

証研

レポート



No.1547

1997年6月

- 米国の高利回り債市場の現況
- 投資アドバイスについて
- 米国における株式オプションの重複上場
- 中国の株式分布状況について

財団法人 日本証券経済研究所

米国の高利回り債市場の現況

〈はじめに〉

一九九〇年のドレクセル社倒産以降、注目されることの少なかつた米国の高利回り債市場であるが、最近になつて再び関心を集めている。すなわち、一九八〇年代の高利回り債市場はいわゆるM&Aブームの中で、買収資金調達手段として注目されたが、現在はテレコム産業など成長産業の資金調達手段として注目されている。また、それとともに高利回り債を運用対象とする投資信託への人気も回復し、これらの投信への資金流入も拡大を続けているといわれている。本稿では、八〇年代のM&Aブームの中での高利回り債市場と比較しつつ、最近の高利回り債市場の動向を紹介する。

〈八〇年代の高利回り債市場の成長要因〉

高利回り債の新規発行は、当初一九七七年初頭、リーマン・ブラザーズ社によって引受けられたが、その後同社はこの市場から撤退し、かわって周知のようにドレクセル社 (Drexel Burnham Lambert) が高利回り債の中心的な引受証券会社となつていつた⁽²⁾。そして、以降八〇年代の高利回り債市場は、ドレクセル社、とくにその債券ディーラーであるマイケル・ミルケンとともに語られることになる。

モルガン・スタンレー社のデータによると、高利回り債の新規発行額は、一九八二年までは年平均で約一八億ドル程度であり、公募普通社債全体に占める比率も四～六%程度に過ぎなかつた。ところが、一九八三年から急成長し、一九八五年には発行総額で一五〇億ドル、公募普通社債全体に占める比率も約一五%に至つている（表

1参照）。その後、ソロモン・ブラザーズ社の調査では、一九八六年三四二億ドル（公募SBに占める比率二一%）、八七年一八五億ドル（同二三%）、八八年一三八億ドル（同二四%）、八九年（同二三%）、そしてドレクセル社が倒産した九〇年には、八〇億ドル（同一%）と落ち込むことになる（図1参照）。

このような高利回り債市場の急成長は、社債市場全体の拡大と軌を一にするものであるが、より直接的には、その背後にM&A関連の新規発行があつたことが指摘される。フリードソンとワールのサーベイ⁽³⁾によると、一九八五年では約六二億ドル（約四五%）が買収やレバレッジド・バイアウト（以下、LBO）などに何らかの関連があるとしている。しかし、このうちで敵対的買収に使われた比率については、ドレクセル社の推計⁽⁴⁾では、一九八四年では高利回り債の一%弱であるとしている。また、W.T.グリム社の推計⁽⁵⁾では、同年の合併・買収市場の総額一二三億ドルのうち高利回り債による資金調達額はごくわずかであるという。

このように高利回り債はM&Aとともに注目されたが、敵対的買収に利用された比率はそれほど高くなかつたと思われる。それでもかかわらず高利回り債が世間の批判を浴びたのは、八〇年代のM&Aブームで活発になに行われたLBOにそれが流用されてためであるが、このLBOに高利回り債がどの程度使われたかについては、ドレクセル社の推計⁽⁶⁾では、八四年発行分のうち約一六・七億ドル（一一%）であったとしている。また、W.T.グリム社の推計⁽⁷⁾では、同年の全LBO資金調達額の約一五%（M&A総額の約一・四%）を占めるものとしている。

これらの数字で見る限り、高利回り債が敵対的買収やLBOに使われた比率は決して高いとはいえないが、高利回り債が批判されたのは、その内容にあつた。つまり、こうした方式による企業買収では、買収後に長期的な観点からの企業経営が行われず、短期的な利益だけが追求され、債務返済のための資産売却が行われることが

表1 米国における普通社債の新規発行（1978～1985）

(単位：百万ドル)

年	(A) 新規発行の普通社債の総額面価値		(B) 新規発行の高利回り債の総額面価値		(B) / (A) %
	金額	件数	金額	件数	
1985	101,098	1,212	14,670	188	14.5
1984	99,416	721	14,952	124	15.8
1983	46,903	511	7,417	86	15.8
1982	47,798	513	2,798	48	5.9
1981	41,651	357	1,648	32	4.0
1980	37,272	398	1,442	43	3.9
1979	25,678	277	1,307	45	5.0
1978	22,416	287	1,493	52	6.7
計	423,536	4,284	45,757	618	10.8

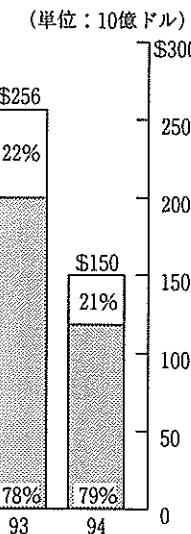
(資料) メリルリンチ社

多く、それが非難されたのである。もちろん、このような批判に対しては、LBOによる買収は、とくに石油産業や繊維産業のように、新規設備投資が少なく、買収後の借入金返済原資の大きな成熟産業に多く、これによつて業界再編や遊休資産の再配置が行われ、経済全体の活性化につながるという反論もなされた。⁽⁹⁾しかし、一般的には、八〇年代の高利回り債については、M&Aに関連した側面が強調され、ハイテク・バイオ・エレクトロニクスといった新分野の新興企業への資金調達という側面は看過されていたといえるだろう。⁽¹⁰⁾そして、実際M&Aブームが去り、一九八六年に始まる一連のインサイダー取引事件によって、一九九〇年ドレクセル社が破綻したことによつて⁽¹¹⁾、高利回り債市場は一気に縮小してしまうのである。いわば八〇年代の高利回り債市場は、ドレクセル社、とりわけ同社のマイケル・ミルケンの手腕に過度に依存した市場であり、同社破綻直後の市場の混乱と縮小は、この市場の脆弱さを露呈したものであった。

〈ドレクセル社破綻後の高利回り債市場〉

ドレクセル社倒産前後（一九八七年～九三年）の高利回り債発行状況については、スタンダード&プアーズ社刊行の『ボンド・ガイド』のデータをもとに集計した柴田武男氏による研究⁽¹²⁾がある（表2参照）が、それによるとドレクセル社が破綻した九〇年の高利回り債の発行は、無格付け債を含めると一四〇件（全銘柄に占める比率二九・二%）、二八三億ドル（同二八・三%）、さらに無格付け債を除くと一二二件（同四・六%）、三〇億ドル（同三・〇%）となり、前年の一九七件、三六四億ドル（無格付け債を除くと一三五件、二五五億ドル）から大きく低下している。続く一九九一年は、起債市場全体が好調で、金額・件数ともに約五割の増加が見られたが、低格付け債では七件、三五億ドルの増加しか見られず、全銘柄に占める比率は、件数で九%、金額で七%低下し

図1 米国における事業債発行量（1985～1994）



(資料) ソロモン・ブラザーズ社

表2 米国における格付け別発行件数および発行額

(単位:100万ドル)

	1987年			1988年			1989年			1990年		
	件数	比率%	総発行金額	件数	比率%	総発行金額	件数	比率%	総発行金額	件数	比率%	総発行金額
全銘柄	595	100.0	93,347.8	100.0	100.0	110,356.9	100.0	100.0	118,303.5	100.0	479	100,088.2
投資適格	410	68.9	65,976.0	71.5	397	65.5	66,481.5	60.2	408	67.4	81,881.7	69.2
AAA	33	5.5	7,540.0	8.2	33	5.4	6,206.2	5.6	46	7.5	18,504.2	15.6
A.A	141	23.7	24,560.0	26.6	107	17.6	19,720.0	17.9	119	19.7	20,502.9	17.3
A	138	23.2	19,840.0	21.5	158	26.0	24,880.0	22.5	158	26.1	28,460.0	24.1
BBB	98	16.5	14,036.0	15.2	99	16.3	15,678.3	14.2	85	14.0	14,414.6	12.2
低格付債	185	31.1	26,371.8	28.5	211	34.7	43,882.4	39.8	197	32.6	36,421.8	30.8
B	22	3.7	2,520.0	2.7	18	3.0	3,847.5	3.5	20	3.0	4,531.0	3.8
B+	99	16.6	15,489.0	16.8	113	18.6	23,004.0	20.8	102	16.9	19,741.3	16.7
CCC	28	4.7	3,775.8	4.1	28	4.6	5,655.4	5.1	13	2.1	1,231.5	1.0
CC	1	0.2	20.0	0.0	0	0.0	0.0	0.0	0	0.0	0.0	0.0
NR	35	5.9	4,567.0	4.9	52	8.6	11,375.5	10.3	62	10.2	10,915.0	9.2

	1991年			1992年			1993年		
	件数	比率%	総発行金額	件数	比率%	総発行金額	件数	比率%	総発行金額
全銘柄	727	100.0	149,179.8	100.0	1,155	100.0	222,708.6	100.0	1,414
投資適格	580	79.8	117,344.3	78.7	835	72.3	160,110.5	71.9	970
AA	35	4.8	9,515.0	6.4	47	4.1	14,000.0	6.3	32
AA+	112	15.4	25,888.8	17.4	162	14.1	36,606.0	16.4	172
A	308	42.4	56,775.9	38.1	357	30.9	63,321.5	28.4	465
BBB	125	17.2	25,150.6	16.9	269	23.3	46,183.0	20.7	301
低格付債	147	20.2	31,835.5	21.3	320	27.7	62,598.1	28.1	444
B	34	4.7	11,732.5	7.9	71	6.1	12,331.0	5.5	91
B+	24	3.3	4,204.5	2.8	149	12.9	25,300.1	11.4	203
CCC	0	0.0	0.0	0.0	8	0.7	1,546.5	0.7	12
CC	0	0.0	0.0	0.0	0	0.0	0.0	0.0	0
NR	89	12.2	155,898.5	10.7	92	8.0	23,420.5	10.5	138

(出所) 柴田武男「ドレクセル社倒産後のジャンク・ボンド市場」、『証券研究』、第111巻、1995年1月。

じる。

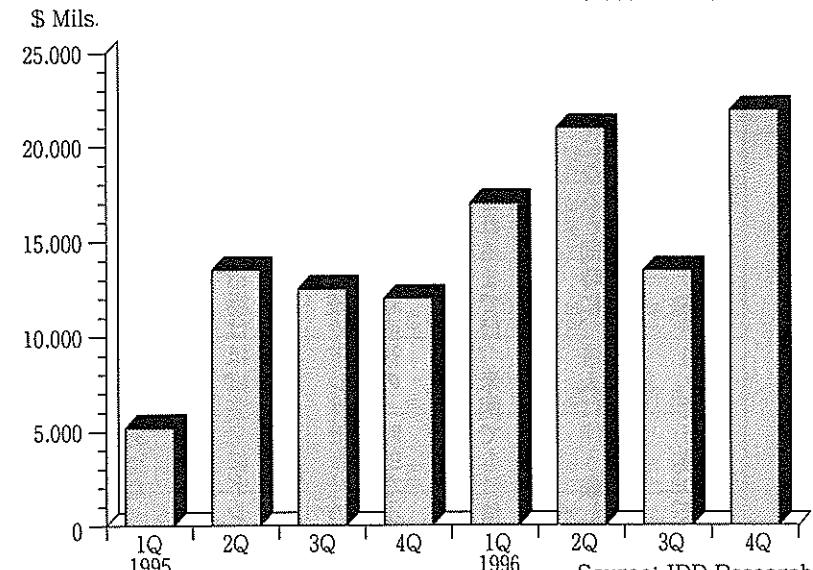
高利回り債市場が回復しへじめるのは、一九九一年からである。一九九一年は、依然起債市場全体が拡大した上じて、全銘柄で金額・件数ともに約五割の増加が見られたが、高利回り債は3110件、金額六一六億ドルとなり、起債市場全体の比率もそれぞれ二七・七%、二一八・一%と前年に比べて七%ほど上昇している。そして、この年の数字は、過去最高であった一九八八年の二一一件、四三九億ドルを大きく上回るものとなつており、これらは一九九三年には四四四件、八一七億ドルとなり、全銘柄に占める比率も二二〇%を超えるに至つた。これによつて高利回り債市場はほぼ完全にドレクセル社破綻の影響から脱したといふ。

前述のように八〇年代の高利回り債市場は、ドレクセル社の名前とともに、M&Aブームの「徒花」とみなされ、ブームの退潮とそれに続くドレクセル社の破綻とともに水泡に帰するかに思われたが、その後九〇年代には、(ドレクセル社の破綻直後の一時的な混乱はあつたものの)急速に発行額を増加させてしまふ。このことは、高利回り債市場が低格付け企業や成長企業の資金調達手段として定着したこと意味してくる。すなわち、高利回り債市場が形成されるまでは、米国でも社債市場で資金調達ができるのは数%の企業にすぎず、それ以外の企業は、私募債か銀行借入に依拠せざるを得なかつた。それが、高利回り債市場の形成によつて公募社債市場に参加できるようになると同時に、借入に伴う厳しい財務制限条項からもある程度解放されるとみなつたわけであつた。

以下、節を改めて最近の高利回り債市場の状況を発行会社、円受証券会社、投資家の面から見ていくことに

よ。

図2 最近の米国高利回り債発行状況（1995～1996）



(出所) "INVESTMENT DEALERS' DIGEST". JANUARY 13. 1997.

