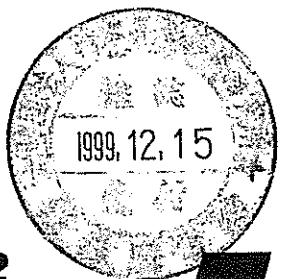


昭和52年11月11日第三種郵便物認可

1999年12月13日発行（毎月1回第2月曜日発行）第1577号

証研

レポート



No.1577

1999年12月

企業会計ビッグバン

二上季代司（1）

証券化に関する制度改革の進展と課題 松尾 順介（12）

中国株式市場の形成要因
～A株（国内投資家向け株式）市場を中心に～ 王 東明（29）

オンライン取引と証券会社の対顧客義務
清水 葉子（38）

証券決済リスクとその削減策 福本 葵（48）

財団法人 日本証券経済研究所

企業会計ビッグバン

一一上季代司

日本の企業会計制度の抜本的な改革が始まろうとしている。個別財務諸表が主、連結財務諸表は単なる附属資料で従、というこれまでの役回りが一八〇度変わり、二〇〇〇年三月期⁽¹⁾から連結財務諸表が中心になる。それと同時に連結財務諸表原則が大幅に改定される。連結対象（子会社）の範囲の拡大、これまで無かつた連結キャッシュフロー計算書作成の義務づけ、税効果会計の実施も任意適用から義務へと変わる。加えてその一年後の二〇〇一年三月期からは、金融商品の時価評価が始まり、退職給付会計（年金会計）が導入される。

いうまでもなく企業会計制度はディスクロージャーの要である。このおがかりな改革は、企業評価（＝株価）はもちろん企業経営の在り方（企業組織をはじめとする経営改革）にも大きな影響を与えることが予想される。だから、「企業会計ビッグバン」などとも呼ばれているのである。そこで、以下では、今回の企業会計制度改革の背景、概要、その効果・影響等について、簡単に整理してみた。

1 会計ビッグバンの背景

最初に、今回の改革の背景を内外二つの側面から整理してみよう。

第一に、国際的な会計基準に日本の会計制度もあわせていくこうという、いわゆるグローバルスタンダードへの流れが働いたことである。国際会計基準とは、企業業績の国際比較を可能にするために作成された会計処理の国際的な統一基準であり、一九七三年、各国の会計士団体の集まりである国際会計基準委員会（IASC）が、その作成作業を開始したのが始まりである。ところで、国際会計基準はあくまで民間団体が自主的に作成するもので強権的なものではない。この動きに欧洲諸国は積極的であつたが、アメリカと日本は当初、乗り気ではなかつたとされる。ところが、アメリカが一九九〇年代に入つて方針を転換し、IASCと連携してむしろこれを主導していく立場に変わつていった（その背景には他国の大企業のNYSE上場誘致という資本市場政策があつたとされる）。この結果、一九九五年には米SECや日本の大蔵省証券局を構成メンバーとする証券監督者国際機構（IOSCO）が、多国間で公募・上場する際に国際会計基準による財務諸表の利用を容認するまでに進展する。つまり監督当局は、包括的コア基準が完成することを条件に、この民間団体作成の会計基準にお墨付きを与えたわけである。こうして昨年一九九八年一一月、コア基準の主要部分がほぼ完成しあるとともに、わが国ではこれに沿つた国内基準が作成され、今回の会計制度改革に至るのである。

第二に、今回の制度改革では、国内情勢の変化があつたことも見落とすべきではない。例えば、①独禁法の改正によって純粹持株会社制度が導入され、株式交換・移転、会社分割制度など重要な会社法関連法改正が進展し、グループ全体としての業績評価がこれまで以上に重要になつてきたこと（→連結会計重視）、②不良資産の飛ばし、損失先送り金融商品など不祥事の露見（→金融商品の時価評価）、③銀行がこれまでのように含み益の重視からキャッシュフローを重視する方向へと融資姿勢を変化させていること（→キャッシュフロー計算書の導入）、④不良債権や退職給付など本来償却すべきもの、引き当てるべきものも有税と言うことで先延ばしされてしまつたこれまでの反省にたち税務会計の束縛からの開放が意識され始めていること（→税効果会計の導入）、⑤年金負債がオーバーバランスになつており、運用利回りの低下と相まって膨大な「隠れ年金債務」が発生しているとの批

判があること（→年金会計の導入）等の事情が挙げられよう。

とくに今年の夏、英文報告書に添付する「監査報告書」に「日本基準に基づき作成した報告書で国際的に通用するものとは異なる」旨の意見書を付けられたことは、日本企業にとっては屈辱的だった。日本企業の側から国際基準に合致した国内基準にすべきとの声が高まつたことも見逃せない。

2 連結会計

それでは、今回の改革の中身はいかなるものであるか。冒頭で見たように、今回から上場企業については、連結財務諸表が単なる付属資料から主役になるのである。それとともに連結財務諸表原則が大幅に改定される。連結財務諸表の作成方法は、連結対象となる子会社の財務諸表を合算する⁽²⁾。この点に変わりはないが、次に見るような重要な基準変更が加えられている。

(1) 連結対象の範囲拡大

第一に連結対象の範囲が変更されたことである。従来は持株基準によって出資比率五〇%以上を子会社、二〇%以上五〇%未満を関連会社と規定し、子会社の場合は連結対象、関連会社の場合は持分法適用とされてきた。しかし今回からは、出資比率がこの数値に達していなくても、取締役会の構成などからみて実質的な支配力をもつていると認められる場合には子会社あるいは関連会社とみなされる（支配力基準の導入）。

この結果、損失先送り目的の意図的な連結はずしが難しくなるし、採算の悪い子会社・関連会社の整理淘汰、統合への圧力が増してくるであろう。

(2) 連結キャッシュフロー計算書の義務づけ

第二に、これまでなかつた連結キャッシュフロー計算書の作成が義務づけられたことである。貸借対照表と損益計算書のほかにキャッシュフロー計算書を作成させる意図としては、在庫、売掛金、手形サイトの延長、固定資産の積み増しなど、資本の回転期間の存在からくる損益計算とキャッシュフローとのズレを認識させることにあるのだろう。在庫の積み増しがあつたり手形サイトが延長された場合、損益には影響しないが、キャッシュは流出していく。また売掛金では収益が計上されるがキャッシュはまだ入ってきていない。固定資産はキャッシュは一挙に出ていくが償却費用は徐々にしか計上されない。

これらの損益とキャッシュのズレは、これまで銀行が容易に運転資金を供給してくれていたことから問題化することが少なかつたが、今後はそうはいられないであろう。さらにもつと重要なことは、パソコンに代表されるようすに全体的に商品の陳腐化が激しくなつており、貸借対照表や損益計算書に計上されている在庫や未実現利益がその価額で売却され、利益が実現されるとは限らなくなつたことである。これらの事情は回転期間短縮を通じて資金効率を高めるとの重要性を意識させ、キャッシュフロー最大化をめざす経営指向、無駄を省くための会社分割を加速させることにつながろう。

(3) 税効果会計の導入

第三は、税効果会計である。現行の連結財務諸表原則では税効果会計は任意適用で、基本的な考え方が無く処理方法も多様であった。今回からはこれを義務づけ、処理方法の統一化が計られている。税効果会計は、会計上の収益費用と税務上の益金損金のタイミングのずれを調整するためのものである。その典型は種々の引当金であ

る。税務会計は「税収の確保」が軸になっており、その観点から損金と認める引当金繰入率の上限を決めている。したがつてこれを越える引当金の積み増しは会計上は費用であるが、税務上は損金とは認められない。このズレは昨九八年度税制改正（賞与引当金の撤廃、貸倒引当金の法定繰入率の引き下げ、退職給与引当金の限度額の引き下げなど）でますます拡大している。そこで、例えば法定繰入率以上の貸倒引当金の計上＝有税償却分は、貸倒れが実現して損金とみなされるまでの間は、税務署への税金の前払いとみなして、その分は「繰り延べ税金資産」として資産の部に計上し、損益計算書には、同額だけの「法人税等調整額」を法人税から差し引いて、同じ税前利益なら純利益も同じになるように比較可能性が確保されるようにしたのである。

その際、意図的な決算操作が出来ないよう、「繰り延べ税金資産」は、将来、課税所得が十分に発生する⁽³⁾と、回収期間はおおむね五年、ただし貸倒引当金など損失が多額等の特別の場合には見積期間延長も可とするなどの条件を付けることとしたのである。

3 金融商品の時価会計

次に、二〇〇一年三月期からは金融商品の時価会計が導入される⁽⁴⁾。現行では金融商品の時価情報は注記されるのみで、貸借対照表・損益計算書に反映されてこなかった。そこでこれを改め、オンバランスにしたのである。時価の基準としては、取引所価格のみならず、銀行間市場、ディーラー間市場、電子売買取引など隨時決済換金できる取引システムで形成された価格となつており、幅広い。金融商品の対象としては、金融債権（現預金、受取手形、売掛金、貸付金）、有価証券、商品ファンド、ゴルフ会員権、債務保証、デリバティブ、不動産証券化などであるが、この中には時価のないものもあり、その取り扱いは次のようになつてている。

