

証 研



レポート

No.1570

1999年5月

米国のバルチャー・ファンドの現状 松尾 順介 (1)

資本勘定の自由化と＜順序＞問題 伊豆 久 (14)

L I F F E の反撃

—LIFFEコネクトと大口取引施設— 吉川 真裕 (22)

中国B株の市場状況について 王 東明 (38)

証券会社の人事制度改革の動きについて 清水 葉子 (51)

財団法人 日本証券経済研究所

米国のバルチャー・ファンドの現状

松尾 順介

はつめい

最近米国のバルチャー・ファンド (Vulture Funds) が、日本の大手銀行の保有する不良債権を大量に買い取っていることで話題を集めている。例えば、九八年度はサーベラス、ローンスターなどが各一兆円規模の投資を行い、ゴールドマン・サックスなどの証券会社を含む外国投資家の不良債権購入額は、簿価ベースで八兆円に達するとともに、これらの不良債権には、一般不動産だけでなく、不動産担保付き不良債権や破綻企業向け無担保債権が多数含まれていることが報道されている⁽¹⁾。

これらのバルチャーといわれる投資家は、直訳すれば「ハゲタカ」であり、まさに死肉をハゲタカが漁るように、破綻企業の債権などを買いあさることからこのように命名されたと思われる。しかし、このおどろおどろしい名前とは裏腹に、その素顔がきわめてソフィステイケートされた投資家たちであることは意外に知られていない⁽²⁾。

筆者は、最近このバルチャー・ファンドのマネージャーたちに米国で直接インタビューをする機会を得たので、知られざる彼らの素顔の一端を紹介し、バルチャー・ファンドなどが投資を行っている、デイストレスト証券市場について考察する。ここでいうデイストレスト証券 (Distressed Securities) とは、破綻した企業の社債、手形、融資、株式さらには各種の請求権などを指し、米国ではこれらの証券の流通市場が形成されている⁽²⁾。

なお、これらのデイストレスト証券投資を行う投資家は、当然のことながら自らの投資をバルチャー・インベストメントとはいわず、スペシャル・シチュエーション・インベストメント (Special Situation Investment) あるいはスペシャル・オポチュニティ・インベストメント (Special Opportunity Investment) と呼んでいる。また、ヘッジ・ファンドのなかには、このような投資を行っている場合もあり、その際はイベント・ドリブン (Event-Driven) 型投資に分類されることもある⁽³⁾。

1 ロング・ドライブ・マネジメント・トラスト

ロング・ドライブ社 (Long Drive) は、野村證券の米国持ち株会社が一〇〇%持ち分を保有しており、トライリンクス・インベストメント・トラスト (TriLinks Investment Trust) を運営している。同トラストはスペシャル・シチュエーション投資を目的としているが、その運用総額は七億ドルである。このうち親会社が二億五〇〇万ドルのエクイティを拠出し、残りは保険・銀行などの外部の投資家からの借入れである。また、投資対象となるのは、額面の八〇〜八五%以下で取引される債権(いわゆるデイストレスト債権) およびシングルB以下のハイールド (ジャンク) 債券ないしメザニンが主であるが、パフォーミング・ローンやBB以上の債券、メザニン等も一部含まれる。また、会社更生の結果としてのデット・エクイティ・スワップにより保有ローンがエクイティに転換される場合そのエクイティを保有することもある。さらに、同トラストは、CLOの形式で資金調達を行っており、その発行するノートおよびファシリティ格付けは三本がAAで、二本がBBBである。

ロング・ドライブ社のインベストメント・アドバイザーのデニス・ドーラン (Denis Dolan) 氏によると、デイストレスト証券投資には、ナンバー・クランチャー (number cruncher) といわれるアナリストと法律面の評価

を行う専門家が必要で、チームを組むのが一般的であるという。このロング・ドライブ社の場合、八人の専門家がおり、うち五人が財務評価を行い、残りは法律の専門家やシステム・サポートを担当している。これに加えて、業界調査などについては、外部委託する場合もあり、例えばヘルス・ケア産業の委託調査に数万ドルを支払うこともある。

同氏はもともとS&P社のアナリストとして、格付けを担当し、さらにドレクセル・バーナム・ランベールでも働いた経験があるとのことであったが、その経験のためか同氏の投資手法の特徴は、徹底的な調査にあるように見受けられた。例えば、業界紙や各種ニュースサービスの購読だけでも年間一〇〇万ドル近くのコストをかけるとともに、投資対象となる企業の破綻原因は徹底的に追求し、それが一時的あるいは突発的な原因によるものなのか、それとも構造的ないし致命的な原因によるものかを見極めるノウハウは相当な年を感じさせるものがあった。したがって、情報収集には、年次報告書(一〇―K)や四半期報告書(二〇―Q)はあまり用いられない。このような投資は、迅速さが重要であり、有価証券報告書によるディスクロージャーを待っていたのでは、投資時期を逸してしまうこと、また一〇―K、一〇―Qなどの情報は完全に知れ渡っており、その情報だけをベースに投資判断をすることはできないというのがその主な理由である。⁽⁴⁾また、破綻後の情報としては、更生会社は毎月裁判所に報告義務を負っているので、裁判所の下で手続きが進められる場合、そこから有効な情報を得ることができるという。そのほか、債権者委員会に参加して情報を入手するケースもあるが、その場合にはインサイダーとなり、保有証券の売却が制限されるため、通常はあまり行わないとのことであった。

投資手法については、昨年のヘッジ・ファンド危機以降、FRBがヘッジ・ファンド向けマージンを引き上げたため、デイトレスト証券投資も長期保有が中心になっているとのことであった。すなわち、再建手続きへ関与して、場合によってはデット・エクイティ・スワップを行うなど、再建後の値上がり益を目標とするような投資が主流となり、保有期間が長期化し、達成収益率は低下している。同氏も目標収益率をかつての一八ヶ月で二五%から二四ヶ月または三六ヶ月で三〇%にまで引き下げたという。

なおトライ・リンクスはCLOとして格付けを持つ証券を発行しているため、ファンド内の分散投資が必要とされており、投資ポートフォリオが格付けのための分散基準に適合していることを、毎月格付機関に確認している。

2 アポロ・リアル・エステート・アドバイザー社

アポロ・リアル・エステート・アドバイザー社(Apollo Real Estate Advisors, Ltd.)社はアポロ・キャピタル・マネジメント傘下の不動産部門である。同傘下には、アポロ・アドバイザー社があり、これはコーポレート部門として、デイトレスト証券投資を行っている。

このアポロ社は、かつてドレクセル・バーナム・ランベール社でM&Aを担当していた、レオン・ブラック(Leon Black)氏がドレクセル社破綻後の九〇年に創業したものであり、アポロ・アドバイザー社がアポロ・インベストメント・ファンド四億ドルを設定したのが最初である。その後、投資の過程で多くのリゾート・ホテルや駐車場を抱え込むことになったため、不動産部門としてアポロ・リアル・エステート・アドバイザーを九三年に設立することになった。現在、不動産部門は運用総額が一〇〇億ドルとなっているが、コーポレート部門の資産額はより大きく、ジェネラル・パートナーの出資だけで八〇億ドルに達し、さらにリミテッド・パートナーからそれ以上の資金を集めている。また、このような不動産投資ビジネスはプライベート・エクイティ・マネジメン

トといわれている。

同社不動産部門のウィリアム・スカリー (William Sully) 氏によると、不動産部門の運用資金の七〇%が非公開会社および現物投資に投資され、残り三〇%が不動産関連の公開会社に投資されている。不動産部門では、それぞれの投資案件に関わる期間は、短い場合は六ヶ月ということもあるが、過半は三年から五年である。同社の運用するファンド (リミテッド・パートナーシップ) の一つを例にとると、アポロがジェネラル・パートナーとして三五〇万ドルを出資し、外部の投資家がリミテッド・パートナーとして一五億ドルを出資しているが、リミテッド・パートナーシップの存続期間を一〇年とし、最初の三年間投資家は資金需要が発生したときにファンド・マネージャーの要請に応じて限度額までの追加出資をする義務 (commitment ある) は subscription agreement) を負うものとされている。その際、投資家の持ち分は譲渡不可能である。また、投資家としては、年金基金、大学、保険会社などの大口の機関投資家があげられる。

情報の入手方法については、地元の不動産業者とジョイント・ベンチャーを組むことが多く、例えば地元業者は個人保証で銀行借入れを行い、ジョイント・ベンチャーに出資し、コミットメントを確保する。他方、アポロ側はその一〇倍にも相当する資金を出資する。つまり、地元業者は情報を入手しやすい立場にあるが、資金が不足しているため、アポロと共同事業が可能となる。いい案件があると、地元の不動産業者から連絡があり、それにもとづいて投資を検討するようである。

同社の不動産部門は九人のパートナーを有し、バックオフィス関連の事務スタッフを含めると四〇人のチームである。他方、コーポレート部門はロサンゼルスにもオフィスをもち、パートナーだけで二〇人を有している。

最後に、日本でのビジネスは行っていないが、機会はあるかがある。しかし、日本の低金利を勘案しても、

現在の地価水準ではそれに見合った収益は得られない。つまり、日本の地価はまだ収益還元という観点からすると割高であることを指摘していた。

3 サーベラス社

サーベラス (Cerberus Partners, L.P.) 社は、最近日本での不良債権の大口投資家としてゴールドマン・サックス、ローンスターなどと並んで有名になっているが、もともとはドレクセル社出身のステイブン・ファインバーグ氏が八五年に設立し、欧米の富裕層や年金基金のほか日本の銀行や生損保も投資しているといわれている。日本の投資は九八年四月に開始され、約一兆四〇〇億円を購入しており、クラウン・リーシングや日本リース向けの無担保ローンのほか、不動産担保付きローンへの投資も増やしている。現在、米国のデイトレスト証券市場では、ブローカー・ディーラーの中ではメルリンチが投資の最大手であるが、ヘッジファンドの中ではサーベラス社が最大手のひとつであるといわれている (第1表参照)。

インタビュウに応じて頂いたのは、サーベラス社の前会長であり、現在新設のヘッジファンド、ストラテジック・バリエュー・パートナーズ (Strategic Value Partners, LLC) のマネージング・パートナーを務める、ビクター・コスラ (Victor Kosla) 氏である。同氏はもともとメルリンチに六年間在籍し、グローバル・デイトレスト部門で、コーポレートと不動産の両方を担当していた経験をもっている。その間、東京でも二〇人の部下とともに数ヶ月間活動し、邦銀のバルクセールに応じたこともあり、アメリカ、ロンドンでの業務を経て、サーベラスに部下とともに一年前に移籍したとのことであった。したがって、日本への投資は、メインフォーカスの一つという。

第1表 ディストレス関連の運用資産額(注1)(1998年末)
(単位:百万ドル)

会社名	運用資産額
Appaloosa Management	1,080
Bay Harbour Investments	365
Bennett Management	153
Black Diamond Capital Management	210
Cardinal Capital Management	16
Cerberus Capital Management (訳注1)	2,112
Chesapeake Bay Ventures	5
CoMac Partners	347
Contrarian Capital Management	778
Cypress Advisors	25
Daystar	460
Dimeling Schreiber & Park	225
EBF&Associates	160
Foothill Group (The)	475
Gabriel Capital Group	1,400
Halcyon/Sliika (Alan B.) Management	425
King Street Advisors	136
MHRAdvisors	300
Magten Asset Management	1,100
Marks (Carl) Management Company	228
Morgens, Waterfall, Vinthdis & Company	642
Murray Capital Management	242
New Generation Advisers	44
Oaktrec Capital Management	5,717
PMFPartners	12
PPM America	520
Price (T. Rowe) Recovery Fund Associates	7
Reiss Capital Management	60
Rothschild Recovery Associates	200
Sass (M.D.) Investors Services	813
SBCPqewYork	90
Scolt's Cove Associates	118
TCWGroup	146
Turnberry Capital Management	240
Varde PartnerS	312
Whippoorwill Associates	526
合計	20,276

(注1) 運用資産額はコミットメントを含むが、ここでは算入されていない。
例えば、アービトラージュ・ファンド、ヘッジファンド、エクイティ・ミュー
チュアル・ファンドおよびプライベート・キャピタル・プールにおける誤差は
30億ドルから50億ドルである。
(訳注1) 同社でのインタビューでは、Cerberusの金額は40億ドルであるという。
(資料) Cambridge Associate Inc, "U.S. Distressed Company Investing 1999".

