

証 研

レポート



No.1573

1999年8月

インデペンデント・コントラクター導入の問題点
二上季代司 (1)

日本におけるディストレス投資 松尾 順介 (9)

大手投資銀行とIPO 伊豆 久 (19)

中国上場企業のコーポレート・ガバナンス
—四川省のアンケート調査を中心に— 王 東明 (29)

証券取引所の市場情報収入 清水 葉子 (48)

アメリカにおける清算会社の機能 福本 葵 (57)

財団法人 日本証券経済研究所

インパクト・ノット・ハーフクター導入の問題点

一上季代司

手数料が自由化される一〇月以降を見据えて、証券会社の間から自由化後に適用する新しい料金体系を前宣伝的に提示する動きが出てきた。その予定料金表は各社まちまちであるが、①営業員による対面取引と②電話・ファックスによる受注、③インターネットによるオンライン受注の三つのチャンネルに応じて異なった割引率を設定する点は共通している。対面取引は営業員のコンサルタントサービスが付加されるので料率はもつとも高くし、電話等の通信販売ではコンサルタントはしないのでそれよりは安いが、担当者を張り付けるのでオンライン受注よりは高くなる、という体系である。しかし、第二の特徴は、ここにきてインターネットプローチャーの間からは思い切った低額の手数料を提示する業者もあり、ややダンピングの様相も帶び始めた。

そのような中で、対面取引に依存してきたこれまでの伝統的な証券会社の間から、経費をさらに流動費化し、併せてコンサルタント能力の高い営業員にインセンティブを与える観点から、アメリカで有力な販売チャネルとなっているファイナンシャルプランナー(FP)やインデペンデントコントラクター(IC)を日本にも導入しようと考える向きが増えてきた。そこで、わが国においてこうした販売チャンネルを導入するにあたってネットとなる障害、克服すべき問題があるかどうか、整理してみた。

1 FPプローチャーとICプローチャー

FP(Financial Planner)プローチャーとは、アメリカで活動している証券会社の一業態をさしており、社内に従業員を持たず、独立自営のFPと契約を交わし投信の販売を彼らに請託する証券業者をさす。契約FPは投信販売を手がける限りに置いては外務員資格を持つ必要があるが、従業員ではなく、契約先の証券業者を代表して顧客にコンサルタントベースのアドバイス(ライフプランに沿った資産配分と投資対象の提案など)を与えてつづ投信販売の勧誘・受注を行い、証券業者の方は契約FPに対する種々のサポート(顧客の資産運用計画を作成するための情報技術の提供、資産配分をカバーするに足る投信の品揃え、その約定処理・受渡決済ならびに口座管理等のバックオフィス、基準価格や運用に関する情報の提供等)を行う。その報酬形態は業者の取得する手数料の数十%をキックバックする一種の歩合制になっている場合が多く、業者にとって流動費となっている。また契約FPへの情報提供や受注にはパソコンが使われ、無店舗販売が可能になっている。代表的な業者としては、アメリカン・エキスプレス・ファイナンシャル・アドバイザー(クレジットカード会社アメックスの子会社)やSPCファイナンシャル・サービス等がある。

一方、IC(Independent Contractor)プローチャーとは、これまで社内に従業員を持たず、契約を結んで株式、債券、投信などの証券の販売を行う個人を抱える業態の証券業者をさす。ICも外務員資格を持つ必要があることはいうまでもない。アメリカの証券業者は歩合制であるが、それとも異なるICの外的特徴は、その戻し率が極めて高い(通常の営業員への戻し率は四〇%前後であるがICの場合は八〇%程度)ことである。つまりICは事務所賃貸費、備品、通信費、秘書などの人件費も負担するため戻し率は高くなっているのであり、事实上、独立自営の証券業者に近い。ただ、証券業者としての登録要件として最低資本金その他の付帯項目を満たす

までには至っていないので登録証券業者と契約を結んでそこへ注文を取り次いでいるのである。これを業者から見れば、優秀なICと契約を結べば、自社の取り分は手数料の一割程度であるものの営業管理・コスト管理が必要になり、小規模店舗の開設が容易になる。アメリカではICの数は推定一〇万人（登録外務員総数の一割）⁽¹⁾とされ、代表的な業者としては大手保険会社AIG傘下のサンアメリカなどがある。

2 日本への導入の問題点

以上のように、アメリカでもオンラインブローカーが「価格破壊」現象を伴つて急速に売買シェアを高める一方で、契約FP・ICを使って質の高いコンサルタントを求める顧客を獲得しそれなりの業績を上げている業者もいる。

従つて、わが国でもこうした契約FPや契約ICの利用が可能になれば、営業管理・コスト管理の面でも、また営業網構築の面からも、また優秀なコンサルタント能力のある外務員のインセンティブ向上の観点からも営業戦略上有力な選択肢となりうるであろう。では、これをそのまま日本に導入することは可能であろうか。

まず、日本の証券取引法は、外務員を証券会社の役員、使用人に限っている（改正証券取引法六四条）。使用者（従業員）ではない者に外務行為を請託することができる（例えば代理店のような）規定がないのである。もちろん法律を変えてしまえば話は別であるが、そうでない以上、考えられる可能性としては、証取法上は「使用人」でありながら、実質的にアメリカのIC等に類似したものを日本に導入可能かどうかという問題になる。この点で参考になるのが日本の「歩合外務員制度」である。歩合外務員は証取法上は「使用人」でありながら、歩合制という報酬体系、勤務時間・営業地域・対象顧客・取扱商品を自由に選択することが出来るなど社員外務員とは異なつて自営業者に近い内容になつております。つまり、現在の法律では、歩合外務員制度の彈力的運用によるしかないと考えられる。

3 歩合外務員契約の在り方

それでは、現在の歩合外務員制度のどの部分を修正すればよいのであろうか。

まず第一に、現在、歩合外務員報酬は証券取引所受託契約準則によつて手数料収入の四〇%⁽²⁾とされてゐるが、これを変えないと、四〇%以上の戻しは不可能であろう。この数字は業者の側で執行事務のほか事務所、備品、通信費、アシスタンントの人事費持ちになつてゐることによるもので、もし外務員の側にこの費用を転嫁させるつもりならば、この数字を変えるか、あるいは戻し率を取引所の受託契約準則で縛るというルールそのものを撤廃する必要があろう。⁽³⁾

もつとも、この戻し率の上限規定はあくまでも取引所の受託ルールである。また店頭株の手数料からの歩合戻し率についてはこの様な規定はないが、取引所に準ずるとの慣行があることから、上場証券ならびに協会管理の店頭市場証券についてのみの適用となつてきた。つまり投信の販売手数料については不適用であり、したがつて投信販売の報酬については現在に置いても業者は自由交渉で設定できるはずである。すなわち報酬制度に限つて言えばアメリカの契約FP類似のものは導入可能と言つことになろう。

4 外務員資格

次に問題なのは、歩合外務員資格が厳格に過ぎるということである。証券会社は自社のために営業行為を行う

者を、名称の如何を問わず「外務員」と定め登録するよう義務づけられており、その登録事務は証券業協会が行っている。協会の規則では現物取引から信用取引、先物等のデリバティブ取引のすべてにかかる営業行為を行える外務員を一種外務員、現物取引だけしか行えない者を二種外務員、現物に信用取引を加えた営業行為をする者を信用取引外務員、投信や国債など募集商品のみを扱う者を投信債券外務員と名付け、一種外務員、信用取引外務員、二種外務員の内で取引高に応じて報酬の支払いをうける者を特に「歩合外務員」と規定している。

この「歩合外務員」については、登録資格として、証券業務に従事した期間が七年以上であること、不都合行為者の扱いを受けた者ではないこと、過去三年間に証券事故などによる所属証券会社から処分を受けた者ではないことなどがあげられている（協会公正慣習規則八号「証券従業員に関する規則」六条一項九号）。つまり歩合外務員の資格条件をとくに厳しくしており、なかでも証券業務経験七年以上という縛りは、実質的に歩合外務員の供給源を既存の証券会社で長期にわたって営業に携わってきた従業員に狭く限定してしまっているのである。⁽⁴⁾

この制約を緩め、歩合外務員の供給源をもつと拡大する必要があると思われる。

なお、この規制は投信債券外務員には適用されないのであって、アメリカの契約FP類似のものを導入するに際してはこのような制約はない。

5 店舗の設置基準

アメリカの契約FPなりICは、自前のオフィス、スタッフを持ち、起業家精神を發揮できるというメリット、業者の側ではコスト管理・営業管理が不要で営業網拡大が図られるというメリット、これが魅力なのである。したがって、これと同様のことを日本でも歩合外務員制度の利用によって行おうとすれば、彼らが常駐しているオ

フィスは「店舗」とみなされる可能性がある。証券の勧誘、受注は証券業務の範囲内にあり、証券業務を當むために設置する施設は「店舗」だからである。もし、この施設を店舗ではないと主張したければ、そこで行われる行為を情報提供やファイナンシャルコンサルタントなど厳密な意味での証券業務とは一線を画したものに限定する必要がある。それは理論的には可能であるが、営業戦略上、このような制度を使うメリットが損なわれ、無意味だろう。

しかし、店舗であれば監督当局に届け出る必要があるし、店舗設置基準も遵守されなければならない。店舗の設置基準については近年、ずいぶん緩和されてきているが、この場合に参考になるのがミニ店舗の設置基準である。ミニ店舗とは営業員が少数または一人の店舗であり、現状では最も簡素化された店舗と考えられる。そこで最低限必要とされる要件とは、①営業中常時顧客からの注文を受注できる体制を整備すること（一時的に無人化する場合でも来店や架電した顧客が直接迅速に母店に連絡出来るシステムを構築すること等）、②顧客資産等の保管について通常店舗と同様の手当を行うこと（資産保管の為の金庫設置や資産管理責任者を置くか、あるいは取り次ぎだけに止め資産の受け渡しは一切行わないことにする）、③内部管理体制が他店舗と同様の水準を維持できること（内部責任者を常駐させるか、母店の内部責任者が母店から常時訪問できる距離に設置する）、である。

アメリカではフロント営業と執行・受け渡しなどのバックオフィスは分かれしており、ICはもちろん通常の営業員が資産の受け渡しにタッチすることはほとんどない。またICを抱えている証券業者は顧客口座の情報を本社コンプライアンス（法務）部門で毎日確認し、問題となる取り引きがないかチェックし、抜き打ちでICの事務所を訪ね、帳簿類のチェックを行っているのである。したがって、日本では代理店制度がないために、歩合外

務員の常駐するオフィスが店舗とみなされても、そのために必要とされる要件は米国と実質的に違わないのではないかと考えられる。

6 小括

アメリカのICOは、経験を積み、ある程度顧客を捕まえたペテランの証券営業マンが、最低資本金などの制約のため証券業者として独立するまでには至らない場合に取りうる選択肢であり、かつてはこのような既存の証券会社からの「スピニアウト」組が主流をなしてきた。わが国でも証券業の登録制により、既存の証券会社では飽きたないと考える起業家精神の高い者がスピニアウトして証券会社を作るケースが出てきている。その中間としてICOのような営業形態が取りうるなら、変動常無き証券ニーズに弾力的に答える方法になるであろう。

他方、近年、アメリカでも、FPが証券外務員資格を取つて証券業者と契約し投信や保険等のパッケージ商品を販売するだけではなくさらに進んでICOとなつて、証券、リミテッドパートナーシップなど、顧客の金融状況・ニーズに合った資産配分にあわせて様々な金融商品を販売するケースが増えてきた。わが国でも、ファイナンシャルプランナー的なアプローチの資産管理型営業が徐々に浸透しつつあるが、これに加え証券会社による保険商品の販売が認められるようになつてきたこともあり、ファイナンシャルプランナー的なICOの営業展開も考えられるであろう。⁽⁶⁾

ただし、そのためにはいくつかのルールの修正が必要と思われるが、その修正はさほど困難なこととも思えないものである。

(1) ICOについては伊豆久「外務員のあり方（インデベンデントコントラクター）」（大阪米国証券市場監視団報告書—米

国証券会社の経営戦略・個別株オプション・自由化と市場間競争—」一九九六年一二月、所収）を参考。

(2) 東証と大証とでは若干の違いがあるが、ほぼ同様である。

(3) 昭和二〇年代末期の不況期に中小証券を中心に歩合外務員への需要が高まり戻し率が上昇したため、これを抑制する観点から戻しの上限を取引所受託契約準則で決めたという経緯がある。とすれば、当時の状況との比較も考慮して、その存廃の是非を検討すべきであろう。

(4) この規定は一九八一年六月に新設された条項で、九五年末までは証券業務経験一〇年以上となつていた。新設の経緯は、一九八〇年頃にいわゆる誠徳グループの信用取引を悪用した株の買い占め事件があり、同グループのリーダー加藤某が歩合外務員であったことから当局が歩合外務員制度を嫌つたこと、とされる。当時から、株の買い占め事件と歩合外務員制度との因果関係が明確ではないとされてきたのである。再考すべきであろう。

(5) 昨年末の改正までは証券会社は免許制であったので店舗も認可制であった。

(6) 事実、投信販売に限つてであるが、契約FPを使って投信販売を請託するFPブローカーが日本でも出現するようになった（「新規参入続く証券界」「証研レポート」前号）。ただしその営業活動は未だ限定的のようである。

日本におけるディストレス投資

松尾 順介

はじめに

前回のレポートでは、米国のバルチャー・ファンドが破綻企業に投資を行う場合においても、単なるアービトラージュ型の投資ではなく、むしろ長期にわたって経営参加を行いながら投資を回収する場合が多く、かつこのような経営参加型のバルチャーリ投資のほうが会社更生に対する効果も大きいという実証研究があることを紹介した。ところで、このようなバルチャーリ・ファンドに代表されるようなディストレス投資は、日本では見られなかつたが、最近投資会社が破綻企業の事業管財人になる事例が現れ、いわば経営参加型のディストレス投資が登場したといえる。

本稿では、このアドバンテッジ・パートナーズ社による富士機工電子に対する投資事例を両社へのインタビューに基づいて紹介し、日本でのディストレス投資について考察する。

1 富士機工電子の概要と経営破綻の要因

富士機工電子株式会社は、一九五四年錠剤製造機を制作する北城鉄工所として創業されたが、戦後は富士機工塗金株式会社と改称（一九四八年）し、塗金業を中心に業績を伸ばした。その後、一九六七年には半導体および電子部品の精密塗金に着手、一九七〇年には現社名に改称し、多層基板の本格生産を開始するとともに半導体関係プリント基板素材の本格生産を開始し、現在同社の事業はプリント回路基板および化成品事業である。

本社および管理部は、大阪市阿倍野区阪南町にあるが、営業部、デバイス工場、化成品工場は大阪府堺市石津町にあり、その他にプリント回路基板工場として大阪府南河内郡美浜町に美浜工場があるほか、東京、仙台、鳥取、福山、台北に営業所を有している。九九年二月時点での従業員数は四七八名であり、主たる取引先としてはアルプス電気、京セラ、シャープ、ソニー、東芝、三洋電機、三菱電機、ローム、大日本印刷、凸版印刷などであり、九七年三月期の売上げは一五四億四九〇〇万円であった。また、同社製品はカスタム・メイドであり、製品の品質については業界および取引先から高い評価を得ていたといわれる。

