

証 研

レボル



No.1554

1998年1月

自由化以降のリテール営業における手数料体系

二上季代司 (1)

米国の企業破綻とバーチャルファンド

松尾 順介 (12)

アップステアズ取引とは何か

一大口注文の場外付け合わせについて 伊豆 久 (22)

電子取引システムによる市場の統合

ードイツ証券取引所のXETRA 吉川 真裕 (34)

『中華人民共和国会社法』について (5)

—法律责任を中心に— 王 東明 (49)

財団法人 日本証券経済研究所

# 自由化以後のリテール営業における手数料体系

——上季代司

株式委託手数料の自由化が本決まりとなつたことにより、自由化以後の手数料の設定のやり方に関心が集まっている。手数料の自由化とは、基本的には、従来のような証券取引所の受託契約準則で決められた手数料率表に拘束されず、顧客との交渉によつて手数料を決めてよい、ということである。したがつて、手数料率の水準だけではなく、手数料の徴収の方法も自由に交渉してよろしいということである。

アメリカの例を見ると、手数料率の水準は自由化以後おしなべて低下傾向を見せた反面、サービスの内容によつて手数料の徴収形態が多様化、細分化する現象が表れている。その結果、最終ユーザーによる手数料の実質的負担が不透明になつてゐる。規制当局が問題視しているのはソフトドラー、投信の一一b一一フィー、オーダーフローペイメント等であるが、このうちソフトドラー取引についてはガイドラインをだし、投資家保護の範囲から逸脱しないように目を光らせてゐる。固定手数料制の時代と違つて、手数料の在り方は、収益確保ならびにコンプライアンス（法令遵守）のうえで、極めて重要な経営政策（Pricing Policy）となるはずである。

そこで以下では、自由化以後の個人向け営業における手数料の徴収形態についてどのような変化が起つたのか、また規制の面でどのような問題が生じるのであらうか、主としてアメリカの例に依りながら簡単に整理したあと、わが国にとつてどのような教訓が得られるかを考えてみた。

## 1 株式等のコミッション

### (1) フルサービス業者の手数料体系

ディスカウントブローカー以外のフルサービス業者の個人向け株式営業における手数料徴求の仕方の特徴を見ると、①株式売買取引に際して最低手数料を課している業者は約九割<sup>(2)</sup>、②普通株取引において割引の対象となるのは注文件数の一〇%内外、割引率も一五%程度が多く、外務員が支店長や部門マネージャーの承認を得ないで割り引くことの出来る上限は三〇%、承認を得て割り引くことの出来る上限は六〇%というケースが多いこと、③売買手数料の他に郵便・取扱手数料（三ドル程度）、口座管理手数料（CMA＝資金総合口座やIRA、Keogh、四〇一（K）などの個人年金勘定の開設・口座維持の手数料）、名義書換や小切手返還手数料など様々な名目で徴求している、とのことである。<sup>(3)</sup>

またフルサービス業者の手数料体系は基本的には売買株数と株価の二要素で決まつてゐる。フルサービス業者は、外務員に自社で作った手数料テーブルを渡し、それに基づいて顧客から手数料を徴収する。そのテーブルは、縦に株価、横に株数のマトリックスからなつており、例えば、株価一〇ドルの株一〇〇株の手数料は四五ドル五四セントという具合である。このような株価と株数のマトリックスからなるテーブルの様式はフルサービス会社の場合、ほぼ共通している。自由化（一九七五年）以前のニューヨーク証券取引所（以下、NYSE）の固定手数料のテーブルが株価と株数のマトリックスからなつていたが、このテーブルの様式を今日においても踏襲しているのである。

もちろん、このテーブルの数字 자체が業者によつて異なつてゐる。七五年の自由化前後から八〇年にかけてメリリンチがプライスリーダーになり数度にわたり個人向けの株式売買手数料率を引き上げ、八〇年代にはいる

とペーチエやスマスバーー、ディーンウイッターがプライスリーダーとなって引き上げたとされるが、それは具体的には外務員に手渡している個人向けの手数料テーブルを改訂したという意味である。その後も各社は自社のコスト構成の変化を勘案しながら部分的な手直しも加えている。外務員はこのテーブルを目安にするが、顧客との関係を維持するために割り引くことがあるのはもちろんである。<sup>(4)</sup>

## (2) ディスカウントブローカーの手数料体系

他方、ディスカウントブローカーの手数料体系はこれは若干異なるのである。ディスカウントブローカーの手数料徴収形態は——フルサービス業者と比べて料率が大幅に低いことはもちろんである——多様であり、したがってヨリ不透明だという特徴があるが、基本的には①株価と株数のマトリックス、②定額手数料、③株数ベース、④売買金額ベースの四種類に分けられる。そのうち最近増えているのが、株数、株価に関係なく、一件あたりの手数料を一律に規定している定額手数料制であり、特にインターネットを利用したディープ・ディスカウンターに多い。

## 2 残高ベースのフィー

### (1) フィーベースの株式売買手数料

しかし、以上とは別に、株式等の売買委託において、売買」とに徴収するコミッションベース(Commission-based)の手数料ではなく、残高に比例したフィーベース(Fee-based)の手数料徴収形態も併存している。従来、フィーベースのアカウントとして投資一任勘定があった。これは社内または社外のファンドマネージャーに運用を一任する代わりに運用管理手数料(Management Fee)、株の場合で〇・五～〇・七五%が一般的)を残高に応じて徴求するもので、このほか、売買がある度に売買手数料ならびに口座管理手数料が残高ベースで徴求される。こうした投資一任勘定とは違った、通常の株式売買取引においてもフィーベースの手数料徴収形態が現れてきている。

例えばメリルリンチ社が一九九六年秋に試験的に導入したプログラム「Financial Advantage」では、顧客の資産(最低口戻ト一〇万ドル)に一定率(年率一・五%)、資産額が増えるにつれ遞減)を乗じた金額を手数料として徴求する代わりに一定回数の取引を無料とし、取引」との手数料は徴求しないという内容である。なお、このプログラムには取引無料サービスの他、ファイナンシャル・プランニング(退職のコスト試算、貯蓄計画、子供の教育費試算、資産配分分析など)、各種リサーチレポート、報告書作成・送付などの付帯サービスが付いており、かつCMA=資金総合口座も組み込まれている。

これは投資一任勘定ではなく、通常の株式売買取引のサービスにいくつかの付帯サービスをパッケージにしたものであるが、こういったサービスの対価としての手数料がコミッションベースからフィーベースに代わってきているのである。

(4)

### (2) ラップ・アカウント(Wrap Account)

これとは別に、フィーベースのアカウントとしては、しまやすかり著名になつたものにラップ・アカウントがある。ラップ・アカウントとは、オーダーメイドの投資顧問サービスを受けるほどの金額の投資はできないものの、ミューチュアル・ファンド(通常、最低口戻トは千ドル、平均七千ドル程度)には飽き足らない投資家を

(3)

対象に、証券会社が、(a) 投資コンサルティング、(b) ファンド・マネジャーの選択・監督、(c) ファンド・マネジャーからの注文執行、(d) 運用成績の報告、(e) 保護預り、というサービスを提供し、それらすべての手数料を一括(wrap)して、運用資産額に応じて受け取るというものである。この手数料としては、残高(多くの場合、最低ロットは10万ドル)に対して一定率(年率3%、資産額が増えるにつれ遞減)を乗じた金額が徴求される。

なお、株式や債券を対象とするラップアカウント(これをコンサルタントラップという)のほか、投資信託を対象とする投信ラップが九一年ごろから急成長している。商品設計は、従来のラップ・アカウントと同様であるが、最低ロットを1~2万ドルに抑えることで、顧客層をさらに拡大する一方、ミューチュアル・ファンドの選択を、既存のアセット・アロケーション・モデルを用いることで効率化しており、ラップ手数料が1~2%と低い点が異なっている。(しかし、ノーロードのファンドが選択されるので販売手数料は不要であるが、ラップファイーのほか口座管理手数料として資産の1~1.5%を徴収し、合計3%近くを徴収することになるので必ずしも割安とはいえない。)

### (3) ファイーの拡大傾向

以上の結果、一九九六年実績で売買ごとに徴求するコミッショーンは184億ドル(NYSE会員業者ベース)、これに対し資産管理ファイーは53億ドル(同)と約三分の一にまで拡大している。一〇年前の八六年実績ではコミッショーン105億ドル、ファイー15億ドルで一四%にとどまっていたのであつた。他方、外務員の報酬ベースで見ると、報酬の一〇%以上がファイーの歩合戻しからなる外務員の割合は、年間の稼得手数料25万ドル以下の外務員全体の中で一七・八%を占め、二五万ドルから五〇万ドルを稼ぐ外務員で二四・二%、五〇万ドル以上稼ぐ外務員で三三・四%といわれている。生産性の高い外務員ほどファイバースの手数料が多いことが分かる。

## 3 ブローカーサービスと手数料体系

さて、以上のような手数料体系の変化は何を意味するか。株式ブローカー業務におけるサービスは、内容的に、①執行・約定ならびに受渡・決済サービス、②アドバイスサービス、③口座管理サービスに大別されるが、サービスが提供されるタイミングやそのための費用という点から見ると別の分け方もできる。

②アドバイスサービスは売買がある時に特に求められるものもあれば、それに限られないものもあるし、③口座管理としては、①はコミッショーン、③は残高ベースのファイー、②はその混合というのが理想的である。さらにこれをもつと細かく分解すれば、①執行・約定ならびに受渡・決済サービスのうち、受注、注文の管理、回送、市場での約定およびその確認は株数、株価に関係なく売買がある度に提供されるサービスであり、そのためのコストは株数、株価に関係なくかかるものである。こうしたコストは、自由化以後は固定手数料によつてカバーできなくなつたという状況に直面して、フルサービス業者は最低手数料制を導入したり、郵便・取扱手数料という別途新たなチャージをかけることとなつたのである。

他方、決済・受渡については、その処理コストは件数だけではなく株数に応じて変わつてくる性格があるし、これに付随する決済不履行リスクは金額に比例しよう。また比較的ロットの大きい指し値注文の場合には、注文

の管理が複雑になるし、自己勘定で執行せざるを得ない場合にはポジションリスクや利子負担がかかる。これらは売買金額に比例して」よう。

次に、②投資家に対するアドバイスとしては、さまざまなかかるサービスが考えられる。外務員は顧客の資産状況を把握し（顧客熟知義務）、適合性の原則に基づいて適切な投資物件をアドバイスする必要がある。このため証券会社としては外務員に対するサポートサービス（リサーチ、情報ベンダー・システムなど）を提供するが、これにかけるコストは遞減的ではあるが、売買金額に応じて増えると考えてよいだろう。ブローカーとしての信認義務に反するようなアドバイスをすると損害賠償に訴えられるが、そのリーガルリスクは売買金額に比例する。この種のアドバイスは取引に付随して生じるものであり、手数料はコミッショントとして徴求するのが筋であるが、それは件数だけではなく売買金額にも左右されるであろう。

これに対して、ファイナンシャルプランは別である。簡単なファイナンシャルプランの作成には一回あたり一〇〇ドル程度の手数料を徴求する場合が多いが、継続的に顧客の資産状況をモニターし、ポートフォリオ分析をしてその都度、資産配分の変更を提案したり、顧客の資産を運用しているファンドマネージャーの交代あるいはファンドの入れ替えを勧奨する（投資一任やラップアカウントの場合）というようなサービスは売買取引の約定に直結するものではない。これに要するコストは取引の有無に関係なく、預かり資産の額に左右される。従って手数料はフィーベースであることが望ましい。

最後に、③口座管理サービスとしては証券類の保管、利子配当の受取代行サービスなどがあるが、これらのコストは一口座あたり定額のものと預かり資産に比例するものとがある。このため、口座そのものの管理のために年会費として定額（一〇〇ドル程度）を徴求するほか、資産の管理のために資産額に応じたフィーを徴求するケースが多いのである。