逆に、東南アジアに関しては、あまり投資対象とせず、その理由は倒産法がない国もあり、またあつても裁判所による法実現がなされていないからである。例えば、インドネシアには倒産法があるが、評価の基準は存在せず、優先順位という考え方も通用しない。加えて、経済および政治状況が変動的であり、回収ないし更生の見通しが困難である。タイでは最近倒産法が制定されたが、どのように機能するかは同様に明らかではないという見通しを語った。

ただし、同氏は日本のディストレストビジネスに参入する業者あるいは投資家はそれほど多くはなく、米国的を絞っていることも指摘する。その理由は、米国のファンドは地域的になり易い傾向があるとともに、日本の制度にも問題点があるからである。すなわち、日本では更生を弁護士が担当しており、投資家が更生に参与することを排除しているからである。また、DIP (debtor in possession) の制度⁵⁾がなく、現経営者も更生に参加できない。したがって、会計士や弁護士の関与度が大きくなるが、彼らは清算手続きにおいてはノウハウを発揮できるが、会社再建においてはそのようなノウハウを持ち合わせていない。さらに、日本の破綻企業の更生計画は、企業の競争を度外視しており、企業の再建が主眼とされていないことも指摘される。例えば、破綻企業の債務が一〇〇であるにもかかわらず、支払い可能額が四〇の場合、米国では債権を四〇に削減し、さらにデッド・エクイティ・スワップを行うが、日本では債権の削減は八〇にとどまり、それを一五年かけて徐々に支払うという更生計画が実施される。しかし、いかなる優良会社でも一五年先は予想不可能であり、本来再建手続きの重要な目的は、企業の負債構造を固定化させ、短期的に不確実性を取り除くことである。そして、同業他社との競争を継続していくことであるが、日本ではそうなっていない。日本の制度的特徴は、清算手続きにおいては米国よりも優れた手続きが行われているが、更生手続きでは非常に劣っている。したがって、今後日本の倒産法関連の改正

は、会社更生を重視した方向に進むという見通しをもっているとのことであった。⁽⁶⁾

現在、同ファンドは、ハイ・イールド債にはほとんど投資せず、基本的にはディストレスト証券を対象とし、不動産投資を含む投資を行っている。対象国は日米欧などのG7諸国が対象である。また、保有期間は二年から四年で、自己資金だけであれば、五年から一〇年という投資も可能であるが、外部の投資家からの資金を運用する以上、この程度の期間が限界である。

また、このようなファンドには、基本的にアクティブ運用とパッシブ運用がある。アクティブ運用は何らかの形で再建計画に参加することで利益を得ようとし、他方パッシブ運用はアンダーシユートした債権を購入し、その価格の回復を待つという投資手法であるが、同ファンドではどちらの投資戦略を選択するかは状況次第で、途中から変更することもあるという。

4 ニュー・ジェネレーション・リサーチ社

ニュー・ジェネレーション・リサーチ (New Generation Research) 社は、ボストンにあり、ディストレスト証券専門の情報ベンダーだが、同一オーナーの兄弟会社ニュー・ジェネレーション・アドバイザーズ (New Generation Advisors, LP) 社があり、これはヘッジファンドとして総額四四〇〇万ドルをディストレスト関連で運用している。したがって、ヘッジファンドとしては小規模であり、さらにレバレッジはないとのことであったが、情報ベンダーとグループになっているところがユニークである。

NGRのリサーチ部門ディレクターのクリス・マッキュー (Chris McHugh) 氏によると、NGRの設立は一九八六年で、九〇年にNGAが設立されている。したがって、情報ベンダーとして出発した後、自前でファンド

を設立したことになる。そして、NGRの情報提供は四つの定期情報誌によっており、「Bankruptcy Yearbook & Almanac」、「Bankruptcy Data Source」(月刊)、「Troubled Company Prospector」(週刊)の三紙は専門的で数百年部、「Turnaround Letter」はディストレスト証券の投資家以外の読者にも読まれており、数千部出ている。加えて、委託調査も行っている。NGRの社員はパート・タイマーを含めて五から一〇人で、NGAは二人である。最近のように倒産が減少すると、情報誌の販売は低迷し、情報ベンダーは収益性に富む事業ではない。しかし、グループのコストセンターになっているわけではなく、事業としての採算を維持しているとのことである。

マッキュー氏の情報収集は、基本的に公開情報を中心であり、一〇一K (年次報告書)、一〇一Q (四半期報告書)を重視し、ほかにブローカーやブルムバーグから価格情報をとり、各種ニュースレターの定期購読を行っているが、産業調査に類することはあまり行っていない。また、同氏にとって、倒産手続きは情報を得る上ではあまり有用ではないという。それは後でも述べるように、NGRの収集した情報はNGAにおける投資判断にも部分的に用いられているが、このNGAは基本的にパッシブ運用を行っているためであると考えられる。

NGAの投資は長期ベースで、四年から五、六年が主流である。空売りによって株式に投資することもあるが、社債が多く、それぞれ約四〇%、六〇%である。また、銀行ローンは流動性を欠くため、二から五%程度しか投資せず、同じ理由で手形には投資しない。さらに、倒産手続きにおいては債権保有割合が小さいため、アクティブには行動せず、パッシブ運用に特化している。これは同社のファンドが小規模であることによるものと考えられる。したがって、NGRおよびNGAに法律の担当はいないとのことである。

また、同社の投資家としては、大半は富裕層の個人であるが、比較的小規模の年金基金やヨーロッパ系の海外投資家も含まれているとのことである。

まとめ

以上のように、バルチャー・ファンドのマネージャーやリサーチャーを訪問した印象は次のように要約できる。

第一に、彼らがきわめて洗練された情報収集および分析のノウハウを有していることである。どのような情報を重視するかは、ここでも紹介したように各人各様であるが、その収集・分析のノウハウは長年の蓄積と経験によつて築かれたものであることを感じさせた。そして、ここで紹介したビジネスの創業者やファンド・マネージャーにドレクセル社の出身者が多いことから、そのノウハウの相当部分はハイ・イールド債関連業務で蓄積されたものであると推測される。ドレクセル社は、ハイ・イールド債のマーケットメイカーとして流通市場を整備するとともにアンダーライターとして主幹事シェアのトップを占めていたが、同社リサーチ部門は約百人のアナリストを擁していたとされ、リサーチに注力していたのである。その意味で、ドレクセル社の創出したハイ・イールド債市場は低格付企業に新たな資金調達手段を提供しただけでなく、業者にもノウハウの蓄積をもたらしたのである。

第二に、彼らの投資手法が多様であるという点である。短期的なアービトラージュがあるとともに、長期保有で値上がり益をとる場合もある。また、アクティブ運用とともにパッシブ運用がある。そして、バルチャーあるいはヘッジファンドという先入観からは、短期的なアービトラージュやアクティブ運用が連想されがちであるが、むしろ逆に長期的な保有が主流となつている。また、一部の小規模なファンドを除いて、アクティブ運用とパッシブ運用も固定的ではない。したがって、この分野の投資ではとくに投資戦略を柔軟に展開できることが重要

であると考えられる。

第三に、機動的かつ大量の資金調達が行われているという点である。デイトレスト証券市場は、継続企業の証券市場に比べると、流動性は低く、投資対象銘柄の購入時期を逸すると再び機会を得ることは困難となる。その意味で迅速さが決定的に重要であるとされ、コミットメントを投資家に課す場合があるのも、このような投資の性格に適合させるためと思われる。さらに、コミットメントによつて、ファンド設立時の投資家の出資額を小さくすることで、ファンドのトータル・リターンを向上させることも期待されるものと考えられる。そして、このような要請に応えられる投資家層（機関投資家と一部の富裕層）があつて、はじめてデイトレスト証券市場は成立するものと考えられる。

最後に、このような投資を支えているのは、たしかに投資家であり、また業者のもつさまざまなノウハウであるが、しかし情報がその基礎になつていないことを見落すべきではない。例えば、米国の場合、裁判所も各種の更生計画案を公開し、情報提供にきわめて前向きである。それに引き換え、日本では裁判所およびその選任する管財人は情報提供にきわめて消極的である。現在、倒産手続きに関して法務省でも法改正が検討されているが、このような裁判所のあり方そのものの見直しも進められることを期待したい。

注

(1) 「日経金融新聞」、一九九九年三月三日、参照。

(2) 拙著「日本の社債市場」、東洋経済新報社、一九九九年五月、第五章、参照。

(3) 例えは、IMF, "Hedge Funds and Market Dynamics", Occasional Paper 166, May, 1998, p.51.

(4) もっとも、米国でも経営破綻（連邦破産法第十一章適用申請）後これら報告書は通常提出されていない。

(5) DIP (debtor in possession) とは、「占有債務者」と訳されるが、米国の第十一章倒産の場合、現経営陣が継続して会社の再建にあたる場合が多いといわれる。これがDIPであり、経営ノウハウのない管財人が経営を担当するよりも、現経営陣が事業を継続したほうが再建の可能性が高いことなどが主な理由であるとされている。なお、この点について詳しくは、高木新一郎著「アメリカ連邦倒産法」商事法務研究会、一九九六年、および渡邊光誠著「最新・アメリカ倒産法の実務」商事法務研究会、一九九七年、参照。

(6) このインタビュから約一週間後、法務省が「新再建型倒産手続き」の原案を固めたことが発表された。それによると、①経営不振企業が破綻前でも裁判所に手続き開始を申し立てることができるようにする、②社外の管財人でなく業務に詳しい経営陣が経営を継続できるようにする、③再建計画の合意に必要な債権者の議決権の割合を三分の二程度に引き下げる、などといった規定が盛り込まれており、破綻企業の早期再建が重視されるとされている。

資本勘定の自由化と順序問題

伊豆 久

アジア金融危機以降、国際金融システムのあり方、とりわけ発展途上国における対外資本取引の自由化の是非が改めて焦点となっている。IMFは、本誌三月号で紹介したように、協定を改正して（経常勘定に加えて）資本勘定の自由化も加盟国の一般的義務としようとしているが、その一方で、最近、IMF（エコノミスト）の資本自由化論にも微妙な変化が生じているように思われる。自由化のメリットを強調するスピーチ等でも「自由化」の前には必ずと言ってよいほど「秩序ある」という形容詞が付されるようになった。論点は多様であるが、その一つは、自由化をめぐる順序（sequencing）の重要性の強調、再確認である。背景に性急な自由化への反省があるのとは言うまでもないが、そこにはどのような意味があるのだろうか。後掲参考文献からいくつかの論点を紹介することとする。

1 資本自由化のメリットとへ情報の非対称性へ

議論の出発点に立ち返ってみよう。そもそも、資本の自由化を推進すべき理由はどこにあるのだろうか。IMFを支配している主流派経済学（新古典派）の回答は単純明快である。海外市場から資金調達できれば、当該国は国内の貯蓄以上の資金を設備投資に回すことができる。所得や企業収益の低迷する景気後退期には、海外からの資金を使うことで消費や設備投資の減少を抑えることが可能となる。景気上昇期にはその反対のメカニズム

が働き、つまり、景気循環が平準化される。資金供給の側から見ると、ポルトフォリオの国際分散を進めること
によって、リスク調整後のリターンを引き上げることが可能となる。要するに、資本勘定の自由化は分断されて
いた市場を統合することで、資金不足主体にはより低いコストでの資金調達を、余剰主体にはより高いリターン
での資金運用を可能にする、すなわち資源配分の最適化をもたらすというわけである。その一方で、資本移動の
自由化は、裁量的な金融政策を難しくするなどの弊害をとまなう。例えば、好景気の下で大量の外資流入が発生
した場合、インフレを抑制するために金利を引上げつつ同時に輸出競争力を維持するため固定為替レートを守る
といったことは難しくなる。しかし、主流派経済学に言わせれば、こうした「弊害」の原因は資本の自由化にあ
るのではなく、資源の最適配分に逆行して輸出産業を守ろうとする裁量的な政策にこそあるのであって、さら
に、そうした政策の背後には輸出産業と政策当局との癒着も窺われる、ということになる。論者によっては、自
由化のメリットは経済的のみならず政治的な領域にも及ぶと考えられているのである。

しかしながら、こうした単純な自由化論は、現在では「古典的な」、いささか時代遅れの理解と見なされてい
る。資本自由化が資源配分の最適化をもたらすどころか、バブルや金融危機を発生・増幅させるケースがあるこ
とは、今では誰も否定できない事実だからである。そこで、主流派経済学は市場メカニズムの原則的正統性を維
持したまま金融市場における歪みを説明すべく、金融市場は市場メカニズムの前提条件を欠く場合が多いと指摘
するようになった。その代表的議論が「情報の非対称性」論である。物理的な財貨を売買するのではない特殊
な市場である金融市場においては、取引対象に関する情報が決定的な重要性をもち、にもかかわらず、取引当事
者間においてその情報が質・量ともに不平等なことが多い。その結果、各経済主体が経済合理性に則った行動を
しても、 \wedge 逆選択 \vee 、 \wedge モラルハザード \vee 、 \wedge 群集行動 (herding behavior) \vee などとして知られる \wedge 市場の失敗 \vee

が発生しやすいのである。

したがって、主流派経済学にとっての問題は、こうした弊害を抑制しつつ自由化のメリットを享受するために
はどうすればよいか、ということになる。 \wedge 情報の非対称性 \vee を解消するため、あるいは非対称性による弊害を
埋めるためにはどのような国内金融改革が必要で、それと資本勘定の自由化はどのような関連と \wedge 順序
(sequencing) \vee で進められるべきか。東アジアやロシアが深刻な経済危機に陥る一方で、資本勘定の開放に慎重
なチリや中国が、比較的安定した経済パフォーマンスをあげているという背景のもと、以前から存在したこうし
た議論が改めて注目されているのである。