また、同社は完全なオーナー経営であり、社長の北城義弘、その弟、そして娘婿で九〇%以上の株式が保有され、残りの部分が従業員持ち株会によって保有され、外部の株主はいなかつた。また、メインバンクはさくら銀行であつた。

同社が破綻に至つた直接の要因は、同社関連会社二社の経営破綻によるものである。同社関連会社は富士プリントおよび富士ミクロであり、前者は鍍金装置等の製造販売を行い、後者はタブ（T A B）を使つた基板を製造していた。このタブを原材料とする基板は、近年伸びてきており、将来有望視されている分野であるが、過剰投資によつて債務が拡大し、結果的に経営破綻した。したがつて、いわゆる財テクなどでの損失が膨らんだのではなく、関連会社への過大投資が破綻の背景となつてゐる。なお、これらの関連会社と富士機工電子との関係は、資本関係のない人的関連会社であり、同一のオーナー社長であつた。このため、富士機工電子のキャッシュ・フローはこれら関連会社への投資に充當され、かつ債務保証も行われていたが、経営に対するチェック機能は働かず、過去にもこれらの関連会社は経営危機に瀕し、そのために富士機工電子も一九九三年度および一九九四年度と二

期連続で赤字を計上したが、その際は市況の回復による富士機工電子の増益で埋め合わされていたといわれている。同社は、一九九八年七月一三日、会社更生法適用申請を行うに至ったが、その間も製品受注は増加しており、実際翌八月と九月の月間売上高は過去最高を記録しており、これら関連会社の破綻に伴う、資金繰り悪化による倒産であった。

2 投資会社による更生計画

同社が大阪地裁に更生手続き開始申し立てを行つてから一ヶ月半後、八月三一日に開始決定が下され、一月四日にアドバンテッジ・パートナーズ社が事業管財人として選任され、早くも一九九九年四月二三日に更生計画が認可されている。

この会社更生においてもつとも注目されるのは、このアドバンテッジ・パートナーズという投資会社が事業管財人となつたことである。通常、内容のよい企業が何らかの理由で破綻した場合、大手の同業他社が事業管財人となつて破綻企業の事業を継承し、傘下企業に組み込むというパターンが多数見られ、実際裁判所の選定する管財人も有力な承継会社を見つけ出すことに尽力するといわれているが、この事例では一部上場のメーカー、仕入先企業、海外メーカーなど少なくとも五社の有力なスponsサー候補があつたにもかかわらず、それら企業ではなく一見知名度の低い投資会社が事業管財人に選定された。

このアドバンテッジ・パートナーズとそのファンド（A.P.M）については後述するとして、法律管財人によつて同社が事業管財人に選ばれたのは、有力スponsサーの子会社などになるのではなく、自主独立で再建したいとういう従業員の強い希望を受けて、法律管財人が、富士機工電子の業績見込み、自主再建の可能性を検討した上で、

A.P.M社が資金の出資元として相当であると判断し、裁判所がこれを認可したためである。

この更生計画の概略は、担保付債権約一七億円の全額および一般更生債権約八八億円の四〇%を一〇年間で弁済するというものであり、一般更生債権のカット率は一億円以下五〇%、一億円超については漸次弁済率が引き下げられ最大カット率七〇%となつていて。したがつて、弁済率は全債務の五〇%である。一般に、更生計画の策定においては弁済率の決定が最も重要な点であり、また紛糾する点もあるが、この計画案で五〇%に決定された理由は、免除益と資産圧縮損の関係を試算した結果であるとされる。すなわち、会計上債務がカットされた部分は免除益として計上され、通常の法人税率が課される。しかし、破綻企業の場合、資産の圧縮が生じるため資産圧縮損が計上されることになり、免除益と相殺される。したがつて、免除益と相殺される範囲で、かつ将来の収益見通しから判断して弁済が可能な範囲で、債務のカット率が決定された。

また、弁済期間の一〇年については、米国などと比較すると長期であるが、日本では短期間であり、この業界は競争が激しく売上げの振幅もあるためもつと短縮することも考えているとのことであった。

さらに、旧オーナーが保有していた旧株式は通常通り一〇〇%減資された。また、この過程で従業員の流出もなく、ほとんどの従業員は会社にとどまつたといわれる。その理由は、前述のように同社の製品がカスタマー・メイドであるため、取引先からの受注に継続性があり、破綻後も取引先が流出しなかつたことが大きな要因である。実際更生法申請当時も受注増のために仕事量は増加していた。

3 アドバンテッジ・パートナーズ社の投資行動

では、今回破綻企業の事業管財人となつたアドバンテッジ・パートナーズとはどのような投資会社かについて

みてみよう。

まず、アドバンテッジ・パートナーズは、一九九二年に資本金四八八七万円で設立され、本社は東京都港区である。同社の事業内容は、①新規事業の設立・運営、②投資ファンドの設立・運営、③経営コンサルティングとなつており、グループ会社として、欧州の付加価値税還付申請手続きサービスを行うメリディアン・VAT・レクレーム・ジャパン、企業向け保険販売代理業務を行うアドバンテッジ・インシュアランス・サービスのほか、一九九七年に設立の投資会社エイ・ピー・エム（以下APM社とする）がある。

今回の事例で投資を行つたのは、このAPM社であるが、同社はアドバンテッジ・パートナーズ六〇%、丸紅四〇%出資による設立である。また、同社には丸紅からの出向社員も派遣されている。同社が投資事業組合を設立し、投資先企業に投資するが、同組合ではAPM社が無限責任組合員として業務執行し、国内機関投資家約一〇社が有限責任組合員として出資することになる。これによつて投資先企業一社あたり数億円から二〇億円程度の投資が可能となる。また、実際の投資に際しては、同組合は投資先企業に対するコンサルティングおよび経営者派遣をアドバンテッジ・パートナーズに委託しており、アドバンテッジ・パートナーズ側は経営者プールといわれる人材ネットワークの中から経営者を派遣する。この経営者プールには現在約一〇名がリストアップされている。ただし、今回富士機工電子に社長として派遣されたのは、アドバンテッジ・パートナーズのメンバー（中野宏信氏）である。

このような投資の仕組みを同社では、マネジメント・バイ・イン（MBI）・ファンドとよび、内部の経営者が外部の投資家からの資金によつて企業の全部または一部を買取る、従来のマネジメント・バイ・アウトと区別している。MBIでは外部の経営者が外部の投資家からの資金とともに企業経営に参画する点が特徴である。そ

の意味において、同社の投資形態は、今回のような破綻企業に対する投資だけでなく、むしろ未公開企業を投資対象とするプライベート・エクイティ・ファンドであり、同社にとつて破綻企業への投資は、今回の富士機工電子が初のケースである。

今回の富士機工電子への投資は、すべて株式投資であり、旧株式はすべて一〇〇%減資によつて消却済みであるため新株の第三者割当増資によつて行われることになつてゐる。その際、増資目標額は一〇億円であるが、APMはそのうち六億五〇〇〇万円を引受け、残り三億五〇〇〇万円は従業員持ち株会と取引先による引受けを検討している。この従業員持ち株会によつても引受けが検討されているところがユニークな点であるが、購入株数は個々の従業員の希望に応じて決定できるものとしている。ただし、今後場合によつてはさらに外部の投資家に対して募集を行うこともありえるが、その額は従業員持ち株会の比率を超えない範囲とするものとしている。また、前述のように、新株は額面五〇円で、発行価格を一〇〇円としている。発行価格をこのように設定した理由は、発行済株式数を低く押さえるためである。つまり、第一に将来会社再建後にIPOを行うことが予定されているが、その際の一株当たり利益を高めること、第二にIPO後の株主構成についても配慮する必要があり、株主の分散化をさけること、といった点が考慮された。

現在の更生計画では一〇年で全額弁済を予定しているが、APM社としては計画の前倒しを企画しており、たとえば現在の更生債務を全額融資によつて一括弁済し、更生計画を前倒しで終了した後、五、六年後を目標に株式公開するといふことも考えられる。

4 プライベート・エクイティ・ファンドとディストレス投資

以上のように、APM社自体はディストレス企業だけを投資対象とする米国型のバルチャード・ファンドというより、未公開会社を対象とするプライベート・エクイティ・ファンドであり、もともとは米国系の経営コンサルティング会社ベイン社 Bain & Co.をスピナウトした一人によって設立されている（このベイン社は、コンサルティング会社であるが、投資を行う組織として Bain Capital を運営し、出資と経営参加を行うところに特徴がある。そして、APM社も Bain Capital 型の投資をモデルとして、こうしたタイプの投資を日本で行うことを目指して設立された）。したがって、ディストレスに対する投資はあらかじめ計画していたというより、今回偶発的な理由から、富士機工電子と接点ができ、投資する」となったとされる。同社によると、今回のディストレス企業への投資から明らかになつた点は以下である。

第一に、投資の入り口段階での入りやすさという点である。一般に、業績が順調に推移している会社は、未公開会社であつても、外部からの資本の導入や人材の受け入れに消極的である場合が多く、そこにプライベート・エクイティ投資の難しさがあるが、その反面経営難に陥っている企業や更生法の適用会社は、経営に携われる人材や新規の資本を探しており、その点で投資しやすい。⁽¹⁵⁾

第二に、投資判断を行う場合、破綻理由および財務内容などの企業内容を明らかにする必要があるが、今回管財人が積極的に情報を提供し、たとえば調査報告書も管財人を通じて入手することができたため破綻理由や企業内容も明らかとなつた。そのため投資が行いやすかつた。ただし、法律管財人による情報提供は、正当な目的を有する相手方であることを確認し、厳格な秘密保持契約を締結した上で行われている。

第三に、投資対象として困難な点は、一般に更生計画が長すぎて投資期間に合致しないという点である。これ

は外部の投資家からの資金を運用する場合、大きな難点といえる（この点について、筆者は米国のバルチャード・ファンドのマネージャーに対してインタビュー調査を行つた際、一件の投資期間は長くて五年程度という回答を得たが、日本の投資家も同様であり、一五年、二〇年といった更生計画では投資対象となりにくいと思われる）。

5 米国との比較

以上、APM社の富士機工電子に対する投資事例を両社へのインタビューをもとに紹介した。筆者の見聞する限りでは、これは日本でディストレス投資に対する投資としては初めての事例ではないかと思われ、日本でも米国のようなディストレス投資が出現したといえるだろう。したがつて、以下筆者なりにこの事例のインプリケーションを米国のディストレス投資と比較しながら考察する。

まず、米国では既発行の証券など（債券、手形、株式、銀行融資など）に投資されるのに對して、この事例ではいったん旧株式が消却された上で新株式を引き受ける形で投資が行われている。したがつて、その点が異なるが、これは日本ではデッド・エクイティ・スワップが今のところ困難であることを考えれば当然といえる。

次に、米国のバルチャード・ファンドの場合、不良債権化した不動産投資を行つておらず、せいぜい資金の一部をハイ・イールド債に投資する程度であると思われる。それに対して、APM社はプライベート・エクイティ・ファンドであり、ディストレス企業に特化するわけではなく、継続企業への投資を主としている。その点大きく異なるが、これについてはディストレス企業への投資が今後日本でも普及するにつれ、ディストレス投資に特化したファンドも現れる可能性はあるだろう。

第三に、米国のディストレス投資においても、バルチャード・ファンドが経営に参加する場合がむしろ多いことが実証されているが、今回の事例でも経営参加と投資が一体になつており、その点で米国でもよく見られる投資手法だといえるだろう。ただし、日本ではこのような投資が普及していないため、当然のことながらディストレスト証券の流動性はほとんどなく、パッシブな投資が行われるにはまだ相当時間を要するものと考えられる。したがって、経営参加型の投資が当面主流となるだろう。

第四に、今回のケースでは管財人を通じた情報提供が行われ、裁判所もこのような情報提供を拒まなかつたとされる。これは正当な目的を有する相手方であることを確認し、厳格な秘密保持契約を締結した上でなされたものであるが、従来、日本の裁判所は会社更生案件について守秘義務を理由に情報の公開を拒否しており、この点で米国とは大きく異なつていた。また、そのために日本ではディストレスト企業への投資が困難であり、ディストレスト証券市場が形成されない理由のひとつと考えられていた。したがって、日本でディストレスト証券投資が行われるためには、情報公開の問題があると考えられ、裁判所が積極的に情報公開する可能性については否定的な見方もあつたが、今回の事例はこの点で新たな可能性があることを明らかにしたといえるだろう。

最後に、更生期間の長さという難点については、法制面と破綻企業の経営者のあり方という面から考える必要があると思われる。

まず、法制面では、①更生手続き開始要件の問題、②DIP制度がないという問題が指摘できる。まず、更生手続き開始要件の制約がない米国のチャプター・イレブンに比べて、日本の会社更生法では開始要件に制約があるため、支払不能や債務超過などといった破綻事実がないと申し立てできないのが実状である。このために開始が遅れ、それが早期再建を遅らせる原因となつていているという見方もなされていた。また、米国のようなDIP制度

度がないため、多くの場合旧経営者は申し立て後に経営から排除され、その身分を喪失する。このため、あくまでも立場を維持するために申し立てを回避するインセンティブが働かざるをえず、万策尽きて申し立てに至るという形になりがちであった。しかし、これらの点については、いずれも今秋の倒産法の改正で取り上げられ、破綻前申請もDIP制度も認められるように改正される見込みであることがすでに報じられており、これによって早期再建が促進される可能性がある。

他方、経営者のあり方という面では、日本の経営者は経営内容が極端に悪化し、経営が事実上継続不可能になるまで申し立てをしないという点で米国と異なつている。そのため、企業内容が劣化し、再建もより一層困難になることが指摘されている。これについては、経営者と企業の一体性が強いというコーポレート・ガバナンスのあり方、労働市場の流動性が低いこと、メインバンクが救済的機能を担つていたことなど、さまざまな側面から検討する必要があると考えられる。

(1) 筆者の推測では、入り口段階での投資のしやすさという点でいうと、ディストレスト企業の場合、その企業のマーケットを調査すれば、すでに同社がどの程度市場で評価されており、今後の売上などの見通しが判断しやすい。これは、ベンチャー型の未公開企業の場合、新技術開発に重点があり、新技術およびその市場性の評価が難しい場合が多いのに比べると、すでにディストレスト企業は市場の評価にさらされている点で投資判断が下しやすいという点も指摘できると思われる。

*なお、本稿を作成するにあたり、関係者の方々から多大なる協力を賜りましたことを、感謝申し上げます。

大手投資銀行とIPO

伊豆 久

1 はじめに

本誌先月号拙稿「米国のIPO手数料問題について」では、IPO手数料の収斂について、IPOビジネスの特徴からその原因を探つてみた。本稿ではやや視点を変え、大手投資銀行と中堅・地方投資銀行との事実上の棲み分けという観点から、その原因を考えてみたいと思う。従来、米国の大手投資銀行は、IPOのような高コストであると同時にリスクも高い分野には消極的であった。それより、フォーチュン誌にランギングされるような大企業の主幹事となつて債券発行業務などを行なうことが一流投資銀行の証とされてきたのである。そのため、投資銀行の業界構造の分析においても、重点は債券市場の構造変化との関連に置かれていたといつてよい。しかし、八〇年代半ば以降とりわけ九〇年代に入つて、大手投資銀行もIPOに積極的にかかわるようになつてゐる。にもかかわらず中規模IPOの手数料に価格競争ははたらいていないのである。その原因の一つを、本稿では、大手投資銀行の行うIPOビジネスの特徴から検討してみたい。

