

証研

レバテ



No.1553

1997年12月

米国債券発行市場の概況

松尾 順介 (1)

取引システムの世界標準へ

—パリ証券取引所のスーパーCAC—

吉川 真裕 (22)

『中華人民共和国会社法』について (4)

—会社の財務会計、合併・破産および外国会社の営業所を中心に—

王 東明 (37)

オーダー・ハンドリング・ルールと

私設取引システム

清水 葉子 (47)

銀行経営のガバナンス

岡村 秀夫 (57)

財団法人 日本証券経済研究所

米国債券統計の概況

松尾 順介

1 はじめに

近年日本の社債発行市場も拡大し、企業金融に占める位置づけを高めつつあるが、最近の一連のデイフォールトによるトリプルB格の起債が事实上中断し、市場の厚みと広がりといった点で未成熟であることを露呈している。その点、米国市場では多種多様な商品性のある社債が発行され、より成熟した市場を形成しており、現在も新たなインバーンが展開されている。今回のレポートでは、財務省証券（国债）、政府機関債、地方債、社債についてその概況を紹介する（い）のほかに資産担保証券があるが、これについて今回は触れないと。

2 発行債券の種類

アメリカで発行される債券には、連邦政府による財務省証券（国债）、政府機関と政府関連機関による政府機関債、州・地方政府による地方債、企業による社債、非居住者による外国証券（ヤンキー債）などがある。

また、財務省証券は、市場性証券と非市場性証券とに分けられ、まず市場性証券は、満期1年未満で割引発行される財務省短期証券（T-B）・満期1～10年の利付債である財務省中期債（T-note）・満期10年超の利付債である財務省長期債（T-long-term）および一九九七年から発行されたインフレ連動債（Treasury inflation-indexed note）がある。また、非市場性証券は、地方公共団体向け債券、外国政府向け債券、政

表1 財務省証券・政府機関債発行額（純増）

年 (附帯債券を除く)	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
財務省証券	194.3	220.5	202.1	134.6	129.2	136.6	230.5	280.1	284.6	233.7	147.7	137.9	144.6
政府機関債	30.3	20.6	15.6	31.7	62.3	26.8	25.3	-4.6	40.5	88.4	177.1	107.4	88.8
計	154.402	215.191	279.945	153.950	145.657	171.222							

〔出所〕 FRB, Federal Reserve Bulletin, October 1994.

表2 地方債新規発行額

発行主体	発行証券	1991年	1992年	1993年	1994年	1995年	1996年
州・地方政府・特別区	一般財源債	55.100	78.611	90.599	54.404	56.980	60.409
・公共機関・市・郡・町・学校区	レベニューベーク	99.302	136.580	189.346	99.546	88.677	110.813
計		154.402	215.191	279.945	153.950	145.657	171.222

表3 社債・モーニング・アセット・バック債・ヤンキーバンド新規発行額（1）

年	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
普通社債(投資適格)（2）	94.6	107.1	109.1	196.0	281.1	386.2	342.5	336.8	424.8
ジャンク債(低格付債)	27.8	25.3	0.5	10.0	38.2	54.5	31.8	24.8	68.4
転換社債	3.1	5.5	4.8	7.5	7.0	9.3	4.7	5.4	8.4
モーニング・バック債	97.9	115.0	133.9	250.2	376.7	415.2	177.4	47.4	94.7
アセット・バック債	15.9	23.4	40.1	50.1	50.9	59.4	75.2	107.1	154.0
ヤンキーバンド	8.5	8.6	13.4	33.8	44.3	58.9	46.4	44.8	90.4

〔注〕（1）私募、残額引受け発行を含まない。

（2）有税地方債、中期ノートを含む。

〔出所〕 Investment Dealers' Digest, 各号。

府機関向け債券、貯蓄債券に分けられる。

次に、政府機関債は、政府機関および政府関連機関によつて発行される債券であるが、これら機関として、連邦住宅抵当金庫、連邦住宅貸付銀行、農業信用銀行などがあり、主として住宅建設、農業・貿易振興、高等教育援助などの資金を供給する機関である。これら債券は、短期割引債と長期債であり、多くは政府ないし財務省の保証がつくため、信用度は高い。

第三に、州・地方債は、州政府および郡・市・公共団体などによつて発行される債券であるが、その銘柄数は一〇〇万といわれるほどの膨大であり、多くは二五〇〇万ドル以下の小口発行である。税収をもつて元利払いに充てる一般財源債と、債券発行によつて調達された資金で設備を建設ないし取得し、その設備の運営収入によつて元利払いがなされる特定財源債（レベニュー・ボンド）とに大別される。

第四に、社債は主として普通社債、転換社債、ワラント債に大別されるが、さらに利益の上がった時に利子を支払う収益社債もある。また、担保の有無によつては担保付社債と無担保社債に区別され、弁済順位によつては上位債と劣後債にも区別される。さらに、格付によつては投資適格債と低格付ないし無格付のジャンク債とに区別されることもある。

最後に、ヤンキー債は、米国で発行されるドル建債券であるが、発行体としてはカナダおよび国際機関が主流である。また、公募と私募に大別されるが、一九九〇年の規則一四四A採用以降、私募ヤンキー債が増加している。

以下、節を改めて順次紹介する。

財政年度 および月	利付公債合計 (1)	市場性証券						非市場性証券 合計 (8)
		計 (2)	TB (3)	T-note (4)	T-bond (5)	インフレ 運動債 (6)	連邦金融 銀行 (7)	
1992年度	4,061.801	2,677.476	634.287	1,566.349	461.840	-	15.000	1,384.325
1993年度	4,408.567	2,904.910	658.381	1,734.161	497.367	-	15.000	1,503.657
1994年度	4,689.524	3,091.602	697.295	1,867.507	511.800	-	15.000	1,597.922
1995年度	4,950.644	3,260.447	742.462	1,980.343	522.643	-	15.000	1,690.197
1996年度	5,220.790	3,418.371	761.232	2,098.670	543.469	-	15.000	1,802.419
1996.6月	5,126.748	3,348.433	773.612	2,025.761	534.061	-	15.000	1,778.315
7月	5,184.908	3,411.190	789.809	2,072.321	534.060	-	15.000	1,773.718
8月	5,173.734	3,395.960	781.044	2,056.447	543.469	-	15.000	1,777.774
9月	5,220.790	3,418.371	761.232	2,098.670	543.469	-	15.000	1,802.419
10月	5,243.339	3,431.060	763.392	2,109.198	543.469	-	15.000	1,812.280
11月	5,263.423	3,444.643	802.272	2,072.410	554.962	-	15.000	1,818.780
12月	5,317.188	3,459.691	777.414	2,112.315	554.962	-	15.000	1,857.497
1997.1月	5,308.048	3,441.468	762.591	2,108.916	554.961	-	15.000	1,866.579
2月	5,344.143	3,477.535	762.198	2,127.559	565.417	7,361	15.000	1,866.608
3月	5,375.139	3,504.361	785.558	2,131.003	565.416	7,383	15.000	1,870.778
4月	5,348.249	3,464.512	741.401	2,126.823	565.416	15,872	15.000	1,883.737
5月	5,308.468	3,415.897	719.679	2,099.890	565.416	15,912	15.000	1,892.570
6月	5,370.459	3,433.058	704.135	2,132.574	565.416	15,933	15.000	1,937.401

(出所) "Monthly Statement of the Public Debt of the United States"

3 財務省証券

市場性証券の売出は、入札方式によつて行われるが、入札には機関投資家対象の競争入札方式と小口投資家対象の非競争入札方式がある。財務省はあらかじめ非競争入札者に割当をした上で（ただし、一入札者につき一〇〇万ドルが上限である）、その残余分を競争入札者に入札させ、入札利回りの低いものから落札していく。そして、この入札利回りの加重平均値を基準に平均発行価格が決められ、非競争入札者はこの価格で購入することになっていた。しかし、一九九一年に発覚したソロモン・ブラザース社の不正入札事件を契機として、九二年九月から単一価格方式が期間二年および五年の財務省証券について試験的に導入され、現在に至っている。

また、入札については、応募額の5%（TBは2%）の保証金を積み、最低応募額（TBは一万ドル以上五千ドル単位、三年以下のT-note

は五千ドル単位、三年超のT-noteおよびT-bondは千ドル単位)を上回れば参加可能であるが、デイラーを介するのが通常であり、デイラーを介さず入札に参加するのはデイラー資格を得るための実績作りなど特別な場合がほとんどである。そして、入札の受付は、財務省と一二の連邦準備銀行で行われるが、大口の落札を行うプライマリー・ディーラーと取引のあるニューヨーク連銀に入札は集中している。

T-Bは、三ヶ月(九一日)、六ヶ月(一八二日)、五一週(三六四日)の三種類が定期的に入札されており、三ヶ月および六ヶ月ものは毎火曜日に公示、翌月曜日に入札、木曜日に発行され、五一週ものは四週ごとの金曜日に公示、翌木曜日に入札され、続く木曜日に発行される。また、T-noteは、一年債が通常月末近くに毎月入札され、月の最終営業日に払い込みされる。三年債は一月、五月、八月および一一月に発行され、五年債は二年債とほぼ同時期に公示される。一〇年債は年六回発行され、そのうち四回は三年債と同じサイクルで発行される。

最近の落札額は、一回あたり、三ヶ月、六ヶ月もので一〇〇億から一五〇ドル程度、五一週もので一〇〇億ドル程度、一二五年ものについてはばらつきがあるが、一〇〇億ドルから二〇〇億ドルの間である。

その他、財務省は一時的な資金不足の際、キャッシュ・マネジメント・ビルを発行している。この償還期間は、数日から六ヶ月に設定されている。落札額は一〇〇億ドルから三〇〇億ドル程度までさまざまである。

以上、財務省証券のうち最近注目されるのはインフレ連動債である。次節でこれを紹介する。

4 インフレ連動債

インフレ連動債は一九九七年から発行されており、その特徴はインフレによる資産価値の減少をヘッジできる

点である。現在発行されているインフレ連動債の主なスキームは、①一〇年満期、②表面利率は発行時の入札で決定され、インフレ率によって修正された元本金額に対して支払われる、③元本は当初元本金額にインデックス比率を乗じたものとなり、インデックス比率はその時々のレファレンスCPIを発行時のレファレンスCPI除して計算される、ただし、満期時の元本が発行額面より小さくなることはない、④レファレンスCPIは三ヶ月前の中 CPI-Uベースの消費者物価指数である、⑤入札は利率で入札する単一価格方式で行われる、⑥ストリップ可能であるが、ただし別の国債からストリップされたクーポン部分と合成することはできない、⑦税制上利息と元本の修正分は今期の所得とされ、ストリップされた部分は所得が償還日まで定額法により増額していく方法で扱われている。

また、インフレ連動債が導入された背景として、次の点が指摘されている⁽¹⁾。まず、債券のインフレ・プレミアムを減少させる効果が期待される点である。つまり、インフレ傾向にあるとき、新発債の利回りは期待インフレ率を織り込んだものとなるが、インフレ連動債の場合は市場のインフレ率の変動に応じて想定元本が上昇するため、投資家はインフレ・リスクを回避される。したがって、発行体である連邦政府は、投資家から要求されたいたインフレ・プレミアムの上乗せされていない水準の利回りで資金調達ができる、国債費の軽減につながることが期待される点である。第二に、米国債の国内消化を拡充するねらいがある点である。一九九七年六月時点での民間保有の米国債のうち海外保有比率は三六・九%に達しており、このことは米国債に対する資金流入が金利の不安定要因になりうること、とくに資金流出によって金利上昇がひきおこされかねないことを意味している。そのため、最近拡大している四〇一Kプラン参加者などの資金を米国債に流入させ、国内消化を拡大するねらいがある点である。すでに、イギリスでは、この種のインフレ連動債が四五八億ドル(債券市場の八・五%)に達

し、年金基金や保険会社の長期ポートフォリオをインフレ・リスクから保護する役割を果たしているといわれている。

ただし、米国でインフレ連動債が広く受容されるには、①使用されるインフレ指標の信頼性を高める」と、②マーケットの流動性を高めることと、③元本の変動に対する税制上の取り扱い、といった課題がある」とが指摘されている⁽²⁾。

(1) 山崎昌義「米国債券市場」(モルガン・スタンレー社編「債券投資とリスク管理(仮題)」、金融財政事情研究会、近刊、所収) 7~8ページ、参照。

(2) モルガン・スタンレー社「アロダクト・ノート(インフレ連動債)」、一九九七年一月、111~111ページ、参照。

また、詳しく述べ、Government Securities Clearing Corporation, "Participant Testing for Treasury Inflation Index Securities," December 13, 1996 参照。

5 国債入札方式(単一価格方式)

ソロモン事件を契機に導入された、単一価格方式による国債の競争入札は、発行予定総額から非競争入札分を差し引いた額に対し、競争入札を行なうわけであるが、その際の落札価格の決定に特徴がある。すなわち、複数価格方式でなされたように高い入札価格から落札されるのではない」とは当然であるが、また入札後の平均入札価格をもつて落札価格とするのではなく、落札のストップ・レートをもつて落札価格とするのである。つまり、入札価格の高いものから順次落札していくのであるが、落札価格はすべて均一に、最安値で落札された価格に決定されるのである。この方式の利点は、すべての落札者が同一の価格で購入できる」とあるが、他方難点とし

ては、入札者ができるだけ自らの落札を確実にするために高い入札価格で応札する傾向が生じる点が指摘されている。市場実勢より高い価格で応札しても、落札価格はストップ・レートで決まる」とから、入札全体が市場実勢より高くなり、落札価格発表後にマーケットを変動させる要因になるわけである。

