

証研

レポート



No.1558

1998年5月

日本版ビッグバンと業界競争構造の変化

二上季代司（1）

アジア通貨危機をめぐって

—なぜ「アジア的システム」なのか— 伊豆 久（10）

ファンドマネージャーへのアンケート調査（3）

—取引執行に際する工夫— 吉川 真裕（19）

中国上場企業の業績について 王 東明（34）

ATS規制に関するSECの新提案 清水 葉子（48）

日本版ビッグバンと業界競争構造の変化

二上季代司

日本版ビッグバン（金融大改革）の進行とともに証券業界の競争構造は画期的な局面を迎えるとしている。

昨年、大手証券の一角、山一証券が破綻し、戦後このかた連綿と続いてきた四社対中小証券の一極的な競争構造は崩れてしまつたが、世界最大手のメリルリンチ証券が山一証券の元社員一千名と三十数の店舗を継承してリテール業務に進出することとなつたこと、これと並んで今後予定されている銀行系証券子会社の業務範囲の撤廃、免許制から登録制への移行により、新しい競争秩序が幕を開ける。

とりわけ、外国証券会社の存在は、九〇年以降、無視できないほど大きくなりつつある我が証券界であるが、これまでその舞台はホールセール分野に限定されてきた。しかしメリルリンチ証券は日本に財務アドバイス（預かり資産重視）を全面に押し出した個人営業の子会社を作ろうというのである。ついに個人営業においてもアンダーソン型証券経営と日本の証券経営の併存、競争が始まったのである。そこで以下では外国証券会社が台頭するに至つた我が国証券界の競争構造の変化について簡単に整理してみよう。

1 収支から見た外国証券会社の特徴

まず東証正会員一二四社の九七年九月中間決算から概観しておこう。収支決算からみた外国証券会社⁽¹⁾二社の国内証券会社に比べての相対的特徴は、以下のようにまとめられる（表1参照）。①委託手数料では先物・オプション

| | 外国証券会社 | シェア | 東証全会員 |
|--------------|---------|--------|-----------|
| 委託手数料 | 109,692 | 22.27 | 492,582 |
| 株券現物 | 86,295 | 20.77 | 415,543 |
| 株券先物・オプション | 10,831 | 43.15 | 25,103 |
| 債券現物 | 2,965 | 7.63 | 38,847 |
| 債券先物・オプション | 9,431 | 77.89 | 12,108 |
| その他委託手数料 | 170 | 17.33 | 981 |
| 引受売出手数料 | 3,902 | 7.38 | 52,899 |
| 募集手数料 | 131 | 0.11 | 117,418 |
| その他受入手数料 | 46,099 | 28.17 | 163,648 |
| 金融収益 | 54,735 | 29.81 | 183,613 |
| 信用取引取利息・品貸料 | 743 | 2.77 | 26,843 |
| 受取利息 | 26,726 | 47.69 | 56,038 |
| その他金利収益 | 27,266 | 27.07 | 100,732 |
| 特定取引損益・売買等損益 | 119,689 | 44.01 | 271,979 |
| うち株券 | 52,525 | 62.31 | 84,292 |
| うち債券 | 72,954 | 44.91 | 162,452 |
| その他 | -5,790 | -22.94 | 25,235 |
| 営業収益合計 | 334,250 | 26.07 | 1,282,283 |
| 販売一般管理費 | 166,915 | 15.86 | 1,052,599 |
| 人件費 | 71,902 | 15.52 | 463,324 |
| 金融費用 | 133,779 | 65.07 | 205,608 |
| 信用取引支払利息・品借料 | 820 | 4.48 | 18,299 |
| 支払利息 | 25,545 | 43.65 | 58,519 |
| その他金利費用 | 107,414 | 83.40 | 128,790 |
| 営業費用合計 | 300,694 | 23.90 | 1,258,207 |

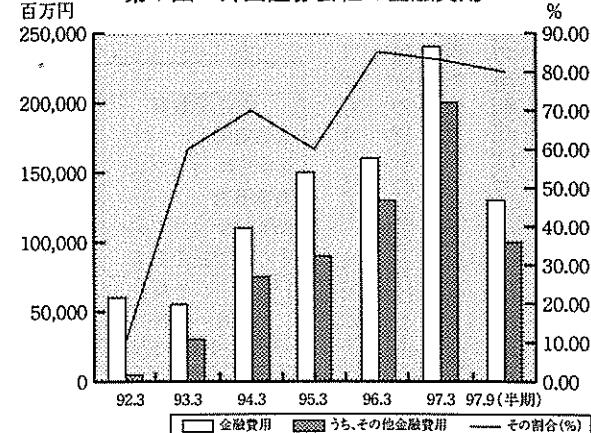
（注）シェアは東証全会員124社中に占めるシェア。
（出所）東京証券取引所『証券』1997年12月号より作成。

ンのデリバティブ関連のシェアが高い。②募集手数料は極めて少額、引受手数料のシェアもさほど高くないが、委託・引受・募集以外のその他受入手数料のシェアが比較的高い。③売買損益のシェアが非常に高く、外国証券自体の総収入の中にもしめる割合（三五・八%）も非常に高い。④金融収益の割合も高いが、金融費用

のシェアはもつと高く、外国証券自体の総費用の中にしめる割合も非常に高い（四四・五%）。その結果、金融収支は大部分の日本の証券会社と違つて巨額の赤字になつてゐる。しかも金融費用の最大の費目は信用取引支払利息・品借料や支払利息ではなく、その他金融費用であり、この関係は九一年三月期以後顕著である（図1）。

以上の事柄だけで、断定は出来ないが、次のように推量できるのではないかと思われる。すなわち、①日本の証券会社の「その他受入手数料」は投資信託の代行手数料ではなく、親会社やグループ内子会極めて少額であることからその可能性は低い。その内容は投信の代行手数料ではないかと思われる。

第1図 外国証券会社の金融費用



(出所) 東京証券取引所『証券』より作成

社の取引の斡旋や分与口銭ではないか、と考えられる。具体的には、国内事業会社・金融法人と海外にある親会社（またはグループ内デリバティブ子会社）との間で行われるスワップやオプション契約を斡旋した場合の斡旋手数料、あるいはユーロ債の引受に絡んでロンドン在住の親会社（またはグループ内子会社）が取得する引受手数料からの分与口銭等ではないかと考えられる。前者についていと、世界の店頭デリバティブ市場ではマーケット規模に比べて日本株や円金利を種玉にしたものが多いこと、さらに外国証券会社は株式や債券の先物・オプションの委託手数料が比較的多いが、これはスワップやオプション契約のカウンターパーティに応じた親会社がポジションリスクをヘッジするため在日支店に上場デリバティブを発注したと解釈できること等が、そう推量する根拠である。他方、日本の証券会社にとって店頭デリバティブ関連のビジネスはリーガルリスクもあつて、ごく一部を除きほとんど行ってこなかつたのである。

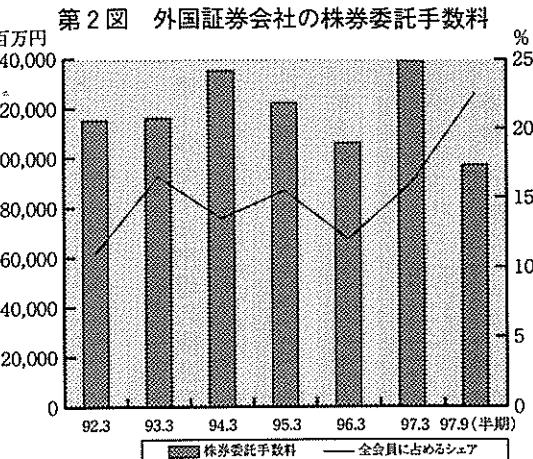
次に順序が逆になるが、②金融費用とくに「その他金融費用」が極めて大きく、かつ金融収支が巨額の赤字になつてることについては、通常の借入や既存の信用取引・貸借取引制度以外の方法で資金や玉を調達し、それを債券や株券のポジションに流用していると解釈できる。「その他金融費用」は債券や株券の品借料によって構成されており、外国証券会社の場合、このような貸し債や貸借取引制度以外（例えば海外経由）での貸株市場のリーディングや裁定取引のための債券、株券の手持ち資金にしたり、海外で借り株を調達したと考えられる。こうした関係から、株券や債券の売買益も多額に上つているわけである。

以上のようにみると、外国証券の収益源は店頭デリバティブや貸し債、貸し株を多用したトレーディング、裁定取引であつて、これまで日本の証券会社があまり積極的に手がけてこなかつた分野であることが分かる。要するに、九〇年代までの伝統的な日本の証券会社の収益源と考えられてきた株式委託業務、法人企業のエクイティファイナンスの引受け業務ではほとんど競合せず、一種のニッチ市場を主な活動舞台としてきたのである。

2 ホールセール市場の構造変化と競争構造の変化

しかしながら年金基金の成長、海外分散投資の拡大（クロスボーダー取引の拡大）によって内外機関投資家の株式発注の割合が高まるにつれ、株券委託手数料の東証全会員に占める外国証券会社のシェアは上昇傾向にある（図2）。昨年は大手証券の不祥事があり、一部業務の停止処分があつたことも影響しているが、それを抜きにしても、貸し債や貸し株、デリバティブを組み合わせた裁定取引を多年にわたって行つてきたことで対顧客取引では執行能力が評価されるようになり、それが委託売買におけるシェア向上に結びついているとも言われる。

また、今後、店頭デリバティブの解禁、SPC（特別目的会社）法の成立を展望すると、法人営業（投資銀行業務）では、単純な株式・債券発行の引受け業務だけではなくて、資産の流動化やリスク管理など資産・負債両



(出所) 第1図に同じ

面にわたるアドバイスが重要になつてくるとも考えられる。⁽⁵⁾ 九〇年以降、株価低迷でエクイティファイナンスは衰退し、代わつて普通社債の起債は活況を呈し、店頭株式公開もジグザグはあるにせよ引き続き活発である。つまり、発行市場自体も大きく変貌しつつあるのであるが、これと並んで、企業への財務アドバイスも高度化しつつある。このように九〇年以後の市場の変化により、ホールセール（投資銀行業務、機関投資家向けセールス・トレーディング）の分野では、わが国において外国証券会社は日本の証券会社とすでに本格的な競争関係に入つてゐるといえよう。

3 リテール市場と外国証券

一方、これまで、外国証券はわが国において個人営業を本格的に展開してこなかつた。それは募集手数料や信用取引受取利息・品貸料が極めて少額であることにも表れている（前掲表1）。ところが、冒頭で見たように今年に入つて外国証券会社はリテールにおいても本格的な参入の動きを見せてゐる。メリルリンチ証券だけではなく、ジャーディングフレミングが合併形態で、またファイディリティも個人営業に参入することである。そしてこれらリテール営業への参入を表明しているすべての外国証券会社に共通することは、投資信託を戦略商品にして、個人顧客に財務アドバイスを提供して預かり資産を獲得する、資産管理型の個人営業をめざしているところにある。そしてこうした資産管理型の個人営業は、わが国証券界ではその試みがまだ始まつたばかりで、収支の上ではまだ定着したとはいえないものである。

(1) わが国証券界の個人営業の特徴

戦後わが国証券会社の個人営業は、財閥解体を契機にした大量の財閥放出株を一般大衆にはめ込むことから出发した。そのために販売網こそが必要とされたのであり、戦前、公社債の下引受け機関として全国各地に店舗網を整備していた公社債専業者（四社の前身）がいち早く個人顧客口座を抑え、五〇年代半ばには四社寡占を作り上げたのである。その後も高度成長の波に乗つて旺盛な設備投資がおこなわれ、大企業はその資金調達のため、増資を繰り返した。したがつて、戦後この方、一貫して、大手証券の営業員は新規に供給される株式、その消化先でもあつた投信のはめ込みに汲々としてきたのであって、本部から指令される特定の銘柄、新発の債券・投信のはめ込みには慣れきつてゐるのである。

他方、中小証券の個人営業はこれとは無縁かといふではない。というのは、四社の市場シェアは大きいため、四社の取りあげる銘柄は需給関係から短期的には値上がりが見込める。したがつて短期の値幅取りに徹すれば、極めて効率的なリターンが得られるので、中小証券の営業員は四社が次にどの銘柄を取りあげるか、その市場情報の取得に注力してきたのである。四社が中小証券を集めて開く勉強会や立会場での手口の解析がその手がかりとなつた。そして四社にとつても中小証券が四社銘柄をこぞつて取りあげてくれれば、推奨販売は成功する見込みが高い。このように、中小証券の営業員は四社のように顧客に推奨銘柄をはめ込むようなことはしないが、四社の推奨販売がなければ成り立たない個人営業であつたことは否めないのである。

以上のような四社対中小証券の二極的ではあるが互いに補完しあうような業界構造は、九一年の証券不祥事の

露呈により修正を迫られることとなつた。不祥事を契機に四社は、推奨販売、ノルマ営業の廃止、支店レベルでの自主営業を宣言せざるを得なくなつた。実は、低成長への移行によりこれまでのような成長資金の調達メカニズムは不要になつております。⁽⁶⁾

ところが、過渡期であるということ、また支店には予算統制の制約もあるので、支店単位での特定商品、銘柄のはめ込みがその後も行われざるをえない状況であった。他方、中小証券は四社が推奨販売を廃止して以後、四社銘柄という大きな市場情報の手がかりを失つてこれまた戦略の転換を迫られた。仕手銘柄は市場情報としては魅力であるがリスクは大きい。九〇年以後、存在感を増す外人投資家、機関投資家の手口を立会場で入手し、これを顧客に提供することが多くなつた。しかしながら、取引所取引のシステム化により、東証会員会社の持つこうした市場情報の排他的なアクセスという優位性は徐々に低下していくであろう。中小証券の経営は委託手数料の自由化を待つまでもなく根本的な変革に迫られている。

(2) 多様化する証券経営

このような状況のなかで、わが国の証券会社の取つた経営対応は取扱商品の多様化であった。株式以外の商品、とりわけ投資信託の取り扱い拡大により収益源を多様化しようというわけである。しかし資産管理型の営業が定着していなかつたこともあり、投信販売は株式相場の影響に大きく左右され、相場低迷期にも安定的に収益があげられる不況抵抗力の強い業務にはなかなかなり得ないのであつた。しかし、九〇年代には、投信営業以外にも多彩な試みが見られるようになつた。そのことの方が重要である。まず中小証券の中から現物株の取り扱いから撤退しデリバティブに特化する業者、通信取引やインターネット取引など外交は止めて受動的な受注体制に切り替えコストを切り下げる業者、店頭株や未公開株の発掘などに注力する業者など、多彩な試みが見られるようになつた。デリバティブや店頭株、未公開株の取り扱いは収益源泉の絞り込みがはつきりしており、それが成功する鍵はコスト管理、リスク管理だけである。それはむしろ小規模な業者の方が成功する見込みは高いのではないかと考えられる。

