

証 研

レポート



No.1571

1999年6月

外国証券会社の動向について

二上季代司（1）

バルチャー投資家と会社再建

松尾 順介（16）

トレードポイントの新たな展開

—SECの認可と大手金融機関による協調出資—

吉川 真裕（31）

中国B株市場の制度的問題について

王 東明（47）

財団法人 日本証券経済研究所

外国証券会社の動向について

二上 季代司

九〇年代を通じて、わが国証券界は大きく変わったと言われる。四社の一角が破綻し、大手四社を頂点とする総合証券体制は崩れ、四社以外の既存の証券会社も業績悪化で疲弊しつつある一方、外国証券や銀行系証券子会社が生業を伸ばし、業界の地図は大きく塗り替えられつつある。とりわけ、在日外国証券の存在感は八〇年代と比べて格段に大きくなっている。しかも、その営業成績は、相場低迷から業績悪化に苦しむ日本の証券会社と比べて相対的に良好なのである（第1図）。

外国証券会社のこの相対的に良好な営業成績について、従来、日本の証券会社関係者の間では、次のような理解が主流であった。すなわち、外国証券会社の儲け頭は、店頭デリバティブの販売ならびにヘッジファンドと一体となった株式・債券の裁定取引の売買益であり、これらは日本の会計制度の不備や大蔵省の裁量行政、監督当局や取引所の売買管理体制の不備によるものにすぎないという否定的な見解である。この見解に依れば日本の制度や規制がグローバルスタンダード化し、そのギャップが埋まってくれば、外国証券会社の収益性は徐々に低下して行くはずである。

他方、これとは逆に、資産の流動化・証券化ビジネスやM&A業務、債券レボや貸し株を駆使したトレーディング、デリバティブを使ったリスクマネジメントビジネスなど、わが国で今後の成長分野と目される新しい証券ビジネスに対応できるスタッフ、それを活かせる経営組織を持っているからこそ高い収益性が生まれてくるの

だという肯定的な評価もみられ、特に最近はそのような見解のほうが強くなっている。金融ビッグバンの進行とともに上記のような新しい証券業務がビジネスとして花開くとすれば、外国証券会社に見習った経営革新を取り入れようとする動きが出てくるだろう。

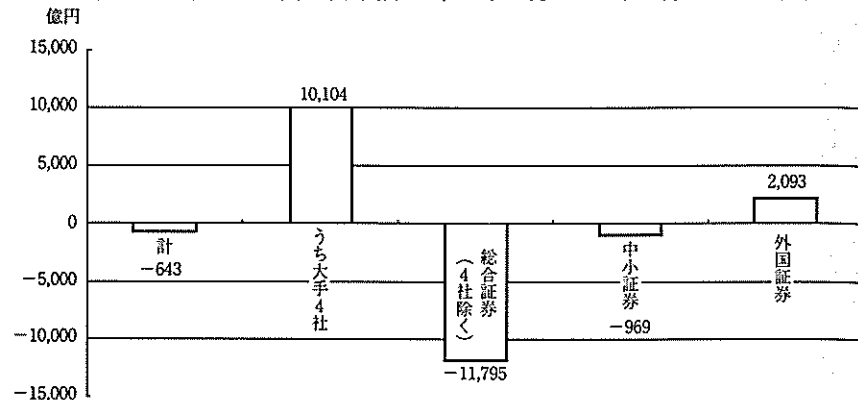
いずれにせよ、収益分野という観点から見て外国証券会社の営業領域が日本の証券会社のそれと重ならない部分が多いようである。それを否定的に見るか、肯定的に見るかは見解の相違であるが、これだけ存在感を増してきた外国証券を無視することは出来ないだろう。そこで以下では、外国証券の経営動向について簡単に整理してみた。

1 収益動向

まず、在日外国証券（東証会員）の営業損益について、日本の業者と比較してみよう。

第1図は九一年三月初から九八年三月初の八年間の営業損益を累計したものである。経常損益ではなく営業損益を取ったのは本業の収益力をみたいからであるし、累計したのは

第1図 東証正会員の営業損益（90年4月～98年3月までの累計）



(注) 東証会員は124社、ただし98年3月期(97年4月～98年3月)以降については山一、三洋、丸庄を除く。総合証券は資本金30億円以上の43社、中小証券は54社、外国証券は21社(98年3月期現在)。なお、会員権売買、業者の合併等による会員業者の移動の調整はしていない。

(出所) 「東証」より作成。

第1表 大手4社の損益計算書

(百万円)	1991年3月期	1992年3月期	1993年3月期	1994年3月期	1995年3月期	1996年3月期	1997年3月期	1998年3月期
会員数	4社	4社	4社	4社	4社	4社	4社	3社
受け入れ手数料	1,186,833	775,299	603,373	877,905	730,030	849,020	886,054	537,340
委託手数料	731,003	412,335	303,552	461,966	351,022	443,010	388,605	251,637
引受手数料	120,941	112,096	82,024	107,444	129,454	121,939	179,527	45,484
募集手数料	158,393	90,021	69,434	136,491	98,112	134,374	161,826	103,241
その他手数料	176,496	160,847	148,363	172,004	151,442	149,697	156,096	136,978
金融収入	601,444	457,353	264,265	203,213	161,412	182,937	177,618	176,931
信用取引受取利息等	203,266	104,106	27,693	24,399	17,085	14,419	14,846	10,131
受取利息						51,910	41,756	39,877
受け取り債券利子								
受け取り配当金	398,178	353,247	236,572	178,814	144,327	116,608	121,016	126,923
その他(レボ品貸料等)								
金融費用	229,222	169,076	84,486	61,016	59,238	65,631	69,938	77,247
信用取引支払利息等	20,622	14,898	8,818	3,232	3,706	6,423	7,595	6,882
支払利息	200,145	147,836	70,356	49,464	42,755	40,393	45,378	46,528
品借り料								
その他金融費用	8,455	6,342	5,312	8,320	12,777	18,815	16,965	23,837
売買損益	114,188	29,551	143,608	130,108	11,478	221,682	162,103	81,511
株券など	-57,819	-52,845	20,524	-7,169	-5,165	13,662	-11,770	-252
債券等	81,555	49,999	102,125	102,976	19,661	176,302	168,556	65,758
そのほか	90,452	32,397	20,959	34,301	-3,018	31,718	5,317	16,005
販売・一般管理費	1,152,971	1,068,710	969,726	989,812	933,960	958,570	955,228	710,050
経常収支	33,862	-293,411	-366,353	-111,907	-203,930	-109,550	-69,174	-172,710
金融収支	372,222	288,277	179,779	142,197	102,174	117,306	107,680	99,684
営業損益	520,272	24,417	-42,966	160,398	-90,278	229,438	200,609	8,485
(参考) ネット金								
利+売買益	486,410	317,828	323,387	272,305	113,652	338,988	269,783	181,195

参 考	1991年3月期	同シェア	1998年3月期	同シェア		1991年3月期	1997年3月期	1998年3月期
委託手数料内訳						シェア	シェア	シェア
株式現物	597,262	36.1%	209,104	29.7%	委託手数料	38.5%	39.3%	30.3%
株式先物等	49,237	47.0%	11,216	22.2%	引受手数料	70.5%	77.3%	60.2%
債券現物	71,778	62.9%	27,985	47.4%	募集手数料	51.2%	67.5%	48.8%
債券先物等	8,484	40.4%	2,230	15.5%	その他手数料	51.1%	49.2%	39.2%

(注) シェアは東証会員業者全体に占める割合。98年3月以降は山一除く3社。
 (注) 決算年度は、前年4月から当年3月まで。
 (出所) 東証「証券」より作成。なお、各社有価証券報告書により一部修正した。

「トレーディング勘定」の導入(九七年四月以降)までは評価損益が顕在化せず、年度間に売買益がまたがっていたためである。これによると東証会員業者全体としては、この八年間、利益は全く出ず、六四三億円の赤字になっている。この内訳をみると、大手証券は累計一兆円、外国証券は二一〇億円の利益、逆に、資本金三〇億円以上の総合証券は一兆一八百億円、資本金三〇億円未満の中小証券は一千億円の赤字となっている。それでは、全体として相場が停滞していた九〇年代において、大手証券と外国証券はどのような分野で収益を挙げたのだろうか。

表1-4は、東証会員業者を大手証券、外国証券、資本金三〇億円以上の総合証券、三〇億円未満の中小証券の四つにグループ分けし、そのおの損益計算書における主要項目をみたものである。これによると外国証券会社の場合には、次のような特徴がみられる。まず受け入れ手数料を見ると、

①国内証券の委託手数料は九三年三月期をボトムに落ち込んだ後、横ばいないしは低下傾向である(大手証券の場合、九八年度以降は四社から三社に減ったため、外見上さらにシェアが急減したように見えるだけであり、が、外国証券の場合はバブル崩壊以後も落ち込みを見せず、しかも九七年三月期つまり九六年頃から、急増している。

②その内訳につき、九一年三月期と比較すると、外国証券の場合には、どの項目でも増えており、かつシェアも高まっていること、また先物・オプションの委託手数料のシェアが九一年三月期当初から高く、特に債券先物委託手数料のシェアは九八年三月期には七割近くになっている。

③引受手数料については、九八年三月期以降、銀行系証券子会社(東証非会員)の引受シェア上昇の影響により、東証会員業者は全体として急減しているのであるが、外国証券会社はその影響を全く受けていない。そ

第3表 総合証券(4社除く)の損益計算書

(百万円)	1991年3月期	1992年3月期	1993年3月期	1994年3月期	1995年3月期	1996年3月期	1997年3月期	1998年3月期
会員数	42社	43社	44社	44社	44社	44社	44社	43社
受け入れ手数料	1,134,268	703,607	490,072	704,126	538,101	573,954	543,118	472,984
委託手数料	850,055	492,630	331,355	495,668	358,823	414,723	356,681	285,974
引受手数料	40,026	39,236	18,592	30,770	35,939	27,197	43,485	17,209
募集手数料	138,180	75,087	55,876	91,204	66,301	62,098	72,446	103,316
その他手数料	106,007	96,654	84,249	86,484	77,038	69,936	70,506	66,485
金融収入	459,917	300,067	139,153	103,105	86,958	66,729	64,006	65,490
信用取引受取利息等	377,234	217,425	69,669	56,722	42,585	31,498	35,372	27,313
受取利息						10,499	6,746	9,539
受け取り債券利子								
受け取り配当金	82,683	82,642	69,484	46,383	44,373	24,732	21,888	28,638
その他(レボ品貸料等)								
金融費用	250,080	139,999	63,053	43,229	44,023	40,019	37,002	41,061
信用取引支払利息等	74,729	46,289	23,919	13,012	11,599	15,271	18,443	19,726
支払い利息	171,089	90,894	36,474	27,360	26,877	19,006	13,941	11,352
品借り料	4,262	2,816	2,660	2,857	5,547	5,742	4,618	9,983
その他金融費用								
売買損益	50,839	267	46,904	43,394	7,505	140,283	119,943	98,400
株券など	17,487	-21,004	1,549	41,977	-2,634	44,975	-3,242	28,958
債券等	19,638	16,874	45,385	-4,684	9,840	90,050	122,638	61,087
そのほか	13,714	4,397	-30	6,101	299	5,258	547	8,355
販売・一般管理費	1,273,757	1,164,931	1,008,251	940,184	860,888	793,879	761,456	670,863
経常収支	-139,489	-461,324	-518,179	-236,058	-322,787	-219,925	-218,338	-197,879
金融収支	209,837	160,068	76,100	59,876	42,935	26,710	27,004	24,429
営業損益	121,187	-300,989	-395,175	-132,788	-272,347	-52,932	-71,391	-75,050
(参考) ネット金利+売買益	260,676	160,335	123,004	103,270	50,440	166,993	146,947	122,829

参 考	1991年3月期	同シェア	1998年3月期	同シェア		1991年3月期	1997年3月期	1998年3月期
委託手数料内訳	シェア					シェア	シェア	シェア
株式現物	778,635	47.1%	257,033	36.5%	委託手数料	44.7%	36.1%	34.5%
株式先物・オプション	31,043	29.7%	11,211	22.2%	引受手数料	23.3%	18.7%	22.8%
債券現物	33,848	29.7%	15,558	26.4%	募集手数料	44.7%	30.2%	48.9%
債券先物等	8,612	41.0%	2,038	14.2%	その他手数料	30.7%	22.2%	19.0%

第1表に同じ

第2表 外国証券会社(東証会員)の損益計算書

(百万円)	1991年3月期	1992年3月期	1993年3月期	1994年3月期	1995年3月期	1996年3月期	1997年3月期	1998年3月期
会員数	25社	25社	25社	24社	24社	22社	21社	21社
受け入れ手数料	195,857	191,052	194,723	226,393	202,615	190,026	248,532	378,209
委託手数料	130,992	126,449	128,606	155,080	140,815	134,459	157,425	226,552
引受手数料	9,457	9,735	5,635	8,180	11,466	7,670	7,945	12,150
募集手数料	2,481	2,373	447	1,756	452	347	322	414
その他手数料	52,928	52,495	60,035	61,377	49,882	47,550	82,840	139,093
金融収入	61,306	65,701	55,482	63,846	64,200	61,441	74,251	159,062
信用取引受取利息等	9,331	6,556	2,013	793	509	432	580	1,834
受取利息	31,958					12,013	28,719	72,538
受け取り債券利子	12,831							
受け取り配当金	963	59,145	53,469	63,053	63,691	48,996	44,952	84,690
その他(レボ品貸料等)	6,223							
金融費用	46,356	59,930	54,120	109,944	152,969	162,607	240,582	286,402
信用取引支払い利息等	5,297	3,921	1,479	515	543	540	990	2,645
支払い利息	30,115	49,723	20,086	33,306	59,742	25,945	39,545	71,631
品借り料	8,294	6,286	32,555	76,123	92,684	136,122	200,047	212,126
その他金融費用	2,650							
売買損益	25,669	103,440	81,472	136,196	167,159	147,417	219,439	220,018
株券など	26,312	92,507	44,048	13,439	42,294	1,284	38,173	57,278
債券等	-1,889	10,619	37,365	121,570	117,290	138,198	183,247	171,278
そのほか	1,246	314	59	1,187	7,575	7,935	-1,981	-8,538
販売・一般管理費	228,175	254,976	268,255	281,591	259,609	244,690	278,683	395,274
経常収支	-32,318	-63,924	-73,532	-55,198	-56,994	-54,664	-30,151	-17,065
金融収支	14,950	5,771	1,362	-46,098	-88,769	-101,166	-166,331	-127,340
営業損益	8,301	45,287	9,302	34,900	21,396	-8,413	22,957	75,613
(参考) ネット金利+売買益	40,619	109,211	82,834	90,098	78,390	46,251	53,108	92,678

参 考	1991年3月期	同シェア	1998年3月期	同シェア		1991年3月期	1997年7月期	1998年8月期
委託手数料内訳	シェア					シェア	シェア	シェア
株式現物	98,070	5.9%	176,532	25.1%	委託手数料	6.9%	15.9%	27.3%
株式先物等	22,411	21.4%	24,602	48.7%	引受手数料	5.5%	3.4%	16.1%
債券現物	6,693	5.9%	14,821	25.1%	募集手数料	0.8%	0.1%	0.2%
債券先物等	3,681	17.5%	9,908	69.1%	その他手数料	15.3%	26.1%	39.8%