（1）保有目的と評価基準

まず、金融債権は取得原価または償却原価で評価することとなつていて、償却原価とは、債権を債権金額（額面）とは異なる価格で取得した場合に、その差額を弁済期まで一定の方法で貸借対照表価額に加減する方法である。なおその際、貸倒引当金は控除することとなつており、その貸倒引当金は新基準に基づくものとされる。有価証券は「売買目的」「満期目的」「子会社・関連会社株」「その他」「市場性なし」に区分し、「売買目的」は時価評価、差額は損益処理される。「満期目的」は取得原価または償却原価で評価される。「子会社・関連会社株」は取得原価、「その他」の有価証券（持合い株はここに含まれる）は時価で評価、合計で評価する場合は差額を資本の部に計上し、銘柄別に評価する場合は益は資本の部、損は損益に計上することとされる。なお「市場性なし」は金融債権に準じることとなる。

つぎに運用目的の金銭信託については信託財産の構成物に分解して処理し、うち有価証券はすべて売買目的とみなして差額は損益処理される。デリバティブについては資産のみならず負債についても時価評価し、差額は損益処理される。なお、「満期保有」と「その他」区分の途中変更は認められることとなつていて、つまり満期償還以前に売却する可能性のある債券は、基本的に「売買目的」ないしは「その他」に分類しなければならなくなる。

（2）ヘッジ会計

なお、デリバティブについてはヘッジ目的で利用している場合があり、そのヘッジ対象の現物取引が、例えば金融債権や満期目的の債券のように、毎期の損益計算書に反映されない取引きであれば、ヘッジ手段であるデリ

バティープの損益認識とズレが生じる。そこでヘッジ対象の現物取引の損益が認識されるまで評価差額の計上を繰り延べする処理が、時価会計と同時に導入された。これがヘッジ会計である。

いうまでもなくヘッジ会計を利用できるためには、現物取引とデリバティープがヘッジの関係にあることが条件である。すなわち、①ヘッジ対象が相場変動など損失可能性に曝されていること、②ヘッジ対象とヘッジ手段のそれぞれが互いに相殺される関係にあること、③取引時にあらかじめ定めたリスク管理方針に従つたものであること、④取引以降も損益が相殺される関係が引き続き認められること、とする実務指針が示されている。

ところで、「特定取引き（トレーディング）勘定」以外のデリバティープの大部分は、「銀行勘定」の金利スワップであるが、この金利スワップは現在のところ会計士協会の実務指針で示されている「ヘッジの概念」を満たしていない。

すでに見たようにヘッジとはその対象である現物取引と手段であるデリバティープがそれぞれが互いに相殺される関係になければならない。そこで実務指針では、一つ一つの現物取引と対応した紐付きのヘッジ（個別ヘッジ）であるが、それともリスクの共通する複数の現物をまとめてのヘッジ（包括ヘッジ）であるか、と問うていくのであるが、銀行が行っている金利スワップは将来の資産・負債の変動、金利予測に基づき収益拡大を狙うものであるため、このヘッジ概念を満たしていないのである。

4 退職給付（年金）会計

二〇〇一年三月期から退職給付会計が導入されることになった。現行では、掛け金が費用計上されるのみで年金債務が正確に反映されていない。したがって積み立て不足も反映されていない。また年金と退職一時金とでは、

退職後の従業員に約束している力不（債務）であることには変わりがないのに、その処理が異なっている（外部積み立てか、内部に引当金計上か）ため、統一的に把握することが出来ない。

そこで、今回、年金か一時金かを問わず、退職後に支払う約束のある金は「退職給付債務」とみなし、統一的な会計処理を導入したのである。すなわち、従業員一人一人について年金数理の計算方法を用いて、将来の支払いをまかなうには現時点でどれだけの蓄えが必要か、「退職給付債務」の割引現在価値をまず計算する。他方、年金資産など外部の積立金を時価評価しておく。これと退職一時金への引き当て額の合計（年金資産+退職給付引当金）が、全体としての退職給付債務に対する備えとなる。もしその合計額が「退職給付債務」の現在価値に満たない場合には、不足額を「退職給付引当金」として貸借対照表負債の部に計上し、一五年以内に償却すべきとされる。その償却原資としては、現金または保有株式の抛出も可とされる。⁽⁵⁾

退職給付会計の導入は、企業会計に大きなインパクトをもたらすとされている。退職給付債務の現在価値の算出は「安全性の高い長期の債券利回り」を基礎とするとされ、大部分の企業では三・三・五%の割引率が使われる結果となりそうである。年金資産の時価評価とあいまって、一説によると上場企業全体で四〇一八〇兆円の積み立て不足が顕現化、これに対し九九年三月期の上場企業全体の経常利益は一〇兆円強にすぎない。不足額を一举に貸借対照表に計上すると株主資本比率は五・六%低下するとも指摘されている。米国でも一九八五年に年金債務の情報開示が義務づけられ、これを契機に巨額の積み立て不足が表面化して、最大の自動車メーカーGMが格下げにあつたことは記憶に新しい。

そのほか、今回の会計制度改革では研究開発費の会計処理の明確化、統一化などの重要な措置も打ち出された（一〇〇〇年三月期以降）。従来、研究開発費の定義が不明確であり、その会計処理も一挙に費用計上するほか、繰延資産に計上して五年以内の償却など多様な会計処理が認められていた。これを原則、一挙に費用に計上させ比較可能性を確保しようとしたのである。

以上、今回の措置によって、日本の会計制度改革はほぼ一段落した。今後残された課題としては時価評価の範囲拡大、とくに不動産の時価評価とされる。今年の九月、公認会計士協会は「監査問題特別調査報告書」を公表し、この中で、簿価の半値以下に下落しているのに評価損未計上の建設会社が多いことを指摘し、強制的に評価減の適用を求めている。国際会計基準でも一〇〇一年に投資目的の不動産に時価評価を導入すべく、年末にも正式決定の運びと伝えられており、そうなれば国内でもこれに追随するであろうと予想される。

さて、以上のような会計制度改革はどのような影響はもたらすであろうか。すでに部分的にはその効果、影響について指摘してきたが、なお、いい足りない部分を補足する意味で以下にまとめておこう。

まず、連結会計導入の影響としてはすでに総合商社等で表面化しているように、子会社・関連会社の見直しが進むであろう。金融関連を除く上場会社一六〇二社の九九年三月期決算を見ると、連結最終利益が単独を下回る企業が過半数の八五五社を占める。連結対象子会社、持分法適用関連会社の利益が全体として赤字である企業の方が多いわけである。これは、子会社設立や分社化が、日本の雇用慣行からくる退職役職員の受け皿という観点、あるいは業界横並び的意識からとりあえず多様化を図ろうとする観点など、必ずしも企業戦略に沿ったグループ経営とはい難い不純な要素が入り交じった結果であつたことの反映ではないか。今後はROE（自己資本利益

率）や「集中と選択」に基づく事業再構築の観点から、子会社・関連会社の売却、清算など整理・淘汰が進められよう。連結決算への移行はこれを加速させる。実際、多くの企業で不採算分野からの撤退、中核事業の絞り込みが今年度上期、急速にすすめられ一〇〇〇年三月期の連結決算予想は、経常利益が前期比二六・五%増と二期ぶりに増加、連単倍率（連結純利益が単独の何倍になるかの比率）も一・三一倍から、一・四四倍に拡大しそうである。

他方、連結キャッシュフロー計算書の義務づけは在庫や売掛金、固定資産など回転期間の長い資産を極力、切りつめる経営への志向を促すだろう。コンパックやヒューレットパッカードなどは会社分割によってそれに対応した典型例であるが、そのほか、不動産や受取債権等の証券化とその売却などの手法も駆使した対応がなされていくだろう。

第三に、金融商品の時価評価は、例えば繰故地方債や公社公団債など引受けたとたんに値下がりするような債券は売却を促進させる効果が指摘できる。例えば、こうした保有債券を「その他」に分類すると、評価損がでて自己資本を減少させ自己資本比率にひびく。そこでボラティリティの高い低格付け債や一部公共債からの資金流出、保有債券の年限の短縮などがひきおこされるであろうと指摘されているのである。また持合株の時価評価については一年後の一〇〇二年三月期から適用されるが、持合い株処分を加速させる要因とされている。

最後に年金会計の導入については、日本の雇用慣行見直しを推進させる効果がある事を指摘しておこう。すでに巨額の積立金不足が顕在化することを見越して、給付の削減や予定期率の引き下げなど年金の制度変更を打ち出した企業が多くある。⁽⁸⁾このことは確定給付型年金への信頼性を損ね、ひいては終身雇用のメリットが幻想であったということを思い知らせる効果があるだろう。

注

(1) 一〇〇〇年三月期とは一九九九年四月から始まる事業年度と言うことであり、その意味では会計ビッグバンは既に始まっているのである。

(2) もちろん単に合算するだけではなく、グループ内取引の相殺、これに伴う未実現利益の消去、親会社の投資有価証券と子会社の資本金の相殺などの調整が改めて必要になる。なお、関連会社の場合は、持分法適用により純利益を持分比率に応じて連結決算に反映させる。

(3) 将来、十分な課税所得がなければ、税務署から前年までに払った税金を取り戻すことが出来ない。税金の払い戻しは所得に課税した税金から控除するからで課税所得がなければそもそも控除できない。

(4) 銀行・証券会社等の金融機関では証券ならびにデリバティブについては商品勘定として売買する目的の取引きにつき、約定基準・時価評価の「特定取引き（トレーディング）勘定」が既に導入されている。したがって、金融機関について改めて問題となるのは金融債権のほか「投資有価証券」や金銭信託等である。