他方、大手では野村証券が昨年、支店の予算統制の枠をはずし、預かり資産の多寡を人事評価の基準に置く資産管理型の個人営業を始めようとしている。そして、同様な営業手法を外国証券会社が持ち込もうとしている。これまでの日本の個人営業とは異なつたタイプの個人営業である。この数年、日本の証券会社の多くは手数料自由化を前にして外債や外国投信など募集物営業に注力してきた。一見すれば、資産管理型営業を志向しているよう見えるが、売れ筋商品をアドホックに一斉に販売していることから見ると、旧来の押し込み販売の延長にあるのではないかと危惧される。本来の資産管理型個人営業とは、①顧客の資産状況、負担できるリスクの許容度、投資目的をヒアリングして、②適切な資産配分を推奨し、③その資産配分に沿った金融商品による運用を管理し、④定期的に顧客に運用状況を報告するとともにその運用状況をモニターして、必要あれば運用資産の再配分を提案する、というものである。したがつて、営業員は特定の商品をはめ込むのではなく、顧客の資産配分を提案できるファイナンシャルプランナーでなければならない。そのためには営業員に対する相当の教育と研修が必要である。また資産配分に沿つた運用管理を自社で行えるよう幅広い金融商品の品揃えが必要であるし、その商品のリスクとリターンの特性したがつてその商品のパフォーマンスのトラックレコードも必要である。

このような資産管理型の個人営業に野村証券やメリルリンチ証券がもし成功すれば画期的なことである。それはこれまでの押し込み販売的な個人営業を是正する事につながるし、社内組織や雇用慣行の異なるアンダーコサク

「証券經營がわが国証券界のリテール営業においても定着する」という二重の意味において画期的などと

1) 以下の数値は、東京証券取引所「証券」一九九七年一二月による。

2) 外国証券と一口にいつても、その業容格差は極めて大きい。その収支状況も米系数社、欧州系数社併せて一〇社前後によつて左右される。

3) 株券や債券の借入れの場合には、それに帰属する受取配当・利子は貸し手に帰属するため、借入れ側の手には入らない。外国証券会社の「その他金融収益」(この多くは株券や債券等のポジションから発生する受取り配当・利子ならびに貸付有価証券の品貸料である)がそれほど多くないのもこの関係を反映しているのではないか。

4) もつとも、九六年四月に現金担保付債券貸借取引(日本版レボ)が導入されてからは、現金担保付きが増え、九七年九月末現在、無担保ないしは代用有価証券担保の債券貸借取引は残高ベースで三分の一に低下している。

5) もつとも日本企業による店頭デリバティブの利用は決算対策のためとの指摘も多く、会計情報の透明性が向上すればデリバティブ取引における「適合性の原則」がおろそかにされているのではないか、と言うことである。

6) この間の事情については以前に触れたことがある(「金融自由化の進展と証券会社経営」一上季代司編著「日本型金融システムの転換」中央経済社、一九九四年五月に所収)。

アジア通貨危機をめぐつて ～なぜ「アジア的システム」なのか～

伊豆 久

1 はじめに

アジア通貨の混乱が始まって一〇カ月が経過した。この間、危機の原因として指摘された要因は文字通り枚挙に暇がない⁽¹⁾。外貨の過剰な取り入れ、バブルの破裂、经常赤字の増大、中国の為替切り下げなど純経済的なものにとどまらず、金融システム監督体制の不備、透明性に欠ける企業間システム、さらには権威主義的な政治体制、あるいはヘッジファンド主犯説、欧米金融界による謀略説まで多種多様である。多くの要因が複雑に絡みあっていいる」とは言うまでもないが、小稿では、大づかみながら、そうしたアジア危機論の若干の整理を試みることとする。

2 アジアと中南米の違い

今回のアジアの通貨危機を考える上で出発点とすべきは、九五年の中南米の通貨危機との違いをどう理解するかにあると思われる。前年末から九五年にかけて中南米で通貨危機が起こった際、多くの人はアジアと中南米の違いを指摘し、アジアでの通貨危機発生の可能性は小さいと主張した。実際、当時アジアへの波及は一時的なも

のにすぎなかつたが、では、なぜ、わずか二年後にこれほど深刻な通貨危機がそのアジアで発生したのであるうか、それを説明できなければ、今回の通貨危機は理解できない。

九五年時点ではアジアは健全だとされた理由は、当時の中南米を覆い、そして一般的にも通貨危機の条件とされてきたいくつかの要件がアジア経済には存在しなかつたからである。その第一は、財政収支である。八二年、九年と繰り返された中南米の通貨危機では、政府の対外債務が主たる原因となっていたのに対しても（ただ政府の資金調達の方法が、八二年には銀行借入、九四年は実質ドル建の国債が利用されており、銀行信用型の通貨危機と市場型の通貨危機という違いがあつた）、東アジア地域では、多くの国が財政黒字を誇っていた。第二に、GDPに対する投資、貯蓄の比率である。中南米では貯蓄不足が指摘されたが、アジア諸国ではGDPに対する投資の比率が高く、貯蓄率も高投資を支えるに十分な高さを維持してきた。東アジアは、高率の投資によって世界の成長地域で有り続けたのであり、韓国、マレーシア、タイのこの三十年間の一人当たりGDP成長率は年率5%を越えている。そして、高い貯蓄率は外資への依存を抑制してきたのであり、そうした点も、過剰消費が一因と見られた九五年メキシコ型の通貨危機がアジアでは起きない有力な証拠とされてきた。

第三に、デット・サービス・レシオ（対外債務への支払いと輸出額の比率）である。アジア諸国でも国外からの資金取り入れが増えているとはいえ、その返済能力を示す対輸出比率を見ると、中南米よりも低い水準にあつたのである。

こうしたマクロ経済パフォーマンスの高さを根拠に、ほとんどすべての人がアジアでの危機発生の可能性は小さいと判断していたのである。そして、こうした経済状況は九七年の危機発生時点においても基本的に変わつていなかつた。すなわち従来型の通貨危機の基本的な原因である財政赤字、低い貯蓄率などが存在しない中で、そ

れにもかかわらず発生した深刻な通貨危機である点で、今回の通貨危機は新しいタイプのものと言えるのである。

3 ミクロ的要因論（II 経済・金融システム論）

では、今回の通貨危機の原因はどこにあつたのだろうか。マクロ的な経済パフォーマンスに主な原因が見いだせないということから、多くの論者は、経済のミクロ的側面に注目している。金融機関の脆弱性、金融機関監督体制の不備、不十分なディスクロージャー、コーポレート・ガバナンスにおける透明性の欠如などである。⁽²⁾

今回の混乱の始まりは、政府の資金繰りではなく、ノンバンクを含めた金融機関、すなわち個別企業の外貨建て債務問題であった。金融機関は事実上のドルリンク制の下でドル資金を大量に取り入れ、その多くを不動産関連融資に注ぎ込んでいた。マクロ的に考えれば、貯蓄率の高い国が直接投資以外の外資に頼る必要性は小さく、そうした資金が実体経済のニーズにあつた投資に回される可能性ははじめから大きくなかったとも言える。しかもこうしたドル建て短期資金の調達は、金融機関・企業の為替変動に対する脆弱性を著しく高め、ドルが上昇しはじめるとあわててドルを調達しなくてはならず、通貨下落を一気に加速する要因となつた。

こうした個別金融機関の過大なリスク負担に対し、監督当局の側もそれを未然に防ぐことができなかつた。オフショア市場開設などの金融自由化を急速に進める一方で、金融機関のリスク管理へのチェックは機能せず、逆に日本の「護送船団方式」に近い不透明な保護行政が金融機関のモラルハザードを生んだのである。また、個別金融機関の破綻が他の金融機関に波及することを防ぐための事後的なセーフティーネットも十分に整備されてはいなかつた。自由化が進められているにもかかわらず、不必要的介入が市場を歪める一方で、必要な規制措置が採られていないというアンバランスが生じていたのである。

ディスクロージャーも十分でないため、特に外国投資家等からは不良債権を抱える金融機関と優良な金融機関を区別することができず、「疑わしいものはすべて売り」の判断を下されてしまった。その結果、当初は、数が多いとはいえた個別企業の問題であったものが、経済全体の問題へと拡大深化していったのである。

例えば、アジア地域では、経済取引・金融取引において人的つながりの役割が大きいことが従来より指摘されてきた。それは、ほんの数年前までは、市場型取引では大きい情報の非対称性をカバーする役割を果たしており「アジアの奇跡」の一因と賞賛されていたが、今では評価は一八〇度逆転し、企業・金融機関双方のモラルハザードを助長し、リスク管理を甘くするムラ的構造、「同族資本主義（crony capitalism）」と非難されている。⁽³⁾

そして、こうした透明性の欠如はディスクロージャー体制の不備だけでなく、金融行政や政治体制全体にも広く見られる一種の「アジア的特質」として厳しい批判、激しい売りが浴びせられたのである。

このように、従来型のマクロ経済の悪化ではなく、民間企業（ミクロ）の個別のしかし一方への過剰なリスク負担、およびその監督体制の不備が今回の通貨危機の最大の原因だとする見方、それが、アジア通貨危機を論じる中で一つの主流となつてているように思われる。

4 「アジア異質論」と「アングロサクソン帝国主義論」

もちろん、中南米危機の際も、金融システムの脆弱性が指摘されなかつたわけではないが、アジアの場合、マクロ的な問題が比較的小さかつたが故に、ミクロ的な側面への注目度が極めて高い。そしてこうしたミクロ的な要因論の影響は単に経済・金融問題にとどまらない。というのは、経済のマクロ的側面、経済成長率やインフレ率、財政收支などは、経済の結果、いわば外側に過ぎないのに対し、企業のリスク管理のあり方、さらには金融システムや広く企業間システムといったミクロ的側面はその国の経済のあり方そのものであり、その国の中文化、政治と密接に結びついている。経済活動・金融取引に伴うリスクをどの主体が負担するのか、それを誰がどのように管理・監督するのか、事前的事後的なリスクの配分はどうにするのか、その「アジア的」なあり方に今回の通貨危機の原因が求められているものの、しかしそれは、その国歴史的・文化的な背景をもつ経済システムそのものである。そこへの批判は、財政赤字が大きいといった「結果」への批判とは批判の射程、インパクトが全く異なる。だからこそ、今回のアジア通貨危機では、批判の対象が金融機関のモラルハザードから経済システム全体へ、さらには家族主義的人権抑圧的な政権のあり方へとすぐに拡大し、また経済危機も、当初は伝播の可能性は小さいと言っていた韓国へと簡単に広がつていった。それらはひつくるめて「アジア的」なるものとして売り浴びせられたのである。⁽⁴⁾

そしてまた、アジアでは、（注三）のフランケルの「勝利宣言」にも見られるような）こうした行き過ぎた「アジア異質論」（＝アジア売り）への反発からか、逆に、いささかファナティックな「アングロサクソン帝国主義論」とでも呼ぶべきものが主張され始めている。それは、単なる「グローバル化批判」や「資本移動規制論」にとどまらない。ヘッジファンド、格付け会社、欧米金融機関、IMF、米国型グローバルスタンダードなどをこれまた一まとめに「欧米システムのアジアへの押し付け」、「アジアつぶしとその買い叩き」と非難し、その一方で「アジア型経済システム」、さらには「アジア型民主主義」（！）を無条件に擁護する議論も見られる。

どちらの主張にも重要な指摘がないわけではないが、しかし、感情的な議論が生産的でないことは言うまでもない。「特異なアジア的経済システム」であつたとして、高度経済成長を持続させもしたそれが、九七年という時代にこののような深刻な経済危機を招いたのはなぜか、「アングロサクソン帝国主義」であつたとしてそれがこの時

期にここまで見事に「勝利」したのはなぜか、それに答へなければ説得力ある議論とはならないだろう。ただ、中南米危機の際にはあまり聞かれなかつたこのような「過激な」主張が、今回一定の広がりを見せてゐるのは、通貨危機論の出発点で従来型の通貨危機との違いが強く意識され、ミクロ的要因論が強く打ち出されたことに理由の一つがあるのでないかと思われる。

5 ミクロ的要因論への批判

しかし、ミクロ的通貨危機論だけすべてが説明できるわけではないのは言うまでもない。例えば、金融監督体制やコーポレートガバナンスの透明性という点に関して言えば、北欧諸国は最も透明性の高い地域に入るが、九〇年代初頭には深刻な通貨危機に襲われている。反対に、ドイツの経済・金融システムの透明性は、決して「グローバルスタンダード」を満たしているとは言えないが、通貨危機から最も縁遠い国と言つてよいであろう。⁽⁵⁾

また、九七年半ば以前にアジア経済に存在した問題点をすべて今回の危機の原因とするのも公平ではないだろう。問題を抱えていない経済は存在しないのであり、何より、東アジア地域がこの三〇年間世界で最も成長率の高い地域だったという事実は否定できない。たとえそれが政治的には権威主義的な、経済的にはギルド的なシステムの下であつたとしても、である。

つまり、「アジア的特質」なるものを固定的に想定してそれを過剰に非難したり称揚したりするのではなく、九七年半ばに至る過程でアジア経済にどのような変化が起つたのかという当たり前の検討が重視されるべきであろう。

6 ファンダメンタルズ論

ここで十分な答えを出すことはもちろんできないが、例えば、コルセッティ⁽⁶⁾他は、今回の通貨危機もあくまで、経済のファンダメンタルズにもとづくものだと強調する点で特徴的である。そこでは、ここまで述べてきた金融機関のモラルハザードなども当然指摘されているが、第一には、実質為替レートの上昇による經常収支赤字の拡大、第二に為替切り下げ競争が、通貨危機の原因として上げられている。名目為替レートはドルにリンクされているものの、外国資本の流入によって実質為替レートは上昇し、アジア各国の貿易収支は九四年頃から急速に悪化していく。そこに、九四年の中国の元切り下げ、九五年半ばからのドル安が対外競争力の低下に拍車をかけ、日本の景気低迷、九六年の半導体需要の激減が輸出の足を引っ張つた。

短期ドル資金の過剰な流入は、小稿で紹介した議論に従えばアジア諸国の金融機関のモラルハザードによるものであり、ステイグリツ^(注5参照)の言葉を借りればグローバル化の大波がアジアという小舟を襲つたということになる。それが、実質為替レートを上昇させて競争力を引き下げ、国内的には為替リスクへの脆弱性を高めていったのであるが、そこで九四年の中国の元切り下げが決定的な一撃となつたと思われる。それは、中国が一〇億の低賃金労働力と通貨戦略をもつて世界の資本主義市場へ本格的に参入したこと意味するからである。輸出拠点としてのアセアン各国の地位を脅かすに十分な出来事だったと言えるであろう。

「雁行的」とも称してきた東アジア地域の経済発展は、中国の参入（輸入市場ではなく輸出拠点としての）を受け入れができるのか。それは、「一つ先」を行くアセアン各国の輸出・産業構造の急速な高度化が可能か、そしてそれを日米市場が受け入れができるのかにかかっている。しかもグローバル化の波は経済・金融システムそのものの変革を強要し、常に投機のチャンスをうががつてゐるのである。