2 投資銀行業界の構造変化

これまでの研究⁽¹⁾により、一九八〇年代までの投資銀行業界の構造を確認しておこう。

六〇年代までの米国投資銀行業界には、今日とは異なるいくつかの特徴が存在した。スペシャルブラケット

(あるいはバルジブラケット)と呼ばれる少数の業者を頂点とする堅固なピラミッド構造が存在していたこと、発行体との関係において、経営者同士の個人的つながりが大きな意味をもつており、かつその関係は長期固定的であつたこと、などである。引受け業者は、モルガンスタンレー、ファーストボストン、クーンローブ、ディロングリードから成るスペシャルブラケットを先頭とし、メジャー・ブラケット、メジャー・アウトオブオーダー、サブメジャーの順で、明確な四ランクに序列化されていた。

ところが六〇年代に入つて米国の企業金融においても外部金融の役割が高まり証券の発行額が大きくなつてくると、主幹事の獲得において販売力が大きくモノを言うようになる。特に、公益事業では競争入札発行が義務づけられていたこともあり、高い販売力をもつ業者が競争入札での実績を武器に、引受け業務全体で勢力を伸ばしていったのである。それが、当時「恐るべき四人組」と呼ばれたメリルリンチ、ソロモン・ブラザーズ、プライス・イーストマン・ディロン、リーマン・ブラザーズの四業者である。とりわけメリルリンチは多くの店舗をもつことによつて、ソロモン・ブラザーズは機関投資家向けの販売力を高めることによつて、モルガンスタンレーとの対決姿勢を鮮明にしながら、次々と案件を獲得していくのである。

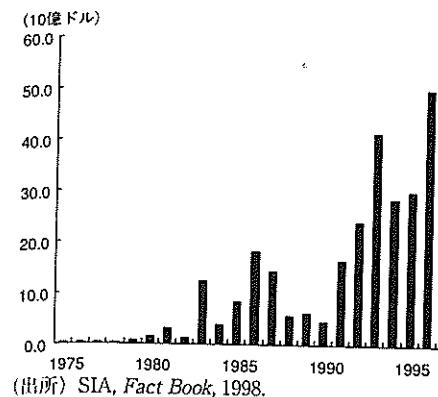
さらに、八二年に一括登録制度が導入されたことにより、債券は引受けシンジケートを組むことなく短時間で引受け販売されるようになる。その結果、引受け業務においては、発行体との個人的な関係よりも、分売能力やトレーディング能力、それらを支える資本力が重要な要素となる。同時に、激しい価格競争が展開され、手数料が大幅に低下していった。こうした過程で、クーンローブやディロン・リードといった老舗はスペシャル・ブラケットとしての地位を失つたのである。

その結果、現在では、バルジブラケットという概念そのものが消失したとも言われている。(1)発行体が案件ご

とに投資銀行を変えることが常態化し、②債券市場の細分化が進み、ジャンクボンドではDLJが強く、モルガンスタンレーもMBSやABSでは弱いといった凸凹があること、③取り扱った発行額の大きさ、獲得した引受け手数料の大きさ、資本金の大きさなど、どの指標を取るかによってランキングが異なってしまうこと、④JPモルガンなど銀行の進出が著しいこと、などがその理由である。⁽²⁾

では、このような変化を遂げた今日の投資銀行業界において、IPOビジネスはどのような位置にあるのだろうか。次に大手投資銀行とIPOの関係について見てみよう。

図1 I PO市場の拡大

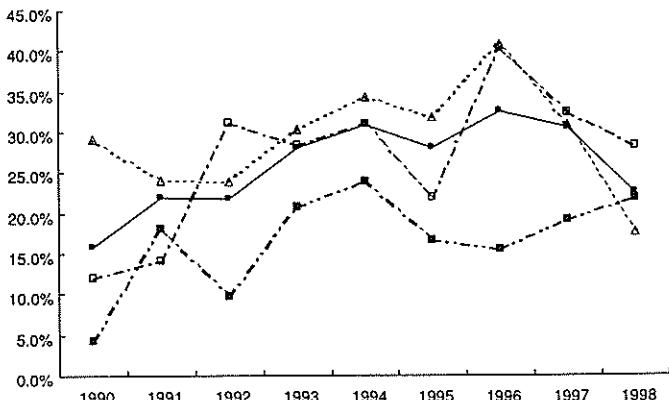


3 IPO市場と大手投資銀行

当然のことながら、IPO市場は株価動向との関連性が強い。株式の死とまで言われた七〇年代の低迷期から、八〇年代にはかなりの拡大を見せるが、それも八七年のブラックマンデーによって大きな打撃を受けることになる。そして九〇年代には長期間の上昇相場を背景にIPOも増加を続けている。ただ、企業の証券発行全体（公募）に占めるIPOの比率は、九七年でも三・三%に過ぎない。発行市場において債券が圧倒的なウエイト（八二・二%）を占めているからである。とは言え、投資銀行のビジネスという観点から見れば、今日、IPOは決してかつてのような周辺的な業務ではない。図2は投資銀行の引受け手数料全体に占めるIPO手数料の割合を示したものであるが、九〇年の一五・七%から、最近ではおよそ三割にまで達している。

図2 引受け手数料に占めるIPO手数料の比率

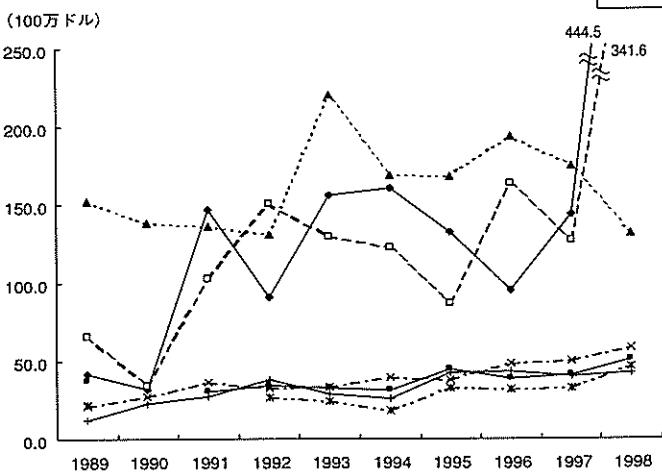
- 投資銀行全体
- モルガンスタンレー
- △ ゴールドマンサックス
- メリルリンチ



(出所) Investment Dealers' Digest 各号より作成。

図3 IPO1件あたり引受け額

- メリルリンチ
- モルガンスタンレー
- △ ゴールドマンサックス
- × アレックススブラウン
- × ハンブレクトクイスト
- モンゴメリ
- ↑ ロバートソンスティーブンス



(注) 96年のみクローズドエンドファンドを含む。

(出所) Investment Dealers' Digest 各号より作成。

これは投資適格債の引受け収入のほぼ倍、債券の引受け手数料全体に匹敵する数字である。発行額が小さいにもかかわらず手数料収入が大きいのは、言うまでもなく手数料（率）が高いからである。対照的に債券引受け業務では、前述のように、激しい手数料割引競争が展開してきた。このことも、従来、リスクが高いゆえに消極的だつたIPOビジネスに大手投資銀行が積極的に参入しはじめた理由の一つと考えられる。しかしながら、では、本誌先月号で紹介したように九〇年代に入つて中規模IPOの手数料が急速に7%へと収斂していくのはなぜだろうか。大手の参入が手数料の引き下げ圧力を高めることにならなかつた理由はどこにあるのだろうか。

一つの仮説は、IPOの規模による棲み分けが進んだということである。図3は、投資銀行別のIPOの規模を見たものであるが、ここから大手投資銀行と中堅投資銀行とは対象としているIPOの規模が異なっていることがわかる。しかも、八九、九〇年には（ゴールドマンサックスを除いて）、それほどの違いがなかつたにもかかわらず、その後徐々に格差が大きくなつてゐる。すなわち、八〇年代中頃から大手投資銀行もIPOに参入し、

当初は、中堅投資銀行と同じ規模の案件も手がけざるを得なかつたものの、九〇年代に入ると大手は大型IPOに特化するようになり、結果的に、中規模クラスのIPOは中堅投資銀行によつて多くが占められるようになり、その部分で手数料の集中が進んだと考へることができる。

この仮説の妥当性を判断するためには、不足しているデータの検討その他まだ多くの作業が必要であるが、以下では、九〇年代に大手投資銀行が注力した大型IPOの性格について考えてみたいと思う。というのは、公開額が年平均で四億ドルを越える（一九八八年モルガンスタンレーの場合）となると、IPOといつても、成長途上にある企業の新規株式公開という通常のIPOのイメージからは大きくかけ離れているからである。

4 大型IPOの性格

中堅投資銀行のIPOが二、四千万ドルあたりに集中しているのに対して、大手投資銀行のそれは平均で一億五千万ドルに達する。超大型案件が扱われているためであるが、そのため一件あたりの平均引受け額が大きくなり、かつ、そうした案件はコンスタンントには生じないため、年ごとの引受け額のばらつきが大きくなるのである。そして、額の大きさだけでなく、その業務の性質においても、こうした案件は、中堅・地方投資銀行が手がける通常の株式公開とは異なる業務と考へるべきであろう。というのもそこでは、新興企業の株式公開というよりは、大企業から分離（スピンドル）された一部門のIPOや、（米国よりも外国を中心とした）民営化企業のグローバルな株式公開業務が中心となつてゐるからである。⁽³⁾ 例えば、昨年公開されたコノコ社（Conoco）の場合、公開額四四億ドル、引受け手数料は一億五八〇〇万ドルというIPO史上最高の大型案件であったが、この一件で主幹事のモルガンスタンレー・ディーン・ウイッターは昨年一年の同社のIPO引受け手数料収入の四五%を稼ぎ出している。しかしこれは、中小企業が成長して公開を果たしたというものではない。それならこうした超大型案件とはならない。このIPOの内容は、総合化学メーカー・デュポン社がライフサイエンス部門に注力するため、そのエネルギー部門（コノコ）⁽⁵⁾ を切り離したというものであった。こうしたスピンドル型のIPOの引受けは、それ単独のビジネスというより、大企業のリストラクチャーアーリングへのアドバイス業務の一環として行われるのが普通である。したがつてそれはむしろM&A関連業務に近いビジネスと見るべきであろう。

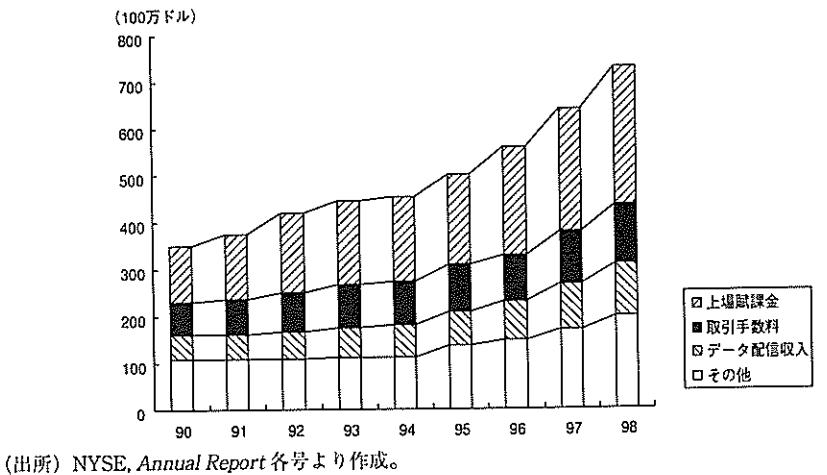
また、国営企業の民営化は、途上国に対するIMFの構造調整、あるいは大きくは冷戦の終結をも背景に九〇年代にますます広まつたが、大手投資銀行は、そうして生まれる公益企業などのグローバルなIPOを取り扱つてゐる。民営化企業は巨大企業であるため、途上国の証券市場だけでは吸収しきれない。例えば、九三年にCS

ファーストボストンとメリルリンチが引受けたアルゼンチンの元国営石油会社YPF社の公開額は一二億ドルに達し、それはアルゼンチンの株式市場の時価総額の三六%に相当するという⁽²⁵⁾。そこでこうした大企業の株式公開は、ニューヨーク証券取引所(NYSE)他、グローバルなIPOとなり、その主幹事の多くを米国の大手投資銀行が占めるのである。こうした民営化企業のIPOが、まだ記憶に新しい九〇年代のエマージングマーケットブームのコアをなしていたのである。そして、こうした業務では、巨額の資本力だけでなく、世界規模のネットワーク、IMFや各國政府との強いコネクションが大きな意味を持つてくると推測される。大手二社が、IPOランディングで圧倒的な強さを示すようになったのはそのためである。

5 大型IPOとNYSEの国際化

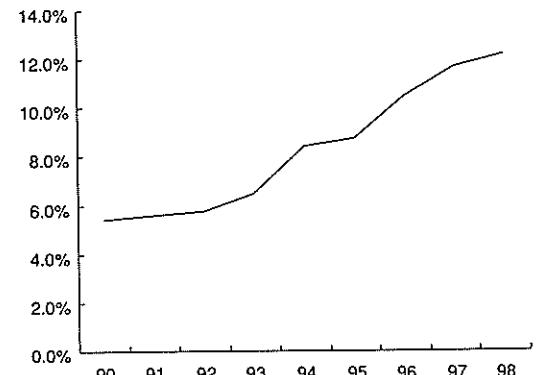
民営化企業のIPOを取引所の側から見てみよう。NYSEの収入構成(図4)を見ると、空前の活況が続いているにもかかわらず取引手数料収入は伸びず、NYSEはむしろ発行市場(上場賦課金)で稼いでいることがわかる。しかも、上場企業の中で外国企業の占める割合が九〇年の五・四%から昨年には一二・二%にまで上昇している(図5)。最近、NYSE(やナスダック)の世界戦略が注目を集めているが、その背景の一つをここに垣間みることができる。さらに、ここで確認しておきたいのは、NYSEに上場している外国企業は、世界的に展開している優良大企業を中心というわけではないことである。NYSE上場外国企業の地理的分布を見ると(図6)、ヨーロッパやカナダのウエイトが低下し、かわって中南米が大きく伸びていることがわかる。その多くは元国営企業が占めていると推測される。東京証券取引所に上場している外国企業が名前の知られた欧米の大企業を中心としているのと対照的である。米国ではあたかも、中南米諸国で進められてきた経済構造改革において

図4 NYSEの収入構成



(出所) NYSE, Annual Report 各号より作成。

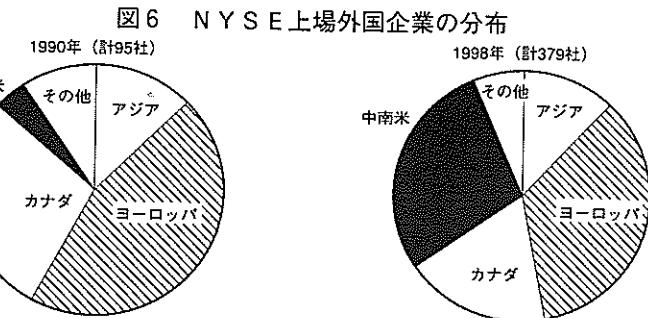
図5 外国企業のシェア(対全NYSE上場企業数)



(出所) NYSE, Fact Book 各号より作成。

I.M.F.が国営企業の民営化をアドバイスし、大手投資銀行がその株式公開業務を担い、市場開設者であるNYSEが上場賦課金を手にするという、「分業体制」ができるところである。⁽⁷⁾

大手投資銀行のうちしたIPOビジネスが、中堅投資銀行のそれと競争関係にないのは明らかである。単に規模が違うだけでなく、その性格が異なっているからである。九〇年代に入つて投資銀行業務において「IPO」に分類されるビジネスの比重が高まつたにもかかわらず、中規模クラスのIPOでは価格競争がはたらかず、反対にますます（七%）への集中が進んだ原因の一つは、以上のような米国IPO市場の一極化にも存在するのではないかと思われる。



（出所）NYSE, *Fact Book* 各号より作成。

- (1) サム・ホール・グレイズ他（宮崎幸一訳）『アメリカの投資銀行』東洋経済新報社、一九八四年、井手正介・高橋由人『アメリカの投資銀行』日本経済新聞社、一九七七年、小畑一郎『アメリカの金融市场と投資銀行業』東洋経済新報社、一九八八年、Riva Atlas, "The bulge racket", *Institutional Investor*, Jan.1997. 遠藤幸彦『ウォール街のダイナミズム』野村総合研究所、一九九九年。

(2) *op.cit.*, "The bulge racket".

