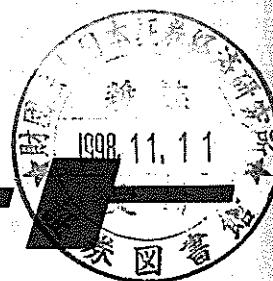


証研

レポート



No.1564

1998年11月

金融自由化と社債受託制度改革 松尾 順介（1）

ジョーンズファンドとブームの破綻
—ソロス以前のヘッジファンド—

伊豆 久（13）

新たな段階をむかえたドイツ証券取引所のX E T R A
—X E T R Aリリース3—

吉川 真裕（28）

中国企業のニューヨーク上場 王 東明（41）

金融機関の資本コスト 岡村 秀夫（55）

財団法人 日本証券経済研究所

金融自由化と社債受託制度改革

松尾 順介

はじめに

前回のレポートでは、かつての社債受託制度の役割を法律的側面と経済的側面から検討した上で、その役割が低成長期に入つて徐々に低下し、銀行の既得権益化したことを考察したが、今回はこの社債受託制度が九三年の商法改正によって改革されるに至る経緯を考察する。したがつて、本稿では、まず金融自由化の進展によつて社債制度改革の基盤が芽生え始めたにもかかわらず、有効な改革がなされなかつたために、八〇年代に国内普通社債市場の空洞化といわれる事態が生じたことを考察し、金融制度改革が九二年に子会社相互参入という形で決着を見たことが契機となつて、九三年の社債受託制度の改革がなされたことを確認する。

1 金融自由化の進展

一九七三（昭和四八）年の石油危機を契機とした高度成長の終焉とともに、積極財政政策が採用され、一九七五（昭和五〇）年以降大量の国債が発行されるわけだが、このような国債大量発行は、国債の発行・流通市場を拡大させ、発行条件の弾力化をもたらした。すなわち、一九七八年六月に公募入札制が導入され、一年物・三年物の中期国債が公募入札方式によつて発行されることとなつた。そして、このような国債の起債条件弾力化は長期金利相互間の利回り格差を縮小させると同時に、国債の起債条件が頻繁に変更されることによつて、国債応募

者利回りが金融債または事業債のそれを上回る事態を生じさせたため、従来の人為的規制金利体系そのものに大きな衝撃を与える、長期金利全体の自由化が推進されることになる。

他方で、国債大量発行は短期金融市場の拡大ないし自由化をも促進した。巨額の国債保有の重圧から、金融機関は国債の売却制限緩和を要求し、一九七七年三月に売却禁止の緩和がなされたが、これによつて利付国債の売買高が大幅に拡大するとともに、①現先市場の拡大、②譲渡性預金（CD）の発行の開始、③コール市場、手形市場の自由化の進展、④中期国債ファンドの導入、など短期金融市场全体に波及的な影響をもたらせた。

これらの金利自由化は、さらに銀行・証券分離規制、長短分離規制、信託分離規制などの業務分野規制をも実質的に緩和し、自由化の促進要因となつた。第一に、現先取引の拡大は企業の銀行離れを促進したため、銀行・証券分離の垣根を証券側から崩すものとなり、第二に都銀のCDの導入（一九七九年五月）は、現先市場拡大に対する銀行側の対応であり、第三に中期国債ファンドの導入は、実質的には自由金利の要求払預金であり、銀行預金と競合するものであつた。そして、第四にその対抗策として、銀行は期日指定定期預金、信託銀行は新型貸付信託（ビッグ）、また長期信用銀行は新金融債（ワイド）を創設した。さらに、第五として国債窓口販売が一九八三年四月、国債デイーリングが一九八四年六月から開始され、銀行・証券の垣根の一端が制度的にも撤廃されることとなつた。

このように金融自由化は、国債大量発行という国内的要因によつて推進されていくのであるが、一九八四年の日米円・ドル委員会以降はさらに対外的要因が強まり、すでに進行していた内外遮断の自由化をもいつそう促進することとなる。日米円・ドル委員会以降の金融自由化の進展をみると、為替先物取引の実需原則撤廃および円転換規制撤廃をはじめとして、一連のユーロ円市場の自由化が進展するとともに、いわゆる「アクション・プロ

グラム」にもとづいて、預金金利自由化も推進されている。

このような国債大量発行以降の一連の金融自由化の進展のなかで、社債市場の自由化も早い段階から注目され、一九七七年に証券取引審議会が報告書「望ましい公社債市場の在り方に関する報告書」を提出している。この報告書は、当時の国債大量発行という事態に対応する政策提言として発表されたものであるが、公社債市場の制度的状況が国際化などの客觀情勢の変化に合致した動きを示していないとの基本認識が示され、問題点として①発行条件と流通利回りの乖離、②流通市場の拡大の阻害、③投資家保護制度の確立していないこと、が挙げられている。そして、具体的な改革案として、①起債会の廃止、②引受における四社寡占のは是正、③債券種類の多様化、④無担保社債への対応、⑤格付け機関の導入、など大胆な内容を盛り込んだものとして注目された。

しかし、このような提言にもかかわらず、その後の社債制度改革は、長期債の年限多様化やワラント債の導入以外、ほとんどみるべき改革はなされなかつたといえる。その最大の要因は、これらの改革案の多くが社債受託制度と抵触することになるからである。すなわち、起債会の廃止はまさに社債受託制度の根幹を揺るがすことはいうまでもなく、無担保債の拡大も、担保の受託会社を不要とするため実質的には受託手数料の引き下げとなり、また格付機関の導入も、単に起債会格付けに抵触するだけでなく、物的担保力以外の企業評価基準を導入することによつて、有担保原則に変更を迫るものとなりえるからである。したがつて、国内社債市場は次にみるよう空洞化していく。

2 国内普通社債市場の空洞化とその対応

このように社債制度改革が進展をみない間に、国内普通社債市場は一般事業債の起債が海外、特にユーロ市場に

シフトしていく傾向を顕著に示し、「国内普通社債市場の空洞化」といわれる事態が生じた。具体的には、一九八四年度から海外発行が国内発行を上回りはじめ、一九八七年度のみをわずかに例外として、一貫して国内発行を上回っている。特に、一九八四年に外國為替の「実需原則」が撤廃され、一般企業のスワップ取引が認められたことによって、極めて低コストでの資金調達が可能となり、一九八四年から八五年にかけて海外起債ラッシュが生じた。そして、それにもともない一般企業の国内普通社債発行は、それまで一～二%程度を推移していたものが、一～二%程度の低水準となつた。さらに、一九八六年度には低利スワップと日本株の先高期待から海外ワランスト債の発行急増が生じるとともに、株価上昇を背景とした国内転換社債発行が急増し、一九八六年度の両者の合計比率は六三・〇%を占めたが、一般企業の国内普通社債発行は以前と同様の低水準であつた。このような国内市場の空洞化の原因について、内外金利差の発生、スワップ取引の技術的向上、エクイティ関連の資金調達の増加など、国内普通社債よりも低コストの資金調達が可能になつたことも指摘できるが、制度的な要因としては、前述したように社債制度改革の成果が乏しく、国内発行が相対的に高コストとなつたことが指摘できる。とくに、社債受託関連の手数料は、海外発行の場合、不要ないし割安であつたため、相対的に低コストの資金調達が可能であつた。

このような事態をうけて、一九八六年一二月、証券取引審議会は「社債発行市場の在り方について」と題する報告書を発表した。この報告書では、一九八四年五月の日米円・ドル委員会報告による為替管理の自由化以降の普通社債市場の低迷の要因として、①海外市場に比べて制度・慣行面での制約が多い、②発行条件の弾力化が不十分、③有担保原則、④月末一括起債および幹事持ち回りを指摘し、具体的な改善策として①有担保原則の見直し、②起債方式の改善（プロポーザル方式の導入、発行時期の弾力化）、③受託制度の明確化、④引受業務のあり

方の改善（幹事持ち回りの解消など）、⑤社債多様化の推進（償還期間・方法の多様化など）、⑥社債発行限度規制の見直し、など包括的な提言を行っていたため、以後の社債制度改革の指針となるものであった。

この報告書で示された改善策のうち、最も注目されるのは、プロポーザル方式であるが、この方式では、起債時期および発行条件を決定する際に、発行会社と証券会社が個別のかつ競争的に交渉を行う方式であり、具体的には①起債に先立って発行会社は証券各社から発行条件などに関する提案書（プロポーザル）の提出を求め、②発行会社はこのプロポーザルおよびその他の事情も勘案して主幹事を決定し、③主幹事は幹事団を代表し、あるいは単独で、発行会社と発行条件を協議、決定し、そのもとで引受シートを招聘・編成するという方式であり、一九八七年五月発行のNTT債を第一号として、一九八八年四月には全銘柄に拡大された。

この方式は、従来固定的であつた主幹事決定に競争原理を導入することで、発行条件を弾力化し、さらには発行市場を活性化するものとして発行会社から歓迎されたが、他方で引受証券会社サイドでは主幹事獲得競争が過熱化し、主幹事獲得のために販売可能な限界的な条件、さらには引受手数料の吐き出しを前提にした水準の条件の提示が続出し、値引き販売が横行した。そのため新発債は発行後に値崩れし、流通市場への悪影響が問題視されるに至った。このような市場実勢を無視した条件設定に対して、まず簡保・共済などの投資家サイドからの批判が高まるとともに、発行会社からも引受手数料に対する引き下げ要請が行われた。これは、当時高率とされた受託手数料に対する引き下げ要請と軌を一にしており、調達コストの引き下げを意図しているが、実質的に値引き販売の原資となつていて引受手数料を引き下げるこことによって、流通市場での値崩れを防ぐという意図もあつたといわれている。このような事態を受けて、大蔵省も一九九一年四月大手証券四社などに対し、公募事業債の引受価格を大幅に下回る価格での販売を自粛する旨の口頭指導「事業債引受条件適正化指導」を行ない、またプロ

ロポーザル方式自体にも改善が加えられたが、プロポーザル方式の下では、市場実勢を無視した条件設定は改善されず、値引き販売や主幹事以外の各社が主幹事に対して売り向かう方法が横行し、結果的に一九九一年、値引き販売を行わないことを条件とした引受方式である、均一価格販売方式が導入されることになる。

このプロポーザル方式は、発行条件の市場実勢化という点では、明らかに問題があつたが、これによつて従来の起債会方式は廃止され、受託制度による起債のマクロ的調整に終止符が打たれたとされている。ただし、プロポーザル方式の導入の背景を考えると、証券会社側にとっては、引受競争激化という代償を払うことによつて、起債会の影響力を排除し、起債市場でのイニシャティブを回復するという狙いがあり、また受託銀行側にとつては、起債会方式を手放すという代償を払うことによつて、社債受託制度の明確化という論点を回避する狙いがあつたものと思われる。したがつて、プロポーザル方式の導入は、引受証券会社と受託銀行双方の思惑の交差した妥協の産物であつたが、起債市場における起債会の影響力の排除という点については、すでにこの時点で起債調整は終わり、起債会方式は実質的にマクロ的調整の役割を終えていたことを考えると、それは形式的なものに過ぎず、むしろプロポーザル方式の導入によつて、社債受託制度の明確化という論点が回避されたという点において、大きな課題を残すものとなつた。

3 社債発行限度規制と社債受託制度

このように、社債受託制度の明確化を正面から改革の課題として議論の俎上に載せることは回避されたわけだが、それは偶然の産物ではなく、受託銀行が意図的にこれを回避したことを示すのが、社債発行限度枠規制緩和をめぐる一連の動きである。

まず、社債発行限度枠規制とは、社債発行会社の社債発行に對して限度を設ける商法上の規制であり、一社の発行する社債の合計額の上限規定であった。そして、九〇年改正以前の商法では、この社債発行限度について、「資本及準備金ノ総額」または「純資産額」のいずれか少ない額を越えて発行することはできない、と定められたため、かなり厳しい規制となつていた。そこで、旧来よりこの二重の制限については議論があつたが、その後純資産額一本にすべきとする見解が有力となり、実際後述するように、九〇年の商法改正もこの方向で行われた。さらに付け加えると、そもそも社債発行限度を法的に規制する諸外国の例はそれ程多くなく、特に新しい立法例はないといわれるよう、この規定自体が世界的に見て異例なものであり、そのため日本の商法が社債発行限度枠を規制する必要の有無自体を疑問視する見方も強まつてきていた。

実際、この規定は一般の株式会社については、七七年の「社債発行限度暫定措置法」によつて担保付社債、転換社債および外債に限つて、商法限度の二倍に拡大されており、さらに電力会社については、八五年の特別法によつて商法限度の六倍に拡大されており、産業界の要請に突き動かされる形で、漸次緩和が進んでいたのである。そして、この規制見直しは、前述のように八六年の証券取引審議会報告の改善案にも盛り込まれていたが、他方で八七年から法務省の法制審議会商法部会・社債法小委員会でも論議され、ここでは単に社債発行限度規制だけではなく、「社債法全面見直し」という観点から論議された。⁽¹⁾ というのは、社債法見直しという議論はかなり早い段階から法学者をはじめ各方面で論議されていたからである。そして、法務省は、この社債法小委員会での検討結果を踏まえ、八九年七月、社債法改正について、社債発行限度規制の撤廃や受託制度の見直しを含む改正案をとりまとめた。その改正案の内容は、①社債の発行限度枠を段階的に撤廃する、特に優良会社については当初から枠を撤廃する、②受託会社の法的権限は元利金を受領するのに必要な権限に限定する、という相当大胆なものであつた。

あつた。さらに、その後も法務省は社債法小委員会を開いて検討を重ね、九〇年二月一四日、社債発行限度枠についての商法改正要綱案が固められた。それによれば、社債発行限度枠の基準は純資産額に一本化され、転換社債に加え、ワラント社債についても、基準の二倍までの発行が認められる、というものである。そして、この要綱案は四月一七日に衆議院に提出、可決されたが、その一方で、受託機能の見直しについては、なんら進展を見ることなく終わつた。つまり、この背景には、「受託銀行の抵抗が強く前進できなかつた」⁽²⁾ため、社債法全面改正は断念し、審議内容を社債発行限度枠の問題に限ることとしたという経緯があつた。すなわち、当初受託銀行側は、前述の社債法等研究会のまとめた「社債法改正試案」(一九八六年六月)の中で、社債発行限度規制を撤廃した場合、過剰起債の抑制を担保面の制約とディスクロージャーの強化だけで確保し難いという理由で、撤廃を時期尚早とし、限度枠撤廃に強く反対していた。⁽³⁾ それにもかかわらず、この商法改正で社債発行限度枠緩和が実現した背景には、日本興業銀行を中心とした受託銀行側が、発行限度枠緩和で譲歩すると引き換えに社債受託制度の見直しに関する法改正を回避したことがうかがえる。いわば、社債発行限度枠緩和は、社債受託会社の役割の明確化を回避し、この既得権益を維持するための交換材料とされたといえる。

(1) 例えば、法学者の間では、商法・担保付社債信託法および証券取引法における社債に関する諸規定間で重複ないし矛盾があることが從来から指摘されており、その整備のための社債法改正が論議されていた(例えば、田瀬吉男「社債法の問題点」、「ジュリスト」、一八号、一九五二年、渡辺貞吾「社債をめぐる法制上の諸問題」、「商事法務研究」、三九号、一九五六、鴻常夫「社債法」、有斐閣、一九五八年、七五、七六ページ、などを参照)。また、法務省では、一九六一年に経済関係団体に対して社債法の改正に関する意見照会を行なつており、これに対して関西経済連合会、全国銀行協