(5) 新基準にもとづく貸倒引当金とは、債務者の財務状態、経営成績を考慮した分類に基づき、過去の倒産確率、担保の処分見積額、保証による回収見積額を基礎にして貸倒見積額を算定するもので、すでに銀行では九八年三月期より適用済みである。

(6) 株式拠出の場合には信託を設定するか、あるいはそのまま退職給付債務支払いに充当する（直入れ）かのいずれかとされ、後者の場合には、上場株に限定され、退職金には使えない。

(7) 研究開発費に該当しないソフトウェアは無形固定資産として計上することとされている。

(8) 厚生年金では三〇%、適格年金では五〇%の企業が制度変更に踏み切ったとみられる。

証券化に関する制度改革の進展と課題

松尾 順介

はじめに

近年各種の証券化商品が登場し注目を集めているが、CBO/CLOに関する前回のレポートでも述べたように、まだまだ解決すべき課題が多く残された市場であることはいうまでもない。しかし、そのことは潜在的な拡大要因をもつ市場であることをも意味しており、将来的な拡大が期待されている。現在、証券化の対象となるリース残高は一兆円、クレジット債権のうち割賦債権残高は一兆円、さらに消費者金融債権残高は五六兆円となつており、合計八兆円に上っている。⁽²⁾ 米国の証券化率はリース債権一五%、クレジット債権二一%といわれており、それを単純に当てはめると、一兆円規模の市場となる。現在、特定債権法による証券化商品残高は三兆円弱であり、今後の拡大が期待できる。さらに不動産証券化、各種金融機関の貸出債権証券化など、質的な多様化も見込まれている。

前回のレポートでは、市場参加者である銀行、証券会社および投資家側の課題について考察した。しかし、市場参加者をゲームのプレーヤーであるとすると、彼らが一流のプレーをするためには、グラウンドも十分整備されたものでなければならない。すなわち、市場のインフラである法的な整備が充分でなければならない。その意味では、証券化に関する法制度が近年急速に整備されてきたとは言え、まだ未整備な点も多々あることが指摘されている。したがって、本稿では法制度面からどのような制度がなされてきたのか、さらにどのような点で

不十分さが残されているのかを整理、検討する。

1 特定債権法とその意義

証券化の進展にとつて制度的なブレークスルーとなつたのが特定債権法であり、画期的な意義を有するものと評価されている。同法は、正しくは「特定債権等に係る事業の規制に関する法律」と称され、一九九二年六月五日に公布され、一九九三年六月一日に施行された。同法制定の背景として、従来出資法により債券発行による資金調達が制限されている上に、大蔵省の土地関連融資規制によって、バブル崩壊以降資金繰りが悪化していたりース、クレジット会社等のノンバンクに新たな資金調達手段を提供することが挙げられる。

同法は特定事業者であるリースおよびクレジット会社が保有するリース、クレジットおよび割賦債権のうち、同法で定める特定債権とリース物件を特定債権等譲受業者（いわゆる特別目的会社）に譲渡し、その譲渡代金債権を小口債権として、小口債権販売業者（許可を受けた特定事業者、証券会社、信託会社など）が投資家に販売することを可能にするための法律であるが、同時にこれらの事業の健全な発展と投資家保護をも目的としている。いわば、証券化促進法であるとともに規制法である。概略を示すと以下となる。

まず、同法では証券化の対象となる債権を「特定債権等」と規定しているが、この特定債権とは、リース、クレジット、割賦債権のうち、使用期間一年超で契約当事者がいつでも解約の申し入れを行えないリース債権（フルペイアウトのリース債権）、商品を対象とした支払期間が一ヶ月以上かつ三ヶ月以上に分割した割賦債権、商品を対象としたリボルビング払いの割賦債権（クレジットカード債権）などとなっている。また、これに加えて、リース債権に係る物品であるリース物件も証券化の対象とされている。⁽⁴⁾

第二に、特定債権等譲受業者については、特定業者から特定債権等を譲受され、リース・クレジット代金を回収し、投資家に弁済することを業務としており、通常では特別目的会社（SPC）がこれを行なうが、同法上この特定債権等譲受業者は、許可制となつており、最低資本金一〇〇〇万円となつてている。また、兼業の原則禁止、余裕金の運用制限、および投資家に対する財産状況の閲覧義務が課されている。

第三に、小口債権販売業者については、許可制とされ、最低資本金は投資家と直接販売契約の締結を行なう法人の場合一億円、その他の法人では二〇〇〇万円とされている。また、業務規制としては、広告規制、不実告知・不当勧誘の禁止、バックファイナンスの禁止、書面での情報開示義務などの規制が課されている。

同法が画期的な立法であるとされるのは、いわゆる「公告制度」を導入した点である。民法では、債権者が特定している債権（指名債権）を譲渡することは可能であるが、譲受人が債権の移転を債務者ないし第三者に主張するには対抗要件が必要であり、譲渡人から債務者への通知または債務者の承諾を債務者対抗要件、さらにこの通知および承諾が確定日付のある証書によるものであることを第三者対抗要件としている。しかし、この民法の規定では、証券化を行なうためには多数の債務者に個別に通知し、承諾を得なければならず、費用や時間の点から実務上の障害となっていた。そこで、この特定債権法では、この障害を克服するために、公告制度が導入され、これによつて日刊紙へ公告するという簡便な方法で、多数の債権譲渡の第三者・債務者対抗要件を具備することが可能となつた。また、公告された譲渡債権の内容は、利害関係者に限り閲覧することができ、所轄官庁である通産省にファイリングされている。

同法によつて証券化される小口債権の場合、具体的には譲渡方式、信託方式、組合方式および担保方式の四方式がある。⁽⁵⁾ まず、譲渡方式は、特定事業者が特定債権等を特定債権等譲受業者に譲渡するものであり、その際議

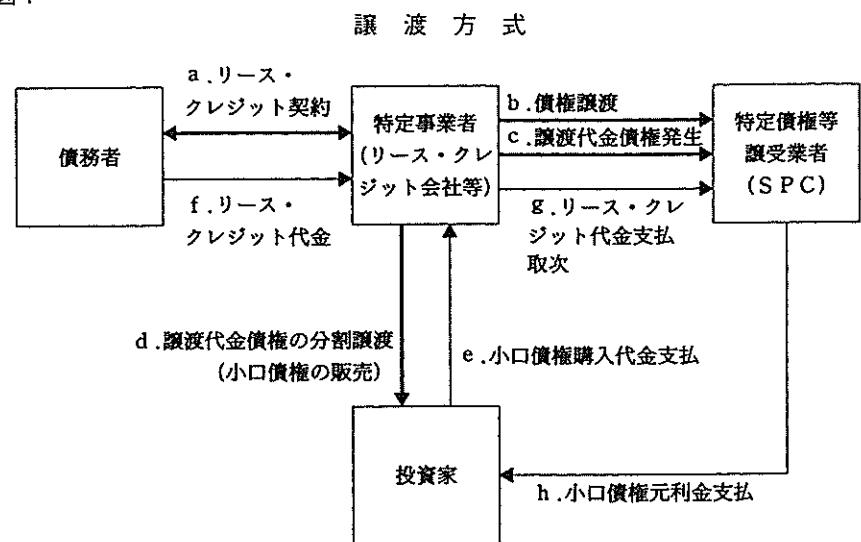
渡債権自体を小口にして販売するのではなく、譲渡代金の支払債権を小口にして販売することになる。つまり、キャッシュ・フローだけを販売するわけである（図1参照）。次に、信託方式は、特定事業者が特定債権等を信託銀行に信託し、信託受益権を小口債権として投資家に販売する方式である（図2参照）。第三に、組合方式は、特定事業者が特定債権等を、投資家が設立した商法上の匿名組合に譲渡する方式であり、投資家は組合員として収益分配権が与えられるが、この方式はほとんど採用されていない（図3参照）。これら小口債権のほか、第四に、一九九六年四月から政令によって資産担保証券（ABS）も認められることになり、資産担保方式が加わった。これは、特定債権等譲受業者が譲り受けた資産を担保として社債やCPを発行するものであり（図4参照）、このAB社債およびABC-Pは証券取引法上の有価証券とされた。これによつて、フルライクの証券化が進展することになる。

因みに、特定債権法施行以来一九九八年度までの調達総額は九兆五八三七億円、一九九九年三月末の残高は二兆九七二六億円、また一九九八年度までの対象資産別構成比では、リース債権七二・七%、クレジット債権二十五・一%、リース物品一・七%となつており、さらに流動化実施企業数は一九九八年度で七四社に上つてている（表1から表4参照）。