全体として見ると、自由化以後のアメリカの手数料体系は、サービスの内容や質、それに要するコストの性格に応じたものになっている。ディスカウンターはアドバイスなしであるからコミッショントベースが基本になるのは当然である。またアドバイスをしないのであるから顧客熟知義務、適合性の原則もなく、またあらかじめ預かり資産の範囲内に投資金額を制限している場合が多いので、リーガルリスク、信用リスクも低めに押さえられている。さらにインターネット利用のディープディスカウンターは極力サービスを切り詰めており、金額ベース、株数ベースに比例するコストは小さくなっている。このため件数ベースのコストがほとんどを占め、定額手数料が普及することになったのである。

他方、フルサービス業者の場合は、外務員のアドバイスの内容が、旧来のような銘柄推奨から徐々にファイナンシャルプランナー的なものに変わつて來ている。そのことがコミッショントベースからフィーベースへと、手数料体系の転換を促しているのである。これはまた、対個人営業が従来のような伝統的ブローカー業務から資産運用管理業務へ変わつてきていることと整合的である。しかし、それと同時に、手数料の徴求についても規制当局が問題視することも多くなつてきた。

#### 4 隠された手数料 (Hidden Charge)

現在、アメリカの規制当局が手数料に関して問題視しているものとしては「隠された手数料、Hidden Charge」がある。証券会社は顧客との取引があると取引報告書を送付しなければならないが、その中で手数料や税金などの取引コストを開示しなければならないことになっている。同様に、ミューチュアルファンドについ

ても運用会社は目論見書に支払い手数料の明細（販売手数料、解約手数料、運用手数料）を記載する義務がある。ところが、こうした開示義務の対象とならない実質的な支払い手数料が増えてきたのであつた。

リテール営業において特に問題となつてゐるのが投信の「b—f」とオーダー・フロー・ペイメントである。<sup>(6)</sup>

「b—f」とはミューチュアルファンデの広告費用、マーケティング費用等をカバーするため運用会社が預かり残高から相当分を徴収することが認められているものであり、ノーロード（販売手数料なし）を唱つてゐるファンデにおいてもかかっているコストである。これを運用会社が直接販売すれば運用会社自らが徴求するし、証券会社に委託販売すれば、運用会社はこれをその証券会社に支払う。そしてミューチュアルファンデが販売されるときに交付される目論見書には「b—f」について記載義務がないのである。

また、オーダー・フロー・ペイメントとは、地方証券取引所スペシャリストや第三市場ディーラーが注文獲得を目的に、自分のところに注文を回送（オーダー・フロー）してくれるブローカーに一株あたり1~2セントのリベートを支払うというものである。地取スペシャリストや第三市場ディーラーはNYSEなどと取引獲得を巡つて競争しているが、このリベートもその手段の一つである。そして彼らがこのようなりべートを支払うことがで起きるのは気配のスプレッドを大きめに取つてあるためだとされる。回送側はディスカウントブローカーが多く、「このリベートによつて低い手数料設定が可能になつていて」とされる。そうだとすると、投資家の取引コスト負担は表面的には低いかもしれないが、スプレッドという形で別の取引コストを負担していることになる。そしてその開示はブローカーの取引報告書にはなされていないのである。<sup>(7)</sup>

## 5 小括

日本版ビッグバンの実施によりわが国も株券等委託売買の手数料は自由化され、市場集中義務撤廃により市場間競争は本格的な幕開けを迎える。七五年以後のアメリカ証券界とよく似た状況に直面していいるわけで、手数料体系についても同様な現象がでてくるであろう。

他方、日米の違いとして引き合いに出されるのが外務員の報酬形態である。アメリカは歩合給が基本であり、手数料割引に際しては歩合戻しの減少を伴うため、過度の割引には自ずから歯止めが掛かるが、日本は社員外務員が多数を占め、外務員の側に過度の割引を抑制する歯止めがない。そこから、むしろ日本では手数料のダンピングが起ころり、それが横並び式に波及するのではないか、というのである。しかし、もし手数料のダンピングが起ころとすれば、外務員の報酬形態に起因すると言うよりも、ブローカーサービスの内容に違ひがないこと、差別化戦略が十分でないことからくるのではないか。

ブローカーサービスの差別化は多様なやり方で可能なはずである。執行、受渡・決済サービスならびに口座管理サービスの質は、基本的には「迅速」、「正確」、「低廉」によつて評価される。そのためには顧客とのアクセス手段、バックオフィスの合理化等に経営努力を向ける必要がある。他方、アドバイスサービスは基本的には外務員の質と外務員に対する業者側のサポート体制に左右される。そしてこれも一様ではない。既に指摘したように、アドバイスには取引に付随するアドバイスと顧客資産の預かりに付隨するアドバイスが混在しているのである。

これまで日本では、取引に付隨するアドバイスにばかり注意が向けられてきた。かつて、大量推奨販売方式が批判され、これに対置するかたちでリサーチ営業が提唱されたことがあつたが、これは的を得たやり方のように思えない。大量推奨販売方式が批判されたのは、顧客に銘柄を推奨すること自体に批判があつたのではなく、そ

れが顧客の資産状況やニーズを無視したやり方で行われたところに問題があった。そうだとすると、顧客に企業の詳細なりサーチ情報を提供するアナリスト的な役割を果たす事も大事ではあるが、それよりも顧客資産の配分の提案能力つまりはファイナンシャルプランナー的な役割こそが求められているのではないか。アメリカのフルサービス業者のアドバイスサービスはまさにセールに力点を置いて経営努力が傾けられ、手数料体系もそれに整合的なものに変えられようとしているのである。

#### 注

- (1) 以下はアメリカの業者団体であるSIA (証券業協会 Securities Industry Association) 調べによる (SIA, *Prices Charged Retail Clients, various issues*) .
- (2) 金額は五〇ドルが多く、最低手数料しかとねないような少額取引の場合は外務員の歩合戻しをゼロにしてくる業者がほとんどいる。
- (3) なお、休眠口座への保護預かり手数料を徴求しているケースは多くなるのいやである。
- (4) J.O.Matthews, *Struggle and Survival on Wall Street*, Oxford University Press, 1994, pp.127-130.
- (5) したがって、リテールにおける実効手数料が上昇したところを意味しているのではなく。
- (6) 機関投資家向けではソフトドラー取引が問題視されている。(詳しくは東証「英米におけるソフト取引の実状 (1) (II)」[証券]一九九二年七月、九月)
- (7) 伊豆 久「委託手数料ゼロ!」(本誌一五四四号、平成九年二月)は、ディスクウェントブローカーの手数料体系がオーダーフローベイメントと密接な関係があることを指摘している興味深い文献である。



## はじめに

一九九七年は長引く景気低迷とともに企業破綻が相次ぎ、主な事例だけをとつても、京樽、鈴屋、アイジーエス、東海興業、多田建設、大都工業、ヤオハン、さらに三洋証券、北海道拓殖銀行、山一證券などを数えることができる。メインバンク制や護送船団型保護行政によって支えられていた日本の大企業も、その業績や企業内容によつて冷感に選別され、市場からの退出をも余儀なくされる時代に入りつつあるといえる。

ところで、日本では投資先企業が破綻した場合、かつて国内社債はメインバンクによる買い取りが行われていたが、最近の村本建設、京樽、ヤオハンといった事例を見る限り、このような買い取りは行われない方向に転換しているといえる。<sup>(1)</sup> したがつて、米国のように自己責任で社債投資が行われるようになるものと思われるが、しかし米国と比較するとまだまだ未成熟な点も多い。それはなによりも、米国ではデイフォールトした社債（のみならず破綻企業の株式など）も売買の対象となり流動性が付与されていることがあげられる。すなわち、バルチャード（Vulture:ハゲタカ）・ファンドに代表される投資家があり、またこのような債券を仲介する業者もあり、さらにこれらの情報を提供する情報ベンダーも存在し、全体として相当厚みのある市場を形成している。日本では、破綻企業の証券については、その上場株式が取引所の管理ポストおよび整理ポストで一定期間売買されるだけで、社債については売買される市場はほとんど存在しないのと大きく異なつてゐる。日本では、企業はいつた

# 米国の企業破綻とバルチャー・ファンド

松尾 順介

ん破綻すると第三者には情報も入手できず、売買も不能な状態になるのに対し、米国では破綻企業の情報も公開され、売買もなされる点に大きな差があるといえる。しかし、日本企業も冒頭に触れたように、今後は容赦ない選別にさらされるようになるとすれば、米国のように破綻企業を対象とする市場が形成される可能性があると思われる。

したがって、本稿では米国の最近の企業破綻を簡単に概観した上で、破綻企業を対象とした市場で重要な役割を演じている、情報ベンダーとバルチャーファンドを取り上げて考察する。

(1) これについては、拙稿「最近の社債デイフォールトの影響と課題」、「証研レポート」、No.一五五一、一九九七年一月、参照。

## 1 米国の企業倒産

一九九七年第三四半期の米国の破産状況は、前年同期比二一%増であり、三五三、五一五件に達している。これは主として、消費者の破産が増加したことによるとみられ、三四〇、〇五九件は消費者または非事業体の破産であつたとされている。したがって、事業体の破産は一三、四五六件であり、第一四半期から四%の減少であった。一九九七年第三四半期までの累計では、事業体の破産は、四一、一七八件で、前年同期の四〇、五七八件をわずか二%上回っているにすぎない。<sup>(2)</sup> そして、ここ数年の傾向を見ても、一九九一年をピークにほぼ減少傾向が認められる。これは最近の米国的好景気を反映しているものと思われる（表1参照）。

ところで、米国では破産に関しては、一九三八年破産法（いわゆるChandler法）が適用される。同法は一四三章からなり、このうち通常適用されるのは、第七章、第一一章、第一二章および第一三章であり<sup>(3)</sup>、これで破産

表1 米国の破綻件数（1980年～1996年）

年	総件数	事業体件数	非事業体件数	消費者件数の比率
1980	331,264	43,694	287,570	86.81%
1981	363,943	48,125	315,818	86.78%
1982	380,251	69,300	310,951	81.78%
1983	348,880	62,436	286,444	82.10%
1984	348,521	64,004	284,517	81.64%
1985	412,510	71,277	341,233	82.72%
1986	530,438	81,235	449,203	84.69%
1987	577,999	82,446	495,553	85.74%
1988	613,465	63,853	549,612	89.59%
1989	679,461	63,235	616,226	90.69%
1990	782,960	64,853	718,107	91.72%
1991	943,987	71,549	872,438	92.42%
1992	971,517	70,643	900,874	92.73%
1993	875,202	62,304	812,898	92.88%
1994	832,829	52,374	780,455	93.71%
1995	926,601	51,959	874,642	94.39%
1996	1,178,555	53,549	1,125,006	95.46%

（出所）ABIの資料による

表2 チャプター（章）ごとの破綻件数（1980年～1996年）

年	合計	第7章	第11章	第12章	第13章
1980	331,098	249,136	6,348		75,584
1981	363,847	260,664	10,041		93,139
1982	380,212	257,644	18,821		103,738
1983	348,872	234,594	20,252		94,021
1984	348,488	234,997	20,252		93,221
1985	412,431	280,986	23,374		108,059
1986	530,008	374,452	24,740	601	130,200
1987	574,849	406,761	19,901	6,078	142,065
1988	613,606	437,882	17,690	2,034	155,969
1989	679,980	476,993	18,281	1,440	183,228
1990	782,960	543,334	20,783	1,346	217,468
1991	943,987	656,460	23,989	1,495	262,006
1992	971,517	681,663	22,634	1,608	265,577
1993	875,202	602,980	19,174	1,243	251,773
1994	832,829	567,240	14,773	900	249,877
1995	926,601	626,150	12,904	926	286,588
1996	1,178,555	810,400	11,911	1,083	355,123