この単一価格方式は、前述のように、ソロモン事件を契機として導入されたわけであるが、しかしながら「もしそれに対する十分な対策ではない。むしろ、入札コストの引き下げという課題がかねてより当局サイドにあり、そのひとつの施策としてこのようないくつかの入札方式の変更がなされたという面が強い。したがって、ソロモン・ブライザース社の不正入札に対する直接的な対策は、次の三点である。まず、入札に際して、単一のプライマリー・ディーラーが、単一の入札価格で応札できる上限額を二五%と決められたことである。次に、入札参加者全員に対して、当該入札債券のネットの買い越し残高が二〇億ドルを越える場合には、財務省に事前報告しなければならないと決められたことである。さらに、プライマリー・ディーラーが入札の結果、五〇〇億ドル以上落札した場合、それが顧客の注文であることを確認すべく、顧客がサインした確認書の提出が義務付けられたことである。以上の措置によって、ソロモン事件でみられた、債券の供給制限や顧客名義の無断使用は回避されるものとされていく。

6 政府機関債

政府機関債は、全額政府出資の連邦政府機関(Federal Agencies)の発行するものと民間資本が導入されている連邦政府関連機関(Federal Sponsored Agencies)の発行するものとがある。

まことに、連邦政府機関には、国防省をはじめ、輸出入銀行、連邦住宅局、政府抵当金庫(GNMA; ジュームエイ)、

郵便公社、TVA、合衆国鉄道事業団などがあるが、これらは一部を除いて連邦政府予算に計上される、オノ・バジヨウト機関である。これらの政府機関債はSFCのギューレンが免除され、TVAなどの例外はあるものの合衆国政府によって完全に保証されている。

次に、政府関連機関には、連邦住宅貸付銀行 (FHLB)、連邦住宅貸付抵当公社 (FHLMC；ヘンディ・マック)、連邦全国抵当金庫 (FNMA；ヘリーメイ)、農業信用銀行、学生奨学資金金庫 (SLMA；サリーメイ)などがあり、これらは連邦予算に計上されない、オノ・バジヨウト機関である。これらは、農業信用金融援助公社を除いて、政府の保証付ではないため、信用リスクはあるが、政府機関の監督をうけ、人事権も政府にあるため、政府機関に比肩する信用力をもつている。

この連邦政府（関連）機関では、とくに住宅関連の機関の存在が注目される。これらは住宅関連のモーゲージ・ローンの保証・買取業務を通じて、アメリカでの証券化推進の一翼を担った。政府機関である連邦住宅局は、モーゲージ・ローンの保証・保険業務を行ない、政府抵当金庫は主としてモーゲージ担保証券の保証業務を行なっている。また、政府関連機関のFHLMCとFNMAは、モーゲージ・ローンの買取業務およびモーゲージ担保証券の保証業務を行なっている。また、連邦金融銀行 (Federal Financing Bank) が、他の政府機関の発行・販売・保証した債務を売買するため、一九七四年から業務を開始している。

政府機関債の発行方法は、発行体が財務代行機関と契約し、これが発行機関の承認のもとに、発行価格や利率などの発行条件を決定したうえで、証券ディーラーや商業銀行からなる販売グループを通じて債券を売り捌くという形で主として発行される。その際、販売グループのメンバーは、一定の割当額を販売し、証券分売手数料を受け取る。また、発行機関によつては、取扱シングルートを利用して発行する場合もある。証券ディーラーが、

表5 連邦政府（関連）機関債務残高

(単位 100万ドル)

政府機関							
機関名	1990年	1991年	1992年	1993年	1994年	1995年	1996年
国防省	7	7	7	6	6	6	6
輸出入銀行	11,376	9,809	7,208	5,315	3,455	2,050	1,447
連邦住宅局	393	397	374	255	116	97	84
政府抵当金庫 (GNMA)	0	0	0	0	0	0	0
郵便公社 (I)	6,948	8,421	10,660	9,732	8,073	5,705	0
TVA	23,435	22,401	23,580	29,885	27,536	29,429	27,853
合衆国鉄道事業団 (I)	0	0	0	0	0	0	0
計	42,159	41,035	41,829	45,193	39,186	37,347	29,380
政府関連機関							
機関名	1990年	1991年	1992年	1993年	1994年	1995年	1996年
連邦住宅貸付銀行 (FHLB)	117,895	107,543	114,733	139,512	205,817	243,194	263,404
連邦住宅貸付抵当公社 (FHLMC)	30,941	30,262	29,631	49,993	93,279	119,961	156,980
連邦全国抵当金庫 (FNMA)	123,403	133,937	166,300	201,112	257,230	299,174	331,270
農業信用銀行	53,590	52,199	51,910	53,123	53,175	57,379	60,053
学生奨学資金金庫 (SLMA)	34,194	38,319	39,650	39,784	20,335	47,529	11,763
連邦金融公社	8,170	8,170	8,170	8,170	8,170	8,170	8,170
農業信用金融援助公社	1,261	1,261	1,261	1,261	1,261	1,261	1,261
その他	23,055	29,996	29,996	29,996	29,996	29,996	29,996
計	392,509	401,687	442,141	525,518	699,742	807,264	896,443
総計	434,668	442,722	483,970	570,711	738,928	844,611	925,823
連邦金融銀行	179,083	185,576	154,994	128,187	103,817	78,681	58,172

(10)

シンジケートを組成し、発行機関から全発行額を買取り、引受リスクを負担する。

最近の政府機関債の大半は長短のコール・オプション付きあるいは変動利付で発行されている。これは、例えばFHLBの貸し付けは変動金利であり、コーラブル債の発行による調達資金を変動金利にスワップし、資金調達コストの目標を達成しているといわれる。

表6 地方債（長期）発行額
(単位: 100万ドル)

	競争入札によるレベニュー債	協議引受によるレベニュー債	レベニュー債合計	競争入札による一般財源債	協議引受による一般財源債	一般財源債合計	地方債合計
1980	5.8	23.8	29.6	10.4	1.3	11.7	41.3
1981	4.1	25.8	29.9	9.5	1.2	10.7	40.6
1982	5.4	48.0	53.4	14.2	2.9	17.1	70.5
1983	6.2	54.5	60.7	11.4	4.8	16.2	76.9
1984	5.9	69.5	75.4	12.6	7.1	19.7	95.1
1985	10.2	150.8	161.0	17.6	22.8	40.4	201.4
1986	10.0	92.6	102.6	23.1	22.6	45.7	148.3
1987	7.1	64.4	71.5	16.3	14.2	30.5	102.0
1988	7.6	78.1	85.7	19.2	12.7	31.9	117.6
1989	9.2	75.8	85.0	20.7	17.2	37.9	122.9
1990	7.6	78.4	86.0	22.7	17.5	40.2	126.2
1991	11.0	102.1	113.1	29.8	28.1	57.9	171.0
1992	12.5	139.0	151.6	32.5	49.0	81.5	233.1
1993	20.0	175.6	195.6	35.6	56.7	92.3	287.9
1994	15.0	89.2	104.2	34.5	23.2	57.7	161.9
1995	13.5	81.7	95.2	27.6	32.2	59.8	155.0
1996	15.6	100.1	115.7	31.3	33.2	64.5	180.2

(注) 課税債券および13ヶ月以内の償還期間の債券は除く。また1986年までは500万ドル以下の発行も除く。

(出所) セキュリティーズ・データ社

7 地方債

地方債には、州政府が発行する州債 (state bonds) と、市町村などの自治体が発行する自治体債 (municipal bonds) があるが、地方政府の行政機能を補完する目的で設置されている特別区や公共機関も債券を発行している。約三七〇〇〇もの州、郡、市、学校区、特別区などが地方債を発行しているといわれている。

地方債の特徴は、利子所得が連邦所得税の課税対

象とはならない上、さらに州・地方政府の免税措置を受けている場合も多く、免税債券 (tax-exempted bonds) とも呼ばれている。この免税措置のために、地方債は個人（家計およびミュー・チュアル・ファンド）、損害保険会社、商業銀行の投資対象となってきたと同時に、発行体にとつても低利回り発行が可能であり、公害防止債券なども発行されてきた。

地方債は、一般財源債 (general obligation bonds) と特定財源債 (revenue bonds) とに分かれ、一般財源債は、償還財源として税収が充当され、発行体がその元利払いの責任を負っている。他方、特定財源債は、債券発行による調達資金で、何らかのプロジェクトないし事業を起こし、それらの運営収入によって元利払いを行なうものである。これらの事業としては、先の公害防止のほか、空港、港湾、有料道路、大学、病院、スポーツセンター、会議場、下水設備、産業開発、資源開発、学生ローンなど種々多様である。また、一般財源債とレベニュー債の性格を合わせもつものも発行されている。

地方債の発行は、競争入札によるものと協議引受によるものとがあり、どちらを利用するかは、州法などによることころが大きい。一般的に、レベニュー債はそのプロジェクトないし事業の収益の確定が困難なため協議引受が適しているといわれ、現在ほとんどのレベニュー債は協議引受によって発行されている。また、レベニュー債の発行に際して、その募集のための引受業者を選定する力のある政治家は、自らが選定した引受業者に対して積極的に政治資金を求めることがあるといわれている。

また、地方債の最低券面単位は五〇〇〇ドルから五〇〇万ドルと幅広く、満期も一ヶ月から四〇年までと多岐に分かれているが、その免税措置のために最大の投資家は個人であり、満期まで保有される場合が多く、そのため流通市場は小さいといわれている。

米国では、社債の発行市場は早くから発達しており、企業金融において銀行融資よりも社債発行に依存する比重が高い場合が多く、間接金融優位であった日本とは事情が大きく異なる。このように社債の発行市場が広がりをもつてている理由は、第一に企業の社債発行が原則的に自由であり、社債発行による負債総額が法律的に規制されないことがあげられる（ただし、商業銀行や公益事業などは除く）。つまり、日本の適債基準のような起債市場への参入制限が存在しなかつたことが社債市場の発展を促した。次に、信用リスクを客観的に表示する格付け機関が早くから定着し、格付けに基づく条件設定がなされたことも重要である。第三に、米国では銀行の格付けは必ずしも事業会社よりも高くないため、銀行にとって高格付け会社への融資は利ざやを確保しにくいという点も指摘できる。第四に、機関投資家の投資行動が長期債保有に適合していたこともあげられる⁽³⁾。そして、これらの条件のもとに、多種多様な社債が発行されてきたのである。普通社債、転換社債、ワラント社債のほか、強制転換社債、インデックス債、利益参加社債、永久債、銘柄統合債、ゼロ・クーポン債、さらにMTNなどがあり、普通社債でも一九七〇年代後半以降は、ジャンク債（または高利回り債）の市場が拡大している。さらに、一九八〇年代半ば以降はモーゲージ証券を中心とする資産担保証券など、証券化関連商品も急増している。また、社債の満期についても、五～一五年の中期物をはじめ、二五～三〇年の長期物、短期のコマーシャル・ペーパーまで、様々な期間設定がされている。最近では、償還期間が一〇〇年のセンチュリー・ボンドも発行され話題を呼んだ。そして、発行方法も規則四一五による一括登録制の導入によって機動性が高まつたが、さらに最近ではMTNプログラムによつていつそう柔軟なものとなつていている。

発行会社は、引受業者との協議の上で、社債の発行総額や発行条件の決定を行う。その際、引受人となる証券

業者は、発行会社の発行開示内容についても責任をもつていて、「適切な調査」(due diligence)を行いう必要がある。受託会社は、信託証書法にもとづいて発行会社と受託契約を締結し、社債の元利払いに関する種々の義務と責任を負う。ただし、発行条件等の決定に際して受託会社（銀行）は関与せず、両者の協議のみで決定されるといわれている。規制当局であるSECは、公募発行の場合、登録届出書が提出されているかどうかを確認するが、審査は抽出審査であり、すべての案件が審査されるとは限らない。格付機関による格付は、必ず取得されるとは限らないが、公募発行では格付を取得して発行するのが一般的であり、高格付を取得することによつて、低資金コスト（低利回り）の資金調達が可能となる。また、規制等によつて投資適格債（BBB以上）にしか投資できない場合もあり、格付は重要な投資指標である。投資家としては、生命保険会社が圧倒的であり、私的年金、公的年金、ミューチュアル・ファンド、銀行等がこれに続いている。

(3) この点については、テッド・リー「米国の公社債市場」（公社債引受協会編『公社債市場の新展開』、東洋経済新報社、一九九六年、第一章、所収）一四六ページ、参照。

9 公募と私募

社債募集の形態は、公募と私募に大別されるが、公募発行の場合、一九三三年証券法が適用され、発行会社は発行に先立つて、SECに登録届出書を提出する義務を課されている。この届出書では、会社の財務内容や経営陣について真実かつ完全なディスクロージャーがなされねばならず、また投資家に対しても登録届出書に準じた目論見書の交付が義務付けられている。なお、SECは一九八二年に一括登録制（規則四一五）の導入を決定した。この制度のもとでは、二年内に発行される金額などをあらかじめSECに登録しておけば、その枠内で機

表7 ルール144Aによる私募証券

	金額(100万ドル)		件数	
	債券	株式	債券	株式
1990	3.5	1.4	28	17
1991	17.0	3.3	332	51
1992	34.5	5.5	639	56
1993	82.2	9.0	1,355	74
1994	57.4	8.4	934	118
1995	64.3	6.9	874	97
1996	109.2	23.4	1,265	191

(出所) セキュリティーズ・データ社

動的な発行ができ、発行手続きの大幅な簡略化が可能となつた。しかし、現在ではMTNプログラムがよりいつそう機動的な発行を可能にし、投資適格債のうち大きな割合を占めるに至つていて。

他方、私募発行の場合、発行会社および発行証券について十分な情報を収集する能力をもつ、特定少數の投資家に限定して募集が行われるため、発行会社は登録届出書や目論見書による開示が免除される。すなわち、私募とは「発行者による公募を含まない取引」(三三年証券法第四条(2)項)と定義されていたが、その内容は不明瞭であり、事前にSECにコンタクトしてノード・アクションレターを得てから私募発行を行つていた。また、SECも私募規定の明確化に努め、一九八二年にはレギュレーションDが施行されている。そこには、私募証券の販売対象となる機関投資家の果たすべき要件や人数、投資家への情報提供、一般的勧誘の禁止、転売禁止、およびSECへの販売届出書提出などについての規定がある。