(3) 業界誌のある記事は、現在の引受け業者が生き延びるためにやらねばならない

だだけ多くの案件に.comをひかる」と、（第一に）もあるだけ多くのキャッシング、最低でも五億ドルを調達するといふ（第三に）既に公開された優良企業から新しい超優良銘柄を割り取る」と、（第四に）国有の情報通信会社を民営化へめりと、である。やいばなげなのは、それ以外の「とすぐれだ」（Investment Dealers' Digest, Jan.11, 1999, p.19）であり、IPOのターゲットを示すキーワードは、インターネット、大型、スピンドル、民営化通信会社、の四つだとふうわけである。

(4) *Investment Dealers' Digest*, Feb.1, 1999, p.19.

(5) 一九八八年HDC—1 口付ドロボン社ウェブリカーブ (www.dupont.com) も。

- (6) Ivan Cinttron and Peter Schoenke, "Rooting for Another Record Year for IPOs", *Investment Dealers' Digest*, Feb.21, 1994, p.15.

(7) 此論文を扱った論文がNYCの间的マーケットで発行された文脈で理解するにあらじめある。

William L. Megginson and Jeffry R. Netter, *From State to Market: A Survey of Empirical Studies on Privatization*, NYSE Working Paper 98-05, Dec.1998.

中国上場企業の「一ポレート・ガバナンス

～四川省のアンケート調査を中心～

王 東明

1 はじめに

中国において、四川省はもともと人口の一一番多い省であり、九六年末の人口は一億一、四三〇万人に達し⁽¹⁾、日本の総人口数にも匹敵する「人口の大省」であった。しかし、九七年三月に、重慶市は四川省から独立し、北京、上海、天津に次いで四番目の直轄市（省相当）となつたため、九七年末現在、四川省の人口は全国第三位に（八、四三〇万人）まで下がつた。⁽²⁾一方、省ごとの人口番付けと同じように、九八年末現在、四川省の上場企業数も上海市（一二〇社）、深圳市（六七社）と並んで全国第三位（五三社）になり、投資家数も第三位（二〇六万人）であるため、「証券の大省」ともいわれている。

交通の不便な内陸西部にある四川省は、昔から「天府之国」といわれ、農業を中心に営む豊かな土地である。新中国の成立以降、特に六〇年代から「三線建設」が始まり⁽⁴⁾、西南、西北の一部の他の省と同じように軍事関連の産業を中心に工業基盤を築いた。しかし、「改革・開放」政策の実施後、これら軍事関連企業の大部分は「軍転民」（軍事産業から民生製品へ）という産業構造の転換に直面している。

一方、八〇年代から、四川省の一部の集団企業と中小国有企業は民間から資金を調達するため、株式と債券を

証券経営業者：42個
証券営業所：115個
登録口座数：206万
上場企業数：53社（98年末）
上場企業の発行済株数：92.2億株
上場企業の流通株数：30.2億株
上場企業の資金調達額：143.82億元

（出所）「中国証券報」1998年10月28日。「中国統計年鑑」中国統計出版社、98年版、107頁などより。

発行し、いち早く株式会社制度導入の実験を開始した。八六年以降、株式会社制度の導入は、さらに一部の大型国有企業に拡大し、株式の発行と取引がブームになつた。当時、発行した株式の正式な売買市場がなかつたため、市民が自発的に成都市の紅廟子（地名）辺りに集まり、常に数万人の規模で株式を売買して、いわゆる「紅廟子市場」が形成され、自発的な「街頭市場」として全国的に有名になつた。しかし、九一年以後、上海・深圳の証券取引所が設立されたため、「紅廟子市場」は違法市場として取り締まるようになつた。その後、市民は上海・深圳の上場企業の株式を売買するようになり、紅廟子の「街頭市場」は最終的にその姿を消してしまつた。

九〇年以前、川塩化、長虹、金路などの会社が株式を発行し、一・五億元の資金を調達した。その後、九二年末までに、一〇〇社余りの企業が従業員と特定の法人を対象に、私募でさらに一六・五億元の資金調達を達成した。このようく民間からの株式発行による資金調達を実現したことで、四川省政府は証券市場の潜在力と役割を高く評価し、以後の省内企業の上場と証券市場の育成に力を入れるようになった（表1）。

一九三年三月一二日、川塩化が深圳証券取引所に上場を果たし、四川省の第一号上場企業となつた。それから六年を経て、九八年末現在、四川省の上場企業は五三社になり、株式発行による資金調達は既に二〇〇億元を超えて、この金

額は九七年度の省の財政収入（一七二・九億元）を上回った。また、現在、上場企業の利潤総額は全省の独立採算工業企業の利潤総額の九七%を占め、近年赤字企業の多い国有企业と比べ、比較的良好なパフォーマンスを示した。⁽⁵⁾

以上のような成果をあげた上場企業の殆どはその前身が国有企业である。では、上場企業の意思決定と経営に対するチェック機能は元の国有企业と比べ何処が違うのか。国有企业から株式会社へ組織変更した場合、株主総会、取締役会および監査役会の機能を果たして發揮しているのだろうか。いわゆるステークホルダー（株主、経営者、従業員、取引先、地域社会など）の利害関係はどのようにになっているのか、などのコーポレート・ガバナンス（企業統治）の在り方にかかる問題が近年注目されるようになつていて。現在、中国の企業制度改革は、株式会社制度を軸とする「現代企業制度」（近代的な企業制度）の確立を目指しており、そこで、まず新しい企業制度のモデルとして、現在九〇〇社を超える上場企業のコーポレート・ガバナンスの現状と問題点を明らかにする必要がある。

筆者は九八年秋、中国国内の協力を得て、「証券の大省」といわれる内陸の四川省の上場企業を対象にアンケート調査を実施した。今回の調査を実施した企業は全上場の五三社であり、全体の四五%（二四社）から回答を得た。小稿では今回の四川省アンケート調査の結果を紹介し、国有企业から株式会社への企業制度改革において、株式所有、重役の人事、経営者の意識の変化などの側面から、他の幾つかの企業調査も踏まえて、中国上場企業のコーポレート・ガバナンスの現況を考察することにしよう。

表2 四川省調査企業の概要

調査企業名	業種	発行済株式数(万株)	流通株式数(万株)	流通株の割合(%)	上場日・取引所
四川長虹電器	家電メーカー	152,998	46,994	30.72	93年3月11日（上海）
峨眉集團	化学工業	24,910	14,431	57.93	93年3月23日（深圳）
樂山電力	電力	13,029	6,190	47.51	93年4月26日（上海）
四川金路集團	化学工業	29,288	19,319	69.96	93年5月7日（深圳）
成都量具刃具	機械	11,079	4,554	41.10	93年9月17日（上海）
四川川投控股（峨鐵）	鉄鋼	21,944	8,792	40.07	93年9月24日（上海）
成都銀河動力	内燃機関部品	7,097	2,727	38.42	93年10月8日（深圳）
四川金頂（集團）	セメント	23,266	9,600	41.26	93年10月8日（上海）
成都人民商場（集團）	商業	15,390	4,257	27.66	94年2月24日（上海）
長城特殊鋼	鉄鋼	69,514	12,994	18.69	94年4月25日（深圳）
泸州老窖	醸造	37,610	9,467	25.17	94年5月9日（深圳）
四川電器	送電設備	7,232	2,080	28.76	95年11月15日（上海）
四川省長江企業（集團）	総合	19,344	6,084	31.45	95年12月20日（深圳）
攀鋼集團板材	鉄鋼	40,220	6,200	15.42	96年11月15日（深圳）
四川製藥	製薬	15,094	4,284	28.38	96年12月6日（上海）
四川銀山化工	化学工業	11,435	3,315	28.99	96年12月26日（深圳）
成都天興儀表	自動車部品	6,000	1,750	29.17	97年4月22日（深圳）
内江峻柴	ディーゼルエンジン	10,755	3,300	30.68	97年6月27日（深圳）
成都百貨（集團）	商業	7,098	2,750	38.74	97年8月7日（上海）
峨眉山旅遊	観光	11,866	4,000	33.71	97年10月21日（深圳）
四川華美	紡績	5,198	2,500	48.10	98年3月3日（深圳）
四川新希望農業	飼料加工	14,002	4,000	28.57	98年3月11日（深圳）
四川長江包装	製紙	5,059	1,450	28.66	98年4月16日（上海）
四川錦華	紡績	5,277	2,000	37.90	98年6月2日（深圳）
合計		564,705	183,038	32.41	

（出所）98年秋のアンケート調査。一部の数字は中国証券報公司部編「98上市公司資料速查手冊」新華出版社、1998年。趙小平編「中国股票市場統計分析（下巻）」中国財政経済出版社、1999年により作成。

表3 四川省調査企業の業績

(1997年)

調査企業名	売上高 (億元)	営業利益 (万元)	税引後利益 (万元)	1株当たり収益 (EPS)(元)	純資産 (億元)	純資産収 益率(%)	1株当たり純 資産(元)
四川長虹電器	156.73	305,820	261,203	1.71	89.74	29.11	5.87
峨眉集團	2.48	-98	3,033	0.12	2.43	12.48	0.98
樂山電力	1.30	2,415	2,802	0.22	2.74	10.22	2.11
四川金路集團	4.86	5,149	7,469	0.26	7.42	10.06	2.54
成都量具刃具	1.23	-941	272	0.02	2.51	1.09	2.26
四川川投控股(峨鐵)	3.12	-468	144	0.01	3.91	0.37	1.96
成都銀河動力	1.13	243	1,579	0.22	1.53	10.34	2.15
四川金頂(集團)	2.03	2,001	2,449	0.11	6.50	3.77	2.79
成都人民商場(集團)	9.76	2,025	4,685	0.30	4.11	11.39	2.67
長城特殊鋼	13.77	-29,151	-29,493	-0.42	6.95	-42.41	1.00
泸州老窖	10.70	37,540	31,874	0.98	8.18	38.95	2.52
四川電器	0.95	1,165	1,753	0.24	1.68	10.42	2.33
四川省長江企業(集團)	3.27	2,371	2,787	0.20	4.09	6.81	2.97
攀鋼集團板材	22.11	15,095	10,126	0.25	8.34	12.14	2.07
四川製藥	3.03	3,139	2,987	0.20	2.94	10.15	1.95
四川銀山化工	1.72	1,292	2,075	0.31	1.64	12.64	2.44
成都天興儀表	1.13	2,345	2,519	0.42	1.82	13.84	3.03
內江峨榮	2.81	3,851	3,462	0.35	3.41	10.15	3.49
成都百貨(集團)	8.84	1,423	1,143	0.16	1.11	10.27	1.57
峨眉山旅遊	0.85	5,408	5,115	0.43	4.24	12.06	3.57
四川亞美	0.83	901	1,055	0.20	1.68	6.26	3.23
四川新希望農業	4.62	5,833	5,251	0.53	1.29	40.52	1.29
四川長江包装	1.45	1,101	991	0.20	0.97	10.21	1.92
四川錦華	2.04	3,500	752	0.14	1.59	4.71	3.02
平均値	10.87	15,498	13,585	0.30	7.12	10.22	2.49

(出所) 胡康生編「中国上市公司年報総汇及数据分析」上海三聯書店、1998年。中国証券報公司部編「98'上市公司資料速查手冊」新華出版社、1998年。中国誠信証券評估有限公司編「中国上市公司基本分析」99年版、中国科学技術出版社、1999年より作成。

2 調査企業の基本状況

表2が示すように、九八年秋のアンケート調査の回答企業二四社は、九三年から九八年にかけて上海(一〇社)、深圳(一四社)の両証券取引所に上場した企業であり、また、鉄鋼、機械、化学工業、商業などの様々な業種にわたっている。九八年一〇月、調査した時点の発行済株数は五六億四、七〇五株、うち上海・深圳の両証券取引所に売買できる流通株は一八億三、〇三八株、全発行済株式の三二・四一%に過ぎない。二四社の一社当たり平均発行済株数は二億三、五一九株、平均流通株数は七、六二六万株であり、そのうち、発行済株三億株以上の大企業は四社(全体の一七%)、二億株以上の中堅企業は四社(全体の一七%)、一二億株以下の小企業は一六社(全体の六六%)である。このような企業規模の分布は九七年末全国上場企業の企業規模の構成(大企業・一九%、中堅企業・一七%、小企業・六四%)とほぼ同じである。⁽⁶⁾

調査企業の業績を見ると(表3)、平均一社当たりの売上は一〇億元

余り、税引後利益は一億三千万元前後であり、なかには九八年度売上(二六億元)、税引後利益(二〇億元)の全国上場企業ランキング第一位の四川長虹が含まれているが、赤字企業(長城特殊鋼)もある。

表4 四川省上場企業の収益状況

年	上場企業数 (社)	1株当たり収益 (EPS)(元)	純資産収益 率(ROE)(%)	1株当たり純 資産(元)	赤字企業数 (社)
1996	29	0.23	7.15	2.85	3
1997	42	0.25	8.26	2.53	3
1998	53	0.38	12.17	3.15	4
1997(調査企業)	24	0.30	10.22	3.02	1
1997(全国平均)	754	0.24	9.69	2.47	41
1998(全国平均)	851	0.20	7.86	2.49	76

(出所)「中国改革報」1998年6月20日。「中国証券報」1999年5月1日。胡康生編「中国上市公司年報総汇及数据分析」上海三聯書店、1998年。中国証券報公司部編「98'上市公司資料速查手冊」新華出版社、1998年。中国証券監督管理委員会編「中国証券期貨統計年鑑1998」中国手冊」新華出版社、1998年。中国誠信証券評估有限公司編「中国上市公司基本分析」99年版、中国科学技術出版社、1999年などより作成。

また、調査企業の九七年度の一株当たり収益（E.P.S）、純資産収益率（R.O.E）、一株当たり純資産は同年度の四川省上場企業の同じ指標より高いが、九八年度の指標よりやや低く、また九七年度、九八年度全国平均の指標が高い（表4）。