会、公社債引受協会、東京商工会議所から社債法の広範な改正を望む意見書が提出されている。さらに、このような動きをうけて受託銀行側は、一九七〇年法学者および法務省担当官を集めて「社債法等研究会」を設立しているが、これは日本興業銀行と関連の深い河上記念財団の援助によるものであった。

(2) 「日本経済新聞」、一九八九年一二月一日。

(3) この試案では、受託会社の方については、「実務との関係が深く、また業法的色彩がも有するため、その改正は慎重に行う必要がある」として基本的な論議を避けている。

4 金融制度改革と銀行系証券子会社の参入

第一節でみたように、金融自由化の進展によって、銀行・証券間の業界問題が浮上してくるとともに、銀行業内部においても従来の専門金融機関制度の存在意味が問われるようになつた。すなわち、長短分離原則、信託分離原則の見直しである。そして、一九八〇年代後半以降の金融制度改革論議では、これら既存の分離原則の見直しが絡み合つて展開されるとともに、新規業務や新金融商品をどの領域に組み込むかという作業が並行的に行われることになる。

さらに、これら分離原則については、制度上はそれが従来通り維持されつつも、実質的には形骸化している状況が金融自由化以前から随所に存在していた。とくに、長短分離原則については、長期金融に対する運用面での規制はなく、すでに都銀は一九七〇年代から長期貸出の比率を高め、逆に長期信用銀行は短期貸出の比率を高めていた。すなわち、高度成長期以後、大企業の長期設備投資が傾向的に減退する中で、金融資産蓄積を背景に貸出し余力を高めた都銀が長期貸出に進出したため、長信銀にとって長期貸出が独壇場ではなくなつていったのである。

金融制度改革論議の具体的な進展は、一九八五年一〇月金融制度調査会が専門金融機関制度の検討を開始したことから、「専門金融機関制度のあり方について」と題する報告書が一九八七年一一月に公表された。ここでは長期信用銀行制度、信託銀行制度、外國為替専門銀行制度および相互銀行制度について見直しの可能性のみが示唆されているにとどまっているが、その後一九八九年五月に中間報告が発表され、そこでは業態間相互参入について、いわゆる「五つの方式」が提示され、このうち問題の少ないものとして、業態別子会社方式と特例法方式があげられている。さらに、一九九〇年六月には第二次中間報告が発表され、そこでは業態別子会社方式が最も望ましいとされた。最終的には、一九九一年六月金融制度調査会制度問題専門委員会は「新しい金融制度について」と題する報告書を提出し、また五月に証券取引審議会基本問題研究会も「証券取引に係る基本的制度のあり方について」と題する報告書を提出した。そして、いずれの報告書も銀行、証券、信託銀行がそれぞれ各業務へ、業態別子会社方式を主体とした方法で相互に乗り入れることを提言している。その結果、金融制度改革関連法案が議会に提出され、一九九二年六月成立、一九九三年四月施行され、証券子会社として興銀証券、長銀証券、農中証券が設立された。また、信託銀行子会社としては、証券大手四社と東京銀行のそれが設立された。

この金融制度改革論議の展開を具体的にみると、そこでの論議は国際性、利用者利便、金融秩序の維持を標榜していたが、その基本が専門金融機関、すなわち長信銀対策であることは明らかである。つまり、すでに長短分離原則は運用面では都銀の趨勢的な長期貸出の比率増加、調達面では各種新金融商品、さらに都銀の長期預金との競合のなかで事実上崩れ、その固有の存立意義を失いながらも、支店網の制約によつて都銀と同一条件では競争できない状況におかれていた。そこで、裁量行政を維持しながら金融自由化を推進していた大蔵省は、各業態

内の既得権益の再配分という形で調整を行った。すなわち、まず長信銀側には証券子会社設立を認可し、逆に証券側には信託銀行子会社設立を認可することによって利害調整を図った。その際、証券子会社の業務範囲は、大手証券会社と競合関係になる債券引受業務などに限定され、中小証券会社の経営に直接影響する株式ブローカー業務などは認められず、さらにファイア・ウォールも設けられた。また、信託銀行子会社の業務範囲からは貸付信託、年金信託、合同運用指定金銭信託、特定金銭信託、特定金外信託などが除外され、既存の信託銀行との妥協が図られた。これは利害調整を最小限にとどめるための措置であつたといえる。

5 九三年商法改正と受託銀行

前述のように、金融制度改革が業態別子会社方式で決着し、一九九一年六月金融制度改革関連法が成立した。そして、日本興業銀行、日本長期信用銀行および農林中央金庫の証券子会社が参入第一陣となることが決定したわけだが、これは金融制度改革が長信銀対策であったことを端的にあらわしているが、他方で一九九三年六月商法改正が行われ、懸案となっていた受託会社のあり方が明確化された。この法改正によつて、社債募集の受託会社は社債管理会社と改称され、その役割も発行事務代行業務と発行後の管理業務に分けられた。すなわち、社債管理会社は社債権者保護を確実にする役割に純化・再編され、かつて受託会社が行つてきた、社債申込証の作成、払込金の徵収などの発行事務代行業務は本来業務ではないとされ、また発行会社に対する助言的役割やディフェルト債の買取なども法律上予定しないものとされた。したがつて、発行事務代行業務は、銀行・証券の相乗り分野であることが明確化され、競争促進による手数料引き下げが可能となると同時に、銀行が受託業務を通じて個別の発行会社の社債発行に関与するという従来の役割に終止符が打たれたわけである。かつて社債受託制度には、新規業務分野の獲得をにらみながら行われたのである。

マクロ的役割、ミクロ的役割、さらに救済的役割があつたことを指摘したが、この改革によつてそのすべての役割が終わり、新たに社債権者保護という役割に特化したものとなつたといえる。その意味で、受託銀行はかつての既得権益を放棄したわけだが、その大きな要因は証券分野への新規参入であり、とくに社債引受業務への参入であった。したがつて、法務省社債法小委員会の審議において受託会社のあり方を明確化する方向で検討が進められ始めたのが、一九九一年になつてからといわれている⁽⁴⁾が、これは金融制度改革が証券業務への子会社方式での参入という形で具体性を帯びてきたのとまさに軌を一にするものであつた。受託銀行による既得権益の放棄は、新規業務分野の獲得をにらみながら行われたのである。

(4) 「法制審議会商法部会社債法小委員会における社債関連法改正の検討状況」、「商事法務」、一九九一年七月五日、参照。

ジーンズファンドと「ソロス以前のヘッジファンド

伊豆 久

1 はじめに

本誌九月号では、ヘッジファンドに対する米国連邦証券規制について紹介したが、では、そうしたヘッジファンドは実際にはどのようなものだろうか。本稿では、まずヘッジファンドの始まりから六〇年代末の破綻までを簡単に整理してみた。

2 ヘッジファンド第一号とその特徴

はじめに、ヘッジファンドがどのようにして始まったのか見てみよう。

ヘッジファンド第一号は、社会学者で金融ジャーナリストだったA・W・ジーンズ (Alfred Winslow Jones) が一九四九年に創設した投資ファンド (A.W.Jones and Company) だと言われている。⁽¹⁾⁽²⁾ 図1は、六〇年代前半のジーンズファンドのパフォーマンスを、当該期間ミューチュアルファンドの中で最高の成績だったフィデリティのトレンド・ファンダム、ダウ平均と比較したものである。ジーンズファンドの運用成績は、六五年までの五年間で四・二五倍、五五年からの一〇年では七・七倍に達したと言つ。

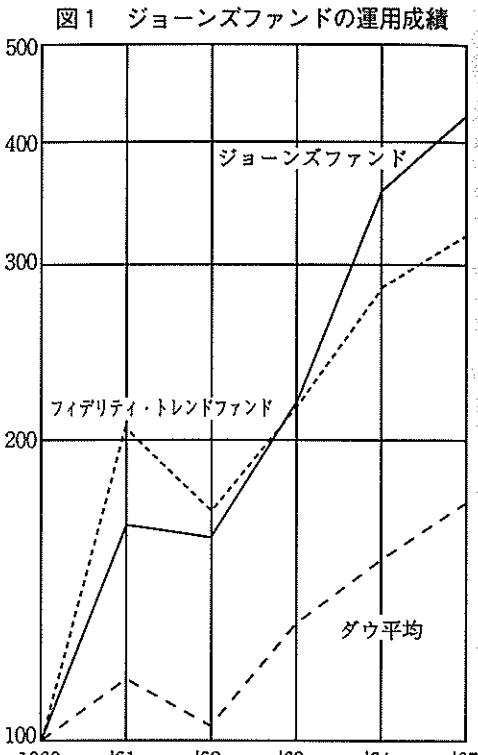


図1 ジーンズファンドの運用成績
(注) 60年5月末を100とした各年5月末時点のパフォーマンス。ジーンズファンドの会計年度が5月末であるため。
(出所) C. J. Loomis, "The Jones Nobody Keeps Up With", Fortune, April 1966.

このファンドの第一の特徴は、まず、空売りによってリスクヘッジするところにあつた。通常、株式投資にともなうリスクは、ポートフォリオの一一定額を債券ないしキャッシュでもつことで「ヘッジ」されている。最近、日本でも流行しあじめた資産管理においても、その基本は、株式と債券の比率をどうするかである。しかし、ジーンズは、割安と判断した銘柄を買うと同時に、割高と見なした銘柄を空売りすることで、より効率的なリスクヘッジが可能であると考えたのである。具体的には、買い総額と売り総額の差額⁽³⁾を「リスク」ととらえていた。ジーンズの運用方法は、現在なら、個別銘柄の買いとインデックスの売り⁽⁴⁾と個別銘柄の売りとインデックスの買い⁽⁵⁾を同時に行うこと等しい。インデックスの売りと買いは同額部分が相殺されるというわけである。つまり、個別の銘柄のリスクは、銘柄固有のリスクと市場全体（インデックス）のリスクが合成されたものとし、後者をヘッジ（正確には調節）していたのである。もちろん、これすべてのリスクがヘッジされるわけではなく、銘柄リスクに特化していた（売りと買いが同額でなければ市場全体のリスクもとることになる）のであり、ファンドの運用において銘柄の選択が決定的に重要なことは言うまでもない。そしてその選択が事後的に正

しかつた時にのみ、このファンドは成功するのである。⁽⁵⁾

ジョーンズファンドの第二の特徴は、その運用にレバレッジを利かせたことである。市場リスクを自在に調節しただけでなく、割安と判断した銘柄には空賣いを、売り時と判断した銘柄には空売りかけることで、自らが引き受けた銘柄間格差を増幅させたのである。

第三の特徴は、リミテッドパートナーシップの形態をとつていたことである。最初は、五人のジェネラルパートナーから成るジェネラルパートナーシップ（出資金一〇万ドル、内ジョーンズが四万ドルを出資）として設立されたが、参加希望者が増えたため、五二年にリミテッドパートナーシップに変更された。リミテッドパートナーの増資・償還は年に一度しか認められず、また、ジェネラルパートナーが運用益の一〇%を運用報酬として受け取ることとなつた。ジェネラルパートナーは五人で、それぞれがファンドの一定割合を任されていたが、外部のアドバイザーとして、証券会社のブローカーとアナリスト、投資顧問も数人利用していた。そして、発注前には、ジョーンズとナンバー・ツーにあたるもう一人が、最終チェックをしていたという。

以上の三つの特徴、①自らが選択した特定のリスクのみを取り、他のリスクはヘッジすること、②レバレッジを利かせること、③リミテッドパートナーシップ形態をとり成功報酬制をとつてること、のそれぞれは、なにもジョーンズのオリジナルではなかつたが、この三つの性格をすべて備えたファンドは、ジョーンズファンドが最初とされている。そして、こうした特徴は、本誌九月号拙稿で確認したように、現在においてもヘッジファンドの基本的特徴となつているのである。

設立以来、ジョーンズファンドが一般に知られるることはなかつたが、六六年にフォーチュン誌（注1参照）がその驚くべきパフォーマンスを紹介すると、折からの株価上昇とあいまつて、ヘッジファンド・ブームが到来するのである。では、そのブーム期のヘッジファンドはどのようなものだったのだろうか。

3 一九六〇年代末のヘッジファンド

一九六〇年代末のヘッジファンドについては、七一年にSECが発表した機関投資家報告書から、その一端を知ることができる。以下、同報告書に依つて六〇年代末のヘッジファンド・ブームとその破綻について見てみよう。

六八年未時点で二二五のプライベート・インベストメント・パートナーシップが存在したが、SECは、そのうちの一四〇本をヘッジファンドに分類している。⁽⁷⁾ 当時のミューチュアルファンドの総資産が三八一億ドル（一本平均九六〇〇万ドル）だったのに対して、ヘッジファンドの総資産合計は一三億ドル（一本平均九〇〇万ドル、ただし後述のように少数のファンドへの集中度が高い）でミューチュアルファンドの三・四%に相当する規模である。⁽⁸⁾

それを資産規模別に見ると（表1）、総資産一億以上のファンド三本で、一四〇本の資産全体の二六・一%を占めており、二五〇〇万ドル以上の一三本（本数として全体の九%）になると、六三・一%を占めていることが

表1 資産規模別の設立年と資産額

総資産 (100万ドル)	設立年						合計(%) (1000ドル)
	1964年以前	64年	65年	66年	67年	68年	
~ 1	3	0	0	2	8	36	49(35) 18,873(1.5)
1 ~ 4.9	8	1	2	1	8	30	50(36) 123,550(9.5)
5 ~ 9.9	0	1	0	3	2	7	13(9) 90,052(7.0)
10 ~ 24.9	0	2	0	1	7	5	15(11) 244,550(18.9)
25 ~ 99	0	1	3	4	2	0	10(7) 478,470(37.0)
100 ~	3	0	0	0	0	0	3(2) 338,439(26.1)
合 計	14	5	5	11	27	78	1,293,934(100.0)

（出所）Institutional Investor Study Report of the Securities and Exchange Commission, vol.2(92nd Congress, 1st Session: House Document No.92-64, Part2), 1971.