2 前提条件としての国内金融改革

資本勘定の自由化を進めるための前提条件として上げられるのは、まず国内マクロ経済の安定であり、次に国
内金融の改革である。本稿では後者を取りあげることとしよう。前提条件としての国内金融改革の内容は、一言
で言えばリスク管理体制の整備である。 \wedge 情報の非対称性 \vee の軽減と、それによる最終ユーザー間のスムーズな
リスク転換は、金融仲介機関が適切な \wedge 情報生産機能 \vee を果たすことよって可能となるのであるが、そのた
めには、金融機関自身が自らの負担しているリスクを適切に管理することが不可欠となるからである。

リスク管理体制の整備は、個別金融機関レベルにおける管理体制と当局レベルでの監督体制の整備から成る。
資本勘定の自由化とは、個別の民間経済主体が直接、海外市場と金融取引を行うようになることであるから、為
替リスク、流動性リスク、カントリーリスク等を自ら管理する能力が必要となる。そして金融当局も、対外取引
を事前に管理することが困難となる以上、事前的規制は情報開示規制、自己資本規制、ポジション規制等にとど

めるほかなく、あとは事後的なセーフティネットの拡充、金融機関のリスク管理体制の監督、不正取引の排除等
で対応するのが原則となる。それは、これまで金融当局が独占的に管理していた海外との資本取引とそれにと
なうリスクを、個別金融機関自身に管理させることである。しかし、こうしたリスク管理体制の転換を進めるた
めには、まず国内の金融取引の規制緩和が進められねばならない。当局が取引を事前に管理し、したがってリス
クも負担している状況下で、個別金融機関にリスク管理体制を整備せよといっても実効的でないからである。そ
こで、対外金融取引自由化の基盤を整備するという観点からも、国内金融市場の自由化が必要となる。具体的
は、信用割当の廃止、金利の自由化、銀行業への参入解禁、国営銀行の民営化、民間銀行経営の自律性確保など
である。こうした自由化とセットとなることによつて、金融機関レベルのリスク管理体制の整備、当局における
事前的規制から事後的規制への転換が実際に進むことになるというわけである。

こうした転換が、資本勘定自由化の前提条件として必要なのではないか、その順序Ⅴを軽視した拙速とも言
える自由化が発展途上国や東欧諸国における金融危機の一つの原因ではないのか、との見方が増えているのであ
る。具体的には、リスク管理体制整備の進捗状況に合わせて、取引にもなう情報の非対称性Ⅴの程度の小さ
いものから大きいものへ、すなわち、直接投資からポートフォリオ投資へ、長期投資から短期投資へという順序Ⅴで、自由化は進めるべきとの主張である。

3 漸進主義とビッグバン方式

しかしながら、一見、当然のことのように見えるこうした考え方も、全面的な支持を得られているわけではな
い。これまでIMFは、各国にビッグバン型(包括的短期決戦型)の金融改革を推し進め、順序Ⅴを重視した

漸進主義に消極的であった。その理由の一つは、自由化の度合いがバラバラとなると、そのズレが逆に金融の不
安定化をもたらしかねないからである。例えば、金利の自由化と資本勘定の自由化が実施されたものの、リスク
管理体制の転換は進んでいない場合を考えてみよう。金利自由化によつて利鞘の縮小した銀行は、海外から資金
を調達してハイリスク・ハイリターン運用に乗り出す(gambling for redemption)可能性が高い。資金を供給し
ている海外の金融機関も銀行自身も、いざとなればこれまで通り金融当局が銀行を救済してくれるだろうと判断
しているため(暗黙の保証)、デリスクロージャーが十分でないままリスク管理がないがしろにされてしまうか
らである(モラルハザード)。これは、自由化の過程で多くの国が陥ったバブルの典型的ケースである。しかし、
これをどう判断するかで議論は別れる。漸進主義は、拙速な自由化が銀行をハイリスク運用に走らせたとするが、
反対に、リスク管理体制の転換を含んだ「本当の」意味での国内金融市場の自由化が不徹底だったからこそ、モ
ラルハザードや既得権益に縛られた歪みが発生した、という見方も可能なのである。

IMFがビッグバン方式をとってきたもう一つの理由は、海外市場との競争という外圧なしには、国内の金融
自由化を進めることが困難だとの判断である。実際に企業が海外の低利資金を調達するようになってはじめて国
内の金利自由化、それにとりなうリスク管理が進展するとされる。また、国内の既存の金融制度と利害関係をも
つ旧守派の影響力が強い状況では、各国が独力で制度改革を進められないからこそ、IMFが資本勘定の自由化
を含めた構造調整計画を作成し、強制してきたのである。つまり、単純化すれば、漸進主義は国内の環境整備の
後でなければ資本勘定自由化は金融危機を引き起こす可能性が高いと主張するのに対して、ビッグバン・アプロ
ーチでは、国内金融改革は資本勘定の自由化と一体化することでしか達成できないとされるのである。

4 貿易の自由化と資本取引の自由化

資本自由化の「A順序」を考へる際のもう一つの大きな論点は貿易の自由化との関係である。貿易の自由化と資本取引の自由化はどのような「A順序」で進められるべきだろうか。

先進国と比べて相対的に資本が少なく労働が豊富な国（多くの発展途上国がこの状況にある）を想定してみよう。この国は、資源の最適配分（比較優位）の観点からは、労働集約産業（例えば軽工業）に特化し、資本集約型の商品（例えば自動車）は輸入に依存することが望ましいとされる。しかし、この国が資本集約産業を保護育成するため資本集約財の輸入を制限したと仮定しよう。そうすると国内市場を独占できる資本集約産業の利益は増加し、資本に対する報酬（金利）が上昇することになる。相対的に労働に対する報酬（賃金）が低下する。こうした状況下で、この国が対外資本取引を自由化したとしよう。当然、高金利を目指して資本流入が増加する。このことは、この国の労働集約的産業と、（資本が流出した）先進国における資本集約産業の縮小を意味し、新古典派経済学という資源の最適配分に反する結果をもたらす。すなわち、貿易が自由化される前に資本取引を自由化すると、そもそもの自由化の目的と正反対の結果が生じる場合があり、資本取引の自由化は貿易の自由化完了以降になされるべき、との主張が成り立つのである。

そして、貿易の自由化などの条件が整うまでの間は、むしろ資本移動規制を実施することが望ましいことになる。一定の歪みが存在する以上、その上に無理に自由化を重ねるよりももう一つの「歪み（規制）」を重ねるほうがむしろメリットが大きいのという考え方である（資本移動規制の「Aセカンドベスト論」）。例えばチリで採られてきた資本移動規制が最近注目を集めているのも、長期的に国内金融政策の自律性を確保することはできないとしても、国内の金融改革や経済環境が整うまでの時間を稼ぐ手段として見れば一定の有効性が認められるので

はないか、との関心によるところが大きい。

もちろん、こうした議論にも反論がなされている。貿易自由化に先立つ資本の自由化が歪みをもたらすのは、資本の自由化が早いからではなく貿易の自由化が遅いためだと言えるからである。貿易の自由化をいち早く、あるいは資本の自由化と同時に実施すれば、確かにこうした問題は発生しない。しかし、資源配分の効率化を既存の比較優位のもとでの資源配分に厳しく限定してしまうことは、あまりに非現実的であろう。いつの時代のどの国、どの企業をとってみても、より付加価値の高い産業、所得弾力性の高い商品を我がものとすべく切磋琢磨してきたのであって、そうした自らの比較優位構造を革新しようという競争こそが経済成長の原動力となってきたからである。いずれにせよ、「A理論」 \vee と「A現実」 \vee のギャップを意識するところから「A順序」 \vee への関心が高まっているものと思われる。しかしそれは、必然的に、新古典派が苦手としてきた「A時間」 \vee という概念を浮上させることになる。その時には、自由化の根拠とされる資源の最適配分という基本概念の再検討も必要となるのかもしれない。

(1)

「A逆選択」 \vee は、借り手の返済可能性について、借り手自身はよく知っているのに、貸し手は不十分にしか知りえないために発生する。個別の借り手の信用リスクを判定できない貸し手は、平均的な金利で融資を行おうとするが、そうになると、優良な借り手にとっては実態よりも高い資金コストを負担せざるをえず、信用リスクの高い借り手にとっては低いコストで資金を調達できることになる。

「Aモラルハザード」 \vee は、例えば、資金の貸借終了後に、借り手が態度を変え、よりリスクの高いビジネスに資金を投入する場合に発生する。借り手の資金コストはすでに確定しているためリタインの引き上げをもちろむからである。

「A情報の非対称性」 \vee による場合ではないが、政府等の保証の提供による過度のリスクテイキングもよく知られた「Aモ

ラルハザード」のケースである。

「群集行動」は、自分は情報上劣位にあると考える取引参加者が情報上優位にあると思われる参加者の行動を模倣することによって発生する。銀行預金の取付行動や、自分の能力を正確に知られたいと考えるファンドマネージャーが他のファンドマネージャーに追随するケースなどである。その結果、市場価格のボラティリティが高まることとなる。

このように「情報の非対称性」が存在する場合、それぞれの取引主体は合理的に行動しているにもかかわらず、資金配分の最適化をみたすことができないのである。

参考文献

- Cooper, R.N., "Should Capital-Account Convertibility be a World Objective?", in Stanley Fischer et al., *Should the IMF Pursue Capital-Account Convertibility?*, Essays in International Finance, no.207, Princeton, August 1998.
- Doolley, M.P., "A Survey of Literature on Controls over International Capital Transactions", *IMF Staff Papers*, vol.43, no.4, Dec.1996.
- Eichengreen, B. et al., *Capital Account Liberalization - Theoretical and Practical Aspects -*, IMF Occasional Paper 172, 1998.
- Johnston, B., et al., *Sequencing Capital Account Liberalization: Lessons from the Experiences in Chile, Indonesia, Korea, and Thailand*, IMF Working Paper, Nov.1997.
- Johnston, B., *Sequencing Capital Account Liberalizations and Financial Sector Reforms*, IMF Paper on Policy Analysis and Assessment, July 1998.
- Williamson, J. and M. Mahar, *A Survey of Financial Liberalization*, Essays in International Finance, no.211, Princeton, Nov.1998.

LIFFEEの反撃

LIFFEEコネクトと大口取引施設

吉川 真裕

一九九九年四月二日、ロンドン国際金融先物・オプション取引所（LIFFEE）はLIFFEEコネクトと呼ばれるコンピュータ取引システムを一〇年物イギリス国債先物と五年物イギリス国債先物に導入した。従来、LIFFEEでは主力商品は日中の取引時間にはフロアで取引され、夜間取引時間でのみAPT（Automated Pit Trading）というコンピュータ取引システムで取引されてきたが、最大の商品であったドイツ国債先物の取引がコンピュータ取引システムを採用するフランクフルトのDTB（一九九八年九月からはスイスのSOFIE Xと合併してEURERX）に流出し、一九九八年にはヨーロッパ最大の金融先物取引所の地位をEURERXに奪われてしまった。そこで、LIFFEEは一九九八年六月九日にEURERXに対抗するためにフロア取引からコンピュータ取引への移行を決定し、一九九八年一月三〇日からはイギリス個別株オプション取引にLIFFEEコネクトというコンピュータ取引システムをすでに導入しているが、今回のイギリス国債先物へのLIFFEEコネクトの導入はLIFFEEのコンピュータ取引への移行の事実上の第一歩と見られている。他方、コンピュータ取引への移行の他にもLIFFEEでは一九九九年四月一九日から大口取引施設（Block Trade Facility）を主力商品に導入し、EURERXの攻勢に対する対抗策を打ち出している。ヨーロッパ通貨同盟（EMU）にイギ

リスがまだ参加していない現状では、LIFFEの巻き返し策が即座に成功するとみる向きは少ないが、フロア取引の重要性を主張してきたアメリカとイギリスのうち、イギリスでもコンピュータ取引への移行が始まったということは世界的に取引の形態が電子化へと向かっていることを示す重大な変化であると考えられる。

本稿では、LIFFEを取り巻く状況を振り返った後、今回導入されたLIFFEコネクと大口取引施設の特徴を紹介する。

1 LIFFEを取り巻く状況

LIFFEは一九八二年九月三〇日にドル/ポンド通貨先物と三ヶ月ユーロドル預金金利先物を対象として取引が開始された⁽¹⁾。このとき、一九七二年にシカゴマーカントイル取引所(CME)で通貨先物取引が導入されてからすでに一〇年が経過していたが、金融先物取引を開始したアメリカ以外の取引所としては一九七八年のヨーロッパアンオプション取引所(オランダ)、一九七九年のシドニー先物取引所(オーストラリア)、一九八〇年のトロント証券取引所(カナダ)に次いで世界で五番目の取引所であり、金融先物を主力商品として新たに設立された取引所としては一九八四年のシンガポール国際金融取引所(SIMEX)とパリ国際金融先物取引所(MATIF)、一九八七年のドイツ先物取引所(DTB)、一九八九年の東京国際金融先物取引所(TIFFE)に先駆け、一九八〇年代の金融先物取引所設立ブームの発端となったとも見られている。