(一) ネット通貨危機に関する英語文献について、N.Roubini⁶がウエブチャート (<http://www.stern.nyu.edu/~nroubini/asia/AsiaHomepage.html>) に羅列的な書誌を提供しており、その文獻のせめぐれば多くのトマホークをもつておる。

(二) 今回の通貨危機と伝統的な途上国の通貨危機、あるいは九五年の中南米危機との連続を強調し、その主たる原因は金融機関のモラルバーゼ⁷など⁸「クロ蔵因⁹」をもつて膨張¹⁰したのが、現在の通貨危機¹¹である。代表的なのは、World Bank, *Global Development Finance*, 1998(chapter2); Paul.Krugman(Jan.1998), "What Happened to Asia?" (<http://web.mit.edu/krugman/www/1DISINTER.htm>)。

(三) Jeffrey A.Frankel(April 1998), "The Asian Model, the Miracle, the Crisis and the Fund" (<http://www.stern.nyu.edu/~nroubini/asia/EACRITC.pdf>)、米国の経済論説系紙のヘッジファンド¹²「回族資本主義」批判¹³、
「今回の危機から学ぶべき教訓の一例」、トマホーク¹⁴アメリカ型の金融システム¹⁵が、日本一トマホークモード¹⁶を批判する。同様のアシナ刷縫機¹⁷ハスティ批判は、Charles Wolf¹⁸ハスティ研究所
所長 "Too Much Government Control", *Wall Street Journal*, Feb.4, 1998など多くの論説に取上げられ¹⁹。

(四) ハサードトマホーク²⁰（＝トマホーク売り）は日本をも対象としている。今の日本経済の問題はマクロ経済上の数値よりも、あるいはおなじく「日本のシステム」よりも、もう一つが現在の通説（マニエ）である。昨年――月に日本を襲った金融「恐慌」は、国内からの消費税²¹の上昇²²による内需の一連のトマホーク売りとの関連のほうが強²³、
トマホーク²⁴だら²⁵。マクロ経済の低迷が「日本売り」を招いたのではなく、「日本売り」が結果的に消費を冷や²⁶させた²⁷。トマホーク²⁸。トマホーク²⁹。必要な対策³⁰マクロ経済対策³¹ではない³²。

(五) Joseph Stiglitz(Feb.1998), "The Role of International Financial Institutions in the Current Global

Economy" (<http://www.worldbank.org/html/extdr/extme/jsspp02798.htm>) 世界銀行の出社ノット³³であるペド³⁴トマホーク³⁵、JGモハーリ³⁶が書いた「長髪暴乱」³⁷が載っている。

(六) Giancarlo Corsetti, Paol Pesenti, and Nouriel Roubini(March 1998), "What Caused the Asian Currency and Financial Crisis?" (<http://www.stern.nyu.edu/~nroubini/asia/AsiaHomepage.html>)。

「ファンドマネージャーへのアンケート調査（3）

「取引執行に際する工夫」

吉川 真裕

四月から改正外為法の施行に伴つて日本版ビッグバンが始まった。従来は資金調達者や仲介業者が中心であった我が国の株式市場でも日本版ビッグバンによつて資金提供者の重要性が高まり、とりわけ世界的に進展する機関化の趨勢のもとでは機関投資家の役割がますます重要なものと考えられる。資金提供者あるいは資金運用者の要望をできる限り採り入れていくことが日本版ビッグバンの核心と考え、機関投資家の要望を幅広く集め、株式市場の制度改革に資することを目的として当研究所では先頃アンケート調査を実施した。アンケート調査の内容は実際に株式運用に携わつてゐるファンドマネージャーの意識調査が中心であり、投資顧問業・投資信託運用会社・保険会社・銀行等の機関投資家を対象として、二二八三社に質問状を送付し、六一社から八六件の回答を得た。（アンケート調査にご協力いただいたファンドマネージャーの皆様にはここに記して感謝します。）

本稿では、前々回、前回に引き続き、このアンケート調査の結果の一部を紹介する。前々回は回答者の特徴と新たな取引システムに関する評価を、前回は意志決定に影響する基本的な要因、迅速な取引執行、執行時間帯の評価を紹介したが、今回は忍耐強い執行による価格改善、指値注文、大口取引を取り上げる。

1 忍耐強い執行による価格改善

（1）価格改善

前回紹介した取引費用の構成要素と考えられる項目の中で、取引の遅れに伴う機会損失がファンドマネージャーによつて最も重要と考えられており、次いでマーケット・インパクトが重要と考えられていることが明らかとなつた。そして、迅速な取引執行を望む理由は価格変動に伴う執行待ちリスクと機会費用であることも明らかとなつた。しかし、迅速な取引執行は執行待ちリスクや機会費用を低減させる一方、マーケット・インパクトを増大させる可能性が高く、取引費用の最重要項目と次善項目はトレードオフの関係にあるとも考えられる。

価格改善という言葉は我が国では聞き慣れない言葉であるが、アメリカでは注文を受けた取引所やブローカーが実際に取引を執行した際にどの程度有利な価格で取引がおこなわれたのかを表す指標として用いられている。典型的な例としてはニューヨーク証券取引所に発注された注文をスペシャリストが即座に執行せず、発注者にとってより有利な対当注文が入るのを待つたり、スペシャリスト自身が発注者にとつてより有利な価格で取引を行った場合、即座に注文が執行された場合よりも価格改善がおこなわれたとみなされている。この用法を拡大解釈すれば、即座に成り行き注文で取引を執行するのではなく、指値注文を入れたり、タイミングを見計らつて成り行き注文を入れることで、当初の価格よりも有利な価格で取引が執行された場合、価格改善がおこなわれたと表現してもそれほどおかしくはないだろう。そこで、以下ではこの拡大解釈による用法を用いることにする。

まず、ファンドマネージャーが価格改善をどの程度意識しているのかを調べるために、より有利な価格で取引を執行するために取引を遅らせることをどの程度の頻度でおこなつてゐるのかを、おこなつていない、一%から二四%、一五%から四九%、五〇%から七四%、七五%から一〇〇%、わからない、の六つの選択肢から選んで

もらつた。その結果、①二五%から四九%が一九件（三三%）、②おこなつていなかが一〇件（二三%）、③わからないが一四件（一六%）、④一%から一四%が一二件（一四%）、⑤五〇%から七四%が九件（一〇%）、⑥七五%から一〇〇%が一件（一%）であった。おこなつていなかが二三%、わからないが一六%であつたが、何らかの形で取引を遅らせているという回答の合計は五八%であり、過半数のファンドマネージャーが価格改善にも注意を払つてゐることが明らかになつた。

次いで、実際に価格改善の成果が上がつてゐるのかどうかを知るために、売り気配よりも低い価格で買い注文が、買い気配よりも高い価格で売り注文が執行できる頻度はどのくらいかを、全注文と注文のうち一部に分けて、〇%、一%から一四%、一五%から四九%、五〇%から七四%、七五%から一〇〇%、わからない、の六つの選択肢から選んでもらつた。全注文に関しては、①わからないが二三五件（四〇%）、②一%から一四%が一八件（一一%）、③〇%が一二件（一四%）、④一五%から四九%が七件（八%）、⑤五〇%から七四%が三件（四%）、⑥七五%から一〇〇%が一件（一%）、注文の一部に関しては、①わからないが三五件（四〇%）、②一%から一四%が一五件（一七%）、③〇%が一〇件（一一%）、④一五%から四九%が八件（九%）、④五〇%から七四%が八件（九%）、⑥七五%から一〇〇%が一件（一一%）であり、全注文では三四%，注文の一部では三七%が価格改善を実現していることが明らかになつた。なお、この比率は回答総数に占める比率であり、五八%が価格改善のために取引を遅らせ、このうち全注文では五七%，注文の一部では六五%が価格改善に成功していいたことになる。

(2) 価格改善の程度と執行を引き延ばす頻度

価格改善のために過半数のファンドマネージャーは取引を遅らせており、取引を遅らせた者のうち過半数は何らかの形で価格改善に成功していることが明らかになつたが、どの程度の価格改善を目的としてファンドマネージャーは取引を遅らせているのであるうか。そこで、具体的にどの程度の値幅（比率）で価格改善がおこなわれると考えた場合にファンドマネージャーが取引を遅らせているのかを、一時間、三時間、一日の三つの遅れに分けて質問してみた。なお、ここでは一株五〇〇円の株式を取引する際に、一円（〇・一%）、二円（〇・四%）、四円（〇・八%）、六円（一・一%）、八円（一・六%）、一〇円（一一%）という六つの値幅（比率）で価格改善がおこなわれるという想定のもとで、取引を遅らせる頻度を〇（〇%）、1（一%から一四%）、2（一五%から四九%）、3（五〇%から七四%）、4（七五%から一〇〇%）の五つの選択肢から一時間、三時間、一日の三つの遅れの場合についてそれぞれ選んでもらつた。

まず、一時間の遅れの場合には、①一〇円（一一%）で平均一・八、②八円（一・六%）で平均一・四、③六円（一・一%）で平均一・一、④四円（〇・八%）で平均一・三、⑤一円（〇・四%）で平均〇・五、⑥一円（〇・二%）で平均〇・四であり、過半数のファンドマネージャーが取引を遅らせると答えたのは四円（〇・八%）以上上の価格改善がおこなわれるという場合であった。

次に、三時間の遅れの場合には、①一〇円（一一%）で平均一・四、②八円（一・六%）で平均一・八、③六円（一・一%）で平均一・一、④四円（〇・八%）で平均一・三、⑤一円（〇・四%）で平均〇・三、⑥一円（〇・二%）で平均〇・三であり、過半数のファンドマネージャーが取引を遅らせると答えたのは八円（一・六%）以上上の価格改善がおこなわれるという場合であった。

| 価格改善 | 0% | 1%-24% | 25%-49% | 50%-74% | 75%-100% | わからない 件数(%) |
|--------------|------------|------------|------------|-----------|----------|----------------|
| | 0 (%) | 1 (%) | 2 (%) | 3 (%) | 4 (%) | |
| 実施の頻度 | 20 (23.0%) | 12 (13.8%) | 29 (33.3%) | 9 (10.3%) | 1 (1.2%) | 14 (16.1%) |
| 成果の頻度(全注文) | 12 (13.8%) | 18 (20.7%) | 7 (8.1%) | 3 (3.5%) | 1 (1.2%) | 35 (40.2%) |
| 成果の頻度(注文の一部) | 10 (11.5%) | 15 (17.2%) | 8 (9.2%) | 8 (9.2%) | 2 (2.3%) | 35 (40.2%) |

さらに、一日の遅れの場合には、①一〇円（一一%）で平均一・〇、②八円（一・六%）で平均一・三、③六円（一・一%）で平均一・〇、④四円（〇・八%）で平均〇・六、⑤二円（〇・四%）で平均〇・三、⑥一円（〇・一%）で平均〇・三であり、過半数のファンドマネージャーが取引を遅らせると答えたのは一〇円（一・〇%）の価格改善がおこなわれるという場合だけであった。

2 指値注文

（1）指値注文

取引を遅らせ価格改善をおこなうには、ストップ・オーダーを別にすれば、指値注文が一般的であろう。そこで、指値注文、証券会社が仕切る（指値）注文、クロス注文、成り行き注文の使用頻度を〇（〇%）、1（一%から二四%）、2（二五%から四九%）、3（五〇%から七四%）、4（七五%から一〇〇%）の五つの選択肢で質問した。

その結果、①指値注文が平均三・二、②成り行き注文が平均一・六、③証券会社が仕切る（指値）注文が平均〇・六、④クロス注文が平均〇・一であり、七割以上のファンドマネージャーが過半数の注文を指値注文の形で発注しており、成り行き注文を大幅に上回っていた。

取引を迅速に執行するためには指値注文よりも成り行き注文の方が確実であるはずであり、前回紹介した取引費用の構成要素の項目では取引を執行できない機会損失がマーケット・インパクトよりも重視されていたが、実際には成り行き注文よりも指値注文が頻繁に用いられていることについてはどのように考えるべきであろうか。一つの可能性としては、成り行き注文は一度発注すればほぼ確実に成立するのに対して、指値注文は必ずしも成立するとは限らず、何度も値段を変更するために指値注文の発注頻度が高くなることが考えられる。また、成り行き注文を出してでも良い板状況でも発注後に指値注文が取り下げられたり、発注後に反対の成り行き注文が入る可能性を考慮して、気配値よりも良い価格で指値をしてマーケット・インパクトを押さえようとしていることも考えられる。さらに、株価指数オプションや個別株オプションの発注も含められているとすれば、オプション取引では成り行き注文が発注されることは少ないはずであるから指値注文の頻度が高くなっているのかもしれない。

そこで、取引全体に占める発注頻度を、個別株式、バスケット／プログラム取引、株価指数先物・オプション、個別株オプション、の四つの分類ごとに先と同様にして〇（〇%）、1（一%から一四%）、2（一五%から四九%）、3（五〇%から七四%）、4（七五%から一〇〇%）の五つの選択肢を用いて質問した。回答結果は、①個別株式が平均三・四、②株価指数先物・オプショ

| 取引全体の中で 発注する頻度 | 頻度 平均値 | 0% 0 (%) | 1%~24% 1 (%) | 25%~49% 2 (%) | 50%~74% 3 (%) | 75%~100% 4 (%) |
|-------------------|-----------|-------------|-----------------|------------------|------------------|-------------------|
| 指値注文 | 3.15 | 0 (0.0%) | 3 (3.5%) | 14 (16.1%) | 31 (35.6%) | 32 (36.8%) |
| 成り行き注文 | 1.55 | 14 (16.1%) | 28 (32.2%) | 19 (21.8%) | 13 (14.9%) | 4 (4.6%) |
| 証券会社が仕切る（指値）注文 | 0.63 | 42 (48.3%) | 24 (27.6%) | 5 (5.8%) | 3 (3.5%) | 1 (1.2%) |
| クロス注文 | 0.15 | 62 (71.3%) | 9 (10.3%) | 1 (1.2%) | 0 (0.0%) | 0 (0.0%) |

| 1株500円の株式で価格改善の ため執行を1時間延ばす頻度 | 頻度 平均値 | 0% 0 (%) | 1%~24% 1 (%) | 25%~49% 2 (%) | 50%~74% 3 (%) | 75%~100% 4 (%) |
|----------------------------------|-----------|-------------|-----------------|------------------|------------------|-------------------|
| 1円(0.2%) | 0.39 | 54 (62.1%) | 6 (6.9%) | 4 (4.6%) | 0 (0.0%) | 3 (3.5%) |
| 2円(0.4%) | 0.53 | 46 (52.9%) | 13 (14.9%) | 6 (6.9%) | 1 (1.2%) | 2 (2.3%) |
| 4円(0.8%) | 1.33 | 18 (20.7%) | 24 (27.6%) | 13 (14.9%) | 9 (10.3%) | 3 (3.5%) |
| 6円(1.2%) | 1.84 | 10 (11.5%) | 18 (20.7%) | 22 (25.3%) | 9 (10.3%) | 9 (10.3%) |
| 8円(1.6%) | 2.40 | 9 (10.3%) | 4 (4.6%) | 22 (25.3%) | 15 (17.2%) | 17 (19.5%) |
| 10円(2.0%) | 2.81 | 10 (11.5%) | 2 (2.3%) | 10 (11.5%) | 17 (19.5%) | 31 (35.6%) |