最近の高利回り債の発行状況は、図2の通りであるが、とくに今年の第一四半期には前年同期の一八四億ドルに対して、二五〇億ドルの起債があった。そして、これらの起債の中心となつたのは、メディア・テレコム関連の発行体であり、金額ベースで約三〇%を占めたといわれる。例えば、インター・メディア・コミニケーションズ（三億ドル）、マクレオド（五億ドル）、アドバンスド・ラディオ・テレコム（一・三五億ドル）、TCIサテライト・エンターテイメント（三・五億ドル）、ネクスト・ウェーブ・テレコム（四億ドル）などである。

ところで、最近のギルソンとワーナーの研究^[13]

二年までの期間に発行された一三七六件について調査した結果、そのうち約三〇%が主として銀行借入の返済に当てられていた。また、これらの発行体は年率平均四〇%の成長を示していたが、レバレッジが高く、起債前には柔軟性にあるという。かれらは一九八〇年から一九九

は時価総額の五六%（中央値、以下同じ）もの債務を抱え、そのうち銀行借入の占める比率は四〇・八%であったが、起債後は銀行借入金を返済したために、一六・五%（同）に低下している。ただし、時価総額に占める債務残高は五八・二%に若干上昇し、またインタレスト・カバレッジ・レシオは一・六九から一・四五へと低下している。したがって、起債後は収益低下が予想しうるという。さらに、この研究では、SEC登録の二七社（三六銘柄）の銀行債務と高利回り債を比較した結果、返済期間については銀行借入が四・七年（同）に対し、高利回り債が一〇・〇年であり、担保付き債務については銀行借入が五〇・〇%に対し、高利回り債が一三・九%であった。さらに、金利については、銀行借入が一一・五%に対し、高利回り債が一四・一%となつており、プラス・レートをそれぞれ一・三%、三・五%上回るものとなつている。また、銀行借入はほとんどが借換契約となつておらず、変動金利となつていて、約九割の高利回り債は固定金利である。したがって、金利だけをみると、高利回り債は銀行借入よりも割高となつていている。また、銀行借入はほとんどが借換契約が強いつことが明らかにされている。すなわち、この研究では契約条項を、営業活動、投資支出、資産処分、金融活動、財務比率など一一項目に分類して調査しているが、いずれの項目においても、銀行借入の制約の方が強く、高利回り債の方が柔軟であることを明らかにし、そしてこの柔軟性のために高利回り債の起債が選好されていると結論づけている。したがって、高利回り債の発行体は恒常に銀行借入から資金調達をソフトさせず、やがて銀行借入に戻つてくる場合が多いことも明らかにしている。

〈引受証券会社について〉

ドレクセル社破綻前の引受シェアは、一九八七年三三・四%、一九八八年二一・八%、一九八九年二三・一%

となつており、かなりドレクセル社に集中し、またドレクセル社の高利回り債の引受業務が全体の八〇%を上回る状況にあつたといわれている⁽¹⁴⁾が、最近の引受シェアは、一九九四年一位メリル・リンチ社（一六・九%）、二位ドナルドソン・ラフキン・ジェレット社（以下DLJ、一五・三%）、三位ソロモン・ブラザーズ社（一三・八%）となつていて、一九九五年には一位DLJ社（一五・七%）、二位ゴールドマン・ザックス社（一五・一%）、三位メリル・リンチ社（一一・五%）、とわずかな差でDLJ社が首位となり、さらに一九九六年一位DLJ社（一五・九%）、二位メリル・リンチ社（一一・七%）、三位ゴールドマン・ザックス社（一一・〇%）と、DLJ社が一位以下にかなりの差をつけるにいたつてゐる。DLJ社は投資適格債の引受シェアでは一位（一一・九%）に過ぎず、高利回り債引受に特化していることがうかがえる。しかし、この比率はかつてのドレクセル社のシェアには遠く及ばず、また投資適格債おける一位のメリル・リンチ社のシェア（二九・一%、二位との差は八・八%）ほどではなく、かなり市場は競合しているといえる。⁽¹⁵⁾

そして、高利回り債の引受手数料（平均）については、一九九五年では二・三七一%であり、投資適格債の〇・三九八%、モーゲージ債の〇・三二九%、ABSの〇・三三一〇%を大きく上回つており、一九九六年でも二・三〇六%とわずかに低下しているものの、投資適格債〇・四〇五%、モーゲージ債〇・四一・一%、ABS〇・三〇七%を大きく上回つてゐる。しかし、市場はより競合的になる傾向を示しており、今後手数料が全般的に圧縮される余地はあるとされているが、高利回り債の引受については専門性が高いためにその手数料率も安定的だといわれてゐる。⁽¹⁶⁾

しかし、現在高利回り債業務には商業銀行をはじめ参入が相次いでいるため、多くの引受業者はこれに注力する傾向にあり、そこで高利回り債業務のスペシャリストの引き抜き合戦が演じられてゐることが報じられている。

なかでも、UBS、フューリー・ゼルツ、ネーションズ・バンク、ナットウエストなどの外資系、さらにチエース、バンカース・トラストなどが積極的であるといわれてゐる⁽¹⁷⁾。また、地方の業者のなかにも注力する業者が出てきている。例えば、サンフランシスコを本拠とし、IPOに特化しているモンゴメリーエンターテイメント（西海岸での普通株の引受では首位）は、高利回り債部門を設置し、この業務の拡大を図つてゐる。さらに、最近アメリカでは、大手地銀の社債引受参入が相次いでいるが、バンク・オブ・アメリカなども高利回り債の引受に参加することが報じられ、また野村インターナショナルも高利回り債のトレーダーを引き抜いており、高利回り債業務は四つの収益部門のうちのひとつに数えられているといわれてゐる。⁽¹⁸⁾

〈投資家について〉

高利回り債の投資家について、ソロモン・ブラザーズ社のデータによると、一九八九年未では保険会社三〇%、投資信託・投資顧問三〇%、年金基金一五%，外国投資家七%，貯蓄貸付組合六%，その他一二%となつていて、一九九四年末では保険会社二九%，投資信託・投資顧問四三%，年金基金一五%，外国投資家・貯蓄貸付組合など一%，その他一二%となつており、保険会社および年金基金の比率はほとんどかわらないものの、投資信託の上昇と外国投資家・貯蓄貸付組合の低下が顕著である。⁽²¹⁾

まず、保険会社については、一九八〇年代を通して最大の投資家であつたが、規制当局が徐々に保険会社の資産内容に対する関心を強め、BBB格を下回る格付けの債券に対し準備金を課すようになり、さらに一九九一年エグゼクティブ・ライフ社およびファースト・キャピタル・ホールディングス社が、非投資適格債へ投資を集めさせたために摘発されるという事件があり、一時保険会社の高利回り債投資はかなり落ち込んだが、その後回

復している。

次に、投資信託であるが、とくに高利回りのミューチュアル・ファンドが一九八〇年代中盤に拡大し、その後変動はあるものの拡大している。これらの投資信託は個人資金を背景としているため、個人金融資産の増加に影響されるが、趨勢として個人金融資産は増加傾向にあるため、拡大が予想されている。また、高利回り債の流通価格は長期金利とともに需給要因や株価変動に左右される傾向が強いといわれるが、現在の株高の中で資金の流入が続き、やや相場過熱傾向が懸念されている。

第三に、年金基金についてであるが、年金基金の総資産は巨大であるものの、その運用は一般的に保守的であり、高利回り債に関する慎重な姿勢を示していた。とくに、一九八〇年代には高利回り債は買収資金調達手段とみなされ、さらに一九八九年から九〇年にかけて相場が急落したこともあって、高利回り債への投資に大きく影響した。その後、一九九一年に高利回り債の総収益がかつてなく上昇したことによって、かなり見方は変化し、高利回り債投資へのシフトがみられたが、九〇年代にはいってそれほど投資は拡大していない。

最後に、その他の投資家についてみると、まず商業銀行や貯蓄貸付組合は現在の規制のもとでは高利回り債に投資をすることができない（従来相当なシェアを占めていた貯蓄貸付組合も保有する高利回り債の売却が義務づけられた）。また、個人ないし事業法人の投資は過去一貫して低位である。したがって、いわゆるヴァルチュー・ファンド（Vulture Funds：ハゲタカ・ファンド）が投資家としてあげられるが、これらのファンドはリミテッド・パートナーシップなどの組織であり、破綻ないし問題企業への投資を手がけ、高利回りを追求している。しかし、これらのファンドは問題企業の債券が額面に近すぎると投資を手控え、また場合によつてはバランス・シートに問題のある健全な企業を選択して、その債務を軽減させるために株式に投資し、リストラをさせて

おり、必ずしも高利回り債市場の拡大要因になるかどうかは明らかではないといわれている。⁽²²⁾

〈まとめ〉

以上、最近の高利回り債市場の概況を紹介したが、日本でも適債基準の撤廃によって、低格付けの債券発行が制度的に可能となっている。それにもかかわらず、現在のところ国内公募普通社債ではこのような銘柄の起債はなされていない。この理由については、現下の低金利では調達金利の面で、このような起債よりも銀行借入の方が有利であることが指摘されている。しかし、本稿で紹介したギブソンとワーナーの研究では、アメリカでも高利回り債の起債の方が調達コストが高いことを示唆して興味深い。もしこの研究結果が妥当ならば、日本で低格付けの起債がなされない理由を調達コスト以外の要因に求めなければならなくなるが、これについての考察は別稿に期したい。

〔注〕

- (1) いわゆる格付け機関による格付けがB.B格以下の低格付け債、いわゆるジャンク債を指すものとする。

- (2) 一九七七年以前の低格付け債の新規発行は、大半が株式への転換請求権を付与されており、そのため発行は株式市場の動向に大きく影響されていたが、リーマン・ブラザーズ社は、転換請求権ではなく、高利回りを付与することによって、低格付け会社の社債発行を可能にしたといわれる（これについては、柴田武男「アメリカにおける起債市場の変貌」、「証券研究」、第八四巻、一九八八年一〇月、参照）。しかし、同社はこの分野に進出することによつ

（松尾）

て、名門投資銀行としての評価が下がり、優良企業を顧客から逃すことを恐れたために撤退し、かわってドレクセル社が参入したといわれる（これについては、カリー・ブルック著『ウォール街の乗取り屋』、東洋経済新報社、一九八九年、六四ページ、参照）。