一九八二年一〇月一四日にはマルク/ドル先物、翌一月四日には三ヶ月ユーロポンド預金金利先物、一月一八日にはイギリス国債(長期ギルト)先物、一月三〇日にはスイスフラン/ドル先物、一月三〇日には円/ドル先物を上場し、当初の予定通り七品目を対象としてしばらくは取引を続けた。その後の主要商品の導入

を追ってみると、一九八四年五月三日のFTSE一〇〇株価指数先物、翌六月二日のアメリカ国債(Tポンド)先物、一九八七年七月一三日の日本国債先物、一九八八年九月二九日のドイツ国債(BUND)先物、一九八九年四月二〇日の三ヶ月ユーロマルク預金金利先物、一九九一年九月一九日のイタリア国債先物、一九九二年五月二二日の三ヶ月ユーロリラ預金金利先物、一九九六年四月一日の三ヶ月ユーロ円預金金利先物、そして一九九九年一月四日の三ヶ月EURIBOR預金金利先物が上げられる。

表1はLIFFEの売買高の推移と主要商品の売買高構成比を表している。これを見ると、LIFFEの売買高は急速に拡大してきたが、主要商品の売買高構成比は大きく変化しており、LIFFEの性格が時間の経過を通じて大きく変化していることがわかる。

七商品を導入した一九八二年にはユーロドル先物のシェアが五割を占め、ユーロポンド先物と長期ギルト先物を合わせたイギリス物のシェアは三割に満たない状況であった。ところが、一九八七年にはTポンド先物とユーロドル先物を合わせたアメリカ物のシェアが二割強であるのに対し、長期ギルト先物とユーロポンド先物を合わせたイギリス物のシェアは六割以上となり、LIFFEがイギリス

表1 LIFFEの売買高(契約数)と主要商品構成比

		1982年	1987年	1992年	1997年	1998年
全 体		241,881	13,558,257	71,997,018	209,425,578	194,394,159
短期 金利 先物	ユーロポンド	17.3%	11.0%	15.7%	9.7%	17.4%
	ユーロドル	50.0%	12.8%	1.0%	-	-
	ユーロマルク	-	-	16.9%	20.7%	28.1%
	ユーロリラ	-	-	0.5%	7.1%	8.0%
	ユーロ円	-	-	-	0.1%	0.0%
長期 国債 先物	英国債	11.7%	51.5%	12.2%	9.4%	8.3%
	米国債	-	11.4%	0.4%	0.0%	-
	日本国債	-	1.0%	0.3%	0.4%	0.4%
	ドイツ国債	-	-	18.9%	21.5%	7.5%
	イタリア国債	-	-	5.2%	7.3%	4.2%
株場指数先物	FTSE100	-	3.4%	3.6%	1.8%	3.6%

(資料) David Kynaston, *LIFFE: A Market and Its Makers*, LIFFE, 1997 (邦訳、時事通信社)、FIA, *International Report*, December 1998 より作成。

物を中心として存立基盤を確立したものと考えられる。

他方、一九九二年にはユーロポンド先物とイギリス国債長期ギルトを合わせたイギリス物のシェアは三割弱に低下し、ユーロドル先物とアメリカ国債先物を合わせたアメリカ物のシェアも二割を割り込んだのに対して、BUND先物とユーロマルク先物を合わせたドイツ物のシェアは三五%以上となり、LIFFEは再び外国物が中心となる市場へと逆戻りした。そして、一九九七年にはこの傾向が一九九九年のユーロ導入をにらんでより顕著となり、BUND先物とユーロマルク先物を合わせたドイツ物のシェアは四二%、ユーロポンド先物と長期ギルト先物を合わせたイギリス物のシェアは一九%、イタリア国債先物とユーロリラ先物を合わせたイタリア物のシェアは一四%であり、LIFFEはイギリス物よりもドイツやイタリアといったヨーロッパ大陸物を中心としたヨーロッパの金融先物市場へと変貌していた。

このようにLIFFEはすでに定着していたアメリカ物を中心としてスタートし、イギリス物を中心とした市場として存立基盤を確立し、その後は再びヨーロッパ大陸物を中心とした市場へと変貌してきたが、この間に売買高は着実に増加しており、何を上場するかということにはこだわらず、より有利な商品で拡大を続けるという国際金融市場としての性格を強め、一九九七年には売買高（契約数）でシカゴ商品取引所（CBOT）を追い越し、世界最大の金融先物取引所へと躍進した。

ところが、LIFFEの最有力商品であったBUND先物の取引が一九九七年秋からフランクフルトのDTBへと流出し、一九九八年後半にはほとんどLIFFEでの取引がなくなるといふ事態が生じた。一九九八年の年間の数字ではまだユーロマルク先物とBUND先物を合わせたドイツ物のシェアは三六%で、ユーロポンド先物と長期ギルト先物を合わせたイギリス物のシェアは二六%であるが、一九九九年にはBUND先物のシェアはほ

は確実にゼロとなり、LIFFEは再びイギリス物を中心とした市場へと戻ろうとしている。

この間、ドイツではヨーロッパ通貨統合後、フランクフルトをヨーロッパの金融センターにしようという「ドイツ金融センター構想」が推進されており、ヨーロッパの国債市場で最も人気のあるBUNDの先物市場がロンドンにあるということに対して危機感を抱いて、BUND先物市場をドイツ国内に確立するために手数料免除という大胆な戦略でBUND先物の獲得を試みた²⁾。DTBは創設当初からフロアを持たないコンピューター取引市場であり、DTBのコンピューター取引市場がLIFFEのフロア取引よりも優れているという広報活動やドイツ系金融機関への（政治的な）圧力などもあって、主力商品の取引市場の交替という歴史的な快挙を成し遂げた。

世界最大の金融先物取引所として創設一五周年を迎えたLIFFEは主力商品であるBUND先物の流出によって危機感を募らせ、更なる外国商品の流出はヨーロッパにおける国際金融市場の地位を危うくするものと見て、DTBに対抗するために一九九八年にはフロア取引からコンピューター取引への移行を推進した。ただし、LIFFEはCBTやCMEと同様に夜間取引や一部の商品（たとえば日本国債先物）にはすでにAPTやAPTPラスと呼ばれるコンピューター取引システムを導入していたが、APTはフロアでの取引を模倣したマーケットメーカーに近い取引システムであり、オークション形式ではなかった。

一九九八年五月二六日、LIFFEの理事会は主力商品のフロア取引からコンピューター取引への移行を提案し、翌六月九日には臨時会員総会での投票によってこの提案は異例の早さで決定された³⁾。すでに一九九八年中にイギリス個別株オプション取引にLIFFEコネクトというコンピューター取引システムを導入することは一九九五年九月に決定されており、この準備は着実に進められていたが、イギリス個別株オプション取引はほとんど

競争相手のいない市場であり、売買高もそれほど多くはない市場であった。これに対して、主力商品へのコンピュータ取引システムの導入はフロアで取引している会員業者からの反対が予想されたが、最有力商品であったBUND先物市場はすでに消滅しており、残るユーロマルク先物などが流出した場合にはフロアでの仕事自体がなくなってしまうという危機感からそれほど大きな反対もなく、この決定は行われた。

イギリス個別株オプション取引へのLIFFEコネクト(リリース一・〇)の導入は一九九八年一月三〇日に実施され、フロア取引の二倍の会員業者が取引に参加して、売買高も一九九八年に比べて三七%増加しており、ロンドン証券取引所でSEIS導入時に生じたような混乱は見られなかった。⁽⁴⁾

ところで、一九九九年一月一日からのユーロ導入に際して、LIFFEはロンドン銀行間金利(LIBOR)と同様に算出されるユーロLIBORがユーロ建て短期金利の指標として利用されることを期待していたが、フランクフルトを中心としたヨーロッパ大陸諸国はブリュッセル銀行間金利(EURIBOR)の利用を積極的に働きかけ、ユーロ導入後数週間うちにEURIBORが指標金利となることが決定的となった。ここでもLIFFEはヨーロッパ中央銀行を要するフランクフルトに競り負ける結果となったが、今回はユーロLIBOR先物に加えてEURIBOR先物をも上場していたこととユーロマルク先物やユーロリラ先物の巨大な建玉を引き継いだことよって、今のところはEURIBOR先物では八七%の売買シェアを確保している。⁽⁵⁾

一九九九年四月二日、LIFFEはLIFFEコネクト(リリース二・〇)を一〇年物長期ギルト先物と五年物長期ギルト先物に導入した。そして、四月一九日からは大口取引施設(Block Trade Facility)を主力商品に導入している。さらに、ロンドン・クリアリング・ハウスの間で共同出資による子会社を設立し、取引と清算の一元化を計画している。⁽⁶⁾かくして、取引と清算を一元化し、コンピュータ取引を通じた低コスト戦略によつ

てLIFFEからBUND先物と同時にヨーロッパ最大の金融先物取引所の地位を奪ったEUREXに対する対抗策をLIFFEは打ち出している。

2 LIFFEコネクト(リリース二・〇)

LIFFEコネクトはLIFFEでのイギリス個別株オプション取引を念頭に置いて設計されたコンピュータ取引システムである。しかし、BUND先物がLIFFEからDTBへ流出するという事態を受けてLIFFEが主要商品のフロア取引からコンピュータ取引への移行を考慮しはじめたとき、新たなシステムの開発に時間をかけるよりもLIFFEコネクトを改良することがコスト面からもシステムの整合性からも有利であることが判明し、LIFFEコネクトはLIFFEの次世代取引システムとして位置づけられることになった。そこで、当初の個別株オプションを対象とした取引システムは株式オプション版LIFFEコネクト(LIFFE CONNECT for Equity Options)またはLIFFEコネクト・リリース一、主要な先物を対象とした取引システムは先物版LIFFEコネクト(LIFFE CONNECT for Futures)またはLIFFEコネクト・リリース二と名付けられた。さらに、短期金利先物取引の実状に合わせて、バタフライやストリップといった複合注文にも対応できるように改良を進め、また時間優先ではなく、注文量に比例して同一価格の注文を付け合わせるメカニズム(Priorata)も採り入れられ、このシステムがLIFFEコネクト・リリース二・一と名付けられたことよってLIFFEコネクト・リリース一はLIFFEコネクト・リリース二・〇、LIFFEコネクト・リリース二はLIFFEコネクト・リリース二・〇と呼び代えられた。

LIFFEコネクト・リリース一・〇は一九九八年一月三〇日にイギリス個別株オプションに導入されてお

り、LIFFEコネクト・リリース二・〇は一九九九年四月一二日に一〇年物長期ギルト先物と五年物長期ギルト先物に導入された。そして、五月一〇日にはFTSE一〇〇株価指数先物、FTSE二五〇株価指数先物、FTSEユーロトップ一〇〇株価指数先物、BUND先物、イタリア国債先物、日本国債先物、ユーロ円先物、一〇年物EURIBORスワップ金利(LIFFEFB)先物と五年物LIFFEFB先物にLIFFEコネクト・リリース二・〇が導入され、五月二五日からは新たに上場されるFTSEユーロブロッカー一〇〇株価指数先物、FTSEユーロトップ三〇〇株価指数先物、FTSEユーロトップ三〇〇・エクス・UK株価指数先物、MSCIバンユーロ株価指数先物、MSCIユーロ株価指数先物にもLIFFEコネクト・リリース二・〇が導入される予定である。さらに、期日はまだ確定していないが、一九九九年七月か八月にはユーロ円金利先物以外のすべての短期金利先物取引にLIFFEコネクト・リリース二・一を導入することが計画されている。⁽⁷⁾

以下では四月一二日に先物取引を対象として導入されたLIFFEコネクト・リリース二・〇の特徴を紹介する。⁽⁸⁾

(1) システム設計

LIFFEコネクトは注文の付け合わせを行うUNIX中央コンピューター(matching engine)、ウィンドウズNTとUNIX上で動くアプリケーション・プログラム・インターフェイス(API)、そしてモニターリング&コントロール・システムからなる最新技術に基づいたコンピュータ化された取引システムである。APIはオープン・アーキテクチャーであり、利用者は独自の社内システムにカスタマイズでき、ワークステーションやパソコン上に好みのスタイルでウィンドウを表示させることができる点がデフォルトの画面しか表示できないEUREX(DTB)の現行システムとは異なる。