3 株式所有

九七年末の調査企業の株式所有状況についてみると（表5）、国有株は発行済株式の約半数（四九・二四%）を占め、国有資産管理局、国有資産經營公司、国有企业などの名義で保有されている。法人株は一四・六〇%であり、私營企業である四川新希望農業を除けば、その殆どは国有法人や集団企業などが保有している。つまり、国有株と国有法人株を合わせた「国家関連株」は全体の六〇%前後に達し、絶対多数を占めることになる。全国上場企業の「国家関連株」の割合も同じように六〇%前後を占め、支配的な立場になる。⁽³⁵⁾ また、国有株、法人株と従業員株（〇・九一%）、その他株（〇・六七%）を合わせると、全発行済株式の六五%を占めるが、これらは「非流通株」に分類され、現段階では原則として一般流通できず、「不動株」の形をとっている。実際に取引所で売買できるのは国内の一般大衆向けの流通A株と外国人投資家向けのB株だけで、それらは「流通株」として分類される。九七年末の調査企業の流通A株は全体の三割前後（三四・五三%）であり、九八年秋に調査した時点でも三一・四一%であった。近年、全国上場企業の「流通株」の割合も調査企業と同じように三割程度である。

以上のように、現在中国の上場企業の株式所有の最大の特徴は、国家株、国有法人株といった「国家関連株」が全体の半数以上を占め、支配的存在にあることである。この特徴は「改革・開放」政策実施以後の企業制度改

調査企業名	国有株	法人株	流通A株	従業員株	その他	小計
四川長虹電器	57.02	2.64	30.72		9.62	100
峨眉集團	29.78	12.29	57.93			100
樂山電力	29.74	22.75	47.51			100
四川金路集團	13.34	20.70	65.96			100
成都量具刃具	42.52	16.38	41.10			100
四川川投控股（峨鉄）	54.25	5.68	40.07			100
成都銀河動力	47.54	13.53	38.43		0.51	100
四川金頂（集團）	56.38	2.36	41.26			100
成都人民商場（集團）	65.39	9.47	25.15			100
長城特殊鋼	58.78	19.94	18.69		2.59	100
泸州老窖	74.82		25.17	0.01		100
四川電器	41.68	26.15	28.76		3.41	100
四川省長江企業（集團）	38.12	35.8	26.08			100
攀鋼集團板材	65.11	10.07	15.42	9.40		100
四川製藥	53.69	13.52	28.38	4.42		100
四川銀山化工	57.78	13.24	28.84	0.15		100
成都天興儀表	70.83		29.17			100
内江峨柴	52.66	14.92	30.68	1.73		100
成都百貨（集團）	47.17	14.09	38.74			100
峨眉山旅遊	66.29		30.34	3.37		100
四川亞美	42.25	8.66	48.09			100
四川新希望農業		71.43	25.71	2.86		100
四川長江包装	57.11	14.23	28.66			100
四川錦華	59.45	2.65	37.90			100
平均値	49.24	14.60	34.53	0.91	0.67	100

注：泸州老窖、四川新希望農業、四川錦華の数字は98年の数字である。

(出所) 中国證券報公司部編「98'上市公司資料速查手冊」新華出版社、1998年。

趙小平編「中國股票市場統計分析（下冊）」中国財政經濟出版社、1999年より作成。

革と関連している。つまり国有企业から株式

会社へ組織変更する際、元の国有企业の資産をそのまま国家株、国有法人株に置換することで、「国家関連株」が全体の半数以上という絶対多数を占めるようになり、それを維持することが「社会主义市場経済」の一つの特徴として強調され、企業ガバナンスのあり方に決定的な影響を与えることになつてていると思われる。

4 重役の年齢・学歴

今回調査企業の重役の年齢と学歴は表6が示している。まず重役の平均年齢は四〇代の後半、四九歳である。うち党書記の平均年齢は最も高く五一歳、一般の董事（取締役）と副総經理（副社長）は一番低く四七歳である。また、党副書記は五〇歳であり、党幹部の平均年齢は五〇歳を超えて、企業内の長老である

ことがわかる。その他、取締役会長（董事長）も五〇歳以上であり、経営陣（社長、副社長）の平均年齢は最も低い四八歳である。

重役の学歴については、取締役会長の学歴が最も高く、七割が大卒以上である。それから社長（大卒以上・五二%）、取締役と党書記（大卒以上・五〇%）、副社長と監事會主席（大卒以上・四八%）という順で、組合（主席）委員長の学歴は一番低い（大卒以上・二六%）。また、高卒以下の割合の高いのは組合副委員長（三五%）であり、組合幹部の学歴が低いことがわかる。また、今回の調査対象になつた企業経営者（社長）の学歴（大卒以上・二%）は、全国企業調査の国有企业（大卒以上・四三・五%）、民営企業（大卒以上・四〇%）、株式制企業（大卒以上・三四・九%）の経営者と比べ一段と高い。⁽⁹⁾

表7 四川省調査企業重役の履歴（1）

	統計人数	企業内昇進		主管部門から就任		他企業から就任	
		人数	比率	人数	比率	人数	比率
董事長（会長）	23	13	56%	8	35%	2	9%
副董事長（副会長）	23	16	70%	6	26%	1	4%
董事（取締役）	167	115	69%	11	7%	41	24%
総經理（社長）	22	15	68%	6	27%	1	5%
副総經理（副社長）	87	72	82%	6	8%	9	10%
監事會主席（監査役会長）	22	18	82%	3	14%	1	5%
監事（監査役）	59	55	93%	3	5%	1	2%
組合（工会）主席	19	18	95%	1	5%	0	0%
組合（工会）副主席	9	9	100%	0	0%	0	0%
党書記	18	15	83%	2	11%	1	6%
党副書記	13	10	77%	2	15%	1	8%

注：董事は董事長、副董事長を含まない。監事は監事會主席を含まない。
(出所) 98年秋のアンケート調査。

表6 四川省調査企業重役の年齢・学歴構成

項目	平均年齢 (歳)	学歴				
		博士	修士	大卒	短大	高卒以下
董事長（取締役会長）	50	4%	8%	58%	25%	5%
副董事長（副会長）	49	0	0	31%	50%	19%
董事（取締役）	47	1%	7%	42%	35%	15%
総經理（社長）	49	0	9%	43%	45%	3%
副総經理（副社長）	47	0	2%	46%	33%	19%
監事會主席（監査役会長）	49	0	0	48%	39%	13%
監事（監査役）	48	0	1%	25%	41%	33%
組合（工会）主席	49	0	5%	21%	58%	16%
組合（工会）副主席	49	0	0	18%	47%	35%
党書記	51	0	0	50%	28%	22%
党副書記	50	0	0	41%	47%	12%

注：董事は董事長、副董事長を含まない。監事は監事會主席を含まない。
(出所) 98年秋のアンケート調査。

重役の履歴

調査企業の重役が役員になる経緯が、元の企業での企業内昇進、主管部門（政府）からの就任、他企業からの就任という三つの項目のどれにあてはまるのか、表7で示す。まず、取締役会長の五六%が企業内の昇進、二割が主管部門からの就任、九%が他企業から現在のポジションになっている。社長は企業内の昇進が六八%、主管部門からの就任が二七%、他企業からの就任は五%に過ぎない。取締役会副会長、副社長、監事會メンバー、組合幹部および党幹部は企業内の昇進が多く、七割を超えている。特に組合幹部の九五%以上が企業内の昇進である。

表8 全取締役の就任状況

	(%)
企業内昇進	67
主管部門（政府）から就任	12
他企業から就任	21
合計	100

注：全取締役は取締役会長、副会長を含む。
(出所) 98年秋のアンケート調査。

表9 経営陣の就任状況

	(%)
企業内昇進	79
主管部門（政府）から就任	11
他企業から就任	10
合計	100

注：経営陣は社長、副社長を指す。
(出所) 98年秋のアンケート調査。

表10 全監査役の就任状況

	(%)
企業内昇進	90
主管部門（政府）から就任	6
他企業から就任	4
合計	100

注：全監査役は監査役会長を含む。
(出所) 98年秋のアンケート調査。

二割、全経営陣の一割が他企業から就任した重役である。主管部門から取締役メンバー、経営陣への就任は一割程度に止まつた。また、重役が現在のポストに着く前に、どんなポジションにあつたのかについては、表11が示しているように、取締役会長の五割以上が工場長・副工場長であった。

表11 四川省調査企業重役の履歴（以前の役職）(2)

	統計人数	工場長・副工場長		一般管理職		党・政府関係		組合関係	
		人数	比率	人数	比率	人数	比率	人数	比率
董事長（会長）	21	12	57%	2	10%	9	43%	0	0%
副董事長（副会長）	22	12	55%	3	14%	10	45%	0	0%
董事（取締役）	137	43	31%	70	51%	22	16%	5	4%
総経理（社長）	21	14	67%	2	10%	7	33%	0	0%
副総経理（副社長）	74	38	51%	25	34%	14	19%	1	1%
監事会主席	24	6	25%	7	29%	8	33%	4	17%
監事	57	8	14%	27	47%	7	12%	16	28%
組合（工会）主席	18	1	6%	3	17%	1	6%	11	61%
組合（工会）副主席	9	0	0%	3	33%	2	22%	6	67%
党書記	21	7	33%	1	5%	17	81%	0	0%
党副書記	15	5	33%	2	13%	10	67%	0	0%

注：改革前の役職は兼任のケースがある。

表12 中国企業経営者の政治姿勢

(%)

項目	全体	国有企业	都市部 集團企業	鄉鎮 企業	全額出資 外資企業	中外合 弁企業	民營 企業	株式制 企業	その他
共産党員	96.5	98.9	94.5	90.6	41.2	85.5	60.0	94.2	97.6
無党派	2.8	0.8	4.7	7.9	47.1	11.9	33.3	4.7	2.4
他の党派	0.5	0.3	0.8	1.5	0.0	1.3	6.7	1.1	0.0
その他	0.2	0.0	0.0	0.0	11.7	1.3	0.0	0.0	0.0

(出所) 中国企業家調査系統「当前我国企業経営者対激励与約束問題看法的調査－1997年中国企業経営者成長与発展専課調査報告」『管理世界』双月刊、1997年第4期、120頁。

副会長はその五割が工場長・副工場長、四五%以上（三一%）が党幹部・政府であり、党幹部との繋がりが深い。社長の六七%は元の工場長・副工場長であった。監事會主席の三割は党・政府関係のポジションであった。その他、組合幹部（六割以上）、党書記（八割以上）は元の組合、党関係の出身者が多かつた。現在の党幹部は工場長・副工場長出身の割合が三割前後で比較的高く、企業経営者と党幹部の切れない縁を表している。全国の調査を見ても（表12）、国有企业（九八・九%）、株式制企業（九四・一%）の経営者の殆どが中国共産党员であり、経営者の政治傾向に中国の政治体制そのものが反映されている。

表13 四川省企業調査重役の兼任状況

項目	会社数	比率
会長・社長・党書記（一身三役）	5	21%
会長・社長・党副書記	3	13%
会長兼社長（兼任）	2	8%
会長兼党副書記	1	4%
社長兼党書記	1	4%
社長兼副会長	4	17%
社長兼取締役	7	29%
社長のみ	2	8%
党書記兼副会長	4	17%
党書記兼取締役	3	13%

（出所）98年秋のアンケート調査。

中国の上場企業は取締役会長と社長（CEO）を兼任するケースが多い。全国一〇〇社上場企業の兼任状況を見れば、その六五%が兼任会社である。⁽¹⁰⁾そもそも制度的に、取締役会（取締役）の使命は経営者を選任し、その経営内容をモニターリングして経営者をチェックすることにある。取締役会長と社長を一人の人物が兼任すれば、一体誰が誰をチェックするのか分からなくなるだろうか。つまり企業経営に対する監視機能が実際どのように發揮されているのかが、企業のガバナンス問題を考えるときに、非常に重要な点になると思われる。

6 兼任状況

今回の調査では（表13）、取締役会長・社長・党書記を一人の人物で兼任する「一身三役」のケースは五社、調査企業の二一%あり、会長・社長・党副書記を含めた「一身三役」のケースは八社、全体の三三%である。会長兼社長だけのケースは二社、それを合せた全体の会長兼社長のケースは一〇社になり、調査企業の四割（四一・六七%）を超えている。それと対照的に、社長だけのケースは一社、全体の八%に過ぎない。ここでは、党幹部（書記、副書記）と会長・社長・一般の取締役の兼任ケースは一七社に達し、全体の七割以上（七〇・八三%）となり、党のポジションと重役を多重に兼務することが調査企業の特徴である。

全国の経営者に対する調査も、党組織の役割（企業に対する監督・影響力）が強いという回答をした企業は国有企业で六七%、株式制企業で六〇・一%に達し、党組織の企業経営に対する影響力の強さが証明されている（表14）。

7 経営者のステークホルダーに対する認識

企業の様々な利害関係者、つまりステークホルダー（株主、ユーザー・消費者、従業員、取引先など）に対する経営者（社長）の意識調査を見ると、今回の調査結果では、一番重要と考えるファクターは、株主が三三%、ユーザー（消費者）が五〇%、従業員は一四%、地域社会・自治体は五%である。調査企業の五割はユーザー（消費者）を最重要視し、市場を重視する経営者の姿勢を表している。また、株主を最重要視する回答は三割を超えている。二番目に重要と考えるファクターについては、従業員（三六%）、ユーザー・消費者（三二%）、株主（二三%）という順になっている。逆に、一番軽視されているのは環境汚染である（表15）。

また、九五年のOn kit Tam氏の調査⁽¹¹⁾も、「企業の経営目的は利益の最大化」という回答をした取締役が八三%、

表16 企業的目的

項目	利潤の最大化	国家に利潤・税金の上納	従業員の報酬とボーナス	株価の維持	業務の拡大
董事	83	5	—	3	9
経理	93	2	2	—	3
監事	79	15	6	—	—

注：1) 一番重要な項目を1つを選んで回答。

2) 董事：取締役会メンバー。経理：社長及び上級管理者。監事：監査役会メンバー。

(出所) On kit Tam (1999), The Development of Corporate Governance in China, Edward Elgar Publishing, P70.