しかし、私募市場では、一九八〇年代から、機関化現象の進展、ユーロ市場との競争激化、そして私募市場自体の拡大を背景として、より柔軟な取引の可能な制度改変を望む声が高まり、結果的にSECは一九九〇年四月、規則一四四Aを正式に発表、施行した。これは、一定の機関投資家(証券投資額一億ドル以上などの要件を満たす「適格購入者」)に対し、登録義務や証券保有期間の制約なしに自由に私募証券を売買させようとするものである(ただし、転売者は、購入者に対し自らガルールにしたがつて売却を進めていることを知らせる義務があり、

通常転売者は購入者から適格機関投資家の資格証明を取得する)。そして、この制度改変によって、ユーロ市場などに流出していた外国発行体の米国市場での資金調達は促進された。市場規模は一九九七年上半期一四六一億ドルと過去最高であり、その内訳は金融機関765億ドル(五一%)、一般企業六〇四億ドル(四一%)、その他は電力などの公益事業であり、また高利回りでの発行が増加している。

10 引受機構

もともと引受とは、募集の取扱を行うと同時に売れ残り分を引き取る残額引受(stand-by)であったが、アメリカの投資銀行の資力・信用力の高まりにつれて、最初から発行額の全額を買い取る、買取引受(straight underwriting)または総額引受が行なわれるようになつていった。この両者をあわせて確約引受(firm commitment underwriting)と呼んでいるが、通常引受という場合は、販売に最善を尽くすが、売れ残り分の引き取りは行なわない、取扱引受(best-efforts underwriting)をこれに加えている。一九三三年証券法における引受人の定義は、a. 証券の分売を目的として発行者から証券を購入した者、b. 同目的に連して発行者のために売付申込みもしくは売付を行なう者、c. これらの方行為に直接もしくは間接に参加あるいは関与する者、となつていて。

引受額が大きい場合、引受リスクを分散するため、引受シンジケートが組まれる。引受シンジケートは、発行会社との間の引受契約と引受業者間契約とで構成されるが、発行額が大きいときなどは、引受幹事は複数となり、主幹事と共同幹事とにわかれる。また、シンジケートのなかには、売捌きのみ協力する、セリング・グループがある。買取引受の場合、発行会社に対して前払いされた社債の買取価格と投資家に売却する売出

チ社、D&P社、MCM社がSEC規則により認定されている)。これらの格付機関では、格付にあたって、まず当該企業の産業分析および業界内競争力評価を行ない、次に収益性・財務構成・財務的弾力性(償還能力)・清算価値などの財務分析を行ない、さらに信託証書の分析(財務制限条項および債券の優先順位の検討)が行なわれた上で格付が決定される。

アメリカで格付制度が定着した理由として、一九三〇年代の恐慌期において多数の社債がディフォールトに陥ったが、その際格付機関の行なった格付とディフォールトの相関性が高いことが実証され、投資家の信頼を得たこと、さらにもとをも通貨監督官、連銀などの公的機関がさまざまな形で格付を利用するようになつたことなどがあげられる。この点、同時期の恐慌で多数のディフォールトが発生した際、有担保原則を導入することで対処した日本とは大きく異なり、これによつてその後の両国の社債市場の展開が方向づけられたといえる。

また、八〇年代のM&Aブーム期には、企業買収手段としての側面のみが強調された、ジャンク債が、近年成長企業の資金調達手段として定着してきたことも指摘されており、これについては次節で紹介する。

12 ジャンク債

一九八〇年代のジャンク債市場は、当初公募社債市場におけるシェアも四～六%であったが、一九八三年から急成長し、八〇年代後半では公募市場の二〇%以上を占めるようになった。これには、M&A関連の新規発行が相当含まれていたと見られ、そのうちには敵対的な買収やLBOのための資金調達も含まれており、ジャンク債はその観点から注目された。そして、市場をリードしていたドレクセル社が同社のマイケル・ミルケン

表10 ジャンク債引受シェア
1996年

順位	主幹事	金額 (100万ドル)	シェア	件数	手数料 平均(%)
1	Donaldson Lufkin & Jenrette	163.6	21.4	24	2.818
2	Merrill Lynch	90.0	11.8	28	1.859
3	Salomon Brothers	69.3	9.1	17	1.784
4	Morgan Stanley	56.1	7.4	11	3.092
5	Goldman Sachs	51.6	6.8	16	1.674
6	Chase Manhattan	47.0	6.2	9	2.527
7	J. P. Morgan	37.6	4.9	10	2.092
8	Bear Stearns	37.1	4.9	7	2.753
9	Credit Suisse First Boston	36.6	4.8	8	2.618
10	Bankers Trust	34.1	4.5	6	2.823
11	Lehman Brothers	22.8	3.0	10	1.870
12	Smith Barney	21.6	2.8	5	2.579
13	CIBC Wood Gundy	15.0	2.0	2	3.000
14	Friedman Billings Ramsey	9.8	1.3	3	4.083
15	Dillon Read	9.3	1.2	4	2.525
上位15社		701.7	92.0	160	2.323
総計		763.0	100.0	182	2.306

(出所) Investment Dealers' Digest.

らの一連のインサイダー取引事件によって倒産(一九九〇年)したことを契機に、ジャンク債市場は急速に収縮するが、一九九一年から回復はじめ、その後も発行額を拡大している。その意味では、最近のジャンク債市場は、かつての買収資金市場という側面を払拭し、信用力の低い発行体の資金調達市場として定着したといえる。

一九九七年度第一四半期の発行体では、メディア・テレコム関連が約三〇%を占めているが、最近の調査では、ジャンク債を発行する要因は資金の柔軟性にあるといわれている。⁽⁴⁾ すなわち、ジャンク債の発行体は銀行借入よりも高い金利を負担しているが、ジャンク債は銀行債務に比べて各種の契約条項の点で制約が弱く、それがジャンク債を選好させているといわれる。また、引受証券会社については、かつてはドレクセル社の独壇場であり、同社のシェアは三〇%をこえることもあつたが、一九九五年からは Donaldson・ラフキン・ジエレット社が首位となり、そのシェアは約一五%である。そして、ジャンク債の手数料は平均一%程度であり、投資適格債の約〇・四%を大きく上回るものとなつており、その引受は専門性が高いために手数料率も安定的といわれている。したがつて、ジャンク債の引受には商業銀行をはじめ、参入が相次いでおり、また地方の業者も

注力する傾向にある。

以上、投資家については、かつて一九八〇年代では保険会社、投資信託・投資顧問、年金基金、外国投資家、貯蓄貸付組合などであったが、現在は貯蓄貸付組合は保有しないことができなくなり、かわって投資信託、とくに高利回りのミューチュアル・ファンドが拡大している。これらの投資信託は個人資金を背景としており、拡大が予想されている。ただし、ジャンク債の流通価格は株価に影響される側面が強いため、これら投資信託への資金流入も株価に影響される可能性は強いといわれる。

- (4) Gilson, Stuart and Jerald Warner . "Junk Bonds, Bank Debt, and Financial Flexibility".
University Rochester Working Paper, March 1995.

13 めわりに

以上、簡単に米国の再建発行市場の概況を紹介したが、ジャンク債やMTNなどは日本の市場の今後を展望するためにも示唆的であると考えられる。したがって、各市場のより立ち入った検討を別稿にて行う予定である。

取引システムの世界標準へ

～パリ証券取引所のスーパーCAC～

吉川 真裕

ロンドン証券取引所がSETSと呼ばれるオーダー・ドリブン（注文駆動）方式の新しい取引システムを導入した背景には、ヨーロッパ大陸の取引所がオーダー・ドリブン方式のコンピューター取引システムを導入し、一時はSEAQインターナショナル（ロンドン証券取引所の外国株市場）へ流出した取引を奪回し始めたことが上げられる。なかでもパリ証券取引所はコンピューター取引システムの導入、法人会員の認可、株式売買手数料の自由化、取引所集中原則を緩和したプロック取引制度の採用、SEAQインターナショナルに対抗する外国株取引制度の開設といった市場改革を推進し、いくつもの国へコンピューター取引システムを提供するまでに至っている。

本稿ではパリ証券取引所におけるさまざまな市場改革、コンピューター取引システムの概要、マーケットメカニズムやロック取引制度といった取引所集中原則の緩和策、コンピューター取引システムの評価を紹介することで、わが国における将来の取引システムについて考える際の一助としたい。⁽¹⁾

1 パリ証券取引所における市場改革

パリ証券取引所における市場改革はイギリスのビッグバンと同じ一九八六年に遡る。それ以前のパリ証券取引所は一九世紀はじめの制度に基づいており、取引所の会員は自己売買の認められていない個人会員に限られ、取引は固定売買手数料制のもとで、一日一度のオーケーション取引（取引の90%以上）とその後の相対取引を通じて、取引所において行われなければならなかつた。⁽²⁾ロンドン証券取引所では一九八六年一〇月のビッグバンに先立ち、一九八五年六月にSEAQインターナショナルと呼ばれる外国株市場が開設されており、ロンドンへの取引流出に対する対抗措置としてまず第一に実施されたのが、一九八六年六月のパリ証券取引所でのコンピュータ取引システムの導入であつた。

トロント証券取引所のCATS（Computer-Assisted Trading System）と呼ばれるコンピューター取引システムを改良して、パリ証券取引所はCAC（Cotation Assistée en Continu）と呼ばれるコンピューター取引システムを一九八六年六月に六銘柄について導入し、その後も段階的に対象銘柄を拡大した。

一九八六年一〇月のビッグバンでロンドン証券取引所が売買手数料を自由化し、ジョバー（マーケットメーカー）とプローカーの単一資格制度を廃止したことを受けて、パリ証券取引所も一九八八年一月には二重資格制に基づく法人会員（Société de Bourse）制へと移行した。ただし、この移行過程では従来の個人会員（Agents de Change）をも法人会員として認可したが、ロンドン証券取引所の場合と同様、これらの会員は一九八九年末までに銀行や証券会社（このうち多くは外国業者）の傘下に入った。

一九八九年七月には売買手数料の自由化がフランスでも実施され、こうした一連の市場改革は一九八四年の銀行法改正と併せて、プチ・バン（フランス版ビッグバン）と呼ばれている。

ロンドン証券取引所は先頭SETSと呼ばれる新取引システムを導入したところであるが、パリ証券取引所はプチ・バン以降も継続的に市場改革を実施している。

まず、一九八八年一月の証券市場改革法に基づいてパリ証券取引所が株式会社となる一方、一九九一年一月二四日にはボルドー・リール・リヨン・マルセイユ・ナンシー・ナントの六地方取引所が統合され、パリ証券取引所の地方事務所となつたことで、形式的にパリ証券取引所はフランスで唯一の証券取引所となり、市場の集中が強化された。

また、一九九〇年一月にパリ証券取引所は流動性に応じて株式を四つのグループに分類し、それぞれのグループごとに取引形態・取引時間・値幅制限・取引停止措置を定めた。

次に行われたのは、取引所集中原則の部分的な緩和である。一九八九年にロック取引制度が導入され、一九九四年と一九九六年にはこの制度が大幅に改善され、一部の高流動性銘柄については取引所外での相対取引が取引所会員に認められた。他方、一九九一年には中型株に单一のマーケットメーカーが認可され、一九九四年には複数のマーケットメーカーも認められた。（第3節参照）

さらに、取引所税（有価証券取引税）の緩和も行われ、一九九三年には一〇〇万フラン以下〇・三%、一〇〇万フラン超〇・五%の取引所税が一取引当たり最大四〇〇〇万フランと軽減される一方、一九九四年には非居住者に対しても取引所税が廃止された。

一九八六年六月に始まつたCACへの段階的な移行は一九九一年二月に完了し、一九九二年にパリ証券取引所はこの間の技術の進歩を採り入れるべくNSC（Nouveau Système de Cotation）とふう新たなシステムの開発に着手した。そして、六ヶ月にわたるパイロット試験を経て、一九九五年四月にスーパーCAC

(SUPERCAC) と改名された新システムが三八四銘柄の株式（うち九銘柄は外国株）を対象として稼働し、同年六月には新システムへの移行を完了した。この新システムに基づいて一九九六年三月にはアット・ベスト・オーダー、一九九七年一月にはオール・オア・ノン・オーダー、ストップ・ロス・オーダー、ストップ・リミット・オーダーによる発注が可能となっている。（次節参照）

最後に、新市場の設立もパリ証券取引所のイニシアチブで盛んに行われている。古くは一九八三年二月に開設された第一部市場があるが、一九九六年一月にはヨーロッパ各国の（パリ証券取引所への非上場株式を含む）優良株式を現地通貨建てで月末決済取引する、ユーロCAC (EUROCAC) と呼ばれる制度がパリ証券取引所に導入され、同年二月には成長企業を対象とした店頭市場ヌーボー・マルシェ (Nouveau Marché) がパリ証券取引所の子会社SNM (Société de Nouveau Marché) の管轄下で取引を開始した。また、一九九六年七月の法改正に伴い、それまでの店頭市場オール・カート (Hors Cote) を廃止し、店頭自由市場フリー・マーケット (Marché Libre) を設立した。

2 スーパーCACの概要

スーパーCACは注文回送・データ転送・決済システムを統合した注文処理システムであり、完全にコンピューター化された取引システムである。システム構成はリンクされた四つのサブ・システムからなり、中央オンライン取引システム（狭義のスーパーCAC）とその上流に位置する注文回送システム、下流に位置する相場情報システムと決済システムが統合されている。注文の執行はわが国の証券取引所と同様に、オーダー・ドリブン（注文駆動）方式のコール・オーケーション（板寄せ取引）と継続マッチング（ザラバ取引）からなる。⁽³⁾

（1）注文の種類

① リミット・オーダー (Ordre à Cours Limit)