(2) 注文の形態

注文はリミット・オーダー(指し値注文)とマーケット・オーダー(成り行き注文)からなり、指し値注文は有効期限の指定がなければ当日のみ有効であり、取り消しまで有効(GTC)と未執行分の取り消し(Immediate and Cancel)を指定することができるが、成り行き注文の未執行分は自動的に取り消される。また、執行条件に応じて、一括執行(Complete volume)と最低執行量を指定する最低執行(Minimum volume)といった条件を指定することもできる。なお、注文の取り消しには個々の注文だけでなく、取引限月や取引対象ごとに一括して取り消す機能も備えられており、限月の異なる売り注文と買い注文を一对で組み合わせたカレンダー・スプレッド取引も可能である。

(3) 取引時間

セッション・スタートとセッション・エンドは六時から二〇時までの間であるが、長期ギルト先物は八時から一八時までで、取引対象によって異なる。

① セッション・スタート(三〇分間)

システムへのログオンが可能になり、注文入力等の準備ができる。

② プレ・オープニング(二〇分間)

寄り付きオークションのための注文入力・取り消し・変更ができるが、当日のみ有効の指し値注文と取り消しまで有効の指し値注文しか入力できない。

③ マーケット・トレーディング

わが国の証券取引所と同様、寄り付き時のコール・オークション(板寄せ取引)とその後の継続取引(ザラバ

取引) からなる。ただし、板寄せ取引では売買高が最大となるように価格が決定されるが、売買高が同一の場合には最後に付け合わせられる指し値注文の平均価格で板寄せ価格は決定される。

④プレ・クロージング(二分間)

プレ・クロージングがはじまったことが二分前にメッセージとして送られる。

⑤セッション・エンド(八十五分間)

取り消しまで有効の指値注文を取り消すことはできるが、注文入力を行うことはできない。引け値(清算価格)が配信され、セッション・エンド・メッセージの着信とともに自動的にシステムからログ・アウトされる。

(4) 注文板と取引の開示

各値段ごとに集計された注文量はすべて開示され、成立した取引も価格と集計された数量は開示されるが、個々の発注者は開示されない。プレ・オープニングに注文板の状況が開示される点はEUREX(DTB)とは異なる。

(5) 指し値注文の請求

注文板上の指し値注文が不足している場合にはRFQ(Request for Quote)を用いて確定気配を出すことなしに指し値注文の請求を行うこともできる(成り行き注文が部分的に執行される場合には自動的にQFRが請求される)。

(6) クロス取引とプレ・ネゴシエーテッド取引

クロス取引とプレ・ネゴシエーテッド取引(複数の業者を通じたクロス取引)はRFQX(Request for Quote Cross)を通じて第三者の関与が排除されない形で実行される。RFQXでは片方の注文が通常の指し値注文の

形で発注され、注文板の指し値注文と付け合わせができない場合に限って初めてもう一方の注文を発注することができる。

(7) 値幅制限

各取引対象の各限月ごとに直近の取引価格から一定幅を超えた指し値注文は入力を自動的に拒否される。

(8) 取引停止

取引停止は価格変動によってではなく、システム上の問題等に基づいて実施される。取引停止が実施されると、取り消しまで有効の指し値注文以外は取り消され、取引の再開は寄り付きと同様なプレ・オープニングを経て板寄せを通じて行われる。

(9) 取引資格

システムに直接アクセスできるのは会員のみであるが、EUREX(DTB)と同様に会員権(stare)を取得することなく、登録料(subscription)ベースで会員となる道が新たに開かれた。ただし、システムにアクセスする会員は最低一人の責任者(responsible trader)を登録しなければならない。

(10) 登録料金体系

システムのインストールや賃貸料金は無料と宣伝されているが、最低取引料金(MTC)とMTCデポジットが地域ごとに設定されており、インストール時にMTCデポジットを預託し、MTCに見合う取引を二〇〇〇年二月三十一日までに行わなかった場合には不足金額を支払う仕組みになっている。なお、MTCとMTCデポジットは地域に応じて、(A) イギリスMTC二万五千ポンド(MTCデポジット一万ポンド)、(B) ドイツ・フランス・ニューヨーク・シカゴMTC五万五千ポンド(MTCデポジット二万ポンド)、(C) オランダ・ベ

ルギー・デンマーク・スウェーデン・スペイン・スイス・オーストリア・ミラノ・ボストン・ロサンゼルス・カナダ・MTC七万五千ポンド(MTCデポジット三万ポンド)、(D)ポルトガル・ローマーMTC九万ポンド(MTCデポジット四万ポンド)、(E)極東地域MTC特別価格(MTCデポジット特別価格)、の五段階に分かれている。

3 大口取引施設

一九九九年三月二十六日、LIFFEは市場参加者からの要望に応じて四月一九日から大口取引施設を導入することを発表した⁽⁹⁾。イギリスの株式市場では大口取引の公表延期措置は一九八九年から導入されており、機関化が進行して機関投資家の取引量が市場の流動性に比べて大きくなったイギリス市場では大口取引を別扱いにすることへの抵抗は小さく、LIFFEもこれを考慮した取引施設の導入へとようやく歩みだしたと言えよう。ただし、現物市場よりも流動性が高いデリバティブ市場では大口取引を優遇した取引所はなく、この点ではLIFFEが世界の先駆けとなるかもしれない。

今回導入された大口取引施設はLIFFEコネクトだけでなく、現行のフロア取引にも適用されるもので、事後的にファックス、Eメール、または直接LIFFEに書類を提出するだけのものである⁽¹⁰⁾。

(1) 取引資格

LIFFEコネクト登録会員を含むLIFFEの会員、および事前にLIFFE会員と大口顧客契約を結んだLIFFE会員の顧客のみが参加できる。ただし、LIFFE会員は大口顧客に対して取引価格がフロアでの価

格ではなく、大口取引価格であることを周知する義務を負う。

(2) 取引対象

FTSE一〇〇フレックス・オプション、個別株オプション条件付き取引、日本国債先物、ユーロ円(TIBOR)先物、商品先物・オプションを除くLIFFE上場全商品を対象として取引が可能であるが、最低取引量は取引対象と取引限月に応じて異なる。

代表的なものの上げれば、①EURIBOR先物では一年以内の限月では三千枚以上、その他の限月では二千枚以上、複合戦略の場合には五千枚以上で、EURIBORオプションでは二千枚以上、②ユーロポンド先物では一年以内の限月では二千枚以上、その他の限月では千五百枚以上、複合戦略の場合には三千五百枚以上で、ユーロポンド・オプションでは千五百枚以上、③一〇年物長期ギルト先物では千枚以上、長期ギルト・オプションでは五百枚以上、④FTSE一〇〇先物では七百五十枚以上、FTSE一〇〇オプション(SEI)では七百五十枚以上、FTSE一〇〇オプション(ESX)では千枚以上、⑤ユーロ円(LIBOR)先物では二百五十枚以上、⑥個別株オプションでは銘柄ごとに千枚以上、千五百枚以上、二千枚以上と定められている。

ただし、満期まで五日以内の限月を対象として取引することはできず、またそれまでに一度も取引が行われていない限月を対象として取引をすることもできない。

(3) 取引時間

フロアないしLIFFEコネクトでの通常の取引時間にもみ取引することができる。

(4) 報告

会員名、取引対象、取引限月、権利行使価格、ストラテジー、取引価格(複合取引の場合にはすべての取引価

格)、取引数量(複合取引の場合にはすべての取引数量)、取引時間、報告を行う会員の責任者名を所定の様式(Block Trade Facility Trade Registration Slip)にしたがって取引成立後五分以内にLIFFE会員はLIFFEに提出しなければならない。

(5) 取引の開示

大口取引の報告を受けた後、LIFFEが認可した場合には五分後にこの取引の価格と数量は開示されるが、通常の取引と区別するためにKという記号で区別される。そして、日報には取引限月ごとに大口取引の総量が開示される。

(6) 値幅制限

大口取引の取引価格に関しては値幅制限は存在しないし、新値更新に関する制約もない。ただし、LIFFEによる大口取引の認可は公正価格原則(fair market value principle)に基づいて行われ、はっきりとした規定はないが、LIFFEが認可しない場合にはLIFFEでの大口取引としては認められない。

(7) 監視

取引価格の公正さと最低取引量はLIFFEによって常に監視され、状況の変化に応じて随時変更される。

なお、LIFFEでは最も流動性の高い取引対象では一〇%から二〇%程度が大口取引施設を通じて取引されるものと予想している。

注

(1) 以下の記述については David Kynaston, *LIFFE: A Market and Its Makers*, 1997, LIFFE (邦訳「国際金融先物市場の

仕掛け人、一九九八年、時事通信社)に負うところが大きい。

(2) この間の事情については、拙稿「電子取引システムによる市場の統合」トイン証券取引所のXETRA」(本誌一五五四号、一九九八年一月)を参照。

(3) LIFFE, "LIFFE announces futures strategic direction and bring forward introduction of automated trading platform", *LIFFE - News Item*, 26 May 1998 (<http://www.liffe.com/liffe/news/newsstrat.htm>), LIFFE, "LIFFE members vote decisively in favour of board proposals at EGM", *LIFFE-News Item*, 9 June 1998 (<http://www.liffe.com/liffe/news/newsegm.htm>)

(4) LIFFE, "LIFFE launches LIFFE CONNECT for equity options", *LIFFE - News Item*, 30 November 1998 (<http://www.liffe.com/liffe/news/newscor4.htm>), LIFFE, "Individual Equity Options reach new heights: 37% increase in trading", *CONNECTION*, Issue 5, 5 March 1999 (<http://www.liffe.com/pdf/connect030399.pdf>)

(5) Edward Luce, "EUREX: Life and Matif hit", *Financial Times*, April 8, 1999

(6) Edward Luce, "Liffe in deal to service cash markets: Exchange sets up venture with London Clearing House", *Financial Times*, March 30, 1999

(7) "LIFFE CONNECT contract rollout brought forward", *CONNECTION*, Special Edition 15/2/99, 15 February 1999 (http://www.liffe.com/pdf/special_connection.pdf)

(8) 本誌記者「LIFFE, LIFFE CONNECT for Futures - How the Market Works: A guide to the new financial futures market, 1998 (http://www.liffe.com/pdf/marketguide_futures.pdf), LIFFE, LIFFE CONNECT for Futures - Frequently Asked Questions, 1999 (http://www.liffe.com/liffe/connect/fu_faqs.htm), LIFFE, "Exchange Membership & Membership

Categories", 1999 (<http://www.liffe.com/liffe/connect/international/member.htm>), LIFFE, "How much does LIFFE CONNECT cost?", 1999 (<http://www.liffe.com/liffe/connect/international/cost.htm>) 12-4-99° 44-99° 44-99° 44-99° 44-99° 44-99° Vincent Boland, "LIFFE: Electronic trading starts gifts", *Financial Times*, April 13, 1999

(8) LIFFE, "LIFFE introduces wholesale block trading facility", *LIFFE - News Item*, 26 March 1999 (<http://www.liffe.com/liffe/news/news990326.htm>)

(9) 2000年3月26日 LIFFE, "Block Trading", 1999 (<http://www.liffe.com/liffe/products/blocktrading.htm>) LIFFE, "Block Trade Facility - Summary", 1999 (<http://www.liffe.com/liffe/products/blocksummary.htm>), LIFFE, "Block Trade Facility - Contract Minimum Size Thresholds", 1999 (<http://www.liffe.com/liffe/products/blockminsz.htm>) 12-4-99°

中国B株の市場状況について

王 東明

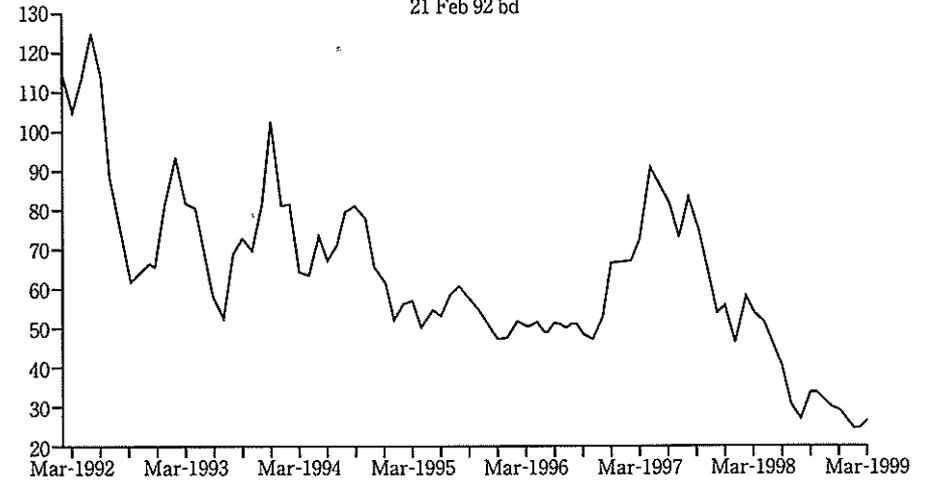
1 はじめに

九七年のアジア金融危機以降、中国の外国投資家向けB株市場は低迷が続き(図1、図2)、今年に入ると、株価は連続で最安値を更新し、三月九日に上海市場は二二・三八ポイント(三月一〇日一時的に二二・二五ポイント)、三月一〇日に深圳市場は四一・五六ポイントという史上最安値を付けた。⁽¹⁾今年の一月頃、上海・深圳のB株上場企業の約七割はその株価が発行価格を割り込み、五割以上の株価が純資産額/一株より少なく、また一部企業の株価が額面さえも割り込んだ。⁽²⁾三月の史上最安値の株価はアジア金融危機以前ピーク時(上海・九七年五月九九・六一ポイント、深圳・九六年二月二〇一・八七ポイント)のほぼ八割も安かった。⁽³⁾以上のような深刻な状況を受けて、柳州五菱汽車などの一部の上場候補企業は上場計画をキャンセルする事態が起こったり、また一部の市場関係者の間では「B株市場は死を待つばかり」という声も出てきた。⁽⁴⁾⁽⁵⁾