(15)

表2 リミテッドパートナーの数

総資産 (100万ドル)	リミテッドパートナーの数							合計
	~14	15~29	30~49	50~74	75~99	1	2	
~1	31	4	3	0	1	1	48	39
1~4.9	19	19	5	4	0	0	13	13
5~9.9	3	6	4	0	1	0	14	14
10~24.9	1	6	6	1	6	1	10	10
25~99	0	0	3	0	0	1	3	3
100~	0	0	0	0	0	1	4	127
合計	54	35	21	13	4			

1) 2人以上のリミテッドパートナーのいるファンドのみ。
(出所) 表1と同じ。

わかる。著しい寡占状態が生じており、これは現在のヘッジファンドにもあてはまる現象である。また、設立年を見ると、設立後五年以上経過しているものはわずかに一四本（一割）にすぎず、二七本が六七年に、七八本が六八年にされており、調査時点（六八年）直前一年間にヘッジファンド全体の七五%が設立されていることになる。また、設立年とファンドの大きさを見ると、総資産一億ドル以上のファンド三本は五六六年、六一年、四九年といずれも他に比べて飛び抜けて古く（表3）、規模の小さいファンドの設立が六七、八年に集中している。そして、小さなファンドは、出資者（リミテッドパートナー）の数も当然に少ない（表2）。フォーチュン誌がジョーンズを紹介したのが六六年、そして六七、八年と株価が上昇した時期に、小規模のヘッジファンドが多数設立されたことがわかる。

表3は、総資産一〇〇〇万ドル以上の大手ファンド二八本の概略を示したものである（ジョーンズファンドはCと表記されている）。この二八本のマネージャー（ジェネラルパートナー）への報酬は、二三本がパフォーマンス報酬で、うち一九本でその比率が二〇%に定められている（この慣習も現在に続いている）。残りの二本は純資産額ベース、二本は固定給プラスボーナス、もう一本は固定給のみであった。ペーマンス報酬制をとっているファンドの中にはそれまでの損失を補填してさらに六%以上の利回りが出た場合にのみ、報酬を払うというものもあった。ジェネラルパートナーは、報酬以外に、もちろん、出資額に応じた分が替などへの投資はほとんど見られない。

総資産に対する負債の比率は約三割となつており、空売りと銀行借入がそのほとんどを占めている。空売りや銀行借入を大手ファンド二八本について見たものが表6である。買持ちに対する売り持ちの比率が、六八年一年間の一回の月末時で最大いくらになつたか、を見ると、七・六%（ファンドD）のようにほとんど空売りをおこなつていらないファンドから、一〇〇%を越えるファンド（GとAA）や買持ちなしの空売りのみの月もあつたというファンド（W）までばらばらである。また、資産に対する負債の比率の最大値を、単純に対銀行借入と対証券会社債務の合計として見ると、五・九%のファンド（M）から五七・五%のファンド（Z）まで分散している。また、株式オプションについても、オプションは七三年にシカゴボードオプション取引所（CBOE）に上場されるまで店頭でのみ取引されていたが、ファンドによつてはそれを比較的積極的に利用していたことがわかる。

4 ブームの破綻

しかし、ニューヨーク株式市場（ダウ平均）が六九年五月の高値九六八ドルから七〇年五月の六三一ドルまで三五%下落する過程で、ヘッジファンドは壊滅的な打撃を受ける。六八年末時点で一〇億ドル余りあつた大手二

表4 ヘッジファンド^①とミューチュアルファンド^②の資産構成

表5 ヘッジファンドの負債構成^{③④}

ショートポジション	11.6
マージン取引	4.5
その他証券会社借入	0.0
銀行借入	0.3
(レギュレーションU枠)	
その他銀行借入	9.8
その他の借入(担保付)	0.0
その他の借入(無担保)	0.0
その他負債	1.0
買入証券未払い金	4.5
負債合計	31.7

1) 回答ファンダ数74本。

2) 総資産に対する比率。回答ファンダ数が異なるため、表4とは対応していない。
(出所) 表1と同じ。

(%・100万ドル)

	ヘッジファンド	ミューチュアルファンド
現金	9.5	6.1
受取り証券	7.9	—
普通株	61.2	84.3
転換優先株	6.7 ^⑤	3.2 ^⑥
非転換優先株	2.0 ^⑦	—
社債	—	6.5
ワラント	4.2	—
その他の証券	4.8	—
その他資産	3.6	—
総資産	100.0(1,245)	100.0(52,677)
純資産	70.5	
負債	29.5	

1) 回答ファンダ数129本。

2) ICI(投信協会)会員。会員の報告は、現金、普通株、優先株、社債、総資産のみ。

3) 社債を含む。

4) 非転換優先株を含む。

(出所) 表1と同じ。

表3 大手ヘッジファンドのパートナー数・出資額

ファン	設立年 (億年・100万ドル)	総資産 (68年末) (ジェネラル) (リミテッド)	パートナー数		設立時のパートナー1人あたり平均出資額(ドル) (ジェネラル) (リミテッド) ^⑧	新加入パートナーの最低出資額 ^⑨ (ドル)
			68年末 (ジェネラル)	リミテッド		
A	1956	118.3	1	85	100	15,000
B	1961	113.6	8	55	119,000	145,000
C	1949	106.6	8	70	20,000	—
D	1964	89.6	5	77	112,000	101,000
E	1965	75.1	3	73	303,000	158,000
F	1965	63.1	5	69	371,000	208,000
G	1966	50.5	4	32	1	100,000
H	1967	47.3	3	47	213,000	153,000
I	1966	37.4	4	50	112,000	106,000
J	1967	33.5	3	46	47,000	366,000
K	1966	29.4	2	50	284,000	142,000
L	1966	26.7	1	67	2,000	1,000
M	1965	26.0	3	41	100	238,000
N	1967	23.9	3	62	46,000	74,000
O	1968	19.8	3	34	425,000	280,000
P	1968	19.4	2	31	100,000	318,000
Q	1967	19.0	3	27	246,000	381,000
R	1967	18.9	1	11	1,000,000	800,000
S	1968	18.2	1	24	50,000	141,000
T	1967	17.4	1	43	100,000	63,000
U	1968	14.8	2	25	250,000	342,000
V	1966	14.7	4	36	34,000	63,000
W	1964	14.5	5	36	25,000	33,000
X	1964	13.3	2	36	60,000	36,000
Y	1967	13.2	2	20	102,000	330,000
Z	1967	13.0	6	1	1,027,000	—
AA	1967	12.5	2	27	36,000	212,000
BB	1968	12.1	1	26	10,000	317,000

1) 空欄は、最低出資額を定めていないか、新規リミテッドパートナーを募集していないため。

2) 空欄は、設立時はジェネラルパートナーシップだったため。

(出所) 表1と同じ。

八本の資産総額は、七〇年九月にはわずか三億ドル余りと七割が吹き飛んでしまったのである(表7)。マイナス七〇%という数字は、出资者への償還にともなうファンダ資産の減少分を含むため、必ずしもパフォーマンスを示すものではないが、この時に多くのヘッジファンダが事实上破綻・解散したのである。^⑩

六六年一〇月から六九年五月への相場上昇期に現れたヘッジファンダは、買持ち比率を高めてゆき、結局、株価下落期には、そのレバレッジの分だけインデックスの動きよりも大きな損失を被つたものと思われる。そして、この後、わずかなファンダを除いてヘッジファンダが大きな注目を集めることは八〇年代までなかつた。株式相場が低迷を続けた七〇年代に二度目のヘッジファンダ・ブームは訪れなかつたのである。

表7 1970年の大手ヘッジファンドの状況¹⁾

ファンド	68年末の 総資産 (100万ドル)	70年9月末の 総資産 (100万ドル)	68年末からの 変化率 ²⁾	ジェネラルパートナー (68年12月末)	リミテッドパートナー (70年9月末)	リミテッドパートナー (68年12月末)	リミテッドパートナー (70年9月末)
A ³⁾	118.3	5.4	(95.4)	1	1	85	85
B	113.6	12.5	(89.0)	8	7	55	30
C	106.6	18.2	(82.9)	8	7	70	46
D	89.6	20.0	(77.7)	5	3	77	39
E	75.1	15.0	(80.0)	3	4	73	73
F	63.1	27.6	(56.3)	5	5	69	50
G	50.5	23.0	(54.5)	4	3	32	27
H	47.3	49.7	5.1	3	3	47	50
I	37.4	12.5	(66.6)	4	4	50	41
J	33.5	33.1	(1.2)	3	3	46	50
K	29.4	8.0	(72.8)	2	3	50	35
L ⁴⁾	26.7		(100.0)	1		67	
M	26.0	5.9	(77.3)	3	3	41	22
N ⁵⁾	23.9		(100.0)	3		62	
O	19.8	5.3	(73.2)	3	4	34	36
P ⁶⁾	19.4	6.7	(66.5)	2	0 ⁶⁾	31	12 ⁶⁾
Q	19.0	12.1 ⁷⁾	(36.3)	3	3	27	26
R	18.9	11.7	(38.1)	1	1	11	17
S	18.2	6.5	(64.3)	1	1	24	26
T	17.4	1.0	(94.3)	1	1	43	12
U	14.8	10.5	(29.1)	2	2	25	22
V	14.7	1.0 ⁸⁾	(93.2)	4	3	36	21
W	14.5	1.9	(86.9)	5		36	18 ⁹⁾
X ⁹⁾	13.3	1.7	(87.2)	2		36	22 ⁹⁾
Y ⁹⁾	13.2	11.3	(14.4)	2	2	20	18
Z	13.0	7.8	(40.0)	6	5	1	1
AA ¹⁰⁾	12.5		(100.0)	2		27	
BB	12.1	6.0	(50.4)	1	1	26	16
合計	1,061.8	314.4	(70.4)	88	69	1,201	795

1) ファンドは月次の試算表を作成していないため、概数を含む。

2) () はマイナス。変化率は、投資パフォーマンスではない。解散、払い戻し、各種借入を含む。

3) 69年末に解散。70年1月に9,800万ドル(パートナーシップ資本の95%)を配分した。

4) 確認できず。

5) 69年末に解散。

6) 最後のジェネラルパートナー死亡のため、70年9月25日現在清算中。

7) 70年8月末の数値。

8) 未公開株の評価額により概算。

9) パートナーシップから株式会社に転換したため、株主数。

10) 70年9月末に解散。

(出所) 表1と同じ。

表6 1968年中の大手ヘッジファンドの空売り・オプション取引

ファンド	月末時の <ショートポジション／ ロングポジション>の 最大値 ¹⁾	<オプション保有額／ 普通株保有額> ²⁾	
		(対銀行)	(対証券会社) ³⁾
A	30.1	39.6	—
B	54.6	4.2	12.4
C	23.8	8.3	—
D	7.6	5.5	0.8
E	72.1	11.9	13.6
F	84.4	17.1	—
G	117.1	14.5	9.6
H	54.8	22.6	15.2
I	79.1	12.1	10.9
J	49.2	19.7	—
K	97.3	13.1	3.1
L	14.7	15.0	31.7
M	38.4	2.0	3.9
N ⁶⁾	—	—	0.4
O	40.0	15.4	20.1
P	67.4	17.4	6.6
Q	70.5	17.2	10.8
R	94.1	14.7	13.3
S	41.6	9.6	—
T	54.7	20.2	33.8
U	—	15.6	—
V	67.3	18.2	32.3
W	— ⁷⁾	22.7	10.9
X	27.4	29.1	6.0
Y	23.6	21.5	13.2
Z	30.1	19.3	38.2
AA	127.9	4.8	24.2
BB	35.5	19.2	18.3

1) 金額ベース。ファンドにより該当月は異なる。

2) マージン取引分。

3) 四半期末での、保有普通株に対するオプション保有額比率の最大値。オプションの保有額はプレミアムベース。コール・プット合計。

4) 0.05%以下。

5) 68年中にオプションの売りも行われた。

6) ファンドの設立が68年11月のためデータなし。

7) ショートポジションが最大となった月には買持ち額ゼロ。

(出所) 表1と同じ。

では、以上のような六〇年代末までのヘッジファンドをどのように考えるべきなのだろうか。一つの見方は、株価上昇期においていつの時代にもどの国でも見られる、ハイリスク運用の広がりとその破綻にすぎないというものであろう。ヘッジファンデンドと言えども、他のファンデンドや投資家と同様に、結局は、株価が上昇している間は大きな利益を得るもの、相場が反転すると大きな損失をこうむつただけと言えるだろう。六〇年代末のヘッジファンド急増とその破綻は、当時の株式市場をリードしたミューチュアルファンデンドブーム（ゴーゴーファンドブーム）の限界的象徴であった。ジョーンズの高収益も、彼個人の運用能力以上に五〇年代の株価の高騰を反映したものであつたかもしれない……。こうした見方は今日のLTCMの破綻においても妥当する、時代を越えた普遍的な真理でもある。しかし、こうした見方だけでは、今日に至るヘッジファンデンドのもつ意味を十分には理解できないのではないだろうか。

ジョーンズがおこなつた空売りと空買い、これも特異な売買手法とは言えず、むしろプロの投資家にとって一般的でさえある。しかし、それを単に割安銘柄を買い割高銘柄を売るという別々の投資と考えるのではなく、先に述べたようにマーケットリスクの調節手段と認識する時、株式投資とともに大きなリスクをマーケットリスクと銘柄固有のリスクに分解し、そこから自分が選択的にリスクテイクするという特殊な投資手法とみなすができる。つまり、既存金融商品のリスクの分解とその上での選択的リスクテイク（＝選択的リスクヘッジ）がなされており、それは、デリバティブの基本的機能につながる。既存の金融商品の一体化されたヘリスク・リターンを、複数のより単純なヘリスク・リターンに分解し、その一つ一つを「市場」の観点から切り刻みながらスペキュレート（評価＝投機）していくこと、そこにデリバティブの最も重要な機能があるからである。

そして、そのように金融商品を分解していく時には、多種類のヘリスク・リターンを一体化して含みこんでいた時にはわからなかつた「歪み」が明らかになりやすい。それがデリバティブを利用するヘッジファンデンドにとって最大のビジネスチャンスとなるのである。

ところが、株式相場が低迷しつづけた七〇年代、反対に市場に流行したのはインデックス運用であり、それを理論づけたのが効率的市場仮説であった。市場の完全性が強調され、その「歪み」をつく、あるいは割安に放置された銘柄を発掘するといった株式市場の「伝統的な投資スタイル」までが相対的に軽視されるようになる。それは、機関投資家が成長し、米国の株式市場が確かに一定の「完全性」を備えるに至つたことを反映していたとも言えるであろう。そこへヘッジファンデンドが活躍の場を見つけられなかつたとしても不思議ではない。

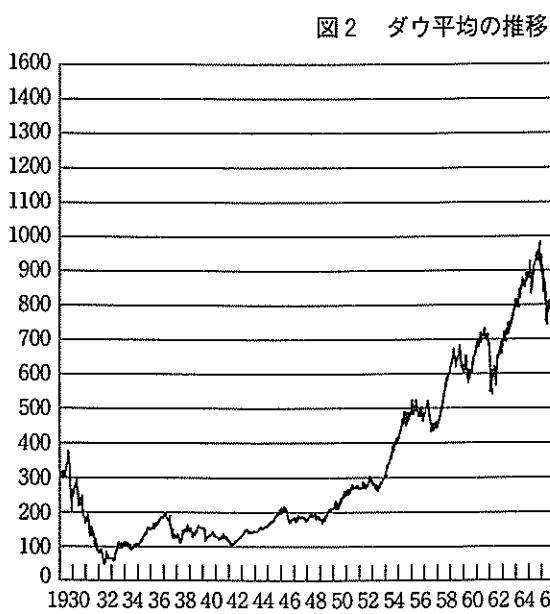


図2 ダウ平均の推移

（資料）Moody's Handbook.
（出所）日本証券経済研究所『図説アメリカの証券市場1998年版』

ムのための舞台を用意していたのである。七一年の「クーンショックに始まるクローバル化の時代」、そ、市場経済のフロンティアが拡大する、すなわち市場としての外見をとりながらも「市場」としては「歪んでいる」経済が拡大する時代であり、ベッジファンデムとひじ絶好のビジネスチャンスの到来を意味するからである。それでは、当初から証券の国際取引に注力していくたジョージ・ソロスが注目を集めるのは不思議なことではない。そして、インスチューションナルインベスター誌は、八一年六月号でソロスを、八六年五月号ではプラザ合意前後のドル安で巨額の利益をあげたジュリアン・ロバートソン（タイガーファンド）をカバーストーリーに取り上げ、二度目のベッジファンデム・ゲームの到来を告げる所以である。その後のベッジファンデムヒストリーズは稿を改めて検討するにむけしだ。

(1) A·W·シムーハズの「トランクのジャック」 C.J.Loomis, "The Jones Nobody Keeps Up With", *Fortune*, April 1966; J.Brooks, *The Go-Go Years*, Weybright and Talley, 1993, pp.141-144; T.Caldwell, "Introduction: The Model for Superior Performance" in *Hedge Funds*, eds. by J.Lederman and R.A.Klein, MacGraw-Hill, 1995.