第1表に同じ

第4表 中小証券(東証会員)の損益計算書

(百万円)	1991年3月期	1992年3月期	1993年3月期	1994年3月期	1995年3月期	1996年3月期	1997年3月期	1998年3月期
会員数	53社	52社	51社	52社	52社	54社	55社	54社
受け入れ手数料	209,038	116,084	78,800	112,363	90,396	104,477	98,924	77,302
委託手数料	187,982	100,432	66,516	96,331	72,893	91,009	84,872	65,380
引受手数料	1,203	1,319	596	1,165	1,517	1,169	1,204	735
募集手数料	10,178	6,307	4,767	6,906	5,527	4,440	5,045	4,406
その他手数料	9,675	8,026	6,921	7,961	10,459	7,859	7,803	6,781
金融収入	126,854	76,927	30,791	24,060	18,903	16,074	18,970	14,244
信用取引受取利息等	119,287	70,103	24,079	20,132	15,586	13,702	17,212	12,527
受取利息						775	358	320
受け取り債券利子								
受け取り配当金								
その他(レボ品貸料等)	7,567	6,824	6,712	3,928	3,317	1,597	1,400	1,397
金融費用	90,120	49,321	17,142	11,504	9,421	9,798	12,790	10,262
信用取引支払利息等	45,434	24,653	9,955	7,177	5,981	7,785	11,276	9,432
支払利息	44,485	24,425	7,083	4,256	3,328	1,978	1,489	797
品借り料								
その他金融費用	201	243	104	71	112	35	25	33
売買損益	20,281	7,654	13,064	21,180	9,909	20,940	14,564	28,656
株券など	21,938	6,601	10,036	16,944	9,731	19,340	14,548	19,487
債券等	- 940	1,601	3,263	4,208	322	824	72	9,434
その他	- 717	- 548	- 235	28	- 144	776	- 56	- 265
販売・一般管理費	223,985	181,705	150,567	152,537	141,361	138,134	132,575	116,141
経常収支	- 14,947	- 65,621	- 71,767	- 40,174	- 50,965	- 33,657	- 33,651	- 38,839
金融収支	36,734	27,606	13,649	12,556	9,482	6,276	6,180	3,982
営業損益	42,068	- 30,361	- 45,054	- 6,438	- 31,574	- 6,441	- 12,907	- 6,201
(参考) ネット金利+売買益	57,015	35,260	26,713	33,736	19,391	27,216	20,744	32,638

参 考	1991年3月期	同シェア	1998年3月期	同シェア		1991年3月期	1997年3月期	1998年3月期
委託手数料内訳						シェア	シェア	シェア
株式現物	180,110	10.9%	60,994	8.7%	委託手数料	9.9%	8.6%	7.9%
株式先物等	2,005	1.9%	3,527	7.0%	引受手数料	0.7%	0.5%	1.0%
債券現物	1,803	1.6%	657	1.1%	募集手数料	3.3%	2.1%	2.1%
債券先物等	212	1.0%	166	1.2%	その他手数料	2.8%	2.5%	1.9%

第1表と同じ

の引受手数料は九七年三月期までは横這いに推移してきたが、その後増加し、九九年三月期はさらに増加した模様である。これとは逆に、大手証券ならびにその他国内証券会社は急減している。

④募集手数料の額は極めて少ない。

⑤その他手数料の額ならびにそのシェアは九〇年代初頭から高かったのだが、特に九七年三月期以降急上昇している。

次に、金融収支ならびに売買損益を見ると、

①外国証券会社の場合には、信用取引関連の利息収入・費用がもとと少なく、九〇年代を通じて信用取引のニーズが激減したことによる影響は、外国証券会社の場合、ほとんどなかったと言って良い。

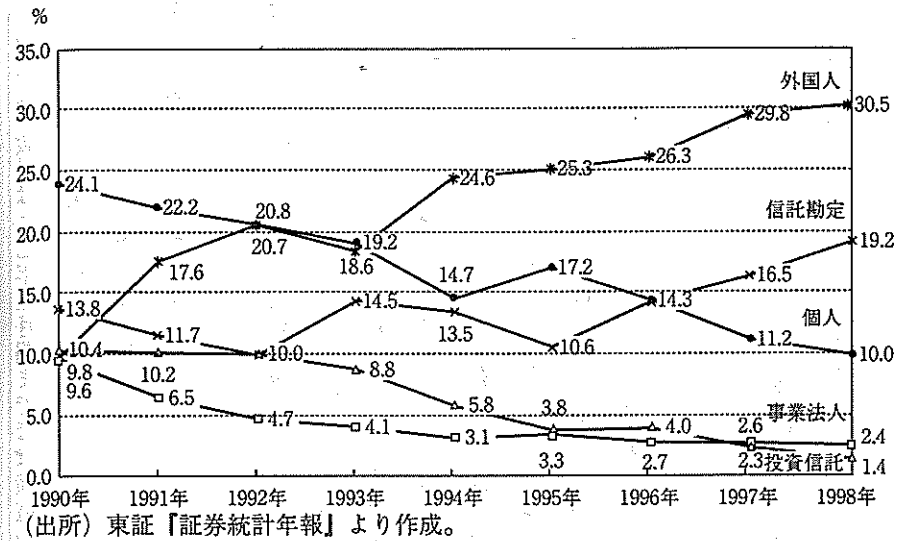
②これに対し、金融収入では受け取り債券利子・株式配当と債券・株券の品貸料が多い。一方、金融費用では九三年三月期以降、債券・株券品借り料等のその他金融費用が急増し、その結果、九四年三月期以降は金融収支が逆転し、しかも赤字幅が年々拡大している。

③時期を同じくして、売買損益の太宗を占めてきた株式売買益が九四年三月期以降減少し、替わって債券売買益が急増し、金融収支のマイナスを相殺する形で拡大している。

2 営業動向

以上のように、外国証券会社の収益動向は国内証券会社と比べて著しく異なっているのである。それは、異なる領域を営業分野にしているからだろう。そこで、収益動向から営業動向や彼らの競争力を推測してみよう。

第2図 投資家別内訳(東証1部、買い付けベース)



(1) 株式ブローカー業務

株券現物委託手数料が増加している背景としては、売買シェアを高めている外人投資家の受注のかんりの部分を外国証券が獲得していることが挙げられよう。第2図は東証一部銘柄の投資家別シェアであるが、外人投資家は九〇年一〇%弱から九八年三〇%強へ、年金等の信託勘定も一四%から二〇%弱へ上昇し、他方、個人は二四%から一〇%へ、投資信託と事業法人はともに一〇%から二%へ激減している(自己勘定を含めた全体としての割合)。

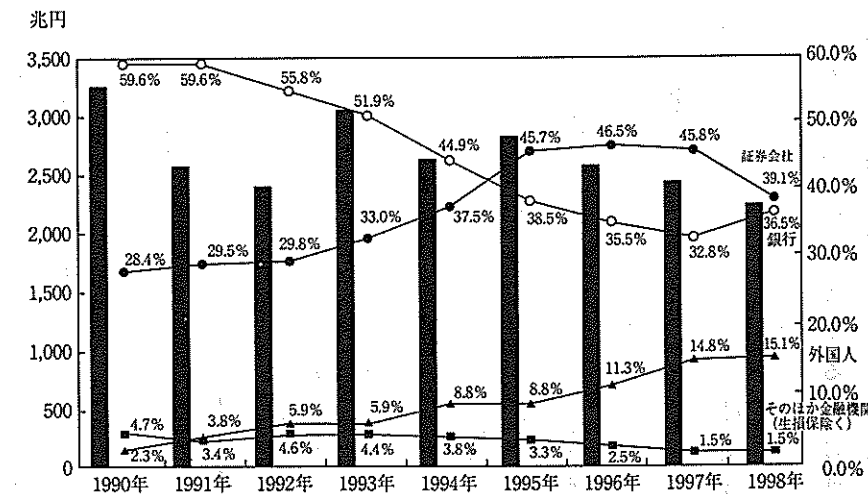
ところで、外人投資家から在日外国証券会社への発注シェアは、八〇年代末まで高くなかったのである。「金融ビジネス」誌(九四年二月号)によれば、八八年当時、欧州からの発注シェア——大手四社六〇%、外国証券七%、米国からの発注——大手四社三五%、外国証券二五%であったものの発注——大手四社四〇%、外国証券二五%であったものが、九二年にかけて外国証券のシェアが急上昇し、九四年七月時点では、欧州からの発注シェア——大手四社三五%、外国証券四八%、米国からの発注——大手四社一六%、外国証券

券七八%、東南アジアからの発注——大手四社二六%、外国証券六五%となっている。

このような変化の背景は八〇年代後半から末にかけて外国証券会社が東証会員権を入手したこと、米国の業者のように欧米機関投資家との強固な取引関係を既に築いていることのほか、ブローカー業務の競争力において、次のような事情が働いた結果と思われる。通常、海外の機関投資家は(少し遅れて日本の機関投資家でも)、調査能力、執行コスト(執行能力、明示的な手数料)の二つの観点から発注先ブローカーを格付評価している。このうち、調査能力については、全体として日本の大手証券の方が優れている。どこの国でもそうであるが、国内株については自国の業者が一番よく知っているのである。もちろん、外国証券会社のなかには業種や銘柄を絞った深い調査を得意にしている業者があるが、全体としての調査能力で大手証券を上回っているとはいえないであろう。

そうだとすると、執行コストの差が考えられる。特に欧州ロンドンからの発注にはその要素が強いように思われる。銘柄ごとの流動性にもよるが、大手証券の現法が現地で株の発注を受けるとその八割はそのまま東京本社に発注し直すのに対し、欧米の業者が在日東京支店の場電店に発注するのはそれより低い六割程度にとどまり、四割程度は現地で仕切り売買で執行すると言われる。それだけ機関投資家に対して迅速で場合によっては良い値段での執行サービスを提示しうるのであるが、反面、それだけ外国証券の場合にはポジションコスト・リスクを抱えることになり、在日拠点への株の発注は現地でのポジションカバーのためのものとなり、グローバルトレーディングの中で処理されることになる。その際には先物によるヘッジも使われるため、先物取引の委託手数料が計上されることになる。

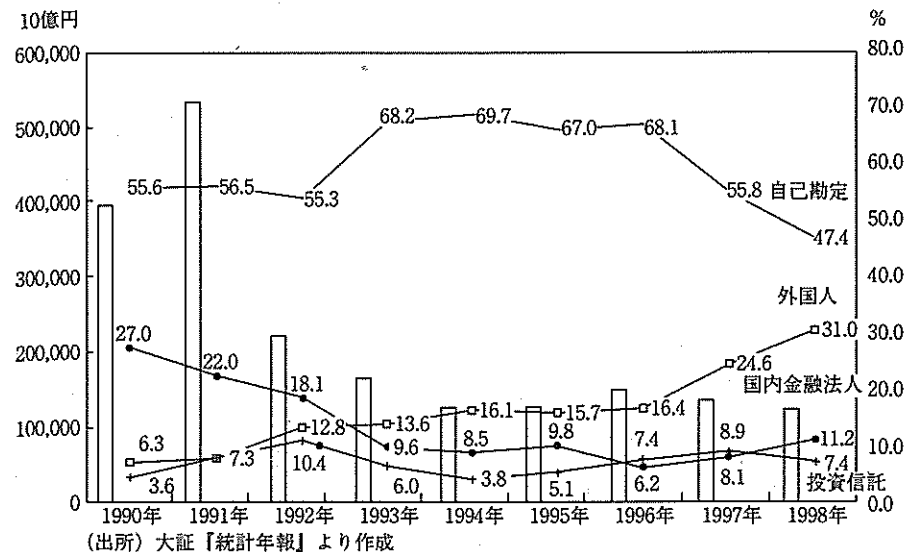
第4図 債券先物投資家別内訳



(注) 会員、特別参加者の自己売買および委託売買の合計が出来高全体に占める割合
(出所) 東証「証券統計年報」

なご第4図は国債先物取引の投資家別内訳である。右記でみたように、一九九四年を境に外国人からの発注と証券会社の自己勘定の比率が増えているのが看取される。いずれにせよ、外国証券のトレーディング業務は顧客の注文を円滑に遂行するための補完機能というよりも、市場

第3図 日経225先物出来高と投資家別内訳



(出所) 大証「統計年報」より作成

(2) トレーディング業務
在日外国証券会社のトレーディング収益の太宗は、従来は株式の裁定取引によるものであった。また親会社・関連会社の裁定取引のポジションからの発注は実質的には自己勘定によるものと考えられるが、顧客注文という形を取るため、外国証券東京支店には現物や先物の委託手数料として収益計上されることも多いと言われてきた。しかし九三年頃から、国内業者も株式の裁定取引に参入し始め、株式裁定取引の利益率は徐々に低下し始める。これに替わってトレーディング収益の中心をしめるようになったのが円債のトレーディングである。
そのファンディングとしては資金の借り入れよりも債券を借りこれを売却する方が多かつたと目される。というのは、九三年以降、支払い利息よりも品借料等その他金融費用のほうが多くなっていくからである。また、これと平行して債券先物委託手数料も急増していることから、親会社・関連会社ならびに取引先のヘッジファンドが円債の裁定取引ポジションを組んでおり、そこから先物取引を受注

の歪みを掬う裁定利益追求に重きを置くものであり、それが親会社・関連会社、ヘッジファンドを巻き込んでグローバルに展開されているのである。

(3) 投資銀行業務

投資銀行業務として考えられるのは引受業務のほか、M&Aや資産の流動化・証券化、プライベートエクイティファンドの組成等であろうが、これは収益項目としては、引受手数料のほか、「その他手数料」に一括される。しかし「その他手数料」は委託業務、引受業務、売り捌き業務以外の付随業務、兼業業務などからの雑多な手数料が入り込んでいるため、どの業務が太宗をしめるのか、それだけでは特定できない。

大手証券以下、国内証券の場合は、若干のずれはあるが、募集手数料とはほぼパラレルに連動していることから、「その他手数料」の大部分は投資信託の代行手数料と考えられる。しかし、外国証券の場合には募集手数料は極めて少額であることから、これは当てはまらない。とすれば、まず親会社等在外拠点との業務提携手数料が考えられる。すなわち、日系企業・金融法人が海外で仕組み債や店頭デリバティブを購入した際の紹介料や商品開発料等の名目である。特に店頭エクイティデリバティブについては、九八年末の金融システム改革関連法施行までは国内で契約できず、海外でポジションがもたれていたのだが、その営業行為を国内証券会社は行政指導により出来なかったのである。ところが在日外国証券ならびに一部の都市銀行にはそれが許されていたのであった。問題は、それを購入する側の日系企業、金融機関の意図が利益先取りや損失先送りによる決算操作のために使われる場合が多かったということである。この部分のマージンは極めて厚いと言われており、外国証券の「その他手数料」のかなりの部分を占めていると考えられる。