（注）第12章は1986年以降。また、合計は他章を含む。

（出所）NGRの資料による。

件数全体の九九%以上を占めている（表2参照）。これらの章を簡単に概観すると次の通りである。まず第七章は清算に関する規定であり、主として債務から解放されようとする個人に適用されるが、事業を清算ないし解散しようとする事業体によつても用いられる。しかし、実際裁判所は債務者が第一三章を申請する能力がある場合には、第七章が乱用されることから申請を却下している。次に、第一一章は更生に関するものであり、個人も申請する場合があるが、一般に事業体の更生に用いられる。第一一章の場合、一定の基準の下で更生計画が遂行される限り事業の継続は許可される。この場合、事業の更生の主たる要件は、継続企業としての価値がそれを清算・売却した場合の価値を上回ることであるとあり、清算した場合よりも再建する方が長期的により効率的であるという点である。第三に、第一二章は一九八六年に立法化されたものであり、とくに財政的に破綻した自営農民に適用される。この規定の目的は、破綻した農家に再建と農地維持の機会を提供しようとするものであり、第一一章よりも費用が少ないのが特徴である。最後に、第一三章は労働者を対象とするものであり、恒常的な所得を有し、債務返済の意志がありながらも、現状ではそれが困難な個人に適用される。したがつて、第一三章の目的は、破産した債務者が裁判所の監督および保護の下で、支払期限を猶予された弁済計画を提出・遂行するようにする」とある。

#### (2) American Bankruptcy Institute. "ABI Press Releases". December 1. 1997.

(3) その他、第一章から第七章までが個人の破産を取り扱い、清算・分配・破産者の責務について規定し、第八章は農業従事者の債務について規定し、第九章は市町村などの公共団体の財政破綻を取り扱っている。また、米国の倒産法については、高木新一郎著『アメリカ連邦倒産法』、商事法務研究会、一九九六年、および渡邊光誠著『アメリカ倒産法の実務』商事法務研究会、一九九七年、参照。

## 2 破綻情報ベンダー

日本と比較した場合、米国の企業破綻の大きな特徴は、まず倒産情報が広く公開され、その情報を専門に提供するベンダーさえもが存在する点である。<sup>(1)</sup>では2つの情報ベンダーを紹介しておこう。

まず、一九八一年設立のアメリカン・バンクラプシー・インスティチュート（American Bankruptcy Institute：以下ABI）は、破産に関する研究と教育のための無党派組織であり議会および一般向けに客観的な分析の提供を行つている。そして、ABIは会員制によって運営されており、弁護士・銀行家・裁判官・大学教授・再建整備の専門家・会計士その他破綻処理の専門家五八〇〇人以上の会員で構成されている。<sup>(2)</sup>では、フォーラムを通じて会員相互間の情報交換が行われるほか、議会および一般向けの情報提供、さらにコンファレンスを通じた教育・調査活動、出版物の刊行などが行われている。<sup>(3)</sup>

ABIの情報提供活動は、いくつかの種類がある。まず、最近の破産に関するトピックスをプレス・リリースという形で発表している。これらのリリースは同機関でとりまとめられている破綻統計を元にしており、破綻件数の増減やその特徴をまとめたものが多い（これらのリリースのうちいくつかは日本の新聞でも取り上げられている）。次に、直近の破綻情報の提供である。これは全米（カナダを含む）最新の企業破綻を社名、業態、負債総額、経緯など簡潔にオンラインで報告している。さらに、専門家向けに立法に関する情報提供を行つている。例えば、法案の提出やその内容、あるいはそのための公聴会の審議などについて詳細な情報を提供している。最後に、倒産関連の出版物の刊行である。

ABIの活動を概観すると、一方で調査を元にした情報提供機関であるが、他方では返済困難に陥った一般消費者を対象とするアドバイザーモードという側面が強いように思われる。したがつて、破綻した企業を売買の対象

とするような投資家に対する情報ベンダーとは性格を異にするものといえよ。

次に、ニュージェネレーション・リサーチ (New Generation Research :以下NGR) をみてみよう。

A BIと異なり、NGRは破綻企業および再建中の企業に投資する投資家に限定して情報提供を行っている。<sup>(5)</sup>

まや、NGRは "The Turnaround Letter" とする企業の再建情報を提供しているが、ここでは主として業績不振状態から再建中の企業、すなわち割安銘柄ないし不評銘柄に対する投資推薦が行われ（表3）、各社のプロフィールのほか、業績不振に至る背景や業績回復に関する分析が詳しく説明されている。次に、"Troubled Company Prospector"とする破綻企業の投資情報を提供している（表4）。ここでは、破綻企業が倒産（第一一章または第七章申請）、非自発的破産申請、デイフォールト（元本または金利の支払い不能）、デット・アップ・ディープ・ディスカウントなどによつて区別されて、リストに載せられており、個別の情報も提供されている。第三に、破綻債券の情報提供である。これは、破綻企業毎に社債がリスト・アップされており、プライシング・チャートも提供されている。したがつて、NGRは破綻企業ないし業績不振企業への投資を行う投資家のための情報ベンダーという側面が強く、さらに委託調査や投資コンサルティングも業務として行つている点が特徴といえる。

(4) A BIの資料による。

(5) NGRの資料による。

### 3 バルチャー・ファンド

では、破綻企業の証券（通常Distressed Securitiesといわれる<sup>(6)</sup>）を専門に手がける証券会社およびファン

表3 NGRの公表する "The Turnaround Letter" の一部

#### The Turnaround Letter

An investment newsletter that focuses on undervalued and out-of-favor stocks. As of January 1996, we have an average annual return for the last five years of 34.8%.

Our recommendations on various turnaround situations:	
November 30, '97	Stride Rite Corp.
October 27, '97	California Microwave
September 27, '97	National Record Mart
August 28, '97	Dow Jones & Co.
July 24, '97	Medaphis Corporation
June 15, '97	Navarre Corporation
May 28, '97	Casino Stocks - Time To Place Your Bets?
April 22, '97	Bargain Hunting in the Low Priced Retailers
March 14, '97	Time To Buy Golden Straw Hats?
February 10, '97	Special Supplement - Listing of Recent Bankruptcies
December 30, '96	Bull Market Creates Large Pack of December Dogs
December 18, '96	Searching the Scrap Heap - Steel Stocks Look Cheap
December 2, '96	Leaping In When the Big Stocks Fall
October 21, '96	Golden Books Family Entertainment
October 1, '96	Tobacco Stocks: Win Some, Lose Some...
September 3, '96	Bargains Where Wall Street Has Over-reacted

表4 NGRの公表する "Troubled Company Prospector" の一部

#### Troubled Company Prospector Profiles of Firms in Transition August 18, 1997 Volume 6, Number 33 Prospector Profiles in this Issue

Company Name	Number	Profile Criteria
APS Holding Corp.	97.0319	Debt at Discount
CityScape Financial Corp.	97.0320	Debt at Discount
Guy F Atkinson Company of California	97.0321	Bankruptcy
Interline Resources Corp.	97.0322	Involuntary Petition
Old America Stores, Inc.	97.0323	Bankruptcy
Pinnacle Micro, Inc.	97.0324	Miscellaneous
Rops Textiles, Inc.	97.0325	Bankruptcy
Union Hospital Association of the Bronx	97.0326	Bankruptcy
Western Fidelity Funding, Inc.	97.0327	Bankruptcy
Winterland Concessions Company	97.0328	Miscellaneous

ドにどのようなものがあるのかをみてみよう。いわゆるバルチャーファンドは、投資手法で分類すると、短期間に割安の証券を購入して売買益を取得しようとするアービトラージュ型と、破綻企業の証券を一定期間保有し会社の業容回復に期待する長期投資型に分かれ、前者はヘッジ・ファンドなども手がけている。また、投資勧誘方法で分類すると、年金基金などを含む少数の大口顧客のみを対象とし、相対ないし私募的な形で投資勧誘を行う私募型と、公募的な形で投資勧誘を行い、一〇万ドル程度の資金で投資可能な公募型とに分類され、前者については実態は把握しにくいといわれている。

まず、このような証券会社で最大手といわれるBDS社についてみてみよう。同社はR. D. Smith & Co.を前身として一九八四年に設立され、ワークアウト・再建中・スピノフ・交換オファー・倒産手続き中などの特殊な状態にある企業の証券および債務を専門的に調査および売買している。<sup>(7)</sup>現在リサーチ・アナリスト、企業金融のスペシャリスト、トレーダー、弁護士および外務員など約四〇名を擁している。さらに、同社はこの特徴を生かして破綻企業および斜陽産業のうち潜在的回復力のある企業の証券に投資するファンド（BDS Special Situations Fund Ltd.）も設立している。したがって、同社は破綻企業の証券の仲介業者であると同時にバルチャーファンドでもある。

同社では、問題企業への投資について次の三點をファンド・マネージャーに対して注目させているという。すなわち、①清算ベースでの企業価値と継続企業ベースでの企業価値、②債権者間での資産分配の可能性、③解決に要する時間、であり、これらの点に注目することによって、投資に最適なタイミングと水準を判断できるとしている。

さらに同ファンドは二種類のシェアからなつており、Aシェアは破綻企業に焦点を絞り、株式、債券および銀行債務、トレード・クレーム（支払い手形）、その他民間債務に投資し、低ボラティリティのものに年利回り一〇～一二五%を追求している。それに対し、Bシェアは斜陽産業のなかの成長株投資に焦点を絞り、ある意味では伝統的な商業銀行業務に類似した業務であり、通常の株式投資を大きく上回る収益を追求している。

同ファンドの投資については、①出資最低額：一五〇、〇〇〇ドル、②出資：毎月、③手数料：年間固定手数料として純資産価値の一%および新規純利益の一〇%、④レバレッジ・証拠金なし銀行借入による、⑤報告：四半期末の大〇日以内、⑥会計監査報告：年末の六ヶ月以内、などとなっている。

次に、LJH Alternative Investment Advisors, Inc.社（以下LJH）であるが、同社はヘッジ・ファンドのひとつと思われ、その投資実態は明らかでないが、破綻企業への投資およびその投資アドバイスを行っている。同社の投資フォーラムでは、破綻企業の証券投資について、以下のように説明されている。まず破綻企業の証券市場では、①公開市場で取引される破綻企業の債務、②以前倒産した企業によって発行された高利回り社債、③以前倒産した企業によって発行された、特殊な状況にある株式、④非証券形態の問題企業の支払い手形（与信銀行が値引き販売した保証付き銀行債務など）が取り引きされ、その投資尺度は①年二〇%の利回り、②月次ベイスでの収益の低ボラティリティ、③株式および債券市場と連動しない安定的利回り、④流動性、であるとされる。そして、この市場で恒常に成功する要件として、①情報収集および分析を含む資産評価、②企業の資本構成・法的諸権利・他の債権者との関係などを理解した上での交渉と投資、③破綻企業への投資に関連する特殊なリスクを理解した上でリスク管理、をあげている。<sup>(8)</sup>

(6) LJH社の資料によると、破綻企業の証券市場は、銀行融資・社債・支払い手形・私募証券・不動産モーゲージなどを含み、一九九二年時点で一五九〇億ドル規模と推定され、破綻企業の銀行融資の取引額だけで一〇〇億ドルに

上っている。破綻企業の証券に特化している、二七の主な投資ファンドの資産規模は二〇〇億ドルとみなされている。

- (7) 同社資料による。
- (8) 同社資料による。

#### おわりに

バルチャード・ファンドについては、その設定元本をはじめとして、投資行動や投資対象の評価が実際にどのように行われているのか不明な点が多く、また破綻企業の証券取引についてもプライシングやボラティリティから実際の売買量や投資家層などまだまだ調査すべき点が多くあるが、これらの点については別稿に期したい。

