の必然性がなくなるため、自主規制機関のような意味での取引監視は行われない。PTSの自発性に任せたならば、PTSでの取引監視は運営者の自己防御的なもののみになってしまふ恐れがある。したがってPTSでは投資家保護のための監視が行われる保証はなく、そのための新しいルールが必要になると考えられる。

⑤取引証券の選別：伝統的には、取引所は上場制度を通じて取り引きする証券を選別している。これは取引所の空間的制約のため一定数以上の銘柄を扱うことが不可能であったという点と、優良な銘柄のみを選別して扱うこととで取引所の信頼性の維持を考慮したという点の二つの理由が考えられる。したがって、上場基準は証券発行企業の資産や利益率、成長性などを重視して審査が行われている。

しかしながらPTSは上場制度をとつておらず、既存取引所やNASDAQの上場制度に依存して銘柄の選別を行つていて、またPTSは上場銘柄の全てを扱つていても、一定以上の流動性のある銘柄に限定して取引の場を提供している。PTSによる選別は、発行企業の評価というよりは、PTS運営がビジネスとして成り立つように流動性の高い、売買の活発な銘柄を選んでいたと考えられるため、こうした銘柄選別は伝統的な上場審査とは性格が異なるものである。

コンピューター・テクノロジーと取引コスト

電子ネットワークが存在しなかつたときには、証券取引に最も効率的な形態は取引所であり、取引所である以上仕切られた空間という物理的な制約から自由になることは不可能であつたわけであるが、以上でみてきたように、PTSのようなコンピューター・テクノロジーを利用した取引システムは、こうした物理的制約から自由であるために、従来証券取引と自動的に結び付けられてきた取引所の多くの特徴を共有していないことが分かる。

もちろん、こうしたPTSのあり方には、前稿でも指摘したようにさまざまな異論があり、投資家保護の観点からもPTSに対して何らかの規制の必要があることは明らかである。しかしそれでも、コンピューター・システム上の証券取引が技術的に可能になつたという事実は取引所のあり方に大きな影響をもたらすことは十分予想できる。

しかしながら、PTSなどの新しい証券市場への注文流出の要因はこうしたコンピューターによる自動取引システムのミクロ的な優位性によるものだけではない。アメリカの証券市場の構造を見ると、PTSをはじめとして第三市場や各種クロッキング・セッション、機関投資家同士の直接取引の場である第四市場など、証券売買の場が非常に分散していることが分かる。このようなアメリカの市場間競争の様子は、各市場がたがいにコストとサービスというトレードオフのある要素を組み合わせてパッケージ化し、市場サービスを提供する市場(market of markets)をたがいにセグメントし、あって競争しているかのようである。たとえば、迅速な執行は期待できないがきわめて手数料が安い市場、手数料が高くても価格発見機能を備えた迅速性をもつ市場、価格向上性がなくてもマーケットインパクトを抑えて大口のブロッキング取引を執行可能な市場といつたぐあいである。こうしたセグメンテーションを可能にしている要因は、すでに触れたように、コンピューター・テクノロジー

がさまざまな新しい市場サービスを生み出したことと同時に、証券の取引コスト自体も「分解」し、顧客のニーズに合わせてサービスとコストを組み替えることが可能となつたからであると考えられないだろうか。このことを見るために、一九七五年当時の市場分裂と現在生じているといわれる市場分裂をあらためて比較してみよう。

一九七〇年代の市場分裂と現在の市場分裂

一九七〇年代に問題化した市場分裂は、機関化現象が進むなかで大口の取引が手数料の割り戻しを求めて地方取引所などへ流出することで生じたとされている。このことは、株式一単位当たりの取引コストが、大口は比較的安く、小口は高いと考えられていたことを示している。実際、その後手数料が自由化されると、低下したのは大口の手数料であつて、小口の手数料はほとんど変わらなかつたといわれる。このこともそうした取引コストの規模の経済性を示していると推測できる。

一方、現在生じている市場の分裂は、小口取引をめぐつてはディスカウント・ブローカーなどの隆盛を見ても分かることおり手数料の引き下げであつて、大口取引に関しては、なによりも低マーケットインパクト性やインデックス取引、取引の際の匿名性といった大口取引に特有のニーズを満たす市場への注文流出である。

このようにみると、一九七〇年代には大口取引をめぐつてコスト競争が行われたのに對して、現在では小口取引をめぐつてコスト競争が行われており、いまや大口取引は新しいサービスを求めているように思われる。こうした違いはなぜ生じているのだろうか。

すでに述べたように、取引所は本来、一か所に売買を集中することで、売買の相手を探査するコストをきわめて低く抑えることで有効に機能していたと考えることができる。このような完全競争のモデルにきわめて近い取引所が、効率的な資源配分を実現するためには、一つ一つの取引は価格支配力（すなわちマーケットインパクト）

を持たない程度に小さいものでなければならない。したがつてマーケットインパクトを持つような大口取引は、取引所取引であるにもかかわらず「探索コスト」を再発生させることができる。

このように考えると、証券取引のコストには、執行とその処理に関わる事務的なコストのほかに、売買の相手を探すためのコストの二つが存在すると考えることができる。前者を仮に「執行／処理コスト」、後者を「探索コスト」と呼ぶとすれば、証券取引のコストはこの二つに分解でき、大口取引と小口取引は、これらの二つのコストの組み合わせの構造が違うと考えられるのではないだろうか。

すなわち、現在に比べれば比較的小口の取引が多かつたと考えられる一九七〇年代には、「探索コスト」はさほど問題にならず、取引の「執行／処理コスト」が取引コストの大きな割合を占めていたと考えられる。機械化が未発達な当時の状況では、「執行／処理コスト」に規模の経済性が働くのは当然であり、したがつて手数料も注文の規模に比例して割り引く余地があつたと考えられる。これに対して、現在のように取引の執行／処理の機械化がすすむと、高いと考えられていた小口取引の「執行／処理コスト」は大きく低下し、かわつて大口取引の売買の相手を探すための「探索コスト」が相対的にクローズアップされて再浮上してくることになる。

このように、取引コストが「探索コスト」と「執行／処理コスト」へと分解すると、小口取引は「探索コスト」は本来的に低く「執行／処理コスト」が高い、大口取引は「執行／処理コスト」には規模の経済性が働くが「探索コスト」はまださほど高くない、という一九七〇年代のコスト構造が、コンピューター・テクノロジーによって大きく変化していると考えができる。そうしたなかで、伝統的な執行価格の向上以外の新しいサービスと、分解されたコストを組み合わせて提供することで、市場間競争はサービスとコストのパッケージの競争とな

つてくる。」これが現在のアメリカの市場間競争のありかただどうであるのではなうだらうか。

注

- (1) のEIO(一九九四)"Market 2000:An Examination of Current Equity Market Development"
- (2) P-Tのシステムによる分類は、清水(一九九六)参照。

参考文献

- 清水葉子(一九九六)「私設取引システム(P-T)と市場規制について(1)」「証券レポート」一五四〇号、一九九六年一一月
- (一九九七)「私設取引システム(P-T)と市場規制について(2)」「証券レポート」一五四三号、一九九七年一月
- 淵田康之・大崎貞和(一九九四)「証券市場の競争力」「財界観測」一九九四年一〇月
- 中村寛・今給黎成夫(一九九二)「米国における市場外売買システムの現状とその影響」「財界観測」一九九四年一〇月
- 上条代志(一九九七)「証券取引所とP-T」「証券経済研究」第六号、一九九七年三月
- のEIO(1994)"Market 2000 : An Examination of Current Equity Market Development"

(清水)