一体なぜ中国のB株市場は現在の「瀕死」状態に至ったのか、その原因は何なのか、またこれからB株市場は「再生」の道があるかどうかということが外国投資家と市場関係者の注目するところであろう。小稿では近年のB株市場状況を整理し、市場低迷の原因を探り、市場の創設に関する問題点を考察することにしよう。

図1 上海B株指数

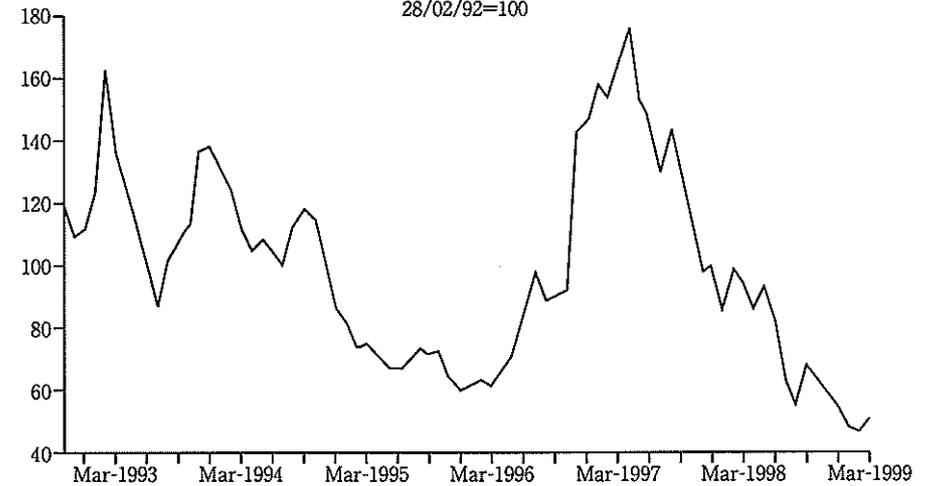
21 Feb 92 bd



(出所) 野村総合研究所の資料。

図2 深圳B株指数

28/02/92=100



(出所) 野村総合研究所の資料。

2 過渡的な性格を持つ市場の設定

そもそも外国投資家向けのB株市場を創設した背景は、現段階では人民元と諸外国通貨の間で自由兌換ができないという理由で、九二年から株式市場を通じた外資導入の一つの方法としてB株が採用された。そのため現在B株の額面は人民元で表記され、上海市場では米ドルで発行・取引され、深圳市場では香港ドルで発行・取引されている。またB株市場の投資対象は外国投資家に限定され、国内投資家が投資できないため、国内投資家向け株式のA株市場とは完全に分断された市場でもある。

しかし九六年一二月から中国政府は外資系企業を対象に貿易などの經常取引での人民元の兌換を正式に認め、IMF協定の第八条国入りを果たした。そもそも經常取引での人民元の兌換は今世紀末までに実現する予定であったが、このように予定通り四年程前倒しに実現したことで、市場関係者の間では今世紀末まで、あるいは二一世紀の初頭という近い将来の何れかの時点で資本取引の人民元の兌換も実現の可能性が高いという予測があった。要するに、もし資本取引の人民元の兌換が実現すれば、A株とB株を分ける必要がなくなり、当然ながらA株とB株が統合される可能性が出てきた。しかし今回のアジア経済危機の影響で、資本取引の人民元の兌換または人民元の完全自由兌換は「具体的なスケジュールは無い」ということになってしまった。

その意味でB株市場は中長期的に存続しなければならない。そしてこれからの中長期的な視点で見れば、中国は既に市場経済へと方向転換し、人民元の自由兌換が金融市場開放の最終的な目標であり、今後資本市場の自由化と国際化も欠かせなく、現在は金融・資本市場開放の準備期間にあると考えられる。そして中長期的に二一世紀の何れかの時点でA株とB株が統合される可能性が高いと予測される。このような観点から、B株市場は設定の段階からA株市場といずれ「統合される運命」におかれ、過渡的な性格を持つ市場であると言える。この点

(表1) B株上場企業数の推移

(社、年末数)

年	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
上海証券取引所							
B株のみ	0	5	2	4	6	11	13
A株・B株重複上場	9	17	32	32	36	39	39
上場企業数	9	22	34	36	42	50	52
新規上場	9	13	12	2	6	8	2
深圳証券取引所							
B株のみ	0	1	2	8	10	14	17
A株・B株重複上場	9	18	22	26	33	37	37
上場企業数	9	19	24	34	43	51	54
新規上場	9	10	5	10	9	8	3
両所合計							
B株のみ	0	6	4	12	16	25	30
A株・B株重複上場	18	34	54	58	69	76	76
上場企業数	18	41	58	70	85	101	106
新規上場	18	23	17	12	15	16	5

(出所) 上海・深圳証券取引所、中国証券監督管理委員会の年報・年鑑・月報の各年・月版より作成。

連企業が多く、同じ地元企業が中心であった。九五年以降、上海・深圳以外の企業は多くなり、また国の産業政策の調整に伴って、上場企業の業種もエネルギー、交通、通信および原材料などの企業に、また機械、電子、石油・化学、自動車などの基幹産業に傾斜するようになった。

新規上場について、上海市場では九三年の二三社と九四年の一二社が最も多く、また株価低迷の九五年とアジア金融危機以後の九八年はわずか二社に止まった。深圳市場では最も多いのは九三年と九五年の一〇社で、少ないのは九四年の五社と九八年の三社であった。

重複上場について、まず九二年B株市場を創設した時、上海・深圳両市場に上場しているA株それぞれ九社を選んだ。私募で外国投資家に売り出し、言わば一八社とも重複上場であった。それ以降、大部分のB株企業はA株と重複上場し、九八年末現在でも七割以上が重複上場企業であった。重複上場することによって二重価格が生じ、現在では国内のA株は同一企業のB株よりかなり割高であり、A株とB株の二重価格が問題視されている(表2)。これに対

については、中国証券監督管理委員会の初代主席劉鴻儒氏はB株市場の設定が最初の段階から一種の過渡的な措置を採っており、それは企業の支配権に影響を与えないという前提で、資本市場を通じて外資を導入する方策である。最終的にはA株とB株を統合し一本化する何を何度も強調した。⁽⁸⁾

「改革・開放政策」の実施以後、中国社会は次第に計画経済から市場経済へと転換し、様々な模索と実験が開始した。B株市場もこのような市場経済への移行期に行なわれた新たな実験であり、新しい市場を創設することに伴い、A株とB株の重複上場による二重価格の問題⁽⁹⁾、中国企業に慣れていないディスクロージャーの問題および内外の異なる会計基準による財務諸指標の差の問題など様々な新しい問題が出ており、それらの問題に上場企業と市場関係者は悩まされている。市場経済への移行過程において、このような問題は避けられず、それを乗り越えるために企業制度の抜本的な改革が必要になり、今までの国有企業の体制と慣習を革新し、新しい企業制度の確立と健全なコーポレート・ガバナンスの在り方が必要であると考えられる。次に、近年のB株上場企業の変化を見ていこう。

3 上場企業の変化

一九九一年一月二十九日、上海真空電子部品株式会社は中国最初のB株(一〇〇万株、額面一〇〇元)を発行した。翌一九九二年二月、同社のB株および深圳南方ガラスのB株は上海、深圳両証券取引所に上場された。⁽¹⁰⁾表1が示しているように、この七年間に、B株上場企業数は一八社から一〇六社へと増加し、現在上海・深圳両市場ともそれぞれ五〇社を超えた。

市場創設の段階では、上海の上場企業は軽工業と商業に偏り、地元企業が多かった。深圳市場では不動産関

して、中国証券監督管理委員会は、九八年三月一七日から中国企業は原則として二種類以上の株式を発行してはならないという通達を出した⁽¹⁾。この通達を受けて、九八年に上場した五社は全てB株のみの企業であった。今後、このような「重複上場現象」が減り、当然な事で二重価格も生じなくなり、上場企業はA株、B株、H株（香港上場中国企業株）のどれかを選択しなければならぬということになるであろう。

また近年、政府はB株市場を促進するため、全国で比較的規模が大きく、業績の良い企業を選んで上場させる措置を採っている。九七年一月に國務院の証券委員会は三三社のB株候補企業リストを発表した⁽²⁾。翌年九八年二月にさらに新たな候補企業一八社を選定した⁽³⁾。これらの中にエネルギー、インフラ関連および基幹産業の企業が多く見られ、それは国の産業政策を反映し、上場を通じて企業の資金調達の重点的配分を見ることができるといえる。しかし九七年夏以降のアジア危機の影響で、市場の低迷が続く、前回発表された候補企業三三社の多くは回復を待っている（表3、表4）。

(表3) B株の上場候補企業リスト (1997年1月)

社名	社名	社名
北京化二公司	浙江東南発電◆	湖北大冶特鋼
北京東方電子集団◆	杭州汽輪機◆	湖北沙隆達集団◆
天津港倉庫運送	山東電機電気	武漢ボイラー◆
本溪鋼鉄廠	濟南バイク集団◆	湖南韶峰セメント集団
遼寧錦西化工総廠	山東魯泰紡績◆	湖南正虹飼料
沈陽化工	煙台張裕ワイン◆	湖南医薬
大連冷凍機◆	山東寿光製紙集団	珠海格力電器
南通順達コンテナ	青島海信電器	海南新大洲バイク
徐州工程機械	青島海冷蔵庫	海南高速道路
揚州江揚船舶	洛陽春都集団	内モンゴル伊泰煤炭◆
南京郵電通信設備◆	新郷化機	江西贛南高速道路

注：◆は既に上場した企業。
(出所)「人民日報(海外版)」1997年1月11日より作成。

(表2) 上海B株のデータ (ディスカウント率と上場株数)

上海B株	業種	B株価 元(US\$, 6月 19日終値)	A株価 元(6.19)	対A株 ディスカウント (%)	B株第一 次発行価格 (US\$)	B株 新規上場日	B株上場株数 (百万株)
上海真空電子	電機部品	0.196	10.05	-84	0.7087	92.2.21	145.20
上海紡織	紡績機械	0.094	8.94	-91	0.61	92.6.1	232.925
上海大衆	タグシ	0.550	15.98	-72	0.65	92.7.22	202.80
中国第一	製筆文具	0.156	14.40	-91	0.84	92.7.22	34.5
中国紡績	鉛筆機械	0.168	10.62	-87	0.52	92.7.28	92.347
上海ラバ	ベルゴム	0.084	8.07	-91	0.61	92.7.28	109.2
上海クロー	アルカリ	0.138	13.58	-92	0.55	92.7.28	37.95
上海クロー	アルカリ	0.136	15.30	-93	0.8	92.8.20	369.6
上海クロー	アルカリ	0.172	15.80	-91	1.1	92.8.28	221
上海クロー	アルカリ	0.170	10.66	-87	0.461	93.1.18	179.4
上海金橋	出口加工	0.300	15.75	-84	0.3442	93.3.31	143
上海金橋	出口加工	0.326	18.09	-85	0.38	96.6.26	165.75
上海新錦	江大酒店	0.124	9.65	-89	0.38	93.9.28	36
上海永鳳	自転車	0.142	8.65	-86	0.3792	93.10.18	101.673
上海永鳳	自転車	0.090	10.28	-93	0.355	93.11.15	60
上海永鳳	自転車	0.106	7.70	-89	0.405	93.11.18	110
上海永鳳	自転車	0.346	12.75	-78	0.7	93.12.6	46.2
上海永鳳	自転車	0.138	7.28	-84	0.72	93.12.10	125
上海永鳳	自転車	0.118	11.80	-92	0.4023	93.12.15	50.05
上海永鳳	自転車	0.178	11.24	-87	0.523	93.12.28	217
上海永鳳	自転車	0.184	12.21	-87	0.439	93.12.28	52.325
上海永鳳	自転車	0.116	9.90	-90	0.34	93.12.31	36.3
上海永鳳	自転車	0.236	10.65	-82	0.44	94.1.5	52.8
上海永鳳	自転車	0.086	7.86	-91	0.42	94.1.18	97.5
上海永鳳	自転車	0.186	14.00	-89	0.75	94.1.31	94.8
上海永鳳	自転車	0.080	8.23	-92	0.394	94.3.15	88
上海永鳳	自転車	0.088	8.25	-91	0.258	94.3.30	55
上海永鳳	自転車	0.154	9.90	-87	0.248	94.4.29	88.55
上海永鳳	自転車	0.260	-	N.A.	0.36	94.9.28	60
上海永鳳	自転車	0.286	19.44	-88	0.396	94.10.20	78
上海永鳳	自転車	0.084	8.90	-92	0.265	94.11.10	110
上海永鳳	自転車	0.498	21.42	-81	0.668	94.11.22	364
上海永鳳	自転車	0.142	6.80	-83	0.233	94.12.9	87
上海永鳳	自転車	0.226	11.50	-84	0.35	94.12.15	100
上海永鳳	自転車	0.076	-	N.A.	0.277	95.7.27	80
上海永鳳	自転車	0.246	-	N.A.	0.469	95.10.20	210
上海永鳳	自転車	0.420	14.39	-76	0.2436	96.4.22	180
上海永鳳	自転車	0.360	16.96	-82	0.262	96.4.30	90
上海永鳳	自転車	0.122	-	N.A.	0.185	96.6.28	80
上海永鳳	自転車	0.278	9.76	-76	0.28	96.7.26	115
上海永鳳	自転車	0.642	21.10	-75	0.8	96.8.9	100
上海永鳳	自転車	0.406	13.14	-74	0.258	96.11.22	80
上海永鳳	自転車	0.188	-	N.A.	0.256	97.1.8	80
上海永鳳	自転車	0.294	9.35	-74	0.482	97.6.17	230
上海永鳳	自転車	0.262	-	N.A.	0.47	97.6.26	71
上海永鳳	自転車	0.420	-	N.A.	0.433	97.8.5	100
上海永鳳	自転車	0.304	-	N.A.	0.4073	97.8.8	166
上海永鳳	自転車	0.300	-	N.A.	0.346	97.9.23	600
上海永鳳	自転車	0.296	-	N.A.	0.52	97.10.16	100
上海永鳳	自転車	0.194	-	N.A.	0.311	97.10.21	100
上海永鳳	自転車	0.224	-	N.A.	0.21	97.5.19	100