しかし、九七頃から邦銀の不良債権のバルクセールが始まり、日本企業をターゲットにしたM&Aの件数が増え始め、またMBO（経営者による事業部門買い取り）専用のファンドの組成もみられるようになり、それを在日外国証券がアレンジするケースが多くなっていった。M&Aの仲介斡旋は「情報提供コンサルタント業務」、バルクセールの斡旋は「金銭債権の売買・取り次ぎ業務」、MBOなどのプライベートエクイティファンドの組成は「投資事業組合の持ち分権の売買・取り次ぎ業務」として、それぞれ兼業業務として認められている。これらの業務から挙がる収益も「その他手数料」として計上され、むしろ最近では、こっちの収益の方が拡大しているのである。

一方、引受業務としては最近では、ABS（資産担保証券）、CLO（貸付債権担保証券）、CBO（社債担保証券）など仕組み債券が増え、外国証券が主幹事として引き受ける例も増えている。このような仕組み債は、単独幹事が多く引受手数料も比較的厚いといわれている。

3 小括

以上、在日外国証券の収益動向を手がかりに、その営業動向を整理してみた。これによると、冒頭でみたように、たしかに制度や規制の不備を狙った営業行為で利益を上げてきた側面があったと思われる。しかしそのような営業手法は、連結会計・時価会計の導入、取引所の売買管理規制の強化、事後摘発体制への監督行政の転換などにより、取り難くなるであろう。

しかし、一方、この二、三年の間の経験から分かるように、M&Aや債権のバルクセール、プライベートエクイティファンドの組成など米系業者によって持ち込まれた新しい投資銀行業務が拡大する予兆も感じられる。

なお、以上はすべてホールセール業務での変化であった。在日外国証券会社の営業分野としてはホールセールが主舞台となるからである。しかし、投信などアセットマネジメントの分野でも外国証券の営業攻勢は強まっており、リテールの分野でも新しい変化が見える。従ってリテール業務に置いて、検討を加えるべきであるが、それは後日改めて取り上げたい。

注

(1)

「営業損益」は営業収益（受入手数料＋金融収益＋売買損益）から営業費用（販売費・一般管理費＋金融費用）を控除したもの。経常損益はこれに営業外損益（営業外収益から営業外費用を控除）を加えたもの。さらにこれに特別損益（株式含み益等の特別利益から関連会社支援損などの特別損失を控除したもの）を加えたものが税前当期純損益となる。

(2)

なお、手数料コストについては、これまで在外拠点との連結制度など経営組織の違いが反映していた。海外では委託手数料は自由化されているが、これを受注した在外拠点（四社現法あるいは外国証券本社・子会社など）が東京本店ないしは在日支店に発注すれば手数料の五〇％は支払わなければならないため、それ以上を割り引けば在外拠点には赤字がたまる。そのため大手四社の場合には在外拠点の手数料割引には限度があった。しかし、多くの外国証券ではレポーティング体制ならびに管理会計の面で地域別ではなく商品別の経営組織を採用しているため、在外拠点に赤字がたまっても、貢献度に応じて収入が再配分されることになっており、思い切った手数料の割引が可能になったのである。しかし、手数料の完全自由化によって、こうした経営組織の違いが海外の手数料テーブルに影響するとはなくなろう。

バルチャー投資家と会社再建

松尾 順介

はじめに

前回のレポートでは、バルチャー・ファンドのマネージャーをとりあげ、彼らの素顔がそのおどろおどろしい名前とは裏腹に、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を紹介した。彼らはその投資手法を駆使して、巨額の資金を運用し高いパフォーマンスを達成している。

しかし、重要なことは、このようなバルチャー投資の存在が、会社更生にとってプラスになるのかどうかという点である。すなわち、社会的厚生という観点からすると、破綻企業はその企業価値を最大限引き出す形で再建されることが望ましいと考えられる。例えば、壊れた機械はそのまま廃棄されればゴミであり外部不経済をもたらすが、それがリサイクルされれば資源となる。このような観点からバルチャー投資をみると、彼らの投資は確かに投資収益を追求するものであり、メディアなどでは時には敵対的買収を行ったことで社会的非難を浴びたレイダースなどと同様の扱いをされる場合がある（実際かつて敵対的買収で有名になったカール・アイカンはその後バルチャー投資を行っている。また、バルチャー投資家自身もこの呼称を避け、スペシャル・オポチュニティ・インベストメントまたはスペシャル・シチュエーション・インベストメントと称している）が、他方ではその投資行動が破綻企業の更生に寄与している側面もあると考えられ、破綻企業の再建とバルチャー投資の関係を考察した研究も行われている。

したがって、本稿ではこのテーマでの研究のうち最も興味深い結論を引き出していると思われる、Hotchkiss (ボストン大学) と Moerland (ノースイースタン大学) の研究、"Vulture investors and the market for control of distressed firms" ⁽¹⁾ を紹介し、この点について検討したい。同研究はバルチャー投資家が経営参加した場合に焦点をおいて考察しているが、日本でもバルチャー投資が行われるとすれば、このような経営参加型になる可能性があると考えられ、その点においても興味深い示唆を与えるものとなっている。

1 研究の対象と基礎的データ

Hotchkiss & Moerland の研究は、バルチャー投資家が投資先企業の経営に介入した場合を対象に、会社再建後のパフォーマンスを検討することによって、彼らがより質の高い経営を行ったかどうかを判断しようとするものである (第1表参照)。

この研究はSECへの届出書 (13-D) および各種ニュース・ソースをもとにしているが、それによると、一九八〇年から九三年にかけて公募社債にデフォルトの生じた二八八社のうち一七二社 (全体の六〇%) において債権の売買など、バルチャー投資家の投資行動がみられた。ここで、バルチャー投資家の関与があった企業と関与がなかった企業をそれぞれバルチャー企業、非バルチャー企業とよび、両者を比較すると、第一に総資産額 (簿価ベース) の中央値はそれぞれ五億四五三〇万ドル、一億九〇三〇万ドルとなっており、バルチャー企業の方が大きい。第二に、長期債務に占める公募債の割合 (中央値) はそれぞれ〇・四〇、〇・五〇であり、いくぶんバルチャー企業の方が低い。第三に、長期負債の種類 (中央値) はそれぞれ七・〇、五・〇となっており、バルチャー企業の負債構造の方が複雑なものとなっている。第四に、レバレッジは両者ともに相当高い比率となっ

第1表 サンプル・データ

	企業数と比率	総資産 (100万ドル)	公募債/長期債	長期債の種類	レバレッジ	EBITD/総資産	同業種の調整済み EBITD/総資産	カバレッジ・レバレッジ
バルチャー投資家の関与がない場合	116	629.2a	0.5c	6a	0.97	0.027	-0.076	1.76c
第11章による再建	45	190.3	0.5	5	0.9	0.038	-0.053	0.8
クレーンアウトによる再建	38.80 %	600.1	0.48	6.3	0.94	0.027	-0.084	0.59
第11章申請後に買収	45	272.2	0.43	6	0.91	0.06	-0.051	0.86
第11章申請後に買収	38.80 %	709.5	0.53	5.6	0.93	0.04	-0.059	1.45
第11章申請後に買収	6	146.7	0.54	5	0.86	0.062	-0.026	0.84
第11章申請後に買収	5.20 %	165.2	0.46	4.6	0.97	0.073	-0.028	26.01
第11章申請後に買収	1	137.1	0.46	5	0.87	0.08	-0.021	9.76
第11章申請後に買収	0.90 %	636.2	0.43	3	0.92	0.076	0.005	0.84
清算	19	637.4	0.53	6.8	1.17	-0.028	0.005	0.84
清算	16.04 %	117.8	0.54	7	0.97	-0.01	-0.109	-0.13
バルチャー投資家が関与した場合	172	1740.5	0.44	7.8	0.99	0.022	-0.079	0.58
第11章による再建	121	545.3	0.4	7	0.93	0.039	-0.044	0.73
第11章による再建	70.30 %	1436.4	0.44	7.7	1.03	0.044	-0.036	0.68
第11章による再建	30	535.6	0.39	7	0.95	0.061	-0.042	0.69
第11章による再建	17.40 %	1698.9	0.37	7.2	0.88	0.051	-0.05	0.98
第11章申請後に買収	6	531	0.31	5	0.96	0.055	-0.038	0.79
第11章申請後に買収	3.50 %	1957.7	0.5	9.7	0.81	0.062	-0.057	1.09
第11章申請後に買収	6	198.8	0.39	7.5	0.75	0.102	-0.039	0.78
第11章申請後に買収	3.50 %	1006.7	0.69	8	1.08	-0.409	-0.544	-3.01
清算	3.50 %	891.5	0.74	8	0.95	0.11	-0.036	1.05
清算	9	5969.8	0.55	8.9	1.01	-0.069	-0.147	0.11
清算	5.20 %	3492	0.65	7	0.98	-0.025	-0.153	-0.48

(注) 上段は平均値、下段は中央値、またa,cはそれぞれ有意水準1%、10%を表す。

第2表 バルチャー投資家による債権の購入

	購入 件数	バルチャー投資 家による債務と 5%以上の株式 との交換件数	バルチャー 投資家の保有株式 比率	購入された債 権の割合	投資先企業の 総資産 (100万ドル)	公算債/長期債	レバレッジ	EBITD/総資産 (業種別調整)	カバレッジ レシオ
バルチャー投 資家の購入	287	150	18.4% (10.2%)	33.7%(n=88) (30.0%)	1997.3 (655.9)	0.462 (0.413)	1.013 (0.947)	-0.058 (-0.039)	0.707 (0.769)
銀行債務の 購入	40	28	24.6% (12.9%)	39.4%(n=20) (33.0%)	1375.5 (850.5)	0.334 (0.319)	1.175 (0.948)	-0.098 (-0.045)	0.347 (0.374)
その他私債 の購入	29	21	21.8% (11.7%)	29.4%(n=9) (21.5%)	1332.9 (382.0)	0.408 (0.409)	1.116 (0.929)	-0.063 (-0.041)	0.638 (0.385)
公算債の購入	143	101	17.9% (10.6%)	32.4%(n=59) (30.0%)	1697.2 (592.8)	0.556 (0.539)	1.016 (0.950)	-0.032 (-0.031)	0.967 (0.916)
優先株の購入	20	-	-	14.4% (8.1%)	5831.1 (2328.6)	0.400 (0.361)	0.845 (0.960)	-0.077 (-0.052)	0.424 (0.082)
普通株の購入	55	-	-	15.4% (8.3%)	2069.8 (620.8)	0.367 (0.321)	0.925 (0.878)	-0.132 (-0.055)	0.503 (0.724)

(注) 上段は平均値、下段は中央値。n は事例件数

第3表 経営者の交代と支配権

パネルA	経営者の交代						
	ワークアウト			第11章破産			
	社数	デフォルト 前にCEO交代	ワークアウト でCEO交代	社数	デフォルト 前にCEO交代	更生案提示前 にCEO交代	CEO交代
非バルチャー企業	44	15.9 %	36.4 %	64	21.9 %	60.3 %	81.7 %
バルチャー企業	33	24.2 %	36.4 %	133	17.3 %	52.3 %	80.9 %

パネルB	支配権						
	社数	バルチャー 投資家の CEO・会長 就任	バルチャー投 資家による大 口株式保有	バルチャー投 資家の取締役 会参加	バルチャー投 資家による過 半数の議決権 獲得	バルチャー投 資家による支 配権獲得	非バルチャー 投資家による 支配権獲得
非バルチャー企業	116	—	—	—	—	—	9 (8.0 %)
バルチャー企業	172	27 (9.4 %)	141 (49.0 %)	80 (27.8 %)	25 (8.8 %)	47 (16.3 %)	25 (8.7 %)
銀行債務の購入	31	8 (2.8 %)	27 (9.4 %)	21 (7.3 %)	7 (2.4 %)	14 (4.9 %)	3 (1.0 %)
その他私債の購入	25	8 (2.8 %)	23 (8.0 %)	13 (4.3 %)	6 (2.2 %)	11 (4.0 %)	5 (1.8 %)
公算債の購入	87	10 (3.5 %)	63 (21.8 %)	38 (13.4 %)	10 (3.6 %)	17 (6.0 %)	9 (3.2 %)
優先株の購入	6	0 (0.0 %)	5 (1.7 %)	1 (0.3 %)	1 (0.3 %)	1 (0.3 %)	2 (0.7 %)
普通株の購入	23	1 (0.3 %)	23 (8.0 %)	7 (2.4 %)	1 (0.3 %)	1 (1.4 %)	5 (1.7 %)

ている反面、ともに同業種の資産収益率を下回っており、カバレッジ・レシオも一以下である。したがって、サンプル数はバルチャー企業の方が多いが、両者の財務状況はほぼ同じといえる。

次に、両者の更生過程を比較すると、バルチャー企業の場合、第一章更生は七〇・三%であるのに対し、非バルチャー企業は三八・八%で前者の比率が著しく高く、また第一章更生のバルチャー企業一二二社のうち一〇五社について、バルチャーによる最初の投資が第一章申請前に行われているとされている。したがって、バルチャー投資家が関与した場合、第一章更生にはいる可能性が高く、このことは一見バルチャー投資家が関与するとワークアウトが行われにくくなり、事態を収拾するために第一章申請せざるを得なくなるとみられるかもしれない。しかし、このことは必ずしもバルチャー投資家が破綻企業を第一章申請に追い込むことで、再建の妨害をしていることにはならない。なぜならば、Marcade GroupやAnglo Energyの場合⁽²⁾にみられるように、バルチャー投資家は第一章申請直前に債権を購入し、プリパッケージド・バンクグループによって迅速に企業の再建を支援した事例があるからである。ただし、この研究では、なぜバルチャー企業の再建に第一章更生が多いのかについては十分説明されていない。

第三に、バルチャー投資家が購入する債権をみると、一七二社で二八七件の投資が行われている(第2表参照)。ここで銀行債務、その他私債および公算債の購入は合計二二二であるが、そのうち一五〇において、バルチャー投資家は五%以上の株式を購入している。また、債務を購入した場合、バルチャー投資家はその残高の三分の一以上を購入しており、これによって再建過程で影響力を行使することができる。さらに、投資先企業の財務状況については、レバレッジが低い場合に株式が購入され、カバレッジ・レシオが低い場合に優先順位の高い銀行債務ないし私債が購入されていることもわかる。

第四に、経営陣の交代とバルチャー投資家の経営参加について考察すると、CEOの交代についてはバルチャー企業も非バルチャー企業も近似的な数値となっている（第3表参照）。しかし、バルチャー企業の場合、バルチャー投資家は投資先企業の取締役会および経営において活動しており、八〇社（二七・八％）では取締役会への参加がみられ、このうち二七社（九・四％）ではCEOまたは会長（chairman）にバルチャー投資家が就任している。また、四七社（一六・三％）においてバルチャー投資家は相手企業の支配権を獲得している（ただし、ここで支配権とはCEOまたは会長に就任するか、あるいは議決権付株式の過半数を取得することと定義されている）。このように相当高い比率でバルチャー投資家が経営参加していることは、たとえ第一章更生の場合でもディストレスト企業の経営者は外部から規律づけられていることを示している。

2 再建後のパフォーマンス

彼らの研究では、再建後のパフォーマンスを分析することによって、バルチャー投資家がより質の高い経営を行ったかどうかという点についても検討している。ここでは、一〇—Kなどによってデータが得られる一九一社が対象とされている。