指定した価格またはそれよりも有利な価格で取引を執行するための指値注文。対当する注文が電子注文板にならない場合には当該注文が電子注文板に残る。価格と数量の入力が必要であり、有効期限が入力されていなければ当日のみ有効で、最大有効期限は月末決済取引では月末営業日から六営業日前の総合清算日まで、現金決済取引では月末営業日まで。

② マーケット・オーダー (Ordre au Prix du Marché)

電子注文板にあるリミット・オーダーの最良価格で取引を執行するための注文。注文量が電子注文板の最良気配の数量よりも大きい場合には最良気配の数量のみがその価格で執行され、残りの注文は自動的に当該価格でのリミット・オーダーとして電子注文板に残る。

③ アット・ベスト・オーダー (Ordre à Tout Prix)

電子注文板にあるリミット・オーダーの価格で取引をすべて執行するための注文。注文量が電子注文板の最良気配の数量よりも大きい場合にはその数量のみが最良価格で執行され、残りの注文は次の最良価格で執行される。注文量が電子注文板のリミット・オーダー全体の数量よりも大きい場合には注文は一切執行されず、次の注文が入力されるまで延期される。この注文は他の注文に優先する。

④ オール・オア・ノン・オーダー (Ordre Tout ou Rien)

指定した価格またはそれよりも有利な価格で、電子注文板にあるリミット・オーダーと取引をすべて執行するための注文。注文量が電子注文板の最良気配の数量よりも大きい場合にはその数量のみが最良価格で執行され、

残りの注文は次の最良価格で執行される。注文量が電子注文板の指定した価格のリミット・オーダー全体の数量よりも大きい場合には注文は執行されず、次の注文が入力されるまで延期される。なお、当面はCAC四〇指数構成銘柄には発注できません、五万フランまたは一万株未満の数量で注文する」ともできない。

(5) ストップ・ロス・オーダー (Ordre à Seuil de Déclenchement)

指定した価格に達すると、その価格またはそれよりも不利な価格で取引を執行するための条件付き注文。指定した価格に達したとき、注文は即座にアツト・ベスト・オーダーとして執行される。価格と数量の入力が必要であり、有効期限はリミット・オーダーと同じ。

(6) ストップ・リミット・オーダー (Ordre à Plage de Déclenchement)

指定した価格に達すると、その価格と指定した許容範囲の不利な価格の間で取引を執行するための条件付き注文。指定した価格に達したとき、注文は即座にリミット・オーダーとして執行される。価格と許容範囲および数量の入力が必要であり、有効期限はリミット・オーダーと同じ。

(2) 呼値の単位

呼値の最小単位は一株五フラン以下の銘柄で〇・〇一フラン、五フラン超一〇〇フラン以下の銘柄で〇・〇五フラン、一〇〇フラン超五〇〇フラン以下の銘柄で〇・一フラン、五〇〇フラン超五〇〇〇フラン以下の銘柄で一フラン、五〇〇〇フラン超の銘柄で一〇フラン。

(3) 株式の分類

フランスでは株式は四つのグループに分類され、このうちパリ証券取引所に上場されている株式は流動性に応じて三つのグループに分類されており、各グループとに取引形態・取引時間・値幅制限・取引停止措置等が定められている。

① 継続値付け A 銘柄 (Continu A)

一日当たり取引金額が二五万フラン以上で取引回数が二〇回以上の高流動性銘柄からなり、一〇時のオープニング・オーフショーンの後は一七時まで継続マッチングが行われる。値幅制限は前日終値から一〇%で一五分間取引が停止され、その後は五%とともに一五分間取引が停止される。

② 継続値付け B 銘柄 (Continu B)

一日当たり取引金額が五万フラン超で取引回数が五回以上の中流動性銘柄からなり、一〇時のオープニング・オーフショーンの後は一六時五十五分まで継続マッチングが行われ、一七時には再びクロージング・オーフショーンが行われる。値幅制限は前日終値から五%で三〇分間取引が停止され、その後は一・五%とともに三〇分間取引が停止される。

③ 定時値付け A 銘柄 (Fixing A)

上場株式のうち継続値付け A・B に属さない低流動性銘柄からなり、一一時三〇分と一六時にコール・オーフショーンが行われる。その他の時間には取引は行われず、値幅制限はその前の価格から五%と定められている。

④ 定時値付け B 銘柄 (Fixing B)

非上場銘柄からなり、一五時に一度だけコール・オーフショーンが行われ、値幅制限は前日終値から一〇%と定

められてゐる。

(4) 注文回送システム

スーパーCACへの注文回送は会員業者を通じてのみ行われ、会員業者からスーパーCACへの注文回送はCOCAと呼ばれるシステムで直結されている。他方、顧客から会員業者への注文回送はパリ証券取引所が提供するRONAシステムや会員業者独自のシステムによって結ばれていく。

(5) 相場情報システム

パリ証券取引所の相場報道システムには会員業者を対象としたTOPCACと情報ベンダー経由で一般投資家へ情報を提供するFIM (Flux Instantané de Marché) がある。一般投資家は情報ベンダーを通じて銘柄ごとに売り・買い各五件づつの最高気配値いや株数を知ることができる。

(6) 決済システム

パリ証券取引所の決済システムはRELENT (Règlement et Livraison des Titres) と呼ばれ、中央決済期間であるHOVAM (Société Interprofessionnelle pour la Compensation des Valeurs Mobilières) が清算機関として、会員業者間の取引センター (Inter-Société de Bourse) によって、会員業者と銀行間の取引はSBI (Société de Bourse Intermediaire) システム、銀行間の取引はグレ・ア・グレ (Gré à Gré) システムを通じて決済している。

である。

3 取引所集中原則の緩和

パリ証券取引所は地方証券取引所を統合し、取引所集中原則を堅持しているが、低流動性銘柄にはマーケットメーカー制を部分的に採用し、高流動性銘柄にはロック取引制度を導入するなど柔軟な姿勢を示している。これらはスーパーCACに不可欠な要素ではないが、フランスではスーパーCACを補完する制度としてもよく機能している。

(1) マーケットメーカー制の導入

一九九二年、パリ証券取引所は継続値付けB銘柄と定時値付けA銘柄の流動性を高めるためにマーケットメーカー制を導入した。アニメーション契約 (Contrats d'animation) と呼ばれる特殊な契約によって会員業者一社を単一のマーケットメーカー (Animateur) とするところにより、流動性を高めようとしたものである。

マーケットメーカーの義務は、電子注文板に売り注文と買い注文を入力し、定時値付け銘柄では一万フラン、継続値付け銘柄では五万フラン相当の最低取引量について、常時5%以内のスプレッドを表示するなど、オープンニング・オークションではある程度まで注文を執行することである。

これに対するマーケットメーカーの利点は、①マーケットメーリングに付随する注文や執行の費用が無料である、②マーケットメーカーとして認知されることがあり、ロック取引の注文が集まりやすくなる、③そしてマーケットメーカーはたいてい当該証券の発行企業といわゆる流動性契約を結び、当該企業の財務報告書の作

成や年次報告書の配布に関与できることと、等が上げられるが、発行企業との関係が最も大きなインセンティブとなっている。

一九九四年一〇月には、マーケティングと流動性の向上が必要な継続値付けA銘柄（主として外国株式）についてもアニメーション契約が拡大され、業種や規模にかかわらず、マーケットメーカーをつけられることになつた。ただし、継続値付けA銘柄についてはマーケットメーカーの最低取引量は二〇万フラン相当、最大スプレッドは二%であり、複数のマーケットメーカーが想定されている。優良銘柄については詳細な審査が必要とされ、当面はマーケットメーカー制は予定されていない。

ワラント市場は近年急速に拡大しているが、取引はほとんど店頭市場で行われている。そこで、パリ証券取引所はワラントの取引所取引を活性化するため、ワラントを対象としたアニメーション契約を推進してきた。この結果、継続値付けA銘柄に属するワラントはすべてマーケットメーカー制の下で取引されており、外国通貨を原資産としたワラントをはじめ、多くのワラントが定時値付け銘柄から継続値付けA銘柄へと変更されている。ワラントを対象としたアニメーション契約の場合、最低取引量は一五万フラン相当で、最大スプレッドは原資産の流動性と、権利行使価格や残存期間といったワラントそのものの特質とに応じて定められている。

一九九六年末では二五四銘柄の株式と三五七銘柄のワラントがアニメーション契約を結び、マーケットメーカー制の下で取引されている。

（2）ブロック取引制度の導入

一九八九年一〇月、SEAQインターナショナルに対抗すべく、パリ証券取引所では優良銘柄を対象としたブ

ロック取引制度が導入された。この制度は取引所外での相対取引を認めたが、注文執行後五分以内に取引所に公表する必要があり、電子注文板上の同値とより有利な価格でのリミット・オーダーをすべて執行しなければならず、あまり利用されることはない。

そこで、一九九四年九月にパリ証券取引所はこの制度を大幅に改善し、電子注文板での執行義務を削除した。この改善のポイントは、電子注文板にあるリミット・オーダーの加重平均スプレッドがそれぞれ売り気配と買い気配について計算され、その範囲内の価格でブロック取引を執行した場合には、電子注文板上の同値とより有利な価格のリミット・オーダーを執行する必要はないという点にある。さらにストラクチャル・ブロック取引と呼ばれる超大口取引では最良スプレッドまたは直前の取引価格から一〇%まで乖離した価格での取引が認められた。

さらに、一九九六年四月にはブロック取引に対する条件が一層緩和され、その後、フランスにおけるブロック取引は着実に拡大しており、とりわけストラクチャル・ブロック取引の拡大が著しい。（表1参照）

現在のブロック取引制度では、取引対象はCAC四〇指数構成銘柄を含む六一銘柄の高流動性銘柄に限られ、最低取引量は一日平均取引金額の二・五%、または最良スプレッドの平均取引量の七・五倍から計算されたノーマル・マーケット・サイズ以上（ただし、最低金額は五〇万フラン）とされている。電子注文板にあるリミッ

	ブロック取引		ストラクチャル・ブロック取引	
	取引回数	取引金額 (10億フラン)	取引回数	取引金額 (10億フラン)
1996年第1四半期	12,911	73.45	19	9.39
1996年第2四半期	14,249	122.28	26	8.07
1996年第3四半期	8,957	50.22	24	10.76
1996年第4四半期	14,227	72.17	51	31.46
1997年第1四半期	15,130	82.84	38	21.01
1997年第2四半期	13,550	169.69	48	22.68
1997年第3四半期	14,734	138.68	40	21.06

（注）パリ証券取引所内部資料から作成

ト・オーダーの加重平均スプレッドの範囲内の価格でブロック取引は執行されなければならないが、ノーマル・マーケット・サイズの五倍超の規模の場合には最良スプレッドまたは直前の取引価格から5%まで乖離した価格での取引が認められる。

ブロック取引の取引所への報告は即座に行われなければならないが、情報の公表はノーマル・マーケット・サイズの五倍以下の場合には報告の一時間後、五倍超の場合には翌朝とされている。

ストラクチャル・ブロック取引はブロック取引対象銘柄に限らず、すべての上場株式を対象としており、発行済み株式の5%または一億フラン以上が最低取引量となっている。ディスクロージャーの方法はブロック取引と同様であるが、ポジションを解消できない場合には公表は二日後まで延期される⁽⁵⁾。

4 スーパーCACの評価

パリ証券取引所のコンピューター取引システムであるスーパーCACは注文回送・注文執行・相場情報配信・決済を統合したシステムであり、近年、このシステム、またはこのシステムの簡略版を導入する取引所が相続いでいる。

一九九五年四月にはスーパーCACの稼働間もなく、ベルギーのブリュッセル証券取引所が、同年一一月にはかつてパリ証券取引所にコンピューター取引システムCATSを提供したカナダのトロント証券取引所がスーパーCACを購入したのを皮切りに、一九九六年一〇月には南米最大のサンパウロ証券取引所(BOVESPA)がオプション取引システムSTAMPとパリ証券取引所の子会社が開発したワークステーションを併せて購入する契約を結んだ。

また、一九九六年中にパリ証券取引所はUNIX環境で作動するスーパーCACの簡略版の契約を、モロッコのカサブランカ証券取引所、ブルガリア証券取引所、ヨルダンのアンマン金融取引所、チュニジアのチュニス証券取引所と結んでいる。

一九九七年に入つてからは、一月にパリ国際金融先物取引所(MATIF)が従来夜間取引に利用してきたシカゴ・マーカンタイル取引所(CME)のGLOBEXに替えてスーパーCACを採用することを決定し、同年六月にはパリ証券取引所とMATIF、CME、ニューヨーク・マーカンタイル取引所(NYME)の間でテクノロジー・スワップと呼ばれた相互技術提供契約が締結された。この契約はCMEとNYMEXが夜間取引についてはすでにMATIFが導入しているパリ証券取引所のスーパーCACを採用する代わりに、パリ証券取引所とMATIFはCMEとNYMEXが共同開発した清算システム(Clearing 21®)を採用するというものであつた。そして七月にはポルトガルのリスボン証券取引所がスーパーCACの導入を決定し、九月にはさらにボランダのワルシャワ証券取引所がスーパーCACの採用を含めた取引システムのアップグレードをパリ証券取引に依頼した。

このように、パリ証券取引所のスーパーCACシステムは導入から一年あまりの間に数多くの取引所によつて導入され、あるいは導入を予定されており、取引所におけるコンピューター取引システムとしての性能が高く評価されているとみて間違いないだろう。

パリ証券取引所自身もCMEがスーパーCACの採用に踏み切つたことを自負しており、GLOBEXやクリアリング21を開発し、世界の最先端をゆくCMEにスーパーCACが最先端の技術を体現した取引システムであることを評価されたとして、金融取引技術の世界標準をめざすという意気込みを示している⁽⁶⁾。

れい、パリ証券取引所の市場改革、とりわけその重要な部分である取引システムを中心として紹介してきたわけであるが、パリ証券取引所の経験はわが国証券取引所にいかなる示唆を与えてくれるであらうか。