| 1株500円の株式で価格改善の ため執行を3時間延ばす頻度 | 頻度 平均値 | 0% 0 (%) | 1%~24% 1 (%) | 25%~49% 2 (%) | 50%~74% 3 (%) | 75%~100% 4 (%) |
|----------------------------------|-----------|-------------|-----------------|------------------|------------------|-------------------|
| 1円(0.2%) | 0.28 | 60 (69.0%) | 1 (1.2%) | 3 (3.5%) | 0 (0.0%) | 3 (3.5%) |
| 2円(0.4%) | 0.31 | 58 (66.7%) | 3 (3.5%) | 3 (3.5%) | 0 (0.0%) | 3 (3.5%) |
| 4円(0.8%) | 0.82 | 39 (44.8%) | 12 (13.8%) | 9 (10.3%) | 3 (3.5%) | 4 (4.6%) |
| 6円(1.2%) | 1.22 | 28 (32.2%) | 14 (16.1%) | 16 (18.4%) | 3 (3.5%) | 7 (8.1%) |
| 8円(1.6%) | 1.81 | 15 (17.2%) | 17 (19.5%) | 12 (13.8%) | 14 (16.1%) | 10 (11.5%) |
| 10円(2.0%) | 2.36 | 12 (13.8%) | 10 (11.5%) | 11 (12.6%) | 15 (17.2%) | 22 (25.3%) |

| 1株500円の株式で価格改善の ため執行を1日延ばす頻度 | 頻度 平均値 | 0% 0 (%) | 1%~24% 1 (%) | 25%~49% 2 (%) | 50%~74% 3 (%) | 75%~100% 4 (%) |
|---------------------------------|-----------|-------------|-----------------|------------------|------------------|-------------------|
| 1円(0.2%) | 0.27 | 60 (69.0%) | 2 (2.3%) | 2 (2.3%) | 0 (0.0%) | 3 (3.5%) |
| 2円(0.4%) | 0.27 | 60 (69.0%) | 2 (2.3%) | 2 (2.3%) | 0 (0.0%) | 3 (3.5%) |
| 4円(0.8%) | 0.55 | 48 (55.2%) | 11 (12.6%) | 2 (2.3%) | 2 (2.3%) | 4 (4.6%) |
| 6円(1.2%) | 0.95 | 35 (40.2%) | 14 (16.1%) | 10 (11.5%) | 2 (2.3%) | 6 (6.9%) |
| 8円(1.6%) | 1.31 | 27 (31.0%) | 16 (18.4%) | 8 (9.2%) | 8 (9.2%) | 8 (9.2%) |
| 10円(2.0%) | 1.96 | 18 (20.7%) | 13 (14.9%) | 13 (14.9%) | 8 (9.2%) | 19 (21.8%) |

ンが平均一・一、③バスケット／プログラム取引が平均〇・七、④個別株オプションが平均〇・一であり、圧倒的に個別株式への発注が多く、株価指数オプションや個別株オプションへの発注は指値注文と成り行き注文の発注頻度を逆転させるほど大きなシェアを占めてはいないことが確認された。

(2) 指値注文の欠点

前回紹介した取引費用の構成要素の項目では取引を執行できない機会損失がマーケット・インパクトよりも重視されていたが、先の結果によれば、実際には成り行き注文よりも指値注文が頻繁に用いられている。それでは、ファンドマネージャーは指値注文についてどのように考えているのであるうか。

そこで、まず、指値注文に欠点があると考えているかどうかを尋ねてみた。その結果、はいという回答は四四件（五一%）、いいえという回答は三六六件（四一%）であり、欠点があるという回答が過半数を占めた。

次に、欠点があると回答した人にその欠点を、執行されないリスク、迅速な執行がなされない、競争上不利益を被るかもしれない、即座に取り消すことが難しい、好ましい市場の動きに乗り遅れるかもしれない、ディーラーに無料でオプションを与えることになるが一件（五%）、⑥即座に取り消すことが難しいが一件（一%）、⑦その他が〇件（〇%）、第二欠点としては、①好ましい市場の動きに乗り遅れるかもしれないが一四件（三三一%）、②迅速な執行がなされないが八件（一八%）、③執行されないリスクが七件（一六%）、④即座に取り消すことが難しいが三件（七%）、⑤競争上不利益を被るかもしれないが一件（一%）、⑥ディーラーに無料でオプションを与えることになるが一件（一%）、⑦その他が〇件（〇%）であった。この結果によれば、三分の二以上が執行されないリスクを最大欠点とし、約三分の一が好ましい動きに乗り遅れるかもしれないを第二欠点としており、取引費用の構成要素では取引を執行できない機会損失が重視されていたこと、迅速な執行を望む要因としては執行待ちリスクが大きいが第一要因、機会損失が第二要因とされていたことと整合的であった。

こうしたファンドマネージャーの評価を見ると、指値注文はかららずしも高く評価されていないにもかかわらず、成り行き注文よりも頻繁に用いられている。もしかすると、ポートフォリオ・マネージャー（アセット・アロケーター）に値幅を指定した注文を指示されているために指値注文を用いざるえないのかもしれない。そこで、ポートフォリオ・マネージャーが値幅を指定した注文をどの程度の頻度で出すのかを、全く出さない、一%から一四%、二五%から四九%、五〇%から七四%、七五%から一〇〇%、わからない、一%

| 指値注文の欠点 | 最大欠点 | | 第2欠点 | |
|-------------------------|------|---------|------|---------|
| | 件数 | (%) | 件数 | (%) |
| 執行されないリスク | 30 | (68.2%) | 7 | (15.9%) |
| 好ましい市場の動きに乗り遅れるかもしれない | 3 | (6.8%) | 14 | (31.8%) |
| 迅速な執行がなされない | 3 | (6.8%) | 8 | (18.2%) |
| 競争上利益を被るかもしれない | 2 | (4.6%) | 1 | (2.3%) |
| ディーラーに無料でオプションを与えることになる | 2 | (4.6%) | 1 | (2.3%) |
| 即座に取り消すことが難しい | 1 | (2.3%) | 3 | (6.8%) |
| その他 | 0 | (0.0%) | 0 | (0.0%) |

| 取引全体の中で 使用する類度 | 頻度 平均値 | 0% | 1%~24% | 25%~49% | 50%~74% | 75%~100% |
|-------------------|-----------|------------|------------|----------|------------|------------|
| | | 0 (%) | 1 (%) | 2 (%) | 3 (%) | 4 (%) |
| 個別株式 | 3.38 | 1 (1.2%) | 7 (8.1%) | 6 (6.9%) | 12 (13.8%) | 53 (60.9%) |
| 株価指数先物・オプション | 1.11 | 21 (24.1%) | 36 (41.4%) | 7 (8.1%) | 8 (9.2%) | 2 (2.3%) |
| バスケット／プログラム取引 | 0.66 | 48 (55.2%) | 15 (17.2%) | 7 (8.1%) | 6 (6.9%) | 1 (1.2%) |
| 個別株オプション | 0.08 | 65 (74.7%) | 6 (6.9%) | 0 (0.0%) | 0 (0.0%) | 0 (0.0%) |

の六つの中から選んでもらった。回答は、①全く出さないが二一件（一四%）、②わからないが一六件（一八%）、③一%から二四%が一五件（一七%）、④七五%から一〇〇%が二二件（一四%）、⑤五〇%から七四%が一一件（一三%）、⑥一五%から四九%が六件（七%）であり、何らかの形で値幅を指定した注文を過半数のファンドマネージャーが受けていることが明らかになった。しかし、五〇%以上の頻度で値幅を指定した注文を指示されないと答えたのは二七%にすぎず、この結果からはポートフォリオ・マネージャーが値幅を指定した注文を出すことが、指値注文が成り行き注文より頻繁に用いられる原因であるとは考えにくい。むしろ、指値注文と同様に成り行き注文に対するファンドマネージャーの評価を質問して、その結果を指値注文の評価と比べるべきであった。

3 大口取引

(1) 大口注文

注文を発注する際に発注量が大きければ大きいほど、成り行き注文によるマーケット・インパクトは大きくなるはずである。したがって、ファンドマネージャーが成り行き注文よりも指値注文を出す頻度が高いのも発注量に関わっているのかもしれない。

そこで、まず、一〇万株以上の注文を出す際に執行の通知がどの程度の頻度で届くのかを、一五分以内、一六分から三〇分、三一分から一時間、一時間よりも後、の四つの場合について、0（〇%）、1（一%から一四%）、2（一五%から四九%）、3（五〇%から七四%）、4（七五%から一〇〇%）の五つの選択肢で質問した。その結果、①一五分以内が平均三・二、②一六分から三〇分が平均二・三、③一時間よりも後が平均一・三、④三一分から一時間が平均二・〇であり、一五分以内が最も多かったが、一時間よりも後は三分から一時間を上回っていた。これは指値注文の執行に時間がかかるとすることによるのかもしれない。

次に、一〇万株以上の注文を出す場合、その注文が当該銘柄の一日前平均売買高を超える頻度がどの程度であるのかを、越えたことがない、一%から九%、一〇%から一九%、二〇%以上、わからない、の五つの選択肢から選んでもらつたところ、①わからないが三〇件（三五%）、②越えたことがないが二三三件（三七%）、③一%から九%が一七件（二〇%）、④一〇%から一九%が一〇件（一一%）、⑤一〇%以上が二一件（一%）であった。この結果をどのように解釈すべきかは難しいが、少なくとも二三三件（一〇%十一一%十一一%）のファンドマネージャーは何らかの頻度で一日の平均売買高を越える大きさの注文を発注すると答えていることだけは確かである。

さらに、大口注文（一日平均売買高の二五%以上）の執行に際して、ポートフォリオ・マネージャーはどの程度の猶予を与えるのかを、大型株（時価総額一〇〇億円以上）と小型株（時価総額一〇〇億円未満）に分けて、一時間以内、一時間から一日未満、一日、二日以上三日未満、三日以上、の五つの中からそれぞれ一つずつ選んでもらつた。その結果、大型株では、①一日が二〇件（一三%）、②一時間から一日未満が一四件（一六%）、③一日以上三日未満が一〇件（一%）、④一時間以内が八件（九%）、⑤三日以上が四件（五%）、平均値で二・八、小型株では、①一日が二件（一四%）、③二日以上が一二件（一四%）、⑤一時間以内が二件（一%）、平均値で三・四

| 10万株以上の注文を出す際に時間内に執行の通知が届く頻度 | 頻度 平均値 | 0% | 1%~24% | 25%~49% | 50%~74% | 75%~100% |
|------------------------------|-----------|----------|------------|----------|------------|------------|
| | | 0 (%) | 1 (%) | 2 (%) | 3 (%) | 4 (%) |
| 15分以内 | 3.15 | 2 (2.3%) | 4 (4.6%) | 7 (8.1%) | 11 (12.6%) | 29 (33.3%) |
| 16分から30分 | 2.33 | 3 (3.5%) | 9 (10.3%) | 7 (8.1%) | 7 (8.1%) | 10 (11.5%) |
| 31分から1時間 | 2.00 | 4 (4.6%) | 10 (11.5%) | 2 (2.3%) | 2 (2.3%) | 8 (9.2%) |
| 1時間よりも長く | 2.32 | 4 (4.6%) | 8 (9.2%) | 2 (2.3%) | 3 (3.5%) | 11 (12.6%) |

であった。この結果によれば、大型株では一日以内が多く、小型株では一日以内とそれ以上がほぼ同数となっており、同じ大口注文でも当該銘柄の流動性を考慮して執行時間が猶予されていることがわかる。

(2) 分割発注

大口注文を執行する際には当該銘柄の流動性を考慮してマーケット・インパクトを抑えようとすることは明らかだが、具体的にはどのようにしてマーケット・インパクトを抑えるかといえば、大口注文を小口に分割して執行することが考えられる。成り行き注文の場合にはもちろんのこと、指値注文の場合にも大口の指値注文は板情報を見ているディーラーに手口を知られ、有利な価格で取引を執行できなくなる可能性が高いからである。

そこで、一〇万株以上の注文を出す場合、注文を分割して時間をかけて執行する頻度はどの程度であるかを、分割したことがない、一%から九%、一〇%から一九%、二〇%以上、わからない、の五つから選択してもらったところ、①一〇%以上が三九件（四五%）、②わからないが二〇件（二三%）、③分割したことがないが一二件（一四%）、④一〇%から一九%が七件（八%）、⑤一%から九%が六件（七%）であり、一〇%以上の頻度で分割発注すると回答した者が最も多く、何らかの形で分割発注をおこなっていると回答した者は六〇%（四五%+八%+十七%）にも達していた。

次いで、一〇万株以上の注文を分割して時間をかけて執行する場合に、どの程度の時間がかかるかを、一時間以内、一時間から三時間、三時間から一日、一日よりも長く、の四つの場合に分けて、それを、一時間以内、一時間から三時間、三時間から一日、一日よりも長く、の四つの場合に分けて、そ

の頻度を0（〇%）、1（一%から一四%）、2（一五%から四九%）、3（五〇%から七四%）、4（七五%から一〇〇%）の五つの中からそれぞれ選んでもらった。その結果、①三時間から一日

が平均二・三、②一時間以内が平均二・〇、③一時間から三時間が平均一・九、④一日よりも長くが平均一・七であり、三時間から一日で頻度が最も高く、一日よりも長くで頻度が最も低かった。この結果はマーケット・インパクトを抑えるために分割発注する場合でも、一日よりも長くかけることは少ないというように解釈できるだろう。