伊豆 久

## アップステアーズ取引とは何か

～大口注文の場外付け合せについて～

### 1 はじめに

昨年六月に発表された証取審報告書が取引所集中義務の撤廃を銘記したことを受け、昨年末には、東京、大阪、名古屋の取引所で立会外での取引が開始された。今後は、取引所外での取引も解禁される予定となつていて。本稿では、こうした日本での取引制度改革を念頭に、米国における大口注文取引、特に、日本でのクロス取引やいわゆる決め商いに相当するアップステアーズ取引（upstairs trading）について簡単に紹介する。ただ、ここで取り上げるのは取引所外での注文の付け合わせに関してであって、約定そのものの場外化ではない。周知のように、米国では約定の取引所集中義務の緩和も進んでおり、日本の現在の市場改革も立会外での約定を認め、さらには取引所外での約定を認める方向に進んでいる。しかし、（約定に関する）取引所集中原則の下においても、大口注文については付け合わせが事実上証券会社の店内でなされ、約定のための取引所への回送は形式的にのみなされることが多い。本稿では、そのような取引について検討する。

図1 NYSE出来高に占める大口取引の比率

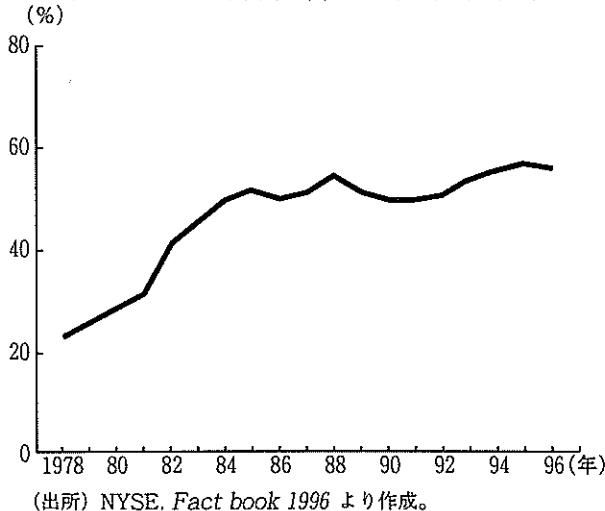


表1 大口取引に占めるアップステアズ取引の比率 (%)

	注文株数による分類			平均	
	1万～ 2万5千株	2万5千～ 10万株	10万株～		
流動性による 銘柄の分類	最大	10	30	61	26
	中位	14	40	42	30
	最低	16	54	100	43
平均		10	32	57	27

(注) 1. データは1993年1月12日のNYSE取引記録(audit trail)による。

2. 流動性による分類は、1992年12月の取引高にもとづく。

3. 取引の株数は、実際にクロスされた部分ではなく取引全体の大きさで分類されている。例えば、11万株のクロス注文の内、2万株が他の会員からの注文と約定された場合でも10万株以上のアップステアズ取引として分類する。

4. アップステアズ取引の平均サイズは43,000株であった。

(出所) Hasbrouck, Sofianos and Sosebee, New York Stock Exchange Systems and Trading Procedures (NYSE Working Paper #93-01).

見つけだし、売り買(い)両方をそろえた上で約定のため形式的に取引所に回送する取引である。つまり、需給の適合を取り扱う市場(downstairs)ではなく証券会社の担当部署(block deskなど)でおこなう取引であり、クロス取引には相当する。ただ、クロス取引という言葉は、一つの証券会社から売り買(い)同数の注文が出される発注方法をいうのに対して、アップステアズ取引は、対当する注文が証券会社の探索によって発見された取引を指す。したがって、アップステアズ取引はすべてクロス取引となるのに対し、偶然、同一証券会社に売り買(い)両方の客注が集まつた場合は、一般的に、アップステアズ取引とは言わないようである。

では、実際に、アップステアズ取引はどの程度の頻度、規模でおこなわれているのだろうか。表1は、一九九三年一月におこなわれた大口取引(一万株以上)に占めるアップステアズ取引の比率を示したものである。これを見ると、株数が大きいほど、また、流動性が低い銘柄であるほど、アップステアズ取引の比率が高いことがわかる。株数が一万株から二万五千株で、最も流動性のある銘柄の場合だと、アップステアズで注文が付け合わされているのはわずか10%で、残りの90%は通常の注文執行と同様にそのまま取引所フロアに回送されている。しかし、最も流動性が低い銘柄で一〇万株以上の注文は100%アップステアズ取引となっている。大口取引全体では二七%にすぎないが、一〇万株を越える注文となるとその半分以上が、取引所の外で付け合わせがなされているのである。

つまり、大口でかつ流動性が低い銘柄の注文の場合、注文を対当させる場として、取引所での付け合わせ(downstairs market)と証券会社による付け合わせ(upstairs market)の二種類の市場が併存しているわけである。こうした現象はどのように考えればよいのだろうか。

### 3 アップステアズ市場の存在理由

同じ銘柄の注文を付け合わせるのに、なぜ二つの市場が併存しているのだろうか。ある注文に對当する注文を見つけ出すためには、すべての注文を一ヵ所に集めるのが最も効率的なはずである。そのための施設が取引所である。にもかかわらず、取引所の外で對当注文が発見されるのはなぜか。

その主たる理由は、言うまでもなく、マーケットインパクトを避けるためである。大口の、例えば売り注文をそのまま取引所に回送すれば、他の市場参加者の買い気配を切り下げ、安い価格での約定しかできなくなる可能性が高い。それを回避するために証券会社に對当する買い注文の探索を依頼するのである。

しかし、これでは答えになつてない。なぜ証券会社ならばマーケットインパクトなしの価格で對当注文を発見できるのかという疑問が残るからである。それは、一つには証券会社自身が對当する注文を出せるからであり、第二に証券会社が取引所よりも効率的に對当注文を集めることができるからである。まず証券会社による注文引受けについて見てみよう。

#### 4 証券会社の自己勘定による付け合わせ

米国では、取引所で注文の付け合わせをおこなうスペシャリストが、適切な価格形成のために必要な場合には、自己勘定で買い（売り）向かうことが認められている。この点、日本の才取会員（仲立会員）との大きな違いである。したがって、証券会社自身が對当注文を出すことでアップステアズ取引が成立する場合、自己勘定での取引においてブローカー証券会社がスペシャリストに対して優位に立ちうるのはなぜかということになる。

それは、第一に、証券会社はスペシャリストに比べて資本力が大きく、より大きな注文に対応できること、第

二にスペシャリストは取引所で割り当てられた銘柄しか扱うことができないのであるに対する対応として、証券会社にはそうした制約がなく、したがって顧客のバスケット取引を一括して引き受けることができる点、第三に、スペシャリストは常に売り買い両方の気配を出す義務を負っているのに対して、証券会社にそうした義務はなく、ビジネスになると判断した時にだけ對当注文を出せばよい点などである。

しかしながらこうした理由が説明しているのは、ブローカー証券会社がスペシャリストと比べると相対的に優位な地位にあるということにすぎず、自己勘定での對当が証券会社にとつてメリットとなることの説明にはつていかない。と言うのも、証券会社は、自己勘定で顧客注文を受けた結果ポジションリスクを負うことになるのであり、証券会社がそのポジションリスクをカバーしうるためには、単純化すれば、（売り注文に対する）約定価格は、顧客の注文をそのまま場に流した時の（マーケットインパクト込みの安い）価格と同じでなければならぬいはずである。しかし、これでは投資家側にアップステアズ市場を利用するメリットがなくなってしまう。

つまり、自己勘定取引において証券会社がスペシャリストよりも優位にあるというだけでは、投資家がマーケットインパクトを避けられる理由として十分でない。証券会社が、アップステアズ取引でマーケットインパクト込みの取引所価格よりもよい価格を出せるのはなぜか、という問題が残る。

とすると、結局のところ、証券会社が取引所よりも効率的に注文を集められる点に回答を求めるほかななるが、この点は次節で検討することしよう。しかし、一九七〇年代初めまでの委託手数料が固定制であった時代には、もう一つ別の理由が存在した。それは、割高な手数料をいわばクツシヨンに使えるという点である。機関投資家の影響力が増大した一九六〇年代、証券会社は、固定制下での高い手数料収入を吐き出すことにより、取引所での（予想）約定価格よりもよい価格を提示することができた。これは、スペシャリストにはできな

いことであり、取引所の外にアップステアズ市場というもう一つの需給適合の場ができる大きな理由となつたのである。しかし、こうした手法は、六八年から七五年にかけての委託手数料の自由化によつて消滅してしまつ。委託手数料の大幅な低下により、実質的な割戻しで大口注文を受けることが不可能となつたのである。その結果、一時的には自己勘定で受けることで機関投資家による価格を提示したとしても、ポジションリスクをより効率的に管理し解消する能力をもたなければ、アップステアズ取引業者として生き残ることはできなくなつた。もちろん、大口注文を受けてもそれを小口に分割し、時間をかけて市場で売りさばくといつたことも可能である。しかし、時間をかけければ証券会社のこうむるマーケットインパクトは小さくなるものの、それに反比例して、時間の価格変動コスト、いわば時間コストは大きくならざるを得ない。結局、アップステアズ取引をおこなう能力とは、対当する注文をより効率的に集めてくる能力にほかならないのである。

## 5 証券会社による対当注文の探索

証券会社がスペシャリスト（取引所）より効率的に対当注文を集めることができるのはなぜだろうか。そこでは、証券会社の価格判断能力（その前提としてのリサーチ力）、顧客ネットワークの構築力のほか、InstinetやAutexなどの気配伝達システムの発達が大きな役割を果たしているのであるが、ここでは、マーケットマイクロストラクチャの観点からアップステアズ市場を分析した文献（後掲）に依拠して、証券会社の情報伝達機能に着目してみよう。

それによると第一の理由は、証券会社は、直接、投資家を勧誘することができるからである。スペシャリストは証券会社の仲介によってはじめて注文を集めることができるのであつて、最終投資家と直接接觸することは禁じられている。そのため、スペシャリストが新たな、例えば買い注文を呼び込むためには気配を切り下げる以外に方法がない。他方、証券会社は、注文を集めるためにそうした注文を出す可能性の高い投資家と連絡を取り、勧説することができるるのである。

第二の理由は、投資家を直接勧説できることにより、証券会社が単なる流動性の供給者というより情報の管理・伝達機関として機能しうることである。例えば、大口の売り注文が突然取引所に出された場合、買い方は、それがどのような理由による売りなのかを正確に判断することができないまま、とりあえずリスクを避けるため指値を引き下げたり、あるいは注文をキャンセルしたりすることが多い。しかし、アップステアズ市場であれば、証券会社は、その売りが何らかの悪材料にもとづくものではなくファンドの換金に対応するための流動性要因からるものにすぎない、といったことを買い方に説明することができる。また、売り手がおおよその株数と希望価格を証券会社に伝えるのみで、とりあえず、それに対する買い注文がどれくらいあるのか調べさせたいたこともできる。こうした情報の管理・伝達をカスタマイズするといったことは、取引所における需給適合方法では不可能であり、アップステアズ市場における大きな優位とみなしうるのである。

第三の理由は、アップステアズ市場は、事実上、証券会社との相対取引であるため、顧客情報への「ただ乗り」のインセンティブが小さいことである。例えば、ある投資家が大口の指値売り注文をそのまま取引所に回送した場合、他の投資家は、その値段で買うことも、買わずに見送ることも自由に選択できる。つまり、買い手にとつてはコールオプションを無料で手に入れたことになり、行使するしないにかかわらず、それを「利用」していることになる。市場取引である取引所においてはこの無料のコールオプションの「利用」を制限することができないのに対し、相対でなされるアップステアズ取引では、証券会社は、顧客からの信頼を維持するために無料コー

ルオプションの「利用」、つまり顧客情報を先回りして利用することを抑制せざるをえないと考えられる。機関投資家の間で、「X証券に大口注文の執行を依頼すると、先回りして売り浴びせられる」といった評判(reputation)が広まれば、アップステアズ市場でのビジネスはできなくなるからである。(29)こうした「評判による規律」は不特定多数の投資家によって成立している取引所市場では機能しないのであり、そのことも、証券会社が注文を集めやすい理由の一つになつてゐるのである。

## 6 日本における決め商い

以上、米国におけるアップステアズ取引の存在理由について見てきたが、こうした取引は、日本ではクロス取引あるいは決め商いと呼ばれている。米国と比べた日本の決め商いの特徴はどこにあるのだろうか。