(注) 98.6.19現在の上海B株上場企業を掲載。N.A.はA株が未上場等の理由によりディスカウント率は算出できません。ディスカウント率=(B株価÷A株価-1)×100%。ディスカウント率算出のための為替換算値は1US\$=約8.3元。
A株は中国の国内投資家向け、B株は中国の非居住者(海外投資家)向け。

(出所) 東洋証券「中国株投資ガイド'98/99」、25頁。

4 発行・取引の状況

B株の発行状況を見ると(表5)、九八年末現在上海・深圳両市場の一〇六社上場企業は約一四一億株を発行し、この発行量はA株発行量(二、二〇四億株)の六・四%に過ぎず、両市場とも一〇〇億株を超えないという小規模である。上海市場を見れば、五億株を超える企業は一家(浙江東南発電・六億株)だけで、三億株台の企業はわずか二社に過ぎなく、大多数の企業の発行量は少ない(表2)。深圳市場を見ても、四億株の企業は一家(本鋼板材)だけで、また二億株台の企業は四社で、他の企業は二億株以下で発行量は少ない。

売買状況について、九七年の上海・深圳両市場の売買は最も多く、売買代金は各々二〇〇億元を超え、両市場を合わせて約四二七億元に達した。また、九

六年両市場の売買代金は株価の年末の上昇で市場創設以来初めて二〇〇億元を超え、二七九億元になった。

九六年、九七年の市場活況の原因は、九六年末の経常取引の人民元の兌換を実現したことと関連し、つまり投資家は近い将来、資本取引も人民元の兌換を実現する可能性が高く、現時点ではA株と比べかなり割安感のある

B株を買っておけば、A株とB株の統合が実現すれば利益が出るという予測から売買が頻繁になった。もう一つの要因は九七年香港の中国返還ということ、H株、B株などの中国関連銘柄が買われたと考えられる。しかし九八年の売買は、九七年の活発状況と比べかなり冷え込み、上海市場の売買代金は八一億元で、九七年の六割以上を減った。深圳市場では九七年と比べほぼ八割の減少で、年間の売買代金は四四億元に止まった。その主な原因は今回のアジア金融・経済危機という影響で、また今後のA株とB株の統合問題は具体的なスケジュー

(表5) B株発行・取引の状況

年	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
上海証券取引所 発行済株式数 (億株)	8.05	17.95	31.43	34.65	45.28	67.61	74.23
年間売買代金 (億元)	14.45	78.86	108.35	60.89	94.57	212.94	81.88
年末時価総額 (億元)	37.85	128.04	116.59	91.95	161.68	185.61	100.54
平均株価収益率 (PER)	17.40	15.60	9.94	8.36	14.04	11.99	6.04
深圳証券取引所 発行済株式数 (億株)	4.16	10.54	15.58	26.90	40.06	57.48	67.14
年間売買代金 (億元)	16.63	25.79	16.20	17.03	185.30	213.69	44.65
年末時価総額 (億元)	32.20	84.31	57.98	71.75	232.14	189.43	105.82
平均株価収益率 (PER)	35.56	20.11	7.02	6.01	14.07	10.67	5.76
両所合計 発行済株式数 (億株)	12.21	28.49	47.01	61.55	85.34	125.09	141.37
年間売買代金 (億元)	31.08	104.65	124.55	77.88	279.87	426.63	126.53
年末時価総額 (億元)	70.05	212.35	174.57	163.70	393.82	375.04	206.36

(出所) 上海・深圳証券取引所、中国証券監督管理委員会の年報・年鑑・月報の各年・月版より作成。

(表4) B株の上場候補企業リスト(1998年2月)

社名	所在地	業種
平頂山天安煤鉱	河南省	石炭
上海電気(集団)	上海市	機械
吉林宏源石油開發	吉林省	石油
青海油田天然ガス	青海省	天然ガス
江蘇宝勝集団	江蘇省	電線
ハルビン航空機製造	黒竜江省	航空機
柳州五菱自動車	広西チワン族自治区	自動車
長沙自動車電器廠	湖南省	電器
広東三茂鉄路	広東省	鉄道
浪潮電子情報産業集団	山東省	電子
安徽省化肥連合開發	安徽省	化学肥料
山西豊喜肥業(集団)	山西省	化学肥料
山東タイヤ廠	山東省	タイヤ
杭州華塑実業	浙江省	樹脂
寧波錦綸	浙江省	化繊
浙江海門薬業	浙江省	医薬
内モンゴル鹿王羊絨実業	内モンゴル自治区	カシミヤ
江蘇陽光	江蘇省	化繊

(出所) 「日経金融新聞」1998年2月12日による。

ールの予測が出来ず、市場の方向性が不明瞭であったため、投資家の市場に対する信頼を損なった。さらに九八年度の間決算では、両市場とも半数以上の企業が減収、六割以上の企業が減益となり、企業の業績悪化が目立った。(15)

時価総額について、上海市場では九七年末の時価総額は最も多く一八五億元で、二〇〇億元におよばなかった。去年では一〇〇億元までに縮めた。一方深圳市場では九六年末の時価総額は二〇〇億元を超え(二三二億元)ピークになり、去年では一〇五億元で九六年ピーク時の半分以上にならなかった。両市場を合わせても去年の時価総額は二〇〇億元余りで、A株市場の1%に過ぎず、市場の規模が極めて小さいことが分かる。このように市場規模が過小ということで、機関投資家が入りにくい市場といわれている。

5 資金調達

九八年末までの中国株式市場の資金調達状況は、国内外の株式市場を通じて既に三、五一〇億元を調達し、うち四三社の海外上場企業は累積一〇〇億米ドル余り、一〇六社のB株企業は四六・八億米ドルの資金を調達した。その他、香港中国企業の現地法人(レッドチップ)は株式市場を通じて一一五・五億米ドルの資金も調達した。(16)以上の数字で推計すれば、海外市場(H株、ADRなど)とB株市場を合わせた資金調達額は一四六・八億米ドルで、現在の為替レートで換算すれば約一、二二八・四四億元、全資金調達額の三四・七%になり、B株市場は三八八・四四億元で全体の一一%に止まった。

この七年間のB株市場資金調達の状況を見ると(表6)、深圳市場では一四八・八一億香港ドル(約一九億米ドル)を調達した。上海市場では約二八億ドルを調達し、深圳より資金調達額が多かった。両市場とも九七年度の調達額は一番多かった。しかし現在B株市場による資金調達額は日株(香港上場中国企業株)を中心とする海外上場企業の半分程度で、今後の拡大が期待される。

6 むすびにかえて

以上、B株市場の近年の状況を整理し、主に上場企業の変化、発行・取引の状況および資金調達をまとめ、市場の創設の背景と問題点に触れ、また九七年アジア金融危機以降の市場低迷の原因を見てきた。

過渡的な性格を持つB株市場は、市場の方向性が不明瞭という問題を指摘され、今後、より明確な発展方向を決め、投資家の信頼を取り戻すことが必要である。特に外国投資家の関心が高いディスクロージャーの問題、内外の異なる会計基準による財務諸指標の差の問題および経営改善などの問題を改めて検討する必要がある。また政府の市場促進策と企業制度改革の進展も注目されることころであろう。これらの問題は別の機会に紹介することにしよう。

(表6) 中国B株式市場の資金調達状況

年	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	合計
1.深圳市場								
新規発行(億HK\$)	8.70	17.63	7.03	21.37	27.90	32.52	17.67	132.82
有償増資(億HK\$)		7.66	0.11	0.38	2.07	5.29	0.48	15.99
資金調達額(億HK\$)	8.70	25.29	7.14	21.75	29.97	37.81	18.15	148.81
為替レート	1:0.74	1:0.75	1:1.09	1:1.07	1:1.07	1:1.07	1:1.07	
人民元換算額(億元)	6.44	18.97	7.78	23.27	32.07	40.46	19.42	148.41
2.上海市場								
新規発行(億US\$)	6.55	3.90	4.24	0.74	2.12	7.48	1.18	26.21
有償増資(億US\$)		0.09	0.27		1.11	0.39		1.86
資金調達額(億US\$)	6.55	3.99	4.51	0.74	3.23	7.86	1.18	28.06
為替レート	1:5.75	1:5.80	1:8.46	1:8.30	1:8.30	1:8.30	1:8.30	
人民元換算額(億元)	37.66	23.14	38.15	6.14	26.81	65.24	9.79	206.93
両市場合計(億元)	44.09	42.11	45.94	29.41	58.88	105.70	29.21	355.34

注：1) 人民元額は各年度の為替レートで換算した金額。
2) 一部の数字は深圳・上海証券取引所により提供。

(出所) 上海・深圳証券取引所、中国証券監督管理委員会の年報・月報の各年・月版。「中国証券報」1998年12月17日、1999年1月1日。莫文光・楊瑞輝編「中国証券市場透視」中文大学出版社、1997年、90頁より作成。

※本稿の作成にあたり、(株)野村総合研究所の歐陽延軍、内藤証券(株)の孫昌齡、柳林の各氏より大変お世話になりました。記して感謝したい。

注

- (1) 野村総合研究所、東洋証券の資料による。
- (2) 国信証券研究発展センター章明「歴尽慢慢熊途、投資価値凸現」『人民日報(海外版)』一九九九年一月九日による。
- (3) 「日経金融新聞」一九九九年三月二四日。
- (4) Catherine McInley, "Chinese Firms Cancel Plans For Class B Issues" The Asia Wall Street Journal, March 18 1999.
- (5) James Harding, "China B shares left for dead" Financial Times, January 22 1999.
- (6) B株市場の特徴と創設背景については、拙稿「中国のB株市場—その特徴、背景及び現状—」一五三六号、一九九六年七月を参照されたい。
- (7) 「中国改革報」一九九八年五月二五日。「中国证券報」一九九八年二月一日。
- (8) 「中国证券報」一九九七年七月二日。
- (9) A株とB株の二重価格については、拙稿「中国のB株市場(2)—新しい上場基準、国内投資家の参入問題、A株とB株の価格差を中心に—」一五三八号、一九九六年九月を参照されたい。
- (10) 「金融時報(毎日証券)」一九九六年二月四日。
- (11) 「中国证券報」一九九八年六月一日。
- (12) 「人民日報(海外版)」一九九七年一月一日。

- (13) 「中国证券報」一九九七年二月二〇日。
- (14) 深圳証券取引所「上市公司年鑑一九九七」中国金融出版社、一九九八年・八頁〜一三頁。
- (15) 東洋証券「中国株投資ガイド」、二九頁、三四頁。
- (16) 「人民日報(海外版)」一九九九年一月三日による。