2 SPC法

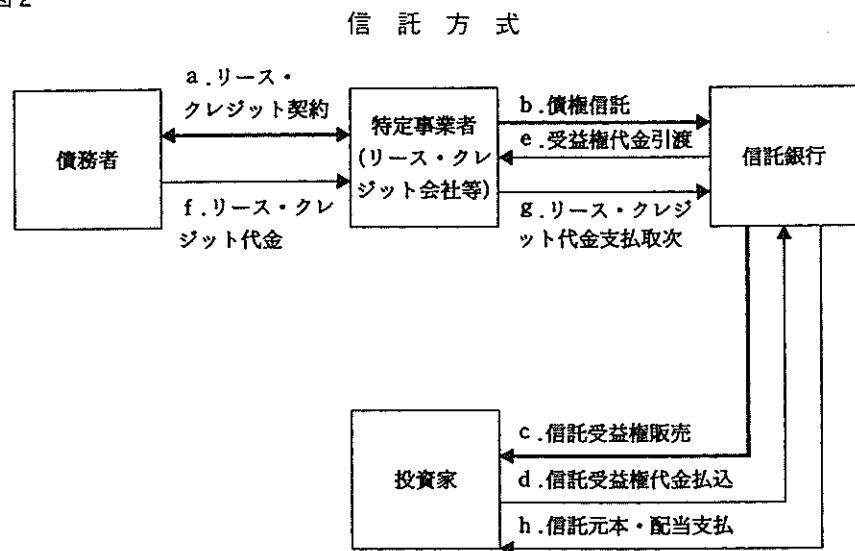
一九九七年六月に発表された金融制度調査会答申（いわゆる「ビッグバン答申」）は、金融商品、業務、組織の自由化・多様化に向けての施策のひとつとしてABSなどの証券化を挙げ、さらに政府側からも不良債権問題に対する対応策として資産の証券化が政策課題として示され、一連の法制整備が急速に進展し、証券化関連四法⁽⁶⁾

図1



（出所）北康利著『ABS投資入門』、ジグマベイスキャピタル、1999年、233ページ

図2



（出所）図1と同じ、234ページ。

表1 特定債権法上の証券化(1)

調達総額ベース (単位: 億円)

	調達総額	信託方式	譲渡方式	組合方式	担保方式
平成5年度	2,653	1,616	1,037	—	—
平成6年度	4,947	3,085	1,862	—	—
平成7年度	6,281	3,602	2,590	89	—
平成8年度	12,246	8,044	2,817	200	1,185
平成9年度	29,251	18,514	8,217	0	2,520
平成10年度	40,459	30,280	5,747	0	4,432
合計	95,837	65,141	22,270	289	8,137
(100%)	(67.9%)	(23.2%)	(0.30%)	(8.5%)	

(資料) 通商産業省取引信用課調べ。

表2 特定債権法上の証券化(2)

残高ベース (単位: 億円)

	総残高	信託方式	譲渡方式	組合方式	担保方式
平成6年3月末	2,794	2,449	345	0	0
平成6年9月末	3,875	2,992	883	0	0
平成7年3月末	4,741	3,208	1,533	0	0
平成7年9月末	5,511	3,509	1,952	50	0
平成8年3月末	6,379	3,736	2,554	89	0
平成8年9月末	7,588	4,331	2,703	31	523
平成9年3月末	9,399	5,829	2,471	0	1,099
平成9年9月末	12,644	7,864	3,071	0	1,709
平成10年3月末	19,738	9,889	6,989	0	2,860
平成10年9月末	24,162	13,499	6,630	0	4,152
平成11年3月末	29,726	16,552	7,753	0	5,421

(資料) 表1と同じ。

表3 特定債権法上の証券化(3)

対象資産別 (単位: 億円)

	調達総額	リース債権	リース物品	クレジット債権	割賦債権
平成5年度	2,653	1,233	189	963	268
平成6年度	4,947	2,918	359	1,050	620
平成7年度	6,281	3,386	324	1,694	877
平成8年度	12,246	8,227	290	2,217	1,512
平成9年度	29,251	22,762	261	1,458	4,770
平成10年度	40,459	30,858	218	9,383	* *
平成10年度までの合計	95,837	69,384	1,641	24,812*	* *
(100%)	(72.7%)	(1.7%)	(25.2%)*	—*	—*

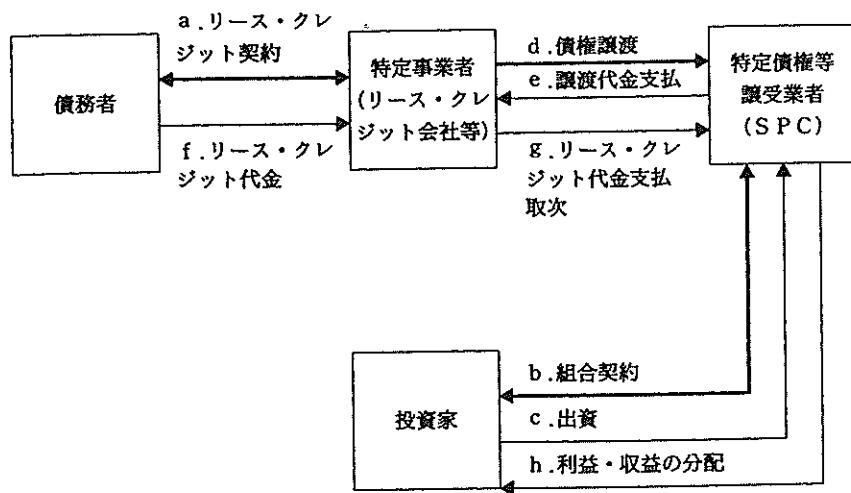
* 平成9年度までの割賦分を含む。

** 平成10年度から統計がクレジット債権と一本化された。

(資料) 表1と同じ。

図3

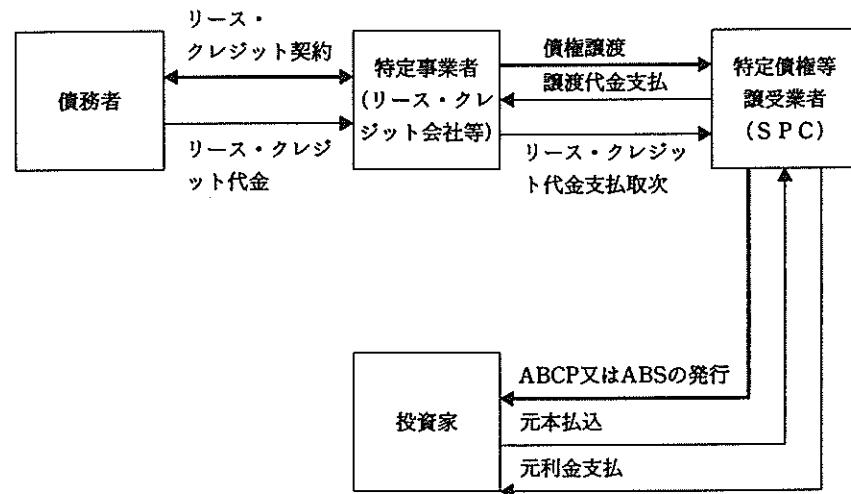
組合方式



(出所) 図1と同じ、235ページ。

図4

資産担保型証券の基本構造



(出所) 図1と同じ、237ページ。

表4 特定債権法上の証券化(4)

(単位:億円)

方式別	資産別				割賦			
	信託	譲渡	組合	担保		リース債権	リース物品	クレジット
平成5年度	16	10	7	—	—	14	2	2
平成6年度	31	24	11	—	—	26	1	4
平成7年度	41	25	22	1	—	36	1	5
平成8年度	55	42	25	1	6	46	1	8
平成9年度	63	52	27	0	13	50	1	6
平成10年度	74	61	23	0	20	52	1	30*

・* 平成9年度まで割賦に計上されていたものを含む。

・** 平成10年度から統計がクレジット債権と一本化された。

(資料) 表1と同じ。

が成立した。なかでも、九八年九月に施行されたSPC法、やなわち「特定田的会社による特定資産の流動化に関する法律」は、特定資産の受け皿であるとともに、証券化商品の発行主体を規定する重要な法律であった。つまり、特定資産（不動産、指名金銭債権、およびこれらの信託受益権）を、資産対応証券（優先出資証券、特定社債券および特定約束手形の三種類の証取法上の有価証券）の発行によって証券化する際、その発行主体となるのがSPCであり、その設立を商法上の会社とは別に、この法律によって簡便に設立できるようにした。

同法では、特定目的会社の設立要件は、資本金三〇〇万円以上、取締役一名以上などとなっており、税制上の優遇措置も与えられている。例えば、設立時の登録税の軽減、不動産取得時の登録免許税および不動産取得税の五〇%軽減、所得の九〇%以上を配当していることなどを条件として、支払配当金額の損金算入可能、などの措置が講じられている。

因みに、SPC法上の証券化は、一九九九年九月末現在、金額ベースで一兆二〇八二億円（上限発行総額）、また件数ベースで一八件、うち不動産証券化七件、金銭債権一件、となっており、期待された程の伸びを示していない。また、不動産の件数の方が少なく、むしろには不良債権化した不動産も含まれていない（表5、6参照）。