その一つは、米国では見られない益出しクロスの比率が圧倒的に高いことである(クロス取引に関しては、宇野 淳・大村敬一「クロス取引と価格変動リスク」『経済志林』一九九六年七月号、で詳細な分析がなされており、そちらを参照していただきたい)。

二つ目の特徴は、対当注文のほとんどが証券会社の自己勘定で出されている点である。米国では、瞬間的には自己勘定取引となつても、証券会社の主たる役割は対当注文を別の機関投資家から集め、注文のシンジケーションをつくることにあるのに対し、日本ではそうした注文の探索がなされることは(政策投資部分の売り切りなど時間をかけることが可能な場合を除いて)少ない。証券会社自身は、自己勘定でまず注文を受け、後はタイミングを見ながら少しづつ市場でポジションを解消していくのが通常である。そこでは、証券会社による対当注文の新たな掘り起こしがなされることは少なく、米国のアップステアズ市場でおこなわれているような、機関投資家間の注文の市場外での付け合せの場とはなつていない。つまり、日本では、証券会社が対当注文を場外で探すことなく執行コストのほとんどをそのまま自分で負担しているのである。

その理由は、すでに述べた手数料自由化前の米国同様、固定手数料を執行コストを負担するクッショングとして利用できるからである。しかしながら、このことの意味は小さくない。固定手数料という利益が前提となつて値決めがなされるため、例えば市場実勢から三〇bpは低い価格が提示されるはずの大口売り注文に対しても、一〇あるいは一〇bpといった顧客よりの価格が提示されることが、しばらく前まではよく見られたと言われている。(ただし、立会取引では、他の証券会社からの注文を含む「板」の中で約定されるため、証券会社の事前の提示価格と実際の約定価格にはズレが生じることがある。それでも、決め商いの半分以上が事前の提示価格通りに約定されると言われている。川原淳次「年金運用のクオリティー受託者責任と最良執行義務(短期的な)利益よりも取引シェアや幹事関係の維持を目的とする」(30)こうした取引によるものとすれば、そこには、相場操縦や利益供与の可能性も否定できないことになる。しかも、機関投資家は必ず決め商いで発注しなければならないわけではない。マーケットインパクトを避けようと思えば決め商いを、価格の変動がむしろ望ましいと判断すればそのまま場に流すよう証券会社に要求することができる。機関投資家のこうした価格決定プロセス、市場価格そのものに対する裁量性はどのように合理化できるのだろうか。

しかし、では、手数料が自由化されればこれまでのような無理な決め商いは全くなくなるのであろうか。証券会社が顧客寄りの価格設定に応じることができるのは固定手数料のためであるが、それは、そうしたことができる

るところの可能性の説明にやれなか。せんやれぬを得ないのはなぜか（必然性）についても検討が必要であると思われる。

それは、一つには、証券会社から機関投資家へのリサーチなどの提供サービスが十分に評価されていないからでろう。そのため、手数料の実質的な割り引きに応じるほかないのである。しかし、より根本的な問題は機関投資家の側にあるのではないか。日本の機関投資家は、生保、投資信託、投資顧問などを見ても、米国に比べ数が極端に少なく一社あたりの運用額が非常に大きい。そのため、証券会社に対する交渉力が過度に強くなるのである。しかも、その売買動向は均質である。その結果、証券会社からすれば、「彼らは、同じ時に同じ銘柄を一斉に買う、まだ、ある時になれば一斉に売っていく」といになる。こうした状況下では、米国のアップステップ市場のように、証券会社が対当注文を他の機関投資家からアレンジしていくことはおよそ不可能であり、結局、対当注文を出すのは証券会社だけとなるをえない。こうした中では、仮に機関投資家の注文を電子的に表示する米国で見られるような情報ネットワークシステムが整備されたとしても、それを活かすことは難しいであろう。主たる問題はインフラではなくプレイヤーの運用スタイルそのものにあるからである。このように考えると、従来のような決め商いも、証券会社による市場に対する必要な流動性供給と見なす」とができます。固定手数料によるクッションもそのための必要条件だったとする考え方も簡単に否定するとはできないよう思われる。手数料の自由化のみによってより効率的で公正な市場ができるわけではなくのは間違わない。また昨年末より立会外取引制度が設けられ売買価格決定における証券会社の裁量性が非常に高まっているが、それは同時に機関投資家の裁量性の増大でもある。しかし、取引システムの効率性を高める」と機関投資家の裁量性を高める」は同一視されるべきではないのではないだろうか。

(31)

(一) 特に最近は、超大型の取引が関係者の注目を集めてくる。昨年五月には、ゴールドマン・サックスがクウェート政府のブリティッシュ・ペトロリアム株売却（総額10億ドル）を手掛けた。同社が売却の依頼を受けてから、引受けを決定しかつすぐてを擱止するまでわずか一晩だったと言ふられてくる。この案件であげた利益は巨額に上るが、しかし、短期間とはいえ同社は自己資本（50億ドル）の四割に相当するリスクを負ひたといはなく、「度胸比ぐ」と化してゐるアームの先行きを懸念する声もある。"Macho Men"（後掲文献）参照。

#### 参考文献

- 証券会社のアロッカ・デスクがアップステップ取引を実際どうやってやるのかについて  
Garbade,K.,*Securities Market*,McGraw-Hill,1982. (23.2 Trading in Blocks of Common Stock)  
Luskin,D.,*"Upstairs,Downstairs:The Block Traders and the Specialists"*,in *The Complete Guide to Securities Transactions* (edited by Wagner.H.) ,John Wiley & Sons,Inc.,1989.  
Schwartz,R.,*Equity Markets*,Harper & Raw,1988. (4-4 the trading desk)  
"Macho Men:Block trading has never been bigger or scarier ... ",*Investment Dealers' Digest*,June 16,1997.※参考  
トランクストップ市場の終値を算出時（マーベル・マイクロペーパタチャード理論）あるいは決算によるところが、  
Burdett and O'hara,"Building Blocks-An Introduction into Block Trading",*Journal of Banking and Finance*,11,1987.  
Grossman,S.,*"The International Role of Upstairs and Downstairs Trading"*,*Journal of Business*,vol.65,no.4,1992.  
Keim and Madhavan,"The Upstairs Market for Large-Block Transactions:Analysis and Measurement of Price

(32)

Effects".*The Review of Financial Studies*.vol.9.no.1.1996.

LaPlante and Muscarella."Do Institutions Receive Comparable Execution in the NYSE and Nasdaq Markets? -A Transaction Study of Block Trades".*Journal of Financial Economics*.vol.45.no.1.1997.

Madhavan and Cheng."In Search of Liquidity:Block Trades in the Upstairs and Downstairs Markets".*The Review of Financial Studies*.vol.10.no.1.1997.

O'hara,M. (大東義)『マーケットアーカイブス』一九九六年(原稿一九九五年) [第八章第1節]口述

セッピー・ダニエラ・セッピ

Seppi,D."Equilibrium Block Trading and Asymmetric Information".*Journal of Finance*.Vol.45.no.1.1990.

Seppi,D."Block Trading and Information Revelation around Quarterly Earnings Announcements".*The Review of Financial Studies*.vol.5. no.2.1992.口述

## 電子証券取引所による証券市場の統合 ～ドイツ証券取引所のXETRA～

吉川 真裕

一九九七年一月二八日、フランクフルト証券取引所の持ち株会社であるドイツ証券取引所は従来の電子取引システムIBISに替えて、新取引システムXETRA (Exchange Electronic Trading) を導入した。今回のXETRA導入は、フランクフルト証券取引所が母体となって設立されたドイツ証券取引所のめざす取引システム電子化プログラムの第二段階に当たり、将来は電子取引システムによるドイツ証券市場の統合が計画されている。もともとIBISはロンドンのSEAQインターナショナルへ流出したドイツ株取引を奪回するために大口取引を対象として導入されたものであるが、イギリスやフランスのように地方取引所の廃止・統合を実行できないドイツでは、地方取引所を存続させたまま、電子取引システムによつてフランクフルト証券取引所を核とした中央市場を実現すると同時に、注文から清算までをコンピューターで効率的に処理し、EU統合後の金融取引をリードしようといふドイツ金融センター構想 (Finanzplatz Deutschland) が政府や金融界の方針として固まつてゐる。

本稿では、今回のXETRA導入に至る経緯、取引システム電子化プログラム、XETRAの概要を紹介し、ドイツで行われている取引システム改善の試みをまとめてみた。

## (一) 一円の導入

ドイツにおける証券市場改革の発端は、フランスと同様、やはりイギリスのビッグバンにその直接的な起源を求めるところである。ドイツにはフランクフルト・デュッセルドルフ・ミンヘン・ハンブルグ・シュトゥットガルト・ベルリン・ハノーバー・ブレーメンの八カ所に証券取引所が存在し、ドイツ証券取引所連合会(Arbeitsgemeinschaft der Deutschen Wertpapierbörsen)が組織されていたが、一九八六年七月にはこの組織が改編され、新たな取り組みが開始された。

一九八七年五月には第一部市場(geregelter Markt)が創設され、同年九月にはフランクフルト証券取引所で価格情報システムKISS (Kurs-Informations-Service-System)が導入された。一九八八年七月にはドイツ金融先物取引所DTB (Deutsche Terminbörse)が設立され、DAX指数(Deutsche Aktienindex)がKISの運営によって公表されるようになった。そして、同年一〇月にはフランクフルト・ニッセルブルフの計算センターが合併してドイツ証券計算センター-DWZ (Deutsche Wertpapierdaten-Zentrale)が誕生し、一九八九年一一月には七つの証券保管振替機関が統合され、ドイツ証券保管振替機関DKV (Deutsche Kassenverein AG)が設立された。

一九八九年一一月一日には大手銀行の依頼を受けてDWZが開発した銀行間情報システムIBIS (Inter-Banken-Informations-System)を通じた取引が、オプション上場が予定された14銘柄について開始された。<sup>(2)</sup>この段階での一円の証券取引所はスクリーン上に価格を表示するだけのもので執行機能を有しておらず、ロンドンのSEALQあるいはアメリカのNASDAQと同種の気配表示システムであった。IBIS導入の原因はもちろ

んのEAQインターナショナルへの取引の流出であったが、国内的にもDTBでの個別株オプションの取引時間が一〇時から一六時までの六時間予定されていたのに對して、証券取引所の取引時間は二時三〇分から二二時三〇分までの二時間と短かったことがあり、IBISは八時三〇分から一五時三〇分までの七時間の取引を可能とした。フランクフルト証券取引所もIBISに対抗して一九九〇年一月一五日から取引時間を繰り上げ、一〇時三〇分から二二時三〇分までの三時間へと拡大し、一月一六日からは予定通りDTBで一四銘柄の株式を対象とした個別株オプション取引が開始された。

ドイツの証券取引所では正式上場銘柄の取引は公認仲立人(Kursmakler)によって売り・買いの付け合わせが行われ、公認仲立人は原則として自己売買が認められていない。他方、上場予備軍にあたる銘柄を取引する自由市場(Freiverkehr)では自由仲立人(Freimakler)が取引の執行を補助しており、自由仲立人には自己売買が認められている。そして、一般的の注文は取引所の加盟銀行を通じてのみ取引所で取引ができる。ただし、ドイツでは注文を取り扱う義務ではなく、銀行が公認仲立人や自由仲立人に手数料を支払って注文を執行してもらうのを避け、その結果、業者間での取引が増加し、この業者間市場がIBISを生み出すことになった。IBISの登場によって注文が業者間市場に流出するのを恐れた公認仲立人は上場銘柄の価格情報をスクリーンで表示するMATER (Makler Tele Information System)をロイターニュースに開発し、自由仲立人もシティバンクの協力を得てMIDAS (Marketmaker Information and Dealing System)を開発したが、三つのシステムの乱立は利用者を混乱させるからか政府が介入して協議を進め、DWZがIBISをベースとして執行機能を加えた取引システムを開発し、フランクフルト証券取引所が監督する、公認仲立人や自由仲立人も参加できる市場という形でシステムの統合がはかられた。