- (3) Fridson,Martins..and Wahl.Fritz. "Plain Talk About Takeover". *High Performance*. Morgan Stanley& Co., Incorporated.New York.February1986. 参照。ただし、このサービスは、発行田舎見書に買収田舎であることが記載されている。八四年から八五年に起債者が買収を行ったものを取り上げており、実際は買収のたまに使われたものと想定される。
- (4) U.S. Congressional Research Service."The Role of High Yield Bonds [Junk Bonds]in Capital Markets and Corporate Takeover :Public Policy Implications".1985. p.24.
- (5) ibid.p.25.
- (6) ibid.p.26.
- (7) ibid.p.26.
- (8) 例えば、イングスメント・バンカーのF.Rohatynは、次のように述べている。「資本市場における高利回り債による資金調達の積極的役割を認める」とも、逆にその最近の拡大の合理性を疑問視する、ともに可能である。……しかし、徐々にこれらの手段の利ような過度なものとなりつつある。……」これらの債券は、その利子を払うために資産を売却していくよくな手の經營手法によっている。……また、大企業が投機的な債務を返済するためだけに、従業員や地域社会や顧客にかまわず、至ねきのように簡単に切り刻まれてよいのか、政策上疑問である（Rohatyn, F.. "Junk Bonds and Other Securities Swill ".*Wall Street Journal*. April 18.1985）。
- (9) 例えば、ドレクセル社は、次のようく述べている、「かつては企業の規模が経済的に価値のある企業買収を妨げていた。そして、非生産的で保守的な経営を保護して来た。なぜなら、大企業の支配権を獲得するためには莫大な資金が必要であり、それに挑戦する」とは困難であった」（注4と同じ、一七頁）
- (10) ただし、ドレクセル社は、これらの新興企業が低く格付けされてくることについて次のように批判している、「格付け機関は、企業規模、過去の業績、業界内での位置づけ、財務比率分析を常に強調してきた。しかし、経営能力や将来の見通し、そして一般株主に対する態度はさらに重要である。……低格付け企業は、業績見通しが改善していくなかなか格上げされないとどう経験をしてくる。つまり、【疑わしきは低く格付けよ】となる強い警戒心のために、財務状態が改善しても低い格付けのままだある。……中小企業や初めて格付けを取得する企業に比べて、周知性の高い企業は高く格付けされやす」（Drexel Burnham Lambert . "The Case for High Yield Bond". New York ,1985,p.6）。また、拙稿「米国資本市場におけるジャンク・ボンドの成長要因」、「経済評論」、一九八七年七月、は高利回り債が成長企業の資金調達手段となる点を看過すべからずことを主張している。
- (11) ドレクセル社の破綻については、佐賀卓雄「ジャンク・ボンド市場とドレクセル・バーナム・ラングール社」、「経済研究」、第四卷第三号、一九九〇年九月、および同「ドレクセル・バーナム・ラングール社の没落」、(1) (2)、「商品先物市場」、一九九〇年五月、六月、参照。
- (12) 柴田武男「ドレクセル社倒産後のジャンク・ボンド市場」、「証券研究」、第一一一巻、一九九五年一月、参照。また、この研究ではジャンク・ボンドの範疇に格付けBB以下の債券と無格付けの債券を含む、あるいは転換社債も含めてくる。
- (13) Gilson, Stuart and Jerold Warner. "Junk Bonds. Bank Debt. and Financial Flexibility".

University of Rochester Working Paper, March 1995.

(14) 楠原、柴田(一九九五)^o 1<0<—^o、參照。

(15) *Investment Dealers Digest*. January 8.1996 & January 13.1997^o

(16) *Investment Dealers Digest*. February 17.1997.

(17) *Investment Dealers Digest*. June 24.1996.

(18) *Investment Dealers Digest*. November 11.1996.

(19) 「口銀金鑑新編」一九九七年四月八日^o

(20) *Investment Dealers Digest*. June 10.1996.

(21) 安藤謙次「米國ハイ・ヤーネル債券の現状と展望」、「公社債年報」一九九四年六月、參照。

(22) Fridson, Martin and Michael Cherry. "The Future of the High Yield Bond Business". in *The New High Yield Bond Market*, edited by J. Lederman and M.Sullivan. Chicago: Probus, 1993.

投資アドバイスについて

はじめに

最近、新聞等で毎日のように、個人金融資産二二〇〇兆円という数字が取り上げられ、資産管理・運用ニーズの高まりが指摘されている。事実、大手証券や銀行は、投資顧問会社と投信委託会社を合併させるなど、資産運用能力の向上を図つており、また、外資系資産運用会社の日本進出も本格化しつつある。一方、大蔵省も、資産管理サービスの一つとして一任勘定取引を解禁する方向にあると伝えられている。米国においても、一九七五年の委託手数料の自由化以降、証券会社の業務の中で最も高い伸びを記録したのが資産管理業務であり、自由化の迫る日本の証券会社にとってもその重要性は今後ますます高まると思われる。

このように注目を集めている資産管理・運用サービスであるが、では、それはそもそもいかなるサービス、業務なのかを考える場合、高度な運用技術や執行テクニックが探求されると同時に、その基本にあるのが投資アドバイスであるといふことも再確認されるべきではないかと思われる。解禁が議論されているラップアカウントも、後述のように投資アドバイスを分解（アンバンドリング）した商品と考えることができるであろう。また、委託手数料自由化後には、一方で手数料を下げるブローカー（ディスカウント・ブローカー）が現れると同時に、他方で、価格ではなく顧客へのサービスの質で競争する証券会社（フルサービス・ブローカー）も現れるはずであるが、その際のサービスとは、基本的に投資アドバイスになると思われる。では、投資アドバイスとはそもそもいかなるサービスなのか、周知の事柄であるかもしれないが、米国証券会社と比較しながら、日本の証券市場に

おける投資アドバイスの役割について簡単にまとめてみた。

投資アドバイスとは何か

投資アドバイスとは何か。改めて確認するまでもないが、それは、顧客の投資戦略や許容リスクにもとづいて、投資家に適合した銘柄を推薦するということである。つまり、投資アドバイスは、顧客属性の把握という要素と銘柄の分析・選択という要素の二つから成り立っている。顧客属性の把握は、これまでそれほど重視されてこなかつたようと思われるが、二つの要素のどちらが欠けても、付加価値の高い投資アドバイスを提供することは不可能であろう。

ここでいう顧客属性とは、顧客の資産額、運用額、運用期間、運用目標、許容リスクなど、顧客の投資家としてのプロファイルのことである。それを証券会社が正確に把握することは、適合性の原則があるため、あるいは決済リスクを回避するためしかたなく行うものというよりも、顧客への付加価値あるサービスの提供、すなわちビジネスチャンスと考えられるべきであろう。なぜなら、大抵の個人投資家は、自身のことであるといつても証券市場の中で自分がどのような性格の投資家ということになるのか、正確に判断することは難しいからである。そこに、証券会社がプロフェッショナルとしてサービスを提供する（その見返りに報酬を得る）余地が存在するのである。ファイナンシャル・プランナーを、こうした顧客属性の把握というビジネスが発展・独立したものと考えることもできるであろう。

投資アドバイスのもう一つの要素である銘柄分析・選択は、アナリストによるリサーチとしておこなわれているが、米国では、中小証券会社も、独自の得意分野を作り出すことで、大手証券会社に負けない銘柄選択能力を身につけている。すなわち、大手証券会社が、多数のアナリストを抱えて多くの業種・企業についてリサーチをおこなっているのにに対して、中小証券会社は、大手が扱っていない特殊な業種、流行の先端業種、あるいは中小型株を対象とすることで、扱っている数は少なくとも当該分野では大手に負けない質の高いリサーチをおこなっている。そうした自社でのリサーチは、ブローカー業務、資産管理業務、引受けやディーリングにも活かされる一方、自社で扱っていない業種・企業については、他社からリサーチ・レポートなどを買い入れることで対応している。

このように、付加価値の高い、すなわち自由化後も顧客から高い手数料を徴収できる投資アドバイスを提供するためには、顧客をその許容リスクを中心に細かく性格付けするとともに、投資銘柄もその成長性とリスクの組み合わせで分類することによって、顧客にあつた銘柄を推薦することが必要なのである。

つまり、投資アドバイスとは、ファイナンシャル・プランナー的要素（顧客属性の把握）とアナリスト的要素（銘柄選択）を合わせたものと考えられる。具体的には、米国証券会社では、銘柄選択・分析は社内アナリストの（あるいは外部から購入した）リサーチ・レポートとして現れ、それを営業員が咀嚼した上で、顧客に伝達するという形をとっている。つまり、営業員が、ファイナンシャル・プランナーとして機能しており、顧客とリサーチ・レポートを媒介する役割を担っているのである。日本の証券会社では、営業員がアナリスト資格を取得する場合が多いようであるが、米国ではそうしたケースは稀であろう。米国の営業員は、むしろ顧客の側に立って、会社（＝アナリスト）が営業員（＝顧客）に提供するレポートの質を判断する立場にあるのである。したがって、営業員は、いいレポートを出してくれる証券会社を求めて会社を移ることになるのであり、また、会社の側でも、優秀な外務員（＝顧客）を集めるために、いいレポートの提供、そのための優秀なアナリストの採用に努めるの

である。また、アナリストも、実際に自分のレポートが営業に使われなければ評価されないため、自分のレポートを営業員に積極的に売り込もうとする。アナリストにとつては営業員が顧客なのである。

解禁に向けて議論されているラップアカウントは、この投資アドバイス・サービスを分解したものと考えることができる。ラップアカウントの代表的商品であるコンサルタントラップは、投資家に外部の投資顧問を斡旋するというものであるが、そこでは、証券会社は投資家ニーズの把握に特化し、実際の運用は外部の投資顧問に外部委託されている。つまり、投資アドバイス・サービスの内、顧客属性の把握は証券会社がおこない、銘柄の分析・選択は投資顧問がおこなうという形に役割分担されており、そうすることにより、証券会社と投資顧問は、それぞれの弱点（証券会社にとつては銘柄選択、投資顧問にとつては顧客属性の把握）を補いあうことができるのである。

日本における投資アドバイス

「」のように米国の証券会社では、投資アドバイスが極めて重要視されているのであるが、日本では、これまでアドバイスの役割が著しく小さかつたのではないだろうか。例えば、日本の証券会社では、手数料収入の低下に対して調査部門が削減されているといった報道も見られるが、米国ではむしろ逆である。会社の営業成績が下がった場合には、「営業成績が悪いのはレポートの質が悪いから」と考え、アナリスト部門の拡充が図られることも珍しくないのである。

日本における投資アドバイスへの過小評価は、法（解釈）のあり方にも現れている。そもそも日本では、証券会社が独立した業務として投資アドバイスを提供することが認められていない。投資アドバイス（投資助言）の

提供は投資顧問業務とされ、投資顧問業と証券業の兼業は禁止されているからである。⁽¹⁾ 投資顧問業法が作られた際の証券取引審議会の答申『投資顧問業の在り方について』（資本市場研究会、一九八五年）では、「（証券会社が顧客に対して行う）助言行為は、あくまでも、有価証券の売買の取次、代理等の証券業務の一環として行われるものであり、その対価は、独立の手数料体系をなしていない。いわば、こうした助言行為は、証券業務の中の過程で生ずることはあっても、それ自体は独立の営業行為として確立されていないと見られる」（六四頁）とされている。投資アドバイスが、ブローカーにおける一つのビジネスとなることは否定されているのである。しかしながら、これは委託手数料の自由化には適合しない発想であろう。自由化以後の米国のフルサービスの証券会社は、いわば、「株を売る」のではなく、「投資アドバイスを売っている」のである。「株を売る」だけなら、ディスクOUNT・ブローカーが安い手数料でおこなつており、フルサービスの証券会社はやつていけないからである。

また、同答申では「証券会社が一般的の顧客と投資顧問契約のある顧客とを区別するような助言を行うことは好ましくない」（六五頁）とも述べられているが、ビジネスとして投資アドバイスを提供する以上、手数料の多寡に応じてサービスの質・量に差がつくのは、むしろ当然であろう。

投資アドバイスは、このように証券会社の独立した業務として認められてこなつたのであるが、そのため、それが顧客のためであることを期待することも法的には不可能だとされている。例えば、【注解証券取引法】（野村證券法務部編、一九九七年、有斐閣）では、「証券会社の役職員は、勧誘に係る取引を成立させるため、それに付随する行為として、取引に関する助言等のサービスを提供することになる・・・。しかしながら、このサービスが当該取引相手方たる顧客の利益を図るために情報の提供であることを期待することは、証券会社の仲介者としての本質を誤解したものであるといわざるを得ない。・・・（なぜならば）ブローカーとしての委託者に対

する善管注意義務……（は）、適正な時価において売買を成立させるよう努力することを内容とするものである……（からである）」（五九八頁）と述べられている。確かに、独立したビジネスとして認められない以上、それが「顧客の利益を図るための」ものであることを法的に求める、ことは困難であるかも知れない。しかし、独立していない、付隨的なサービスであったとしても、そこに付加価値を付けることが禁止されているわけではない。なぜそこに付加価値を付けた商品が正当に一つの商品として評価されるマーケットが成立してこなかつたのであろうか。