(2) ジョーンズは、カリフォルニア大学で社会学の学位を取った後、フォーチュン誌やタイム誌や、農業協同組合や大学予備校など金融とは関係のないテーマを扱うライターとして活躍していくた。が、証券市場に関する記事を執筆した」とがめりかけになり、四八歳の時にファンドを設立した。ちなみにその記事は、当時流行した各種のテクニカル分析を批判的に紹介するものであった。A.W.Jones, "Fashion in Forecasting", *Fortune*, March 1949.

- (3) 実際の計算では、銘柄別に流動性のウエイトが掛けられてるだ。
(4) 相場動向の予想に応じて、ポジションはシート、ロングを機動的に変更されてるだ。
(5) ジョーンズが運用に成功した本当の理由を知りたい人はどうぞ、ジョーンズファンデムを紹介したフォーチュン誌(注1)参照)

参考) は「マーチュアルファンデムとの比較で興味深い指摘をしてる。同誌によると、当時、「マーチュアルファンデム」ファンデムを販売してくれた証券会社に報いるため、注文を出す証券会社に対して委託手数料のかなりの部分をファンデム販売会社に回すよう指示してた。さわゆるギアアップである。これに対してジョーンズファンデムは、ファンデムの販売努力がいるため、銘柄選択上の情報を提供してくれた証券会社に手数料の一部を分け与えていたところ。ギアアップをファンデム販売ではなく、情報収集に利用していたのである。固定手数料下におけるギアアップについては、佐賀卓雄『アメリカの証券業』東洋経済新報社、一九九一年、五一一五三頁参照。

(6) *Institutional Investor Study Report of the Securities and Exchange Commission*, vol.2(92nd Congress, 1st Session, House Document No.92-64, Part 2), 1971.

(7) 成り立つ本がベッジファンデム（米国外のものを含む）の純資産は11000-14000億ドルと推定されており、米国のマーチュアルファンデム残高約5兆ドルの六一八%に相当する。

(8) 現在のベッジファンデム（米国外のものを含む）の純資産は11000-14000億ドルと推定されており、米国のマーチュアルファンデム残高約5兆ドルの六一八%に相当する。

(9) 例えば、資産額トップのファンデムAは、七〇年九月までに資産の九五・四%を流出させているが、表7の注3が述べているように、そのほとんどが出資者への償還によるものである。ジョーンズファンデム（C）よりの間八一・九%の資産を失っているが、それが損失によるものか償還によるものかは不明。これまでにせよ、ジョーンズファンデムはその後も存続し、七七年の雑誌記事でも高いペフォーマンスを上げている八本の中の一本として（マジックファンデムの生みの親として）取り上げられてる（J.Thackray, "Whatever happened to the hedge funds?", *Institutional Investor*, May 1977)。

(10) 「ハレした状況下でも、もちろん、高パフォーマンスをあげるベッジファンデムが皆無だいたわけではな」 D.O.Tyson, "Joe

Pikul: "How to succeed with a hedge fund without hedging", *Institutional Investor*, June 1970.

(11) カの窓外の「ハーフマーン・クロベード」だ。彼は、誰かがくっついていたや五年以上、早々やわ
ホールストリーム・ギャーナル紙(五円)八田付の「国際新聞」(ただよ、ロバート・レスラー(111上級1訳)「ハ
ロス」一九九五年、町川書房、111頁よりの略訳)。

新たな段階をむかえたドイツ証券取引所のXETRA ～XETRAリリース3～

吉川 真裕

一九九七年一月一八日、ドイツ証券取引所は、従来の電子取引システムIBIISに替えて、新取引システムXETRA(Exchange Electronic Trading)を導入した。この際のXETRAは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一段階(リリース2)に当たり、一九九八年一〇月一二日には第三段階に当たるXETRAリリース3へと移行し、電子取引システムによるドイツ証券市場の統合は一層進展することになった。もともとIBIISはロンドン証券取引所の外国株市場である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り、XETRAリリース2でもDAX指數構成銘柄を中心とした株式を対象としていたが、今回のXETRAリリース3ではフランクフルト証券取引所に上場されている全株式とワラントおよび債券の一部にまで対象が拡大され、株式市場のほぼ全体と債券市場の主要銘柄をカバーしており、電子取引システムによって中央市場を実現すると同時に、EU統合後の金融取引をリードしようというドイツ金融センター構想を押し進める上で重要な一步が踏み出されたと言える。

本稿では、XETRA導入に至る経緯と導入後の経過を簡単に振り返り、XETRA導入後の取引状況を紹介した後、XETRAリリース3の概要を説明し、将来の展望と課題を考察する。⁽¹⁾

1 XETRA導入に至る経緯

一九八九年一二月一日、大手銀行の依頼を受けてドイツ証券計算センター（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、個別株オプション上場が予定されていた一四銘柄で開始された（翌年一月二六日からはDTBで一四銘柄の株式を対象として個別株オプション取引が開始されている）。この段階でのIBIS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SEAC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の登場によつ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MATISをロイターとともに開発し、自由仲立人もシティバンクの協力を得てMIDAS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ということから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。

一九九〇年一月二六日にはDTBで優良株三〇銘柄を対象としたDAX指數先物取引と、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指數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引単位としていたが、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、取引が拡大した。

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ドイツでは広まつており、旧IBISの導入はこうした動きを背景として実施された。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、ドイツ統一取引所構想を発表していた。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っ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が誕生し、フランクフルト証券取引所、IBIS、（一九九四年からは）DTBの運営にあたることになり、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。

一九九五年五月、ドイツ証券取引所の「グループ」がZEUSと呼ばれる新戦略構想を作成し、IBISに替わる新たな電子取引システムの開発を提案した。一九九六年四月にはドイツ証券取引所がZEUSで提案されている電子取引システム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こと、価格決定における透明性を高めること、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、平等であること、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、一九九七年二月一三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。

一九九七年六月一二日にXETRAリリース1は実施に移されたが、この段階で、利用者は後の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、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・アーキテクチャーを用いて取引所のサービスが容易に利用できること、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。

一九九七年一一月二八日には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とは違つて、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ケーション取引が行われる点もIBISとは異なつていた。

2 XETRA導入後の経過

一九九八年三月三〇日にはXETRAリリース2移行後四カ月間の経験を踏まえてXETRAのフロントエンド機能の拡充が行われた。この際の改良は、①メニューを個々に調整できるセントラル・ファースト・マーケット・ワインドウ、②取引確認のプリント機能、③オウン・オーダー・オーバービュー・ワインドウでの一括削除機能、といったXETRAリリース2の使い勝手の向上を目指したマイナーナ変更であり、XETRAリリース2・1と名付けられた。⁽²⁾

続いて五月四日には一九九七年三月にフランクフルト証券取引所に創設された新進成長株式市場ノイア・マーケットで取引されていた銘柄のうち、流動性の高い五銘柄がXETRAに追加された⁽³⁾（最小取引単位はいずれも一〇〇株）。同時にフランクフルト証券取引所はノイア・マルクトの取引時間をXETRAと同じ八時三〇分から一七時にまでに延長し、フロアでの最小取引単位規制を撤廃した。

また、六月一日にはXETRAの最小取引単位が一銘柄を除くDAX指教構成銘柄で一律半分に削減された⁽⁴⁾。

さらに、EUREX（DTBとスイスのSOFFEX）、フランスのMATIC/MONEP、アメリカのダウ・ジョーンズ社によって設立されたダウ・ジョーンズ・STOXX社によって開発され、EUREXとMATIC/MONEPで六月二二日から先物・オプション取引が開始されたダウ・ジョーンズ・STOXX五〇指数とダウ・ジョーンズ・ユーロ・STOXX五〇指数に含まれる外国株五七銘柄が六月八日からXETRAに追加された⁽⁵⁾（最小取引単位はいずれも一〇〇株）。

そして、七月一日からは、フランクフルト証券取引所での取引時間を延長したノイア・マルクトの取引状況を踏まえて、フランクフルト証券取引所は全上場株式とワラントの取引時間をXETRAと同じ八時三〇分から一七時までに延長した⁽⁶⁾。

他方、七月七日にはドイツ証券取引所とロンドン証券取引所が将来の共通プラットフォーム開発を目指して戦略的同盟を結び、パリ証券取引所をはじめとするヨーロッパの証券取引所を驚かせた。当面の計画は一九九九年一月からドイツ証券取引所の会員はロンドン証券取引所の電子取引システムSETSを通じて取引ができ、ロンドン証券取引所の会員はドイツ証券取引所のXETRAを通じて取引を可能にすることであるが、その詳細は未だ明らかにされてはいない⁽⁷⁾。

一九九八年一〇月二日にはXETRAリリース3への移行が完了し、約一〇〇〇銘柄のフランクフルト証券取引所の全上場株式と二八銘柄の上場ワラント、三六〇銘柄の上場債券がXETRAを通じて取引可能となつた。⁽⁸⁾

XETRAリリース3の特徴は、より多くの銘柄を対象としてXETRAが利用でき、DAX指数構成銘柄以外にはマーケットメーカー（Designated Sponsor）が採用され、債券取引にはXETRAの改良版が導入されたことである。

さらには、一九九九年一月四日からは上場証券がマルク建てからユーロ建てへと変更され、一九九九年中に予定されているXETRAリリース4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証券を対象として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が計画されている。

3 XETRAの取引状況

一九九七年一月二八日のXETRAリリース2移行前後の取引状況を月間売買代金ベースで調べてみると、それほど顕著な変化は見られない。XETRAリリース2以前（一九九七年一月から一月まで）のIBISの全取引所取引に占める比率は五九・〇%であるのに対し、XETRAリリース2以後（一九九七年一二月から一九九八年九月まで）のXETRAの全取引所取引に占める比率は五四・九%であり、四・一ポイント低下していた（表1）。ただし、フランクフルト証券取引所の全取引所取引に占める比率もこの間三三・一%から三〇・五%に一・七ポイント低下しており、地方取引所の取引シェアが上昇していくことがわかる。

表1 取引所株式売買高

単位：百万マルク

	IBIS/XETRA			フランクフルト証券取引所				
	ドイツもの	外国もの	合計	全取引所比率	ドイツもの	外国もの	合計	全取引所比率
1997年1月	45,098	—	45,098	57.8%	23,807	1,639	25,446	32.6%
1997年2月	40,548	—	40,548	62.2%	18,761	767	19,527	29.9%
1997年3月	55,603	—	55,603	61.2%	26,901	1,411	28,312	31.1%
1997年4月	48,054	—	48,054	62.8%	21,160	1,337	22,496	29.4%
1997年5月	41,336	—	41,336	58.8%	21,270	1,606	22,876	32.5%
1997年6月	50,630	—	50,630	60.2%	24,047	2,020	26,066	31.0%
1997年7月	66,962	—	66,962	55.5%	38,767	2,977	41,744	34.6%
1997年8月	50,992	—	50,992	54.8%	29,806	2,409	32,214	34.6%
1997年9月	50,830	—	50,830	60.9%	24,479	1,470	25,949	31.1%
1997年10月	51,728	—	51,728	56.4%	29,046	2,049	31,095	33.9%
1997年11月	36,578	—	36,578	58.0%	19,619	1,182	20,802	33.0%
1997年12月	36,620	—	36,620	54.3%	22,978	1,434	24,412	36.2%
1998年1月	49,522	—	49,522	55.9%	26,615	2,231	28,847	32.6%
1998年2月	53,171	—	53,171	54.3%	28,495	2,930	31,425	32.1%
1998年3月	72,079	—	72,079	49.9%	45,961	3,488	49,449	34.2%
1998年4月	70,435	—	70,435	54.4%	33,410	3,518	36,928	28.5%
1998年5月	70,449	68	70,517	58.0%	26,887	2,660	29,547	24.3%
1998年6月	64,100	61	64,161	55.2%	28,006	2,488	30,494	26.2%
1998年7月	82,531	84	82,615	52.8%	45,149	4,935	50,083	32.0%
1998年8月	69,617	37	69,651	56.3%	33,440	4,069	37,509	30.3%
1998年9月	67,708	48	67,756	57.9%	29,826	3,301	33,126	28.3%
XETRA以前				59.0%				32.2%
XETRA以後				54.9%				30.5%

注：公式価格が公表されたオーダー・ブック取引のみを対象とする

（出所）Deutsche Börse, *Monthly Statistics: Cash Market*, September 1998

表2 DAX指数構成銘柄売買高

単位：百万マルク

	IBIS/XETRA			フランクフルト証券取引所		
	株数	売買代金	全取引所比率	株数	売買代金	全取引所比率
1997年1月	451,340,400	40,872	66.0%	198,723,062	16,977	27.4%
1997年2月	374,449,200	37,105	66.4%	158,011,427	15,234	27.3%
1997年3月	447,229,600	44,018	64.9%	210,865,131	20,083	29.6%
1997年4月	387,754,600	42,298	70.7%	139,037,722	14,567	24.3%
1997年5月	359,666,200	35,422	67.7%	140,570,158	14,231	27.2%
1997年6月	325,483,900	35,158	65.3%	151,307,728	15,784	29.3%
1997年7月	515,310,900	60,116	65.2%	232,294,845	26,924	29.2%
1997年8月	399,222,650	46,075	64.5%	189,189,537	21,111	29.5%
1997年9月	353,746,600	42,608	66.1%	163,965,781	18,558	28.8%
1997年10月	412,516,100	47,702	64.3%	202,940,759	21,979	29.6%
1997年11月	287,588,200	33,234	65.9%	132,015,931	14,376	28.5%
1997年12月	294,126,500	33,670	62.4%	151,290,562	16,988	31.5%
1998年1月	392,010,300	46,314	64.9%	171,592,141	19,963	28.0%
1998年2月	383,985,600	48,582	65.7%	165,676,790	20,254	27.4%
1998年3月	495,175,900	66,811	60.5%	275,721,294	35,234	31.9%
1998年4月	450,985,000	65,442	67.4%	162,880,132	22,880	23.6%
1998年5月	438,476,600	66,621	69.9%	130,598,868	18,434	19.3%
1998年6月	380,552,550	59,512	68.6%	123,406,318	18,291	21.1%
1998年7月	513,480,700	78,505	64.1%	222,211,773	32,738	26.8%
1998年8月	499,984,550	66,958	66.7%	195,936,585	24,804	24.7%
1998年9月	542,016,000	65,212	68.1%	193,494,542	21,800	22.8%
XETRA以前			66.1%			28.2%
XETRA以後			65.8%			25.7%

注：公式価格が公表されたオーダー・ブック取引のみを対象とする

（出所）Deutsche Börse, *Monthly Statistics: Cash Market*, September 1998

同様にして DAX 指数構成銘柄のみについて調べてみると、XETRAリリース2以前のIBISの全取引所取引に占める比率は六六・一%であるのに対して、XETRAリリース2以後のXETRAの全取引所取引に占める比率は六五・八%であり、O・三ポイントの低下に過ぎない（表2）。ただし、フランクフルト証券取引所の全取引所取引に占める比率もこの間二八・二%から二五・七%に一・五ポイント低下しており、やはり地方取引所の取引シェアが上昇していたことがわかる。

さらに、取引対象別に一九九八年八月におけるXETRAとIBIS-Rのフランクフルト証券取引所に対する比率を調べてみると、DAX指数構成銘柄が二六九・九%であるのに対し、国債・鉄道債・郵便債は六・四%と小さく、IBIS-Rの

利用がきわめて少ないことがわかる（表3）。

さらに注意すべきなのは、債券取引はほとんど店頭市場で行われており、株式取引もかなりの取引が店頭市場で行われているという事実である（表4）。ドイツには取引所集中義務がなく、店頭市場の取引規模を表す統計も存在しないので、清算会社を通じたこうした数字が存在するのみである。