さらに、一銘柄の大口注文を複数のブローカーに分割発注する頻度はどの程度であるかを、一日平均売買高の二五%から四九%の規模の注文と一日平均売買高の五〇%以上の規模の注文とに分けて、その頻度を0（〇%）、1（一%から四%）、2（五%から九%）、3（一〇%以上）の四つの中からそれぞれ選んでもらった。その結果、一日平均売買高の二五%から四九%の規模の注文では3ポイント一〇件（一一%）、2ポイント二件（一%）、1ポイント一件（一%）、0ポイント四五件（五一%）、平均値で〇・六、一日平均売買高の五〇%以上の規模の注文では3ポイント一一件（一三%）、2ポイント〇件（〇%）、1ポイント四件（五%）、0ポイント三八件（四四%）、平均値で〇・七であり、複数のブローカーに分割発注するという回答の比率はそれぞれ一六%（一二%+一%+一%）と一八%（一三%+〇%+五%）と小さかった。この結果は前回の匿名性の項目で注文の匿名性は重要だと考えられていたながら、ブローカーに発注する際にはそれほど注意されてはいなかつたという結果と整合的であつたといえよう。

| 10万株以上の注文を分割執行する際に必要な時間の頻度 | 頻度 平均値 | 頻度 | | | | |
|----------------------------|-----------|-----------|------------|------------|----------|------------|
| | | 0% | 1%~24% | 25%~49% | 50%~74% | 75%~100% |
| 1時間以内 | 2.03 | 4 (4.6%) | 8 (9.2%) | 10 (11.5%) | 5 (5.8%) | 6 (6.9%) |
| 1時間から3時間 | 1.94 | 2 (2.3%) | 12 (13.8%) | 10 (11.5%) | 8 (9.2%) | 3 (3.5%) |
| 3時間から1日 | 2.34 | 2 (2.3%) | 12 (13.8%) | 11 (12.6%) | 7 (8.1%) | 12 (13.8%) |
| 1日よりも長く | 1.65 | 9 (10.3%) | 12 (13.8%) | 6 (6.9%) | 3 (3.5%) | 7 (8.1%) |

| ポートフォリオ・マネージャーが大口注文の執行に与える猶予 | 頻度 平均値 | 頻度 | | | | |
|------------------------------|-----------|----------|------------|------------|------------|------------|
| | | 1時間以内 | 1時間~1日未満 | 1日 | 2日~3日 | 3日以上 |
| 大型株 | 2.79 | 8 (9.2%) | 14 (16.1%) | 20 (23.0%) | 10 (11.5%) | 4 (4.6%) |
| 小型株 | 3.41 | 2 (2.3%) | 12 (13.8%) | 17 (19.5%) | 16 (18.4%) | 12 (13.8%) |

(3) 執行の難しさ

すでに見たように、大口注文をマーケット・インパクトを抑えながら市場で速やかに執行することは難しい。注文の分割や発注タイミングをブローカーに任せたとしても、これがそれほど容易でないことには変わりがない。そこで、ブローカーが相手方となつて取引を成立させる仕切り取引がおこなわれるといわれている。

仕切り取引はクロス取引と同様に同一のブローカーから売り注文と買い注文が出されて取引が成立するが、後日ほぼ同一の価格でもう一度実行されることはない一回限りの取引である。

もちろん、片方は顧客の注文、もう一方は顧客の注文を成立させるためのブローカーの注文であり、この場合には顧客の執行リスクをブローカーに移転しているに過ぎない。クロス取引にしろ、仕切り取引にしろ、取引所でおこなわれる限り合法的であるが、ブローカーがこうした取引に応じるのは支払われる委託売買手数料がブローカーの執行コストを上回る場合だけであるはずである。しかし、実際にには顧客が株式や債券を発行する際の主幹事になるためや長期的な関係構築のためにコスト割れでもおこなわれているともいわれている。もし、こうした取引がコスト割れでおこなわれているとすれば、明らかに利益供与や損失補填の一種であり、違法行為と見なされても仕方がないだろう。

ここでは、仕切り取引を念頭に置いて、10万株以上の注文を出す場合、ブローカーの自己売買を必要とする頻度はどの程度であるかを、全く必要としない、1%から24%、25%から49%、50%から74%、75%から100%、わからない、の六つの中から選択してもらつたところ、回答結果は、①1%から24%が二九件（三三三%）、②わからないが二三件（二六%）、③全く必要として

答を大幅に上回っていた。

このように、大口取引の執行は現在の取引制度のもとでは困難であり、ブローカーの自己売買による助けを必要としているが、コスト割れの仕切り取引が横行し、利益供与や損失補填の温床とならないためにも、何らかの形で大口取引の執行を容易にする仕組みを確立する必要があると考えられる。（東京・大阪・名古屋の各証券取引所で開始された大口市場とバスケット市場はこうした試みの一つであるが、これらの制度のファンドマネージャーによる評価については前々回にすでに紹介している。）

最後に、大口注文に限らないが、流動性が低いためにポートフォリオの入れ替えを見送る頻度はどの程度であるかを、見送ったことがない、1%から9%、10%から19%、20%以上、わからない、の五つの中から選択してもらつたところ、回答結果は、①10%から19%が三四件（三九%）、②20%以上が二一件（二四%）、③1%から9%が一三件（一五%）、④見送ったことがないが八件（九%）、⑤わからないが八件（九%）であった。ここで見送ったことがないという回答が九%であったのに対して、何らかの形で見送ったという回答は七八%（三九%+二四%+一五%）にも達しており、流動性を高める必要性が求められているといえるだろう。ただし、ここでいう流動性の向上は単に取引量を増やすということだけではなく、必要な取引を大きなマーケット・インパクトなしに執行できるような環境であり、マーケットメーリングを専業とする業者や新たな注文付け合わせシステムの出現であつてもかまわないはずである。

| 大口注文を複数のブローカーに分割発注する頻度 | 頻度平均値 | 0% | 1%~4% | 5%~9% | 10%以上 |
|------------------------|-------|------------|----------|----------|------------|
| | | 0 (%) | 1 (%) | 2 (%) | 3 (%) |
| 1日平均売買高の25%から49%の規模の注文 | 0.61 | 45 (51.7%) | 2 (2.3%) | 2 (2.3%) | 10 (11.5%) |
| 1日平均売買高の50%以上の規模の注文 | 0.70 | 38 (43.7%) | 4 (4.6%) | 0 (0.0%) | 11 (12.6%) |

アメリカやヨーロッパでは機関投資家による株式保有比率の上昇や株式売買シェアの上昇といった株式市場の機関化が趨勢的に進んでおり、我が国でも企業による株式相互持ち合いの後退と相俟つて今後はこうした傾向がますます強まっていくものと考えられ、そうした状況に即した対応が望まれるところである。

(付記) 今回実施したファンドマネージャーへのアンケート調査の紹介はいつたんこれで終了するが、当研究所ではアメリカやヨーロッパでおこなわれたファンドマネージャーへのアンケート調査との比較を含めた報告書「我が国の機関投資家による株式取引の現状—ファンドマネージャーへのアンケート調査」を作成しており、当研究所発行の『証券経済研究』第一三号（一九九八年五月発行予定）にも掲載する。

中国上場企業の業績について

王 東明

1 はじめに

一九九〇年代に入つてスタートした中国の株式市場は既に七年の歳月を経た。九七年末現在上海と深圳両証券取引所の上場企業は七四五社に達し、時価総額は一兆七、五二九億元、国内総生産（GDP）に占める割合は二三・四%になった。⁽¹⁾これらの上場企業は国内外の株式市場から一、五〇〇億人民元余りの資金を調達し⁽²⁾、直接金融方式による新しい資金調達の道を開いた。特に九六年、九七年二年間新規上場企業は急増し、各年とも二〇〇社以上を数え、株式市場が発展段階に入ったことを示している。

一方、近年一部の上場企業は業績が悪化し、その経営努力が問われている。また一部の上場国有企業は「圈錢」つまり資金調達のみを重視し、抜本的な経営改革への取り込みを欠くことが批判されている。小稿では近年上場された企業の業績を紹介し、各業種に立ち入つて分析することにしよう。

2 上場企業数の変化

過去七年間の新規上場および上場企業数の推移を見ると（表1、表2）、九〇年は上海が八社、仮営業中の深圳取引所の二社と合わせて一〇社があった。九一年は新規上場はわずか四社だったが、九二年は一気に約四〇社増加し、上場企業数は五三社になった。九三年、九四年の二年間はそれぞれ一〇〇社を超えた。しかし九五年は一

(年末数)

表1 中国上場企業数の推移

| 年 | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 |
|------------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 上海上場企業数(社) | 8 | 8 | 29 | 106 | 171 | 188 | 293 | 383 |
| A株 | 8 | 8 | 29 | 101 | 169 | 184 | 287 | 372 |
| B株 | 0 | 0 | 9 | 22 | 34 | 36 | 42 | 50 |
| 深圳上場企業数(社) | 2* | 6 | 24 | 77 | 120 | 135 | 237 | 362 |
| A株 | 2 | 6 | 24 | 76 | 118 | 127 | 227 | 348 |
| B株 | 0 | 0 | 9 | 19 | 24 | 34 | 43 | 51 |
| 全国上場企業数(社) | 10 | 14 | 53 | 183 | 291 | 323 | 530 | 745 |
| A株 | 10 | 14 | 53 | 177 | 287 | 311 | 514 | 720 |
| B株 | 0 | 0 | 18 | 41 | 58 | 70 | 85 | 101 |

*1990年深圳の上場企業数は深圳証券取引所仮営業の2社である(取引所の開業は91年7月3日)。

(注) A株とB株の両方上場企業は上場企業数を1社と計算する。

(出所) 上海証券取引所年報、深圳証券取引所年報の各年版による。

表2 中国新規上場企業数の推移

(年末数)

| 年 | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 |
|--------------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 上海新規上場企業数(社) | 8 | 0 | 21 | 77 | 65 | 17 | 105 | 90 |
| 深圳新規上場企業数(社) | 2* | 4 | 18 | 53 | 43 | 15 | 102 | 125 |
| 全国新規上場企業数(社) | 10 | 4 | 39 | 130 | 108 | 32 | 207 | 215 |

*1990年深圳の上場企業数は深圳証券取引所仮営業の2社である(取引所の開業は91年7月3日)。

(出所) 上海証券取引所年報、深圳証券取引所年報の各年版による。

転して三二社に急減した。この時点では上場企業数は三〇〇の大台を突破三三社になった。九六、九七年は三社で深圳三六二社をややリードしている。また国内投資家向けのA株は七二〇社、海外投資家向けのB株は一〇一社になった。

3 上場企業の業績

上場企業の業績については過去五年間(九二年~九年)の財務指標(表3)を見ることにしよう。

まず全国の状況について。上場企業数は一〇倍に増え、総資産は四八一億元から九六年の六、三四六億元へ一三倍になった。純資産は一六八億元から二、九三九億元へ一七倍に増加した。一方税引後利益は約二四億元から二八三億元に増えたが、増加率は約一倍に止まった。負債比率は九二年六五%の高水準から九三年四七%まで下がりやや改善したもの、それ以後の

三年間は五一%~五二%で横ばいを続いている。

これは国有企业業平均の七一%より低い。⁽³⁾ 純資

産収益率を見ると、九二年、九三年は一四%台、九四年は一三%台であったが、九四年は一〇%台、九六年は一〇%を割り込み九・六二%に低下、三年連続して減少した。一株当たり純資産は九二年一・五六元をピークに九三、九四年は一・四〇元、二・二六元に低下したが、九五年は一・三一元、九六年は一・

次に上海証券取引所を詳しくみると、上場企業数は五年間に一九社から二九三社へ一〇倍増となつた。総資産は二六三億元から三、四八三億元(一三倍)、純資産は一〇九億元が一、七四三億元(二六倍)に拡大した。税引後利益は九・七七億元から一六一、二七億元に一六倍増、全国平均の一・二倍を上回った。負債比率は九二年五

表5 中国上場企業95年と96年業績の比較

| 項目 | 比較企業数(社) | 純資産収益率(%) | | | | 1株当たり収益(元) | | | | 96年対95年比業績が低下した企業数(社) |
|-------|---------------|--------------|----------------|---------------|----------------|---------------|---------------|----------------|----------------|-----------------------|
| | | 20%以上 | 10~20 | 5~10 | 5%未満 | 0.5元以上 | 0.3~0.5 | 0.1~0.3 | 0.1元未満 | |
| 1995年 | 323 (100%) | 24 (7.43) | 134 (41.49) | 78 (24.15) | 87 (26.93) | 36 (11.14) | 77 (23.84) | 131 (40.56) | 79 (24.46) | — — |
| 1996年 | 323 (100%) | 19 (5.88) | 140 (43.34) | 43 (13.31) | 121 (37.46) | 28 (8.67) | 69 (21.36) | 116 (35.91) | 110 (34.06) | 214 |

中国誠信証券評価有限公司編「中国上市公司基本分析1997」中国科学技術出版社、66頁より作成。

表4 中国上場企業94年と95年業績の比較

| 項目 | 比較企業数(社) | 純資産収益率(%) | | | | 1株当たり収益(元) | | | | 95年対94年比業績が低下した企業数(社) |
|-------|----------------|---------------|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|---------------|-----------------------|
| | | 20%以上 | 10~20 | 5~10 | 5%未満 | 0.5元以上 | 0.3~0.5 | 0.1~0.3 | 0.1元未満 | |
| 1994年 | 285社 (100%) | 41 (14.39) | 161 (56.49) | 65 (22.81) | 18 (6.31) | 54 (18.95) | 99 (34.73) | 111 (38.95) | 21 (7.37) | — — |
| 1995年 | 285社 (100%) | 20 (7.02) | 115 (40.35) | 68 (23.86) | 82 (28.77) | 31 (10.88) | 65 (22.81) | 114 (40.00) | 75 (26.31) | 194 |

中国誠信証券評価有限公司編「中国上市公司基本分析1996.05」中国科学技術出版社、85頁より作成。

八・八〇%であったが、九三年四五%台、九四年以後は四八%台で横ばい、全国水準の五〇%台よりやや低い。純資産収益率は九二年九%、九三年一二%台で、九四年は一〇%台より三%台まで回復したが、それ以後再び一一%台、九%台に低下している。一株当たり純資産は二元台で全国平均に近い。一株当たり収益は全国水準より低く、特に九二~九四年の三年間は全国水準をかなり下回った。

続いて深圳について詳しくみると九六年の上場企業数は上海より五六社少ない二三七社であった。純資産と純資産も同じように上海と比べ下回っている。負債比率はいずれの年も上海を上回り、特に九二年は七二%の高比率を記録した。九三年は五一%以下がつたが、以後五〇%台後半で推移している。純資産収益率は九五年を除けば、いずれも上海を上回り、九二年は二三・八九%とピークになった。しかし五年を通して見れば、収益率が低下傾向をたどつたことがわかる。一株当たり純資産は九三年最高値三・〇七元となり、それ以後は二元台後半で上海をリードしている。一株当たり収益は九二年、九三年〇・五六元、〇・五五元で、上海の二倍以上の高水準だった。九四年は〇・四一元に減少し、九五年、九六年の二年間はさらに大幅に減り、〇・一二元台まで落ち込んだ。

以上のように過去五年間全国上場企業数は増え続け、それに伴つて純資産と純資産も年々増加し、税引後利益も九五年を除いて各年とも増加した。逆に一株当たり収益は五年連続で減った。純資産収益率も九三年を除いて低下をたどつた。上場企業を収益面から見れば悪化したことがわかる。収益面をさらに分析するため、次に九四年から九六年までの三年間の調査資料を見ることにしよう。