表17 経営者の株主に対する意識調査（優先順位）

	回答 企業数	1番		2番		3番		4番	
		会社数	比率	会社数	比率	会社数	比率	会社数	比率
国家株主	22	18	82%	2	9%	0	0%	2	9%
国有法人株主	21	4	19%	12	57%	3	14%	2	10%
非国有法人株主	23	1	4%	2	9%	13	57%	7	30%
個人株主	23	0	0%	7	30%	6	26%	10	43%

(出所) 98年秋のアンケート調査。

16。企業における市場重視の方針が改めて裏付けられた（表8）。

そもそも株主（「股東」という言葉は、特に「大股東」が地主と資本家のイメージに近いものであり、革命以後、殆ど使わなくなつたが、この十数年間、株式会社制度の導入と株式市場の形成によって、「国家股東」、「個人股東」という言葉は一般の大衆に馴染まされるようになつた。）

今回の調査では、既に三割以上（33%）の経営者が株主を最重要視する姿勢を採つた。しかし、株主と再分類して、国家株主、国有法人株主、非国有法人株主、個人株主と分けて経営者の態度を検証してみると、表17で示されるように、一番重要視される株主のランクイン第一位は国家株主（一八社、八二%）である。ランクイン第二位は国有法人株主（四社、一九%）であり、「国

表14 中国経営者の企業内組織の役割（監督・経営サポート）に対する認識（%）

項目	全体	国有企业	都市部企业	郷鎮企业	全額出資外資企业	中外合弁企业	民営企业	株式制企业	その他
党組織の役割									
強い	62.9	67.0	48.1	59.4	26.7	46.7	20.0	60.1	54.8
一般	32.3	29.6	45.7	35.5	40.0	39.3	53.4	33.1	42.8
弱い	2.5	1.9	3.1	1.5	20.0	4.7	13.3	4.2	0.0
無関係	2.3	1.5	3.1	3.6	13.3	9.3	13.3	2.6	2.4
組合の役割									
強い	48.6	46.4	55.4	51.5	50.0	53.7	60.1	54.0	47.7
一般	41.3	45.1	31.4	28.7	31.3	30.2	13.3	36.7	33.3
弱い	6.4	5.9	8.2	9.5	6.2	6.7	13.3	5.8	11.9
無関係	3.7	2.6	5.0	10.3	12.5	9.4	13.3	3.5	7.1
従業員代表大会の役割									
強い	47.0	50.7	39.1	37.5	13.3	27.8	13.3	45.1	38.1
一般	44.5	42.4	51.2	44.9	53.3	52.1	53.4	47.8	52.3
弱い	5.0	4.4	5.4	8.1	13.3	9.0	20.0	4.2	4.8
無関係	3.5	2.5	4.3	9.5	20.1	11.1	13.3	2.9	4.8

(出所) 中国企業家調査系統「当前我国企業経営者対激励与約束問題看法の調査－1997年中国企業経営者成長与発展専課調査報告」「管理世界」双月刊、1997年第4期、132頁。

表15 ステークホルダーに関する経営者の意識調査（優先順位）

	回答 企業数	1番		2番		3番		4番		5番		6番		7番	
		会社数	比率												
株主	22	7	32%	5	23%	4	18%	1	5%	2	9%	2	9%	1	5%
ユーザー（消費者）	22	11	50%	7	32%	4	18%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%
従業員	22	3	14%	8	36%	5	23%	5	23%	1	5%	0	0%	0	0%
取引関係企業	21	0	0%	0	0%	2	10%	6	29%	5	24%	5	24%	3	14%
主管部門	20	0	0%	1	5%	3	15%	7	35%	2	10%	5	25%	2	10%
地域社会・自治体	21	1	5%	1	5%	2	10%	2	10%	6	29%	6	29%	3	14%
環境汚染	20	0	0%	1	5%	1	5%	1	5%	4	20%	2	10%	11	55%

注：1) 経営者は社長である。

2) %は四捨五入計算。

(出所) 98年秋のアンケート調査。

家関連株主」が最重要視されている。三位の非国有法人株主は、つまり私営企業の新希望農業は、親会社である新希望集団の非国有法人株主を一票を投じた。個人株主は〇票である。一番目の重要視株主は国有法人株主（二社）であり、次に個人（七社）、国家（二社）、非国有法人（二社）という順になっている。逆に、経営者が一番軽視されている株主は個人株主であり、次に非国有法人株主、国有法人株主、国家株主という軽視番ランキンガになっている。経営者は国家株主、国有法人株主、非国有法人株主、個人株主に対する態度の変化は各企業の株式所有の構成に密接に関連していると思われる。

9 むすびにかえて

以上、四川省のアンケート調査を中心に、上場企業のコーポレート・ガバナンスのを見てきた。「国家関連株」を中心とした株式の所有形態は国家株が支配する構図を生み、これが現在中国企業のコーポレート・ガバナンスの特徴である。そして、国有株支配の下で、元の国有企业の経営者と党幹部はそのまま株式会社の重役へと変身することができ、さらに独裁者的な「一身三役」（会長、社長、党書記）、兼任（会長、社長）というケースも生まれてくる。「換湯不換藥」（湯を換えても薬は取り換えない、中身はそのまま）という言葉に象徴されるように、一部の上場企業のガバナンスは旧国有企业体制のままになつておらず、それは株主総会、監査役会の形骸化、個人株主の軽視、経営に対するチェック機能の不在などに繋がる恐れがある。また党組織の存在は中国のコーポレート・ガバナンスを考えるときに重要な要素であり、現在企業内党组织が政治的な役割以外に、経営のサポートという役割を果たし、重役の人事にも発言権を持つている。党と企業経営の関係を良好に保つために、どのような基準を設けるのかが重要な点になるであろう。そして、株式会社はいわゆるステークホルダー（株主、経営者、従業員、取引先など）の利害関係の調整が必要で、特に、大株主である国有株主支配の下で有効かつ合理的なコーポレート・ガバナンスのあり方をどのように構築したら良いのか、その客観的な基準をどのように設ければ良いのかが今後の課題になるであろう。

今回は極めて狭い範囲の調査であったので、今後は九〇〇社以上の上場企業に対してより広範かつ詳細な調査が必要になつてくると思われる。

注

- (1) 「中国統計年鑑」中国統計出版社、九七年版、七〇頁。
- (2) 「中国統計年鑑」中国統計出版社、九八年版、一〇七頁。
- (3) 中国誠信証券評価有限公司編「中国上市公司基本分析（一九九九）」中国科学技術出版社、一九九九年、九八頁～九九頁。上海証券交易所編「上海証券交易所統計年鑑（一九九九卷）」上海人民出版社、一九九九年、一六七頁など。
- (4) 「三線建設」は、一九六〇年代、戦争が勃発する可能性があるという予測のもと、その準備として、中国の西南、西北など交通の不便・邊鄙な地域を中心に、三・八万台の設備を投入し、各種の人材一四・五万人を送り込み、三八〇個の大型プロジェクトを建設した。当時、「三線」地域において、計画経済の下で、エネルギー、原材料および機械、電子、化学工業、軍事産業などを中心に相互補完的な工業体系が形成された。「文化大革命」の末期（七〇年代の半ば）前後、全国約一五〇〇社の大型企業のうち、四〇%は「三線」地域に設置された。一九七八年の「改革・開放」政策の実施以降、特に東西冷戦が終つてから、これらの軍事産業は大きな転換期を迎えた。現在、その大部分は「軍転民」

（軍事産業から民生製品へ）と転換してい。既に、「四川長虹」（家電メーカー）、「重慶嘉陵」（バイク）、「三九胃泰」（製薬）などの有名な民生製品の企業が現われた。（鐘景雲「中国国防工業邁出世紀步伐」、「經濟導報」（香港）、第十六期、一九九九年七月一九日を参照。）

- (5) 「中國證券報」、一九九八年一〇月一八日。
- (6) 中国証券監督管理委員会編「中国証券期貨統計年鑑一九九八」中国財政経済出版社、一九九八年、六五頁。
- (7) 「中國証券報」一九九九年五月一日。
- (8) 中国証券監督管理委員会編「中国証券期貨統計年鑑一九九八」中国財政経済出版社、一九九八年、六七頁。「中国証券報」一九九九年五月一〇日。
- (9) 中国企業家調査系統「当前我国企业经营者对激励与约束問題看法的調查——一九九七年中國企业经营者成長与发展專課調查報告」『管理世界』双月刊、一九九七年第四期。
- (10) 田志龍、楊輝、李玉清「我国股份公司治理結構的一些基本特徵研究——對我国百家股份公司的實證分析」『管理世界』双月刊、一九九八年第二期。
- (11) On kit Tam (1999), *The Development of Corporate Governance in China*, Edward Elgar Publishing, PTO.

証券取引所の市場情報収入

清水 葉子

1 多様化する市場間競争

アメリカでは、一九七五年の証券諸法改正以降、取引所や店頭市場、第三市場などさまざまな形態の市場の間に競争を導入することによってより効率的な証券市場を構築していくとする政策がとられてきたことは周知の通りである。こうした市場間競争は既存の証券取引所の性格にどのような影響をもたらしてきただろうか。

市場間競争は、市場での価格をめぐる競争であって、より有利な気配を提示している市場により多くの注文が集まる。より多くの注文が集まることで市場の流動性が高まって効率的な価格形成が可能になり、さらに多くの注文を引き付ける。このように市場間競争は第一義的にはよりよい気配をめぐって行なわれる。

市場間競争は、また、取引コストをめぐっても行なわれる。市場仲介者である証券会社が顧客に対してもより低い委託売買手数料を提示できるためには、執行市場でも低コストでの執行が可能であることが必要である。このため、執行コストが低い市場が市場仲介者によつて選択されることを通じて、市場間での競争が行なわれ、執行コストの低い市場に流動性が集まるであろう。また、マーケット・インパクトなど売買にともなう広義の取引コストも競争の対象となる。たとえば他市場で決まった価格をそのまま用いて単一価格で一括執行するシステムであれば、大口売買のマーケット・インパクトを抑えることができる。このように市場間競争は間接的な取引コストも競争対象となる。

さらに、さまざまな執行システムを構築することで市場サービスを差別化することを通じても市場間競争が行なわれている。たとえば第三市場では取引に際して匿名性が確保できる、機関投資家向けに相対交渉フェイズが設けられているなどといった多様な取引システムがこうした特定のニーズを満たしているとされる。

このように、現在の市場間競争は、当初の想定のようによりよい気配をめぐって行なわれるだけではなく、マーケット・インパクトなど広い意味の取引コストや市場サービスの多様化をめぐっても行なわれており、たいへん複雑な性格を持つているといふことができる。

また、一九九〇年代に入ると、ATSないしPTSと呼ばれる、証券会社が営利目的で運営する市場が取引量を増やし、既存市場の強力なライバルとなつてきている。こうした非取引所市場は、非会員・営利組織であるので、既存の取引所とは異なった組織構造や目的をもつて運営されている。たとえばこうした非取引所市場では、会員組織と違つて、市場参加者と市場運営者が異なるため、市場運営や規制が直接的に参加者のために行なわれるわけではない。またこうした市場は営利組織であるから、当然ながら競争は流動性がもたらす収益をめぐって行なわれることになる。このように市場間競争は競争している市場の組織構成や目的という点でも複雑化しているということができる。

証券取引所は、本来会員の取引需要を満たすために会員によつて運営される非営利組織であるが、市場間競争がこのような形で複雑化してきているため、取引所の競争も徐々に戦略的な様相を帯びはじめている。近年欧米では証券取引所や店頭市場との間で合併・統合が進められたり、取引所が株式会社化するなどといった新しい動きが見られる。こうした動きも市場間競争を意識した取引所の戦略的な活動と/orことができるのであつて、取引所は非営利組織であるという性格を離れて、営利組織としての動きを持ちはじめたといつてもよいかもしれません

い。

こうした市場間競争のもとでは、非営利の取引所といえども、究極的には取引がもたらす収入をめぐる競争を行なうといった性格を強めざるを得ず、さまざまな市場サービスから得られる収入に関して戦略的な対応が必要となると考えられる。

2 取引所の収入構成

ニューヨーク証券取引所を例にとって取引所の収入構成を見てみよう。ニューヨーク証券取引所が得ている収入はおおまかに分けて、会員からの会費収入、証券取引から得られる定率の収入（いわゆる場口銭）のほか、株式を上場することから得られる上場賦課金、清算からの収入、市場情報からの収入などで構成されている。取引所が証券取引を行なうもののための会員組織であることから考えると、取引所のもつとも基本的な収入は、会員が会員権のみかえりとして支払う会費と、実際に行なつた取引量に応じて負担する場口銭であると考えられる。

しかしながら取引所の制度が整備されるにつれて、取引所への上場が証券発行企業のステータスとなつたり、取引所での価格が証券価値の指標として広く参照されるようになると、発行企業から証券の上場に際して徴集する上場賦課金や、市場での価格情報の提供から得られる収入の重要性も高まつたと考えられる。

図1は一九七五年からのニューヨーク証券取引所の収入構成を見たものである。ニューヨーク証券取引所の収入は全体として大幅に増加しているが、中でも上場賦課金の増加は著しく、図2では特に一九九〇年代前半以降は投資収入を除く全収入の四割前後を占めていることが分かる。このことから取引所の収入構成を考える上で上場賦課金の占める位置付けは極めて高いといふことができる。

図1 ニューヨーク証券取引所の収入

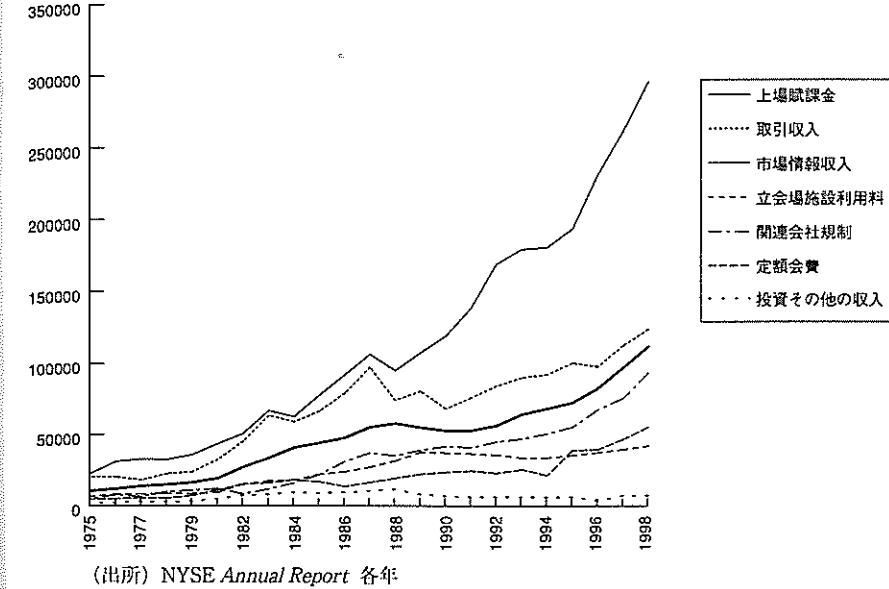
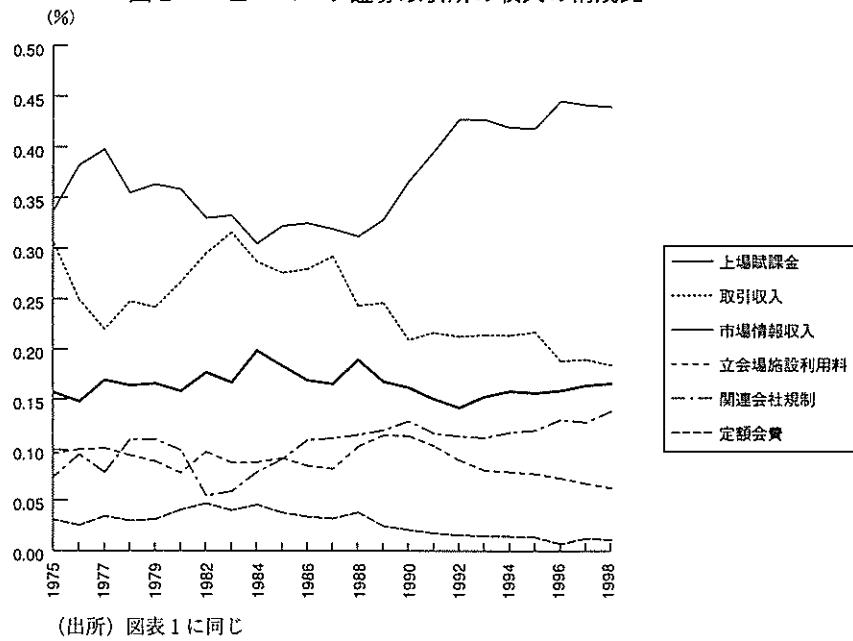