4 XETRAリリース3の概要

XETRAリリース2については本誌すでに紹介しているので、以下ではXETRAリリース3への移行に伴う変更点や新たに導入された仕組みを中心に説明する。

(1) 取引対象

XETRAリリース3では、フランクフルト証券取引所上場全株式（約1000銘柄）、二八銘柄のフランクフルト証券取引所上場ワラント、三六〇銘柄のフランクフルト証券取引所上場債券が取引される。なお、債券の取引はXETRAを債券取引用に改良したシステムで取引される。

(2) 注文種類

XETRAリリース2では注文の種類はリミット・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、有効期限に応じて、当日のみ有効・指定日（最長一年間）まで有効・取消まで有効、執行時期に応じて、寄り付きオーフンションのみ・引けオーフンションのみ・オーフンションのみ、執行条件に応じて、即時執行（Immediate-or-Cancel）・一括執行（Fill-or-Kill）といった条件を指定することができたが、XETRAリリース3ではさらにストップ・リミット・オーダーとストップ・マーケット・オーダーが発注可能となつた。

表3 1998年8月の現物市場売買高

単位：百万マルク

	XETRA/IBIS-R	フランクフルト証券取引所	XETRA/IBIS-R 比率
DAX指数構成銘柄	66,958	24,804	269.9%
M DAX指数構成銘柄	1,322	3,672	36.0%
ノイア・マルクト (うちドイツもの)	76	2,427	3.1%
その他株式 (うちドイツもの)	39	1,844	2.1%
ワラント	1,261	6,403	19.7%
	1,261	2,809	44.9%
	1,424	1,559	91.3%
株式合計	71,041	38,865	182.8%
国債・鉄道債・郵便債	2,844	44,474	6.4%
その他債券 (うちドイツもの)	615	1,686	36.5%
	—	644	—
債券合計	3,459	46,160	7.5%
合計	74,500	85,025	87.6%

注：取引所に持ち込まれた相対取引を含む
(出所) Deutsche Börse, Reporter, September 1998

表4 1998年8月の現物取引清算高

単位：百万マルク

	取引所	店頭市場(OTC)	取引所清算比率
株式債券	141,925 120,261	115,054 1,580,131	123.4% 7.6%
合計	262,186	1,695,185	15.5%

注：取引所に持ち込まれた相対取引を含む
(出所) Deutsche Börse, Reporter, September 1998

(3) 取引時間

株式とワラントの取引時間は引き続き八時三〇分から一七時までであるが、債券の取引時間は先物市場の取引時間に合わせて八時から一七時までに拡大された。

(4) 取引形態

XETRAリリース2では流動性の高い銘柄が対象であったので寄り・引けのオーリクションとその間のザラバ取引によって取引は行われていたが、XETRAリリース3では流動性の低い銘柄も対象となるので各銘柄ごとに取引形態は異なる。最も流動性の低いものは一日一度のオーリクションのみ、次いで複数回のオーリクションのみ、オーリクションとザラバ取引の組み合わせとされており、寄り・引けのオーリクション以外に日中のオーリクションも追加されている。

(5) 取引単位

XETRAリリース2では取引単位は各銘柄ごとの最小取引単位の倍数のみに限られていたが、XETRAリリース3では株式とワラントはオーリクションでの最小取引単位は一株、ザラバでの最小取引単位はノイア・マルクト銘柄と外国株で一株、その他で一〇〇株であり、債券ではオーリクションでの最小取引単位は銘柄ごとに制限のないものと取引単位の整数倍のものがあり、ザラバでの最小取引単位は額面一〇〇万マルク。

(6) 注文板の開示

株式とワラント取引では注文板はザラバ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、オーリク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が、債券取引ではオーリクション中も各値段ごとに集計された注文量がすべて表示される。

(7) 取引中断措置

XETRAリリース2では直前のオーリクション価格から一定値幅または直前の取引価格から一定値幅価格が変動した場合、取引は中断（ボラティリティ・インターラブション）され、オーリクションによつて再開されていたが、XETRAリリース3ではこれに加えてオーリクションにおいて成り行き注文がすべて執行されずに取引が成立した場合、成立価格での注文を呼び込むために取引は一時中断される（マーケット・オーダー・インターラブション）。取引中断措置後のオーリクション時に取引が成立しない場合には取引が再開され、中断措置が継続されることはない。

(8) マーケットメーカー

XETRAリリース2ではマーケットメーカーは存在しなかつたが、XETRAリリース3では流動性の低い銘柄が取引されるため、DAX指数構成銘柄以外ではマーケットメーカーが付くことができる。ただし、マーケットメーカーはマーケットメーカーの義務を果たすほか、当該企業の調査研究レポートを一年に一度出さなければいけない（一九九八年一〇月一二日時点では三二社の金融機関が一七九社のマーケットメーカーを行つており、合計三一五のマーケットメーカーの義務が存在する）。

5 XETRAの展望と課題

すでにXETRAの取引状況で見た通り、XETRAリリース2の段階では取引所取引が大量に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XETRAリリース2においては起こらなかつた。強いて言えば、ロンドンではSETIS導入後に多くの混乱が見られるのに對

して、ドイツではIBISからXETRA（リリース2）への移行は大過なく行われたことになります。これはロンドンでの移行がクオーム・リブンからオーダードリブンへの根本的な変更であったのに對して、IBISからXETRAへの移行はオーダードリブンからオーダードリブンへのマイナーな変更であつたことが関係していると言えられ。

XETRAリリース2⁽⁹⁾が取引シェアを伸ばせなかつたのにも関わらず、ドイツ証券取引所はXETRAの将来に關してかなり樂觀的な展望を表明している。XETRAの参加者は現在の二七三社から五年後には五〇〇社に達し、XETRAリリース3へ移行一ヶ月後にはXETRAの取引シェアは顯著に増加する、とドイツ証券取引所の理事は一〇月一一日に述べている。また、XETRAリリース3に移行後最初の一週間で一六〇億マルクの取引がXETRAを通じて行われ、全取引所取引に占める比率は八月の三六・五%から三九%に上昇し、DAX銘柄では六八%から七一%，ノイア・マルクト銘柄では一%未満から一七%に上昇したと発表している。⁽¹⁰⁾

XETRAリリース3への移行でXETRAの取引シェアが上昇するとは間違いないと考えられるが、客観的に見れば、大半の取引はDAX指數構成銘柄で行われており、DAX指數構成銘柄に関してはXETRAリリース3で大幅に取引が増えるほどの変更は行われていないので、取引所取引がXETRAに急速に流出する理由は見あたらない。XETRAリリース3でXETRAの取引が急増するといふとすると、従来取引の少なかつたIBIS-Rに変わって債券がXETRAで取引される場合であろう。ただし、債券市場は圧倒的に店頭市場が大きいので、取引所取引よりも店頭市場の取引を取り込めるかどうかが鍵となるはずである。また、株式市場やもダイツの場合には店頭市場での取引が大きいので、店頭市場での取引を取り込むかじつかがXETRAの取引シェアの大幅な変動を引き起す原因になるかもしける。その意味ではXETRAリリース4で予定され

れている仲介・探索市場が大きな役割を果たす可能性を秘めていると言えるだろう。

今回のXETRAリリース3でも「マックベン直後にローネンで生じたような劇的な変化は起らなかった」。しかし、電子取引を通じて中央市場を実現する同時に、EU統合後のヨーロッパの金融取引をワールドワイドにハシマリ、金融セクター構想は着実に進んでしまった積極的な評価はやむを得ないであろう。

注

(1) XETRA導入に至る経緯の詳細はXETRAリリース2の概要に記載され、拙稿「電子取引システムによる市場の統合—XETRA証券取引所のXETRA」（本誌1998年4月）を参照。

- (2) Deutsche Börse, "Xetra - Expanded Functionality", Reporter, April 1998
- (3) Deutsche Börse, "Inputs Neuer Markt Stocks onto Xetra", Press Release, April 1, 1998
- (4) Deutsche Börse, "Deutsche Börse Further Enhances Trading for Private Investors", Press Release, May 25, 1998
- (5) Deutsche Börse, "Deutsche Börse Further Enhances Trading for Private Investors", Press Release, May 25, 1998
- (6) Deutsche Börse, "Long Trading Hours at Frankfurt Stock Exchange", Press Release, June 29, 1998
- (7) London Stock Exchange and Deutsche Börse, "First step to a single European stock market", Press Release, July 7, 1998
- (8) Deutsche Börse, "Xetra Release 3 Off to a Good Start on October 12; Designated Sponsors hold 315 mandates for 179 companies / Competitive alternative to off-floor bond-trading", Press Release, October 12, 1998
- (9) "Deutsche Boerse's Francioni sees Xetra participants almost doubling in 5 yrs", Extel Examiner, October 12, 1998
- (10) "Deutsche Boerse says Xetra increases share of total German securities trade", AFX News, October 20, 1998

中国企業のニューヨーク上場

王 東明

1. はじめに

九三年からスタートした中国企業のニューヨーク証券取引所（NYSE）上場は、今年一〇月末現在中国本土企業が九社、香港企業が一〇社、両地を合わせて一九社になった。これらの企業は今年三月現在約三〇億ドルの資金を調達し、時価総額は約五〇億ドルに達した。⁽¹⁾ 前回の「証研レポート No.一五六三」では外国企業（カナダを除く）の米国市場でのADR（米国預託証券）発行の仕組みを紹介し、中国企業のADR発行状況を概観した。今回は返還後の香港企業にも視野に入れ、中国本土企業のニューヨーク（NYSE）上場の状況を紹介し、併せてADRの発行・流通・資金調達の状況、また上場企業の業績などについて紹介する」とします。

2. ニューヨーク（NYSE）上場企業の状況

中国企業のニューヨーク証券取引所（NYSE）上場は香港企業を合わせると現在一九社となり、その内訳は表1が示すとおりである。中国本土上場企業は九三年の一社から現在九社を数え、その全てがADR（米国預託証券）方式による上場で、また株式の新規公募（IPO: Initial Public Offering）により資金を調達した（表2）。一方香港企業では八六年に玩具の製造メーカーであるUniversal Matchbox Group Ltdが初めてニューヨーク市場に上場を果たし、現在上場企業数は一〇社となり、その全てが新規公募（IPO）である。但しADR方式による

上場は四社に留まっている⁽²⁾。（表3）。

（表1） ニューヨーク（NYSE）上場中国企業数の推移（社）

年	1993	1994	1995	1996	1997	1998.4
中国本土企業数	1	3	4	5	8	9
香港企業数	6	6	7	9	9	10
合計	7	9	11	14	17	19

（出所） New York Stock Exchange 「Fact Book」の各年版。http://www.nyse.com

（表2） NYSE 上場中国本土企業一覧表

会社名	表記	業種	上場日	ADR	IPO
Beijing Yanhua Petrochemical Company Limited	BYH	Petrochemicals Productions	6/24/97	X	X
China Eastern Airlines Corporation Limited	CEA	Passenger Airline	2/4/97	X	X
China Southern Airlines Corporation Limited	ZNH	Commercial Airline Services	7/30/97	X	X
Guangshen Railway Company Limited	GSH	Rail Transportation	5/13/96	X	X
Huaneng Power International, Inc.	HNP	Holding Co./Power Plants	10/6/94	X	X
Jilin Chemical Industrial Company Limited	JCC	Chemical Products Mfg	5/22/95	X	X
Shandong Huaneng Power Development Co., Ltd.	SH	Electricity Generation	8/4/94	X	X
Shanghai Petrochemical Company Limited	SHI	Petrochemical Production	7/26/93	X	X
Yanzhou Coal Mining Company	YZC	Coal Mining	3/31/98	X	X

（出所） http://www.nyse.com

資産は六四九・五億人民元（約一兆

(表4) NYSE上場中国本土企業のADR発行一覧表

銘柄(記号)	上場日	1ADR単位 対株式比率	発行価格 (米ドル)	発行額(万ADRs) (米国発行)	資金調達額 (百万米ドル) (米国調達額)	業種
上海石化(SHI) H株、A株	1993.7.26	1:100	20	840.00 (US:504.00)	168.00 (US:100.80)	石油化学
山東華能(SH) N株	1994.8.4	1:50	14.25	2,337.40 (US:2,337.40)	333.08 (US:333.08)	エネルギー (電力)
華能国際(HNP) N株、H株	1994.10.6	1:40	20	3,125.00 (US:3,125.00)	625.00 (US:625.00)	エネルギー (電力)
吉林化工(JCC) H株、A株	1995.5.22	1:100	20.75	803.72 (US:446.51)	166.77 (US:92.65)	化学工業
広深鉄道(GSH) H株	1996.5.13	1:50	19	2,053.68 (US:1145.08)	390.20 (US:217.56)	鉄道運送
東方航空(CEA) H株、A株	1997.2.4	1:100	18	1,400.00 (US:1,260)	252.00 (US:226.80)	航空会社
北京燕化石化 (BYH) H株	1997.6.24	1:50	11,498	1619.20 (US:809.60)	186.17 (US:93.09)	石油化学
南方航空(ZNH) H株	1997.7.30	1:50	28	2141.95 (US:867.22)	599.75 (US:242.82)	航空会社
兗州煤業(YZC) H株、A株	1998.3.31	1:50	15.75	825.00 (US:276)	129.94 (US:43.47)	石炭
合計				15,145.95 10,771.53	2,850.91 1,975.27	

注: N株とはニューヨーク証券取引所(NYSE)にADR方式で第一上場の中国企業銘柄をいう。

(出所) New York Stock Exchange「Fact Book」の各年版。http://www.nyse.com

劉鴻儒編「中国企業海外上市回顧与展望」中国財政経済出版社、1998年、166頁。

「中国証券報」1998年、6月27日。「International Financing Review」の各号などより作成。

ヨーク上場中国企業の四社(上海石化、吉林化工、東方航空、兗州煤業)は、ニューヨークと香港以外に中国国内の上海・深圳のA株市場にも上場し、いわゆる「三地上場」を実現している。

ADRの発行と資金調達の状況は表4が示しているように、中国本土企業は約一億五千万単位預託証券を発行し、うち米国市場から約一億単位ADR、欧州などの市場から約五千萬単位預託証券を発行した。調達した資金は約二八億ドル、内訳は米国市場から約二〇億ドル、欧州などの市場から約八億ドルであった。香港企業と合わせたニューヨーク上場中國企業の資金調達は冒頭で述べたように約三〇億ドルに達している。特に華能国際電力は一社だけで六・二五億ドルの資金を調達した。ニューヨークに上場した中国本土企業の中ではもつとも多い。このように資金調達の面で以上によ

(表3) NYSE上場香港・中国企業一覧表

会社名	表記	業種	上場日	ADR	IPO
Amway Asia Pacific Ltd.	AAP	Amway Distribution Holding Co./Satellite Svcs.	12/15/93	X	X
APT Satellite Holdings Limited	ATS	Satellite Transponder Holdings Ltd.	12/17/96	X	X
Asia Satellite Telecommunications Holdings Ltd.	SAT	Holding Co./Automotive Mfg.	6/18/96	X	X
Brilliance China Automotive Holdings Limited	CBA	Holding Co./Tire Manufacture	10/9/92	X	X
China Tire Holdings Limited	TIR	Holding Co./Motorcycle Mfg.	7/15/93	X	X
EK Chor China Motorcycle Co., Ltd.	EKC	Household Appliance Mfg.	6/29/93	X	X
Global-Tech Appliances Inc.	GAI	Telecommunications	4/8/98	X	X
Hong Kong Telecommunications Limited	HKT	Sportswear Design/Marketing	12/8/88	X	X
Tommy Hilfiger Corporation	TOM	China Telecom (Hong Kong) Limited	9/23/92	X	X
CHL		Telecommunications	10/22/97	X	X