例えば、自動車メイカーには、製造する車について安全性等についての法的な義務があると思われるが、しかし、自動車メイカーは、法的に強制されていない分野でも、例えば、燃費や居住性、デザインなど様々な点で商品の付加価値を高めようと競いあつてゐる。「顧客の利益を図るため」に燃費を改善するよう法律で義務づけられているわけではない。にもかかわらず、消費者がそうした付加価値を評価しており、マーケットが成立しているからである。ところが、証券会社のサービスのマーケットでは、投資アドバイスが付加価値ある商品として消費者たる投資家から評価されることが少なく、したがつて、製造者である証券会社側にも積極的にそれを供給するインセンティブが存在しなかつたということであろう。

こうした状況下で手数料が自由化されれば、証券会社にとつては、付加価値の高いサービスを提供しようにも、それを評価する（高い手数料を払う）消費者（投資家）がない以上、それは極めて難しいのではないだろうか。その場合には、ほとんどの証券会社がディスカウント・ブローカーとなることにならう。しかし、米国のディスカウント・ブローカーのほとんどはメーデー以降に設立された会社であり、フルサービスから移行したという例は皆無ではないが極めて少ない。既存の人員やノウハウが無駄になるからである。また、ディスカウント・ブロ

ーカーの場合、他社との差別化が難しく、規模の経済が働くため、少数の業者への寡占が生じる可能性が高い。

米国では、ディスカウント・ブローカー市場のおよそ八割は、大手三社が占めていると言われる。

投資アドバイスと持ち合い

このように日本では、投資アドバイスが評価されてこなかつたわけであるが、その理由は単純である。株式投資に役立たなかつたからである。いくら企業業績を分析したところで、株価がそこから考えられるよりもはるかに高いところで推移していれば、アドバイスの介入する余地はない。そしてそのように株価を高く吊り上げた最大の要因は、銀行を中心とした持ち合いということになるであろう。企業業績から離れた政策投資が大きなウエイトを占めるようになれば、企業業績を中心とした銘柄分析の意味は半減する。逆に、持ち合い成立以前には、日本でも投資アドバイスが成立した時期があつたのではないかと思われる。事実、一九五〇年代には、マクロ経済と産業構造変化を中心としたりサーチをおこない、売り推奨を含めた投資アドバイスで急成長した中小証券会社も存在したのである。

しかしながら、七〇年代になれば、そうした投資アドバイスが機能する余地は限られてしまつたのではないだろうか。とは言え、持ち合いにより株価が企業業績から乖離してしまふと、別種の「アドバイス」が可能となる。つまり、株価は、企業業績から離れば、あとは、単純に需給で決まることになるため、需給を正確に予測できれば、そのアドバイスとしての価値は極めて高いものになるのである。だからこそ、瞬間瞬間の板情報から、手口情報、あるいは大手証券会社の営業動向、さらには上位株主構成の変化などの情報が、企業の業績情報などよりもはるかに重視されたのである。この「アドバイス」では、当然、多くの注文を集められる大手証券会社が決

定的に有利となろう。そして、そうした需給は短期間で変化しやすいため、「アドバイス」を受けた投資家も、短期間での利益を求めることになる。短期型の投資スタイルが、委託手数料に依存する証券会社にとつて望ましいのは言うまでもないであろう。

しかし、こうした需給情報は、注文をつなぐブローカー、あるいは幹事証券であるがゆえに獲得できるものであるため、それにもとづく「アドバイス」には、①不透明、②アクセスが平等でない、③利益相反の危険性が高い、などの弊害がともなう。先に見たように、これまで、証取審答申などが、ブローカーの投資アドバイス提供に対して制限的であったのは、こうした、証券業務に付随して証券会社に入る情報が、ブローカーから特定の顧客に裁量的に提供されることを防止するためだったのではないかと思われる。

しかしながら、バブルがはじけ、持ち合いの解消も一定程度進む中で、株価も、企業業績予測にかつてよりも大きく反応するようになってきた。こうした動きがさらに進めば、今後は、日本でも米国型の投資アドバイスの役割が大きくなるのではないかと思われる。その際には、株式投資は、「短期的な株価への投資」から「長期的な企業への投資」へと変化することになる。それと同時に、投資家層の拡大も期待される。不透明な情報にもとづく短期的な「株価への投資」が、少数の個人にしか受け入れられない一種の趣味・嗜好であるのに対し、「企業業績への投資」は、預貯金と並ぶ一般的な資産形成の手段として成り立つからである。

(伊豆)

(1) 米国では、証券会社は投資顧問業を兼業することができ、登録の必要もない。ただ、投資顧問サービスで独立の収入を得る場合には(リサーチ・レポートを販売する、預かり資産に応じて投資アドバイス手数料を徴収するなど) 登録が必要である。

米国における株式オプションの 重複上場

わが国での株式オプション取引の開始は本年七月一八日からとされており、五月一九日には大阪証券取引所と東京証券取引所でそれぞれの上場オプション二〇銘柄が発表された。このうち両取引所での重複上場は東レ・新日本製鉄・日立製作所・ソニー・三井物産・日本興業銀行・東京三菱銀行の七銘柄で、大阪証券取引所での単独上場は武田薬品工業・ブリヂストン・NEC・松下電器産業・ローム・京セラ・三菱重工業・トヨタ自動車・本田技研工業・任天堂・NTT・住友銀行・東京海上火災保険・東京証券取引所での単独上場は大成建設・キリンビール・三共・富士写真フィルム・小松製作所・デンソー・日産自動車・キャノン・リコー・大日本印刷・セガエンタープライゼス・セブンイレブンジャパン・東京電力であった。

本稿では世界に先駆けて株式オプションを上場し、活発に取引を行われているアメリカでの重複上場をめぐる問題を紹介する。国内における株式オプションの重複上場はアメリカ・カナダ・ブラジルでのみ行われており、その他の国には存在しない。

重複上場問題の発端

アメリカにおける株式オプションの重複上場をめぐる問題は取引開始直後にまで遡るとも言われており、その後二〇年近くに及ぶ議論の紛糾がこの問題の複雑さを表している。

シカゴ・オプション取引所（CBOE）は証券取引委員会（SEC）の承認を受け、一九七三年四月に上場株式のコール・オプションを取引するパイロット取引所として株式オプション取引を開始した。この年の後半にはアメリカン証券取引所（AMEX）とフィラデルフィア証券取引所（PHLX）が株式オプション取引を導入する意向を示したが、SECはCBOEでの経験の評価が不十分であり、とりわけAMEXとPHLXがCBOE上場銘柄の重複上場を希望している点について慎重に考慮する必要があるとして結論を先送りした。その後、SECは株式オプションの重複上場に関するパブリック・コメントを求めたが、この問題に対する姿勢を明らかにせず、AMEXとPHLXが当初は重複上場を行わないということで認可を与え、一九七五年一月にAMEX、同年六月にPHLXで株式オプション取引が開始された。

株式オプションの最初の重複上場は一九七六年二月にCBOEでPHLX上場銘柄（Boise Cascade Corp.）について行われ、同年三月にはパシフィック証券取引所（PSE）の重複上場を含めた株式オプション上場申請をSECが認可し、同年四月にPSEが取引を開始した後、他の取引所でも重複上場が相続いで実施された。（なお、同年一二月にはミッドウエスト証券取引所（MSE）においても株式オプション市場が開設された。）

一九七七年三月にはコール・オプションに加えてプット・オプションの取引も開始されたが、PHLXはSECに対しても同一年一月一日以降の重複上場銘柄の取引停止を陳情し、SECは「オプションの重複上場に関する現行政策」に関する公聴会を開き、再びこの問題に対するパブリック・コメントを求めた。SECはパブリック・コメントを受けて、重複上場銘柄のフロアブローカーによる自己売買の急増が流動性に関する誤った認識を与えるとして自己売買高の公表を行つたが、重複上場の是非に関しては言及しなかつた。同年六月にはニューヨーク証券取引所（NYSE）がNYSE上場株式のオプション取引をSECに申請し、一九七五年改正証券法の精神に則れば重複上場には問題がないと主張した。さらに全米証券ディーラー協会（NASD）も株式オプションの重複取引に参加する意向を示した。

他方、急速な株式オプション市場の拡大に伴つてオプション取引には不適当な投資家の勧誘等が表面化し、SECは一九七七年七月に既上場オプションの取引は認めるが、新規上場を一切停止するというモラトリームを発令し、株式オプション取引についての調査を開始した。そして一九七九年二月にその調査結果を『オプション市場に関する特別調査報告書』（オプション報告書）という形で発表し、取引所による監視・監督体制の整備と業者による投資家の適切な勧誘を提言したが、株式オプション取引そのものの問題や原株市場に及ぼす影響については明らかな欠点は見あたらず、特別な改善措置の要請は行われなかつた。この報告書の提言に対する取引所や証券業界の対応を受けて一九八〇年三月にSECはモラトリームを解除した。

オプション報告書

『オプション報告書』の主たる対象は取引所による監視・監督体制の整備と業者による投資家の適切な勧誘であつたが、第Ⅳ章「市場構造」では①株式オプションの重複上場、②株式オプション取引と原株取引の統合、③店頭市場（NASDAQ）での株式オプション取引、④NYSEでの株式オプション取引、⑤株式オプション取引における全米市場システム（NMS）も検討された。

一九七七年七月のモラトリーム発令時点では一八銘柄の株式オプションが五つの取引所に上場されており、のうち一五銘柄が重複上場されていた。重複上場に伴う市場の変化を価格継続性と気配値スプレッドに関して重

複上場前後で調べた結果は概して好ましいものであったが、計測期間が短く、二二銘柄（七銘柄は後に重複上場廃止）すべてを調べたわけではないので、重複上場の影響についての結論は留保された。ただし、フロアにいるかどうかにかかわらず聞き取りを行つたほとんどすべてのトレーダーは重複上場が市場の質を改善したと答えていたと付け加えられている。

しかし、実際には重複上場銘柄の取引の大半はCBOEかAMEXかのいずれかに集中しており、PHLX・PSE・MSEのシェアは極めて小さかった。この原因は多くのブローカー業者が小口注文を最も取引シェアの大きい取引所へ他の取引所の気配値にかかわらず発注するシステムを採用していたからである。（ブローカー業者による自動発注システムが重複上場に及ぼす影響は、一九七八年五月一九日にメリルリンチが業務上の理由でアメリカンエクスプレス・バリーマニアファクチャリング・デジタルエクイップメント・ナショナルセミコンダクターの四銘柄の発注先をCBOEからAMEXへ変更した際にも顕著に現れていた。）この発注システムが採用され続ける限りはシェアの小さな取引所がいくら努力をしてもシェアを引き上げることはできず、市場間競争が価格形成に及ぼす影響も限られたものとなるため、SECは原株市場での取引所間注文回送システム（ITS）のような市場連結システムの構築の必要性を示唆しているが、個別株オプションの気配値情報が最良気配での執行可能数量を明示していないために市場連結システムを導入しても注文の回送が難しいことも認めている。

さらに、PHLX・PSE・MSEでは株式オプション関連の収入の占める比率が高く、株式オプションの市場連結システムがないまま、ブローカー業者が小口注文の固定発注システムを採用している現状では、これ以上の重複上場銘柄の拡大は地方取引所の株式オプション取引からの撤退のみならず、地方取引所の存続にも関わり、ひいては株式市場のNMS構想にも支障をきたす可能性があるとして、慎重な姿勢を示した。（なお、株式市場

での重複上場でNYSEにシェアを奪われたAMEXはNYSEの株式オプション市場参入は地方取引所の存続基盤を危うくするとして強行に反対していた。）

このほか、NASDAQでの株式オプション取引については、NASDAQ銘柄はリアルタイムの取引情報がなく、代表的気配値が用いられているのでオプション取引の対象として不適当であり、上場銘柄のオプション取引は厳しい規則に従う取引所のマーケットメーカーを不利にする危険性があるとして否定的な見解が示された。また、NYSEでの株式オプション取引に対しては、NYSEの原株市場での圧倒的な地位がオプション取引に及ぼす影響、オプションのマーケットメーカーが原株の板情報や口コミ情報を入手して他の取引所のマーケットメーカーよりも有利な立場に立つ可能性等を考慮して、オプション市場の連結システムを構築し始めるまで慎重に検討を進めることが明らかにされた。