表5 SPC発行状況

1999年9月30日現在

登録名	登録日	オリジネーター	特定資産	調達金額	期間
1 高輪アパートメント（特）	平成10年11月26日	森村産業、フォレスト・ヴィレッジ	賃貸マンション	100億円	8年間
2 萩井野エア・シー（特）	平成11年1月28日	東急不動産	ショッピングセンター	90億円	10年間
3 マジェスティ・アセット・ファンディング（特）	1月28日	NTTリース	リース料債権	500億円	7年間
4 オリコジョップ（特）	1月28日	オリコ	指名金銭債権	700億円	7年間
5 センチュリー・アセット・ファンディング（特）	2月8日	センチュリー・リーシング・システム	リース料債権	200億円	7年間
6 ネットワーク・キャビタル（特）	3月10日	住友銀行	銀行店舗	40億円	5年*ヶ月
7 オリコジョップ・シリーズ・ツー（特）	5月17日	オリコ	ショッピングセンター	600億円	6年間
8 ケイシー・プライム・アセット・ファンディング（特）	6月3日	国内信託会社	オートローン債権	200億円	10年間
9 サンフラワー・ファンドディング（特）	6月3日	昭和リース	リース料債権	150億円	20年間
10 パシフィック・センチュリー・リーディング・ワールド（特）	6月18日		賃貸マンション	160億円	15年間
11 エヌ・エヌ・エヌ・エヌ・ターブライズ（特）	6月30日	住商リース	リース料債権	600億円	8年間
12 オラクルブルフ（特）	6月30日	オリコ	オートローン債権	500億円	7年間
13 共同住宅証券化（特）	6月30日	スヌーツ	賃貸マンション	28億円	7年間
14 エルシーエル・ジャパン・ファンディング（特）	8月18日	三菱オートクレジット	自動車クレジット債権	250億円	6年間
15 オリコジョップ・バージョン・スリー（特）	9月1日	オリコ	指名金銭債権	600億円	6年間
16 （特）エア・エム・エー・シー	9月9日		指名金銭債権	500億円	20年間
17 スターキャピタル（特）	9月10日	日本生命	賃貸オフィスビル	500億円	30年間
18 トロピカルホールディング（特）	9月28日	日本ビルプロジェクト	賃貸オフィスビル	140億円	11年間

(資料) 「RESCU」、1999年10月号。

債権譲渡特例法は、正式には「債権譲渡の対抗要件に関する法律」であり、一九九八年一〇月施行された。同法では、譲渡人および譲受人が債権譲渡の電磁データを法務局のファイルに登記（債権譲渡登記）すれば、民法で定める「確定日付ある証書による通知もしくは承諾」なしに第二者対抗要件を具備であ

3 債権譲渡特例法

(19)

(20)

表6 サービサーの営業許可会社

許可番号 商号 (カッコ内=出資母体)

- 1 ※プレミヤ債権回収 (米国サービス)
- 2 日本債権回収 (オリコ)
- 3 東京債権回収 (税理士・不動産鑑定士)
- 4 ※ジーエムエーシー・コマーシャル・モーゲージ
債権管理回収 (米国GM系金融会社)
- 5 三洋信販債権回収 (消費者金融・三洋信販)
- 6 ※日本リース債権回収 (GEキャピタル)
- 7 ニッテレ債権回収 (債権管理組合)
- 8 エムシーエス債権管理回収 (ダイエーOMC)
- 9 整理回収機構
- 10 さくら債権回収サービス (さくら銀行)
- 11 オリックス債権回収 (オリックス)
- 12 ※港債権回収 (ゴールドマン・サックス)
- 13 アトリウム債権回収サービス (不動産関係)
- 14 ※やまと債権管理回収 (サーベラスグループ)
- 15 ※アムレスコ・ジャパン債権回収 (米国サービス)
- 16 ※グローバル債権回収 (カーギルグループ)
- 17 ※ハドソン・ジャパン債権回収 (ハドソンアドバイザー)
- 18 シー・シー・シー債権回収 (債権管理組合)
- 19 シーエム債権回収サービス (ファイナンス会社)
- 20 山田債権回収管理総合事務所 (不動産関係)
- 21 ジャックス債権回収サービス (ジャックス)
- 22 日債銀債権回収 (日債銀)
- 23 ※キャピタル・サーヴィシング債権回収 (リーマン・ブ
ラザーズ証券)
- 24 ※ロンバード債権回収 (外資系)

(注) ※印は外資系企業
(資料)「ニッキン」1999年10月15日

4 サービサー法

していたが、これによつてコスト節約とともに柔軟な設定が容易になつた。

サービスサー法は、正式には「債権管理回収業に関する特別措置法」であり、一九九九年一月に施行された。同法は、金融機関等の貸付債権、特定債権法上の特定債権、貸金業者の事業者向け担保付貸付債権など（特定金銭債権）の債権管理回収業を、許可を受けた株式会社に認めるものである。従来弁護士以外の者が報酬目的で回収業務を行なうことは弁護士法で非弁行為として禁じられているが、同法はその特例を定めている。同法では、債権回収会社（サービスサー）の要件として、資本金五億円以上、常務に従事する取締役に弁護士を加えること、暴力団の関与を排除すること、などが定められており、同法上のサービスサーは、不良債権回収を主目的（その意味では米国におけるスペシャル・サービサーに近いものとされる）とし、付随業務として正常債権回収も行なうことができる。⁽⁸⁾つまり、証券化において必要なのは、まず正常債権の管理回収業務（資産管理・回収、回収金の管理・SPCへの支払、報告、催促など）であり、通常原債権者（オリジネーター）がSPCから委託されて、この任に当たることになる。したがって、現在、銀行、信販、リース、消費者金融、ファイナンス会社、不動産などを設立母体として、二四社が設立されている（一九九九年九月末）（表5参照）。⁽⁹⁾

5 ノンバンク社債法

同法は、正式には「金融業者の貸付業務のための社債の発行等に関する法律」であり、一九九九年五月に施行された。同法は貸金業者による貸付資金調達目的の社債発行を解禁するものである。従来、悪質業者を排除するため、ノンバンクは出資法によって厳しく資金調達が規制されており、貸付資金調達目的の社債発行も禁じられていた。同法はこの規制を解禁したわけであるが、その際資本金一〇億円以上、登録制、会計整理とディスクロージャー、金融監督庁による監督、などの要件が課されている。また、同法は単に社債・CPの発行だけでなく、ABS発行による貸付資金の受け入れも登録の対象としている。

債務者対抗要件としては、登記事事

項証明書を交付した債務者への通知・承諾が規定されている。同法は対抗要件立法であるが、債務者は対抗要件と第三者対抗要件が切り離されている点に特徴がある。また、これによつて法務局にデータを登記すれば、公告なしに債権譲渡が可能となり、債権の追加譲渡が容易になつた。従来の特定債権法では、追加譲渡毎に公告が必要であり、その都度コストを必要と

6 オリジネーターの倒産と倒産法制を巡る課題

以上のような法制整備によつて、前述のように証券化が進展し、相当規模の市場となつてゐるが、問題点も多く残されていることが指摘されている。なかでも、証券化スキームに参加するオリジネーターなどの破綻リスクに対しても、証券化スキームは「倒産隔離」を実現し、その破綻処理に巻き込まれないように工夫がなされているが、現時点では必ずしも明確な基準がないことが第一に挙げられる。

まず、倒産隔離の要件として以下の点が指摘されている。すなわち、①SPCがオリジネーターから独立した主体であること、②債権譲渡が担保目的ではなく、真正売買（True Sale）であること、③債権譲渡の対抗要件が具備されていること、④オリジネーターの破綻後、管財人によって債権譲渡の効果を否認されないこと、である。確かに、前出の一連の法整備は、ここで示されている対抗要件具備や真正売買性を保証するという側面を持つが、リーディングケースとなる判例がないため、一般的で明確な基準がないとされ、九七年一月、アバートロードン債権の証券化商品のオリジネーターであつた北海道拓殖銀行破綻も、同行が全証券を買入消却したため意味のある前例とはならなかつたとされている。⁽¹⁰⁾

これに対し、九八年九月に破綻した長銀系ノンバンクであり、リース業界大手である、日本リースの破綻および会社更生手続開始という事例⁽¹¹⁾は、重要な先例となるものと見られている。この事例では、日本リースはオリジネーターであると同時にサービスであつたが、同社破綻にともない、SPCはあらかじめ設定されていたバックアップ・サービスサーに、サービス業務を引き継ぐことを決定し、リース契約者（原債務者）に対してリース料金の払込みを自社に変更するよう通知した（その際、SPCはオリジネーターとの間で結んでいた取立委託契約を解除した）。しかし、日本リースの保全管財人は、ほぼ同時に支払い先を日本リースに据え置くことを要請された。

この事例は、関係者の尽力によつて早期に決着し、かつ特定債権法上の対抗要件の有効性が実証されたが、以下のようない法的な問題および実務上の問題を残したとされている。⁽¹²⁾まず、法的な問題点としては、①この取立委託契約解除の有効性であり、一部にこれに疑義をはさむ見解もあったこと、②同取立委託契約解除の「正当な理由」の範囲が必ずしも明確でなかつたこと、③保全処分後に弁済のあつた流動化対象債権について、保全管財人はSPCに支払う義務があるが、これを怠ると、当該債権が更生債権化する恐れがあること、などである。次に、実務上の問題点としては、①バックアップ・サービスのタイプと適性の問題があり、回収実務能力を持たないコールド・サービスサーには、実際の回収実務（ホット・サービスサー）は務まらないこと、②ホット・サービスサーを当初から設定しておいた場合、回収移管に關わる電算システム整備などが必要となり、コストアップ要因となること、③サービスサーの変更に際して、現在多く利用されている預金口座自動振替契約の変更が必要となり、変更のために時間がかかる上、支払遅延を起こす可能性があること、④証券化スキームにおける関係当事者が同一銀行グループに属している場合、利益相反の可能性や経営危機がグループ全体に波及する可能性があること、などである。

このような破綻リスクに対する対策としては、明確な倒産隔離が実現されていかなければならないが、実際に日本リース

の事例の後、バックアップ・サービスの設置が実質的に義務付けられるようになるなど、改善が見られるようになつたが、明確な倒産隔離の基準があるとは言えない。したがつて、この基準の明確化のためには、改めて倒産法レベルでの立法的措置が必要であることが指摘されて、その際考慮すべき点として、①債権譲渡に関する真正売買と譲渡担保の区別のマルクマール、②倒産管財人の第三者性の見直し、③債権の適正価格による譲渡と管財人の否認権、④金融機関の貸出債権等の証券化と預金債権等の相殺権、⑤劣後債権の取扱い、⑥クロスボーダーの証券化と国際倒産、などが指摘されている。⁽¹³⁾