(出所) http://www.nyse.com

一千億円)、売上は一五四・八八億人民元(約二千六百億円)、税引前利益は五九・五三億人民元(約一千億円)の大企業である。⁽³⁾ その他の企業は規模が比較的小さく、業種も製造、織維、日用品など様々である。

3. 中国本土企業のADR発行と

資金調達の状況

中国本土企業のニューヨーク証券取引所(NYSE)

E) 上場は、その全てがレベルⅢADRによる上場で、株式を新規公開(IPO)して資金を調達した。上場企業九社のうち一社(山東華能発電、国際華能電力)はADRによる一次上場でいわゆるN株であり、他の七社はまず香港に上場し、それと同時に原株(H株)を一定の比率でADRに換算したいわゆる重複上場である。逆に今年一月にN株の国際華能電力が香港にも上場したため、ニューヨーク、香港市場への重複上場企業は八社となつた。またニューヨークに上場したため、ニ

(表5) NYSE上場中国企業の取引高の推移

(単位：百万円)

年	1994	1995	1996	1997
上海石化(SHI)	N.A.	7.2	3.2	10.1
山東華能(SH)	N.A.	17.2	9.1	8.1
華能國際(HNP)	N.A.	23.2	19.0	22.2
吉林化工(JCC)		8.4	4.8	8.5
廣深鐵道(GSH)			14.7	7.5
東方航空(CEA)				13.0
北京燕化石化(BYH)				10.3
南方航空(ZNH)				10.6
兗州煤業(YZC)				
中国本土企業合計(1)	56.5	56.0	50.8	90.3
Amway Asia Pacific Ltd.	N.A.	7.9	6.4	12.5
APT Satellite Holdings Ltd			6.2	12.7
Asia Satellite Telecommunications Holdings Ltd.			10.0	5.3
Brilliance China Automotive Holdings Limited	N.A.	4.4	5.1	7.8
China Telecom (Hong Kong) Limited				33.8
EK Chor China Motorcycle Co., Ltd		7.9	6.1	3.3
Hong Kong Telecommunications Limited		60.5	40.4	56.6
Renaissance Hotel Group N.V.		6.6	7.3	9.9
China Tire Holdings Limited	N.A.	6.8	8.6	5.1
Tommy Hilfiger Corporation	N.A.	28.9	48.7	92.8
Global-Tech Appliances Inc.				
香港企業合計(2)	110.0	123.0	138.8	239.8
合計：(1)+(2)	166.5	179.0	189.6	330.1

(出所) New York Stock Exchange 「Fact Book」の各年版。http://www.nyse.com

うな成果を上げたが、次に上場後の取引状況を見ていく。

4. ニューヨーク(NYSE)上場企業の取引状況

ADR発行後の取引は、その仕組みとしてはまずニューヨーク(NYSE)市場で売買されると同時に、ADRの預託銀行を通じて原株市場で一定の比率で原株に交換することができる。要するにニューヨーク(NYSE)市場で現在取引されているADRは原株と相互に交換することができ（一般流通できない原株を除く）、ADRが増えると原株は減り、原株が増えるとADRは減るという相互に転換できる仕組みになっている。但し増資がない限りADRの最大交換率は原株の発行量の枠内にとどまる。その意味でニューヨーク(NYSE)市場に出回っているADRの数量は変動的かつ限定的である。

近年ニューヨーク上場中国企業（香港企業を含む）の取引状況は、図1・図2が示すようにまず九四年から九六年までの三年間の取引高は一億六千万株、一億七千万株、一億八千万株と年々少しづつ増えている。九七年は取引高が一気に三億三千万株まで増加し、九六年より八三%伸びた。中国本土企業と香港企業を分けて見ても同じような傾向が見られる（表5）。また取引金額を見ると、九五年は三、四八七億ドルで九四年より減少したが、九六年に入つて取引は再び回復し、四、八〇七億ドルで九四年とほぼ同水準に戻った。そして九七年はさらに九、二五一億ドルに跳ね上がり、取引高と同じように九六年の倍近くまで増加した（表6）。

九七年の取引高・取引金額が急に伸びた理由は中国本土企業の新規上場の増加（三社：東方航空、北京燕化石化、南方航空）と大型中国出資香港現地法人である中国通信（香港）の上場が市場にインパクトを与えたことが考えられるが、もう一つの大きな理由は言うまでもなく九七年七月一日の香港返還という政治的因素を市場が敏

(表7) NYSE上場中国本土企業ADRの価格変化

銘柄(表記)	上場日	発行価格(1) (米ドル)	10/22/98(2) 終値(米ドル)	(2)-(1)
上海石化(SHI) H株、A株	1993.7.26	20.00	10.19	-9.81
山東華能(SH) N株	1994.8.4	14.25	5.00	-9.25
華能国際(HNP) N株、H株	1994.10.6	20.00	14.13	-5.87
吉林化工(JCC) H株、A株	1995.5.22	20.75	5.44	-15.31
広深鉄道(GSH) H株	1996.5.13	19.00	7.88	-11.12
東方航空(CEA) H株、A株	1997.2.4	18.00	7.38	-10.62
北京燕化石化 (BYH) H株	1997.6.24	11.498	4.25	-7.248
南方航空(ZNH) H株	1997.7.30	28.00	6.50	-21.5
兗州煤業(YZC) H株、A株	1998.3.31	15.75	8.88	-6.87

(出所) New York Stock Exchange 「Fact Book」の各年版。
<http://www.nyse.com>、「International Financing Review」の各号などより作成。

ADR価格の低迷は勿論今回東南アジアの金
九万単位ADR)が少ないかのどちらかを示して
いる(表8)。また一〇月二日現在、九社上場企業のADR時
価総額は七億一八九万ドル、九四年当時N株二社
の資金調達額(九億五千八〇八万ドル)より低く、
それは現時点でのADR価格の低さ、またはニュ
ーヨーク市場に回ってきたADRの量(九、八六

感に感じ取つたことであろう。少なくとも言えることは米国投資家の間に「中国関連銘柄」に対する期待が大きく膨らんでいるのではないかだろうか。最近三カ月のADRの価格変化を見ると、中国本土上場企業九社の全てがその発行価格に割り込み、うち六社は発行価格の半値以下に値下がりした(表7)。またほぼ全ての中国本土上場企業は今年の値下がりは六月前後から始まり、八月後半に一つの底値をつけ、その後は小幅の上向き傾向が見られている。(4)

(表6) NYSE上場中国企業の取引金額の推移

(単位:百万ドル)

年	1994	1995	1996	1997
上海石化(SHI)	N.A.	212.5	94.1	275.2
山東華能(SH)	N.A.	141.0	80.6	81.7
華能国際(HNP)	N.A.	367.2	323.6	521.1
吉林化工(JCC)		178.1	84.4	169.7
広深鉄道(GSH)			289.1	144.1
東方航空(CEA)				294.2
北京燕化石化(BYH)				150.9
南方航空(ZNH)				304.4
兗州煤業(YZC)				
中国本土企業合計(1)	991.5	898.8	871.8	1,941.3
Amway Asia Pacific Ltd.	N.A.	281.1	210.5	413.7
APT Satellite Holdings Ltd.			84.7	173.0
Asia Satellite Telecommunications Holdings Ltd.			293.3	131.4
Brilliance China Automotive Holdings Limited	N.A.	24.9	28.1	67.2
China Telecom (Hong Kong) Limited				1,021.5
EK Chor China Motorcycle Co., Ltd		119.1	70.0	18.3
Hong Kong Telecommunications Limited		1,117.0	740.6	1,130.7
Renaissance Hotel Group N.V.		120.1	133.0	265.2
China Tire Holdings Limited	N.A.	60.6	83.5	51.1
Tommy Hilfiger Corporation	N.A.	865.0	2,291.4	4,037.8
Global-Tech Appliances Inc.				
香港企業合計(2)	3,432.6	2,587.8	3,935.1	7,309.9
合計:(1)+(2)	4,424.1	3,486.6	4,806.9	9,251.2

(出所) New York Stock Exchange 「Fact Book」の各年版。<http://www.nyse.com>

(表9)「三地上場」企業の株価比較(1998.10.22)

銘柄	上海石化(終値) 1ADR = 100H株	吉林化工(終値) 1ADR = 100H株	東方航空(終値) 1ADR = 100H株	兗州煤業(終値) 1ADR = 50H株
A株	3.04Rmb/A株	6.70Rmb/A株	3.35Rmb/A株	6.11Rmb/A株
H株	0.830HK\$/H株 0.88Rmb/H株	0.43HK\$/H株 0.46Rmb/H株	0.59HK\$/H株 0.63Rmb/H株	1.45HK\$/H株 1.54Rmb/H株
ADR	10.19US\$/ADRs 0.79HK\$/H株 0.84Rmb/H株	5.44US\$/ADRs 0.42HK\$/H株 0.45Rmb/H株	7.38US\$/ADRs 0.58HK\$/H株 0.61Rmb/H株	8.88US\$/ADRs 1.38HK\$/H株 1.46Rmb/H株

注: 1 US\$ = 7.8HK\$、1 US\$ = 8.2Rmb、1HK\$ = 1.06Rmb換算。A株はH株と額面同額である。

(出所) 東洋証券、内藤証券の資料。http://www.nyse.com

き、企業の制度改革にも役立つ。特にニューヨーク上場は世界級の企業になるというイメージ・アップ効果があり、企業の知名度と信用力の向上に繋がっている。従って多くの企業は重複上場または「三地上場」を実現したいのである。

現在までニューヨーク(NYSE)市場、香港のH株、国内のA株という「三地上場」を実現した企業は四社(上海石化、吉林化工、東方航空、兗州煤業)であり、従ってこれらの銘柄は三つの株価を形成している。周知のように国内のA株市場は海外市場と完全に分断され、その株価は国内市場要因によって独自に形成されている。一方ニューヨーク(NYSE)と香港の市場では同一会社の株価が相互に影響し、一般的に株価の低い市場に売買を持つていく傾向がある。例えば今年の香港市場の低迷により、一部企業のADRが売られ香港市場の原株を買うという「回流現象」が見られている。⁽⁵⁾

次に九八年一〇月一日の「三地上場」企業の株価を比較することにしよう。表9を見ると、「三地上場」企業の株価はA株が一番高く、次にH株、ADRという順になっている。H株と、H株に比率換算後のADRの価格差はわずかであり、一方A株はH株およびADRと比較し相当高く、平均して六倍もの差があり、なかでも吉林化工は何と一三倍の差が出ている。その価格差は企業に対する「三地」投資家の投資判断がそれぞれの市場によって違うことを物語つ

(表8) NYSE上場中国本土企業ADRの時価総額

銘柄(表記)	上場日	NYSE市場ADR(万単位)(Shares Outstanding)	10/2/98'ADR終値(米ドル)	10/2/98'ADR時価総額(万米ドル)
上海石化(SHI) H株、A株	1993.7.26	501.00	9.63	4,822.13
山東華能(SH) N株	1994.8.4	2,337.40	4.31	10,074.19
華能国際(HNP) N株、H株	1994.10.6	3,133.46	10.5	32,901.33
吉林化工(JCC) H株、A株	1995.5.22	227.04	5.25	1,191.96
広深鉄道(GSH) H株	1996.5.13	2,053.68	5.94	12,198.86
東方航空(CEA) H株、A株	1997.2.4	282.72	5.94	1,679.36
北京燕化石化(BYH) H株	1997.6.24	498.45	3.81	1,899.09
南方航空(ZNH) H株	1997.7.30	471.65	4.94	2,329.95
兗州煤業(YZC) H株、A株	1998.3.31	363.75	8.50	3,091.88
合計		9,869.15		70,188.75

(出所) http://www.nyse.com

5. 重複上場と「三地上場」

そもそもニューヨークと香港の重複上場の目的は発行リスクを分散するためと、投資家に対しより広範な投資環境を作ることが狙いである。また企業は資金調達のルートが多くなると同時に、上場基準が国内より厳しい海外市場の様々なノウハウを吸収することがで与えたと言えるであろう。

(表10) NYSE 上場中国本土企業の業績
(単位: 百万人民元)

銘柄(表記)	西暦年月	売上	税引前利益	純利益	1株益(元)	1株配(元)
上海石化 (SHI)	94.12	9,384	1,780	1,494	0.23	0.13
	95.12	11,835	2,516	2,127	0.33	0.13
	96.12	11,901	1,204	1,008	0.15	0.12
	97.12	11,832	844	726	0.10	0.06
山東華能 (SH)	94.12	1,900	827	538	0.13	0.04
	95.12	2,242	1,021	661	0.15	0.06
	96.12	2,677	1,170	741	0.17	0.06
	97.12	2,590	1,082	685	0.16	0.06
華能国際 (HNP)	94.12	4,216	1,107	830	0.17	0
	95.12	4,589	1,371	1,203	0.24	0
	96.12	4,837	1,560	1,331	0.27	0
	97.12	6,740	2,044	1,662	0.33	0
吉林化工 (JCC)	94.12	5,849	860	602	0.25	—
	95.12	7,079	1,100	744	0.25	0.05
	96.12	7,676	467	312	0.09	0.05
	97.12	8,631	163	100	0.03	0.03
広深鉄道 (GSH)	94.12	2,124	1,274	1,242	—	—
	95.12	2,332	1,274	1,250	0.43	—
	96.12	2,258	1,272	1,078	0.28	0.10
	97.12	2,198	922	830	0.19	0.12
東方航空 (CEA)	94.12	5,836	909	607	—	—
	95.12	6,616	995	634	0.21	—
	96.12	7,286	841	591	0.20	—
	97.12	8,574	954	635	0.14	0
北京燕化石化 (BYH)	94.12	3,478	256	178	—	—
	95.12	7,000	1,185	815	—	—
	96.12	5,981	718	531	0.22	—
	97.12	6,293	998	686	0.24	0.06
南方航空 (ZNH)	94.12	7,592	226	104	0.05	—
	95.12	9,032	500	227	0.10	—
	96.12	11,387	1,260	727	0.33	—
	97.12	12,821	1,946	1,143	0.43	0
兗州煤業 (YZC)	94.12	1,557	515	294	—	—
	95.12	2,458	800	507	—	—
	96.12	3,279	1,233	739	—	—
	97.12	3,298	1,330	845	0.51	0

(出所) 東洋経済新報社「アジア会社四季報」1999年版。東洋証券「中国株投資ガイド'98/'99。
邱永漢編「中国株会社情報」1996年。内藤証券の資料。大和証券・大和総研の「中国株投資ハンドブック」97年版、98年版。<http://www.bankofny.com/adr>

ている。

海外市場の株価は低迷が続いているが、投資判断の基本的要素になる企業業績は近年どのように変化したかについて、次に見て行こう。

6. 企業業績

九社のニューヨーク上場企業の業績については表10が示しているように、四年連続增收・増益の企業は南方航空、兗州煤業および華能国際の三社だけだったが、いずれも九七年度決算で無配となつた。

他の企業については、四年連続增收の企業は吉林化工と東方航空で、吉林化工は九五年度大きく增收したが、その後の二年間は続けて大幅に減益し、一方九五年度は七億元以上の純利益があつたが、九六年度は三億元前後、九七年度は一億元までに下がつた。上海石化、北京燕化石化の石油化学企業一社についても同じような現象が起こつており、つまり九五年度の大増収のあと、九五年度より一年連続減益となつてている。特に上海石化は九五年度二亿元以上の純利益から九七年度七億元前後までに下がつた。石油化学関連企業の減益は国内市場競争の激化と、また近年不正に安く密輸入される外国の石油化学原料と関連製品に押されているためではないかと思われる。