「再建後二年間のパフォーマンスをみたものが第4表である。ここでは、営業収益が赤字である企業の割合が示された上で、営業利益／売上高比率および営業利益／総資産比率が示されている。また、これらの比率については、中央値、同業種の中央値とその中央値の差、同業種の中央値以下である割合が示されている。その結果、バルチャー企業と非バルチャー企業では、いずれの指標においてもバルチャー企業のパフォーマンスが高いことが窺まされている。ただし、バルチャー投資家の関与形態別に分けると、バルチャー投資家がパッシブ運用してい

る場合だけは、パフォーマンスは非バルチャー企業よりも低くなっている。逆に、バルチャー投資家の関与が強く、CEOまたは会長に就任した場合あるいは支配権を獲得した場合のパフォーマンスが最も高くなっている。このことは再建一年後も二年後も同じである。

次に、営業利益／売上高比率および営業利益／総資産比率をもとに、再建前と再建後の変化をみたものが第5表である。ここでは、再建一年前と再建一年後の比較および二年後との比較が示されているが、ここでも同じ結果が示されている。

第三に、再建後のパフォーマンス

第4表 再建後のパフォーマンス

	社数	営業損失 企業の割合	営業利益／売上高			営業利益／総資産		
			中央値	中央値 (業種別 調整済)	同業種の 値を下回 る比率	中央値	中央値 (業種別 調整済)	同業種の 値を下回 る比率
1年後								
非バルチャー企業	72	31.9 %	0.054 ^b	-0.035 ^{a,c}	64.0 %	0.074 ^c	-0.043 ^a	63.9 %
バルチャー企業	119	11.7 %	0.071	-0.015	58.0 %	0.086	-0.022 ^a	63.0 %
再建企業に対して パッシブな場合	58	15.5 %	0.053 ^a	-0.026 ^{a,c}	72.4 %	0.075 ^a	-0.039 ^{a,c}	81.0 %
再建企業に対して アクティブな場合	61	8.1 %	0.106	0.013	44.3 %	0.096	0.003	45.9 %
CEOまたは会長就任	21	4.8 %	0.129	0.023 ^a	25.0 %	0.104	0.008	42.9 %
支配権獲得	35	11.4 %	0.102	0.018	38.2 %	0.096	0.005	45.7 %
大口株式取得	68	8.7 %	0.097	0.006	48.5 %	0.089	-0.001	50.0 %
2年後								
非バルチャー企業	59	23.7 %	0.068 ^a	-0.025 ^b	64.2 %	0.064 ^b	-0.021 ^{a,b}	63.7 %
バルチャー企業	87	8.0 %	0.094	-0.001	51.7 %	0.102	0.000	48.3 %
再建企業に対して パッシブな場合	41	12.2 %	0.081 ^b	-0.029 ^{a,c}	63.4 %	0.082 ^b	-0.020 ^{a,c}	62.5 %
再建企業に対して アクティブな場合	46	4.2 %	0.119	0.015 ^a	41.3 %	0.112	0.010 ^a	36.2 %
CEOまたは会長就任	17	5.9 %	0.132	0.015 ^a	31.3 %	0.112	0.003	35.3 %
支配権獲得	30	3.3 %	0.123	0.017 ^a	34.5 %	0.110	0.021	30.0 %
大口株式取得	51	3.9 %	0.107	0.009	46.0 %	0.107	0.003	45.1 %

第6表 回帰分析

	第11章破産				ワークアウト			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
定数	-0.118 ^c (-1.67)	-0.139 ^b (-2.15)	-0.124 ^b (-1.85)	-0.154 ^b (-2.10)	0.008 (0.13)	0.018 (0.33)	0.013 (0.21)	0.001 (0.02)
総資産の変化率	0.008 (0.76)	0.014 (1.31)	0.009 (0.88)	0.014 (1.30)	-0.006 (-0.57)	-0.055 (-0.64)	-0.007 (-0.61)	-0.002 (-0.20)
再建前の調整済 パフォーマンス	0.084 (0.59)	0.089 (0.68)	0.115 (0.87)	0.096 (0.69)	0.431 ^a (5.24)	0.594 ^a (7.30)	0.433 ^a (5.27)	0.517 ^a (7.84)
CEO留任	0.032 (0.09)	0.047 (1.32)	0.056 (1.62)	0.041 (1.18)	0.046 (1.36)	0.024 (0.92)	0.042 (1.21)	0.029 (0.99)
バルチャー投資家の 関与	0.063 (1.62)				-0.003 (-0.09)			
支配権獲得		0.142 ^a (2.59)				0.266 ^c (1.71)		
支配権なし		0.005 (0.13)				-0.035 (-1.52)		
CEOまたは 会長就任			0.192 ^a (2.87)				0.070 (1.48)	
CEOまたは 会長就任せず 取締役会に参加			0.031 (0.84)				-0.009 (-0.26)	0.147 ^c (1.78)
取締役会に参加せず				-0.011 (-0.26)				-0.051 ^b (-2.11)
N	118	117	118	116	56	56	56	54
Adj. R ²	0.02	0.09	0.09	0.08	0.47	0.60	0.46	0.57

(注) a, b, cはそれぞれ有意水準1%, 5%, 10%と表す。

スが多変量解析したものが、第6表である。ここでは、バルチャー企業のパフォーマンスを第一章破産とワークアウトに分類した上で、バルチャー企業のパフォーマンスを総資産、破綻前のパフォーマンス、CEOの継続の三つの説明変数のほか、バルチャー投資家の関与を示すダミー変数で説明している。まず、第一の回帰式では、バルチャー投資家の関与したかどうかをダミー変数としているが、この場合は係数は正であるものの有意ではない。第二の回帰式ではバルチャー

第5表 再建後の変化

	営業利益/売上高の変化率					
	1年前と1年後			1年前と2年後		
	社数	中央値	中央値 (業種別調整済)	社数	中央値	中央値 (業種別調整済)
非バルチャー企業	69	0.0% (50.7%)	9.7% (52.2%)	56	3.5% (51.8%)	10.5% (51.8%)
バルチャー企業	115	19.0 ^a (57.4)	17.4 (56.5)	85	40.6 ^a (58.8)	34.1 (60.0)
再建企業に対して パッシブな場合	56	12.7 ^b (55.4)	4.1 (51.8)	39	0.0 (51.3)	-1.6 (46.2)
再建企業に対して アクティブな場合	59	31.7 ^a (59.3)	49.5 ^a (61.0)	46	57.3 ^a (65.2)	83.2 ^{a,b} (71.7)
CEOまたは会長就任	20	59.9 ^b (70.0)	126.8 ^b (80.0)	16	47.5 ^a (75.0)	100.1 ^b (81.3)
支配権獲得	34	11.3 (52.9)	58.8 (64.7)	29	40.6 ^a (65.5)	96.8 ^b (75.9)
大口株式取得	66	39.8 ^a (59.1)	43.3 ^c (60.6)	50	47.6 ^a (62.0)	65.6 ^b (66.0)
	営業利益/総資産の変化率					
	1年前と1年後			1年前と2年後		
	社数	中央値	中央値 (業種別調整済)	社数	中央値	中央値 (業種別調整済)
非バルチャー企業	72	6.3% (50.7%)	21.2% (56.3%)	59	29.7% ^c (59.3%)	45.9% (55.2%)
バルチャー企業	113	45.3 ^{a,d} (65.5)	32.1 (61.7)	85	45.7 ^a (70.6)	57.3 ^b (66.3)
再建企業に対して パッシブな場合	55	38.7 ^a (63.6)	2.7 (54.3)	38	29.8 ^b (63.2)	11.7 (58.9)
再建企業に対して アクティブな場合	58	47.7 ^a (67.2)	73.9 ^a (69.0)	47	63.4 ^a (76.6)	100.0 ^{a,e} (72.3)
CEOまたは会長就任	20	69.4 ^a (65.0)	110.0 ^b (75.0)	17	64.7 ^a (88.2)	102.0 (70.6)
支配権獲得	34	41.2 ^b (61.8)	72.9 (64.7)	30	62.1 ^a (73.3)	118.0 ^c (70.0)
大口株式取得	62	45.3 ^a (64.6)	47.2 (67.7)	51	45.7 ^a (72.5)	64.7 ^b (70.6)

(注) a, b, cはそれぞれ有意水準1%, 5%, 10%と表わす。d, e, fも同じ。

―投資家が支配権を獲得したかどうかをダミー変数としており、この変数の係数は1%水準で正でかつ有意であり、バルチャー投資家が単に関与するだけでなく支配権を獲得した場合、再建後のパフォーマンスがよりよいことが示されている。また、このことはバルチャー投資家が支配権を獲得しなかった場合のパフォーマンスが、バルチャー投資家が関与しなかった場合のそれと大きく異ならないという前出の結果と一致するものになっている。第三および第四の回帰式では、バルチャー投資家が再建企業の経営陣または取締役会で活動した場合と同じ関係を示しており、このことは前出の結果と一致している。すなわち、バルチャー投資家の関与が強いほうがパフォーマンスが良いことが高い有意水準で実証されている。

ただし、ワークアウトの場合はややこの点について明確ではないが、その要因はバルチャー投資家がCEOまたは会長に就任した事例は三件のみであり、また支配権を獲得したのも五件だけであるからである。したがって、サンプル数が少ないため有意な結果が出ていないと考えられる。

結論としては、これらの回帰分析の結果は第4表および第5表で示された結果と同様に、バルチャー投資家はその経営手腕によって付加価値を高めているという仮説と一致している。もしバルチャーが単にその先見性によって企業を選択しているだけならば、再建後のパフォーマンスはバルチャー投資家が単にその先見性によるの相関を示すことはなく、バルチャー投資家の関与形態にも関係しないと考えられる。しかし、再建後のパフォーマンスは、バルチャー投資家による経営参加、CEOないし会長就任、あるいは支配権獲得などと有意な関連をもっていることが示されている。

3. バルチャー投資によるバリュエーション効果

最後に、彼らの研究では、バルチャー投資家による株式および債券購入のアナウンスメントがもつバリュエーション効果についても検討している。このバリュエーション効果とは、バルチャー投資家が債権を購入したことによって、当該企業の債権の価格形成に及ぼされる効果のことである。例えば、バルチャー投資家が劣後債権を購入したことは当該企業の財務状況に関するプラス情報となり、逆に優先債権を購入したことはマイナス情報となるといった効果があるという研究もなされている⁽⁴⁾。しかし、バルチャー投資家がデレストレスト企業の経営に關して十分なスキルをもっていれば（とくに経営に参加した場合には）、バルチャー投資家の購入した債権がいかなる優先順位のものであっても価格形成にプラスに働くと考えられる。

この研究では、バルチャー投資が行われた企業のうち完全な株価データがあり、かつバルチャー投資家によって購入されたというニュース・アナウンスメントがその時点で流れなかった五七社について調査すると、購入のアナウンスメントが流れた二日間（前日と当日）で、株式のリターンは平均四・一七%（中央値〇・六〇%）となっている。また、公募債が購入された場合では、平均八・六四%（中央値二・八五%）となり、有意に正の値を示している。逆に、銀行債務が購入された場合は、普通株について負の影響を示している。さらに、バルチャー投資家の関与形態別にみると、バルチャー投資家がアクティブの場合、平均値は有意に大きくなっており、また支配権を獲得した場合、平均値も中央値も有意に大きくなっている（第7表A参照）。

他方、バルチャー投資家が関与した企業のうち、債券価格データが入手可能な六一社については、普通株が購入された場合も公募債が購入された場合も、債券のリターンは有意に正の値を示しているが、銀行債務が購入されたアナウンスメントでは、負でかつ有意ではない。この結果は、株式について結果と同様であり、バルチ

ヤー投資家の関与形態別にみても、バルチャー投資家がアクティブであった場合、平均値は大きくなり、支配権を獲得した場合には平均値も中央値も有意に大きくなっている(第7表B参照)。

このような正のバリエーション効果はバルチャー投資の動機と一致している。例えば、バルチャー投資家がディストレストの解決を迅速に行うならば、企業価値は劣後債権者にも利益をもたらすほどに上昇する。また、この結果は劣後債権者に利益をもたらすボンドメイルとも一致している。しかし、もし購入動機が純粋にボンドメイルであれば、バルチャー投資家は投資先企業の経営に参加することはありえない。バルチャー投資家は経営に参加するか、または支配権を獲得する場合、株式および社債のリターンはより大きくなっている。このことは、バルチャー投資家が自らの分配を拡大させるために投資しているが、それ以上の効果があることを示している。

以上のように、この研究では、バルチャーによる債権購入に関連した再建後のパフォーマンスおよびバリエーション効果が示されているが、ここで示唆されていることは、バルチャー投資家が経営上の手腕を投資先企業にもたらしめているということである。全体的にみて、ディストレスト企業、とくに第一章更生会社の経営者は外部からの規律とは無縁であるという見方も誤っていると結論している。

まとめ

以上「HotchkissとMooradianの研究」"Vulture investors and the market for control of distressed firms"を紹介した。この研究は、バルチャー投資家の関与と企業再建の関係を扱っている点で興味深いだけでなく、すでに見たように、膨大な事例を分析対象として緻密な分析を重ねた上で、きわめて明快な結論を引き出すことに成功している。この研究によって、バルチャー投資家の経営参加の度合いが強いほど会社更生にポジティブな影響をも

第7表 バルチャー投資家による債券購入のアナウンスメントの株式および債権のリターン

パネルA 株式のリターン					
	リターン平均値	Z統計	リターン中央値	正の比率	サンプル数
債券購入					
銀行債務	-4.53 %	-0.85 ^a	-4.17 % ^a	20.0 %	10
公募債	8.64 %	3.27 ^a	2.85 % ^a	55.6 %	18
優先株	0.27 %	0.34	0.33 %	50.0 %	8
普通株	5.98 %	4.72 ^a	1.30 %	61.9 %	21
総計	4.17 %	4.47 ^a	0.60 %	52.6 %	57
バルチャーがアクティブな場合	7.00 %	4.23 ^a	1.50 %	58.3 %	24
バルチャーがパッシブな場合	2.17 %	2.31 ^b	-0.20 %	48.5 %	33
バルチャーが支配権を獲得した場合	8.99 %	5.49 ^a	3.35 % ^a	68.8 %	16
バルチャーが支配権を獲得しない場合	2.29 %	1.84 ^c	-0.30 %	46.3 %	41
パネルB 債権のリターン					
債券購入					
銀行債務	-0.20 %	-0.52	-0.20 %	37.5 %	7
公募債					
Dept purchased is senior	6.50 %	2.06 ^b	3.00 % ^c	66.7 %	15
Dept purchased is pari passu	4.70 %	2.36 ^b	1.10 % ^c	71.4 %	21
Dept purchased is junior	2.90 %	0.72	0.50 % ^c	100.0 %	4
All public dept purchased	5.20 %	3.08 ^a	1.00 % ^c	72.5 %	40
優先株	1.50 %	0.12	1.20 %	87.5 %	8
普通株	4.10 %	2.36 ^b	2.90 %	75.0 %	8
総計	4.00 %	3.05 ^a	0.60 % ^c	71.4 %	63
バルチャーがアクティブな場合	7.50 %	3.48 ^a	1.00 % ^c	76.9 %	26
バルチャーがパッシブな場合	1.54 %	1.11	0.20 %	67.6 %	37
バルチャーが支配権を獲得した場合	10.50 %	5.34 ^a	9.00 % ^b	88.9 %	9
バルチャーが支配権を獲得しない場合	2.92 %	1.26	0.01 %	68.5 %	54