4 業績の比較

九四年度と九五年度を比較できる企業は表四が示すように二八五社、比較項目は純資産収益率と一株当たり収益の二項目である。まず純資産収益率が二〇%以上の高収益企業数は九四年は四一社あつたが、九五年は二〇社にほぼ半減した。収益率が一〇%~二〇%の企業数は九四年の一六一社から九五年一一五社へと四六社減った。純資産収益率が二〇%超の企業数は大幅に減り、収益率が一〇%以上の企業割合は全体の七割前後から五割以下に低下したことがわかる。一方純資産収益率が五%~一〇%の企業数は九五年は九四年より三社増え六八社になつており、さらに収益率が五%以下は一八社から六四社急増して八一社になり、比較対象企業二八五社の三割近くを占めた。また一株当たり収益を見ると、〇・五元以上の企業は五四社から三一社へ一二三社減、〇・三元~〇・五元の企業は九九社から六五社へ三四社減で高収益企業は減少していなかった。九四年より業績が低下した企業は一九四社で、全調査対象企業の六八%にものぼつた。

同じようく九五年度と九六年度の比較企業は三三三社である。表5が示しているように、純資産収益率一〇%以上の優良企業は二四社から一九社に減った。一〇%～一〇%の企業は逆に六社増え一四〇社になった。五%～一〇%の企業は七八社から四三社に減った。しかし収益率五%以下の企業は九六年三四社増の一三一社になり、全調査対象企業の三七%占め、九五年を一〇ポイント上回った。この二年間、純資産収益率の高い企業と低い企業の割合はほぼ半々前後であった。

一株当たり収益では、〇・五元以上と〇・三元～〇・五元の高収益企業はともに減っており、〇・一元～〇・三元も減つたが、しかし〇・一元以下の企業は全調査企業のほぼ一割にあたる三一社を増やし一一〇社となつた。低収益企業は全体の六五%から七〇%に拡大した。

5 業種別の業績

九五、九六年両年の業種別業績を次の五業種について見ると、まず工業企業の純資産、発行済株式および利益などは他のどの業種よりも規模的に大きい。九六年の一株当たり収益は前年を九%下回り、純資産収益率は一・四ポイント減、営業利益率は一・四ポイント低下した（表6）。

商業では営業利益率は〇・四ポイント低下、一株当たり純資産および一株当たり利益はそれぞれ六%、四%弱減少した（表7）。

不動産業の営業利益と税引後利益は前年比それぞれ二割、三割の大幅減益になつた。それと関連して、純資産収益率と営業利益率は前年比それぞれ五・五ポイント低下、特に九五年各業種中最高だった二六%近い営業利益率は一気に一七%まで転落した。一株当たり利益は〇・三三三元から〇・一九元へ四割も落ち込んだ（表8）。

公共事業は増益になつた。純資産収益率、営業利益率はそれぞれ〇・二ポイント、〇・七ポイント伸び、一株当たり純資産、一株当たり利益はそれぞれ九%、十%増加、特に九六年の一株当たり利益〇・三四元は各業種最高であった（表9）。

総合企業についてみれば負債比率は四・六ポイント低下し、流動比率（流動資産／流動負債）は一四ポイント上昇した。純資産収益率、一株当たり純資産および一株当たり利益は増加したが、営業利益率は〇・五ポイント下落した（表10）。

以上各業種二年間の業績を見ると、工業、商業および不動産などは減益になつておらず、特に不動産の減益が目立つ。原因は不動産投資の過熱と市況の低迷によるもので、九六年末住宅延べ床面積の売れ残りは六、〇〇〇万平方メートル余りになつていた。⁽⁴⁾ 公共事業は逆に増益になつた。

6 工業部門別の業績

以上見たように工業企業は他業種に比べ最大規模の業種である。工業企業一二七社全体では減益になつていてが、個々の産業ではどうなつているか次に見ていく。

(1) 家電メーカー

九六年の家電メーカー一社の資産、利益などの財務指標は対前年比大幅なプラスになつた。負債比率は六〇%で前年よりやや悪化した。収益指標を見ると、特に純資産収益率は四ポイント低下、一株当たり利益は前年比一割前後減少した。家電の純資産収益率（一五・一二%）、一株当たり純利益（三・〇三三元）、一株当たり利益（〇・

表12 電子メーカー（23社）

| 年 | 1995 | 1996 | 対前年比 (%) |
|-------------|--------|--------|------------|
| 総資産（億元） | 193.75 | 258.55 | 33.44 |
| 純資産（億元） | 68.46 | 105.06 | 53.47 |
| 発行済株式（億株） | 32.08 | 40.95 | 27.64 |
| 営業売上（億元） | 177.78 | 195.87 | 10.18 |
| 営業利益（億元） | 12.69 | 13.18 | 3.84 |
| 税引後利益（億元） | 11.31 | 13.47 | 19.17 |
| 負債比率 (%) | 60.33 | 55.49 | -4.84ポイント |
| 流動比率 (%) | 122.20 | 134.68 | +12.48ポイント |
| 純資産收益率 (%) | 16.52 | 12.82 | -3.70ポイント |
| 営業利益率 (%) | 7.41 | 6.73 | -0.68ポイント |
| 1株当たり純資産(元) | 2.13 | 2.57 | 20.66 |
| 1株当たり利益(元) | 0.35 | 0.33 | -5.71 |

表10 総合企業

| 年 | 1995 | 1996 | 対前年比 (%) |
|-------------|--------|--------|------------|
| 総資産（億元） | 418.42 | 679.13 | 62.31 |
| 純資産（億元） | 184.22 | 323.71 | 75.72 |
| 発行済株式（億株） | 69.16 | 117.88 | 70.46 |
| 営業売上（億元） | 200.33 | 329.82 | 64.64 |
| 営業利益（億元） | 11.17 | 16.61 | 48.72 |
| 税引後利益（億元） | 17.58 | 33.95 | 93.09 |
| 負債比率 (%) | 54.37 | 49.79 | -4.58ポイント |
| 流動比率 (%) | 121.25 | 135.16 | +13.91ポイント |
| 純資産收益率 (%) | 9.54 | 10.49 | +0.95ポイント |
| 営業利益率 (%) | 5.58 | 5.04 | -0.54ポイント |
| 1株当たり純資産(元) | 2.66 | 2.75 | 3.38 |
| 1株当たり利益(元) | 0.25 | 0.29 | 16.00 |

表8 不動産

| 年 | 1995 | 1996 | 対前年比 (%) |
|-------------|--------|--------|-----------|
| 総資産（億元） | 441.14 | 479.19 | 8.62 |
| 純資産（億元） | 165.06 | 198.43 | 20.22 |
| 発行済株式（億株） | 65.20 | 78.03 | 19.68 |
| 営業売上（億元） | 77.35 | 91.63 | 18.46 |
| 営業利益（億元） | 19.96 | 15.90 | -20.34 |
| 税引後利益（億元） | 21.48 | 15.00 | -30.19 |
| 負債比率 (%) | 57.42 | 53.80 | -3.62ポイント |
| 流動比率 (%) | 150.46 | 155.11 | +4.65ポイント |
| 純資産收益率 (%) | 13.01 | 7.56 | -5.45ポイント |
| 営業利益率 (%) | 25.80 | 17.35 | -8.45ポイント |
| 1株当たり純資産(元) | 2.53 | 2.54 | 0.40 |
| 1株当たり利益(元) | 0.33 | 0.19 | -42.42 |

表6 工業

| 年 | 1995 | 1996 | 対前年比 (%) |
|-------------|----------|----------|-----------|
| 総資産（億元） | 2,490.67 | 3,852.52 | 54.68 |
| 純資産（億元） | 1,222.89 | 1,853.84 | 51.60 |
| 発行済株式（億株） | 560.43 | 806.09 | 43.84 |
| 営業売上（億元） | 1,506.41 | 2,232.51 | 48.20 |
| 営業利益（億元） | 126.92 | 156.42 | 23.24 |
| 税引後利益（億元） | 126.58 | 165.53 | 30.77 |
| 負債比率 (%) | 49.45 | 50.37 | +0.92ポイント |
| 流動比率 (%) | 138.44 | 135.43 | -3.01ポイント |
| 純資産收益率 (%) | 10.35 | 8.93 | -1.42ポイント |
| 営業利益率 (%) | 8.43 | 7.01 | -1.42ポイント |
| 1株当たり純資産(元) | 2.18 | 2.30 | 5.50 |
| 1株当たり利益(元) | 0.23 | 0.21 | -8.70 |

表13 紡績（25社）

| 年 | 1995 | 1996 | 対前年比 (%) |
|-------------|--------|--------|-----------|
| 総資産（億元） | 191.75 | 218.37 | 13.88 |
| 純資産（億元） | 92.90 | 100.40 | 8.07 |
| 発行済株式（億株） | 38.21 | 41.55 | 8.72 |
| 営業売上（億元） | 106.74 | 96.57 | -9.53 |
| 営業利益（億元） | 6.72 | 5.30 | -21.16 |
| 税引後利益（億元） | 7.88 | 6.87 | -12.77 |
| 負債比率 (%) | 49.53 | 51.45 | +1.92ポイント |
| 流動比率 (%) | 136.10 | 129.23 | -6.87ポイント |
| 純資産收益率 (%) | 8.48 | 6.84 | -1.64ポイント |
| 営業利益率 (%) | 6.30 | 5.49 | -0.81ポイント |
| 1株当たり純資産(元) | 2.43 | 2.42 | -0.41 |
| 1株当たり利益(元) | 0.21 | 0.17 | -19.05 |

表11 家電メーカー（21社）

| 年 | 1995 | 1996 | 対前年比 (%) |
|-------------|--------|--------|-----------|
| 総資産（億元） | 294.88 | 406.17 | 37.74 |
| 純資産（億元） | 122.70 | 158.97 | 29.56 |
| 発行済株式（億株） | 40.37 | 52.42 | 29.86 |
| 営業売上（億元） | 269.28 | 315.28 | 17.08 |
| 営業利益（億元） | 25.18 | 27.55 | 9.40 |
| 税引後利益（億元） | 23.40 | 24.04 | 2.74 |
| 負債比率 (%) | 57.48 | 59.96 | +2.48ポイント |
| 流動比率 (%) | 135.49 | 132.27 | -3.22ポイント |
| 純資産收益率 (%) | 19.07 | 15.12 | -3.95ポイント |
| 営業利益率 (%) | 9.35 | 8.74 | -0.16ポイント |
| 1株当たり純資産(元) | 3.04 | 3.03 | -0.33 |
| 1株当たり利益(元) | 0.58 | 0.46 | -20.69 |

表9 公共事業

| 年 | 1995 | 1996 | 対前年比 (%) |
|-------------|--------|--------|------------|
| 総資産（億元） | 620.70 | 877.85 | 41.43 |
| 純資産（億元） | 219.62 | 325.17 | 48.06 |
| 発行済株式（億株） | 96.05 | 131.98 | 37.41 |
| 営業売上（億元） | 131.49 | 191.80 | 45.87 |
| 営業利益（億元） | 24.87 | 37.71 | 51.61 |
| 税引後利益（億元） | 30.21 | 45.30 | 49.94 |
| 負債比率 (%) | 61.27 | 59.75 | -1.52ポイント |
| 流動比率 (%) | 123.58 | 134.24 | +10.66ポイント |
| 純資産收益率 (%) | 13.76 | 13.93 | +0.17ポイント |
| 営業利益率 (%) | 18.92 | 19.66 | +0.74ポイント |
| 1株当たり純資産(元) | 2.29 | 2.46 | 7.42 |
| 1株当たり利益(元) | 0.31 | 0.34 | 9.68 |

表7 商業

| 年 | 1995 | 1996 | 対前年比 (%) |
|-------------|--------|--------|-----------|
| 総資産（億元） | 312.19 | 457.69 | 46.60 |
| 純資産（億元） | 165.11 | 238.05 | 44.18 |
| 発行済株式（億株） | 57.30 | 87.71 | 53.09 |
| 営業売上（億元） | 294.55 | 424.03 | 43.96 |
| 営業利益（億元） | 13.22 | 17.48 | 32.18 |
| 税引後利益（億元） | 15.56 | 22.95 | 47.56 |
| 負債比率 (%) | 46.06 | 47.00 | +0.94ポイント |
| 流動比率 (%) | 115.23 | 113.25 | -1.98ポイント |
| 純資産收益率 (%) | 9.42 | 9.64 | +0.22ポイント |
| 営業利益率 (%) | 4.49 | 4.12 | -0.37ポイント |
| 1株当たり純資産(元) | 2.88 | 2.71 | -5.90 |
| 1株当たり利益(元) | 0.27 | 0.26 | -3.70 |

(出所) 中国誠信証券評価有限公司編「中国上市公司基本分析1997」中国科学技術出版社、67頁、68頁より作成。

表14 製薬 (21社)

| 年 | 1995 | 1996 | 対前年比 (%) |
|-------------|--------|--------|-----------|
| 総資産 (億元) | 156.09 | 187.49 | 20.11 |
| 純資産 (億元) | 67.61 | 85.52 | 26.48 |
| 発行済株式 (億株) | 30.13 | 32.53 | 7.97 |
| 営業売上 (億元) | 91.49 | 96.65 | 5.64 |
| 営業利益 (億元) | 7.72 | 7.36 | -4.77 |
| 税引後利益 (億元) | 8.42 | 8.36 | -0.71 |
| 負債比率 (%) | 56.34 | 53.60 | -2.74ポイント |
| 流動比率 (%) | 126.20 | 131.95 | +5.75ポイント |
| 純資産収益率 (%) | 12.45 | 9.77 | -2.68ポイント |
| 営業利益率 (%) | 8.44 | 7.61 | -0.83ポイント |
| 1株当り純資産 (元) | 2.24 | 2.63 | 17.41 |
| 1株当り利益 (元) | 0.28 | 0.26 | -7.14 |

表16 建築材料 (16社)

| 年 | 1995 | 1996 | 対前年比 (%) |
|-------------|--------|--------|------------|
| 総資産 (億元) | 76.29 | 98.28 | 28.83 |
| 純資産 (億元) | 44.01 | 60.21 | 36.80 |
| 発行済株式 (億株) | 21.97 | 25.68 | 16.89 |
| 営業売上 (億元) | 32.12 | 34.13 | 6.26 |
| 営業利益 (億元) | 4.85 | 3.89 | -19.81 |
| 税引後利益 (億元) | 5.58 | 6.03 | 8.03 |
| 負債比率 (%) | 41.23 | 37.53 | -3.70ポイント |
| 流動比率 (%) | 125.34 | 150.11 | +24.77ポイント |
| 純資産収益率 (%) | 12.68 | 10.01 | -2.67ポイント |
| 営業利益率 (%) | 15.11 | 11.41 | -3.70ポイント |
| 1株当り純資産 (元) | 2.00 | 2.34 | 17.03 |
| 1株当り利益 (元) | 0.25 | 0.23 | -8.00 |

四六元はともに工業企業中最高だった(表11)。

(2) 電子メーカー

電子メーカー二三社は、総資産は三割増、純資産は五割増、増収増益になつた。九六年の負債比率は約五五%に低下、流動比率は約一三ポイント上昇した。純資産収益率は三・七ポイント低下、逆に一株当り純資産は二〇%増加して二・五七元になった(表12)。