図2 ニューヨーク証券取引所の収入の構成比



また、市場情報収入も上場賦課金、場口銭に比べ第三の収入である。市場情報からの収入は、趨勢的に増加していることはもちろんあるが、ニューヨーク証券取引所では収入の一五%をやや超える程度の割合をコンスタントに占め、変動の大きい上場賦課金や場口銭にくらべて比較的安定した収入源になっていることが図2からうかがえる。

3 市場情報提供の仕組み

有価証券の価値の公正な決定のための情報は数多い。まず一般的なニュースも企業業績に関係する限りで有用である。また企業が法律の規定に基づいて開示する財務情報や各種のアナウンスメントも極めて重要な情報源である。これらは一般に無料で市場に提供され、公共財としての性格を持つていることができる。

一方、こうした無料の情報に独自の調査を加えて提供される証券会社などのリサーチ情報も価格決定に重要な役割を果たす。こうした情報は通常有料、またはフル・サービスの証券会社のサービスの一環として提供されており、何らかの形で利用者から料金が徴集されている。

一方、取引所の情報提供収入を構成しているのは市場での価格情報であって、直近の価格情報、気配情報、過去の累積的な価格情報の三つに分けることができる。

アメリカでは、市場情報は取引所の直近の価格情報、気配情報を伝達するCTS（総合テープシステム）、QS（総合気配システム）のほか、店頭市場に関してはNasdaq、オプションに関してはOPRAがそれぞれ市場での価格情報を伝えている。CTAはさらにニューヨーク証券取引所上場銘柄の価格を伝えるTape Aとアメリカン証券取引所上場銘柄の価格を伝えるTape Bとに分けられ、それぞれの取引所が管理している。

取引所上場銘柄の価格情報を管理しているのは、CTAとCQSである。運営はアメリカの七取引所とCBOEがメンバーとなつて意志決定を行い、収入の配分決定は取引量に比例配分される。実際のシステム運営はSIAC (Securities Industry Automation Corporation) に委託されている。SIACはニューヨーク証券取引所との情報処理業者として各取引所と市場情報の収集・配信についての契約を結んでおり、各取引所に集められた価格情報は、SIACによって処理され、取引量やインデックスの計算などがなされたあと、直接利用者の端末に配信されるか、ベンダー経由で間接的に利用者に配信される。

ベンダーに配信された価格情報が証券会社や投資家などの利用者に再配信される場合には、ベンダーが独自でさまざまな付加価値をつける」とが一般的である。ベンダーは、価格情報を他の一般的な情報やニュースと組み合わせたり、過去のデータのうえに累積したり、その他さまざまな加工を施して配信する。証券会社も、受け取った情報を社内のトレーディング部門、リサーチ部門など社内各部門に回送するほか、顧客投資家にも配信することとでベンダーの役割を果たすことが多い。ベンダーや証券会社からの二次配信は、従来のような専用線を用いる場合の他、インターネットを使った配信も増えてきている。

取引所は、こうした情報の受け手との間で「Exhibit A」と呼ばれる技術的な契約をかわしている。「Exhibit A」では、二次配信についての規定の他、成立後一定時間を経過して無料となつた価格情報 (delayed data) が確実に遅れてしか利用できないよう保証することなどが定められている。たとえば証券会社が有料の価格情報を社内利用を超えて顧客など外部に配信する場合にはベンダーとしての契約が必要とされる。

価格情報の料金体系はかなり複雑である。表1はSIACとコンサルティング会社のアンダーセン社が一九九九

表1 取引所の情報利用料

	NYSE		AMEX
	端末数	1端末あたり1ヶ月	
プロフェッショナル 出来情報	1	\$127.25	会員 1端末 13.60 ドル 非会員 1端末 14.60 ドル
	2	79.50	
	3	58.25	
	4	53.00	
	5	47.75	
	6-9	39.75	
	10-19	31.75	
	20-29	30.25	
	30-99	27.50	
	100-249	26.50	
プロフェッショナル 気配情報	250-749	23.75	会員 1端末 13.65 ドル 非会員 1端末 15.60 ドル
	750-4,999	20.75	
	5,000-9,999	19.75	
	10,000超	18.75	
ノンプロフェッショナル 出来情報 気配情報	ベンダー	NYSE	1ヶ月 3.25 ドル
	1ヶ月 5.25 ドル または1件 0.01 ドル	1ヶ月 30 ドル	

年六月に行なつた取引所の市場情報の販売に関する調査⁽¹⁾であるが、たとえば同じ上場証券であつてもTape AとTape Bでは料金体系が異なつており、Tape Aが端末数に応じて遞減的な料金体系をとつてているのに対してTape Bは定額制としている。また、端末使用料として徴収する場合もあり、データ一件ごとの料金を徴収する場合ならば、データ一件ごとの料金を徴収する場合もあり、何に対しても課金されるのが必ずしも明らかでないなど、いくつかの問題があることが分かる。

4 市場情報利用の拡大

市場情報の提供というサービスが、近年注目されているのはどのような理由によるのだろうか。SIACの調査では、市場情報の重要性が近年注目されていることの背景を次のように説明している。

まず、アメリカではインターネットを利用して頻繁な証券売買を行なういわゆるディ・トレーダーの取引が急

増していることが報じられている。こうしたディ・トレーダーと呼ばれる投資家に代表されるように、インターネットなどを利用した個人投資家の取引が増加するにつれて、市場情報の個人利用が急増していることが推測される。こうした個人投資家の拡大は、情報ベンダーのビジネスチャンスの拡大にもつながっていると同時に取引所の市場情報の重要性も高めていると考えられるのである。こうした投資家の拡大は、以前にもましてリアルタイム情報の需要の増加にもつながっているという。

また、証券会社など、以前から市場情報を利用してきた市場仲介者が、複数ベンダーを利用するケースが増大したとされている。こうした複数ベンダーの利用の理由は、ひとつには市場情報の重要性が高まるにつれて、情報ベンダーのシステムダウンや通信回線の不具合などに備えるための安全対策のためであり、また情報ベンダーが市場情報と同時に提供するさまざまな付加価値を利用するためであるともいわれている。情報ベンダーの提供する付加価値情報の増加は、テクノロジーの進展によつて情報の加工や再配信が容易になつたという背景によるものであることもみのがせない。

このように、市場情報に対するニーズが高まることは、取引所にとっても市場情報提供の主導権をいかに握るかが重要な競争戦略になると考えられ、市場情報の提供は、将来取引所の戦略「商品」の一つとして使われる可能性がある。こうした背景もあって、取引所は、市場情報の戦略的利用のために情報の用途や加工に対する権利と同時に、情報の価格決定の権利も強く主張している。

5 おわりに

先にみたように、証券取引所が価格情報の提供から得る収入は、無視できない割合を占めている。また、市場

情報に対するニーズはインターネットなどを利用した個人投資家の活発な証券売買を背景に近年急速に増えており、今後も増えつづけることが予想される。このため、取引所にとってこうした情報提供サービスが戦略的な「商品」の一つとなる可能性が高い。

一方、こうした価格情報は市場参加者である会員によってつくりだされたものであるので、取引所がこうした権利をどこまで主張できるのかという点は検討が必要である。こうした文脈でアメリカでは情報提供収入を会員に還元することを求める動きもあるが、情報提供収入の還元のメリットを受けるのは会員であつて、非会員から会員への所得移転が生じる可能性があることであつて、問題は簡単ではない。

現在アメリカでは現在SIAを中心に、従来複雑な形をとつていた市場情報の提供に関する取引所と利用者やベンダーとの間の契約を一元化し、権利関係や料金体系に関して、なんらかのひな形を準備する方針の必要性がとなえられている。SIAは、商用・技術的な市場情報利用の増大に情報利用を規定する契約の形態が追い付いていないこと、各取引所がそれぞれ市場情報の提供に関する交渉をベンダーと行なつたのでは契約のための交渉努力が重複することなどをその理由としてあげている。さらにSIAは、市場情報の公平・公正な利用のために、清算機関のように中立形態の情報収集・配信機関の設立を考えているとも述べており、市場情報の利用に関する議論が高まることが予想される。

可能。

アメリカにおける清算会社の機能

福本 葵

1 清算会社

平成一年五月より、東京証券取引所ではその決済を清算機関方式に移行した。アメリカでは、一八七〇年に、フィラデルフィアにおいて、最初の清算機関が操業を開始している。一九七〇年代後半からは、全国ベースでの清算会社による清算を行っている。独立した機関である清算会社を設立し、これが清算業務を行う形態は、アメリカにおける売買約定後の諸制度の中でも特徴的なものである。」のように清算会社という独立した機関が、照合・清算を行う制度は、日本やヨーロッパでは從来見られなかつた。東京証券取引所が「の度、導入した制度は清算機関方式であり、清算会社という独立した機関を別途設ける方法ではない。

アメリカにおける清算会社は、効率的で、コストが低く、リスクの少ない決済サービスを提供する」とを目的として設立され、現在もその役割を果たしている。代表的な清算会社は、National Securities Clearing Corporation（以下、NSCCといふ）である。NSCCはDepository Trust Company（以下、DTCといふ）の関連会社として、一九七六年に設立された。DTCはアメリカの保管振替制度における代表的な中央預託機関である。日本においては、財團法人証券保管振替機構がDTCと類似の機能を果たしている。

証券決済は、計算、照合、清算、振替の四つのプロセスを踏襲すると考えられる。そのうち、照合および清算をNSCCが担当し、振替をDTCが担当する。証券決済の四つのプロセスは密接に関連している。前プロセス

が行われた後に、次のプロセスに移行する。この二連のプロセスが迅速に達成されればされるほど、決済に関するリスクは軽減されるので、時間の短縮は決済にとって、リスク軽減の大きな要因となる。

証券の売買が成立すると、その取引に関する第一のプロセスである計算がなされる。計算がなされた後の取引は、第二のプロセス、照合が行われる。照合とは、取引確認である。取引当事者や取引所などの複数の取引関係者によって、幾重にも照合された取引は、第三のプロセス、清算に移る。NSCCは主にこの清算の機能を担う機関である。NSCCで行われた清算に関する情報は、DTCに送られる。DTCでは、証券決済の最終段階である振替を行う。NSCCはDTCと連携したシステムを構築しており、DTCとNSCCが行う業務は、アメリカにおける証券決済の中核的な役割を果たしていく。

また、NSCCは、一九九七年まではアメリカにおける唯一の清算会社ではなかつた。取引所と結びついた清算会社が複数存在していた。しかし、一九九五年には、Adler Coleman Clearing Corporationが倒産したために、NSCCがその業務を引き継いだ。同年、シカゴ証券取引所の清算会社であるMidwest Clearing Corp.が清算業務を引き継ぎ、また、一九九七年のフィラデルフィア取引所が自らの清算会社であるStock Clearing Corp.―Philadelphiaを閉鎖し、その業務をNSCCが引き継いだことにより、NSCCはアメリカにおける唯一の清算会社となつた。ヨーロッパや日本では、清算会社を持たない。従つて、清算会社の持つ機能は、取引所等、他の機関が行わなければならぬ。日本において、その機能を担つているのが証券取引所である。

2 NSCCの設立と構成

(1) NSCCの歴史⁽¹⁾

証券売買の約定を担当するフロントオフィスの急速な発展に対し、証券売買約定後の事務手続きを担当するバックオフィスの改革は一足遅れて始まった。一九六八年から一九七〇年にかけて、バックオフィスの事務処理である、証券業者や名義書換代行機関の間での権利移転等の事務処理が流通量に追いつかなくなる事態、いわゆるペーパークライシスが生じた。当時、ニューヨーク証券取引所では、毎日、取引量の最高記録を更新しており、一日二五億株の取引を処理していた。急激に拡大した取引の未決済の残務を処理するために一週間に一度は市場を開鎖しなければならなかつた。このペーパークライシスによって、物理的な証券の取扱いを排除し、電子的な移転を行う、保管振替制度構築が急務となつた。そこで、一九六八年DTCの前身であるCCC-Iが設立された。一九七三年、DTCが設立された。

ペーパークライシスの発生により、証券売買取引の約定の成長を支える基礎構造（インフラストラクチャー）が必要となつた。インフラストラクチャーを整備することによって、それまで、コストが高く、かつ手作業で行われていたバックオフィスの処理を自動化し、業務の手順を合理化し、リスクを最小にできるようになる。そのインフラストラクチャーの一つが振替を担当するDTCの設立である。そして、もう一つが清算を担当するNSCCの設立である。

DTCの設立により、今までペーパーベースで行われていた手作業を電子的なブックエントリー方式での証券移転に代えることにより、証券所有、移転の合理化が図られる。また、NSCCの設立によって、取引に介在する仲介を排除し、もともとの買い手とNSCC、もともとの売り手とNSCCという権利関係を築くことになる。

これにより、ペーパーベースの取引指図書の削減が図られ、取引自体も合理化されることとなる。

このような経緯で、NSCCは一九七六年にニューヨーク証券取引所（NYSE）、アメリカン証券取引所（AMEX）、店頭市場（NASD）の三市場の清算会社として設立された。NSCCはこれらの市場によって株式保有されている。NSCCはそれまで、NYSE、AMEX等それぞれの市場が独自で保有していた清算機構を統合し設立された。それまで各取引所で行われていた清算業務を標準化して中央集権化した。現在では、NYSEやAMEXのみならず、NASDや地方証券取引所における証券売買の清算業務をも行つている。

(2) NSCCの構成⁽²⁾

NSCCは一九七六年にNYSE、AMEX、NASDの三市場の清算会社として設立された。NSCCはこれらの中の市場によって株式保有されている。NSCCの経営は銀行、ブローカーおよびディーラー等からなる二人の役員によって組織されている。会員には二、〇〇〇のブローカー、ディーラー、銀行その他がおり、四五〇の直接参加者を有している。残りは間接参加者である。直接参加者はNSCCの中に自己名義の口座を保有し、清算を行う。一方、間接参加者はNSCC内に自己名義の口座を保有せず、直接参加者に清算業務を委任している。NSCCは、アメリカにおける市場の取引のうち九九%を清算している。

3 NSCCの清算業務⁽³⁾

(1) 取引日当日

NSCCは、決済に係る債務を保障している。つまり、NSCCは、双方のカウンターパーティ（債券債務の

相手方当事者)となる。従つて、決済に係る債権債務関係は、もはや当初の取引の相手方ではなくNSCCである。

NSCCの決済を保障するシステムは、照合されたことを参加者に報告した日、つまり取引当日の深夜に始まつている。NSCCが売買の決済に対する保障の責任を想定、開始するのもこの時点である。