一方東方航空は九六年度の利益はやや減つたが、九七年度の無配が目立つ。南方航空も九七年度は無配になつた。かつて中国の空を中国民航一社だけで独占してきたが、八八年の分社化後、空の競争が激しくなり、各社は新機の購入など大量の設備投資が必要となつた。しかし利益があるのに配当をしないとなれば、投資家が離れる恐れがあり、株価と増資にも大きく影響することになる。ちなみに一〇月二二日現在の株価は発行価格と比べて、東方航空は一ADRは一〇ドル、南方航空は同じく一一ドルに下がつた。

(表 11) NYSE 上場日本企業一覧表

会社名	表記	業種	上場日	ADR	IPO
Amway Japan Limited	AJL	Amway Products Distribution	6/29/94	X	X
Hitachi, Ltd.	HIT	Diversified Elec. Machinery Mfg.	4/14/82	X	X
Honda Motor Co., Ltd.	HMC	Auto/Motorcycles Mfg.	2/11/77	X	X
Kubota Corporation	KUB	Agricultural Machinery	11/9/76	X	X
Kyocera Corporation	KYO	Ceramic Products	5/23/80	X	X
Matsushita Electric Industrial Co., Ltd.	MC	Electronic Products	12/13/71	X	X
Bank of Tokyo-Mitsubishi Limited	MBK	Banking	9/29/94	X	X
Nippon Telegraph and Telephone Corporation	NTT	Telecommunications	9/19/89	X	X
ORIX Corporation	IX	Diversified Financial Services	9/16/98	X	X
Pioneer Electronic Corporation	PIO	Consumer Electronics	12/13/76	X	X
Sony Corporation	SNE	Electronics/Entertainment	9/10/70	X	X
TDK Corporation	TDK	Electronic Components Mfg.	6/15/82	X	X

(出所) <http://www.nyse.com>

電力会社の二社（華能国際、山東華能）は、山東華能は九七年減収・減益となつたが、一向上場無配の中国企業は四社となつた。また減益企業は四社である。企業の業績と配当政策は株価変動の基本的原因である。無配と減益は株価にさらにマイナス影響を与えるのではないかと思われる（表7）。

7. むすびにかえて

以上二回にわたつて中国企業のニューヨーク（NYSE）上場の状況を紹介した。中国企業にとっては上場基準が比較的に厳しく、上場コストも香港より高いニューヨーク（NYSE）市場に上場を果たし資金調達に成功したが、世界最大の資本市場に登場できたとの意味は大きい。

ちなみに現在ニューヨーク（NYSE）に上場の日本企業は二社であり、株式の新規公募（IPO）で資金を調達した企業はAmway Japan Limitedの一社だけである。日立、本田、松下、東京三菱銀行、NTT、ソニーなど日本を代表する大企業は全てがADR方式でしかも「二次上場」である。これらの大手企業はニューヨーク市場で資金調達するというよりは企業のイメージ・アップと、上場による宣伝効果を期待しているのではないかと思われる（表11）。

以上香港とニューヨーク市場に「重複上場」あるいは「三地上場」を実現した中国企業を紹介した。今後中国企業が海外市场に上場する場合、それぞれの海外市場の厳しい上場基準、ディスクロージャー、会計制度などの諸制度をどのようにクリアしていくのか、中国企業が抱える問題点を考察することが必要で、またそれぞれの海外市場の諸制度の分析あるいは国際比較も重要であると考えられるが、これらの点について今後の課題にしたい。

注

- (1) 一九九七年七月一日香港返還後、ニューヨーク証券取引所は香港企業に対して Hong Kong, China あるいは Chinese Company という枠を設け、一部の統計は既に中国企業に含まれるようになつた。<http://www.nyse.com>、上海証券交易所「上場公司」一九九八年第四期、六頁。
- (2) New York Stock Exchange 「Fact Book」一九八七年版、三三一頁。
- (3) 東洋経済新報社「アジア会社四季報」一九九九年版、一〇四頁。
- (4) <http://www.nyse.com> の資料による。
- (5) 上海石油化学股份有限公司の聞き取り調査による。

金融機関の資本「コスト」*

岡村 秀夫

1 はじめに

金融機関の再生・早期健全化に向けて各種法令が整備され、いよいよ公的資金の注入が実現しようとしている。その際の問題として、公的資金注入の条件をどのようにするかということがある。経営陣の交代、大幅なリストラをはじめとする経営改善策の提出なども条件となるかもしれないが、「公的資金のコスト」をどのように設定するかということも重要であろう。公的資金注入が主に株式の引き受けによってなされるなら、金融機関の「株式の資本コスト」（自己資本コスト）について検討することは必要だと考えられる。

株式の資本コストの計測に際して注意する点としては、企業間で株式持合が行われている場合には会計ルールの影響により、株式の資本コストが見かけ上過小推計されてしまうことが挙げられる。過小評価の影響としては、例えば、投資のハードル・レートが低下したと錯覚することによって本来望ましい水準よりも過剰に投資が行われ、その結果として経営の非効率性を招くことなどが考えられる。

また、銀行の資本コストの中でも負債を除外し、特に株式の資本コストに注目した別の理由として、預金の特徴性が挙げられる。すなわち、銀行のバランスシート上にある会計上の負債は大半が預金であるが、その預金は銀行が生産した金融サービスのアウトプットと考えることも可能である。⁽¹⁾そのため、通常の資本コストの計測では負債・内部留保・新株発行などを含めて計測を行うことが多いが、預金のコストを非金融企業における負債と同等に扱うことに疑問があるため、銀行の資本コストとして本稿では取り上げない。

以下では、第二節では、まず資本コストの概念および計測方法について整理し、補論では株式持合が株式の資本コスト計測に与える影響を検討する。第三節では、都市銀行、長期信用銀行、信託銀行の大手銀行について、株式の資本コストを計測する。第四節では、本稿のまとめを行う。

2 資本「コスト」と株式持合

（1）資本「コスト」の概念と計測方法

株式のコストを配当だけであるとする「誤解」は最近見られなくなつたようだが、資本コストの概念は完全に共有されているとは思われない。⁽²⁾岩本（一九九二）によれば、「資本コスト」は企業の投資計画から収益の流列を現在価値に換算するための割引率を意味し、企業の資金に対して支払わなければならない費用である。そして、「資本コスト」と対になる概念として「資本のユーザーコスト」を挙げている。「資本のユーザーコスト」は企業の投資プロジェクトがあげなければならない必要収益であり、最適な投資計画が実行された場合には、資本の限界生産力が資本のユーザーコストに等しくなる。さらに、「資本コスト」と「資本のユーザーコスト」が一対一に対応するのは、法人税が経済的所得を課税ベースとした純粋な形態をしている場合であることを併せて指摘している。実際には、投資促進的な税制や加速償却のために法人税が純粋な形態から乖離していることが一般的であり、必ずしも「資本コスト」と「資本のユーザーコスト」が一対一に対応しているとは限らない。⁽³⁾

倉澤・瀧・岡崎（一九九二）では、基本的には、資本コストについて実物投資の機会費用に対する収益率での表現だとしている。そして、株式の資本コスト（倉澤・瀧・岡崎（一九九二）では「自己資本の資本コスト」）は、

株主の立場からみれば、市場での運用をあきらめることの機会費用であり、結局市場が要求する収益率が株式の資本コスト（自己資本コスト）になるとしている。さらに、株式の資本コストは、新株の発行によって資金を調達したとき、当該企業の価値を維持するために企業が獲得しなければならない最低限の収益率、ということになると指摘しており、本稿における株式の資本コストに関する認識もこれに従う。

株式の資本コストの計測については、本来株主の事前的な期待収益率をもとに計測する必要があるものの、実際の計測にあたっては事後的なデータを用いなければならない。主な計測方法としては、（1）株式収益率（株式の事後的な市場収益率）を用いる方法、（2）配当割引モデルに基づき一株当たり配当と将来にわたる（予想）配当成長率から求める方法、（3）株式益回り、つまり会計上得られる利益と企業価値（株式時価総額）の比率、から求める方法を挙げることができる。⁽⁴⁾三節における株式の資本コストの計測では、補論における株式持合の影響の議論をふまえて、（3）の株式益回りに基づく方法に従つた。（なお、実際の計測では、税引き後当期利益に減価償却費を加えたものを株式時価総額で除して求めた。）

（2）補論　—株式持合の影響—

小林（一九九〇）、倉澤・瀧・岡崎（一九九二）、米澤（一九九五）などで指摘されているように、株式持合は会計処理上のルールによつて、株価収益率（PER）を見かけ上過大評価する。逆に、株式の資本コストは表面上過小評価される。株式の資本コスト算出にあたつて注目すべき対象は、当該企業が年々生み出す利益とそれに対する市場の評価額である。だが、倉澤・瀧・岡崎（一九九二）でも指摘しているように、本来株主の事前的な期待収益率をもとに計測しなければならないにもかかわらず、実際には事後的に実現したデータを用いたを得ないため資

本コストを実際に計測するには困難が伴う。そして、実際に株式の資本コストを計測する方法としては、株式収益率をもとに計測する方法、配当割引モデルから求める方法、そして益回り（株価収益率の逆数）をから求める方法などがある。本項では、株式持合効果の修正を行うことも考慮して、株価収益率（PER）または株価キャッシュフロー比率（PCFR）の逆数から求める方法に基づいて議論を進める。

株式持合が行われている場合、相手先企業から受け取る配当部分は当該企業の利益に算入される一方で、キャピタルゲイン部分は利益に算入されない。言い換えると、相手先企業が内部留保に回した部分は相手先企業の株価上昇を通じて当該企業の株価に反映されるものの、当該企業の利益には算入されないことになる。

株式市場全体の株価収益率を求める際の修正式として、しばしば用いられているものが次式であり、持合比率と配当性向という二つの要素の影響を受ける。⁽⁵⁾

$$(修正後のPER) = (修正前のPER) \times (1 - \alpha) / (1 - \alpha d) \quad (1)$$

α : 持合比率

d : 配当性向

しかし、厳密に言うと（1）式の修正方法は株式市場全体について持合効果を修正するには有効であつても、配当性向が異なる様々な銘柄を保有する個別企業のPERを修正するには本来適切ではない。そこで、まず倉澤・瀧・岡崎（一九九二）に従つて、株式持合の影響を個別企業毎に修正する方法について整理する。⁽⁶⁾まず、利益、持合比率、配当性向、株価について次のように定める。

E₁、E₂ : 株式持合がない場合の利益

α_1 、 α_2 : 企業一（企業一）が保有する企業一（企業二）の株式の割合

d_1, d_2 : 配当性向

P_1, P_2 : 株式持合がない場合の株価

企業一と企業二が株式持合を行つてゐる場合、実際に観察される利益 (E_1^*, E_2^*)、株価 (P_1^*, P_2^*) は次のように表される。

$$E_1^* = E_1 + d_2 \times \alpha_2 \times E_2^*$$

$$E_2^* = E_2 + d_1 \times \alpha_1 \times E_1^*$$

$$P_1^* = P_1 + \alpha_2 \times P_2^*$$

$$P_2^* = P_2 + \alpha_1 \times P_1^*$$

つまり、当該企業の観察される利益には持合相手先企業の利益のうち、(配当性向) \times (持合比率) 分だけの利益が加えられているのに対して、当該企業の観察される株価には持合相手先企業の (持合比率) 分がそのまま加えられることになる。

そこで持合の影響を修正する方法としては、株式持合を行つていて利益が全て配当された場合を想定する方法と、株式持合がない場合を想定する方法があるが、こゝでは後者の方を使つてある。株式持合がない場合の株価収益率は、以下の式で求めることができる。

$$P_1 / E_1 = (P_1^* - \alpha_2 \times P_2^*) / (E_1^* - d_2 \times \alpha_2 \times E_2^*) \quad (59)$$

そして、以上の考え方を三社以上の間で株式持合を行つてゐる場合に当てはめると、以下の (2) 式で修正された株価収益率を求めることができる。

$$PER = (P^* - \sum \alpha_i P_i) / (E^* - \sum D_i) \quad (2)$$

(修正された株価収益率) $\therefore PER$

(当該企業の株価時価総額) $\therefore P^*$

$$(保有株式の時価評価額) = \sum \alpha_i P_i$$

(当該企業の会計上の利益) $\therefore E^*$

(受取配当総額) $\therefore \sum D_i$

以上のように、理論的には (2) 式に基づいて株式持合の影響を修正することが本来望ましい。しかし、実際に推計を行う際に問題となるのは、各銀行別の正確な保有株式の時価評価額を知ることである。銀行が保有する株式の含み損益が公表されるようになつたのは最近になつてからであり、従つて過去に遡つて銀行が保有する株式の時価評価額を知ることは困難である。そこで、次善の方法としては (1) 式に基づいて株式持合の影響を推計することはやむを得ないと考えられる。高野 (一九九三) によれば、一九八〇年代以降の上場会社間の株式持合比率はおおむね四〇%前後で若干の減少傾向を示している。橋木・岡村 (一九九七) では、高野 (一九九三) および「株式分布状況調査」の数値を用いて、株式持合による株式の資本コストの過小評価の影響を推計した。その結果、株式持合の影響を修正した後では修正前に比べて、一九八八年度で五三・八%、一九八九年度で五一・五%、一九九〇年度で四七・六%、一九九一年度で四一・六%、一九九二年度で二七・八%、一九九三年度で二三・八%、一九九四年度で一一・六%、それぞれの割合だけ上方に修正された。一九九二年度以降の大きな変化については、持合比率が四〇%前後で大きく変化していないため、配当性向の大幅な上昇が寄与している。実際、一九八八—一九九〇年度では三〇%前後であった配当性向が、一九九二—一九九四年度では六〇—八〇%と急激に上昇している。このことは、バブル崩壊後の大軒な利益減少に際しても安定配当を継続したため、配当性向が急激に上昇したためと考えられる。

また、(2) 式に基づいた修正は理論的には望ましいものではあるが、実際の問題点としては、推計に際して分

母または分子が負になる例や推計値が極端に大きな値をとることが挙げられる。橋木・岡村（一九九七）における推計では、「税引き後当期利益+減価償却費」から「受取配当総額」を差し引いたものが負になる例や、あるいは「期末株式時価総額」から「保有株式簿価」+「有価証券含み損益」を差し引いたものが負になる例が多く、株式の資本コストを推計できないものもあった。また、推計が可能だった例についても、年度によって大きく変動したり、（1）式に基づいた推計と比べて十倍から数十倍の値となるものもあった。

3 計測結果

株式の資本コストの計測対象は、都銀一〇行、長信銀三行、信託銀七行の計一〇行である。計測期間は一九八一年度（一九八二年三月期決算）から一九九七年度（一九九八年三月期決算）までの一七年間である。但し、本節の計測では株式持合の修正は行っていない。

推計式は、次の（3）式を用いた。

$$\frac{(\text{税引き後当期利益} + \text{減価償却費})}{(\text{期末株式時価総額})} \times 100 \quad (3)$$

各銀行別の計測結果は、表1にまとめられている。また、全銀行および業態別での株式の資本コストの推移は図1の通りである。

都市銀行では一九八〇年代初頭には都銀上位行で四%台から六%程度、下位行で七%から一〇%程度となつており、上位行と下位行の間には二~三%程度の格差が見られる。その後、一九八四~一九八五年度にかけて急速に低下した後、一九八〇年代後半を通じて安定的に推移し、上位行と下位行の格差はほぼ解消され、おおむね二~三%程度となつた。一九九〇~一九九四年度にかけては若干減少傾向を示し、一%台後半から三%程度であつ