一九九〇年一一月二六日にはDTBで優良株三〇銘柄を対象としたDAX指数先物取引と、長期国債を対象としたBUND先物取引が開始され、一九九一年四月五日にはDAX指数構成三〇銘柄と長期国債を含めた二八種類の債券を対象として新取引システムIBIS (Integriertes Börsenhandels-und Informations-System) が導入された。旧IBISは表示される気配値に拘束性がなく、電話による発注が必要であり、取引所での取引単位が五〇株であったのに対し一〇〇〇株を取り扱うなどしたが、新IBISでは確定気配が表示され、発注から清算・決済までの一連の処理がシステム化され、取引単位も五〇〇株に引き下げられた。その結果、旧IBISには参加できなかつた地方取引所会員や公認仲立人・自由仲立人の参加も相まって、取引が拡大し、取引所統合の第一歩となつた。

## (2) ドイツ証券取引所の設立

イギリスのビッグバン直後からフランクフルト証券取引所を核としてドイツの証券取引所を再編成するという考えが、ブンデスバンクや大手銀行をはじめとした金融市場関係者の間では広まつており、旧IBISの導入はこうした動きを背景として実施されたのである。そして、一九八九年一一月のベルリンの壁崩壊、一九九〇年一〇月の東西ドイツの統合はドイツ金融市场の再編成による国際競争力の向上という空気を一気に盛り上げる」とになつた。

国内で三分の一のシェアを持つフランクフルト証券取引所はこうした流れにいち早く対応し、一九九〇年七月六日に取引所の運営会社としてフランクフルト証券取引所AGを設立して、株式会社に組織変更した。この結果、フランクフルト証券取引所AGの株式の八九%は銀行、残る一一%が仲立人に保有されることになった。ドイツさらに株式会社化と同時にフランクフルト証券取引所はドイツ統一取引所構想を発表した。

一九九一年一月、ヴァイグル蔵相がドイツ金融センター構想に言及し、政府は国際競争力を持つ金融市场をめざしており、そのためには金融市场は技術的にも組織的にも最新のものでなければならず、各州政府や地方取引所・市場参加者と取引所の運営組織の変更等について協議する用意があることを表明した。<sup>(3)</sup> さらにヴァイグル蔵相はフランクフルト証券取引所のドイツ統一取引所構想や地方証券取引所のIBIS市場への参加を政府は支持し、連邦レベルの証券市場監督機関の設立を考えていることも明らかにした。

一九九二年一一月一日にはフランクフルト証券取引所がBOSS-CUBE (Börsen-Order-Service-System - Computer unterstütztes Börsen Entscheidungssystem) と呼ばれるコンピューター・システムを導入し、会員業者の注文がコンピューターを通じて公認仲立人に発注されるようになり、地方取引所の会員もBOSS-CUBEを通じてフランクフルト証券取引所に発注する」とが可能となつた。

そして一九九三年一月一日にはフランクフルト証券取引所の運営会社であつたフランクフルト証券取引所AGを母体としてドイツ証券取引所AGが誕生し、フランクフルト証券取引所、IBIS、(一九九四年一月一日からは) DTBの運営にあたることになつた。このほかにもドイツ証券取引所はDKV (現在のドイツ証券取引所清算会社)、DWZ (現在のドイツ証券取引所システム会社)、FBF (中東欧取引所・金融市场育成会社) を傘下におさめ、地方取引所が株主となることによってドイツ証券取引所連合会もドイツ証券取引所に引き継がれ、フランクフルト証券取引所のドイツ統一取引所構想の実現へと近づいた。なお、ドイツ証券取引所の株式の八

一%は銀行、一〇%は地方取引所、残る九%が仲立人によって保有されている。

## 2 取引システム電子化プログラム

一九九五年五月、ドイツ証券取引所はZUES (Zentrale Unternehmensstrategie) と呼ばれる新戦略構想を固め、IBISに替わる新たな電子取引システムの開発を提案した。NEDの直体はドイツ証券取引所の内部調査報告書であり、公表されたことはないが、次のような八つの将来予測に基づいていると言われている。<sup>(4)</sup>

①証券化の流れは続き、伝統的な証券業務以外の業務からの手数料収入がますます多くなる。

②州政府による年金システムがほころびはじめ、より多くのドイツ人が老後のために自ら投資や保険を求め出す。

③民営化による株式売却は国内投資家の株式投資指向を強めるように利用すべきである。

④コンピューターを通じた市場の連結への流れは今後も続くであろう。

⑤EU統合はドイツ市場から安定したマルクという比較優位を奪うであろう。

⑥市場への分権的なアクセスが可能となるばかりでなく、費用の面でより有利となるであろう。

⑦EUの共通参入基準への調整の結果、外国業者のドイツ市場への参入を阻止するとはできなくなるだろう。

⑧投資家がより高い収益を求めるために、アジアや東欧といった新興市場への投資が拡大するであろう。

こうした傾向は十分な資本力と国際的なネットワークを持つユニバーサルバンクに有利に働くが、投下資本当たりの利益を圧縮し、中小業者は苦しくなるはずであり、自由仲立人はニッチを見つけて生き残る以外に道はないとされていた。これに対する中小業者の反発は激しく、とりわけ指値注文板の公開という提言に対しては真っ向から反対があり、公認仲立人はMARS (Markt-Anlegerinteressen Repräsentierendes System) 市場・

投資家利益システム) と名付けた改革案を提案した。

一九九六年四月にはフランクフルト証券取引所とドイツ証券取引所がZEUSの提案していた電子取引システム (EHS : elektronisches Handelssystem) 計画に支持を表明し、新たな電子取引システムは現実味を帯びることになった。この電子取引システムの特徴は、一銘柄ごとに注文板を一つにして流動性を高めるなど、価格決定における透明性を高めるなど、低流動性銘柄には特別の仲介業者が流動性を供給すること、市場へのアクセスは分権化され、平等であるなど、の四つとされ、一億五〇〇〇万マルクの予算が割り当てられた。

五月三一日にはアンダーセン・コンサルティングの調査結果を受け、ドイツ証券取引所はDTBのシステムをベースとして新取引システムを開発し、一九九八年中にフランクフルト証券取引所の全上場銘柄を対象として導入する計画を公表した。そして、一九九七年二月二三日にドイツ証券取引所のザイフェルト理事長は一九九七年中にIBIS対象銘柄をXETRAと名付けられた電子取引システムで置き換え、一九九八年中にはフランクフルト証券取引所の全上場銘柄にXETRAを導入することを明らかにした。<sup>(5)</sup>

一九九七年三月にはXETRAフロントエンドと名付けられたフロント・オフィス・ツールがXETRAプログラムの第一段階として一九九七年半ばに導入されることがドイツ証券取引所から発表され、翌四月には六月からXETRAフロントエンドの利用が可能となり、これをXETRAリリース1とする段階的な導入計画が示された。そして、六月一二日にXETRAリリース1は実施に移された。

XETRAリリース1の段階では、利用者は後のXETRAリリースに必要な技術的なインフラストラクチャーを確立できることと、グラフィカル・ユーザー・インターフェイスを用いてIBISやIBIS-R (債券取引用に改良されたIBIS) の取引を行えること、新たなクライアント／サーバー・アーキテクチャを用いて取

引所のサービスが容易に利用できる」と、標準化されたインターフェイスを用いて独自のアプリケーションが活用できることになった。

九月一日からはXETRAフロントエンドを用いたパイロット・シミュレーションが開始され、一月末に予定されたXETRAリリース2の準備が進められた。一〇月六日にはXETRAリリース2が一月二八日から実施されることが決定され、一〇月一四日からは実際の取引シミュレーションが行われた。そして、一月二八日には予定通りXETRAリリース2に移行し、IBISを通じて取引されていた一〇九銘柄の株式はXETRAを通じて取引されるようになった。

XETRAリリース2の段階では、利用者はIBIS取引銘柄に限ってXETRAを用いて取引することができるが、取引単位は各銘柄ごとの最小取引単位の倍数に限られ、スペシャリストにあたる仲介業者も存在しない。しかし、IBISとは違って、さまざまなリミット・オーダーやマーケット・オーダーを利用でき、注文板も完全に閲覧可能で、自動執行も行われる。さらには寄りと引けにはオーダー取引が行われる点もIBISとは異なっている。

一九九八年九月に予定されているXETRAリリース3の段階(Grundstufe)では、より多くの銘柄を対象としてXETRAが利用でき、端株取引や低流動性銘柄に対するスペシャリスト(Betreuer)のサービス、さらには継続取引と場中のオーダーショーン取引のリンクも可能となり、XETRAの機能はほぼ完全に利用可能となる予定である。

さらに一九九九年に予定されているXETRAリリース4の段階(Ausbaustufe)では、約四〇〇〇にのぼるフランクフルト証券取引所の全上場銘柄を対象としてXETRAを通じた取引が可能となり、仲介・探索市場(Vermittlungs- und Suchmarkt)と名付けられた店頭市場での相対取引機能を取り入れることも計画されている。

### 3 XETRAの概要

XETRAは情報提供・注文回送・データ転送・清算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化された取引システムである。注文の執行はわが国の証券取引所と同様、オーダードリブン(注文駆動)方式のコール・オーダーショーン(板寄せ取引)と継続取引(ザラバ取引)によつて行われる。

#### (1) 注文の種類

XETRAの注文はリミット・オーダー(指値注文)とマーケット・オーダー(成り行き注文)からなり、それぞれ有効期限に応じて、当日のみ有効(GFD)・指定日(最長一年間)まで有効(GTD)・取消まで有効(GTC)、執行時期に応じて、寄り付きオーダーショーンのみ・引けオーダーショーンのみ・オーダーショーンのみ、執行条件に応じて、即時執行(Immediate-or-Cancel)・一括執行(Fill-or-Kill)とした条件を指定することができる。ただし、対当する指値注文が存在しないためにマーケット・オーダーが注文板に残る場合には、マーケット・オーダーは直前の取引価格または(売り・買い同方向の)最良気配での指値注文と同じ扱いを受ける。

#### (2) 取引対象

XETRAリリース2では、DAX指数構成銘柄(三〇銘柄)とMDAX指数構成銘柄(七〇銘柄)および

銘柄 (SAP AG) の普通株、七銘柄のDAX指數銘柄の優先株と一銘柄 (ProSieben Media AG) の優先株、計一〇九銘柄が取引される。

### (3) 取引時間

① プレ・トレーディング（八時から八時三〇分まで）

寄り付きオーケーションのための注文入力・取消・変更ができるが、注文板の状況は表示されない。

② メイン・トレーディング（八時三〇分から一七時まで）

(A) 寄り付きオーケーション（八時三〇分）

八時三〇分にオーケーションが開始され、この間は注文が執行可能な場合は指示価格が表示されるが、執行可能でない場合には最良気配値だけが表示される。また、この間の注文入力にも時間優先の原則が適用され、注文量を削減する際には優先順位に変更はないが、注文量を増加させる場合には優先順位は変更時に訂正される。指示価格が前日終値から一定比率乖離するとオーケーションの時間が一定時間延長される（ボラティリティ・インターラップション）。一定時間後に注文が執行可能でない場合には継続取引へと移行する。

(B) 継続取引（寄り付きオーケーション終了後から一七時まで）

寄り付きオーケーション終了後、価格優先・時価優先の原則によつて注文が対当すると自動的に執行される継続取引が開始される。この間、すべての注文はスクリーンに表示される。執行価格が参照価格から一定比率乖離すると取引は一時中断される（ボラティリティ・インターラップション）。取引再開時にはオーケーションが行われ、取引中断が生じた最大乖離価格を参照価格としてこのから一定幅乖離する」とに取引は一時中断される。