(注) a, b, c はそれぞれ有意水準1%, 5%, 10%と表わす。

たらずことが示されたといえるだろう。

また、日本でバルチャー投資が行われる場合、このような経営参加型になる可能性があると考えられ、その点においても興味深い示唆を与えるものである。ただし、この研究では、更生計画の決定に要する期間とバルチャー投資家の関与との関係については十分検討されて降らず、バルチャー投資家が関与することによって、会社更生の決定は迅速化されるのかどうかは明らかでない。日本では、更生計画の決定までに時間がかかりすぎるものが従来から問題視されているが、バルチャー投資家の関与によって、この時間が短縮されるのかどうかについても興味深い。この点については今後の検討課題だと思われるが、若干の私見を付け加えるならば、バルチャー投資家には更生計画の決定を迅速化するインセンティブがあると考えられる。すなわち、更生計画の決定までに事態が紛糾することは、その間に顧客の離散や有能な従業員の流出などによって、投資対象企業の価値が減価し、またその企業の再建も困難になる可能性が高く、バルチャー投資家としても極力無用の混乱は避けなければならぬものと思われるからである。

注

- (1) Hotchkiss, Edith, and Robert, Mooradian, 1997, Vulture investors and the market for control of distressed firms, *Journal of Financial Economics* 43, 401-432.
- (2) Marcade Group (九二年一〇月三十一日第一章申請、九三年六月一七日確定) の場合、九二年一〇月五日、アポロ・アドバイザー・L.P. が優先債権の七三%を購入した。同社は再建について社債権者および債権者と長期間にわたって交渉を続けていたが、決着せず、アポロによる購入直後、アポロに支配権を与える、プリパッケージド・チャプター・イレブン更生計画が確定した。同計画では再建会社の株式の四八・八%を獲得する、アポロに対して七五〇万ドル資本注入を求めている。また、Anglo Energy (八八年二月二二日第一章申請、同年四月七日確定) の場合、Whitman, Heffernan & Rhein の Martin Whitman が八六年十一月二十八日、同社の全担保付銀行債務を購入し支配権獲得を目指していることを明らかにした。Whitman は新経営陣を派遣し、資産売却などを行った。Whitman はプリパッケージド・チャプター・イレブンによって同社を取得し、六七%の持ち分を取得した。Whitman は取締役会の過半数を占め、その幹部が同社の会長に就任した。
- (3) プリパッケージド・チャプター・イレブンとバルチャー投資の関係については、Bekker, Brian, 1995, An empirical examination of prepackaged bankruptcy, *Financial Management* 24, 3-18.
- (4) Wruck, Karen, 1990, Financial distress, reorganization, and organizational efficiency, *Journal of Financial Economics* 27, 419-444.

トレードポイントの新たな展開

SECの認可と大手金融機関による協調出資

吉川 真裕

一九九九年三月二三日、米国証券取引委員会（SEC）はイギリスのトレードポイントを登録免除取引所として認可し、外国の証券取引所としては初めてアメリカの投資家が直接取引に参加することを了承した。トレードポイントはロンドン証券取引所と同じく、イギリスでは公認投資取引所として認可されている取引所ではあるが、伝統的な取引所とは異なる取引施設であり、上場企業の監督等は行わず、他の取引所に上場されている株式等の取引のみをコンピュータ上で行っている。一九九五年に取引を開始したトレードポイントはロンドン証券取引所による一九九七年の新取引システム導入を強いる形になったが、未だ利益を上げるまでの取引を獲得することはできず、赤字を出し続けており、今回のSECによる認可はアメリカからの注文を増やすことによって取引の増大をはかる契機になるものと考えられた。そして、五月六日にはインステイネットをはじめとする五社の米国大手金融機関がトレードポイントに協調出資する計画が発表され、こうした後ろ盾を得たことでトレードポイントの将来性が再評価され、さらに五月一二日にはウォーバーク・デIRON・リードもこの協調出資に参加することになり、ロンドン証券取引所とドイツ証券取引所が主導するヨーロッパ統一株式市場構想の共通プラットフォームの役割をトレードポイントが果たすのではないかという見方も現れた。

本稿では、トレードポイントを取り巻く状況とトレードポイントの特徴を簡単に振り返った後、SECによる登録免除取引所としての認可と今回の協調出資の内容を紹介し、トレードポイントの将来性について考える。

1 トレードポイントを取り巻く状況

トレードポイントは一九九二年一月に設立された株式会社であり、カナダのバンクーバー証券取引所に株式を上場しており、ロンドン証券取引所の未上場株市場AIMでも取引が行われている。トレードポイントは当初からロンドン証券取引所と競合するオークション方式の私設取引システムの開発を表明しており、シティで名の通ったビジネスエリートのほか、ロンドン証券取引所がオークション方式の採用に踏み切れないことから取引所を飛び出して新たな取引システムの開発に着手したメンバーもいる⁽¹⁾。

一九九四年十二月にトレードポイントは英国証券投資委員会（SIB）に公認投資取引所の資格を申請し、一九九五年六月にはSIBから公認投資取引所として正式に承認を受け、同年九月二日に四〇〇銘柄のイギリス株式を対象として五〇社の参加者で取引を開始した。そして、同年十二月にはヨーロッパ投資サービス指令のもとの正式取引所（Regulated Market）としても認可された。

一九九六年一月にはブルンバーク社との間でブルンバークの端末を通じた取引執行の契約を結び、その後の成長が期待されたにもかかわらず、黒字になるほど取引は伸びず、一九九七年五月と七月には株式や転換社債の発行といった形で一二〇万ポンドの資本注入をインターディーラー・ブローカーとベンチャー・キャピタルから受けた。

一九九七年一〇月のロンドン証券取引所による新取引システムの導入直前にはインターディーラー・ブローカ

の参入によって取引が急増したが、損益分岐点といわれるロンドン証券取引所の二%には達せず、同年一月には取引振興策の一つとしてアメリカからの注文を増やすために登録免除取引所の認可をSECに申請した。

その後、一九九八年六月には当日取引のネットティング、マルチオーダー・アシスタントの導入によるプログラム取引機能の拡充、トムソン社のOASYSグローバルを通じた電子的取引確認(ETC)の導入、同年七月からはロンドン証券取引所の取引時間繰り下げに対抗する形で早朝注文割引制度の導入、同年九月にはトムソン社のオーテックス(Autex)上における匿名での取引意志の揭示、といった取引環境の改善も相繼いで行われた。

他方、一九九八年七月にはSECへの申請がフェデラル・レジスター上で公開され、第三者からのコメントを受け付け、最終認可への動きが見られた。SECによるトレードポイントの登録免除取引所としての最終認可は一九九九年三月二三日に下されたが、これに先立って一九九八年八月一日に香港証券先物委員会(SFC)は香港所在の金融機関がブルンバグを通じてトレードポイントで英国株式を取引することを認可し、一九九九年三月二日にはスイス連邦銀行委員会が機関投資家とブローカー/ディーラーによるトレードポイントでの英国株式の取引を認可していた。

2 トレードポイントの特徴

トレードポイントの特徴としては以下の点が上げられる。

①トレードポイントは機関投資家やブローカー/ディーラーにオークション方式で取引をする場を提供する取引システムであり、参加者は仲介業者を介さずに直接取引できる。

②取引対象はロンドン証券取引所に正式上場されている約二〇〇〇銘柄のイギリス株式等であるが、将来的には

外国株、ユーロ債、各国国債、外国為替にも進出することが当初から計画されている。

③取引時間は当初八時から一七時であったが、現在は七時三〇分から一七時三〇分。

④清算業務はロンドン国際金融先物オプション取引所(LIFFE)等の利用するロンドン・クリアリング・ハウス(LCH)が行い、受渡決済業務はロンドン証券取引所と同じくCRESTが行う。

⑤最低注文サイズは一〇〇〇株で、一株刻みで注文可能。最小値幅は1/8(〇・一二五)ペンス。

⑥取引方法は定時オークションと継続オークションの二種類からなり、銘柄ごとに異なる。定時オークションは低流動性銘柄を対象としており、トレードポイントが一時間前に時間を参加者に通知する。継続オークションは高流動性銘柄を対象としており、毎朝定時オークションで開始され、その後はオークション形式の継続取引が行われる。

⑦注文の種類は有効期限に応じて当日のみ有効、指定日まで有効、指定日の指定時間まで有効の三種類、執行条件に応じて、指値注文、逆差し売り注文、逆差し買い注文、一括執行注文、数量条件付き注文、クロス注文の六種類⁽²⁾からなる。

⑧取引価格と取引数量は即時に公表される。

⑨入会費は不要で年会費一〇〇〇ポンド、取引執行の際に指値注文を消化した注文は〇・〇五%(最低三〇ポンド)の手数料が徴収される。

⑩開放型クライアント/サーバー・アーキテクチャーを採用しており、アプリケーション・プログラミング・インターフェイス(API)を通じてウインドウNT環境のペンティアム搭載PCをクライアントとして、トレードポイントのシステム・サーバーに接続でき、参加者は独自のシステムを容易に拡張できる。

3 SECによる登録免除取引所としての認可

SECは一九三四年証券取引法に基づいて投資家保護の観点からアメリカの証券取引所に対して企業情報の開示や取引情報の提供、上場基準や取引規則の設定など、取引所のさまざまな規則に認可を与える権限を有している。こうした権限は伝統的な取引所に対してばかりではなく、近年多数誕生した私設取引システムに対しても及んでいる。当初は取引システムの技術革新を阻害しないために私設取引システム自身にブローカー/ディーラーとして登録するか証券取引所として登録するかを選択させていたが、一九九八年二月に最終案が提出された新規則（ATS規制）では取引量が一定基準を超えた私設取引システムはすべて証券取引所としての規制に服することになっている。⁽³⁾ 新規則が成立するまでに自ら証券取引所として登録した私設取引システムはSECとの交渉の過程で登録免除取引所として取り扱われることを条件としていたアリゾナ証券取引所（AZX）だけであり、トレードポイントがAZXに倣ってSECに登録免除取引所の申請を行ったのは異例のことであった。しかもトレードポイントはアメリカ国外に位置し、イギリス株式のみを取引する証券取引所であり、外国の証券取引所がSECに正式な認可を求めたのは初めてのことであった。

以下では、一九九九年三月二日のSECのリリースをもとにして、トレードポイントがアメリカで登録免除取引所として認可された経緯とその条件を紹介する。⁽⁴⁾

登録免除取引所は一九三四年証券取引法セクション5に基づいて取引量が少ないという理由でSECから登録を免除された証券取引所であり、一九九一年のAZXにしか先例はない。SECはAZXの場合と同様に、トレードポイントを通じたアメリカでの予想される取引量は少なく、国法証券取引所としての義務を課すことの必要性は認められないとし、さらにトレードポイントはイギリスで公認投資取引所として規制されているのでアメリカ

カで国法証券取引所として登録した場合にはイギリスとの間で不整合をもたらすことも考えられるとして、登録免除取引所とすることを決定した。ただし、トレードポイントを利用するアメリカ投資家を保護するという観点から、トレードポイントを登録免除取引所とすることに次のような条件を付けた。

① 取引量

アメリカの会員がかかわる一日平均取引金額が四半期ベースで計って四〇〇万ドル以下であること、⁽⁵⁾ としてトレードポイントの一日平均取引量全体が四半期ベースで計ってロンドン証券取引所の一日平均取引量全体の一〇%以下であること。

② アクセス制限

トレードポイントはイギリスにおける公認投資取引所であるが、伝統的な取引所のように会員権の取得を取引参加の要件とせず、自主規制機関への所属や自己資本等の要件を満たせば年会費を支払うだけで投資家による直接発注が可能である（ただし、現時点ではトレードポイントの専用回線はアメリカ国内には存在しないので、ブルンバーク等の情報ベンダーを通じて注文を出すことになる）。しかし、SECはアメリカの会員がトレードポイントで取引するにあたって、パブリック・マーケットとQIBマーケットという異なるレベルのサービスを提供することをトレードポイントに課した。パブリック・マーケットは一九三四年証券取引法に基づいて登録され、すでにアメリカ国内で取引が行われているイギリス株式に関する気配値が提供される市場であり、すべての会員が参加することができる。他方、QIBマーケットは一九三三年証券法一四四Aで定義されたQIB（Qualified Institutional Buyers）、国際的業者、レギュレーションSによるアメリカ非居住者にのみ認められ、パブリック・マーケットで取引できないイギリス株式の気配値を提供する市場であり、QIBマーケット参加者は

トレードポイントを通じて購入した証券を売却する場合、トレードポイントまたはアメリカ国外で売却しなければならず、売却相手もQIBマーケット参加者に限定される。

③ 取引価格の公表

アメリカとイギリスの時差の関係上、トレードポイントの気配値と直近取引価格をCQS（統合気配システム）やCTS（統合取引公表システム）に接続することは困難であり、AFXに対してと同様に登録免除取引所としてはその必要もない。ただし、トレードポイントはインターネット・サイト上で一時間ごとに取引量と取引価格を無料で公表しているが、アメリカの証券取引所は通常二〇分遅れで取引量と取引価格を無料で公表しているの、二〇分遅れに変更すること（プルンバークやロイターではトレードポイントの価格はリアルタイムで提供されている）。

④ 連邦証券取引関係法の法的位置付け

トレードポイントの市場規則や会員契約はイギリス法とイギリス国内での仲裁裁判に準拠しているが、アメリカの会員を詐欺行為等から保護するためにアメリカの連邦証券関係法の遵守を明記すること、そしてイギリスの仲裁者や法廷はこの規定に基づいて連邦証券関係法を尊重すること。

⑤ 記録の保存とSECの要求に応じた提出

(a) 日々の取引概要とアメリカの会員がかかわる取引の時系列記録、(b) 気配値や取引情報といったアメリカの会員に配信された情報、および取引時間等の会員や情報ベンダーに配信された市場関連通知、(c) アメリカの会員とアメリカ以外の会員、その合計に関する日々のボンド表示・ドル表示の取引金額および取引株数、(d) アメリカの会員から発注された証券のリスト、(e) 会員申請書の写しと会員認可基準

⑥ 三〇日前の事前通知

トレードポイントの運営に関する重要な変更は三〇日前にSECに通知すること。

⑦ リアルタイム情報

SECがリアルタイムの気配値と取引情報に直接アクセスできるようにすること。

⑧ 四半期ごとの情報提供

(a) 取引対象証券数・取引回数・取引価格といった形で区別して、四半期ごとおよび年初来の総取引量と一日平均取引量、(b) アメリカの会員名、入会を拒否されたアメリカの会員名と拒否理由、アメリカの会員から会員資格を剥奪した理由。

⑨ 報告書の基礎情報の提供

アメリカの会員がかかわった取引とそれ以外の取引を区別して報告書の該当期間における取引対象証券・取引回数・取引価格と一日平均取引量を提供すること、そして各証券の主取引市場と取引時間を明記すること。