まとめ

以上のように、九三年の特定債権法施行以降、急速に法制整備が進展し、市場も拡大している。しかし、倒産隔離の問題に示されているように、まだまだ法律面からの手当てを必要とする問題点も多いといわれており、例えばSPC法については、すでに大蔵省が改正の方針を決めたことが伝えられている。ただし、これらの証券化関連諸法は、それぞれ所管官庁が異なり、いわゆる「縦割り行政」のため、必ずしもそれぞれの法律の間で調和がとれていないことも指摘されている。その意味では、今後包括的な投資家保護を強化するためには、金融サービス法構想に示されているような横断的な立法が期待されるところであるが、現時点ではその構想自体明確ではなく、また制定スケジュールも確定していない。⁽¹⁴⁾

(25)

(注)

- (1) 「証券化」、「流動化」、さらに「ストラクチャード・ファイナンス」などの用語がほぼ同義語として使われているが、ここでは「証券化」を使う。これらの用語法については、例えば、大垣尚司『ストラクチャード・ファイナンス入門』、日本経済新聞社、一九九七年、第三章および第四章、参照。

- (2) リース債権残高は、リース事業協会によると、一九九七年三月末一六四、八三〇億円、一九九八年同一七〇、〇一〇億円、一九九九年同一六〇、〇二〇億円、である。ただし、ここには非加盟店者は含まれていない。また、クレジット債権残高は、日本クレジット産業協会によると、一九九七年末で割賦債権残高一五七、七一〇億円、非割賦債権残高二四、九一一億円、消費者金融残高五六〇、七一四億円となっているが、非割賦債権は期間が短く証券化の対象としがたいと思われる。

- (3) 「日経公社債情報」、一九九九年四月一九日、三ページ、参照。

- (4) 日本では、リース会社のバランスシートに載っているのは、リース料債権ではなく、リース物件だけであり、そのバランスシートのスリム化のためには、リース物件を証券化する必要があつたことがその理由とされる。北康利著『ABS投資入門』、シグマベイスキャピタル、一九九九年、一二二ページ。

- (5) ただし、担保方式はSPCを利用するという点では、譲渡方式と同じであるが、はじめの三方式が特定債権法上の小口債権として証券化するのに対し、この方式ではABC形式として証券化する点で異なつてゐる。また、現実にはこれらを組み合わせたりパッケージ方式も採用されている。例えば、信託方式によって、信託受益権とした後、SPCに譲渡するといった方式もあり、これは信託方式に分類されているが、事实上は信託方式と譲渡方式を組み合わせたものといえる。

(26)

(6) これ以外にも、一九九八年一二月施行の「金融システム改革のための関係法律の整備等に関する法律」(金融システム改革法)によつて、証券取引法が改正され、SPC法上の資産対応証券が証券取引法上の有価証券に指定された。

(7) 「Real Estate Securitization」第三号、一九九九年一〇月、四ページ、参照。

(8) ただし、これら各社の設立動機は様々であるが、例えばバックアップ・サービスといわれる業務にターゲットを絞っているところもある。バックアップ・サービスは、オリジネーターであるサービスが破綻した際に、サービス一業務を承継するものであり、昨年九月の日本リースの破綻以降、このバックアップ・サービスが設置されているかどうかが格付け機関等によつても厳しくチェックされるようになつてゐる。

(9) ただし、証券化において正常債権の回収にあたるサービスは、もともと弁護士法に抵触するものではないため、必ずしも同法による債権回収会社である必要はない。

(10) 高橋正彦「我が国における資産流動化の展開と法制整備」、「フィナンシャル・レビュー」、一九九九年六月、二二七ページ、参照。

(11) この事例に関しては、芝田修「オリジネーターの会社更生申立とリース料回収」、「資産流動化研究」、Vol.V、一九九九年三月、参照。

(12) 以下の論点整理は、高橋、前掲、130～131ページ、および同「債権流動化とリーガル・リスク」、「証券経済学会年報」、第三四号、一九九九年五月、一九九～一〇二ページ、による。

(13) 高橋、前掲「我が国における資産流動化の展開と法制整備」、133ページ、による。

(14) 「」でいう「金融サービス法」とは、横断的かつ包括的な立法を目指す、いわゆる「大金融サービス法」である。ただし、そこで中核的位置づけになるといわれる「金融商品販売・勧誘ルール」に関しては、一〇〇〇年の通常国会

で法案が提出されたことになったと報道されている。「日本経済新聞」、一九九九年一二月八日、参照。

*本稿を作成するにあたり、日本資産流動化研究所の高橋正彦氏より多大なご教示を賜りましたことを感謝いたします。ただし、本稿中の誤りは、すべて筆者の責任です。

中国株式市場の形成要因

△株（国内投資家向け株式）市場を中心にく

王 東明

1 はじめに

八〇年代の後半から、中国の一部の中小企業では株式発行による資金調達が始まり、株式を発行することによって、自然に店頭市場が形成された。九〇年代に入つて、個人投資家による株式ブームが生じ、国有企业改革も次第に株式会社制度の導入の方向へと進み、株式を発行して資金調達する企業が増えた。このような企業サイドの要請と個人投資家の投資意欲に応じ、上海と深圳の二つの証券取引所がそれぞれ創設された。

取引所の創設から現在までわずか九年間で、上場企業は九〇〇社を超え、資金調達の累積額は約四千億元に達し、時価総額は二兆九千億元前後の規模となつた。そして証券会社は九十社前後になり、証券業の人口も一〇万人を超え、投資家数（登録口座数）は四千万人に達し、株式市場が重要な資金調達の場になつた。⁽¹⁾

このように急成長した株式市場は、一体どんな要因によつて形成されたのか。小稿では、一九七八年以降、「改革・開放」政策が実施された後の経済体制改革という政治・政策的要因をまとめ、株式会社制度の導入と企業制度改革、直接金融の重視、そして、幾つかのマクロ経済的、市場的要因を検討し、政府の政策転換、企業の資金需要、個人投資家の投資心理などの側面から市場の形成要因を整理してみたい。

2 政策転換

中国は一九七八年末の共産党第一一期三中全会を契機に「改革・開放」政策が実施され、経済体制改革が始まつた。要するに、一九四九年新中国成立以降、数十年間に亘つて築いてきた中央集権的な計画経済から次第に市場経済の方向へと転換し、「石を確かめながら川を渡る（摸着石頭過河）」という漸進的な手法を採用し、経済改革に取り込んでいる。この二〇年間、農村の「生産請負制」の実施、郷鎮企業の急成長、そして、経済特区の開発、外資の導入、都市部の企業制度改革などさまざまな改革実験に着手し、比較的安定成長を実現し、国民全体の生活水準も以前と比べるとかなりアップし、平均で九・七%の高成長を遂げた。⁽²⁾

中国は社会主義の建設という大きな目標があり、計画経済を長期に継続した結果、社会全体に「不足経済」が続いており、悪平等や、効率の悪さあるいは技術革新インセンティブの欠如などさまざまな問題が出てきた。しかし、改革・開放以降、中国の社会が現在どのような歴史段階に来ているのかについて、八七年一〇月の共産党第一三回大会においては「中国は社会主義の初期段階にある」と認識された。⁽³⁾

「社会主義の初期段階」において、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し、それを「先富論」という言葉で表現している。⁽⁴⁾ このような「先富論」の下で、一部の個人経営者は「萬元戸（年収一万元の家庭）」「百万元戸」、最近では「億ドル戸」⁽⁵⁾までにもなり、富裕層を政策的に認めるようになつた。しかし、政策の目的は、最終的に「共同富裕」⁽⁶⁾を実現する事、つまり社会全体が豊かになることが、中国の大きな政策の目標でもある。

この政策目的を実現するためには、中国の指導者が認識しているように、生産力の発展に有利であれば、資本主義的な要素であつても取り入れるべきである。⁽⁷⁾ つまり社会システム全体の効率と生産力のアップに繋がること

であれば利用すべきであるという考え方で、例えば、個人経営と私営の企業や、外資系企業あるいは株式会社と証券市場などを認めることで、これは大きな政策転換である。

以上のように、「社会主義の初期段階」論の下で、生産力の発展を再優先にし、悪平等の社会から一定の所得格差を認め、さらに私的所有制企業あるいは多様な所有制企業（株式会社、有限会社、合弁企業など）を承認することが、株式市場形成の政策的的前提条件になつたと考えられる。

3 直接金融の重視

改革・開放以前、国有企業の資金調達は主に財政投融資から賄つた。改革以後、大部分の企業は、銀行融資に切り替えた。金融市场は全体として間接金融が支配的であった。しかし、一部の中小企業はなかなか銀行から融資を受けることが難しく、特に非国有企业、例えば農村の郷鎮企業あるいは都市部の一部の中小企業にとっては非常に困難であった。それを解決するために、直接金融つまり株式と債券を発行して資金調達するという形をとらざるを得なかつた。これらの企業は従業員あるいは大衆から資金を募集した。特に、九〇年代に入つて、上海と深圳の二つの証券取引所がそれぞれ創設され、また大企業の上場が増えることによって、社会全体は直接金融を重視するようになり、近年直接金融の比重も増えた（表1）。