新規上場銘柄のくじ引き割り当て方式

オプション報告書に盛り込まれた取引所による監視・監督体制の整備と業者による投資家の適切な勧誘といった提言に対して取引所や証券業界が答え、一九八〇年三月に新規上場の凍結というモラトリームは解除された。その際、NYSEとNASDAQの株式オプション取引参入に対する認可は延期されたが、重複上場の拡大に関しては触れられなかつた。しかし、重複上場の拡大凍結という前提で新規上場銘柄の各取引所への割り当て方式が各取引所に諮問され、AMEXを除く四つの取引所はくじ引き方式を提案した。（したがつて、当面の新規上場はコール・オプション上場銘柄のプラット・オプション上場に限られることになった。）

同年六月にSECはくじ引き方式の採用を決定し、CBOEに上場オプションを譲渡したMSEを除く四つ

取引所の間で六月三〇日に六〇銘柄の新規上場銘柄のくじ引き方式による割り当てが実施された。この割り当て方式はわが国のプロ野球で採用されているドラフト制度と同じものであり、くじ引きの結果に応じて順番に銘柄を割り当てるという方式である。六月三〇日に初めて実施された割り当てではNYSEの一六銘柄を獲得したCBOEが最初の二巡を棄権するという形で行われ、CBOEは九銘柄、AMEX・PHLX・PSEは一七銘柄をそれぞれ獲得した。

他方で、SECはオプション報告書に基づいて重複上場を拡大する基盤として、原株市場でのITSのような市場連結システムの構築、ないしはブローカー業者の顧客注文を個別に各取引所に回送する規則を提案したが、一九八〇年七月には業界から拒絶された。さらにSECは各取引所で共通の指値注文板を使用するという指値公開システム（LOES）の導入を提案したが、一九八一年一月にブルックリン法律大学院のポーザー教授が取りまとめたオプション取引所の共同報告書はこの提案に対しても否定的な見解を示した。現状では指値注文のうち限られた部分だけがオーダー・ブック・オフィシャルないしスペシャリストに預けられており、この部分だけを共有しても各取引所を有効に結ぶことにはならないというのが最大の理由であり、コンビネーション注文や条件付き注文が処理できないことも付け加えられていた。

こうした重複上場を拡大する基盤整備に対するオプション取引所の消極的な姿勢に対し、SECは政府保証住宅金融公庫債（ジニメイ債）のオプション取引の重複上場を認める決定を下し、オプション取引所を牽制する動きにでた。

店頭銘柄を対象とした株式オプションの上場

一九七三年の上場開始から急速に拡大した株式オプション取引は一九七七年七月から一九八〇年三月までのモラトリアム期間中にも拡大し、モラトリアム解除後も拡大を続けたが、対NYSE売買高比率では一九八一年をピークとして減少へと転じることになった。これはコール・オプションに統いてプット・オプションの上場が一巡し、新たなオプション取引の対象となる株式が減少して銘柄数の増加による拡大が限られていたことに加え、一九八二年にはS&P五〇〇先物等の株価指数先物取引が開始され、一九八三年にはCBOEの出来高上位銘柄からなるS&P一〇〇株価指数オプションが取引されて、個別銘柄固有の情報に基づかない取引はこれらによつて代替されていったためと言われている。こうした沈滞状況を打開するために、株式オプション市場関係者の間では上場オプション取引の対象を取引の盛んな店頭銘柄にも拡大しようとする気運が高まっていた。

このような状況の下でSECは一九八五年二月にNYSEに条件付きで株式市場への参入を認める決定を下した。その条件とは、①取引対象を他の取引所に取引されていない上場銘柄に限り、上場銘柄の決定に際してはくじ引き方式に従うこと、②NYSEの原株取引フロアとは隔離されたフロアで取引を行うこと、③株式のスペシャリストによるオプション取引はヘッジ目的を除いて担当銘柄のオプション取引を禁じること、④自己売買を行うディーラーは株式フロアを退出後一時間はオプション取引をできないこと、の四つであった。

他方、SECは同年四月にCBOE・AMEX・PHLX・PSE・NYSEに加えてボストン証券取引所（BSE）にも店頭銘柄を対象とした株式オプション取引を認可し、NASDAQにも一年間のパイロット・プログラムとして店頭銘柄の株式オプション取引を同年一〇月一日以降に認める決定を下した。ただし、店頭市場での株式オプション取引は原株のマーケットメーカーがオプションのマーケットメーカーを兼任するサイド・バイ・

サイド取引であり、各取引所のマーケットメーカーにも原株の取引を同時にを行うサイド・バイ・サイド取引を認めることを条件としてNASDAQの参入を認めるというものであった。また、店頭銘柄のオプション取引に関するくじ引き方式による振り分けを行わず、重複上場を認めるという決定も同時に行われた。

SECのこうした決定の背景にはオプション報告書以来、繰り返し行われた市場連結システムの構築提案に対する各取引所の消極的な姿勢が関係していると考えられるが、NYSEや店頭ディーラーの参入に加えて、重複上場を前面に押し出した姿勢の転換は市場関係者を大いに驚かせた。

店頭銘柄を対象とする株式オプションは同年六月四日にCBOE・AMEX・PSE・NYSEで六銘柄を対象として開始され、六月一〇日にはPHLXも参加して再び熾烈な市場間競争が再開された。しかし、NASDAQの株式オプション取引への参入は一九八六年一月二〇日に延期された後、SECに課されたサイド・バイ・サイド取引の取引所への適用という条件をNASDAQが受け入れられず、結局は見送られることになった。というのもサイド・バイ・サイド取引が取引所にも認められることになれば店頭株式の取引を取り戻す可能性が高いと考えられたことになり、オプション取引に参入したばかりのNYSEに原株取引を奪われる可能性が高いと考えられたからである。NASDAQの優良銘柄の取引はNYSEの優良銘柄の取引にも匹敵しており、これらの銘柄を対象とした株式オプション取引をからならず獲得できるとは限らず、場合によつては原株取引をも失うという最悪の事態を考えればNASDAQの選択は十分に理解できる。

SECによる重複上場の決定

一九八六年一一月にSECは株式オプションの重複上場に関する二つの報告書を作成し、株式オプションを上場する五つの取引所に論評を求めた。報告書の結論は重複上場銘柄の気配値スプレッドが単独上納銘柄のスプレッドよりも二〇%小さく、重複上場が解禁されれば投資家は年間一億五〇〇〇万ドルの費用を節約できるというものであった。この報告書の作成は店頭銘柄の株式オプションに重複上場を認めた先の決定の延長線上にあり、学術的な調査報告書というよりもSECが本格的に重複上場の解禁へ向けて動き出したサインとして受け取られた。

この報告書に対しても、一九八七年二月にCBOEとPHLXは専門家による否定的な論評を提出し、PSEも反論を提出したが、AMEXとNYSEは重複上場を歓迎する意向を示した。CBOEの論評はヴァンデルヴィルト大学のストール教授の見解に基づき、執行コストを推計するためには気配値スプレッドではなく、実際の取引価格を用いるべきであるというものであり、PHLXの論評はコーネル大学のシュミット教授の見解に基づき、原株の気配値スプレッドを調べずに株式オプションの気配値スプレッドだけを比べることには問題があるというものであった。

同年六月一八日には株式オプションの重複上場に関するパブリック・コメントを九月一八日まで受け付け、九月二九日に公聴会を開催することを決定し、結論がでるまではくじ引き方式による新規上場銘柄の割り当てを自主的に延期することを各取引所に要請した。また、この問題に決着がつくまでは各取引所から提案されている上場オプションの適格基準の見直しは行わないことも明らかにされた。

しかし、この決定に対する各取引所の対応は否定的であった。まず、重複上場に賛成のNYSEが当初の予定通り新規上場銘柄のくじ引きによる割り当てを六月一二日に実施した。NYSEの言い分は他の取引所と違つて株式オプション取引に遅れて参入したNYSEは一三銘柄の上場銘柄しか持たず、スペシャリストの収入や設備

への投資から見てより多くの銘柄の上場を必要としており、現時点では重複上場そのものが決定されたわけではなく、この秋に重複上場への移行が決定されたとしても実際の取引開始までには相当の期間を要する可能性があるというので、この割り当て自体は以前から予定されており、かならずしもSECの決定への反対表明ではなかった。他方、当初より重複上場に反対してきたCBOE・PHLX・PSEは議会を通じてSECの重複上場推進の撤回をもくろんだ。ベンシルバニア州のハインツ上院議員は同年八月の上院銀行委員会の承認公聴会においてSECの委員長が予定されていたルーダー氏に対しても①オプション版NMSに必要な新たなテクノロジー、②投資家の注文に対する保護装置、③重複上場に伴う費用とリスクに関するより詳細な調査を要求し、確約を得た。また、下院エネルギー・商業委員会のメンバーへのロビー活動も活発に行われ、SECは公聴会を一月一七日に延期し、パブリック・コメントの期限を二月四日に変更して上院銀行委員会で取り上げられた問題へのコメントを追加して求めた。この後、一〇月十九日のブラック・マンデーが発生し、株価暴落の究明にSECの優先課題が移ったために公聴会は一九八八年二月に再度延期された。

一九八八年二月一日によつやく実施された公聴会では予想通りCBOE・PHLX・PSEが重複上場に反対の立場をとり、AMEXは重複上場に賛成の立場に立つた。反対側ではブラック・マンデー後に取引は急減しており、メリットの不確かな重複上場に多額の費用を負担するには最悪の時期であるとPHLXが主張し、重複上場は市場を分割し、注文の執行を損なうのでメリットよりもデメリットの方が大きいとCBOEが主張し、PSEは少なくとも総合的な気配値提供システムによって市場が効果的に連結されるまで重複上場を延期すべきであると主張した。さらに、CBOEの調査ではCBOEとAMEXに重複上場されているバトルマウンテンゴーラードの気配値は取引時間の約10%で異なつており、PSEの調査ではAMEXとPSEに重複上場されている

マイクロソフトの気配値は取引成立時のうち約5%で異なつている現状が付け加えられた。これに対して賛成側では、重複上場は各取引所により効率的な注文執行サービスを提供するインセンティブを与え、スプレッドの縮小を通じて投資家に利益をもたらすとAMEXが反論し、NASDのマーケットメーカーを代表したマドフ社も重複上場は投資家に数百万ドルの費用の節約をもたらすと主張した。

続く三月には下院エネルギー・商業委員会のデインギル委員長が先の公聴会では十分な議論が尽くされていないとしてSECのルーダー委員長に数多くの項目に関する質問状を送付した。その後、SECの最終決定は早くとも一九八九年六月一日以降に延期されることがSECのルーダー委員長から下院エネルギー・商業委員会テレコミニケーション・ファイナンス小委員会宛の手紙の中で明らかにされた。また、同年一二月七日にはSECの自肅要請を退ける形でPHLXが新規上場銘柄のくじ引き割り当てを実施した。

そしてSECのルーダー委員長の退任が決まり、当初の予定を若干繰り上げる形で一九八九年五月二十五日に重複上場に関する決定がSECによって下された。従来の単独上場を前提としたくじ引き割り当て方式を廃止して、フェイズイン・システムと名付けられた二段階導入方式によつてすべての銘柄で重複上場を実現するというのがその骨子であり、一九九〇年一月二二日に一〇銘柄の既上場銘柄の上場を各取引所に認め、それ以後の新規上場銘柄はすべて重複上場の対象となり、一九九一年一月二二日以後にはすべての既上場銘柄についても重複上場を認めるというのがその中味である。この大胆な重複上場への移行計画は重複上場を指示してきたAMEXをも驚かせ、新規上場銘柄の重複上場からはじめるという慎重なアプローチを取るべきであったというAMEX首脳のコメントが寄せられた。