この時点からさらに、売買の当事者である会員は、もはや売買取引の相手方会員ではなくNSCCと直接に取引を行うことになる。ネットの売り手は証券をNSCCに渡す義務を負い、ネットの買い手はNSCCから支払いを受け取ることになる。あらゆる買い手が代金を支払った当該取引証券を受け取ることを確実にし、あらゆる売り手が受け渡した証券の代金を確実に受け取るよう保障する。自らが取引のカウンターパーティになることによつて、NSCCは市場参加者の不確実性を減少させ、公的な信頼を与える。証券市場の安全性や信頼性を確保する役割を果たしている。

(2) T+1

転換社債やワランチ債のようなエクイティ債やボンドの決済のほとんどはT+1に完了する。NSCCは参加者の契約に関するコンピュータ化された情報を、DTCに伝達する。契約に関する情報とは、市場における売り注文と買い注文の報告を示す。

取引照合後、NSCCは、Continuous Net Settlement System（繰り越しネット残高決済方式、以下、CNS）による決済の準備ができるいると確認する。このCNSとは、ある日の未決の受け取りや、引き渡しのポジションが単純に翌日のポジションに合算され、繰り越した残高が計算される方式をいう。CNSは、一つ一つの取引を個別に決済するのではなく、照合された証券の取り扱いを集中化させ、証券や代金をバランスしている。取引量にかかわらず、CNSネットは毎日行われる。銘柄毎に、取引を行つた参加者が、売り手なのか買い手なのか決定し、証券の移動と取引コストやリスクを最小化している。CNSを通じて、NSCCは照合された取引のカウンターパーティになる。そして、取引が各々の参加者に報告された後、夜間に処理される決済を保障している。

照合できなかつた取引は参加者に訂正させるために戻される。NSCCから照合不可能なため戻された取引について、参加者はその後、訂正を行い、NSCCにもう一度データを送り返す。T+3までに、照合されない取引は、もともとの売買の相手方との対面の交渉に入るために、取引の行われた市場に戻される。

(3) T+2

T+2の朝に、NSCCのCNSシステムは取引日（T）や取引の翌日（T+1）に既に照合されている取引を集計し、清算する。清算された取引情報はその後、株数や支払いをバランスさせて、参加者に送られる。これによつて、NSCCは参加証券会社のまだ照合されていない取引数を確認することができる。

(4) NSCCの証券のネットティング⁽⁴⁾

清算における効率性を最大化するために、マルチラテラルネットティングシステムが必要となる。つまり、制度に参加しているすべての参加者の、その日一日のすべての取引をネットするものである。例えば図1に示すように、A証券会社が、以下の証券売買を行つたとする。B証券会社から銘柄Xを五〇〇〇万ドルで買う。C証券会

買い
A証券会社
5000万ドル
X銘柄
売り
B証券会社
C証券会社
D証券会社
5000万ドル
買い
買い

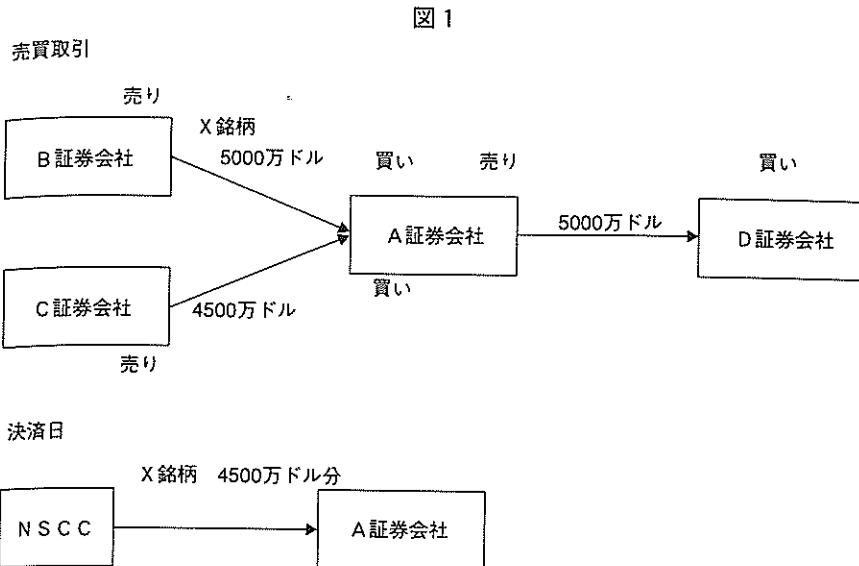


図1

社から銘柄Xを四五〇〇万ドルで買う。そして、D会社にXを五〇〇〇万ドルで売る。マルチラテラルネットティングのシステムの下、A証券会社はネットでXの四五〇〇万ドルでの買い手となつていることを認識する。この証券、銘柄Xについての、三つの取引を決済するために、A証券会社は翌日、清算機関に四五〇〇万ドルの支払義務を負う。

支払義務を履行すると同時に、A証券会社は四五〇〇万ドル分の銘柄X証券を受け取る。四五〇〇万ドル分のX銘柄証券は決済日に入手できる。これはマルチラテラルの単純な例である。

NSCCはネットの結果、ネットしていなかつたであろう場合に比して、九五%を削減できたと見積もられている。⁽⁵⁾

照合、清算のプロセスの扱い手は、NSCCを代表する清算会社である。NSCCで清算された情報は、DTCに送付される。DTCはNSCCの清算結果に基づいて、DTCの管理する口座間で、振替を行う。つまり、権利移転機能の四つ目のプロセスである振替は、DTCの扱う業務である。

(5) 決済日 (T+3)

四営業日目 (T+3) は決済日である。NSCCは照合された取引をネットの買い手には証券を渡し、ネットの売り手には代金を支払うことによって完成させる。これが、第四の段階である振替である。

これらの取引では、物理的な券面、ペーパーベースの証券が手渡しされることはほとんどない。物理的な証券、券面はNSCC関連会社のあるDTCの金庫に保管されている。決済の間、NSCCはDTCに対し、DTCの管理する口座上で、清算された後の売り手口座からNSCCの口座に証券を動かすように指図する。その後、買い手の口座に当該証券の数量を振り替えるよう指図する。こういった指示は全て電子的に行われる。電子的な指示を行うことによって、プロセスはスピードアップし、また、証券紛失のリスクから保護されることになる。

4 NSCCの安全保障機能

(1) NSCCのリスクヘッジ⁽⁶⁾

清算会社の機能のうち最も重要なものが、リスクの軽減である。清算会社自身がそれぞれの取引のカウンターパーティとなり、決済のプロセスの中で発生する義務を負う。そのため、取引の当事者は、取引の相手方のフェイルや、倒産のリスクを負うことがない。従つて、取引を行う者は、取引相手の財務能力に留意せず取引に参加することができる。

清算会社は取引市場の経済的安定性を与えていた。ヨーロッパや日本のように清算会社が存在せず、決済のメカニズムを保証しない市場では、市場参加者が自分自身の評価で取引の相手方を選択しなければならない。取引

相手の不履行のリスクを自分で負担しなければならないのである。

①フェイ儿の場合

フェイ儿とは、渡し方のブローカーが要求された株式等を保有していない場合をいう。例えば、渡し方ブローカーが渡す予定であった株式等を顧客から受け取ることができる場合や貸株市場においても借りることができる場合に起る。

日本において、取引当時者がフェイ儿をすることが認められていない。しかし、アメリカにおいては、決済日の繰り延べの役割を果たすフェイ儿については、一概に禁止せず、フェイ儿を行ってもよい場合を設定している（いわゆるゲット・フェイ儿）。

では、フェイ儿の場合、NSCCはどうな行動をとるか。渡し方ブローカーが決済日に渡すことができない場合、渡し方ブローカーは、NSCCに対し前日の株価と契約株価との差額を支払わなければならない。仮に、前日の株価が一五〇ドル、契約株価が一〇〇ドルであった場合、一株につき五〇ドルをNSCCに支払わなければならない。NSCCはこの五〇ドルを受け方ブローカーの口座に入金する。資金のやり取りはNSCCを通じて行うが、NSCCはこの場合、リスクを負わない。渡し方ブローカーが五〇ドルの損失を負い、買い方ブローカーが同額の利益を受け取るからである。

渡し方ブローカーが決済の翌日に、株式を渡す場合、買い方ブローカーは、契約価格と差額の合計、先ほどの例では一五〇ドルをNSCCに渡す。NSCCはその一五〇ドルを渡し方ブローカーに支払う。つまり、取引は取引株価の一〇〇ドルでなされる。

②倒産の場合

渡し方ブローカーが決済日または、決済日の翌日に倒産した場合はどうなるであろうか。値洗いシステムはどういうに働くであろうか。値洗い価格（mark-to-market）とは、買い方ブローカーが証券の受け渡しのために支払う価格であり、更新差金（mark）とは渡し方ブローカーが決められた日に受け渡しをすることができるなかつた時に支払うものである（Chart 1）。ここで、契約価格を一株につき一〇〇ドルとする。T+2、T+3、T+4、T+5はChart 1に示すものとする。

ケース（1） Chart 2に示す①の場合

決済日、渡し方ブローカーが、市場が閉鎖した後、倒産した場合。NSCCは株式をT+4の価格で購入しなければならない。NSCCは契約の価格を受け方ブローカーから受け取る。従つて、NSCCの損失は一〇〇（一〇〇マイナス一〇〇）である。

ケース（2） Chart 2に示す②の場合

ケース（1）と同じく、渡し方ブローカーが決済日、市場が閉鎖した後、倒産した場合。ケース（1）との違いは、渡し方ブローカーは既に更新差金を受け方ブローカーに支払っていることである。NSCCは株式をT+4の価格で購入する。株式は値洗い価格に既に値洗いされており、受け方ブローカーは既に五〇ドルを受け取つてるので、受け方ブローカーはNSCCにT+3の値洗い価格の一五〇ドル（T+2の価格）を支払う。従つて、NSCCの損失は七〇（一〇〇マイナス一五〇）である。

ケース（3） Chart 2に示す③の場合

決済日、市場が閉鎖する前に渡し方ブローカーが倒産した場合。NSCCはT+3の株式を購入することがで

かる。そして、契約時の代金を支払う。NSCCの損失は九〇（一九〇マイナス一〇〇）である。

ケース (4) Chart 2に示す④の場合

決済日、市場が閉鎖する前に、渡し方ブローカーが倒産し、かつ、既に渡し方ブローカーから、受け方ブローカーに更新差金が支払われている場合。NSCCはT+3の株式を購入することができます。しかしでは、受け方ブローカーは五〇の更新差金を受け取っているので、受け方ブローカーはNSCCにT+3の値洗い価格（実際はT+2の価格）の一五〇ドルを支払う。NSCCの損失は四〇（一九〇マイナス一五〇）である。

ケース (5) Chart 2に示す⑤の場合

決済日の翌日、市場が閉鎖した後、渡し方ブローカーが倒産し、かつ、既に渡し方ブローカーはまだT+4の更新差金を支払っていない、それゆえにT+4の値洗い価格に値洗いがされていない場合。NSCCはT+5の価格で株式を購入する。受け方ブローカーはT+4の価格（T+3の値洗い価格）の一五〇（契約価格の一〇〇+T+3の更新差金五〇）を受け取っており、NSCCの損失は一〇〇（一五〇マイナス一五〇）となる。

ケース (6) Chart 2に示す⑥の場合

T+4に倒産し、NSCCはT+5の価格で株式を購入する。受け方ブローカーは二つの更新差金を受け取る。T+3の五〇とT+4の四〇である。そしてT+4の価格（T+3の値洗い価格）の一九〇を支払う。NSCCの損失は六〇（一九〇マイナス一九〇）である。

ケース (7) Chart 2に示す⑦の場合

NSCCはT+4の市場が閉鎖する前に株式を購入することができる。T+4の更新差金が支払われていないので、株式はT+4の値洗い価格ではない。渡し方ブローカーはT+3値洗い価格つまり、実際のT+2の価格

の一五〇を支払う。NSCCの損失は七〇（一一〇マイナス一五〇）である。

ケース (8) Chart 2に示す⑧の場合

NSCCはT+4の価格で株式を購入する。受け方ブローカーは二つの更新差金を受け取る。T+3の五〇とT+4の四〇である。そしてT+4値洗い価格であり、実際のT+3の価格の一九〇を支払う。NSCCの損失は二〇（一一〇マイナス一九〇）である。

(2) NSCCのクリアリングファンド

先述のように倒産でフェイルする場合はどうするか。NSCCのファンデが損失を吸収する。各参加者は最初に一〇,〇〇〇ドルを現金で預金しなければならない。このクリアリングファンデに預金する現金は、カストディアン銀行が保証するアメリカ政府債で代用できる。一九九八年末、NSCCは一四億ドル以上のクリアリングファンデを維持している。NSCCが損失を被った場合、一般債権者より先にこの預金から先行して支払いを受ける。それでもまだ、損失をカバーするのに足りない場合には、二五%を上限にその参加者の

Chart 1

契約価格・市場価格	値洗い価格	更新差金
契約価格 = 100		
T + 2 150	支払わない	支払わない
T + 3 190	150	50
T + 4 220	190	40
T + 5 250	220	30

Chart 2

T + 3 倒産			
市場閉鎖後	更新差金支払前	更新差金支払後	市場閉鎖前
①(T+4)p - Kp	②(T+4)p - (T+2)p	③(T+3)p - Kp	④(T+3)p - (T+2)p

T + 4 倒産			
市場閉鎖後	更新差金支払前	更新差金支払後	市場閉鎖前
⑤(T+5)p - (T+2)p	⑥(T+5)p - (T+3)p	⑦(T+4)p - (T+2)p	⑧(T+4)p - (T+3)p

資産から弁済を受けられる。

5 おどる

前号では、東京証券取引所決済分に導入された清算機関方式の概要を論じ、本号では、主に、アメリカの清算会社の担つてゐる機能について述べた。清算会社が取引のカウンターパーティになるという特徴のみならず、値洗い制度など、アメリカの清算業務には、特徴が見られる。東京証券取引所においては、この度の清算機関方式の導入によって、日本における清算業務の改革が終了したと言うわけではないであろう。⁽⁷⁾新たに清算会社を設立させるのか、取引所が清算業務を担い続けるか、取引所集中義務の撤廃とともに新たな市場が開設されれば、その決済はどうが担うか等、証券決済に関する問題はまだまだ山積している。そこで、先駆的に清算機関による清算を行つてゐるアメリカの清算業務の仕組み、NSCCの業務を知ることは、日本における証券決済の清算のためのインフラストラクチャーを整備する際の参考になる」とと思われる。

注

- (1) <http://www.nscc.com/> (一九九九年六月一日) 参照
- (2) Stigum (1988) "After the Trade", Dow Jones Irwin, p. 249
- (3) <http://www.nscc.com/about/index.html> (一九九八年一一月十五日) 参照
- (4) Stigum 前掲、p. 247
- (5) 一九九八年九月一日の処理量は一九四〇億ドルであるが、ネットティングによつて一四〇億ドルに削減した。
- (6) ワード・ノードレス回遊によるトランザクション Hail S. Scott and Philip A. Welton (1997) "Office of Technology Assessment, U.S. Congress, Trading Around the Clock", International Finance, Transactions, Policy, and Regulation, Fourth Edition, The Foundation Press, Inc, pp. 879-895 による。
- (7) 東京証券取引所が清算機関方式の機能を、他市場に開放する方針を固めた。地方取引所で取引されている銘柄や店頭株など東証に上場していない有価証券の決済業務を受託する。(一九九九年七月一日、日経金融新聞)