また、企業側にとって、株式市場での資金調達のコストが低いというメリットがあり、元本返済の必要がない資金であるという事が企業を魅了した。
さらに、近年赤字企業が増え、銀行の不良債権も脹らみ、銀行からの資金調達は難しくなり、直接金融が一層重視されるようになつた。

4 株式会社制度の導入と国有企业の制度改革

現在、中国上場企業の殆どが元々国有企业であり、これらの企業は株式会社制度を導入して、企業組織を変更し、株式会社となつてから上場を果たし、株式市場の形成は国有企业の制度改革と密接に関連している。

国有企业の改革に関して、八〇年代の前半では、「放権議利」（国家が経営権を手放し、利益を企業に譲る）を中心、「経営自主権の拡大」が進められた。八〇年代の後半から、大部分の企業において「経営請負制」が実施された。⁽⁹⁾「経営請負制」というのは、一般的に企業側（経営者）と政府の間で個別交渉が行なわれ、一定の期間内で請負の責任と義務が決められることである。これは経営者にとつては、一般的に請負期間が一年、三年という短い期間であるため、経営面から見れば、どうしても短期的視点で企業を経営することになり、企業の設備投資と長期成長という観点からは非常に不利になるという制度的限界が露呈した。「経営自主権の拡大」にしても、「経営請負制」にしても、基本的には企業組織は国有企业のままで、経営メカニズムの改善という経営面の改革であり、企業の組織・制度改革を行わないのが特徴である。

（単位：億元）

表1 中国企業の直接金融と間接金融の比率

年	1993		1994		1995		1996		1997		1998	
	金額	%	金額	%	金額	%	金額	%	金額	%	金額	%
1. 間接金融	6335.40	92.52	7216.62	96.50	9339.82	96.03	10683.33	91.99	10712.47	90.60	11490.94	92.54
銀行の新規貸付	6335.40	92.52	7216.62	96.50	9339.82	96.03	10683.33	91.99	10712.47	90.60	11490.94	92.54
2. 直接金融	5122.5	7.48	261.53	3.50	386.31	3.97	563.26	5.01	1111.29	9.40	925.91	7.46
社債	235.81	3.44	161.75	2.16	300.80	3.09	268.92	2.39	255.23	2.16	147.89	1.19
株式	276.41	4.04	99.78	1.33	85.51	0.88	294.34	2.62	856.06	7.21	778.02	6.27
資金調達合計 (1+2)	6847.65	100.00	7478.15	100.00	9726.13	100.00	11246.59	100.00	11823.76	100.00	12416.85	100.00

（出所）中国証券監督管理委員会編「中国証券期貨統計年鑑」中国財政経済出版社、1999年版、3頁、9頁より作成。

ら、政府は今までの「経営請負制」を主とする企業改革の方針から、今後株式会社制度を軸に「現代企業制度」(近代的な企業制度)の確立に方向転換し、「有限責任制」という原則に基づいて企業の制度改革に取り組むことになった。⁽¹⁰⁾ その狙いは、「所有と経営の分離」を図り、今まで「政府と企業の不分離」問題を解決し、市場経済にふさわしい新しい企業制度の確立にある。このような企業の制度改革に対する政府の具体的な政策の変化は、これ以降の株式市場の急成長と株式会社制度の導入に重要なインパクトを与えるようになつた。

もう一つの国有企業の制度改革に関する要因は資産の合理化と流動化を図るため、証券市場が欠かせない存在になっていることである。今まで国有企业の効率が悪く、赤字企業も沢山出ており、一部の企業は既に倒産した。また近年、国有企业の不良資産と不良債権も増えており、今後、企業改革が進めば、企業の合理化と組織変更を図るために、証券市場を通じての吸収・合併と資産の流動化が必要になり、その意味で証券市場の育成が重要になつてくるのである。

5 マクロ経済的要因

市場形成のマクロ経済的要因は、この二十年間、経済の比較的安定高成長を実現し、それに伴つて個人所得を増加し、貯蓄も大幅に増えたことが株式投資の資金源になつてている。

経済の成長について、この二十年間、マクロ経済全般は成長の軌道に乗り、二十年平均の成長率(GDP)が九・七%前後という高成長を遂げた(表2)。国全体の経済状況は現在も色々な問題があるが、全体で見れば安定成長という経済環境にあると考えられる。

個人所得については、改革以後の二十年間、農村の個人所得は、七八年一人当たり年間平均収入は一三三三元であ

年	GDP億元	対前年比(%)
1979	4038.2	7.6
1980	4517.8	7.8
1981	4862.4	5.2
1982	5294.7	9.1
1983	5934.5	10.9
1984	7171.0	15.2
1985	8964.4	13.5
1986	10202.2	8.8
1987	11962.5	11.6
1988	14928.3	11.3
1989	16909.2	4.1
1990	18547.9	3.8
1991	21617.8	9.2
1992	26638.1	14.2
1993	34634.4	13.5
1994	46759.4	12.6
1995	58478.1	10.5
1996	67884.6	9.6
1997	74772.4	8.8
1998	79552.8	7.8
平均		9.7

(出所)『中国統計摘要』中国統計出版社、1999年版、11頁、16頁。

つたが、九八年は二、一〇〇元を超えて、十六倍になつた。都市部においては、七八年の一人当たりの年間平均収入は三百四十三元で、二十年後の九八年は五、四五元になり、同じように約十六倍増えた。⁽¹¹⁾ しかも近年、三〇%前後の家計貯蓄率と四〇%前後の国民貯蓄率といふ高い貯蓄率を維持して

いる。⁽¹²⁾

個人貯蓄については、表3にみると、金額ベースで二十年前より一百倍以上増加した。

それは九七年に四兆六千億元になり、九八年になると既に五兆三千元を超えた(表3)。

以上のように、二十年間の経済高成長の下、個人収入と貯蓄が大幅に増えることで、直接金融に資金シフトする条件が揃つた。

年	1978	1985	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
個人貯蓄預金	210	1622	7034	9107	11545	14762	21518	29662	38520	46279	53407

(出所)『中国統計年鑑』中国統計出版社、99年版、318頁。

6 直接的要因

(1) 店頭市場の未整備と闇市の混乱

八〇年代の後半、店頭市場が形成された。しかし店頭売買の窓口が少なく、オフィスも狭く、サービスが非常に立ち遅れ、売買手続きの効率が悪かった。同時に、店頭市場の外で闇市が横行するようになつた。例えば、深圳市場では、一部の企業はハイリターンの配当政策を打ち出し、株式ブームとなり、店頭市場の対応ができず、大混乱が起つた。店頭市場の未整備と闇市の混乱から得た教訓は、取引機構（ハード面）が整備されていないことが混乱を引き起こすということであつた。市場の混乱は逆に市場集中取引の制度づくりと証券取引所の設立を要請するようになり、これから市場制度と法制度などの制度面の整備および証券取引所の設立に拍車をかけた。

(2) 鄧小平の「南巡講話」

一九九二年春、鄧小平は中国の南方を視察し、重要な「南巡講話」を発表した。「改革・開放」以後、体制改革、株式会社制度の導入などをめぐつて激しい社会主義対資本主義のイデオロギーの論争がおきたが、「講話」の中で鄧小平は「計画経済イコール社会主義ではない。資本主義にも計画がある。市場経済イコール資本主義ではない。社会主義にも市場がある。……株式会社制度の導入と実験はもつと大胆に進めよう。間違つたら、ストップすればよい」と述べ、生産力の発展を重視する意思を示した。それ以後改革に対する「姓資姓社（社会主義か、資本主義か）」の議論は沈静化し、より大胆な改革実験を可能にする政治的環境が整つた。

(3) 第一五回党大会

一九九七年九月に開催された中国共産党の第一五回全国代表大会（以下中共一五大と略称）では、国有企业改革は「現代企業制度」の確立を目指し、今後大中型の国有企業を中心に、有限责任制に基づく株式会社制度の導入を軸に企業の制度改革を開拓する方針を打ち出した。中共十五大の「国家関連株」（国家株、国有法人株）を主とする株式会社化の狙いは、現在大量の余剰人員、赤字および不良債権を抱えている国有企业が経営難から脱出し、企業の活性化を図り、市場の競争環境に適応し、新しい企業制度を構築することにある。⁽¹⁵⁾

(7) 投資家の投資心理

現在四千万人を超える投資家の九九%は個人投資家であり、しかも発行済株式の三割前後しか一般流通できない市場であるため、相場の操作と投機をしやすい市場といわれている。一般大衆の投機心理が強く、短期売買が多く、短期の株式投資を通じて儲けたいという心理状態が市場形成のもう一つの要因になつてゐる。

(8) むすびにかえて

以上、株式市場形成の政策的要因、企業の制度改革と直接金融による資金調達の側面、マクロ経済的条件および幾つかの直接的要因と投資家の投資心理を見てきた。これらの要因と条件は今日までの株式市場形成と発展の重要な要素になっていると考えられる。今後市場制度の整備、情報開示の徹底、会計制度の完備およびコーポレート・ガバナンスの問題は市場の発展と健全な企業経営に繋がる重要な課題になると思われる。