マーケットメーカー制からオーダー・ドリブン方式の採用へと歩みだしたロハシエン証券取引所とは対照的に、パリ証券取引所はオーバークション制からブロッカ取引制度や部分的なマーケットメーカー制の採用を通じて少しずつ環境の変化に適応してゐる。しかし、たとえたとて、パリ証券取引所はパリ証券取引所よりも先に開始していたがつて、取引システムのコンピューター化としては東京証券取引所はパリ証券取引所よりも遅れていたことになる。しかし、その後はパリ証券取引所がロハシエン証券取引所に対抗するために必死になつてゐる間に、わが国ではバブル・バームに流されてそれほど大きな改革はなされないなかつた。数年後には東京証券取引所のシステムが更新されるはずであるが、部分的なマーケットメーカー制の導入やブロッカ取引制度の採用、ある種の条件付の注文の導入など、取引所を取り巻く環境の変化に合わせて、二十一世紀の技術水準に見合つた取引システムが準備されるいとを期待した。

東京証券取引所もパリ証券取引所と同様に、トロット証券取引所のCOATSを改良し、CORES

(Computer-assisted Order Routing and Execution System)も評議されるロハシエン取引システムを、一部市場銘柄については一九八一年一月から、一部市場銘柄については一九八五年五月に導入してゐる。

したがつて、取引システムのコンピューター化としては東京証券取引所はパリ証券取引所よりも先に開始してゐたことになる。しかし、その後はパリ証券取引所がロハシエン証券取引所に対抗するために必死になつてゐる間に、わが国ではバブル・バームに流されてそれほど大きな改革はなされないなかつた。数年後には東京証券取引所のシステムが更新されるはずであるが、部分的なマーケットメーカー制の導入やブロッカ取引制度の採用、ある種の条件付の注文の導入など、取引所を取り巻く環境の変化に合わせて、二十一世紀の技術水準に見合つた取引システムが準備されるいとを期待した。

(35)

注(1) 本稿作成に当たつて資料を提供して頂いたパリ証券取引所のCatherine David Malauzène、東京証券取引所の

畠田光の両氏に感謝の意を表す。

- (2) 以下の説明はPagano, M. & A. Röell, "Shifting Gears: An Economic Evaluation of the Reform of the Paris Bourse" (Conti, V. & R. Hamoui ed., *Financial Markets' Liberalization and the Role of Banks*, Cambridge University Press, 1993). Stell, B. ed. *The European Equity Markets* (The Royal Institute of International Affairs, 1996). 畠田光「証券取引所を取巻く環境の変化と証券取引所の対応 (米国・ペニ証券取引所)」(『証券』、一九九四年八月)、「国際マーケットの証券市場 (一九九一年版)」、「国際マーケットの証券市場 (一九九七年版)」(じゅれい日本証券経済研究所)等による。

- (3) フランスSBF-Bourse de Paris, BDM: *The Paris Bourse Data Base*, Version 1.0, June 1995. *The French Equity Market User Guide*, October 1997. SBF-Bourse de Paris, *Les Ordres de Bourse*等による。

- (4) ベルギー証券取引所の資本は四億ユーロ、一九九六年のブロッカ取引代金は株式取引代金全体の11%、国債は7%であった。

- (5) ブロッカ取引制度の詳細については、概要「ブロッカ取引制度の導入——パリ証券取引所の新たな貢献」(本誌、1991年7月、一九八六年八月)を参照。

- (6) "The NSC Trading System: an International Standard in the Making", *Paris Bourse News*, Number 13, April 1997. "The NSC: toward a Global Standard for Financial Trading Technology", *Paris Bourse News*, Number 14, July 1997

(36)

「中華人民共和国会社法」について（4）

～会社の財務会計、合併・破産および外国会社の営業所を中心にく

王 東明

1 会社の財務会計

「会社法」の第六章は会社の財務会計の内容を規定している。第一七四条では会社は法律、行政法規および国务院財政主管部門の規定に従い、自社の財務会計制度を確立する必要がある。そして各会計年度終了時において、会社は財務会計報告書を作成し、審査を受けなければならない。財務会計報告書は（1）貸借対照表（資産負債表）、（2）損益計算書、（3）財務状況変動表、（3）財務状況説明書、（4）利益処分案（利益配分表）および附属明細書を含める（第一七五条）。九〇年代以前の企業財務会計制度はばらばらで、統一の基準がなかった。また一九九〇年最初に上海証券取引所に上場を果たした八社もその会計基準が異なつており、統一性と公開性を欠いていた。一九九二年から財政部が「企業会計基準」、「実験的株式制（企業）の会計制度」などを制定し、企業の会計基準を統一させ、財務会計の透明性、公開性および統一性が高まつた。⁽¹⁾

財務会計のディスクロージャー（情報開示）については、有限会社（有限責任会社）の場合は、会社定款が定めた期限内に、会社は財務会計報告書を各株主に送付する義務がある。株式会社の場合は、定期株主総会開催の二〇日前までに、財務会計報告書を会社に備え置き、株主の閲覧に提供する必要がある。募集方式により設立さ

れた株式会社の場合は、会社は財務会計報告書を公告しなければならない（第一七六条）。ここで有限会社、株式会社、そして募集設立の株式会社はいずれもその株主に対して財務会計のディスクロージャーを要求される。

企業の積立金と公益金については、法定積立金、任意積立金および法定公益金の内容が定められている。まず積立金は法定積立金と任意積立金の二種類に分けられる。法定積立金はその収入源の相違によつて利益積立金と資本積立金に区別される。利益積立金とは、当該年度の税引後利益を配当に先立ち、その一〇%を積立てることになつている（第一七七条）。資本積立金は会社の利益以外の収入から積立てるので、額面金額を上回る価格で株式を発行した際に得るプレミアムおよび国务院財政主管部門の規定するその他収入から成り資本積立金に組入れなければならない（第一七八条）。ただし法定積立金の累積額が登録資本金の五〇%を超える場合は積立てなくともよい（第一七七条）。税引後利益から法定積立金を積立てた後、株主総会の決議を経て、任意積立金を積立てることができる。

法定公益金については、税引利益の五%ないし一〇%を会社の法定公益金として積立てる必要がある。但し前年度の欠損を積立金で補填できない場合、当年度利潤を先に欠損の補填に充當しなければならない（第一七七条）。ここで積立金および公益金を積立てる以前に、まず企業欠損の補填を優先させ、企業経営の健全的な発展に配慮した規定であると思われる。

欠損補填、積立金および公益金積立て後の残余利益処分については、有限会社（有限責任会社）の場合は、出資割合に応じて株主に配当する。株式会社の場合は、所有株式の割合に応じて配当する。しかし株主総会または取締役会が必要規定に違反して、株主に対しても利益配当をなしたときは、株主はその利益配当金を会社に返

還しなければならない（第一七七条）。要するに利益配分の順位は欠損補填、積立金、公益金、配当金という順になつてゐる。

積立金と公益金の使途について、積立金は会社の欠損補填、会社の生産經營の拡大に使用し、また会社資本の増加のために組入れる。但し株式会社が積立金を資本に組入れる場合、株主総会の決議を経て、株主に対しその所有株式の割合に応じて新株を割当てるか、または一株の額面額を増加する。しかし法定積立金を資本に組入れる場合、留保される積立金は登録資本金の二五%を下回つてはならない（第一七九条）。一方、法定公益金は必ず自社の従業員全体の福祉のために使用される（第一八〇条）。

会社の会計帳簿および口座開設について、会社は法定の会計帳簿以外に、如何なる他の会計帳簿を備えてはならない。また会社資産に対しては、如何なる個人名義による口座開設も禁止される（第一八一条）。

以上見た通り、「会社法」の財務会計の内容は主に会計制度の確立、積立金および公益金に関する規定である。これらの規定は健全な企業經營のために、会計制度の統一性、透明性および公開性を図り、また私設帳簿・私設口座開設の防止にも配慮している。

一九九三年から中国証券監督管理委員会および財政部は全国の会計事務所と公認会計士に対して証券業許可証管理制度を実施した。一九九六年末現在、全国の会計事務所は六、七〇〇余り、公認会計士は五万人余りに達し、その中、証券業資格（許可証）を持つ会計事務所は一〇五か所、公認会計士は一、一〇八人になつた⁽²⁾。

2 会社の合併・分割

会社の合併・分割には株主総会の決議が必要である（第一八二条）。特に株式会社の合併・分割には国務院が

授権した機関または省級人民政府の認可を受けなければならない（第一八三条）。合併の方法は吸收合併と新設合併の二種類がある。吸收合併とは一つの会社が他の会社を吸収することをいい、吸収された会社は解散する。新設合併とは二つ以上の会社の合併により一つの新しい会社を設立することをいい、合併当事会社は解散する（第一八四条）。

合併・分割の手続について、会社の合併は合併会社間で合併契約を締結し、かつ貸借対照表および財産目録を作成する必要があり、また合併会社の債権・債務は合併後に存続する会社または新設の会社が受け継ぐことになっている。会社は合併を決議した日から一〇日以内にその旨を債権者に通知し、三〇日以内に新聞に少なくとも三回公告しなければならない。債権者は通知書を受け取った日より三〇日以内に、通知書を受取つていらない場合は、第一回の公告の日より九〇日以内に、会社に対し債務の弁済またはそれに相当する担保の提供を請求することができる。債務の弁済またはそれに相当する担保の提供を滞つたまま、会社は合併をしてはならない（第一八四条）。

会社の分割とはその財産に相当する分割を行なうことである。会社は分割に際して貸借対照表および財産目録を作成する必要があり、また分割前の債務は契約に基づき分割後の会社が引継ぐ。合併と同様に、会社は分割を決議した日より一〇日以内に債権者にその旨を通知し、三〇日以内に新聞に少なくとも三回公告しなければならない。債権者は通知書を受け取つた日より三〇日以内に、通知書を受取つていらない場合は、第一回の公告の日より九〇日以内に、会社に対し債務の弁済またはそれに相当する担保の提供を請求する権利がある。債務の弁済またはそれに相当する担保の提供をしない場合、会社は分割してはならない（第一八五条）。

会社の合併・分割後、登記事項に変更があつた場合、会社の登記機関にその変更登記を行ない、新しい会社を

設立する場合は、会社の設立登記を行わなければならない（第一八八条）。

以上、会社合併・分割の手続に関する諸規定では、まず合併・分割前の債権・債務は合併・分割後の会社に引継がれことが前提条件となつており、合併・分割前の債務の弁済またはそれに相当する担保の提供をしない限り、合併・分割ができないという措置も取つてある。これによつて債権者保護の原則が守られている。

資本金の増減について。まず減資の場合は、減資後の登録資本は法定最低限度額を下回つてはならない（有限会社・一〇一五〇万元以上、第二十三条。株式会社・一、〇〇〇万元以上、第七十八条。上場企業・五、〇〇〇万元以上、第一五一一条）。減資の手続に関しては合併・分割と同様に貸借対照表および財産目録の作成、債権者への通知・新聞での公告および債務の弁済またはそれに相当する担保を提供することが必要とされている（第一八六条）。

増資の場合、有限会社（有限责任会社）では株主の引受出資は本法の有限会社設立の際の出資払込についての関連規定に準拠して行なわれる。株式会社が増資新株を発行する際は、株主の新株引受は本法の株式会社の設立における株金の払込についての関連規定に従つて行なわれることになつてゐる（第一八七条）。

最近、政府は「抓大放小」（大企業をしつかり管理し、中小企業は自由にさせる）という企業改革の政策をとつており、特に中小企業に対して吸收・合併、売却および倒産など企業組織の再編策が進められ、また一部の大企業に対して試験的に企業集団、「強強連合」（強い大企業間での合併）などに乗り出しており、中国式のM&Aが始まつてゐる。⁽³⁾しかし政府は社会保障制度の整備が遅れているため、社会的安定に配慮し、経営不振に陥つてゐる企業に対して「多兼併少破産」（できるだけ吸收・合併し、止むを得ない場合は倒産させる）という方針を探つてゐる。⁽⁴⁾一九九六年未現在、国有企业の総合的改革実験を実施した五八都市では、市場競争原理を導入

し、既に一、一九二社が吸收・合併され、一、〇九九社が倒産した。一方、企業吸收・合併および倒産に伴う従業員の再就職、社会保障制度の整備などにも力を入れてゐる。⁽⁵⁾破産、解散および清算に関する「会社法」の規定を次に見ていく。

3 会社の破産、解散および清算

企業の破産、解散および清算に関する法律は、一九八六年一二月一日に成立した「中華人民共和国企業破産法（试行）」があつた。しかし同法律は全民所有制企業（国有企业）を対象とし、適用範囲が国有企业に限られており、一九八八年一月一日の施行以来、銀行債権の焦げ付き、社会保障制度の未整備および企業責任体制の不明確など様々なの原因で、実際に裁判所（人民法院）に破産宣告を申請したケースは少なかつた。統計によると、一九八九年一九九一年の間の破産申請ケースは二四七件、破産宣告を受けた件数はこの半数の一三四件に止まつた。また一九九二年の破産申請ケースは四二八件（国有企业・一三〇件）、宣告は二六五件（国有企业・八八件）、一九九三年の申請ケースは七一〇件（国有企业・二六九件）、宣告は四七八件（国有企业・一七一件）、一九九四年上半期の申請ケースは五三三件（国有企业・一二二件）、宣告は一七九件（国有企业・六九件）であつた。⁽⁶⁾企業の破産宣告を申請するケースが年々増えていることがわかる。このような状況の中で、一九九四年七月一日に実施された「会社法」は、有限会社と株式会社を対象に破産、解散および清算に関して改めて法規定に乗り出すことになった。

破産、解散および清算の手続については、会社が債務弁済不履行に陥り、破産宣告を受けた場合、裁判所は関係法律の規定に従い、株主、関係機関および専門家を招集し、精算組織を設置し、精算を行う（第一八九条）。