一定時間後に注文が執行可能でない場合には継続取引へと移行する。

(C) 引けオーケーション（一七時）

一七時に寄り付きオーケーションと同じ要領で引けオーケーションが開始される。

③ ポスト・トレーディング（一七時から一八時まで）

プレ・トレーディングと同様に、翌日寄り付きオーケーションのための注文入力・取消・変更ができるが、注文板の状況は表示されない。

### (4) 取引単位

XETRAリリース2では、IBISと同様に、取引単位は各銘柄ごとの最小取引単位（五〇株から一〇〇〇株まで）の倍数のみに限られる。

### (5) 注文板の開示

注文板は継続取引中には各値段ごとに集計された注文量がすべて表示され、オーケーション中には指示価格または最良気配のみが表示される。

### (6) 取引の執行方法

オーケーションでも継続取引でも注文は自動執行され、参照価格モデルに従つてボラティリティ・インターラップションも自動的に開始される。

## (7) 相場情報システム

XETRAの相場報道システムは、八つの証券取引所やDTBと同様に、TAKE (Ticker Plant Frankfurt) を通じて行われる。

### (8) 清算システム

ドイツ証券取引所システム会社（かつてのDWZ）によって開発されたB:OGA (Börsengeschäftswicklung) と呼ばれるシステムを通じて清算データは自動的に当事者とドイツ証券取引所清算会社（かいつのDKV）に転送され、ドイツ証券取引所清算会社を介して取引から三営業日後 (T+2) に清算される。

### (9) 市場監視システム

ドイツ証券取引所システム会社によって開発されたS:IMA (System zur integrierten Marktüberwachung) と呼ばれるシステムを通じて効率的な市場監視が行われている。

### (10) 利用料金体系

XETRAの料金体系は利用頻度に応じてハイ・ボリューム・パッケージ、ベースック・パッケージ、ロー・ボリューム・パッケージの三段階に分かれしており、システム利用料 (DTBのシステム利用者は半額) はそれぞれ年一四万マルク、一〇万マルク、四十万マルク、清算費用を含めた取引料はそれぞれ〇・〇〇六%、〇・〇〇七%、〇・〇一七% (一取引当たり最低三マルク、最高三五マルク、月間最低取引料は六五〇〇マルク) と定められている。ただし、XETRAリリース2ではすべてのサービスが利用可能なわけではないので、取引料はこれから一五%割引される。

## 4 XETRAの評価

XETRAは実際に取引が開始されてからまだ一月あまりであり、現時点でXETRAを評価するには難しい。少なくとも現段階ではフランクフルト証券取引所の取引が大幅にXETRAに流出するという現象は生じておらず、ビッグバン直後にロンドンで見られたような劇的な変化は起らなかった。この原因の一つとしては、XETRAリリース2では取引単位がIBISと同じであり、大口取引を対象としていることが考えられる。しかし、XETRAは各銘柄の四〇%のシェアを占めていたIBISを置き換えたものであり、少なくともIBISと同程度のシェアを確保することは間違いないだろう。

電子取引システムによる市場の統合をめざすドイツの試みは国内事情を反映したユニークなものではあるが、ドイツ金融センター構想に見られるように、この方針は国内市場に限らず、EU統合後のヨーロッパ、ひいては二一世紀のグローバル・マーケットへの果敢な挑戦とも考えられる。アメリカやイギリスに遅れをとつたドイツが電子取引システムとコンピューター技術をもって国家を上げてキャッチアップを試みようとしているのである。

XETRAとIBISやフランクフルト証券取引所との関係をイギリスの取引システムとの比較によって位置づけてみるのも興味深い。<sup>(7)</sup> クオートドリブン方式のジョバー制度から競争的マーケットメーカー制のSEAOQに移行した後、低流動性銘柄にはSEATS PLUSを、高流動性銘柄にはオーダードリブン方式のSETSを

導入したイギリスに対して、ドイツではオーダーリブン方式の取引所取引と併存する形で高流動性銘柄にIBISが導入され、今回はIBISがXETRAによって置き換えられた。IBISはオーダーリブン方式の取引システムであったが、大口注文に限られ、大手銀行が積極的に気配を出すことによって実際には競争的マーケットメーカー制に近い形で機能しており、これがオーダーリブン方式のXETRAに置き換えられたと考えれば、XETRAはSETと同じ位置づけとなる。しかし、SETとの違いはXETRAは将来、全上場銘柄にまで拡大される予定であり、取引所取引と併存するハブとなる。その際、イギリスやSEAQが取引所フロアでの取引を消滅させたような事態がドイツでも生じるかはしない。他方、XETRAでは低流動性銘柄についてはスペシャリスト機能が追加され、SEATS PLUSと同様の機能を果たすハブになり、仲介・探索市場と名付けられた相対取引機能の導入は大口取引のための店頭市場となる可能性もある。

ハブとして見ると、両者の出発点は大きく違つてゐるが、流動性や取引サイズに応じて必要な需要に応えるべく、取引システムの改善が試みられてゐるのは同じであり、共通する機能を追求している部分も多々ある。これを偶然の一一致として片づけてしまふのか、新たな取引システムへの潮流として受け止めるのか、今少し事態の推移を見守る必要があるのかもしれません。しかし、次世代の取引システムへの対応の遅れは取引の流出につながる」とを忘れてはならないだらう。

#### 注

- (1) 以下の説明は、ロンドン調査員事務所「証券市場を取り巻く環境変化と証券取引所の対応（そのII） フランクフルト証券取引所」（東京証券取引所「証券」五五二号・五五三号、一九九五年三月・四月）、山口博教「統合資本市場とヨーロッパ証券取引所株式会社」（日本証券経済研究所「証券経済研究」）一号、一九九八年一月）、「証券取引所の対応（そのIII） フランクフルト証券市場 一九九七年版」（日本証券経済研究所、一九九七年）、Norbert Walter & Rödiger von Rosen (ed.), *German financial markets*, Gresham Books, 1995, Ulf R. Siebel, Michael Prinz zu Löwenstein, Robert Finney (ed.), *German Capital Market Law*, Oceana Publications, 1995, Benn Steil (ed.), *The European Equity Markets*, Royal Institute of International Affairs, 1996, Sylvia Wadhwala, *Finanzplatz Deutschland*, Euromoney Publications, 1996等による。
- (2) ハリベーサルバント福井伸也著「ハリバニ証券会社は存在せず、銀行が証券会社へ回収機能を果たす」。
- (3) "Financial Minister's Initiatives for Financial Market Reform (Part 2 of 2)", *Financial Regulation Report*, February 18, 1992.
- (4) Sylvia Wadhwala, *Finanzplatz Deutschland*, Euromoney Publications, 1996, pp 165-167.
- (5) Catherine O'Mahony, "Electronic Rival Nears For German Trading Floor", *The Reuter European Business Report*, February 13, 1997.
- (6) ハリバニ証券取引所から入手した資料によれば、一九九九年一月十七日までの一日の売買高・売買代金と一九九八年八月から一九九九年六月までのXETRAの売買高・売買代金にはそれほど大きな差はない。
- (7) イギリスの取引システムに関しては、拙稿「ハック・バンローデン証券取引所の新取引システム」（本誌一五五号、一九九七年一月）、「ロンドン証券取引所における新取引システムの導入（上）」（「証券経済研究」一一年、一九九八年一月）を参照。

# 「中華人民共和国会社法」について（5）

～法律責任を中心にして～

王 東明

## 1 法律責任

法律責任は民事責任、行政責任および刑事責任に分けられ、主に「会社法」の第十章「法律責任」で規定され、第十章以外にも法律責任の規定が含まれている。例えば第二章第六十三条では、取締役、監査役および支配人（社長）が会社の職務執行中に、法律、行政法規または会社定款の規定に違反し会社に損害を与えた場合、賠償の責任を負うと規定してある。以下、主に第十章を通して法律責任の規定を見ていく。

### （1）会社の設立および株式・債券の発行に関する法律責任

第二〇六条は登録資本の虚偽報告、虚偽の証明書類の提出またはその他詐欺的手段を使い重要事実を隠匿して会社登記を行った場合、その会社に対し是正を命じ、虚偽の資本登録については登録資本金額の5%以上10%以下の罰金、その他については一万元以上10万元以下の罰金を課し、状況が重大な場合は会社の登記を取消す。犯罪に該当する場合は刑事責任を追及する。また第二〇七条は虚偽の株式募集説明書、株式申込書および会社債券募集説明書を作成し、株券または会社債券を発行した場合は、その発行停止を命じ、募集した資金およびその利息を返還させ、不法募集の資金額の一%以上五%以下の罰金を課する。犯罪に該当する場合は刑事責任を追及する。要約すると会社登記あるいは株式・債券発行に際し登録資本および株式・債券募集などに關して虚偽・隠匿の行為があった場合は、会社に対して罰金あるいは登記抹消の処罰を課し、犯罪に該当する場合は刑事責任を追及することになっている。

また関係主管機関の認可なしに無断で株式または会社債券を発行した場合は、その発行の停止、募集した資金およびその利息の返済を命じ、不法募集の資金額の一%以上五%以下の罰金を課する。犯罪に該当する場合、刑事责任を追及する（第二一〇条）。

### （2）発起人と株主に関する法律責任

会社の出資者である発起人、株主が金銭、有体財産の未交付または財産権転移の不履行、虚偽的な出資をした場合、また会社の成立後その発起人と株主の出資を払戻した場合は、その是正を命じ、虚偽的出資金額あるいは払戻した出資金額の5%以上10%以下の罰金を課し、犯罪に該当する場合は刑事責任を追及する（第二〇八条、第二〇九条）。

### （3）財務会計および資産評価に関する法律責任

第二二一条は会社が法定の会計帳簿以外の帳簿を使用した場合、その是正を命じ、一万元以上十万元以下の罰金を課し、状況が重大な場合は会社の登記を取消す。また会社資産をいかなるものの名義を問わず口座を開設し預金した場合、その違法所得を没収し、かつ違法所得の一倍以上五倍以下の罰金を課する。犯罪に該当する場合

は刑事責任を追及する。第二二二条では会社が株主および一般公衆に虚偽のまたは重要事実を隠匿した財務会計報告書類を提供した場合、主管責任者およびその他直接担当者に対し一万元以上一〇万元以下の罰金を課し、犯罪に該当する場合は刑事責任を追及する。

資産の評価、検査または検証を担当する機構が虚偽の証明書類を提出した場合は、違法所得を没収し、違法所得の一倍以上五倍以下の罰金を課し、かつ関係主管機関は当該機構の業務停止を命じ、直接責任者の資格証明証を取消す。犯罪に該当する場合は刑事責任を追及する。また資産の評価、検査または検証を担当する機構が過失により重大な遗漏のある報告書を提出した場合は、その是正を命じ、状況が重大な場合、所得の一倍以上五倍以下の罰金を課し、かつ関係主管機関は当該機構の業務停止を命じ、直接責任者の資格証明証を取消すことができる（第二二九条）。近年、有資格の資産評価機構は増えづけ、九六年未現在二、三〇〇か所、従業員数は五五、〇〇〇人（有資格の資産評価師・五、八四四人）に達し、そのうち証券業務に従事する資産評価機構は一一五か所になつた。全国資産評価機構の評価資産額は九六年未現在二兆元を超える、その増加額は一兆元にのぼり、特に国有資産権益の保護に役割を果たしたと報道されている。<sup>(1)</sup>

以上の三項目は、会社の私設帳簿、私設口座開設あるいは株主に対する財務会計の虚偽報告・隠匿行為および資産評価機構の虚偽証明書類作成あるいは過失による重大な遗漏があつた場合の法律責任である。その他、会社が本法に規定する法定積立金、法定公益金を積立てない場合、不足金額の積立てを命じ、会社に対し一万元以上一〇万元以下の罰金を課すことができる（第二二六条）。

#### （4）取締役、監査役および支配人（社長）に関する法律責任

第二二四条は、取締役、監査役および支配人（社長）がその権限を利用して、収賄、その他の違法収入を取得、または会社の財産を侵害した場合は違法所得を没収し、会社財産の返還を命じ、会社が処分を行う。また取締役、支配人（社長）が会社資金を流用しました他人に貸出した場合はその返還を命じ、会社が処分を行い、得た所得を会社へ返還する。以上の項目で犯罪に該当する場合、刑事責任を追及する。さらに取締役、支配人（社長）が会社資産を自社株主またはその他の個人へ債務の担保として提供した場合、その担保の取消を命じ、賠償責任を負わせる。違法な担保の提供による所得は会社に返還させる。状況が重大な場合は会社が処分を行う。その他、第二二五条では本法規定に違反して取締役、支配人（社長）が本人または他人のために会社と類似の業務を経営する場合は、その所得を会社に返還させるほか、会社が処分を行うことができる。