難航する重複上場の実施

SECは五月二二五日の決定に基づいて翌五月二六日にルール一九C—五を採択し、各取引所に正式のコメントを請求した。PHLXとPSEは重複上場を実現する前に市場連結システムを作り上げる必要性を強く主張し、NYSEを巻き込んで市場統合タスクフォースを設立して、株式市場のITSのようなオプション市場統合システム(OMINTS)の実現のための費用と時間に関する調査をテレフセン・コンサルティング・グループに依頼した。この調査結果によると、OMINTSを導入するには一二カ月から一五カ月を要し、その費用は三三〇万ドルから六三〇万ドルと推定された。これに対し、CBOEとAMEXは市場連結システムの導入に否定的で、市場統合タスクフォースへの参加を拒み、共同で市場連結システムに関する調査研究を専門家に依頼した。一〇月五日に下院エネルギー・商業委員会テレコミニケーション・ファイナンス小委員会で開催された重複上場計画に関する公聴会でも、PHLXとPSEが市場連結システムの導入のために一九九〇年一月二二日に予定されている重複上場の延期を強く主張したのに対して、CBOEとAMEXは議会が重複上場計画を変更しない限り、実施時期を延期する理由は見当たらないとして、市場連結システムの導入に否定的な見解を示した。

一〇月二五日にブリーデンSEC委員長が出席した下院エネルギー・商業委員会テレコミニケーション・ファイナンス小委員会の公聴会で、会計検査院(GAO)の報告によればSECは重複上場計画の決定に際して正式なコスト・ベネフィット分析を行つておらず、議会を欺いた可能性があるとして、バージニア州のブライレイ議員は決定の無効を主張した。また、同じ席上でPHLXとPSEが重複上場によつて活発な取引銘柄の半分を失うだらうと先の公聴会で述べていたことに対し、ブリーデン委員長は全く逆であると述べ、PHLXとPSEがCBOEやAMEXとの競争を回避しようとしているのでないならば市場連結システムの問題が解決される

まで計画の実施を延期することもあり得ると発言した。

一二月一八日にはCBOEとAMEXの市場連結システムに関する委託調査の中間報告が公表された。この調査はニューヨーク大学スターイン・経営大学院のアミフッド教授とスタンフォード大学経営大学院のメンデルソン教授によって行われ、テレフセン・コンサルティング・グループの推奨するOMINTSに対して、時代遅れのマニュアル方式の採用はより効率的なシステムの開発意欲を削ぎ、自動注文執行技術の採用を遅らせるものとして批判した。この報告書の背景には同年六月にCBOEが導入した価格情報伝達システムや一〇月にAMEXが導入したTOPSと呼ばれる価格情報伝達システム、一一月にCBOEが導入した電子注文板(EB)の存在があり、CBOEがSECの重複上場計画発表後に市場連結システムに否定的な態度をとるようになった背景にもこうした技術の開発があつたものと考えられる。

一九九〇年一月九日、SECのブリーデン委員長は一月二二日に予定されていた重複上場計画を新規上場銘柄では予定通り実施するが、各取引所ごとに一〇銘柄の既上場オプションの重複上場は六月三〇日まで自主的に延期することを各取引所に要請した。さらに、SECは市場連結システムの開発に関する権限を有するが、各取引所が協力してシステムを開発する方が好ましいとして、六月三〇日までに市場連結システムの計画を提出することを要請した。この要請に対し、CBOE・AMEX・PHLXは即座に賛同の意を表明したが、PSEは要請には従つとしながらも新規上場銘柄に関しては予定通り重複上場が実施されることに関して不満を表明した。

一月二二日、CBOEで七銘柄、AMEXで四銘柄、PHLXで二銘柄、PSEで三銘柄、NYSEで五銘柄のオプションが新規上場され、うち三銘柄は重複上場で合計一七銘柄の新規上場であった。しかし、当初は重複上場計画の実施に伴い、上場銘柄選定基準が引き下げられると予想されており、各取引所では計七四銘柄の上場

を計画していた。

一月二三日に開かれたSECと各取引所の市場連結システムに関する初会合ではCBOEとAMEXの市場連結システムに関する委託調査報告書『オプション市場統合—その評価』がSECに提出された。報告書は恒久的な市場連結が行われる前に長期計画が策定される必要があるとした上で、市場の流動性を維持する自動回送システム(ARS)と寄り付き時の問題に対処する清算取引メカニズムという二つの中間ステップを提案した。ARSは各取引所が独立機関の中央コンピューターへ市場の最良気配と次善気配を送り、ブローカーは価格・時間・顧客コードのついた注文を中央コンピューターに送り、最良気配を提示した取引所にブローカーの注文が回送されるシステムであるが、ブローカー自身の注文は必ずしも中央コンピューターに直接送られる必要はなく、小口注文のみを対象とするものである。他方、清算取引は同一原株を対象としたすべてのオプション価格が同時に決定されるというもので、原株や他のオプション価格に依存する条件付き注文をも許容するものである。この種の清算取引メカニズムは各取引所が独自に導入することも可能であり、それが成功すれば取引を引きつけ、技術革新に対する報酬をもたらすことになるとして各取引所間の技術開発競争を促した。一月に行われた会合ではARSを実現する費用は四二〇万ドルから一〇七〇万ドルと推定された。

市場連結システムの議論が進むにつれて事態は意外な展開を見ることになった。当初、PHLX・PSE・NYSEはITS型のOMINTSを推奨し、CBOEとAMEXは中央コンピューターに注文を回送するARSを支持していたが、ARSの費用がOMINTSを三〇%から七〇%上回ることからCBOEとAMEXがITS型のシステムの支持にまわり、逆にARSの時間優先執行を評価したPHLXが時間優先執行を市場連結システムの必要条件と主張し始めたからである。CBOE・AMEX・PSE・NYSEが支持する市場連結シス

テムは一般投資家優遇急行(PIPE)と呼ばれ、株式市場におけるITSに極めて類似したもので、最初に注文を受けた取引所が最良の気配値を提示している取引所へ注文を送るか同じ気配値で注文を執行するかを決定するのに対して、PHLXが支持する自動市場間システム(AIMS)は最良気配を提示する取引所に注文が自動的に回送されるシステムである。

六月二八日の会合でもPHLXは時間優先原則の導入を譲らず、SECは四つの取引所の合意をもつて市場連結システムの合意が成立したと発表した。株式市場のITSではNYSEの気配値を使って地方取引所が注文を執行し、場合によつてはオーダー・フロー・ペイメントと呼ばれるバック・マージンを支払つてまで注文を集めており、ITSは実際には市場間競争を促進していないという現実があるので、PIPEを導入してもオプション市場で市場間競争が起ころとは考えにくい。しかし、時間優先原則を導入したAIMSをSECが支持するすれば株式市場のITSでも時間優先原則を導入するのが筋であり、政治的な妥協が決定の背景にあつたとも考えられる。他方、株式市場のITSでは恩恵を受けているはずのPHLXがITSの変更にもつながりかねない時間優先原則の導入にこだわり続けた理由は理解しがたい。六月二九日にSECは九月二一日までに市場連結システムの共同計画を作成し、既上場オプションの重複上場を一〇月一日まで再度自主的に延期することを各取引所に要請した。

その後、先に合意の成立したPIPEは開発費が五〇〇万ドルから八〇〇万ドルで一二カ月から一四カ月を要し、ランニング・コストが年間一〇〇万ドルと推定されたが、九月二二日までに共同計画の詳細はまとまらず、SECは一二月一日までに共同計画の提出期限を延長し、既上場オプションの重複上場を一九九一年一月一日まで自主的に延期することを各取引所に再び要請した。

引き続き各取引所は市場連結システムの共同計画を策定する会合を重ねたが、一二月一日までには共同計画を提出できず、SECは提出期限を一九九一年二月一日までさらに延期した。二月にはようやく共同計画がSECに提出され、SECは既上場オプションの重複上場を八月一日まで自主的に延期することを各取引所に再度要請した。

六月に各取引所は最良気配値以外での取引を禁じるトレード・スルールールの制定に関して合意に達し、〇単位以下の顧客注文を対象とした市場連結システムの最終計画案をSECに提出した。これを受けてSECは既上場オプションの重複上場を一二月三一日まで自主的に延期することを各取引所に要請した。さらに、SECは重複上場問題が片付くまで実施しないとして一九九〇年一月に見送ったオプション上場基準の緩和に踏み切り、一〇月二二日から四半期ごとの利益が八期連続一〇〇万ドル以上という条件を省き、原株の最低価格一〇ドルを七・五ドルに引き下げる」ことを決定した。

しかし、ようやく市場連結システムの構築が現実味を帯び、既上場オプションの重複上場が視野に入つてくるに至つて重複上場への反対勢力も強力に巻き返しを謀つた。二七社の証券会社・二人のフロアトレーダー・五つのオプション取引所・オプション清算会社によつて構成されるオプション提案委員会(COOP)は一二〇〇万ドルから一四〇〇万ドルと推定される市場連結システム構築費用負担に反対して、上場オプション取引を監視するオプション審議会の設立を代案として提案した。この提案では既上場オプションは各取引所の遺産として独占的に保持され、各取引所が十分に競争的でない場合に限つてオプション審議会が他の取引所での重複上場を決定するというものである。SECのブリーデン委員長はこの提案を却下し、市場連結システムの構築に対する代案は市場連結システムなしの重複上場しかり得ないと述べ、市場連結システム構築の延期には理解を示したが、

重複上場計画の後退には応じなかつた。

SECは既上場オプションの重複上場を六月三〇日まで自主的に延期することを各取引所に再度要請する一方、一月二二日に重複上場提案を発表し、二二日間のパブリック・コメントを受け付けた。そして、SECはCOOPと証券業協会(SIA)オプション・ディリバティブ委員会の要求にしたがつてパブリック・コメントの締め切りを当初の一月一三日から三月一三日に一ヶ月間延期した。

COOPから寄せられたSECの重複上場提案に対するコメントはその後のSECの決定に大きな影響を与えた。中でも莫大な費用のかかるPIPEによる市場連結を放棄し、株式市場の統合テープシステム(CTS)と同様なトラッキングシステムを利用して重複上場に伴うトレード・スルーを防止するというのが最大のポイントであり、各取引所がこれまで進めてきた市場連結システムの構築とは全く異なるものであつた。このほかにも最良気配は一〇単位以下の注文に必ず応じること、各取引所の自動執行システムにトレード・スルーを防止するメカニズムを組み込むこと、重複上場への段階的移行過程では取引の少ない銘柄から二五銘柄ずつ重複上場を行うこと、六ヶ月ごとに最低取引高を満たさない重複上場銘柄は上場を廃止することなど、これまで議論されてこなかつたさまざまなアイデアが提示された。

COOPからの新たな提案を受けて、市場連結システムの構築を計画してきた各取引所と業界関係者との妥協を探るためにSECは各取引所に意見を求めた。CBOEとAMEXは正式な市場連結システムが最善としながらもCOOP案を受け入れることに同意したのに対し、PHLXはCOOP案でもトレード・スルーを防止することはできるが、市場連結システムのみが長期的に有効な方策であるとして妥協案に反対した。他方、PSEとNYSEは市場連結システム抜きの重複上場には反対であるが、重複上場問題にこれ以上巻き込まれることを

避けるためにCOOP案を受け入れるという立場を表明した。

既上場オプションの自主的な重複上場延期期限の六月三〇日、SECのブリーデン委員長は五つの取引所に一月二三日まで自主的な上場延期を再度延長することを要請した。しかし、今回はこれ以上の延長があり得ないことが明記され、SECの妥協案が受け入れられない場合にはこの日をもつて一気に重複上場に踏み切ることが示された。SECの妥協案はCOOP案に極めて近いが、段階的移行過程における重複上場銘柄数が四半期ごとに取引の少ない順に一〇〇銘柄であり、重複上場銘柄の上場廃止基準が顧客注文の一〇%未満であるところが異なっている。今回のSECによる最後通告に対しても取引所間でシステム導入上の難易度に違いがあり、不公平だという意見や三カ月余りの準備期間では不可能だという不満も聞かれたが、SECのこれまでにない断固たる姿勢に各取引所は早急に対処せざるをえなくなつた。

重複上場の現状

一九九二年一月二三日、一九八九年五月のSECによる決定から三年半を経過してようやく既上場オプションの重複上場が実施に踏み切られた。五〇〇余りの単独既上場オプションに対して取引の少ないものから一〇〇銘柄ずつ重複上場を認可していくとはいうものの、認可された銘柄を実際に重複上場した取引所は存在しなかつた。というのも最良気配を表示するシステムが多くの取引所で完成しておらず、しかも取引の少ない一〇〇銘柄にはもともと重複上場の希望がなかつたからもある。