会社は下記のいずれかの場合、解散することができる。(1) 会社の定款で規定した営業期間の満了またはその他の規定解散事由の発生。(2) 株主総会による解散決議。(3) 会社の合併または分割により解散が必要な場合(第一九〇条)。また会社が法律、行政法規に違反し、法に基づく閉鎖が命じられた場合(第一九二一条)。会社が定款の規定および総会決議に従つて解散した場合、一五日以内に清算組織を設置する必要がある。有限会社の清算組織は株主により構成される。株式会社の清算組織は株主総会がその構成員を選出する。期限が過ぎても清算組織を設置せず、清算を行わない場合、債権者は裁判所の指定した関係者による清算組織の設置、清算の実行を申請することができる。裁判所は当該申請を受理したら、直ちに清算人を指定し、清算作業に入らなければならない(第一九一条)。

清算組織の権限は以下の通りである。(1) 会社財産を整理し、貸借対照表および財産目録の作成。(2) 債権者への通知または公告。(3) 関係会社の未決済業務の処理と清算。(4) 滞納税金の完納。(5) 債権・債務の整理。(6) 会社債務弁済後の残余財産の処分。(7) 会社を代表しての民事訴訟活動の遂行(第一九三条)。そして清算人は職務に忠実に履行しなければならない。清算業務を立場を利用して収賄・不法収入および会社財産の侵害をしてはならない。故意または重大過失で会社または債権者に損害を与えた場合、清算人は賠償責任を負う(第一九八条)。

会社財産の配分については、清算組織は会社財産の整理、貸借対照表および財産目録作成後、清算案を作成し、株主総会または主管機関の確認を受けなければならぬ。会社財産で債務を完済できる場合、清算費用、従業員の賃金および労働保険費用、未納税金を完済し、会社債務を弁済する(第一九五条)。弁済後の残余財産は、有限公司では株主の出資割合に基づき分配し、株式会社では株主の所有株式の割合に基づき分配する。つまり会社

の財産は清算費用、従業員の賃金および労働保険費用、未納付税金および会社債務を弁済する以前に、株主に分配することはできない。清算の順位は決まつてゐる。また清算期間中、会社は新たな経済活動をしてはならない(第一九五条)。

また清算組織は会社財産の整理、貸借対照表および財産目録を作成後、会社財産が債務弁済に不足することを発見したときは、直ちに裁判所に破産宣告を申請しなければならない。裁判所が会社の破産宣告を決定した後、清算組織は清算事務を裁判所に移管しなければならない(第一九六条)。会社の清算手続終了後、清算組織は清算報告書を作成し、株主総会または関係機関の承認を受け、登記機関に抹消登記を申請し、会社の終了を公告する必要がある。抹消登記を申請しない場合、登記機関が会社の営業許可証を取消し、かつ公告を行うことになっている(第一九七条)。

4 外国会社の営業所

「改革・開放」政策の実施以来、外資導入が盛んに行われており、単独出資外資企業、合弁企業、合作経営企業および外国会社の営業所など様々な外資系企業が相次いで設立され、中国経済の高度成長に重要な役割を果たしている。統計によると、今年八月末までに許可された外資系企業は二九万社余りに達し、営業を開始した企業は一四万社余りになり、直接投資額は二、〇四四億ドルを超えた。⁽⁷⁾ 外資系企業に関する法律は、既に「中華人民共和国中外合资經營企業法」(一九七九年七月)、「中華人民共和国外資企業(単独出資)法」(一九八六年四月)、「中華人民共和国中外合作(協力)經營企業法」(一九八八年四月)がある。しかしこれらの法律は外国会社の営業所を法対象に含まない。外国会社の中國国内の営業所の設立、法的地位および民事責任などを明確にし、外国

企業の投資環境を整備するため、「会社法」は外国会社の営業所を含む法規定を定めた。

外国会社とは外国の法律に基づいて中国の国外に登記、設立した会社をいう。外国会社は中国の国内に営業所を設立し、生産経営活動を行うことができる（第一九九条）。外国会社が中国の国内に営業所を設立するには、中国主管機関にその会社の定款、所属国の会社登記証などの関係書類を添えて申請書を提出し、認可を受けた後、会社登記機関に登記手続きを行い、営業許可証を取得する必要がある（第二〇〇条）。その他、当該営業所の責任を負う代表者または代理人を定め、同時に営業所の経営活動に適合した資金を提供しなければならない（第二〇一条）。外国会社の営業所はその名称のなかに当該外国会社の国籍および責任形態（株式会社など）を明記し、定款を常備する必要がある（第二〇一一条）。以上の手続を経て、外国会社は中国の国内に営業所を設立し、生産経営活動を行うことができる。

しかし中国国内に設立した外国会社の営業所は中国法人の資格を持たないため、外国会社（外国法人）がその中国営業所の経営活動について民事責任を負う（第二〇三条）。認可された外国会社営業所が中国国内で経営活動を行なうときは、中国の法律を遵守し、中国の社会的公共利益を損ねてはならない。逆にその合法的権益は中国の法律により保護される（第二〇四条）。ここで中国にある外国会社の営業所の民事責任はその外国会社（外国人）が負うと明記されている。

外国会社がその中国営業所を閉鎖する場合は、法に基づいて債務を弁済し、本法の精算手続に関する規定に従つて精算を行わなければならない。また債務が返済されるまでは、その営業所財産を中国国外に移してはならない（第二〇五条）。ここでは債権者保護の措置を取つている。

注

- (1) 「中国証券報」一九九七年七月七日。
- (2) 「中国証券報」一九九七年五月二二日。
- (3) 「中国改革報」一九九七年八月一九日。
- (4) 「人民日報（海外版）」一九九七年七月十六日。
- (5) 「人民日報（海外版）」一九九七年八月十六日。
- (6) 「中国改革与发展報告」専門家組編「中国的道路—中国改革与发展報告（一九七八—一九九四年）」中国財政経済出版社、一九九五年、一四五頁。
- (7) 「人民日報（海外版）」一九九七年一〇月六日。

参考文献

- 王立民編「公司法基礎知識」立信会計出版社、一九九四年。
志村治美監訳、王進生訳「中国会社法」「国際商務法事」Vol.22.No3.No4.No5 (1994).
(財)日本証券経済研究所「中国の株式会社制度と証券市場の生成」平成六年。
鈴木竹雄「新版会社法」弘文堂、平成5年。

オーダー・ハンドリング・ルールと私設取引システム

清水 葉子

1 はじめに

SECは一九九六年八月二六日、一九三四年証券取引法の下で規則一一Ac一一四の導入と、規則一一Ac一一の修正を行つた。これらの規則は一九九七年一月二〇日から施行されたが、前者は指し値注文表示ルール(Limit Order Display Rule)、後者はECNルール(ECN Rule)と呼ばれており、両者をあわせて通常オーダー・ハンドリング・ルールと呼ばれている。

これらの規則は、以下でも述べるように、顧客の指値注文の保護と、私設取引システムなどの取引の透明性の向上とを実現するために導入されたものである。オーダー・ハンドリング・ルールは、基本的にアメリカのすべての証券市場を対象にしたものであるので、Nasdaqマーケット・メーカーと取引所スペシャリストとの両方にかかるものであるが、特に大きな影響が想定されているのはNasdaqマーケットであると考えられる。

SECは数年前からNasdaqマーケット・メーカーの気配値調整疑惑についての調査を行つてきたが、その調査結果を昨年発表して、マーケット・メーカー間に気配値調整をめぐる談合が存在したことと公式に明らかにした。⁽¹⁾オーダー・ハンドリング・ルールの導入が特にNasdaqマーケットに大きな影響を及ぼすと考えられるのも、こうしたマーケット・メーカーの談合体質を裏で支えていたのが、顧客の指値注文の軽視と私設取引

システムを通じたマーケット・メーカー同士の不透明な取引であると考えられているからである。したがつて、この規則の実施によって、Nasdaqマーケットでは、一般投資家向け気配の向上とスプレッドの縮少、競争の促進、価格発見の改善、流動性の増大などが期待されている。

本稿では、このオーダー・ハンドリング・ルール導入の背景を述べるとともに、オーダー・ハンドリング・ルールの導入がNasdaqマーケットや私設取引システムにどのような影響を及ぼすかについて考察する。

2 オーダー・ハンドリング・ルール

(1) 指値注文表示ルール(Limit Order Display Rule)

この規則は、店頭市場マーケット・メーカーや取引所スペシャリストに対し、自らが表示している気配より良い価格の顧客指値注文が入った場合に、それを表示することを義務づけるものである。マーケット・メーカーは、この規則の下では、現在の最良気配より良い顧客の指値注文が入ると、自らの気配を改訂してその顧客注文を表示するか、即座にその指値で注文を執行するかのどちらかをしなければならない。また、顧客指値が最良気配と同じであつても、サイズが大きいときには、気配サイズも拡大しなければならない。

この規則が導入されると、最良価格のついた指値注文がすべての市場参加者に表示されアクセス可能となるだけでなく、こうした顧客からの指し値によつてもたらされる最良価格が市場の価格形成に直接参加することになる。この規則は、一〇〇株以上一万株未満の取引で、価格が一〇万ドル未満の取引に適用される。また注文の種類によつて若干の例外規定がある。

顧客の指値注文については、NYSEをはじめとする多くの取引所では、スペシャリストはSuperDot経由

のものは必ず、そうでないものもフロア・ブローカーの要請があれば指値を気配に反映させなければならないが、スペシャリストの大幅な裁量が認められているために、必ずしも迅速な反映がのぞめるとは限らない。一方、Nasdaqでは、従来はマーケット・メーカーには顧客注文を表示する義務はなかつたため、一九九四年にフロンティ・ランニングを禁じる規則改正が行われるまでは後述するように指値注文の執行を意図的に遅らせるなどの慣行も見られた。

(2) ECN⁽²⁾ ルール (ECN Rule)

従来の気配ルールの下でも、店頭市場マーケット・メーカーや取引所スペシャリストは、最も競争的な気配を公に表示する義務があつたが、これまでは、最良価格のなかにECN上に表示する価格は含まれていなかつた。オーダー・ハンドリング・ルールではこの点を修正して、ECN上の価格も含めて最良価格を表示することを義務づけた。したがつて、一般投資家向けに表示している気配より良い気配をECN上に出すときにはそれを公表しなければならないこととなつた。また、この修正規則では"ECN Display Alternative"と呼ばれる代替措置がとられ、ECN自身がそうした価格を公表し、他のブローカー・ディーラーにアクセスの機会を提供することで、個別マーケット・メーカー・スペシャリストの気配公表に代えることができるとしている。この規則は当該証券の総取引量の一%を越える取引のあつたマーケット・メーカー・スペシャリストに適用される。

従来の規則では、マーケット・メーカーなどが私的な取引システムに一般向けより良い気配を出しても、それを表示する義務は存在しなかつた。したがつて私設取引システム内ではプロの市場参加者のみの間で、一般向けの気配よりより良い気配で取引が行われている可能性が指摘されていた。特にNasdaqマーケット・メーカー

は、互いに共謀して顧客向けには広いスプレッドを維持してきたことがSECの調査によって明らかにされており、一方で私設取引システムなどのプロ向けの取引システム内で顧客向けよりよい気配でポジションを処分していたと考えられている。

2 オーダー・ハンドリング・ルール導入の背景

(1) 顧客の指し値注文の保護

指し値注文表示ルール (Limit Order Display Rule) は、顧客の指し値注文の保護のために導入された規則である。こうした規則が導入されたのは、Nasdaqマーケットで気配値調整疑惑などとともに顧客の指し値注文が十分保護されているとは言えない実態がマスメディアなどの指摘によって明らかになつてきたことが背景になつていると考えられる。

SECの調査によつても明らかにされたことであるが、Nasdaqマーケット・メーカーは、自らの表示気配値より良い価格の顧客指値注文が入つても、それを無視したり、表示している気配値がそれに一致するまで執行を遅らせるなどの慣行を続けてきたとされている。こうした慣行は、顧客の指値が価格形成に参加する」とを妨げるため、マーケット・メーカーのスプレッドが縮まりにくくなるうえ、指値注文を出した顧客の価格情報が他の参加者に伝わらない」とから、市場の透明性を損ない、価格向上の機会や市場の効率性が損なわれるとして、早急に改善が求められていた。

(2) 市場情報の分裂の回避

従来私設取引システムに関しては、既存市場からの注文流出による市場の分裂の問題が懸念されてきた。

私設取引システムによる市場の分裂の問題は、大きつぱに言って二つに分けて考えることができると思われる。

ひとつめは、取引が既存の証券市場から私設取引

システムに流出することで、市場の流動性が低下し、

そのことで効率的な価格発見機能が失われてしまう流

動性の分裂の問題であり、ふたつめは取引の場がナシ

ヨナル・マーケット・システムによって統合されてい

ない私的な取引システムへと分裂することで、取引情

報が分裂し不透明性が高まる可能性があるという情報

の分裂の問題である。

for First 2900 Nasdaq Issues
Phased-In Under the SEC Order Handling Rules

	ルール導入以前の20日間の平均	ルール導入後の15日間の平均	変化	変化の割合
気配スプレッド				
ドル	\$ 0.47	\$ 0.35	- \$ 0.12	-25.5%
価格比	3.7%	2.5%	-1.2%	-33.4%
ボラティリティ				
中値からの標準偏差	1.25%	1.22%	-0.02%	-1.94%
マーケットメーカーの平均数	11.3	12.1	0.8	7.3%
SOESのアクセス度				
ECNのみが最良気配を出した時間の割合	n/a	10.1%	n/a	n/a
平均取引サイズ	1,492	1,366	-126	-8.4%
取引活動				
ピーク時の気配更新回数(9:30-9:50AM)	21,801	55,923	34,123	156.5%
合計気配更新回数(9:30-4:00PM)	193,093	586,637	393,544	203.8%

1997年1月20日から9月15日までにオーダー・ハンドリング・ルールの対象となった2900銘柄についてルール導入前の1996年12月18日から1997年1月17日までの期間と、ルール導入後の1997年9月15日から10月3日までの期間について変化のようすを調べたもの。