⑩ 取引監視

(a) トレードポイントの職員による取引監視と当該職員に対する取得情報の守秘義務、(b) アメリカ市場が規制のための取引停止状態にある際にはアメリカの会員の取引を停止するか、取引停止の必要性をSECに相談すること、(c) トレードポイントにかかわる捜査をSECが行う際には、取引施設・注文板・取引記録・その他の文書・職員への聴き取り調査に協力すること、(d) トレードポイントがアメリカの会員にサービスを提供するときには常にアメリカ国内に取引監視にかかわる代理人をおくこと、(e) 取引監視にかかわるSECの要求に答えるために必要な市場規則や会員契約の改正を行うこと。

① アメリカの会員の取引にかかわる情報の全会員に対する提供

(a) トレードポイントの取引優先度に関する情報、(b) 非アメリカ会員と比較したアメリカの会員の注文に対する対応時間、(c) トレードポイントの事前情報や事後情報の提供がアメリカの登録証券取引所と比べて異なるかどうか、(d) トレードポイントの処理容量に起因するリスクの存在。

② 取引対象の拡充

トレードポイントがロンドン証券取引所に上場されていない証券を取引対象に加える場合には、登録免除取引所と認めるための条件は修正の対象となること。

4 大手金融機関によるトレードポイントへの協調出資

トレードポイントは一九九八年二月までの九カ月間の財務報告を一九九九年一月に公表した際、三カ月以内に新たなファイナンスを行う必要があることを表明していた。一九九九年三月二三日にSECがトレードポイントに登録免除取引所として認可し、アメリカの投資家がトレードポイントを利用する可能性が高まったことで資金提供者もこれまでのイギリスの金融機関からアメリカの金融機関にまで広がった。そして、AIMで取引されているトレードポイントの株価もアメリカの有力金融機関が資金提供するのではないかと期待のもとに二〇ペンスから四〇ペンスへと上昇していた。四月九日には株価は六二ペンスまで一日で五〇%以上も値上がりし、取引は停止された。五月五日、トレードポイントはさまざまな憶測が新聞報道に現れたことに答えて、インステイネットとの間でコンソーシアムの設立へ向けての交渉中であることを明らかにした。翌五月六日、トレードポイントはインステイネットを筆頭とするコンソーシアムによるファイナンス計画を明らかにした。⁽⁶⁾

五月六日のトレードポイントのプレスリリースによれば、コンソーシアムによるファイナンス計画の特徴は以下のようなものである。

① インステイネットの主導するコンソーシアムは一株二〇ペンスで七〇〇万株の第三者割り当て増資を行うことによつて実施され、ロイターの子会社である私設取引システムのインステイネット、ゴールドマン・サックスとEトレードが二五%づつ出資する私設取引システムのアーキペラゴウ、米国大手投資信託運用会社アメリカン・センチュリー、米国証券会社モルガン・スタンレー・ディーン・ウィッター、米国マネーセンター・バンクのJPMorgan、の五社が割り当てを受ける予定である。そして、この増資に伴うコンソーシアム・メンバーの持ち株比率は五四・四%に達する。なお、コンソーシアムへの参加を見直すメンバーが出た場合にはインステイネットが割り当て分を引き受ける。

② コンソーシアムのメンバーにはAワラント(二四カ月以内に一株四五ペンスで一三二万八四七六株に転換可能)とBワラント(三六カ月以内に一株六〇ペンスで一六二万二四〇六株に転換可能)が与えられ、コンソーシアムを主導するインステイネットにはCワラント(二四カ月以内に一株四五ペンスで六〇〇万株に転換可能)が与えられる。そして、ワラントがすべて転換された場合のコンソーシアム・メンバーの持ち株比率は六四・三%に達する。

③ 現行の株式担保出資者は今回の決定に反対する権利を持つが、権利を移転する見返りに転換価格を一株四〇ペンスから二八・三六三六三六ペンスに引き下げることが提案する。

④ コンソーシアムを主導するインステイネットはこの計画に基づく払い込みが完了するまでの運転資金をトレードポイントに提供する。

⑤資金調達の必要性和コンソーシアム・メンバーの顔ぶれを勘案した結果、今回のファイナンス計画は低コストで効率的かつ営利追求型取引所としてのトレードポイントをさらに発展させる好機である。

⑥コンソーシアム・メンバーとの協力関係はトレードポイントの流動性を高め、将来の発展に役立つはずであり、インスティテュートとのリンクによる注文の獲得や上場商品の拡充も計画している。

⑦コンソーシアム・メンバーの国際的な影響力や取引コスト削減への取り組み姿勢はトレードポイントの国際的な取引所への発展を強力にサポートするに違いない。

⑧第三者割当て増資の払い込み完了後にはコンソーシアム・メンバーはトレードポイントの取締役会において多数派を占める権利を持ち、ステイプルス会長は統投するが、スタッツフィールド最高経営責任者(CEO)は引継期間を経てインスティテュートのキルスビー氏に交替する予定である。その他の管理職や被雇用者は引き続きトレードポイントに止まる権利を有する。

⑨この計画は株主への一般的提案に対するテークオーバー・パネルの承認、株式担保出資金の転換、株主の同意、規制当局の承認に基づいて初めて実施される。

⑩現在取引停止中のトレードポイントの株式は五月七日の九時からAIMで、現地時間の六時三〇分からバンクーバー証券取引所で取引が再開される。

トレードポイントによるファイナンス計画の発表を受けて、トレードポイントの株価は五月七日の取引再開後、一時は二四・五ペンスにまで急騰し、引け値でも取引停止前の約三倍にあたる一八六ペンスをつけた。この値動きからも明らかのように、トレードポイントのファイナンス計画は市場関係者から圧倒的な支持を受け、反対意見は見当たらない。強いて上げるとすれば、コンソーシアムのメンバーはインスティテュートの親会社がいギリ

ス企業のリイターであるものを除けばすべてアメリカ企業であり、トレードポイントは形式的にはアメリカ企業に買収された形になることであろう。しかし、ビッグバン以後、外国資本による証券会社の買収が相繼いだロンドンでは株主の国籍には無頓着であり、逆に株主の資本を利用して自分たちがビジネスを行うという狡猾ささえ囁かれる土地柄である。イギリスに限られたローカルなビジネスからアメリカ企業の協力を得てグローバルなビジネスへと飛躍するという見方がロンドンでは主流である。一方、コンソーシアムに参加したアメリカ企業もトレードポイントの技術力を評価しているのはもちろんのこと、トレードポイントを足場にヨーロッパを中心としたグローバルビジネスにより積極的に関与しているものと考えられる。インスティテュートによるトレードポイントの買収は新たな取引システムを構築することを考えれば良い買い物だという意見さえ聞かれる。

こうした中、五月一二日にイギリスの大手証券会社ウォーバーク・デIRON・リードがコンソーシアムのメンバーに参加することがトレードポイントから発表された。その結果、ファイナンス計画自体に変更はないが、コンソーシアムに参加するメンバー間の持ち株比率が変更され、インスティテュートが二七・三〇%、アーキペラゴウ、アメリカン・センチュリー、モルガン・スタンレー・ディーン・ウィッター、ウォーバーク・デIRON・リードの四社が各一五・九五%、JPモルガンが八・九〇%となった。ウォーバーク・デIRON・リードの参加によってコンソーシアム・メンバーを通じたイギリス株の取引比率は二五%に達し、コンソーシアム・メンバーがトレードポイントでの取引を通じてサポートするとすれば、トレードポイントの損益分岐点といわれるロンドン証券取引所の二%の取引は容易に達成されるものと見られている。しかもSBCと旧UBSのスイス二大銀行が合併した新UBSを親会社とするウォーバーク・デIRON・リードはヨーロッパの株式市場でも一五%の取引シェアを占めるといわれ、トレードポイントがヨーロッパ株式を取引対象に含める可能性も一気に高まった。

5 トレードポイントの行方

一九九五年九月にトレードポイントが取引を開始したことで、一九九七年一〇月のロンドン証券取引所によるオークション方式の新取引システムが促され、ロンドン証券取引所が主要銘柄にヨーロッパ大陸諸国と同様なオークション方式のコンピュータ取引システムを導入したことによって一九九八年七月の英独証券取引所による戦略的提携が可能となり、同年一月のヨーロッパ主要八証券取引所による統合ヨーロッパ株式市場への企てが現実味を帯びることになった。⁽⁹⁾ その意味ではトレードポイントの参入は間接的に極めて重要な役割をヨーロッパの株式市場で果たしたといえよう。

しかし、トレードポイントを通じての取引量は、徐々に増えてきているとはいえ、いまだにロンドン証券取引所の一〇程度であり、損益分離点といわれる二〇%にも満たない。トレードポイントを取り巻く状況やトレードポイントの特徴で紹介したように、低コストで使い勝手の良い市場を目指したトレードポイントの努力は評価すべきものであり、決してロンドン証券取引所に比べて見劣りするものではない。むしろ、どうしてトレードポイントを通じての取引が増えないのかが信じられないほどである。

イギリスにはロンドン証券取引所とトレードポイントという二つの公認投資取引所があるにもかかわらず、アメリカのような最良執行ルールがないために、ブローカーはトレードポイントの価格を調べずにロンドン証券取引所で取引を行っており、その結果、より有利な価格を提供しているにもかかわらず、トレードポイントの取引が増えないとトレードポイントは主張している。金融サービス機構(FSA)の最良執行ルールでは、ブローカーはまず執行市場を決め、その市場での最良執行を義務づけられているが、多くのブローカーはロンドン証券取引所を執行市場としているためにトレードポイントの価格に注意を払わず、FSAの最良執行ルールがトレード

ポイントの拡大を阻んでいるというのである。⁽¹⁰⁾ たしかにこの主張には一理あるが、もしブローカーがトレードポイントの価格を調べずに注文を執行し、投資家に不利益を与えているとすれば長期的にはそうしたブローカーへの注文は減るはずであり、とりわけ執行コストにうるさい機関投資家がこうしたブローカーの慣行を見逃しているとは考えがたい。すでにトレードポイントが取引を開始して三年半以上が経過しており、これほど長期にわたって経済合理性が貫徹しないというのは腑に落ちない。半年前にロンドン市場に参入したPOSITが一日二度のオークションだけでロンドン証券取引所の一・五%(一日五億ポンド)の取引を獲得していると伝えられているので、トレードポイントの側にも何か問題があるのかもしれない。⁽¹¹⁾

トレードポイントは取引開始前からイギリス株式市場での地盤を確保し、その後は債券や外国証券にも上場対象を広げていく方針を打ち出していたが、いまだイギリス株式市場での地盤が確保できていない。しかし、先にも述べたとおり、今回のコンソーシアム・メンバーのサポートによつてはかつてのSEAIQインターナショナルのようにヨーロッパの株式市場を席巻する可能性もでてきた。トレードポイントよりもコンソーシアム・メンバー自体がそのことを意識しているようであり、インスティテットのアトキン会長やトレードポイントの次期CEOに予定されている元ロンドン証券取引所市場サービス部長のキルスピー氏は、インスティテットによるコンソーシアムの設立発表直後からグローバルレベルでの戦略のもとに今回の決定が行われたことを強調している。

英独証券取引所の主導する統一ヨーロッパ株式市場構想は、アイデアは素晴らしいが、証券取引所間の規則の統一に手間取りそうであるし、共通プラットフォームの開発に巨額の投資が必要なることをヨーロッパの市場参加者は憂慮している。⁽¹²⁾ その点、トレードポイントには最先端の技術が対化されており、導入コストが安いことも注目を集める原因となっている。現時点では、LCHを通じて決済を行っているトレードポイントにはヨーロッパ

大陸諸国の証券を決済することはできないが、統一ヨーロッパ株式市場構想を念頭に置いてセデルとドイチェ・ベルゼ・グリアリング、フランスのSICOVAMが統合の動きを見たことから、取り残されたユーロクリアーがトレードポイントと協力することも考えられなくはない。

他方、ニューヨーク証券取引所とNASDAQが電子取引システムの導入に踏み切っていないアメリカではインステイネットをはじめとした私設取引システムが証券取引所再編の鍵を握るものと注目されており、再編の鍵を握るのは既存のネットワークという遺産と新たな需要を満たす最新技術であることは間違いない。その意味で、トレードポイントは大西洋を超えて新たな世紀の台風の目として再び注目を集める存在となりつつあるといえるだろう。

注

- (1) トレードポイントの取引開始直前の事情に関しては、瀧口進「トレードポイント―その全貌―」(『証券経済』一九九三年九月)が詳しい。
- (2) 数量条件付き注文は当該銘柄の価格・数量・下方数量を指定する注文で、下方数量のみを表示してスクリーン上に待機し、指定数量と指定価格を満たす注文に対して執行されるか、指定価格を満たすが指定数量を満たさない注文に対しては下方数量以下の取引が執行される。スクリーン上の下方数量は指定数量がすべて執行されるまで表示される。クロス注文は指値注文板の最良気配の内側の指定価格で指定数量の取引が執行される注文。
- (3) ATS規制の詳細に関しては、清水葉子「米国ATS規制の最終案(上)・(下)」(本誌一五六七号、一九九九年二月、一五六八号、一九九九年三月)を参照。

- (4) SEC, Exchange Act Release No.34-41199; International Series Release No.1189; File No.10-126, March 22, 1999 (<http://www.sec.gov/rules/other/34-41199.htm>)

- (5) 四〇〇〇万ドルという金額は、一九九七年の地方証券取引所の単純平均株価四二・二〇ドルを用いて計算するとANXに対する一日平均二二〇万株という条件よりかなり小さい。

- (6) TRADEPOINT FINANCIAL NETWORKS PLC, "Refinancing Arrangements", Press Release, 6 May 1999 (<http://www.tradepoint.co.uk/pr990506.html>)

- (7) Melanie Wold, "Instinet Takes Majority of Tradepoint Via Consortium of Industry Heavyweights", *Trading Technology Week*, 10 May 1999 (<http://www.tradepoint.co.uk/ttw/990510.html>)

- (8) Clay Harris, "Tradepoint boosted by WDR investment", *Financial Times*, May 13, 1999

- (9) トレードポイントがロンドン証券取引所における新取引システムSETSの導入に果たした役割については、拙稿「ロンドン証券取引所における新取引システムの導入(上)」(『証券経済研究』一一号、一九九八年一月)、統合ヨーロッパ株式市場設立への動きについては、拙稿「英独証券取引所による戦略的提携の意味するもの」(本誌一五六五号、一九九八年二月)を参照。

- (10) Nick Goodway, "Tradepoint 'Fair Play' Call To SFA", *Evening Standard*, 9 December 1998 (<http://www.tradepoint.co.uk/est981228.html>)

- (11) "Focus Post", *The Guardian*, May 19, 1999

- (12) William Wright & Peter Wilson-Smith, "Tradepoint deal turns heat on the alliance", *London Financial News*, 10 May 1999 (<http://www.tradepoint.co.uk/ln990510.html>)

中国B株市場の制度的問題について

王 東明

1 はじめに

前回は、九二年に創設された外国投資家向けB株市場の七年間の状況を紹介し、市場の創設に関する問題点を考察しながら、上場企業の変化、発行・取引の状況および資金調達などを通して市場の問題点を検討し、アジア金融危機以降の市場の低迷の原因を探ってみた。