一九九三年二月二二日には次の一〇〇銘柄の重複上場が認可されたが、やはり実際に上場する取引所はなかつた。六月二一日の三度目の重複上場認可を前にして、SECはCOOPの要請に基づいて重複上場認可銘柄数を

五〇銘柄に削減することを発表した。九月、一二月、一九九四年三月、六月にはさらに五〇銘柄づつの重複上場が認可されたが、既上場銘柄の重複上場は起こらなかつた。残る五八銘柄のうち四三銘柄の重複上場認可が九月に行われ、最後の一五銘柄の重複上場認可が一二月一九日に行われたが、結局取引所間の暗黙の了解によつて既上場銘柄の重複上場は生じなかつた。

NYSEは他の取引所ほど取引の活発な既上場オプションを持たず、重複上場競争を開始しても失うものが他の取引所ほどないという点で既上場オプションの重複上場を仕掛けるのではないかと見られていたが、新規上場銘柄の重複上場には積極的でありながら既上場オプションの重複上場を試みることはなかつた。なぜNYSEが重複上場競争を仕掛けなかつたのかについては明らかではないが、NYSEが本年四月に上場株式オプションをCBOEに譲渡し、株式オプション市場から撤退したことで重複上場が生じる可能性はほとんどなくなつた。

他方、PHLXはトレード・スルーを防止する規則とし

表1 アメリカにおける株式オプション

取引所	上場数	単独上場	重複上場	重複上場先				
				CBOE	AMEX	PHLX	PSE	NYSE
CBOE	835	487	348	—	234	80	92	94
AMEX	644	326	318	234	—	90	76	73
PHLX	477	309	168	80	90	—	51	42
PSE	455	280	175	92	76	51	—	38
NYSE	249	100	149	94	73	42	38	—
合計	2,660	1,502	1,158	500	473	263	257	247

(注) Directory of Exchange Listed Options, October 1996より作成

て注文の時間優先原則を含めたトレード・オア・センドを提唱したが、CBOE・AMEX・PSE・NYSEは時間優先原則を含まず、他の取引所の最良気配値でも取引が執行できるトレード・オア・フェイドを一九九四年九月に採用した。

一九九六年九月九日時点でのアメリカにおける上場オプション銘柄数は二六六〇銘柄で、単独上場が一五〇二銘柄（CBOE四八七銘柄、AMEX三三六銘柄、PHLX三〇九銘柄、PSE一八〇銘柄、NYSE一〇〇銘柄）、重複上場は一一五八銘柄（CBOE三四八銘柄、AMEX三一八銘柄、PHLX一六八銘柄、PSE一七五銘柄、NYSE一四九銘柄）であり、各取引所別ではCBOEが八三一銘柄、AMEXが六四四銘柄、PHLXが四七七銘柄、PSEが四五五銘柄、NYSEが二四九銘柄となっている。また、店頭銘柄を対象とした株式オプションが約七〇〇銘柄上場されている。

かくして、一九八九年五月一五日にSECによって決定された既上場オプションの重複上場は糺余曲折を経て一九九二年一一月二三日から段階的に実施され、一九九四年一二月一九日に完了したが、各取引所や業界の抵抗によって結局は実質的には反故にされたも同然であった。ただし、店頭銘柄を対象としたオプションと一九九〇年一月二三日以後に上場されたオプションについては重複上場も盛んに行われているのが現状である。

（吉川）

中国の株式分布状況について

一、はじめに

周知のように、中国の「改革・開放」政策の実施以来、元々公的所有一色になつていた企業形態（国有企业）全人民所有制、集團所有制企業）は変化し始め、特に近年国民経済に占める国有企業のシェアは次第に縮小し、九五年全国の工業生産額に占める国有工業企業のシェアは三三・九七%まで低下した。逆にいわゆる私的な企業形態（個人經營企業、私營企業⁽¹⁾、外資系企業および株式制企業など）は、経済改革後の十数年間ほぼゼロから勢力を拡大し、国民経済に占める割合を着実に高め、九五年全国の工業生産額に占めるシェアは二九・四四%に高まり、中国経済の高度成長に欠かせない重要な要素になっている（図1）。

企業形態（類型）が多様化しているなか、近年最も注目されているのは株式会社制度の導入である。国有企業の制度改革は八〇年代後半から本格的に展開し、市場競争原理の導入、企業の自立經營および經營メカニズムの転換を改革の目標にしている。株式会社制度導入の実験もその時点からスタートした。それは直接金融方式による資金調達を重視すると同時に、所有と經營の分離を強調していわゆる国有企业の「政企不分」（政府と企業の不分離現象）の問題を解決し、そして最終的には有限責任制を導入し、企業に經營自主権を与えるというものであった。国有企业制度改革の一方向として試験的に導入した株式会社制度は、現在国有企业を中心に設立した株式会社は三・五万社に、株式会社は九、一二〇〇社を数える。また上海、深圳両証券取引所に上場した企業数は六〇一社、九六年末の時価総額（A株+B株）は九、八四二・三八億元に達し、GDP（国内総生産）に占める割合は一三%になつた。⁽²⁾

表1 全国所有制別工業企業の資金収益率(%)

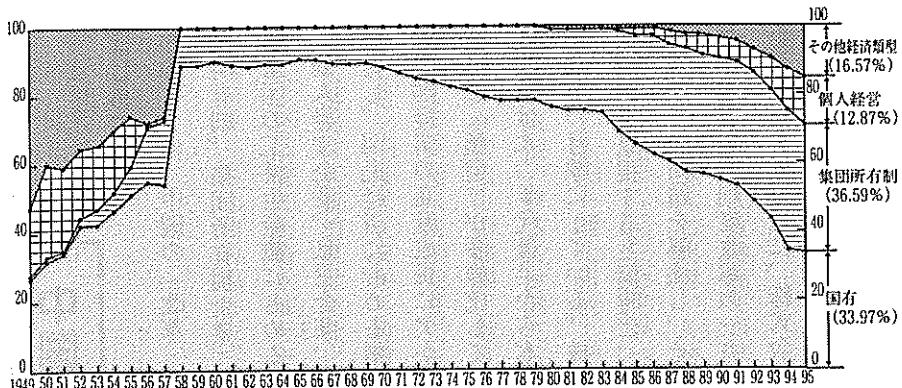
	純固定資産の利潤・税金率			資金の利潤・税金率			新增投資の利潤・税金率	
	1993	1994	1995	1993	1994	1995	1994	1995
全 国	23.8	23.5	18.4	10.3	10.2	8.3	22.4	1.8
国 有 企 業	20.7	21.0	16.4	9.7	9.8	8.0	23.5	-0.05
集 団 企 業	30.9	29.3	24.2	10.9	10.7	8.9	23.8	0.9
株 式 制 企 業	48.2	39.5	29.0	17.4	14.1	11.3	31.7	-32.5
外 資 系 企 業	32.3	23.1	23.0	13.1	10.8	9.6	16.7	22.7
香港・マカオ・台湾投資企業	21.3	19.3	12.5	8.6	8.1	5.7	16.8	6.6

(注)

1. 工業企業は独立採算の工業企業を指す。
2. 純固定資産の利潤・税金率=利潤・税金額/純固定資産年平均残高×100
3. 資金利潤・税金率=利潤・税金額/資金総額(純固定資産年平均残高+流動資産平均残高)×100
4. 新増投資の利潤・税金率=(当年度利潤・税金額-前年度利潤・税金額)/(当年度純固定資産平均残高-前年度純固定資産平均残高)×100

(出所)「中国統計年鑑」1993~1996年版、「中国証券報」1997年4月4日。

図1 中国工業生産額の所有制別構成比



(注)

- ① 工業生産額は当年の価格で計算される。
 - ② 1994年の国有工業生産額は国家持株会社の4,600億元を含まない。
 - ③ その他経済類型は私営、株式制、中外合資、外資などの企業形態を指す。
 - ④ 1949~1957年のその他経済類型は公私合資と私营企業を指す。
- (出所)「中国統計年鑑」94年、95年、96年版、「中国工業経済統計年鑑1994」25頁~27頁、中国統計出版社より作成。

二、株式会社のパフォーマンス

今年四月一五日の「中国証券報」によると、国有企业を中心と改組した株式会社数は九六年末現在九、二〇〇社に達し、その純固定資産の平均残高は五、〇〇〇億元を超えて、全国工業企業の純固定資産平均残高の二〇・六%を占め、資本金も約六、〇〇〇億元にのぼった。九、二〇〇社のうち一〇七社は全国最大(売上)工業企業ランディング五〇〇社、六二社は全国最大(売上)サービス企業ランディング五〇〇社に入った。またこれら企業の九四年平均売上増加率は六二・七%、平均利潤増加率は五六・七%であり、九五年の平均利潤は一社当たり五六二万元であった。

また全国第三次工業企業の調査資料を見ると、九五年末、全国工業株式会社五、〇四九社の資産負債率は五五・一九%

で、工業企業平均の七〇%よりかなり低い。流動資産の平均残高は四、一五七・七万元、平均流動負債は三、四一〇・九万元で、流動比率は一・二三になつていて。そして資金の利潤・税金率は一六・〇三%で、全国独立採算工業企業の八・二九%より高く、生産額に占める利潤・税金率は一八・九七%で、独立採算工業企業の二・〇六倍、また固定資産の平均利潤・税金率は二七・一七%で、独立採算工業企業の二・四二倍、コストの平均利潤・税金率は二一・〇二%で、独立採算工業企業の三・八一%を五倍以上上回り、株式会社の良好なパフォーマンスを表わしている。⁽³⁾

さらに株式会社と他の企業形態の経済パフォーマンスを比べて見ると、表1が示しているように、純固定資産の利潤・税金率、資金の利潤・税金率のいずれの面でも、株式会社企業が他の企業形態に比べとび抜け高いことが一目瞭然である。

九六年一月現在、全国国有工業企業の四三・七%が赤字を抱えており、一部の国有企业は経営困難に陥っている。⁽⁴⁾それと対照的に、国有企业から改組した三・五万社の株式制

小稿では以上のような成果を遂げた株式会社のパフォーマンスを紹介し、そして上海、深圳両証券取引所上場企業の株式分布状況から中国株式所有構造の特徴を考察することにしよう。

企業の八〇%以上は利益を計上し、資産負債率も五〇%前後に抑え、これは国有企业平均の七一%より低い。また上海、深圳両証券取引上場の六〇一社を見ると、赤字企業数は九五年度、九六年度それぞれ一六社、三一社あり、全上場企業に占める割合は五・三〇%から五・二五%に減少している（表2）。

以上見てきたように、現在のところ株式制企業は他の企業類型に比べ効率的なパフォーマンスを示していることは明らかである。次に株式制企業の株式所有構造はどうになっているか、株式分布状況から考察することにしよう。

表2 全上場企業の赤字企業数の推移

	1995年			1996年		
	企業数 (社)	全上場企業 の比率(%)	1株当たり損 (人民元)	企業数 (社)	全上場企業 の比率(%)	1株当たり損 (人民元)
上海	6	3.19	0.29	14	4.49	0.49
深圳	10	7.41	0.16	17	6.01	0.36
合計	16	5.30	0.225	31	5.25	0.425

（出所）「中国証券報」1997年5月10日。

表3 全国9,200社株式会社の株式分布状況（1996年末）

	国家株	法人株	個人株
株式所有の構成 (%)	43	25.1	31.9

（出所）「中国証券報」1997年4月15日。

三、株式の分布状況

国有企业から改組した株式会社九、二〇〇社の株式分布状況を見ると、国家株は全資本の四三%で最大比率を占め、ついで個人株は三一・九%、法人株は二五・一%の順になっている（表3）。政府は四三%の株式を所有する最大株主となり、九、二〇〇社の支配権を握っている。株式会社化しても国有企业は国民経済の中で依然として主導的な地位を確保している。⁽⁶⁾それだけでなく全株式の二五・一%を占める法人株の大部分は国有企业であり、それを国家株に合わせれば、国家関連株は六〇%（六八・一%）以上になら

表4 全国5,049社の工業株式会社の株式分布状況（1995年末）

	国家株	法人株	個人株	外資株
株式所有の構成 (%)	19.90	46.50	28.87	5.08

（出所）「中国証券報」1997年5月10日。

また全国五、〇四九社工業株式会社の株式分布状況については、表4が示しているように国家株は一九・九%、法人株は四六・五%になつており、国家関連株の割合が六〇%を上回ることは明らかである。⁽⁷⁾