出典：NASD (1997b)

を私設取引システム上に出し、顧客と取引で生じたポジションを処分するのに利用していたとされている。顧客向けの気配スプレッドを意図的に広く維持することで二重価格の利益を享受していたわけだが、私設取引システムはオーダー・ディーラーの運営する私設の取引システムであるため、十分な規制手段を講ずることができる、導入前と導入後の市場への影響を継続的に調査しておらず、今年一月以来、すでにいくつかの顕著な変化が見られたことことが判明している。

オーダー・ハンドリング・ルールはNasdaq銘柄については一度に導入せず一月以降徐々に対象銘柄を増やす形で適用範囲を広げているので、NASDの調査も対象銘柄の拡大を追う形で実施されている。ここでは、オーダー・ハンドリング・ルール導入前の1996年2月18日から1997年1月17日までと、導入後の1997年9月15日から10月3日までの二期間に、オーダー・ハンドリング・ルールの対象となつた2900銘柄について比較したNASD(一九九七b)から、変化の様子を見ることにしよう。

まず、マーケット・メーカーの気配スプレッドは、オーダー・ハンドリング・ルール導入後、表示時間で加重平均して〇・四七ドルから〇・三五ドルへと全体で約二六%縮小した。なかでも、スプレッドが一／八ドル以下

が表示される時間が平均で一七%から三七%へ増大し、スプレッドが一／二ドル以上が表示される時間は三四%から一六%に縮小している。また市場価値の大きい銘柄は、すでに十分スプレッドは小さかつたと思われるにもかかわらずさらに縮小した。また、気配の中値での執行も考慮した実効スプレッドで見ても二二%減少した。

日々の価格変動についてはわずかな減少が見られたが、規則導入前後のいずれの時期も変動は大きかつたため、有意な結論は出せないようである。

一方、気配の更新回数も導入前に比べて二〇四%と著しく増加している。マーケット・メーカーによる気配値の更新は約一九万三千回から三九万一千回へと一〇三%増加しただけでなく、ECN上の気配値の更新は導入前は見られなかつたにもかかわらずが約一九万五千回と大幅に増加した。しかも、マーケット・メーカーのみがインサイド・クオートを提示していた時間は取引時間全体の八一%を占め、ECNのみがインサイド・クオートを提示していた時間は一〇・一%に過ぎない。このため、マーケット・メーカーがしばしば注文を無視したり思考を遅らせたりすることで問題化していた小口自動執行システムSOESを通じた注文も大幅に執行可能性が高まっている。調査の対象となつた一九〇〇銘柄の取引高全体も三六%と大幅に増加している。

4 私設取引システムへの影響

このようにオーダー・ハンドリング・ルールは、現在のところNasdaq市場にとつてはおおむね好ましい結果をもたらしたと結論づけることができる。とくにスプレッドの縮小や気配値更新回数の増加、取引高の増大に関しては異論の余地なく大幅な改善が見られたと言つていないのでないだろうか。その一方で、私設取引システムの方はオーダー・ハンドリング・ルールの採用でどのような影響を受けると考えられるだろうか。

私設取引システムは、オーダー・ハンドリング・ルール採用前には、すでに述べたように流動性だけでなく情報の面でも従来の市場と分断されており、スペシャリストやマーケット・メーカーなどのプロの市場参加者にとっては「隠れた市場」となつていた。スペシャリストやマーケット・メーカーは公衆向けの気配値とは別の私的な気配を私設取引システム上に出し、より有利な条件で手持ちのポジションを処分などを行うことができた。しかも、私設取引システムは、ブローカー・ディーラーの運営する私的な取引の場であつたために、従来の取引市場のための規則を適用することができず、Nasdaqマーケットの一〇%にまで成長した取引の場でありながらその不透明性を改善する手立てが存在しなかつた。

一月のオーダー・ハンドリング・ルール、特にECNルールの導入によつて、このような不透明性は大きく改善されると考えられるが、一方でこうした特別な取引の場を提供してきた私設取引システムは、この規則導入によつてどのような影響を受けると考えられるだろうか。

まず、私設取引システムの取引の特徴の一つであつた匿名性が失われる可能性があることは大きな影響をもつと考えられる。従来、私設取引システムは、参加者が匿名で取り引きできるために、とくに大口注文をマーケット・インパクトなしで執行することができる市場として優位性をもつていたとされている。しかしながら、私設取引システム上の気配を常に公衆向けの気配に反映させなくてはならなくなつたことから、こうした匿名性ゆえの優位は失われてしまう可能性が高い。

また、私設取引システム上の価格を常に表示気配に反映させることは、スペシャリストやマーケット・メーカーにとつては私設取引システム利用のコストが増大することを意味するため、私設取引システムの利用は減少する可能性がある。その場合、私設取引システムでの取引の流動性が低下し、取引成立が困難になつたり取引の選

取扱が減少するなど、私設取引システムに様々な負のインパクトをもたらす可能性が否定できない。私設取引システムでのポジション処分が可能である」とを前提にして行われてきたスペシャリストやマーケット・メーカーの従来の市場での取引も、私設取引システムの流動性低下の影響を受ける可能性も考えらる。

また私設取引システムの中には、じつはSECの措置が自動取引システム全般に対し、テクノロジーの促進を阻害する可能性があると考えてゐる所もあつたようである。

オーダー・ハンドリング・ルールの導入によつて、私設取引システムがどのような影響を受けるかについては、統計的な調査が存在しないため確定的ないと知ることはできないが、オーダー・ハンドリング・ルールの導入後ほぼ一年が経過してそろそろ影響をはかる必要があるのでないだらうか。また、SECは私設取引システムの規制について、取引所としての規制を適用する可能性も含めた抜本的な提案を五月に行つたばかりであるが、追加的規則の必要性を考える上でもオーダー・ハンドリング・ルールの有効性を考慮する以上は重要であると思われる。

(注)

(1) Nasdaqマーケット・メーカーの気配値調整疑惑についてのSECのレポートは、清水葉子「NASDAQ Nasdaq監督をめぐる問題について」『証券レポート』第一五五号、一九九七年一〇月参照。なお、本文中にSOESに変わる新しい小口注文の自動執行システムとしてAccessが導入された、とあるが、これは現在導入を検討中であり導入が決定したわけではないので、そのように記述せざつただおだご。

(2) ECNはElectronic Communications Networkの略。SECなりの用語に対して明確な定義を与えておらず、電子的なシステムを通じて価格づけした注文を第三者に対して広く知らせる、その全部もしくは一部が執行できるシステム、としてゐる。また、継続的オーフショット・システムはECNに含めるとしているが、複数の注文を同一価格で一挙に執行するクロッキング・システムや、ブローカー・ディーラーの内部的な回送システムは指さないとしてゐる。したがつていわゆる私設取引システム(マッチ)よりも細かいECNは必ずしも一致しないが、本レポートや其代表的私設取引システムであるインストライナットがECNに属するにふれること。

- (3) NASD (1997a) "Market Quality Monitoring : Phase-In Continues 1200 Stocks"
— (1997b) "Market Quality Monitoring : Phase-In Continues 2900 Stocks"
本文中の数字はNASD (1997b) の方から引用した。

銀行経営のガバナンス*

岡村 秀夫

1 はじめに

金融機関の経営破綻が相次いでいる。三洋証券の会社更生法申請、北海道拓殖銀行の経営破綻による資産譲渡・清算の決定、そして四大証券の一角を占める山一証券の自主廃業、と一九九七年一月は日本の金融史上に残る一ヶ月となつた感がある。さらに、本年は大企業の総会屋への資金供与疑惑が次々と摘発された。金融機関の破綻と大企業の不祥事が相まって、コーポレート・ガバナンス論に注目が集まつてゐる。本稿では、企業経営を適切にコントロールするメカニズム、そして銀行経営への適用という観点からコーポレート・ガバナンスについて検討する。

コーポレート・ガバナンス論は何を対象にしているのか。しばしば、日本語では「企業統治」論と訳されるため、企業と法制度の関係が注目されがちである。また、企業に法制度を遵守させ、社会と調和した存在たらしめるための倫理的側面に焦点をあてる論者もいる。筆者は、もちろん上記のような法制度面あるいは倫理面の重要性を否定するものではない。だが、本稿では企業の経済的側面に焦点を当て議論を進めていく。その理由は、企業の目的は生産活動を通じた企業価値の最大化であり、生産活動を目的としている企業の分析には経済面からのアプローチが最も有用であると考えるからである。

銀行もまた企業の一つである。しかし、非金融業に属する企業とは異なる特徴がある。銀行経営のガバナンス・メカニズムに関連する点については、負債の大部分を預金が占めていること、預金保険制度の存在、公的規制・保護などを挙げることができる。銀行経営のガバナンス・メカニズムを検討する際には、非金融企業との共通点、相違点を念頭に置きながら議論を進める必要がある。

本稿では主に企業の金融面（財務面）に焦点をあてる。二節で企業経営のガバナンス・メカニズムに関して筆者なりの整理を行い、続く三節で銀行の特殊性を考慮しつつ銀行経営のガバナンスについて検討する。最後に四節では今後を展望する。

2 コーポレート・ガバナンス論の対象

企業の目的は何か。言い換えると、コーポレート・ガバナンス論の対象は何だろうか。しばしば、「企業は株主のものであり、企業の目的は株価最大化である」との主張がなされるが、この主張を、コーポレート・ガバナンスを論じる際に株主の利益や株主権のみに注目すればよい、と解釈することには問題がある。

例えば、企業の金融面に注目すると、事前に元本の償還と利払いの方法が定められた負債を所有する債権者と、残余請求権を保有する株主という異なるタイプの資金提供者が存在する。債権者と株主の受け取る所得のパターンが異なるので、債権者と株主の間には利害対立が生じる可能性がある。株主の機會主義的行動を事前に予想する債権者は、資金提供の条件を厳しくするかも知れない。企業には株主と債権者以外にも様々な関係者が異なる利害をもつて関与しており、企業を取り巻く関係者の利害を調整することができれば、より効率的な生産が可能になるかも知れない。企業の重要な構成員である従業員について見ると、従業員の技能の蓄積は生産性を大きく左右する。技能を習得するインセンティブ体系を適切に設計すれば、企業の生産性を高めることができるだろう。

一般に所有と経営の分離が行われており、異なるタイプの経済主体間には情報の非対称性と利益相反の問題が存在し得るので、コーポレート・ガバナンスを論じる際には、株主だけではなく、企業の様々な利害関係者（ステークホルダー）についても考慮する必要がある。そこで、コーポレート・ガバナンス論の視点を次のように整理できるのではないだろうか。

(1) 経営者が非効率的な行動をとらないように監視し、コントロールするメカニズム

(2) 企業の利害関係者（ステークホルダー）間の調整と、それと通じた経営上の意思決定

(3) 法制度、規制、慣習

(4) 企業行動の規範、倫理

そして、以上の四点を通じて企業価値を最大化することが企業の目的と考えられる。（経済学的視点は主に、(1)と(2)である。）また、実証分析を行う際の指標としては、様々な利害関係者の存在を考慮すれば、株価の時価総額ではなく、企業が生産する付加価値（利益に加えて、給与、利子、減価償却費なども含めた指標）の総額を用いる方が適当な場合もある。

次節では、上記(1)と(2)を主に念頭に置きながら、企業経営を効率的に行わせるためのメカニズムについて、主に企業の金融面に焦点を当てて検討を行なう。

3 企業経営のガバナンス・メカニズム

古くはBerle-Means（一九三二）にみられるように、特に大企業については、専門的経営者が経営を行なうことが一般的であり、そのため経営者と株主の間に生じる利益相反をいかに解決するか、という問題に対して様々なアプローチが試みられてきた。「情報の経済学」が発展する中で、エイジエンシー・アプローチによる分析は、企業の資本構成や経営者に対する報酬契約などによって効率的な経営を行わせ得ることを明らかにした。そして、近年進展を見せていく不完備契約の理論では、経営上の決定権の配分に資本構成が影響を与えることに注目している。また、コーポレート・ガバナンスの課題についても、単純に経営者を株主の利益に沿うようにコントロールする方法を検討するだけではなく、株主・債権者・経営者・従業員・取引先など様々な関係者の利害を調整しながら効率的な経営を実現する方法を明らかにすることである、という考え方が定着しつつある。

本節では、企業の金融面に依拠したガバナンスのメカニズムについて検討する。企業が外部から資金調達を行うには、株式発行と負債発行の二種類がある。資金提供者には、利益請求権のタイプに応じて異なるタイプの経営に関与する権利が与えられるのが一般的である。そのため、株主がガバナンスを行う手段としては、株主権の行使という直接的コントロールと株式売却という市場を通じたコントロールがある。言い換えると、株主が経営者に対する直接の「発言」と、株価低下を導く株式の売却という「資金の移動」（株主から見れば、自らのポートフォリオの変更）の二種類のコントロール手段がある。また、債権者についても同様に考えることができる。以下では、まず株主によるガバナンスについて、次に債権者によるガバナンスについて、それぞれ検討する。

(1) 株主によるガバナンス

株式会社形態をとる企業の場合、株式は多くの株主に分散して所有される一方で、経営は株式をほとんど所有しない専門的経営者によって行われることが一般的である。企業経営にあたっては、様々な関係者の利害を調整し、企業価値を最大化することが求められる。だが、経営者と他の関係者の利害が対立するなら、経営者が利己

主義的な行動をとらないようにコントロールしなければならない。株主が経営者の行動をコントロールする手段としては、主に株主総会における議決権の行使や取締役の選任などによる直接的コントロール（法的根拠はないが、株主が経営者に対する発言や要求を行うことも直接的コントロールと考えられるだろう）と、株式の売却や株価低下による敵対的買収の可能性増大などは市場を通じたコントロールを考えることができる。

直接的コントロールについては、株式所有の集中度が高いほど有効であると考えられる。つまり、大株主ほど効率的な経営を行わせるために必要なコストを上回るメリットを享受できると考えられるからである。また、機関投資家などの専門的投資家ほど効率的に経営をコントロールすることが可能であるかもしれない。