一方、創設段階から過渡的な性格を持っている市場は国内投資家の参入問題、内外の異なる会計基準による財務諸指標の差およびディスクロージャーの問題などの制度的な問題も抱えており、それらの問題を考察する必要がある。

今回は、以上のような制度的な問題に焦点を当て、現在「瀕死」状態に陥っている市場は一体どのように評価したらよいのか、ここで九〇年代以後、積極的に取り組んでいる国有企業の株式会社制度の導入という企業制度改革の実験に触れ、直接金融という資金調達方法の変化、外資導入の多様化、国内企業・国内市場と海外投資家・外国市場をつなぐ接点という観点からB株市場の評価を試みる。

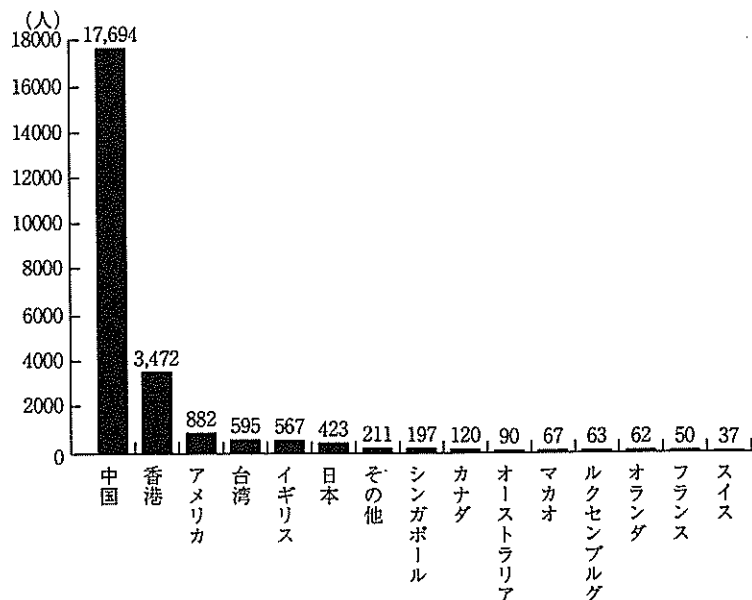
最後に、アジア金融危機の教訓、人民元の自由兌換およびA株（国内投資家向け株式）とB株の統合問題に触れ、「改革・開放」政策の長期性の観点からB株市場の今後を考える。

2 国内投資家の参入問題

B株の投資対象は原則として海外の投資家に限定されている。⁽¹⁾しかし、現状では必ずしもこの「海外投資家」という原則は守られていない。近年、B株投資では国内投資家が増えており、国内投資家の参入が問題視されている。

国内投資家の参入について、図1が示すように、九五年末の上海B株の株主総数二万四千九八〇名のうち、中国の投資家が七〇・八%（二万七千六九四人）を占め、国別で株主数の第一位になっている。第二位は香港（三千四七二人）、第三位はアメリカ（八八二人）で、日本の投資家は一・七%（四二三人）で六位に止まっている。また全株主のうち、個人株主は二万一千三六二人（居住者「境内」は九千四九七人、非居住者「境外」は一万一千八六五人）、機関投資家は三千六一八人（居住者「境内」は二千二六四人、非居住者「境外」は一千三五四人）になっている。⁽²⁾この資料から推計すれば、少なくとも中

図1 95年末国(地区)別のB株株主数(上位15位)



(出所)「上海証券交易所成立五周年」32頁より作成。

国の投資家一万七千六九四人のうち、個人と機関投資家を合わせた居住者「境内」株主は一万一千七六一人で、これらの投資家は国内投資家ではないかと考えられる。

また九八年末上海の数字を見ても中国の投資家口座数は五万一千七二二人（六六・三三％）、香港は八千九八一人（一一・五二％）、アメリカは五千三二人（六・四五％）、台湾は二千二五三人（二・八九％）、日本は一千八六八人（二・四〇％）という順になっており（表1）、いずれも中国の投資家口座数が一番多くなっている。当初国内の証券会社は必ずしも「海外投資家」という原則を守っておらず、一部の国内投資家に対しても外貨さえ持っていれば、外国人のパスポートあるいは海外定住している中国人のパスポートを借りてB株口座を開くことができるケースが増えており、そのため、投資家の一部は不適格の国内投資家であると考えられる。

本来海外投資家向けに創設されたB株の投資家は資格審査が必要で、全国統一の「股份有限公司の国内上場外資株に関する規定」（以下「規定」と略称）は「国内上場外資株（B株）を買い受け、売買しようとする投資家は、その投資家の身分及び資格を証明する有効な文書を提出しなければならない」と定めている。たしかにB株に投資する国内投資家のなかには実際に海外投資家から委託を受けて購入した者もいるが、大部分は国内証券会社を通じた自らのための投資であると思われる。

B株市場への国内投資家の参入については、証券管理当局は九五年から一年以上低迷しているB株市場を活性化させるため、これを事実上黙認する姿勢をとっている⁽³⁾と見られている。特に九六年六月以来B株指数は急上昇したが、今回の上昇相場を支えている主役は国内の投資家ではないかと市場関係者は見ている⁽³⁾。

しかし九六年六月二九日付の「中国証券報」によると、中国証券監督管理委員会はこのほど上海と深圳の両証券取引所に対しB株投資の適格条件を欠く投資家の取引を禁止させるよう要請し、全国統一の「規定」第四条に基づいて海外投資家の購入を積極的に促進することを強調した⁽⁴⁾。九六年九月二〇日、さらに同委員会は「B株口座の整理に関する通知」（第一号、第二号）を出し、不適格投資家が持っているB株について、売り出すことなどを認め、再購入することを禁止する措置をとった⁽⁵⁾。つまり政府はあくまでも「海外投資家」という原則を守り、海外の資金を導入するという当初の目的を堅持するものと思われる。もしここで多くの海外投資家が国内投資家に入れ替われば、外資を調達する意味がなくなり、市場が存在する理由を問われることになるからである。

一方、現在中国の個人保有外貨は既に三〇〇億ドルを超えている⁽⁶⁾。一部の専門家はこれらの外貨をB株市場に吸収することによって、低迷しているB株市場にてこ入れできるだけでなく、今後のA株とB株の統合に影響力を及ぼすためにも現在の規制を緩和し、B株市場への国内投資家参入の許可をより明確に規定する必要があると主張している⁽⁷⁾。たしかにA株とB株の今後の統合と市場の活性化を考えるためには、現在国内投資家のB株市場への参入は積極的な意義を持つているが、市場創設の目的を考えると、問題が残る。国内投資家の参入を今後どのように取り扱うべきか、あるいはどのようなかたちでB株市場に参入させていくのが検討されるべき課題であると考えられる。

表1 1998年末B株投資家の国・地区別の分布状況(登録口座数)

国・地区	口座数(個)	割合(%)	国・地区	口座数(個)	割合(%)
中国	51,712	66.32	シンガポール	810	1.04
香港	8,981	11.52	マカオ	295	0.38
アメリカ	5,032	6.45	ドイツ	276	0.35
台湾	2,253	2.89	フランス	224	0.29
日本	1,868	2.40	韓国	230	0.29
イギリス	1,200	1.54	オランダ	169	0.22
カナダ	1,133	1.45	その他	2,677	3.43
オーストラリア	1,109	1.42	合計	77,969	100

(出所) 上海証券取引所の資料より作成。

3 会計基準の問題

今まで中国企業は、国内の会計基準に基づいて財務諸表を作ってきた。しかし、B株市場の創設と中国企業の海外上場に伴い、国際会計基準あるいは上場相手国の会計基準に基づいて財務指標を作ることにも要求されるようになっていく。

しかし、中国会計基準(CAS)に基づいて計算された財務指標と国際会計基準(IAS)に基づいて計算された財務指標の間には大きな差が存在し、問題視されている。例えば、A株とB株の重複上場七二社の九六年度の年度報告を見ると、それを中国の「企業会計準則」(九三年実施)と「国際会計準則」に基づいて各々に会計審査した結果、七二社のうち五〇社の純利益は国際基準の方が国内基準より小さく、さらに九社は国内の基準では利益が出たが、国際基準では巨額の損失が出た。またB株上場企業一〇三社の九七年度の年度報告を見れば、国内基準で一〇社赤字が出たが、国際基準で赤字企業が一八社になった。⁽⁸⁾

九八年六月二六日付け「中国証券報」の資料(B株、H株)を見ても、国際基準と中国基準には差が出ており、うち東方航空の純利益は二億七千万円の差、深圳物業(一億八千万円)、深圳金田(一億二千万円)、陸家嘴(一億一千万円)の純利益はそれぞれ一億元以上の差が出ており、両基準の格差はあまりに大きく(表2)、投資家の信頼を損なう恐れがあると考えられる。

中国の会計基準と国際会計基準の差の問題は、主に在庫評価、短期投資項目、長期投資項目、固定資産評価および減価償却、不良債権引当金、受取勘定(売掛金)などの計算方法の相違によって生じた問題であると指摘されている。⁽⁹⁾例えば、在庫評価については、中国の会計基準(「股份制试点企業会計制度」九二年実施)は在庫を

原価評価で貸借対照表(資産負債表)に入れることになっている。一方、国際会計基準(IAS)は在庫を低価で評価し、時価評価が低い時、在庫損を計上し、原価評価が低い時、原価評価を採用することになっている。また資産評価については、中国の基準は原価評価で、国際基準は時価評価になっている。

内外の異なる会計基準による財務諸指標の差の問題に対して、中国政府は九八年一月から「会社法」と「企業会計準則」に基づいて新しい「股份有限公司会計制度」を実施した。⁽¹⁰⁾この新しい会計制度は旧制度(「股份制试点企業会計制度」)に対して様々な改正を行ない、基本的には国際会計基準(IAS)を参照して一部の項目を「原価評価」から「時価評価」へと調整し、短期投資減価準備、不良債権準備、在庫減価準備および長期投資減価準備という四つの準備項目を新しく設け、以前の「財務状況変動表」を「現金流動表」に変更するなどの措置をとっており、財務データの合理性と企業の透明性を高め、国際会計基準(IAS)との差を縮めたと考えられる。今後、新しい会計制度に基づいて内外会計基準の差の問題は改善していくと見られている。

4 ディスクロージャーの問題

上場企業のディスクロージャーについては、主に「会社法」、「株式発行と取引管理の暫定条例」、「公募発行株式会社情報開示の実施細則(試行)」などで規定されている。それらの規定では、ディスクロージャーの内容については、主に株式募集説明書(目論見書)、上場公告書、定期報告(年度報告、中間報告、臨時報告)、重大事件公告および吸収・合併公告などが含まれている。ディスクロージャーの言語は中国語で記述されなければならない。⁽¹¹⁾B株の場合は必要であれば英文で記述される。英文と中国語の差異が出た場合、中国語に準ずることと規定されている。⁽¹²⁾現在のところ、ディスクロージャーは主に国内外の新聞紙を通じて開示されており、国内では

(表2) 国内外会計基準による

コード 番号	銘柄 (上海市場)	発行済 株数 (万株)	97年度1株 当り税引後 利益(元)	中国会計 基準による 純利益 (万元)(1)	国際会計基準 による純利益 (調整後) (万元)(2)	差額 (1)-(2)
600054	黄山旅遊	23300.00	0.32	7490	8127.3	637.300
600115	東方航空※	486695.00	0.074	36241.2	63513.4	27272.200
600600	青島ビール※	90000.00	0.114	10222.7	2839.4	7383.300
600602	上海真空電子	53108.79	0.296	15707.3	8155.8	7551.500
600604	上海二紡機	56644.92	-0.307	-17413.1	-21396.8	3983.700
600610	中国紡績機械	35709.15	0.011	409	-3404.6	3813.600
600611	上海大衆タクシー	42585.16	0.40	17117.8	14539.4	2578.400
600612	中国第一鉛筆	19367.65	0.234	4529.1	2642.2	1886.900
600613	上海永生製筆	12861.27	0.075	963.6	-148.4	1112.000
600614	上海ラバーベルト	10466.67	0.067	697.3	411.3	286.000
600617	上海聯華合纖	16719.48	0.047	779.3	826	46.700
600618	上海塩素アルカリ化工	105862.10	0.166	17531.8	18063.1	531.300
600619	上海冷蔵庫コンプレッサー	42258.28	0.248	10461	842	9619.000
600623	上海タイヤ&ラバー	80860.70	0.1767	14291.8	13629.6	662.200
600625	上海水仙電器	23640.10	-0.281	-6651.1	-8188.6	1537.500
600639	上海金橋出口加工区	63440.00	0.1136	7209.6	5605.8	1603.800
600648	上海外高橋保税区開発	61575.00	0.213	13122.8	12126.8	996.000
600650	上海新錦江ホテル	41780.64	0.102	4270.8	5777.5	1506.700
600663	上海陸家嘴金融貿易区開発	133406.00	0.33	44532	11758.000	
600679	上海鳳凰	46432.28	0.006	235.1	-154.1	389.200
600680	上海郵電通信設備	19057.83	0.272	5181	3337.8	1843.200
600685	広州造船※	49467.76	0.0802	3967.8	3597.7	370.100
600688	上海石油化工※	720000.00	0.101	72647.2		
600689	上海三毛紡績	10954.71	0.06	652.8	104.9	547.900
600695	上海大江集団	56358.81	0.065	3683.5	2592.7	1090.800
600698	濟南輕騎オートバイ	97181.74	0.48	47040	45761.4	1278.600
600726	黒龍江電力	58770.66	0.51	20026	20005.5	20.500
600754	上海新アジア集団	42556.98	0.229	9736	8805.7	930.300
600775	南京バング電子※	65501.50	-0.4872	-31910.1	-33598.4	1688.300
600801	華新水泥	25140.00	0.03	754.7	610.7	144.000
600806	昆明機床※	24500.74	0.0049	119.5	119.5	0.000
600808	馬鞍山鋼鉄※	645530.00	0.0095	6162.2	6162.2	0.000
600818	上海永久自転車	26565.94	0.0051	135	-3112	3247.000
600819	上海躍華ビルギントンガラス	48750.00	0.14	6994.4	3863.1	3131.300
600822	上海物資貿易センター	22974.57	0.03	697.5	463.4	234.100
600827	上海友誼華僑	14586.00	0.25	3626.1	1914.4	1711.700
600835	上海上菱電器	32838.11	0.233	7654.1	3093.7	4560.400
600841	上海柴油机	48030.93	0.2027	9734.5	7084.1	2650.400
600843	上海工業ミシン	25246.64	0.03	745.4	-8437.3	9182.700
600844	上海英雄	26483.90	0.242	6408.8	4597.2	1811.600
600845	上海鋼管	26224.41	0.021	538.2	-2574.5	3112.700
600848	上海オートメーカー	36298.81	0.2085	7566.8	4708.6	2858.200
600851	上海海欣	27529.17	0.42	11607.6	11447.2	160.400
600871	儀征化纤※	400000.00	0.001	454.3	4430.2	3975.900
600874	天津渤海化工※	133000.00	0.02	2688.2	2714.5	26.300
600875	東方電機※	45000.00	0.125	5615.2	4915.2	700.000
600876	洛陽ガラス※	70000.00	-0.313	-21943.1	-22344.5	401.400