ここで企業の経営・監督責任者である取締役、監査役および支配人（社長）の違法行為に対しても、民事責任、行政責任さらに刑事责任を明記している。

#### （5）会社の合併・分割および清算に関する法律責任

会社の合併・分割、登録資本の減少または清算において、債権者へ通知または公告をしない場合、その是正を命じ、会社に対し一万元以上一〇万元以下の罰金を課する。また会社の清算時に、財産の隠匿、貸借対照表または財産目録の虚偽の記載、あるいは債務弁済の前に会社財産を分配した場合は、その是正を命じ、隠匿した財産または債務弁済前に不法分配した会社財産金額の一%以上五%以下の罰金を課する。主管人員とその他の直接責任者に対し一万元以上一〇万元以下の罰金を課する。犯罪に該当する場合は刑事責任を追及する（第二二七条）。

また第二二八条は清算組織が登記機関に清算報告書を提出せず、または提出された清算報告書に重要な事実の隠匿または重大な遗漏があった場合は、その是正を命ずる。清算組織の構成員がその権限を利用して私利私欲のために悪事を動き、不法な所得を図り、または会社財産を侵害した場合は、会社財産の返還を命じ、不法所得を没収し、かつ不法所得と同額以上五倍以下の罰金を課する。犯罪に該当する場合は刑事責任を追及する。

#### (6) 行政処分

本法の規定に違反する以下の項目については、主管責任者およびその他直接担当者に対して行政処分を行う。犯罪に該当する場合は刑事責任を追及する。(1) 国有資産を低価で株式に換算、譲渡または個人へ無償分配した場合(第二二三条)。(2) 国務院が授權した関係主管部門が違法な会社の設立申請または違法な株式発行の申請を認可し、状況が重大な場合(第二二〇条)。(3) 国務院証券管理機関が違法な株式の募集、株券の上場取引および債券の発行申請を認可し、状況が重大な場合(第二二一条)。(4) 会社の登記機関が違法な登記の申請を登記し、状況が重大な場合(第二二二条)。(5) 会社登記の上級機関が登記機関に対し違法な登記申請の受理を命じた場合、または違法な登記を保護した場合(第二二三条)。ここでは関係主管機関の主管者および責任者の違法行為を取り締まり、さらに犯罪に該当する場合は刑事責任を追及することになっている。

#### (7) 会社の登記および登記事項の変更に関する法律責任

有限会社または株式会社の登記を行なわず、偽ってその名義を使用した場合、その是正を命ずるか取締りを行い、かつ一万元以上一〇万元以下の罰金を課することができる。犯罪に該当する場合は刑事責任を追及する(第二三二四条)。

二三二五条では会社設立後、正当な理由なく六ヶ月を超えて開業しない場合、または開業後、自己都合で六ヶ月以上連続して業務を停止した場合、登記機関はその営業許可証を取消す。会社の登記事項を変更すべきときに、必要な変更登記を行わない場合、期限を設定して登記を命じ、その期限を過ぎても登記しない場合、一万元以上一〇万元以下の罰金を課する。

#### (8) 外国会社の営業所に関する法律責任

第二二六条は外国会社が無断で中国国内に営業所を設置した場合、その是正または閉鎖を命じ、かつ一万元以上一〇万元以下の罰金を課することができる。つまり関係主管機関の許可なしに、外国会社は中国の国内に営業所を設立してはならないということである。

#### (9) 行政訴訟

認可権限を持つ関係主管機関が、法定条件を満たした申請を認可しない場合、または会社の登記機関が法定条件を満たした申請を登記しない場合、再討議の申請または行政訴訟を提起することができる(第二二七条)。

#### (10) 民事賠償責任優先の原則

第二二八条では会社が本法規定に違反し、民事賠償責任および罰金の支払を負ったにもかかわらず、その財産が支払に不足する場合は、先に民事賠償責任を負う。ここでは会社の違法行為に対し民事賠償責任優先の原則を強調している。

## (11) 刑事責任

第十章「法律責任」では全条文一三三条（第一〇六条～第二二八条）のうち一七条の条文に刑事責任の規定がある。これらの条文は以上見た通り、会社の責任者、関係主管機関の主管者および責任者の違法行為に対し、刑事责任を課している。

今年の一〇月一日に実施された新しい改正「刑法」はインサイダー取引、市場操作、詐欺・虚偽的行為など金融犯罪の規定を改正し、第三章の第四節に「金融管理秩序破壊罪」を設け、金融・証券の違法行為に対する刑事责任を強化する措置を取っている。<sup>(2)</sup>最近五年間、中国証券管理監督委員会（中国版SEC）は一〇〇件余りの証券犯罪を摘発し、一〇〇余りの機関と七〇余りの個人が処罰を受けた。<sup>(3)</sup>その内、特に万国証券の「三二七国债先物違法取引事件」が有名であった。九五年三月、当時中国最大手の証券会社である万国証券で国债の先物取引に違法行為が発生し、会社に大きな損失を与えた。裁判所はそれを受けて刑事责任を追及し、当時の責任者である管金生氏（元社長）に対して収賄と公金の私用罪で一七年の実刑判決を下した。<sup>(4)</sup>この違法事件の影響でそれ以降、国债先物取引も停止された。また最近、中国政府は今年の株式売買に関する一連の違法行為に対して、銀行・大手証券会社・上場企業のトップを更迭するなどの厳重な処分を発表した。<sup>(5)</sup>これらの法措置は市場秩序の維持、投資家保護に重要な役割を果たしていると思われる。

## 2 むすびにかえて

以上、四回にわたって「会社法」の法規定の主な内容を紹介し、同時に会社制度の導入および法執行の状況にも一部触れた。有限責任原則を中心に取り入れた「会社法」は施行から三年の歳月を経ており、昨年九月末現在「会社法」に基づいて全国で設立された会社は四一・四四万社に達し、その登録資本金は一兆五・九二三・五九億元にのぼった。<sup>(6)</sup>また昨年の八月末現在、上海と深圳両証券取引所に上場を果たした企業数は七〇八社を数え、発行済株式数は一・五九七億株、時価総額は一兆六・四三四億元に達し、国内総生産（GDP）に占める割合は一四%になった。そして全国の証券会社は九八社、証券業務兼業の機関は二三〇社、県以上都市部の証券取引営業所は二、四二〇箇所、証券業の従業員数は一〇万人に達し、株主は三、一〇〇万人になった。<sup>(7)</sup>株式市場の資金調達額（海外上場を含む）は一、五六〇億元に達し、そのうちB株（国内で海外投資家向け株式）、H株（香港株式市場の中国企業株）、N株（ADR方式でニューヨーク上場の中国企業株）などを通じて調達した外資は一三五・四億ドルになった。<sup>(8)</sup>

以上のような成果を挙げた会社制度（有限会社、株式会社）の導入の裏で、法律人材の不足現象が現われている。司法部（法務省）、中国証券監督管理委員会両機関の「証券の法律業務を従事する弁護士および弁護士事務所の資格認定に関する暫定規定」に基づき認定した弁護士は一九九五年度わずか五九六人で、弁護士事務所は一三六所に止まつた。ちなみに証券法律業務の資格（許可証）を持つ弁護士の数は、一番多い広東省で八八人、少ない西藏自治区で二人、湖南省ではわずか一人だった。しかし証券法律業務開業には両方（弁護士、弁護士事務所）の認定が必要で、深刻な人材不足が会社制度の導入および法の遵守の障害になつていて。<sup>(9)</sup>しかし一九九六年末現在、証券法律業務の有資格（許可証）弁護士事務所は四二三所に増え、弁護士も一、七〇三人になつた。人材不足状況は改善しつつある。

「会社法」は「現代企業制度」確立の基準であり、また「社会主義市場経済」体制を構築する法体系の基礎である。しかし公平かつ公正であるべき「会社法」は国有企业に対し様々な特例を設けている。例えば、国有企业

業が株式会社に改組される場合、発起人は五人以下でもよいが、その他の企業形態の集団企業、私営企業などにはその特権がなく、法定発起人数は五人以上でなければならない。また特例は一〇〇%国有企業は単独で有限会社を設立することができるが、集団企業および私営企業は単独で有限会社を設立することはできず、法律上公平を欠くという批判がある<sup>(1)</sup>。ちなみに外資系企業は「中華人民共和国外資企業（単独出資）法」に基づいて単独出資の有限会社を設立することもできる。こうした特例の背景には現在進行中の国有企业改革を促進する狙いがあり、これが「会社法」の特徴とも言える。その他、「会社法」は株式の発行、譲渡、上場会社および会社債券の規定を含み、今後成立が期待されている「証券法」との重複をどのように調整するか、関心の持たれるところである。

また一部の国有企业は会社組織変更後も古い慣行をそのまま残し、会社制度に基づいた企業運営や、会社組織（株主総会、取締役会、監査役会）の機能を十分に發揮できず、いわゆる「翻牌公司」（企業名だけを会社にし、実際はその機能を果たしていない名前だけの株式会社）の問題が存在している<sup>(2)</sup>。つまり一部の上場企業の経営者は会社制度の導入で株式発行による資金調達だけに熱中し、抜本的な企業改革、経営メカニズムの転換を軽視する立場を取り、株主総会、取締役会、監査役会の形骸化、虚偽の情報開示を行ない、調達資金を企業投資に使わず、株式投機に走るなどの現象が現われている。「換湯不換藥」（見掛けは変わつても、中身は変わらない）、「穿新鞋走老路」（新しい靴を履いて古い道を行く）という言葉に象徴されているように眞の意味の企業改革を避けるという問題が生じている。統計によると、現在七〇〇社余りの上場企業のうち少なくともその五%以上が「会社法」に基づいた企業運営を行なわず、「規範化」から逸脱している<sup>(3)</sup>。

資金調達だけを重視し抜本的な企業改革を軽視する立場が「現代企業制度」の確立にとつて弊害となることはもちろんで、「二股就靈」（株式制度を導入すれば、どんな問題もうまくいく）という考えは避ける必要がある。つまり企業経営にとつて健全な企業制度と経営努力のどちらも欠かせない。今後、有限責任制に基づいた「現代企業制度」（有限会社、株式会社）の下で、国家株主、法人株主（国有法人、一般法人）、個人株主といった株主、経営者、従業員、債権者、業務先など様々な企業利害関係者（ステークホルダー）の利益調整や企業のコーポレート・ガバナンス（企業統治）の在り方については重要な課題になると思われる。「会社法」が従来中国の企業分類（国有、集團所有、個人所有ごと）の法規定の枠を超えて有限責任制を導入したことは大きな前進といえるであろう。

注

- (1) 「人民日报（海外版）」一九九七年八月六日。「中国証券報」一九九七年五月一二日。「中国改革報」一九九七年一二月四日。
- (2) 「中国証券報」一九九七年三月一七日、六月一三日。
- (3) 「人民日报（海外版）」一九九七年一〇月六日。
- (4) 「中国証券報」一九九五年九月二一日。同九七年一月一七日。
- (5) 「人民日报（海外版）」一九九七年六月一三日。「中国証券報」一九九七年六月一三日。
- (6) 「中国証券報」一九九七年一月七日。
- (7) 「人民日报（海外版）」一九九七年一〇月六日。

- (8) 「中國證券報」一九九七年一〇月一六日。
- (9) 「中國證券報」一九九六年一〇月九日。
- (10) 「中國證券報」一九九七年五月二二日。
- (11) 「中國改革報」一九九六年一一月一六日。
- (12) 「中國改革報」一九九七年一月五日。
- (13) 「中國改革報」一九九七年一〇月一八日。