(3) 紡績

紡績業二五社は減益になつた。純資産収益率は前年比一・六ポイントダウン、一株当り利益は一九%減少した(表13)。

(4) 製薬

製薬二一社は減益になつた。九六年の純資産収益率は一・七ポイント低下、営業利益率も〇・八ポイントダウン、一株当り利益は七%減になつた。ただし一株当り純資産は一七%増であった(表14)。

(5) 機械

機械四四社の九六年の営業利益率はわずかに上昇、一株当り純資産は八%伸びた。純資産収益率と一株当り利益はともに低下した(表15)。

(6) 建築材料

建築材料一六社の九六年の営業利益は一九%減つた。負債比率は三・七ポイント低下して三七・五二%になつた。これは全上場企業平均の五一%を大きく下回り工業企業中最低だった。一方流動比率は一五ポイント高まり、工業企業中最高水準の一五〇%を記録した。しかし純資産収益率と営業利益率はそれぞれ一・七ポイント、三・

表15 機械 (44社)

| 年 | 1995 | 1996 | 対前年比 (%) |
|-------------|--------|--------|-----------|
| 総資産 (億元) | 451.73 | 549.80 | 21.71 |
| 純資産 (億元) | 193.45 | 256.51 | 32.60 |
| 発行済株式 (億株) | 89.34 | 109.60 | 22.67 |
| 営業売上 (億元) | 332.67 | 327.29 | -1.62 |
| 営業利益 (億元) | 21.66 | 21.34 | -1.47 |
| 税引後利益 (億元) | 19.97 | 23.31 | 16.73 |
| 負債比率 (%) | 54.62 | 51.23 | -3.39ポイント |
| 流動比率 (%) | 145.75 | 145.56 | -0.19ポイント |
| 純資産収益率 (%) | 10.32 | 9.09 | -1.23ポイント |
| 営業利益率 (%) | 6.51 | 6.52 | 0.01ポイント |
| 1株当り純資産 (元) | 2.17 | 2.34 | 7.83 |
| 1株当り利益 (元) | 0.22 | 0.21 | -4.55 |

(出所)中国誠信証券評估有限公司編「中国上市公司基本分析1997」中国科学技術出版社、68頁より作成。

七ポイント低下し、一株当たり利益は八%減少した（表16）。

(7) 鉄鋼・金属

鉄鋼・金属二社は增收増益になった。九六年の負債比率は一・三ポイント改善し、他の指標は全てプラスで、工業企業中唯一全面成長した部門である。しかし収益性は低く営業利益率は四・一%、一株当たり純資産は一・八二元、一株当たり利益〇・〇八元は工業企業中最低水準である（表17）。

(8) 石油化学・化織

石油化学・化織五六社は工業部門の上場企業数として最多を占める。九六年の純資産収益率、営業利益率はそれぞれ六ポイント、五ポイント低下、一株当たり利益は四四%減となり、工業企業中最大の減益になった。売上はわずかながらマイナスとなり、営業利益は四八%減、税引後利益は二九%減と大幅減益が目立った（表18）。

以上見たように工業部門別では、鉄鋼・金属は全面成長したが、収益力は弱い。営業利益率の最高は建築材料の一・四一%、最低は鉄鋼・金属の四・〇九%だった。また家電メーカーは純資産収益率（一五・一二%）、一株当たり純資産（三・〇三元）、一株当たり利益（〇・四六元）で工業企業中最高水準を保った。逆に鉄鋼・金属は純資産収益率（四・一二七%）、一株当たり純資産（一・八二元）、一株当たり利益（〇・〇八元）のいずれも工業企業中最低となつた。

7 赤字企業の状況

深圳上場企業の一社が九四年はじめて赤字に転落した。二社の赤字額は約三、三〇〇万元、赤字企業一株当たり赤字額は〇・一二元であった。九五年に入り上海六社、深圳一社が赤字に転落、赤字総額は約七億元、一社平均

(表18) 石油化学・化織 (56社)

| 年 | 1995 | 1996 | 対前年比 (%) |
|--------------|--------|--------|-----------|
| 総資産 (億元) | 804.80 | 926.93 | 15.18 |
| 純資産 (億元) | 422.94 | 483.04 | 14.21 |
| 発行済株式 (億株) | 219.95 | 236.10 | 7.34 |
| 営業売上 (億元) | 524.06 | 521.46 | -0.49 |
| 営業利益 (億元) | 61.78 | 31.96 | -48.28 |
| 税引後利益 (億元) | 54.68 | 33.42 | -38.89 |
| 負債比率 (%) | 46.92 | 47.15 | +0.23ポイント |
| 流動比率 (%) | 122.71 | 123.62 | +0.91ポイント |
| 純資産収益率 (%) | 12.93 | 6.92 | -6.01ポイント |
| 営業利益率 (%) | 11.79 | 6.13 | -5.66ポイント |
| 1株当たり純資産 (元) | 1.92 | 2.05 | 6.77 |
| 1株当たり利益 (元) | 0.25 | 0.14 | -44.00 |

(出所) 中国誠信証券評価有限公司編「中国上市公司基本分析1997」中国科学技術出版社、68頁より作成。

均四・〇〇〇万元余りとのほり、上場企業に対する赤字企業割合は五・二六%だった。九六年は赤字企業数は三一社に増え、赤字額は二〇亿元、一社平均赤字は前年より六割増の六・六九二万元に達した。赤字企業比率六%に接近した。一株当たり赤字額は〇・三七元に増大した（表19）。

この三年間について見ると、赤字企業数、一社当たり赤字額とともに急増し、経営の厳しさを窺わせている。しかし赤字企業の割合は五%台にとどまり、これは九六年一月時点の全国工業赤字企業比率四三・七%と比べると著しく低く、上場企業のパフォーマンスは比較的良好なことを表わしている。

8 むすびにかえて

(表19) 中国上場企業の赤字状況

| 年 | 1994 | 1995 | 1996 |
|----------------------|-------|--------|---------|
| 上海証券取引所 上場企業数 (社) | 171 | 188 | 293 |
| 赤字企業数 (社) | — | 6 | 14 |
| 赤字企業割合 (%) | — | 3.19 | 4.78 |
| 赤字額 (万元) | — | 42,136 | 97,929 |
| 1株当たり赤字額 (元) | — | 0.25 | 0.39 |
| 1社当たり赤字額 (万元) | — | 7,023 | 6,995 |
| 深圳証券取引所 上場企業数 (社) | 120 | 135 | 237 |
| 赤字企業数 (社) | 2 | 11 | 17 |
| 赤字企業割合 (%) | 1.67 | 8.15 | 7.17 |
| 赤字額 (万元) | 3,279 | 27,047 | 109,536 |
| 1株当たり赤字額 (元) | 0.13 | 0.15 | 0.36 |
| 1社当たり赤字額 (万元) | 1,639 | 2,459 | 6,443 |
| 全国合計 | | | |
| 上場企業数 (社) | 291 | 323 | 530 |
| 赤字企業数 (社) | 2 | 17 | 31 |
| 赤字企業割合 (%) | 0.68 | 5.26 | 5.85 |
| 赤字額 (万元) | 3,279 | 69,183 | 207,466 |
| 1株当たり赤字額 (元) | 0.13 | 0.2 | 0.37 |
| 1社当たり赤字額 (万元) | 1,639 | 4,069 | 6,692 |

(出所) 中国証券監督管理委員会編「中国証券期貨統計年鑑1997」中国統計出版社、1997年、64頁より作成。

以上、業種別、工業企業各部門別に上場企業の業績を紹介した。全体的に注目されるのは上場企業の収益率は連年減っていることである。収益率減少の原因は様々で、九〇年以後のインフレと財政金融緊縮政策に関連し、また市場競争の激化、企業制度

改革の難しさつまり大胆なリストラをなかなか実現できないなどマクロ経済の影響があったと考えられる。一方四川長虹、江蘇春蘭など連年增收・増益の企業もある。これは経営努力が企業の業績向上とつながっていることを示している。また業種別、産業別業績の差が出ており、その経済的背景と原因の分析が必要だが、今回は十分に検討できなかつた。これは今後の課題としたい。

近年一部の新規上場企業は優良企業と経営不振企業をセットで上場したり、あるいは「包装上場」（企業の良い部分だけを見せて悪い部分をできるだけ隠す）という現象が現われ、「ボロ」株（経営内容が極めて悪い企業の株）が増えている。今後上場企業の「質」が厳しく問われることになるであろう。

〔注〕

- (1) 「中国証券報」一九九八年一月一七日。
- (2) 「中国証券報」一九九八年三月七日。
- (3) 「人民日报」一九九六年五月九日。全国三十一万社国有企业（予算内）の総資産は七兆一、八七三億元、負債は五兆一、七六二億元、所有者権利は二兆一、一一一億元、負債率は七一%である。
- (4) 中国誠信証券評估有限公司編「中国上市公司基本分析一九九七」中国科学技術出版社、三三三頁～三四四頁。

参考文献

中国誠信証券評估有限公司編「中国上市公司基本分析」一九九五年一〇月版、一九九六年五月版、一九九七年版、中国科学技術出版社。

ATS規制に関するSECの新提案

清水 葉子

1 はじめに

一九九七年五月二十二日、SECは代替的取引システム⁽¹⁾ (Alternative Trading Systems, ATSS) 規制に関するコンセプト・リリースを発表し、ATS規制に関して二つの代替案を提示して関係者のコメントを募った⁽²⁾。コンセプト・リリースで提案された二案とは、(a) ATSをブローカー・ディーラーとして登録し、自主規制機関による監督を強化する、(b) 取引所の定義を拡大し、ATSを取引所として規制するが、規制過重となる部分についてはシステムの規模や重要性に応じて段階的に緩和するというものであり、ATS規制としてはいずれがふさわしいかについて一般からのコメントを求めるものであった。

その後、SECはコンセプト・リリースに対して提出されたコメントを検討し、ほぼ一年後の一九九八年四月十八日、ATS規制に関する新たな規制案を発表した⁽³⁾。今回の提案では、ATSは、(1) 証券取引所法第五条・第六条に定める国法証券取引所として登録し、可能な限り取引所と同等の規制を受けるか、(2) ブローカー・ディーラーとして登録し、追加的に新たに制定される「ATS規制 (Regulation ATS)」に従うかのいずれかを選択することができるとしている。

この提案で、当初のコンセプト・リリースでの「段階的取引所規制」アプローチは放棄された。コメントの多くがこのアプローチに反対していたからもあるが、その理由として、取引所としての規制は多くのATSにと

つて過重である」と、段階の区分けが当局によって恣意的ななされる可能性がある」と、システムの改善によりより厳しい規制が課される段階に分類されるとになればシステム改善のインセンティブが失われ、イノベーション阻害につながることなどが挙げられている。

また、ATSを「証券情報処理業者（securities information processors, SIPs）として別枠で規制する」というアプローチも放棄されている。これは、SIPとして新しいカテゴリーで規制することは、既存の規制との重複が生じる一方で包括的な規制ができないため有効ではないと判断したためとしている。

ATS規制をめぐっては、これまで何度も何度も規制方針が変更されてきているが、現在は、ノード・アクション・レターの発行に基づく個別規制を引き継いで、ATSをブローカー・ディーラーとして規制し、規則17a-23のもとでシステムや取引内容の報告義務等を課すという形がとられている。今回の提案ではこの規則に代えてどのような規制が提案されているのか、概観してみよう。

2 SEC提案の内容

今回の新しいATS規制案では、既述のように、ATSが取引所として登録するか、ブローカー・ディーラーとして登録し加えてATS規制に服するかのいずれかをATSが選択することができるとしている。選択制をとったのは、柔軟な規制を導入しないと、ATSの當利性やメリットが損なわるとする懸念がコメントに見られたため、それに配慮したものだと考えられる。

SECはまず、ATSが希望すれば取引所としての規制が可能であるようにするために、新たな規則13b-12によって取引所の定義を拡大してATSも取引所に含まれるようにするとしている。続いて、ブローカー・ディーラーとしてATS規制に服する場合と取引所規制に服する場合との規制内容を説明している。本稿でもこれにしたがって、提案された規制の内容を紹介しよう。

(1) 取引所の定義

① 取引所の定義の拡大

SECはまず、新たなATS規制に際して、証券取引法第三条（a）⁽⁴⁾に定められた取引所の定義を、証券取引所法規則13b-12によって拡大し、ATSも取引所に含まれるようにすることを提案している。
提案された、証券取引所法規則13b-12では、取引所は、「いかなる組織、社団、個人、個人の団体またはシステムであり、（1）複数の取引参加者から注文を統合し、（2）注文を出した参加者が取引条件に関して合意を形成できるような、裁量性のない物理的条件（取引施設の提供であれ、取引規則の設定であれ）を設定するもの。」と定義するとしている。

これは、コンセプト・リリースで提案された取引所の定義拡大案とほぼ同じ内容とみることができる。SECは、ATSも実質的に取引所としての機能を果たしているのであるから、取引所の定義に含めることは適切であるとしており、この規則によつて取引所の定義を拡大してATSを取引所とみなすことができるようになれば、ATSが希望した場合には取引所としての規制が可能となる。

② 取引所の定義の解釈

SECはこの定義について、前半の「複数の取引参加者の注文を統合する」という点と、「裁量性のない物理的

条件」という点に分けて解釈を示している。

まず、前者の「複数の取引参加者の注文を統合する」という部分に関しては、参加者の取引意思を表示するものや、後の執行のために注文を受け付けるものはすべてこの定義に当てはまるとしている。従つて Nasdaq⁶システムや、伝統的な取引所フロアで行われる取引、既存市場の価格を利用したクロッシング・システムや、注文が順次入力されて条件の合致したものが執行されて行くマッチング・システムもこの定義に当てはまる。また、機械化の程度にかかわらず債券のインター・ディーラー・ブローカーにも当てはまる。

しかし、単なる情報ベンダーは取引意思のインター・アクトがない点でこの定義には当てはまらない。ディーラーのシステムも、一人のディーラーの気配に対し対抗する注文が入力されるものであるのでやはりこの定義に当てはまらない。この定義でいう注文としては、売買の意思を表明したものであれば、自己・委託をとわず、売買気配、成行、指値、その他価格づけされた注文すべてを指す。

後者の「裁量性のない物理的条件」という点に関しては、取引条件が決定できるような手順や優先順位があることを指すとしている。したがって、ソフトウエアを指定するなど単にシステムとの通信方法を示しただけのものは、執行の方法や取引合意の手段を定めているとは言えない。また、ブローカー・ディーラーの内部システムも、参加者の間にコミュニケーションがないという理由で当てはまらない。

さらに、取引条件についての合意を形成できるような物理的条件のうち、取引施設によるものとは、注文を受けるスペシャリストのいる既存取引所のフロアーや、注文が互いにインター・アクトできるコンピューター・システム、その他注文の執行の手段や場所を提供するものを指す。もう一方の取引ルールによる合意形成とは、たとえば、物理的な場所をもたないがマーケット・メーカーに気配値表示義務を課すなどの取引ルールを定める」と