(注) 1) ※は香港上場の中国企業株(H株)である。
 2) 表18の数字は1997年の年度報告の数字である。
 (出所)「中国証券報」1998年6月26日による。

上場企業業績の対照表(B株、H株)

コード 番号	銘柄 (深圳市場)	発行済 株数 (万株)	97年度1株 当り税引後 利益(元)	中国会計 基準による 純利益 (万元)(1)	国際会計基準 による純利益 (調整後) (万元)(2)	差額 (1)-(2)
0002	万科企業	45085.74	0.415	18712	18249	463
0003	深圳金田実業	33343.36	0.10	3373	-8998	12371
0011	深圳市物業發展	54179.92	-0.95	-51564	-33127	18437
0012	中国南方ガラス	67697.54	0.15	10317	10623	306
0013	深圳石化集団	30335.50	0.07	2003	1145	858
0015	深圳中浩	15721.34	-1.26	-19845	-25617	5772
0016	康佳集団	36557.26	0.95	34862	34862	0
0017	深圳中華自転車	47943.30	-0.41	-19862		
0018	深圳中冠紡織印染	16914.24	-0.07	-1206	-1158	48
0019	深圳市深宝実業	16670.77	0.18	3018	2428	590
0020	深圳華発電子	38316.12	-0.29	-6927	-5725	1202
0022	赤湾ワーフ	38151.70	0.25	9334	9334	0
0024	蛇口ポートサービス	32080.95	0.29	10455	9573	882
0025	深圳市特力(集団)	22028.16	0.15	3376	1840	1536
0026	深圳飛亜達(集団)	24931.80	0.47	7787	8053	266
0028	深圳益力鋁泉水	16008.30	-0.19	-2973	-3824	851
0029	深圳特区房地產	101166.00	0.10	10502	8506	1996
0030	深圳英達	28842.00	0.15	4334	-1706	6040
0037	深圳南山熱電	35640.00	0.27	9770	12143	2373
0039	中国国際コンテナ	30927.40	0.63	19401		
0045	深圳紡績	16341.60	0.11	1783	159	1624
0055	深圳方大実業	24000.00	0.54	12890	13049	159
0056	深圳国際企業	18408.43	0.22	4097	1259	2838
0058	深圳資格	40248.00	0.56	22632	22520	112
0413	石家荘宝石電子ガラス	38300.00	-0.87	-33393	-34227*	834
0418	無錫リトル・スワン	30425.32	0.86	26286	25796	490
0429	広東省高速公路	76426.00	0.26	17422	17361	61
0505	海南珠江	37765.08	0.01	412	-1526	1938
0513	珠海特区麗珠薬	30603.54	0.14	4319	3593	726
0521	合肥美菱電器	41364.30	0.29	11793	10809	984
0530	大連冷凍機	23501.50	0.49	11398	11352	46
0539	広東電力	128770.20	0.61	60165	60759	594
0541	佛山照明	27586.21	0.49	13406	11605	1801
0550	江鈴汽車	69321.40	0.06	4411	1303	3108
0553	湖北沙隆達	29696.16	0.33	9874	6991	2883
0570	常柴	35200.00	0.64	22355	21619	736
0585	東北輪変電機械※	87337.00	0.10	8958	8379	579
0596	安徽古井酒	23500.00	0.81	19014	18652	362
0613	海南大東海旅遊	33100.00	0.08	2614	2515	99
0618	吉林化工※	341107.80	0.03	9301	9979	678
0625	重慶長安汽車	122666.60	0.23	20011	20120	109
0666	経緯紡績機械※	42380.00	0.10	4090	3499	591
0761	本鋼板材	113600.00	0.34	38131	38131	0
0898	鞍鋼新軋鋼※	250900.00	0.20	51070	49348	1722

3) 上海石油化工、深圳中華自転車、中国国際コンテナは1997年度の国際会計基準による財務データはまだ未公表。
 4) *の数字は石家荘A株の国際会計基準による税引前利益。

「中国証券報」・「金融時報」・「China Daily」など、海外では「The Asia Wall Street Journal」・「South China Morning Post」などとなっている⁽¹²⁾。また市場情報はロイターなどの通信社を通じて世界へと発信されている。

しかし、一部の企業はディスクロージャー制度に慣れておらず、財務データを随意に変更したり、公表する前の財務データを事前流布したり、吸収・合併の情報が事前に流布したりするなどの様々な問題が出ており、投資家の信頼を損なっている⁽¹³⁾。特に、海外の投資家は中国国内の情報を正確に把握できず、また国内の監督・管理にも様々な問題があったため、B株市場はディスクロージャーが規範化されておらず、信頼性を欠く市場と言われている⁽¹⁴⁾。

昨年末、全国人民代表大会常務委員会で「中華人民共和国証券法」が通過し、今年の七月一日に実施される予定になっている。新しい「証券法」は投資家を保護するため、第三章第三節でディスクロージャーについて規定し、ディスクロージャーを強化する立場をとっている。今後、このようなディスクロージャーに関する制度面の整備が強化され、投資家の市場に対する信頼を取り戻すことが期待される。

5 評価

以上二回に互って紹介してきたように、B株市場は九二年の創設の段階から市場設定の問題、重複上場による「一株二価」の問題、国内投資家の参入問題、会計基準による内外差の問題、ディスクロージャーの問題および近年の市場の低迷など様々な難問を抱えていたが、それを乗り越えて七年後の現在では一〇六社の企業が上場を果たし、四六・八億米ドルの外資を調達し、海外の投資家が中国企業に投資できる市場が形成された。

市場の規模はまだまだ小さいとは言え、直接金融による外国資金の調達の場としての市場の創設には重要な意味がある。また、市場の形成は中国の金融・証券市場の開放にも寄与し、海外の投資家をつなぐ役割を持つ市場を通して様々な国際的ルールに接し、国際会計基準およびディスクロージャー制度などの外国の制度を習うチャンスを与えられ、国内企業・国内市場と海外投資家・外国市場をつなぐ接点の役割を果たしている。さらに、株式会社制度を軸とする企業の制度改革にも影響を与え、「会社法」、「証券法」など様々な制度面の整備を通して今までの国有企業の体制と慣習を一新し、健全なコーポレート・ガバナンスと新しい企業制度の確立に一定の役割を果たしたと思われる。

しかし、市場経済に即した企業経営が行なわれるためには、以上のような様々な問題に対して、今後、抜本的な企業制度改革と市場制度面の整備が必要で、それについて長い時間と相当な努力が必要になると考えられる。

6 むすびにかえて

中国では二〇年前から「改革・開放」政策が実施されてきた。それに伴って、国の経済体制は計画経済から市場経済へ方向転換し、経済システムと企業制度において様々な改革が行なわれてきた。財政・金融制度の改革もその一つである。その政策転換の理由は言うまでもなく、計画経済が行き詰まり、赤信号が出たことにあると考えられる。

政策転換の目的は「崩壊の危機」に瀕した経済を如何に再建し発展させ、また西側先進国と比べ非常に立ち遅れてきた生活水準を如何にアップさせ、国民全体を豊かさへと導く事、つまり「共同富裕」が政策の目標である。

最終的に「共同富裕」という政策目標を実現するために、現在「社会主義の初期段階」にある中国社会では、

一部の人々、あるいは一部の地域が先に豊かになることを容認する「先富論」が必要になっている。

「先富」を実現するため、そして「共同富裕」という目標に到達するためには、一体どんな政策手段をとるべきなのか。中国の社会は市場経済を導入し、競争原理に基づいた経済システム改革を選択した。つまり「社会主義市場経済」という政策手段を選んだ。

一方、「社会主義市場経済」という政策手段を講じるためには、今までの行政、財政・金融システムおよび企業制度などを根本的に改革しなければならない。改革に伴って、旧制度と新制度との間に様々な矛盾と問題が出てくるのは当然なことで、例えば、経済の効率性と合理性を図るため、企業改革と金融制度改革に伴うリスク、倒産および不良債権の問題などが出ており、それに如何にうまく対応し、新しい企業制度と金融システムを確立させるかが政策手段に対する評価の判明するところである。

以上のような政策転換の下で、経済改革がスタートしたが、それに伴い企業の資金調達の方法としての資本市場は八〇年代から自然に現われ、八〇年代の後半から企業の株式会社制度の導入によって、株式売買の店頭市場が形成された。九〇年代に入ると、上海、深圳の両証券取引所を創設することによって、株式市場が正式に発足した。

B株市場も、段々増えている企業の外貨需要と、国内の金融市場がまだ開放されていないという背景の下で創設された特殊な市場である。一方、外国から直接投資は増えており、今年の三月までに、既に三二・八万社の外国企業が中国に投資し、累積投資額は二千七四七・九三億ドルにも達し、中国の経済成長の一つの大きな支えにもなっていると考えられる。このような意味合いで、今後「改革・開放」政策は変更なく、さらに拡大していくと考えられる。

現在では金融・資本市場の開放の準備段階にあり、最終目標は人民元の自由兌換と資本市場の自由化・国際化であるが、ここでB株市場は直接金融による外資導入の実験場としての意義が大きいと思われる。さらに今後のA株とB株の統合問題、人民元の自由兌換問題および金融・資本市場の開放を考えると、B株市場は欠かせず、中長期的に存在する必要がある、今後市場制度の整備と優良な企業の選別が重要で、また企業がバランスの健全化と信頼できる市場の確立が重要課題にもなるだろう。

そして現在低迷のB株市場の振興のため、政府は今年の六月一日から、今まで四%のB株取引印紙税率を三%に引き下げ、取引コストを削減する市場の促進策を打ち出した。⁽¹⁶⁾ また「三資企業」(外資系企業)の上場、⁽¹⁷⁾ 国内投資家参入の解禁、⁽¹⁸⁾ 中外合資ファンドの設置などの市場促進策も検討されている。今後、市場の透明性を高めるため、監督・管理機能を強化し、海外投資家が安心して投資できる魅力ある市場を作ることが急務であると思われる。

特に、A株とB株の統合を考えると、将来人民元の自由兌換が実現されれば、B株市場は自然にA株市場と一体化となり、また二一世紀に、企業制度と金融システムの改革が進むことにより、中国経済の成長に伴ってB株市場も中長期的に発展することが期待できるだろう。

とはいえ、今回のアジアの金融危機の教訓として、発展途上国の金融・資本市場をどのような形で開放するかを改めて考えなければならないであろう。また現代資本主義社会は市場の制度的限界に対して依然無力で、金融・資本市場のリスクを如何に最小限に抑え、実物経済に役立つのかも今後の課題であろう。

中国は現在最大の発展途上国であり、市場を開放すると同時に、以上の問題にも配慮しなければならない。また、投機現象、市場リスク、貧富の格差などの市場の負の一面にも配慮すべきで、つまり、「先富」と「共同富裕

裕」とのバランスをとり、具体的な政策を制定するときには、経済発展と社会安定の両立を考える必要があると思われる。

注

- (1) B株の投資対象は、九五年末全国統一のB株に関する「股份有限公司の国内上場外資株に関する規定」では海外投資家に限定されている。すなわち1) 外国の自然人、法人その他の組織。2) 中国香港、マカオ、台湾地区の自然人、法人その他の組織。3) 外国に定住している中国公民。4) 国务院証券委員会が定める国内上場外資株のその他の投資家(第四条)。

- (2) 上海証券交易所「上海証券交易所成立五周年」、三〇頁。

- (3) 大和総研「DIR海外情報」一九九六年六月二五日。

- (4) 「中国証券報」一九九六年六月二九日。

- (5) 中国証券監督管理委員会「B株口座の整理に関する通知」(一九九六年九月二〇日、証監交字「一九九六」一号、証監交字「一九九六」二号)、中国証券業培訓中心編著「最新中国証券法規与公司運作規則」、中国民主法制出版社、一九九七年、四二〇頁、四二二頁。

- (6) 魏興耘「發展B股市場的基本思路」『中国証券報』一九九九年三月十日。

- (7) 範粵龍、彭慈「浅析我国B股市場發展存在的問題和对策」、『中国証券報』一九九六年五月四日。洪流「中国B股市場研究」上海証券期貨學院信息資料中心「專題報告」第十七号、一九九八年五月。李雪峰「B股市場的振興与証券市場國際化」『中国証券報』一九九八年七月十六日。

- (8) 「中国証券報」一九九八年五月二四日。

- (9) 劉鴻儒編「中国企業海外上市回顧与展望」中国財政經濟出版社、一九九八年、四八―六五頁。胡志勇、陳国祥「我国會計準則与国际慣例差異因素の実証分析」『証券市場導報』一九九八年八月号、三一頁―三八頁。

- (10) 中華人民共和國財政部制定「股份有限公司會計制度」會計科目和會計報表」中国財政經濟出版社、一九九八年。

- (11) 「公募發行株式會社情報開示の実施細則(試行)」中国証券業培訓中心編著「最新中国証券法規与公司運作規則」、中国民主法制出版社、一九九七年、二四〇頁―二四五頁。

- (12) 上場企業のディスクロージャーについて、中国証券監督管理委員会は国内の「中国証券報」、「金融時報」、「中国改革報」、「証券市場(週刊)」などを指定し、上場企業がその一つを選んでディスクロージャーする。英文紙では「The Asia Wall Street Journal」、「China Daily」、「信報英文版」などが指定された。非指定の新聞としては主に「上海証券報」、「深圳商報」、「深圳特区報」、英文紙は主に「South China Morning Post」(南華早報)になっている。

- (13) 楊瑞輝、莫文光編著「中国証券市場透視」中文大学出版社、一九九七年、二九一頁―三〇二頁。陳久紅「我国B股市場存在的問題及其發展思路探討」申銀万国証券研究報告、一九九八年七月号。大鵬証券綜合研究所「質量逐年提高、問題尚待解決——沪深上市公司信息披露實証分析」『中国証券報』一九九九年一月七日。

- (14) 洪逸倫「B股の投資価値」『証券月刊』一九九六年七月号、一六頁、一七頁。

- (15) 「人民日報(海外版)」一九九九年四月二六日。

- (16) 「人民日報(海外版)」一九九九年五月二九日。

- (17) 謝聯勝「發展離陸市場為特徵的B股市場」上海証券取引所(SSE)研究報告、一九九八年九月。

- (18) 馬振江「眼睛向內、當有坦途」『中国証券報』一九九八年一月二三日。

(19) 滕泰「B股市場」《人民日報（海外版）》一九九九年四月三日。

參考文獻

- (1) 中港股市研究小組「前進中的中國證券市場」世界出版社、一九九六年。
- (2) 楊瑞輝、莫文光編著「中國證券市場透視」中文大學出版社、一九九七年。
- (3) 劉鴻儒編「中國企業海外上市回顧與展望」中國財政經濟出版社、一九九八年。
- (4) 陳曉雲「中國股票市場」商務印書館國際有限公司、一九九八年。
- (5) 洪流「中國B股市場研究」上海證券期貨學院信息資料中心「專題報告」第一七號、一九九八年五月。
- (6) 中華人民共和國財政部制定「股份有限公司會計制度——會計科目和會計報表」中國財政經濟出版社、一九九八年。