市場を通じたコントロールについては、非効率な経営を行った場合には、株主が株式を売却することによって株価の低下という形で評価が経営者に伝えられ、さらに敵対的買収による経営者の交代（あるいはその可能性）によって経営が効率化する、というメカニズムが考えられる。

ところで、株主によるガバナンスについて検討する際、日本の主要企業において典型的に見られる株式持合の効果を考慮する必要がある。標準的なファイナンス理論に従えば、株式持合は利潤証券としての株式の価値には影響を与えない。しかし、株式は支配証券としての側面も持ち、その意味で株式持合は影響を与える得る。倉沢（一九九三）、米澤（一九九五）、橋本・長久保（一九九七）など多くの論者が指摘しているように、株式持合は安定株主を確保して敵対的買収の可能性を低下させ、経営者の自主性を増加させる有効な手段である。だが、このことは必ずしも経営の効率性低下には結びつかない。まず、株主の機会主義的行動を防ぎ、中長期的視点から経営を行うことを可能にするというメリットがある。また、わが国の企業の多くを労働者自主管理型と考えるなら、従業員および従業員の代表としての経営者が努力の成果を享受できるシステムの方が、生産性向上に適しているかもしれない。そこで、労働者や経営者などの内部者に一定の自主性を保証し、実質的な残余請求権者とするために株式持合が有効であると考えることもできる。従って、株式持合が経営の効率性に与える影響について上記のような長所が表れるのか、それとも株主によるガバナンス機能の低下によって非効率になるという短所が表れるのか、ということを明らかにするために実証分析が有用だろう。

(2) 債権者によるガバナンス

債権者は、企業経営が順調に行われている時には、事前に定められた利子を受け取り、定められた期日に元本の償還を受ける。だが、一旦企業経営が破綻し、債務不履行となると企業の経営権は経営者から債権者に移転する。この点に注目したAghion-Bolton（一九九二）は、企業が負債発行による資金調達を行っている場合、経営危機（倒産）時には経営者から債権者に経営権が移転することが、経営に規律を与えていたことを示した。広田・池尾（一九九六）では、倒産時に経営権が移転することによる負債の再組織化機能が、日本企業の経営を規律づける役割を從来果たしてきた可能性を指摘している。また、債権者は経営が非効率だと考えれば、期限が到来した契約を更新せずに資金を引き揚げたり、あるいは再契約時に条件を変更することによって、一定のコントロールを行うことが可能かも知れない。

債権者によるガバナンスに関しては、メインバンクによる貸出先企業のガバナンスを指摘する向きがあるかもしれない。しかし、メインバンクによるガバナンスについては、Aghion-Boltonらが指摘したメカニズムだけが機能していたのではなく、貸出と平行して行われた株式所有、継続的取引関係、人的関係などの複合した関係が存在しており、また背景に日本経済が資金不足基調であったこと、直接金融が限界的な役割しか果たしていない

かつたことも考慮する必要がある。

経営者に対する直接的コントロールについては、主に企業経営が順調に行われている時は株主に、経営破綻時・倒産時には債権者に、それぞれコントロールの権限が属している。また、株式の売却あるいは資金の引き揚げという方法で、つまり株主や債権者は自らのポートフォリオを変更することによって、経営者に圧力をかけ得る。次節では、銀行経営のガバナンスに関して、銀行の特殊性を考慮しながら、株主と債権者によるガバナンスの有効性を検討する。

4 銀行経営のガバナンス

(1) 銀行の特殊性

銀行の特殊性には何を挙げることができるだろうか。銀行のバランスシートに注目すると、非金融企業とは異なり、負債の大半が預金という特別なタイプの負債であることが分かる。従って、銀行経営における債権者のガバナンスについて検討する際には、銀行が保有する負債の特殊性を考慮しなければならない。預金は極めて多数の預金者に分散して保有されており、預金保険制度によつて一定額までの預金は保証されているため、預金者が非金融企業の債権者と同様に銀行経営に関心を持つてガバナンスを行い得るとは想定しにくい。つまり、非金融企業の債権者—銀行に代表される—とは異なり、銀行経営に関しては預金者が経営について直接「発言」を行う形でのガバナンスは機能しないだろう。そして、銀行に対する規制・保護や、近年に至るまで銀行の倒産が発生しなかつたという事実は、預金の移動によつて銀行の経営者に効率的経営を行つよう圧力をかけ得る機会を失させていたと考えられる。

株主や債権者の他に、金融当局が銀行経営のガバナンスを行つていたという見方もあるが、Horiochi-Shimizu（一九九七）では少なくとも「天下り」による銀行経営の規律付け機能は見いだされないとの結果が示されている。金融当局は銀行の破綻防止や金融システムの安全性確保などには一定の役割を果たし得ても、銀行経営のガバナンスを行い効率性を改善する能力を十分に有しているとは考えられないし、また過去にも有効であつたとは考えにくい。規制緩和が進められる中で、金融当局の役割は銀行経営に対する直接的かつ裁量的な指導・規制・保護から、金融市场におけるルール遵守の監督や金融システムの安定性確保に移行するものと考えられる。

以上の議論から、銀行経営のガバナンスに関しては、負債によるガバナンスや金融当局によるガバナンスの有効性は従来高くなかったと考えられる。株主によるガバナンスについては、銀行だけに見られる特殊性はそれほど多くないだろう。そこで、銀行経営における株主のガバナンスの有効性を検討するために、一九八八年度から一九九五年度までの八年間のデータを用いて行つた分析の結果について次節で紹介する。

(2) 銀行経営の効率性と株式所有構造

以下では、銀行経営における株主によるガバナンスの有効性を検証するために、銀行の株式所有構造が経営の効率性に与える影響をパネルデータを用いて分析する。分析対象は都市銀行一〇行（第一勵業銀行、さくら銀行、富士銀行、東京三井銀行、あさひ銀行、三和銀行、住友銀行、大和銀行、東海銀行、北海道拓殖銀行）、長期信用銀行三行（日本興業銀行、日本長期信用銀行、日本債券信用銀行）、信託銀行七行（三井信託銀行、三菱信託銀行、安田信託銀行、東洋信託銀行、中央信託銀行、日本信託銀行、住友信託銀行）の計二〇行であり、分析期

表1 基本統計量

	平均	標準偏差	最小値	最大値
付加価値額（百万円）／従業員数（人）	25.86	11.08	9.74	77.67
従業員数（人）	9,355.88	5,593.98	1,739.00	22,919.00
業務純益（百万円）	132,921.08	109,349.66	-4,168.00	519,054.00
減価償却費（百万円）	15,986.63	12,933.66	677.00	47,675.00
人件費+福利厚生費（百万円）	95,553.17	60,627.60	19,088.00	247,713.00
総資産（百万円）	28,687,824.33	19,408,224.22	1,334,930.00	66,590,841.00
10大株主集中度（%）	25.01	7.60	17.16	75.91
log(付加価値額（百万円）／従業員数（人）)	16.99	0.39	16.09	18.17
log(従業員数（人）)	8.95	0.65	7.46	10.04
log(総資産（百万円）)	30.66	0.94	27.92	31.83

(注1) (付加価値額) = (業務純益) + (減価償却費) + (人件費+福利厚生費)

(注2) (10大株主集中度) = [(持株比率上位10位までの株主が保有する持株数合計) / (総発行済株式数)] × 100

(出所)

有価証券報告書、野村総合研究所国内企業財務データベース、日経NEEDSデータベース
「配当状況調査」(全国証券取引所協議会)、「株式分布状況調査」(全国証券取引所協議会)
「企業系列総覧」(東洋経済新報社)

表2 銀行の株式所有構造と
経営の効率性

(操作変数法による推定)
(* : 5 % 水準で有意)

	係数	係数/標準誤差
10大株主集中度	3.01*	2.01
log(従業員数)	5.49*	2.42
log(総資産額)	-3.70*	-2.55
Adjusted R-squared	0.30	

間は一九八八年度から一九九五年度まで八年間である。分析期間を一九八八年度以降とした理由は、経営の効率性を最もよく表し得る利益指標は業務純益であると考え、その業務純益が一九八八年度(一九八九年三月期)決算から公表され始めたためである。

各銀行の経営効率性を表す指標としては、従業員一人当たりの付加価値(業務純益、人件費、福利厚生費、減価償却費の合計額)を用いた。経営効率性を表す指標としては、広田(一九九一)、米澤・宮崎(一九九六)などにおいても従業員の余剰を含んだ全要素生産性(TFP、Total Factor Productivity)を用いている。コーポレート・ガバナンスの課題は単純に株主の利益を最大化するための方法を検討することではなく、企業の様々な関係者の利害を調整していくことに焦点が当てられており、株主と並ぶ重要な利害関係者は従業員であると考えられる。そのため、従業員余剰を含めた付加価値の方が企業の生産性をより反映すると考えられる。

被説明変数は、業務純益・人件費・福利厚生費・減価償却費の合計額を付加価値額とし、従業員数で割った一人当たり付加価値額である。説明変数には、「従業員数」、「総資産額」、株主構成を表す変数として上位10位までの株主が保有する株式数合計の総発行済株式数に対する比率(以下「10大株主集中度」)を用いた。さらに、各銀行ごとの特殊要因を取り除くために各銀行ごとのダミー変数を加えている。

データの基本統計量は表1に、銀行の株式所有構造が経営の効率性に与える影響の推定結果については表2の通りである。表2では、一〇大株主への集中度が高いほど一人当たりの生産性が高いという結果となっている。だが、この結果から直ちに、株式所有の集中度が高いことが株主によるガバナンスの有効性を高めていると結論付けることはできない。すなわち、一〇大株主への集中度の高さは、株式持合比率が高いことを意味し、2節(1)で述べたように株式持合のメリットが表れている可能性があるためである。株式持合によつて経営者・従業員が長期的視点に立つて経営に参画することのメリットについては、企業の内部組織や報酬体系などの分析が必要であり、別の機会に分析を試みたい。そのため本稿では、株式所有の集中によって、株主によるガバナンスの有効性を高める可能性、あるいは株式持合のメリットが有効になる可能性、の両者を指摘することとする。

債権者によるガバナンスについて整理を行つた。そして、両者が銀行経営において有効性を持ち得るかどうか検討を行つた。実証分析の結果から、株式所有の集中度と銀行経営の効率性には正の関係が示された。だが、結果の解釈については、株主によるガバナンスの有効性、あるいは株式持合によるメリット、の二つの可能性が考えられるものの、いずれの効果が機能しているかといふことについては今後の検討課題として残された。

相次ぐ銀行の経営破綻においては、預金の流出によって淘汰のスピードが加速されている感がある。また、インターネット市場でも銀行の経営状態によつて資金調達条件が大きく異なる状況が生まれている。さらに、銀行の株価は、都銀間でさえも大きな差が開くようになつてゐる。銀行経営についても、ようやく株主や債権者によるガバナンスが機能し始めたのかも知れない。株主や預金者が銀行経営について的確な評価を下し、その評価に応じて金融機関の選別を行うことによつて、また一般的に言つて、市場参加者が金融取引におけるリスクとリターンの関係をより厳しく評価する」とによつて、日本の金融システム全体が効率的になる」とを期待したい。

*本稿は、京都大学経済研究所教授・橋木俊詔氏と筆者が共同で行つた研究に一部を基づいてゐる。もちろん、本稿における誤りは筆者自身の責に帰するものである。

〈参考文献〉

- 池尾和人（一九九一）、「B-I-S規制の経済学」、『経済研究』、vol.42 No.3
——（一九九四）、「堀内論文に対するコメント」、『金融研究』第一三卷第二号、日本銀行金融研究所
——（一九九六）、「現代の金融入門」、かくま書房
伊藤秀史編（一九九六）、「日本の企業システム」、東京大学出版会
倉澤資成（一九九一）、「株式持合の財務効果」、『日本経済研究』No.26
首藤恵・松浦克己・米澤康博（一九九六）、「日本の企業金融」、東洋経済新報社
橋木俊詔・長久保達太郎（一九九七）、「株式持合」と企業行動」、「ファイナンシャル・レビュー」一九九七年一一月号、大蔵省財政金融研究所
広田真一（一九九六）、「日本の金融・証券市場とコーポレート・ガバナンス」、橋木俊詔・筒井義郎編『日本の資本市場』第一〇章、日本評論社
広田真一・池尾和人（一九九六）、「企業金融と経営の効率性」、伊藤秀史編『日本の企業システム』第一章、東京大学出版会
深尾光洋・森田泰子（一九九七）、「企業ガバナンス構造の国際比較」、日本経済新聞社
堀内昭義（一九九四）、「日本におけるコーポレート・ガバナンス—メカニズムと有効性—」、『金融研究』第一二三卷第二号、日本銀行金融研究所
村瀬英彰・梁松堅（一九九五）、「日本企業の株式所有構造と経営者への利益分配」、倉澤資成・若杉隆平・浅子和美編『構造変化と企業行動』第7章、日本評論社
米澤康博（一九九五）、「株式市場の経済学」、日本経済新聞社
米沢康博・宮崎政治（一九九六）、「日本企業のコーポレート・ガバナンスと生産性」、橋木俊詔・筒井義郎編『日本の資本市場』第一二章、日本評論社
Aghion, P. and P. Bolton (1992) "An Incomplete Contract Approach to Financial Contracting", *Review of*

Economic Studies 59, pp473-494.

Berle, A. A. and G. C. Means (1932) . *The Modern Corporation and Private Property*, Macmillan.

Hart, O. (1995) . *Firms, Contracts, and Financial Structure*, Clarendon Press, Oxford.

Horiuchi, A. and K. Shimizu (1997) . "An Analysis of the Issue Who Monitors the Monitor: The Impact of Amakudari on Bank Performance", (一九九七年度金融・金融監視等研究会講演会)

Shleifer, A. and W. Vishny (1996) ."A Survey of Corporate Governance", *NBER Working Paper No.5554*.