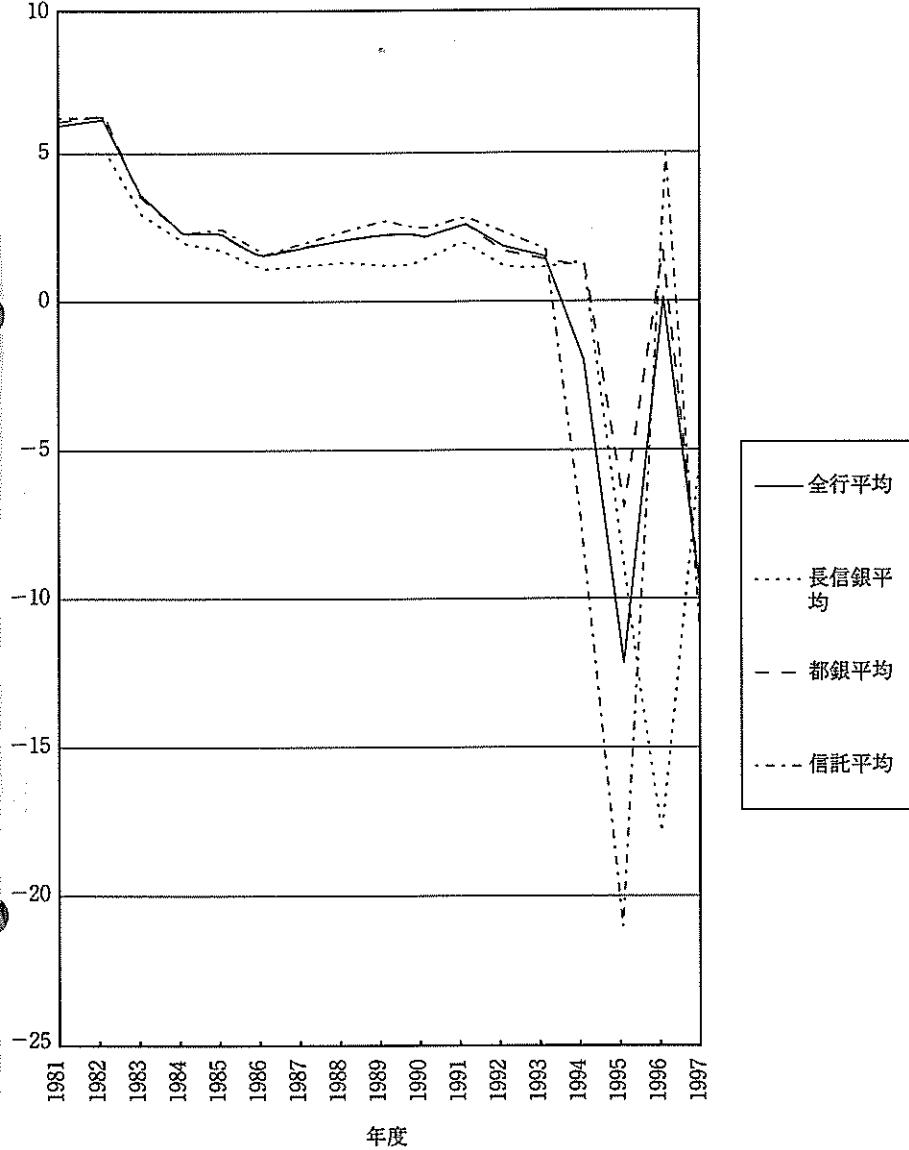
表1 株式の資本コスト

年度	興銀	長銀	日銀	三井信託	三菱信託	住友信託	安田信託	東洋信託	中央信託	日本信託
1981	5.27	4.69	4.86	5.45	6.04	6.47	6.68	8.33	—	5.18
1982	5.31	4.75	4.83	5.16	6.19	6.32	6.75	8.47	—	4.97
1983	2.63	2.80	3.72	2.77	3.22	3.21	3.40	5.75	—	3.58
1984	1.94	1.89	2.28	1.97	2.27	2.13	2.24	3.43	—	1.84
1985	1.67	1.73	2.16	1.93	2.09	2.08	2.35	3.89	—	2.08
1986	0.85	1.26	1.44	1.67	1.46	1.42	1.86	2.07	—	2.07
1987	1.04	1.27	1.51	2.16	1.68	1.75	2.34	2.41	—	2.40
1988	1.03	1.61	1.70	2.77	2.39	2.46	3.16	2.94	—	1.61
1989	1.02	1.51	1.30	3.20	3.41	3.28	3.09	2.94	2.57	1.42
1990	1.02	1.65	1.75	2.45	2.61	3.13	2.40	2.09	2.33	3.18
1991	1.45	2.54	2.47	2.43	3.24	3.39	2.87	2.85	1.76	4.26
1992	0.70	1.51	1.81	2.17	2.32	2.76	1.94	1.92	1.66	4.27
1993	0.55	1.38	1.83	1.48	1.49	1.57	1.68	1.54	1.66	4.05
1994	0.65	1.43	2.24	1.67	1.42	1.70	2.04	1.85	1.80	65.05
1995	▲ 1.80	▲ 5.00	▲ 20.36	▲ 17.27	▲ 14.78	▲ 17.22	▲ 26.89	▲ 21.55	▲ 35.14	▲ 14.40
1996	1.53	2.54	▲ 57.64	1.98	2.37	1.80	2.87	3.86	4.77	18.60
1997	▲ 14.52	▲ 49.87	5.86	3.49	0.99	▲ 6.09	▲ 50.01	1.93	12.49	▲ 43.27

年度	第一勧業	さくら	富士	東京三菱	住友	三和	あさひ	大和	東海	拓銀
1981	4.99	4.92	5.84	5.11	6.01	4.35	7.38	7.56	5.11	10.22
1982	4.75	5.14	6.26	5.10	6.39	4.36	7.25	8.67	4.98	10.99
1983	2.87	2.66	3.43	2.93	3.36	2.64	4.30	4.62	3.01	8.21
1984	1.95	2.30	2.31	2.12	2.27	2.06	2.77	2.75	2.74	3.44
1985	2.06	2.51	2.30	2.29	2.01	2.44	3.14	2.66	2.48	3.56
1986	1.41	1.96	1.58	1.51	0.89	1.58	2.63	1.39	1.69	2.77
1987	1.77	1.86	1.68	1.80	1.44	1.78	2.60	1.78	1.54	2.68
1988	2.10	2.25	2.08	2.34	2.20	2.42	3.02	2.00	1.69	2.62
1989	2.45	2.10	2.06	2.50	2.46	2.39	2.62	1.93	2.06	2.12
1990	1.72	2.04	2.07	1.81	2.24	2.34	2.78	2.24	2.20	3.20
1991	1.54	3.48	1.31	2.19	2.65	3.12	3.09	3.22	2.00	4.62
1992	1.26	1.93	1.40	1.31	0.78	2.02	2.20	2.26	2.05	3.14
1993	0.91	1.81	1.19	0.97	0.99	1.45	2.14	1.99	1.85	2.75
1994	1.01	1.75	1.51	1.33	▲ 5.23	1.57	2.10	2.61	1.82	4.33
1995	0.64	▲ 9.31	▲ 5.77	1.05	1.15	▲ 3.86	▲ 3.75	▲ 12.78	▲ 12.16	▲ 24.28
1996	▲ 8.12	3.56	2.29	1.01	1.41	2.02	2.59	4.20	2.95	7.19
1997	▲ 4.28	▲ 10.68	▲ 20.62	▲ 11.33	▲ 14.02	▲ 8.90	▲ 12.89	▲ 7.40	1.25	—

年度	(出所)			
	【有価証券報告書】	【株価CD-ROM】(東洋経済新報社)	(注) 中央信託銀行は、1989年に上場されたため 1988年度までは株価データが得られなかった。	
1981	6.02	4.94	6.15	6.36
1982	6.14	4.97	6.39	6.31
1983	3.64	3.05	3.80	3.65
1984	2.35	2.04	2.47	2.31
1985	2.39	1.85	2.54	2.40
1986	1.66	1.18	1.74	1.76
1987	1.87	1.27	1.89	2.12
1988	2.23	1.45	2.27	2.56
1989	2.32	1.28	2.27	2.84
1990	2.26	1.47	2.26	2.60
1991	2.72	2.15	2.72	2.97
1992	1.97	1.34	1.84	2.43
1993	1.66	1.25	1.60	1.92
1994	▲ 1.87	1.44	1.28	▲ 7.80
1995	▲ 12.17	▲ 9.05	▲ 6.91	▲ 21.04
1996	0.09	▲ 17.86	1.91	5.18
1997	▲ 11.99	▲ 19.51	▲ 9.87	▲ 11.50

図1 株式の資本コストの推移



た。一九九五年度および一九九七年度については、多くの都銀が赤字決算となつたために、推計値はマイナスとなつた銀行が多い。

長信銀については、一九八〇年代初頭は五%前後であったが、一九八四—一九八五年度にかけて都銀と同様急激に減少し、一九八〇年代後半を通じて一—一・五%程度で推移した。その後一九九〇—一九九四年度にかけては、各行間の格差が拡大し、もっとも低い興銀では〇・五一%程度、中間の長銀では一・五%前後、最も高い日債銀では二%前後となつた。一九九五—一九九七年度では赤字決算の例が多く、計測値がマイナスとなることが多かつた。

信託銀行については、多くの銀行が一九八〇年代初頭は五%—七%程度であったが、一九八四—一九八五年度にかけて急激に低下し、一九八七年度までは二%前後で推移した。一九八八—一九九一年度にかけて三%程度へと上昇したが、その後若干減少して二%程度となつた。各行間の格差については、一九八〇年代初頭は、五%前半の銀行、六%台の銀行、そして八%台の銀行と最大で三%あまりの格差が開いていた。一九八〇年代後半について各行間の格差は縮小したが、一九九〇年代に入つて格差が開く傾向にある。

業態間で比較すると、一九八〇年代は長信銀、都銀、信託銀の順で高くなつていたが、一九九〇年代に入つて、各行間の格差が拡大する傾向にあり、単純に業態別に比較することは難くなつている。

サンプル期間中の大きな動きとしては、一九八〇年代後半にかけての急激な株式の資本コストの低下があるが、バブル経済期の株価上昇によつて(3)式の分母である株式時価総額が大きく増加したことが寄与している。また、一九八〇年代後半には株式の資本コストの低下と共に各行間の格差が縮小したが、バブル崩壊後の一九九〇年代になつて各行間での格差が拡大する傾向にある。各行間での格差拡大については、各自の経営状態に応じて

市場参加者が評価するようになったとも考えられ、少なくとも一九八〇年代後半の横並びでの評価に比べれば望ましい状況と言えるだろう。

4 さいごに

株式の資本コストは、一九八〇年代後半にかけて急激な低下を示した後、一九九〇年代になつても一九八〇年代初頭の水準には全般的には達していない。バブル経済期とその後の景気停滞期を比べれば経済環境の違いは明らかであり、株式の資本コストが低水準であることの要因も、一九八〇年代後半については株価の急激な上昇であったが、一九九〇年代については利益の減少へと変化したことによるものである。また、一九九〇年代に入つて、各行間で格差が開きつつあることも市場参加者が各行の経営状態に応じて評価し始めたことと解釈できるだろう。

なお、二節の補論で述べたように、株式持合によって株式の資本コストが過小評価されることにも注意する必要がある。今後予定されている公的資金注入に際し、公的資金のコストは市場の評価だけで決定されることはないかもしれないが、各行の経営状態を反映させることはモラルハザードを抑制するためにも重要であろう。ベンチマークとして市場の評価に基づく資本コストを用いること、そしてその市場の評価についても株式持合による影響が存在していることが考慮される」とを期待したい。

*本稿は、筆者が橋木俊詔京都大学教授と行つた共同研究に一部を基づいている。もちろん、本稿における誤りはすべて筆者の責に帰するものである。

参考文献

- 岩本康志(一九九二)「法人税負担と資本コストの日米比較」、「証券アナリストジャーナル」、一九九一年三月
植田和男(一九八九)「わが国の株価水準について」、「日本経済研究」N.O. 一八
倉澤資成(一九九二)「株式持合の財務効果」、「日本経済研究」N.O. 二六
——(一九九四)「資本コストをめぐる誤解」、「日経ファイナンシャル」[55]、日本経済新聞社
倉澤資成・瀧敦弘・岡崎竜子(一九九二)「銀行の資本コスト」、「金融研究」第一一卷第一号、日本銀行金融研究所
小林孝雄(一九九〇)「株式のファンダメンタル・バリュー」、西村清彦・三輪芳朗編「日本の株価・地価」第一二章、東京大学出版会
斎藤達弘(一九九七)「資本コスト再考・経営戦略における位置づけ」、「ファイナンス研究」、N.O. 一三三、一九九七年一月
鹿野嘉昭(一九九二)「銀行の競争力について」、「日本銀行月報」一九九二年三月
重原久美春・佐藤節也(一九九〇)「企業の資本コストを巡る問題について」、「金融研究」、第九卷第一号、日本銀行金融研究所
首藤恵・松浦克己・米澤康博(一九九六)「日本の企業金融」、東洋経済新報社
高野 真(一九九三)「上場企業間の株式持合と株価形成」、「大和投資資料」一九九三年一月号
橋木俊詔・岡村秀夫(一九九七)「金融機関とコーポレート・ガバナンス——銀行の生産性と株式の資本コスト」、一九九七年
度日本金融学会秋季大会報告論文
橋木俊詔・木村俊夫(一九九四)「日本の金融機関の資金調達コストの計測とその経済的意義」、橋木俊詔・松浦克己編「日本の
金融・市場と組織」第五章、日本評論社

和田誠(一九九四)「資本コストの捉え方と最近の議論」[特集]、『フライナーハベス』、二〇・一八・一九九四年八月

Ando, A. and A. Auerbach(1988a)."The Cost of Capital in the United States and Japan: A Comparison", *Journal of the Japanese and International Economies* 2, pp134-158.

Ando, A. and A. Auerbach(1988b)."The Corporate Cost of Capital in Japan and the United States: A Comparison". In J. Shoven (ed.), *Government policy towards industry in the United States and Japan*, Cambridge Univ. Press.

Ando, A. and A. Auerbach (1990)."The Cost of Capital in Japan: Recent Evidence and Further Results", *Journal of the Japanese and International Economies* 4, pp323-350.

- (1) 預金の考え方を含めて、銀行の資本コストについて倉澤・瀧・岡崎(一九九一)が詳しく述べる。
- (2) 資本コストの概念を整理したもののひとつ、例えば和田(一九九四)などがある。また齊藤(一九九七)は資本コストを経営戦略の点からも考察しておる興味深く。
- (3) 和田(一九九一)は、「資本コスト」と「資本のリザーバー」の間に、一部に理解の混亂が見られる指摘している。
- (4) 株式の資本コストの計測方法および問題点については、和田(一九九一)、倉澤・瀧・岡崎(一九九一)などを参照。
- (5) 導出法については、植田(一九八九)などを参照。
- (6) 以下は、会計ルールから生じる株式持合の影響を修正するものであり、株式市場における価格形成は効率的に行われてみると仮定してある。
- (7) 詳しくは、倉澤・瀧・岡崎(一九九一)を参照。
- (8) 例えば一九八八年度の場合、仮に修正前の株式の資本コストが一〇%であったとする。修正後には一・五三八%になつたとふうとする。
- (9) 一九九四年度決算(一九九五年三月期)で税引き後当期利益が赤字となつた住友銀行を除く。本稿で用いた会計上の利益を用いる方法では、赤字決算の際には資本コストの計測値がマイナスになるといふ問題がある。