さらに全国上場企業の株式分布状況については、表5の通りである。中国は全発行済株式を非流通株と流通株の二種に分類しており、そのうち非流通株というのは株式を発行しても流通市場で売買できない株式を指し、主に発起人としての国家株、国内法人株および外資法人株の他に従業員持株も含まれている。九五年末、九六年末時点での高い割合を占めている。そのうち、国家株は九五年末三九・八%、九六年末三四・七八%であり、国有法人株と

表5 中国全上場企業の株式分布状況

	1995年12月31日		1996年11月11日		
	株数(億株)	割合(%)	株数(億株)	割合(%)	95年比(%)
発行済株数	851.17	100	1130	100	32.76
1. 非流通株	551.24	64.76	734	64.96	33.15
国家株	338.75	39.80	393	34.78	16.76
国有法人株			66	5.84	
国内法人株	115.29	13.55	148	13.10	28.37
外資法人株	16.59	1.95	20	1.77	20.55
募集法人株	68.83	8.09	83	7.35	20.59
従業員持株	4.91	0.58	12	1.06	144.40
その他	6.87	0.81	12	1.06	74.67
2. 流通株	299.93	35.24	396	35.04	32.03
A株	179.06	21.04	245	21.68	36.83
B株	55.87	6.56	72	6.37	28.87
H株	65.00	7.64	79	6.99	21.54

（出所）「証券市場週刊」1996年11月23日、8頁。

国内法人株を合わせた国家関連株は、1年間全発行済株式の1分の一以上の比率を保っていた。

上海証券取引所は現在上海、深圳両証券取引所で実際上取引されているA株（国内投資家向け株式）とB株（外国投資家向け株式）であり、その他に香港株式市場に上場している中国企業株（H株）も含まれる。Hの種の流通株は九五年末、九六年末全発行済株式の三五%前後である。

上海証券取引所に上場している企業を見ると、表6が示しているように、九五年末の非流通株は全発行済株式の六五%前後で、そのうち、国家株は全発行済株式の四三・七七%、国家関連株（国家株、国内法人株）は全発行済株式の五七%以上になっている。逆に流通株は三五%前後を占めた。

表6 上海上場企業の株式分布状況（1995年末）

	株数 (億株)	全発行済株の比率 (%)
発行済株数	560.66	100
1. 非流通株	368.48	65.72
国家株	245.38	43.77
国内法人株	74.31	13.25
外資法人株	5.59	1.00
募集法人株	34.87	6.22
従業員持株	1.29	0.23
その他	4.04	0.72
2. 流通株	197.27	35.19
A株	95.21	16.98
B株	34.65	6.18
H株	62.42	11.13

（出所）上海証券交易所編「上海証券交易所統計年鑑1996」
上海財經大学出版社、4頁より作成。

上海B株（外国投資家向けに発行している株式）の株式分布状況を見ると、国家株は全発行済株式の四四・〇%、国家関連株は全発行済株式の五〇%を超えていた（五二・八%）。全発行済株式に占めるB株の比率は二一・八%になっている（表7）。

表7 上海B株企業の株式分布状況（1995年末）

（出所）上海証券交易所編「上海証券交易所統計年鑑1996」
上海財經大学出版社、4頁より作成。

会社名	発行済株式総数 (万株)		非流通株式 (万株)		流通株式 (万株)		流通株式 (万株)	
	国株 (%)	法人 (%)	会社員持株 (%)	法人・従業員持 (%)	A株上場流通株 (%)	B株上場外國人株 (%)	C株上場内人株 (%)	
1. 上儀電機子	46,811	100	21,522	48.3	12,130	25.1	14,520	30.1
2. 上海空調機	16,379	100	16,379	55.7	1,800	9.8	5,983	12.6
3. 上海大電タクシー	13,842	100	5,925	43.7	840	6.5	1,300	7.9
4. 上海水運新	13,842	100	4,581	33.1	1,341	9.7	1,320	6.2
5. 中國第一船務	32,463	100	17,175	52.9	2,028	6.2	2,340	7.2
6. 中国船舶總機	9,101	100	4,481	49.2	660	7.3	3,300	35.3
7. 上海ラバーベルト	36,238	100	50,538	52.5	3,980	10.2	2,310	2.4
8. 上海電気アドガリ	80,861	100	56,161	69.5	520	0.6	2,080	2.6
9. 上海タイヤ＆ランバー	22,089	100	9,389	42.0	3,000	17.7	1,300	5.9
10. 上海谷誠萬能ランプ	46,890	100	24,040	49.2	3,000	6.1	7,500	15.4
11. 上海安橋輪胎有限公司	61,575	100	36,000	58.5	7,050	11.4	1,950	3.2
12. 上海高橋輪胎有限公司	16,719	100	6,684	39.9	5,556	33.2	900	5.4
13. 上海レンフ合板製造	31,658	100	12,815	40.5	7,200	22.7	2,400	7.6
14. 上海ジブラン・ジャーナル	23,110	100	14,801	64.1	1,300	1.300	6,000	56
15. 上海久水乳液	35,176	100	22,176	63.0	1,000	2.8	2,000	5.7
16. 上海海	14,118	100	3,040	35.3	4,584	32.5	1,100	7.8
17. 上海海	39,000	100	19,535	50.1	4,834	32.5	1,100	3,500
18. 上海チフ・ビリヤント・ガラス	51,255	100	43,435	84.8	17.9	2,500	6.4	10,000
19. 上海シャン・クリーブ	32,942	100	20,42	61.1	4,335	2.5	1,950	45.0
20. 上海ディーゼル・エンジン	15,92	100	17,58	52.9	894	6.2	1,800	55
21. 上海英葉ペ	9,959	100	4,109	49.3	730	7.5	1,300	9.1
22. 上海三毛紡織	10,200	100	3,040	30.3	596	5.8	1,200	12.4
23. 上海フレンドシップ	19,420	100	9,720	50.1	1,000	5.1	1,200	6.2
24. 上海工業ミシン	27,365	100	17,665	64.6	646	1.00	1,800	6.5
25. 上海鋼管	26,224	100	15,004	57.2	1,000	4.2	3,200	5.0
26. 上海鋼管	20,885	100	13,996	63.7	990	4.7	1,100	5.3
27. 上海物貿易	38,695	100	17,415	60.9	1,100	3.8	2,200	8.4
28. 上海銀行	12,651	100	6,551	50.2	502	1.00	1,200	12.0
29. 上海銀行	14,550	100	6,190	42.2	1,170	8.0	1,300	8.9
30. 上海ナショナル	21,491	100	17,283	33.9	2,602	12.1	1,595	7.4
31. 上海外電機器	73,300	100	44,000	60.0	3,000	4.1	6,500	8.8
32. 上海新興金屬貿易有限公司	25,140	100	9,153	36.4	2,487	9.9	4,800	19.1
33. 新亞興業	35,450	100	16,354	46.1	5,600	18.5	2,510	7.1
34. 新亞興業	18,530	100	10,530	56.8	1,500	1.500	1,800	10.00
35. エルドス・カシミア	30,600	100	19,664	63.9	2,956	8.7	5,000	11.00
36. 黒崎電力	34,177	100	17,180	55.1	2,997	9.9	4,800	12.8
37. 黒崎電力	23,300	100	9,058	38.9	1,788	7.5	3,604	14.9
38. 黒崎電力	16,590	100	6,634	38	7,866	47.7	1,000	8.00
39. 上海新興	18,533	100	8,553	45.5	1,000	10.00	11,500	54.5
40. 上海新興	30,300	100	24,000	80.0	4,000	10.1	8,000	32.7
41. 黃浦園林	19,300	100	11,300	58.5	4,625	10.00	8,000	41.5
42. 黄浦園林	19,800	100	7,174	36.2	2,33	9.2	9,225	40.4
43. 上海新興	17,253	100	56,559	41.0	127,533	9.8	32,999	31.8
合計	1,729,334	100	560,66	32.3	127,533	7.2	40,958	31.8

表8 中国海外上場企業の株式分布状況（1994年末）

株種別	海外上場企業名	非流通株				流通株				発行済株数 a+b+c+d			
		国家株 a		法人株 b		非流通株合計 a+b		A株 c		H株orN株 d			
		(万株)	比率 (%)	(万株)	比率 (%)	(万株)	比率 (%)	(万株)	比率 (%)	(万株)	比率 (%)	(万株)	比率 (%)
H	上海石化	40,000	61	15,000	2	415,000	63	72,000	11	168,000	26	240,000	37
	安徽馬鋼	403,456	62	8,781	2	412,237	64	60,000	9	173,293	27	233,293	36
	広船国際	21,080	43			21,080	43	12,648	25	15,740	32	28,388	57
	北人印刷	25,000	62			25,000	62	5,000	13	10,000	25	15,000	38
	青島酒	39,982	44	5,333	6	45,310	50	10,000	11	34,685	39	44,685	50
	昆明機床	10,240	42	1,761	7	12,001	49	6,000	24	6,500	27	12,500	51
	儀化化機			240,000	60	240,000	60	60,000	15	100,000	25	160,000	40
	東方電機			22,000	49	22,000	49	6,000	13	17,000	38	23,000	51
	渤海化工	83,902	63	3,849	3	87,751	66	11,250	9	34,000	25	45,250	34
	洛陽玻璃			40,000	62	40,000	62			25,000	38	25,000	38
	慶鈴汽車			102,000	51	102,000	51			98,000	49	98,000	49
	海興輪船			140,000	57	140,000	57			108,000	43	108,000	43
	鎮海煉化			180,000	75	180,000	75			60,000	25	60,000	25
	哈動設備			72,000	61	72,000	61			46,900	39	46,900	39
	H株銘柄												
	合計	983,660	33	830,724	28	1,814,384	61	242,898	8.2	897,118	30.4	1,140,016	39
N	山東華能			313,602	72	313,602	72			116,870	28	116,870	28
	華能国際			375,000	75	375,000	75			125,000	25	125,000	25
	N株銘柄									241,870	26	241,870	26
	合計			688,602	74	688,602	74						

(出所) 中国証券監督管理委員会編「中国証券統計年報1995」中国法制出版社、168頁より作成。

四、むすびにかえて

以上、国内外で発行している中国企業株式の分布状況を見てきた。その特徴をまとめてみると、先ず国家株および国有企业株という国家関連株のウェイトを重視し、その株式構成比率は現在全発行済株式の五〇%以上を占め、支配的な立場

（通株）は全発行済株式の六一%になつてゐる。実際に香港市場で売買されているH株は全発行済株式の三〇%前後で、H株と同時発行している国内のA株と合わせた流通株は三九%である。ADR方式でニューヨークに上場しているN株二社は、国家株は発行していないが、しかし法人株（国有法人）は全発行済株式の七四%を占め、ニューヨーク市場で実際取引されるN株は全株式の二六%である。

にある。第二に、これらの国家関連株は従業員持株などと合わせ非流通株とされ、現段階では流通しないのがその特徴である。第三に、上場を果たしたあとも実際に株式流通市場に売買できる株式は全発行済株式の三分の一に過ぎないということがあげられる。

このように政府あるいは国有法人が株式の五〇%以上を保有していることは、中国の株式会社制度にどのような影響を与えるのか、また株式の五〇%以上政府保有原則が今後長期的に維持できるのか、さらにこの原則の下で中国株式会社はどのような形で企業統治（コーポレート・ガバナンス）を展開していくのか、などの問題については、別の機会に検討することにしよう。

(王)

注

- (1) 私営企業とは個人事業主が八人以上を雇う企業を指す。
- (2) 「中国改革報」一九九七年二月一九日、五月九日。「中国証券報」一九九七年一月二三日、一月二十五日、四月一五日。
- (3) 「中国証券報」一九九七年五月一〇日。
- (4) 「人民日报（海外版）」一九九七年一月二三日。
- (5) 「中国改革報」一九九七年二月一九日。「人民日报」一九九六年五月九日によると、全国三十二万社国有企业（予算内）の総資産は七兆一、八七三億元、負債は五兆一、七六一億元、所有者権利は一兆一、一一一億元、負債率は七一%である。
- (6) 「中国証券報」一九九七年四月一五日。
- (7) 「中国証券報」一九九七年五月一〇日