で取引の場を形成している Nasdaq⁶を挙げることができる。⁽⁶⁾また、価格優先、時間優先などの執行の優先順位を定めたものもこの定義に当てはまる。

ただし、この定義の例外として、規則 13b-12 は、(1) 注文回送システム・登録取引所や NASD の運営する市場やブローカー・ディーラーに注文を回送する NYSE の SuperDot のようなシステム、(2) ディーラーの気配システム・一人のディーラーの気配を表示し、その気配に対して注文の執行を行うもの、(3) ブローカー・ディーラーの社内システム・ブローカー・ディーラーが一社内で顧客注文を管理・処理するために設けたシステムで外部に表示されず、一定の執行手順もないものの、を挙げている。

③取引所規制の免除

ところで、ATS の規制は、取引所規制とブローカー・ディーラー規制の選択制としているので、ATS がブローカー・ディーラー登録を希望した場合は、取引所の定義からはずす手立てを講じておかなくてはならない。このため、SEC は免除権限を用いて、規則 3a1-1⁽⁷⁾を導入し、ブローカー・ディーラー登録を行つて「ATS 規則」に服する ATS は、取引所規制を免除されるとする」とを提案している。これによつて ATS は取引所であるか、ブローカー・ディーラーとして ATS 規制に服するかを選択することができる。⁽⁷⁾

(2) ブローカー・ディーラーとして登録する場合

以上の措置によつて、ATS は取引所として登録するかブローカー・ディーラーとして登録するかを選択することができるようになつた。続いて、それぞれの規制に服した場合、どのような規制義務が課されるのかについて

て見てみよう。

ATSは取引所登録を選択した場合は当然であるが、ブローカー・ディーラー登録を選択した場合でも、取引量に応じてNMSに組み込まれ、価格情報の開示やアクセス条件の確立、システム容量の確保など取引所に準じた規制に服すこととが求められることになる。

① ブローカー・ディーラー登録を行うATS

新たな規則300(a)によつて、ATSを次のように定義する。すなわち、「組織、社団、個人、個人の団体またはシステムで、(1) 証券の売り手と買い手を集め、またはその他の方法で証券に関する証券取引所法規則3b-12Gの意味で取引所が一般に果たしている機能を果たす市場や施設を設立、維持、提供するもので、(2) (A) そのような組織、社団、個人、個人の団体またはシステムでの取引行動以外に参加者の行動を監督する規則を設定せず、(B) 取引から排除する以外の懲戒も行わないもの」と定める。⁽⁸⁾この定義は、取引所の定義を拡大した規則13b-12の意味での取引所機能を果たすが、市場参加者の規制や市場監視を行わないもの⁽⁸⁾を指すと解釈できる。

この規制のもとでは、取引所として登録しなかつたATSはブローカー・ディーラー登録をし、さらに取引量に応じて追加的規制を受ける。ただし、取引所として登録したもの、取引量が限定的であるとか証券業協会が運営するとの理由で免除取引所となつているものはこの規制対象から除く。政府債などに限定した取引きを行うATSの、別途規制があるためこの例外とする。

② 「ATS規制」の内容

ブローカー・ディーラー登録をしたATSは新たに提案する「ATS規制 (Regulation ATS)」の下で以下のようない義務を負う。概観すると、イノベーションと競争に配慮して、取引量の少ないATSに対しては、自主規制機関の会員として、システム運営の通知と四半期ごとの報告のファイリング、取引のaudit trailを含む記録保持、という比較的軽い規制義務を適用するが、規模の大きいATSが取引所ではなくブローカー・ディーラー規制を選択する場合には、NMSへの統合や、参加基準、システム容量の確保などの規制義務を既存自主規制機関に準じて課されることとなる。

- (a) 自主規制機関の会員となること：ブローカー・ディーラーとして登録したATSは自主規制機関の会員とならなければならない。自主規制機関は自身が市場を運営しているため、競争上のコンフリクトが生じる可能性はあるが、SECは、SECの監督によって避けることができるとしている。それでも問題が残る場合は、ATSは取引所登録をしたり、ATS専用の自主規制機関を設立することもできる。ATSが自主規制機関の監督下にはいることと、audit trailを統合することができるなど市場監視の面で改善が期待できるとしている。
- (b) システム運営についての報告：ATSはシステム運営開始の少なくとも10日前までにSECに届け出を行い、運営方法、参加予定者、取引銘柄に加えて、システム容量や安全性の調査方法や緊急時の対処法についても届け出る必要がある。これは現在の規則17a-23に基づく報告とほぼ同様である。システム変更や取引銘柄、参加者の種類の変更についても少なくとも10日前までに届け出る必要があるほか、四半期ごとに定期的な届け出を行い、活動停止のときもすみやかに届け出なくてはならないとしている。

- (c) 市場の透明性の確保：ATS上の取引の透明性を高めるため、規則301(b)(3)を制定して、一定以上の取引

シェアをもつ銘柄⁽⁹⁾に関しては、ATS内の最良価格を一般に公開することを義務づける。ただし、これはATS参加者と非参加者の間の情報ギャップを埋めるためのものであるので、非参加者が参加者以上の情報を得る必要はないとしている。⁽¹⁰⁾ 取引規模についても全サイズだけを公開する必要はなく、また、ATSが特定できれば取引者を特定する必要はないとしている。

また、公開された注文へのアクセスに関しては、ATS非参加者であっても、純資産額などで参加者と同程度の条件を満たせば、ブローカー・ディーラーのアクセスを許す方針であり、非参加者にも参加者と平等な条件での執行を求める。

アクセス・フィーについても既存取引所に準じたものとし、ATS参加者とかけ離れたものは許容できないとして、高額のフィーを課すことと実質的にアクセスを拒否することを禁じている。

(d) 公正な参加：ATSも既存取引所に準じて、取引の管理や会員の扱いに関する公衆の利益を鑑みて公正に行うこととが要請される。また、ATSが独占的な力をもつて反競争的行為をすると防げる必要もある。ATSは公平な参加のため、参加者を認定する際の認定基準を確立しなければならない。さらに一定以上の取引量があるATSは、認定基準の記録を保持し、十分な理由なく参加拒否された場合にはSECに訴えることができる⁽¹¹⁾ことに対する。また資本量や履歴で参加拒否することは可能であるが、取引戦略などを理由に参加を拒否してはならないとしている。

(e) システム容量、統合性、安全基準：現在自主規制機関のシステム基準に準じて、規則301(b)(6)で、一定以上に取引のあるATSについては適切なシステム容量や統合性、安全性を備えることを求めるとしている。具体的には（1）現在と将来の適切な容量の確立（2）定期的なストレステスト等の実施（3）モニター手順等の確立

（4）システムの弱点の調査（5）緊急時の処置と復旧プランの確立を行うとしており、SECへの報告も義務づける。また、独立した専門家による調査も行う。

(f) 参加者の調査：ATSは、SECや自主規制機関によるATS自身と参加者の調査・検査に協力することを要請される。特に、非ブローカー・ディーラーであるATS参加者に関しては、自主規制機関もSECも直接監督することができないが、ATSは取引情報を保持し、要請があれば提出しなければならない。

(g) 記録保持：ATS規制の下で、ATSは audit trailのために必要なさまざまな記録を保存しなければならない。

(h) 取引報告：ATSは現在の規則17a-23に代わって、フォームATS-Rに基づく取引報告を四半期ごとにSECに対して行うほか、必要があれば自主規制機関に対しても報告しなければならない。

（3）取引所として登録する場合

ATSが取引所として登録することを選択した場合、まずにより、SECの監督は受けるものの、市場運営上競合する自主規制機関の監督を受ける必要がなく、自ら規則を制定できるなど独立性の高い運営ができるといふメリットがある。また取引所となることで投資家の信頼を得ることができるほか、NMSに直接参加することもできるようになる。

一方、取引所として果たさなければならない規制義務は次のようになる。

(a) 自主規制機関としての義務：自主規制機関として、証券取引所法と規則に基づいた法令遵守を実行し、インサイダー取引などの不正行為を監視しなければならない。

(b) 理事会メンバーの公正な選出・市場運営を行う理事会が会員の公正な代表で構成されなければならない。
しかしこの点に関しては非会員・営利組織であるATSが既存取引所と全く同様にこの基準を満たすことは不可能であるため、清算機関にならった間接的な代表方式のほか、市場監督を行う子会社を設立する、特定領域に関してのみ発言権を持つ参加者代表をたてるなどの別途方策を講じることとする。

(c) 会員権・非プローカー・ディーラーを取引所会員として認める」とに対する懸念が多く寄せられたことから、ATSも取引所として登録する場合には会員はプローカー・ディーラーに限定する。その場合でも、非プローカー・ディーラーである参加者は、取引所のSuperDot& Optimarkのように、端末を使って会員プローカー・ディーラー経由で直接市場アクセスすることで問題は解決できるとしている。

(d) 公正なアクセス・ATSも既存取引所にならって、会員のアクセスの差別的な拒否や差別的扱いは禁じられる。また、ATSの反競争的行為も禁じられる。

(e) システム容量・現在すべての取引所とNASDAQが参加しているシステム検査プログラムに参加する」とを義務づける。

(f) 取引きされる証券の登録・既存市場は、上場に当たってSECへの登録と上場認可が必要であり、非上場取引特権(UTP)に基づいて他市場上場銘柄が取り引きされている。取引所登録をするATSについても既存市場のUTPに準ずる規則が必要であり、その場合、他市場上場銘柄しか扱うことができず、SECのUTP規制に従う必要がある。

(g) NMSへの参加問題・取引所として登録するATSは、CTA、CQS、ITSなどに加入する必要が生じる。前二者については新規参加の手順がすでに確立されている。またITS参加についてもトレード・スルなど取引慣行の禁止事項を遵守する必要がある。

- (h) 取引停止ルールやサーキット・ブレーク・既存市場と同様に確立する必要がある。

3 その他の変更点

以上の新たなATS規制を導入するに当たって、プローカー・ディーラーが運営する取引システムに記録保持とSECへの報告義務を課した規則17a-23は廃止される。今後ATSは取引所なり、「ATS規制」に服するプローカー・ディーラーなりの形でそれぞれの規則にしたがつて記録保持・報告義務を果たすことになるので、この規則は不要となるからである。一方、現在規則17a-23に服しているインターナル・プローカー・ディーラーなどのシステムはATSのカテゴリーに含まれないので、新たに規則17a-3と17a-4を制定して記録保持義務などの点で対応する。

また、ATSだけでなく、既存の自主規制機関が高度な取引システムを導入する試みを促進するため、自主規制機関が、パイロット・プログラムとして取引システムを運営する場合には、SECへの認可のためのファイリング義務を免除するなどしてイノベーションの促進をはかる。ただし、対象となるパイロットプログラムは期間を二年未満に限定し、取引量などにも制限を設ける。

4 おわりに

ATS規制をめぐっては、SECは何度も規制方針を変更するなどして試行錯誤を繰り返してきた。これまでのATS規制をめぐる混乱には、二つの側面があると思われる。一つは、現実問題として、一九九〇年代以降A

ATSの活動が活発化し、市場規模に比して無視できない割合を占めるにしたがって、既存市場との間でわざわざ新たな軋轢が生じ、投資家保護の点から無視できない問題となつた」とある。すなわち、ATSが市場活動を担へていながら、規制上はブローカー・ディーラーとして登録されてくるところに規制の困難がありたゞと考えられる。ATSの市場機能部分の規制は、基本的には取引所規制に準じたものにならざるを得ないが、ATSは会員制度をもたない常利組織であるため、非常利の会員組織である取引所規制をそのまま適用する」とがやむなかつたわけである。今回の提案では、こうしたATSの特徴に配慮しながら、取引量の多いATSに関しては実質的に取引所規制に近い規制が行われることになると考えられる。

おハ一のば、一のめとも関連するが、テクノロジーの進展ところ事前に予測不可能な要因で規制構造が変化し、規制当局がそうした変化に対し、イノベーションを阻害しない形でのように対処できるかが問われている」とある。この点、今回の提案では、規制されるATS自身が、規制の形式を選択できるところに規制の柔軟さを残したと考へられる。

SECは、以上の提案に対して、ロマン・レターなどに多くの異論や未解決の論点がある」とも紹介しており、最終案提出までにわいにカメントが募集されてくる。議論の方向を見守つた。

(注)

(1) ATSは、一九九七年のコンセプト・リリースでは「注文の集中、表示、付け合わせおよびクロス等を行う自動システムや、国法証券取引所または証券業協会ヒトのSECに登録されていないものを総称する」と定義され、従来使われてこた私設取引システム(Proprietary Trading Systems, PTS) に対する用語との關係は明示されてしなかつた。今回の

提案のふたび proprietary trading system (PTS)、broker-dealer trading systems (BDTS)、electronic communications networks (ECNs) などの総称として用いられてるが記述せよ。

(2) Securities and Exchange Commission (1997), Regulation of Exchanges, Release No.34-38672, May 23, 1998. 本節の趣旨は「ふたば、清水葉子「アメリカの代替的取引システムの規制について」のSECの「ハセプト・リリースヒタ」〔調研レポート〕一五四八号、一九九七年七月、参照。

(3) Securities and Exchange Commission (1998), Regulation of Exchanges and Alternative Trading Systems, Release No.34-39884, File No. S7-12-98, April 18, 1998.

(4) 両該条文は、「取引所」(exchange) とは、法人格の有無にかかわらず、証券の購入者および売却者を集合させるため、またはその他の方法で株式取引所として一般に解されてるるにより通常行われて居る機能を証券に関する遂行せらるため、市場の場所または施設を構成し、維持または提供する組織、社団、または人の集団をさう、かい、当該取引所の維持する市場の場所および市場施設をいれに含むものとする。訳は、日本証券経済研究所(一九九〇)「外国證券関係法令集 アメリカ(改訂版)」による。

(5) any organization, association, or group of persons that : (1)consolidate orders of multiple parties; and (2) sets non-discretionary material conditions (whether by providing a trading facility or by setting rules) under which parties entering such orders agree to the terms of a trade.

(6) したがつて、定義上取引所に当たるもので、取引所登録をすることが出来るが、取引所登録をするかどうかは Nasdaq[®]選択するがわかる。

(7) ジの規定によれば、取引所の決議を下す規則130-12S例外規定としてある。

(8) 自主規制を行つものは取引所として登録すべきであるので、自主規制を行つものはATSではない。しかしながら、のことは自主規制機能を放棄してブローカー・ディーラー登録をすることを妨げない。

(9) 直近六ヵ月のうち四ヵ月以上にわたって一日平均売買高が市場全体の一〇%を超えた銘柄。

(10) クロッシング・システムのようにATS参加者にとつても価格がわからないものや、ATS上の特別のモードで相対で交渉をする「ネゴシエイション」などは、ATS参加者であつても当事者以外は価格情報を得ることができないので、一般に公開する必要はないとしている。

(11) 直近六ヵ月のうち四ヵ月以上にわたって、いかなる銘柄・債券であれ一日平均取引量が市場全体の一〇%を超えた場合。