参考文献

- (1) 洪流「中国B股市场研究」上海証券期貨学院信息資料センター「專題報告」第一七号、一九九八年五月。

証券会社の人事制度改革の動きについて

清水 葉子

1 はじめに

一九九〇年代以降、多くの証券会社が人事制度改革を行っており、証券会社の人事制度は年功序列型の強い従来制度から、実績重視の変動性の高いものへと変わってきている点を大きな流れとして指摘することができる。こうした実績重視の報酬体系への移行は、一九九〇年代前半からなかばにかけては賞与を中心としたものであったが、一九九〇年代後半に入ってから月例給レベルに及ぶ改革を行うところが出てきた。

こうした人事制度改革の背景には、経済全体の低成長化と人口構成の高齢化によって従来のような年功序列型の処遇制度を維持して行くことが困難になってきたことのほか、証券業界固有の問題として、手数料自由化を前にして証券会社の固定費のなかで大きな比重を占めている人件費を削減・変動費化すること、外資系を中心に専門性の高い技術を持った人材が流出している問題などにくわえて、証券会社の経営方針との間に矛盾のない報酬制度を作ることによって組織運営の効率化をはかるという目的もあると考えられる。

こうした中で、実績重視の報酬体系の導入のために職務給制度が注目されるようになってきている。従来多くの日本企業では報酬や昇進の体系として職能資格制度を採用しており、証券会社もまた例外ではない。しかしながら、職能資格制度は運用上年功序列的な性格をもちやすいため、弊害が目立つようになってきているためである。しかしながら職務給制度の採用は、あとでみるように、年功序列的な要素を排除することのできる万能の人事制度

度というわけではない。職能資格制度が年功的であるのは運用上の事情であるのと同様、職務給制度も厳密な職務分析とそれに対する明確な合意なしに導入すれば、やはり運用上年功的になる可能性があるからである。職務給制度の導入に際しては、証券会社として職務別の組織運営を行うことがどのように今後の経営目的に影響するかといった視点からの検討が必要であると思われる。

2 職能資格制度

職能資格制度は、従業員の職務遂行能力を等級化して職能資格とし、報酬や昇進などの処遇をその等級に応じで行うものである。従業員は入社後下位の資格等級から始まって人事考課等に基づいて順に上位の資格等級に移るわけだが、報酬についても、資格等級と年次のマトリックスに諸手当を加える形の給与テーブルが用意されており、職能資格が上がるにつれて昇給していく仕組みである。同一資格内でも年次を経るにしたがって報酬が上昇する。昇進についても、資格等級と職責が比例するように対応関係が定められている。このように、職能資格制度では、従業員はどの資格等級にいるかによって処遇が定められるのであって、どのような職務についているかという点は処遇に大きな違いをもたらさない。

日本の多くの企業では、採用時に職務を特定せず、ジョブ・ローテーションと呼ばれるように、採用後多くの部署を経験しながら人材育成を行うという方針がとられることが多い。ジョブ・ローテーションは、個々の従業員の適性を見極めとともに、社内で機動的な人材配置を可能にすることも目的とされている。したがって、職務の移動は本人の希望も考慮されるとはいえ、会社都合の人事異動も比較的頻繁に行われることになる。職能資格制度は、職務（役職）と職能資格を分離しているという点でこうした人事政策にたいへん都合がよい。

というのも、あとで見ると、報酬が職務に対して支払われるような制度の下では、異動によって職務が変わるとそれに応じて報酬が変動することになるため、会社側の都合で人事異動を行うことは本人の納得を得にくくからである。これに対して、職能資格制度の下では、職務にかかわらず、ある人がどの資格等級が付与されているかによって報酬が決定されるため、報酬の変動をともなわずに職務変更が可能である。したがって、職能資格制度は、組織の都合に応じて機能的な人材配置を行う、日本的なローテーション人事に極めて適した制度であるということが出来る。

3 職能資格制度のデメリット

このように、職能資格制度はジェネラリスト育成を重視して頻繁な配置転換を行う日本的な人事政策に適した報酬の決め方であるということが出来るのだが、近年そのデメリットが目立つようになってきた。

まず第一に、職能資格制度は、運用面で報酬や昇進が年功序列型になりやすい。すなわち、各資格等級に最低滞留年数が設けられていることが多いために、一定以上の年数を経ないかぎり資格等級が上がらないということになり、結果的に報酬が年功序列的な性格を持つ。当然ながら滞留年数の制限を長くすればするほど年功序列的な性格は強まる。

第二に、社内的人口構成が高齢化して高い資格等級を持つ人の割合が増加すると、業務内容が同じであっても会社全体の人件費が増大する。また、ある資格等級に長く在籍すれば報酬が上昇するような運用がなされることが多いため、職能等級ごとの人数比を一定に保つたとしても、総人件費は徐々に増加する。

第三に、職務の専門化が進むにつれて、高い専門性を持った人材には専門性に見合った十分な報酬を支払う必要が生きているが、職能資格制度の下では若年従業員が抜擢されて高い職責を負うことがあっても、処遇は職能資格に基づいてなされるので、職責に相応しい処遇を受けることができない。逆に高い職能資格を付与された人が、会社側の都合で能力を十分発揮できない職務につき場合もあり得るが、その場合、報酬は職務ではなく資格等級に基づいて決定されるため、職務に比べて高い報酬が支払われることもあり得る。

最後に、職能資格制度では、資格等級が昇格しない限り一定以上には昇給しないので、昇進インセンティブが過剰になる可能性もある。このため、高い職能資格に対応するポストが不足するという弊害が見られるようになる。

こうした理由で、職能資格制度は運用面で年功序列型になりやすいと考えられ、制度としての行き詰まりを見せ始めた。このため、職能資格制度に代わるあらたな人事制度が模索されるなかで、実績連動型の評価・報酬制度として職務給制度の導入が注目されているのである。

4 職務給制度

職務給制度は、仕事の内容である職務に対して報酬を支払うという欧米型の制度である。したがってどのようなヒトが職務を遂行しようと、職務の内容と実績が同じであるなら同じ報酬が支払われることになる。この点で、同じ職務を担当しても、付与されている資格等級によって報酬に違いの出る職能資格制度と大きな違いが見られる。

このように、職務給制度では、報酬は職務に対して支払われるので、まず、社内の業務を職務ごとに明示的に分類し、職務責任の大きさを判定（職務格付）する必要がある。職務がはっきりと分類・評価されれば、報酬は、

それぞれの職務の重要性や責任といった職務内容と、職務の達成度や実績とのマトリックスによって決定される。したがって、だれがその職務を行おうが、同じ職務を行って同じ成果をあげるなら同じ報酬が支払われることになる。

職務給制度のもとでは、単純にいえば、高い職務に従事するヒトには高い報酬が、低い職務に従事するヒトには低い報酬が支払われることになる。同じ職務に就いていても、高い実績をあげれば昇給が行われる。また、同じヒトであっても担当する職務が変われば報酬が変更されることがあり得る。この制度のもとでは、人口構成がどのように変化しても、社内の職務内容が変わらないかぎり総人件費は変化しない。現在、職務給制度が注目されているのは、このように、年功序列的要素が少ないという理由が大きいと思われる。

5 職務給制度導入の実際

ところで、従来の人事制度をとってきた日本企業が、厳密な意味での職務給制度をそのまま採用することはすくなくには難しい。というのは、日本企業ではそもそもの採用時点で職務を定めない採用が行われており、その後の人事ローテーションも会社都合で行われることが多いため、ある時期を境に突然職務給制度を導入して職務に就いて処遇をかえようとしても、社内の合意が得られないからである。したがって、職務給制度を実際に採用する場合には、従来の職能資格制度と組み合わせるという工夫がなされており、こうした折衷型の職能給制度はすでいくつかの銀行や証券会社でも導入され始めている。

それでは、具体的にはどのような形で両者が折衷されているのであろうか。実際の導入に際しては、職能資格制度を資格の段階を減らすなどして簡素化しつつ残し、給与の一部分ないし半分程度を従来通り職能資格に基づいて支給する一方、残りの半分は職務に応じて支給するといった方法がとられている。職能資格によって決まる給与部分は固定給的な性格が強いため、生活給的な性質のものとして認識されているようである。したがって、能力開発期間と位置付けられている若年従業員の場合は固定給的な職能資格に基づく部分を多くしてローテーション人事を行いやすくする一方、一定資格以上に達すると職務給の割合を増やして実績主義的な性格を強めていく。

職能資格によらず報酬を決定する方針は、一九九〇年代の前半にすでに賞与部分に関して実施されているため、同年齢で職能資格上同格であっても、職務・職責が高いものは高い賞与を得るなど格差がつく仕組みになっており、場合によっては職能資格上上位の従業員と処遇が逆転することもあるなど、年功的な要素は縮小していた。今回、同様の職務給制度が月例給についても導入されようとしているのである。

6 職務給制度のデメリット

職務給制度は、このように年功序列的な人事・報酬性に大きな変化をもたらす新たな制度であると考えられることができる。しかしながら職務給制度にも問題がないわけではなく、次のような問題が指摘されている。(1) 職務の格付けの妥当性について全員の納得を得ることが難しい、(2) 経営環境の変化にともなって職務分類を機動的に行わねばならない、(3) 職務が序列化されるため、低い格付けの職務を担当するものにモラルダウンが起きる可能性がある、(4) 上位職務に空きポストがないと昇進インセンティブが働かずモラルダウンの可能性がある、(5) 職務間の異動が報酬の変更をともなうため本人の同意が得にくい、などといった問題である。

こうした弊害の中には運用上の工夫で解決可能なものも多いと思われるが、職務給制度は、厳密には採用時点

で職務を明確化した雇用契約が双方納得の上で取り交わされることを前提にしていると考えられ、職務を限定しない包括的な採用を行う一方で厳密な職務給制度を導入することには矛盾が生じる可能性があり、既述のような折衷的な導入がなされている理由でもあると思われる。

7 年功序列性と報酬制度

先に述べたように、職務給制度は年功序列的な性格を持たないという理由で注目を集めているわけであるが、従来制度の年功序列的な性格は運用上生じているものであつて、制度が必然的に持つている性格ではないことは改めて注意が必要である。

すなわち、職能資格制度は確かに年功序列的に運用されているが、それは運用上の問題に過ぎないのであつて、次のような工夫を行うならば、年功序列的な制度となつては限らない。まず年次に対応して自動的に昇級する仕組みを改め、昇級に厳格な認定基準を作ること、資格級が年次ではなく実際の能力に対応するようにする。第二に、同一資格の最低滞留年数を短縮し、若年層でも高い資格が得られる道を開く。第三に、同一資格内での年次による報酬格差を小さくする。第四に年次に代わつて実績・評価による報酬格差を重視する。以上のような運用がなされる場合、職能資格制度は必ずしも年功的な性格のものとはならないであろう。

逆に、職務給制度の下でも、年次の高いものが職務分類上で上位の職務につきやすいような運用や、職務分類が確立せず頻繁なローテーション人事が並存する場合、職務が変わつても処遇が大きく変わらないような配慮がなされる可能性が高く、職務給制度が当初期待されたような効果を持たないことは十分考えられる。

このように、年功序列的な性格は制度運用上の問題である部分がかかなり大きいため、従来の職能資格制度の下でも非年功的な制度運営を行うことは十分可能であるし、逆に職務給制度でも運用次第で年功序列的になつてしまふ可能性もおおいにあることは職務給制度導入に当たつて十分留意すべきであると考えられる。

8 おわりに

現在行われている証券会社の人事制度改革は、二つの面を持つていると考えられる。ひとつは人口構成の高齢化や経済全体の低迷のために、従来のような年功序列型の賃金体系を維持することができなくなったといういわばマイナスの側面、もうひとつは証券会社の経営方針と矛盾の少ない効率的な組織を作り上げるための手段として人事制度改革を位置付けるプラスの側面である。現実の改革にはこうした二つの面が混在していると考えられる。

すでに見たように、職能資格制度が年功序列的な性格を持ったのは運用上の理由であつたため、従来の職能資格制度の下でも非年功的な運営を行うことは可能である。このため職能資格制度に代わる新たな人事・報酬制度として職務給制度を導入するのは、本来ならば年功性の排除が問題なのではなくて、職務分類に基づいた職務中心の業務組織を打ち立てる必要があるかどうかという点から判断されねばならない。

職務給制度への変更は、本来の形で運営されれば証券会社の業務組織のあり方を大きく変える可能性があり、職務別の業務組織の確立へとつながつて行くだろう。職務給制度の導入を検討する場合には、こうした点に自覚的であることが重要であると考えられる。職務給制度が自覚的な組織改革なしに導入され、頻繁な異動をともなうローテーション人事と併用されるのであれば、職務が変わつても処遇が大きく変わらないような運用上の配慮がなされて、結果的に大きな改革にはつながらない可能性があるからである。

注

(1) 清水葉子(一九九六)に簡単な紹介を行っている。

参考文献

稲葉尚(一九九八)「職務給を日本流に定着させる」『金融財政事情』一九九八年十月十二日

清水葉子(一九九六)「証券業の人事政策について」『証研レポート』一五三六号

二上季代司(一九九九)「日本の証券会社経営」『東洋経済新報社』