注

- (1) 「中国証券報」一九九九年九月二五日、十月十五日。『人民日報（海外版）』一九九九年一月三日、九月十二日。
- (2) 「中国統計年鑑」中国統計出版社、各年版による計算。
- (3) 一九八七年、中国共産党第一三回大会の規定による。
- (4) 「先富論」について、『鄧小平文選（第一巻）』人民出版社、一五一頁を参照。
- (5) 「日本経済新聞」、一九九九年十一月十七日。
- (6) 「共同富裕論」について、『鄧小平文選（第三巻）』人民出版社、一九九三年、一二三頁、一三九頁を参照。
- (7) 鄧小平「鄧小平文選（第三巻）」人民出版社、一九九三年、三七三頁。
- (8) 個人経営は八人未満を雇う企業、私営企業は八人以上を雇う企業と指す。
- (9) 徐之河、李令徳「中国公有制企業管理發展史統編（一九六六—一九九二）」上海社会科学院出版社、二六〇頁、参照。
- (10) 一九九三年一月共産党の一四期三中全会は「社会主義市場経済」の改革方針を定め、今後国有企業の改革目標として経営メカニズムの転換を中心に据え、「現代企業制度」の確立が正式に決定した。
- (11) 「中国統計年鑑」中国統計出版社、九九年版、三二八頁。
- (12) 国家統計局国民経済核算司、中国人民銀行統計司編「中国資金流量表（一九九二—一九九七年）」、一九九九年、九頁。
- (13) 「中国統計年鑑」中国統計出版社、九九年版、三一八頁。
- (14) 鄧小平「鄧小平文選（第三巻）」人民出版社、一九九三年、三七三頁。
- (15) 江沢民の中共十一五大報告による。『中国証券報』、一九九七年九月二二日。
- (16) 中国証券監督管理委員会編「中国証券期貨統計年鑑」九九年版、六九頁。

オンライン取引と証券会社の対顧客義務

清水 葉子

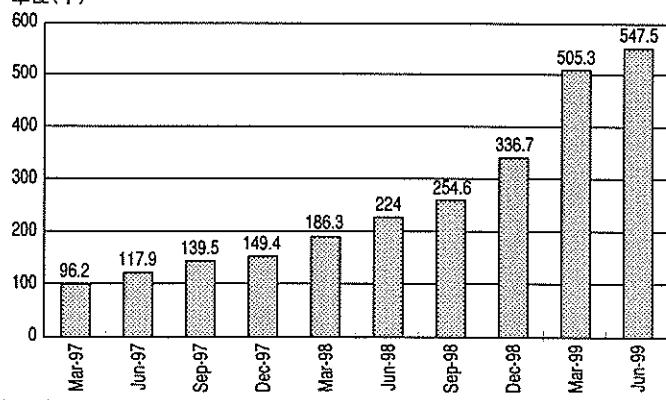
1 オンライン取引の急増

わが国でも、今年十月の有価証券の委託売買手数料自由化とともに、コストの大幅な削減が可能なオンライン取引が価格競争の手段として注目を集めている。これにともなって、一九九〇年代半ば以降、オンライン取引が急増したアメリカの事例が多く紹介されている。

改めてアメリカのオンライン取引を概観してみよう。オンライン取引口座数は一九九九年第二四半期で九七〇万口座に達し、重複を除いても五〇〇万人以上のオンライン・トレーダーが取引を行なっていると推計されている。⁽¹⁾

オンラインでの取引件数は、(図1)に見るように、一九九八年度にとくに著しい成長を見せ、今年の第二四半期に増加速度をややゆるめたものの、一日平均五四万件を超えて成長を続けている。また、(図2)からは、オンライン取引が全株式取引に占める割合は十六%程度となり、今やほぼ六件に一件の取引がオンラインで行なわれている。

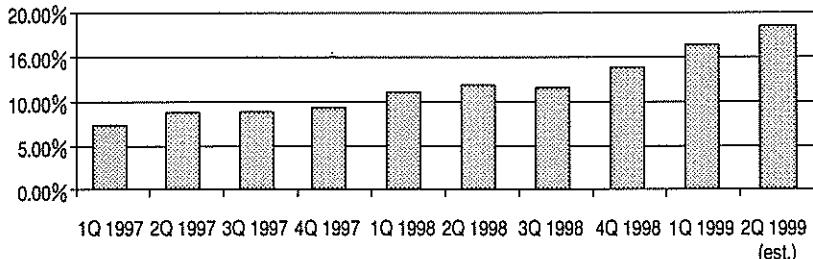
図1 オンラインでの1日平均取引件数



(出所) SEC Special Study(7月8)
(原資料) Piper Jaffray

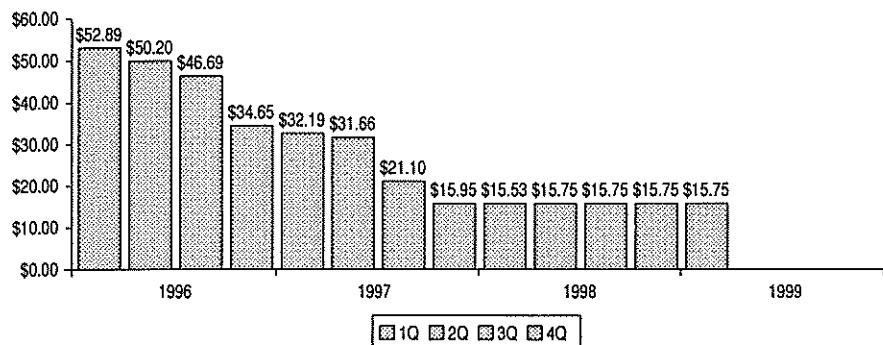
ることが読み取れる。

図2 株式取引に占めるオンライン取引のシェア



(出所) 図1と同じ
(原資料) CS First Boston

図3 オンラインブローカー上位10社の平均手数料



(出所) 図1と同じ
(原資料) CS First Boston

オンライン取引であるが、オンライン取引という新しいテクノロジーが、従来想定していなかつた問題をひき起こしていることも取り上げられている。オンライン・サービスに一度に大量のアクセスが集中すると、回線の渋滞のためにつながりにくくなったり注文の執行が送れたりするケースはわが国でも報道されているが、アメリカでも投資家からの訴訟や多額の損失補償がオンライン証券会社の大きな経営問題となっている。またインターネットのようにオープンなシステムを利用した場合、プライバシーの問題や不正アクセスなどの問題があることも指摘されており、こうしたシステムの安全性の確保も重要である。また、オンライン取引によって頻繁な売買をくり返すデイ・トレーダーと呼ばれる一部の投資家が社会問題化しつつあることも報じられている。⁽³⁾

ところで、アメリカでは、このような従来指摘されてきた問題に加えて、インターネットのように双方同のコミュニケーションを可能にするテクノロジーが証券会社と顧客の関係を変化させ、証券会社の対顧客義務の点で新たなグレーゾーンを生んでいることも問題となりつつある。

すなわち、オンラインサービスを提供する証券会社の中には、顧客ごとにカスタマイズしたウェブサイトを設けるなど、よりきめ細かな情報提供を行なうところが出てきたわけだが、こうした証券会社の多様なサービスの一環として、顧客のオンライン利用履歴などを自動集計したデータを用いて顧客を分類し、特定の顧客層の关心をひきそなりサーチレポートを電子メールで一斉に流すなど、投資アドバイスに極めて近いサービスを提供することが技術的には十分可能となつてきているのである。

こうした、いわば「自動投資アドバイスサービス」とも言うべき情報提供を始めた場合、証券会社は顧客に対してどの程度の責任を負うべきなのであろうか?

2 適合性の原則⁽⁴⁾

ブローカー・ディーラーは、顧客に対して適合的な投資推奨をする義務を負っている。これは適合性の原則と呼ばれているが、これは一つには自主規制機関の半倫理的な性格の規則によつて、もう一つは証券会社が専門家として「看板」をあげて一般投資家からの信頼によつて業務を行なつてゐる以上、投資家に対して一定の注意義務を持つとするいわゆる「看板理論」から発展した概念として証券取引所法の規定によつて、定められている。

NASDは公正慣習規則二三一〇ド、会員は、顧客が自己の他の証券保有や財政状況やニーズに関して開示した事実があればそれに基づいて、推奨（recommendation）が適合していると信じる合理的な根拠がなくてはならない、と定めている。⁽⁵⁾のNASD規則は、単に不適合な投資推奨を行なつてはならないとする消極的な規則であるにとどまらず、投資アドバイスに際して特定の顧客の資産や投資目的などを十分ふまえることを求めたポジティブな規則であると解釈されている。また、特定顧客の属性を把握するだけでなく、推奨する投資が顧客の投資目的に照らして合理性を持っているかどうかという投資手段の合理性も問題にしていふとされている。適合性の原則は、NASDの規則によるものだけではなく、例えばニューヨーク証券取引所規則四〇五条の「Know Your Customer Rule」のように会員の保護を本来の目的としたタイプのものもある。

一方、証券取引所法では、第一〇条（b）、第十五条（c）にそれぞれ証券会社の詐欺行為の禁止規定として条項が設けられており、対応するSEC規則一〇b—五、十五c—一—二でも規定されている。

実際に問題が生じた場合の仲裁や訴訟は、NASDの規則に基づいて行なわれるケースが増えているとされるが、こうした自主規制機関による規定は、故意の立証などが必要とされる証券取引所法の規定と異なつて、倫理規定としての性格を強く持つため、ブローカー・ディーラーはどの程度具体的な義務を負つてゐるのか判断が難しくとされる。

今年五月にワシントンで行なわれたNASDの規制部門であるNASDRの春期会議の基調講演で、NASD会長Frank Zarb氏が会員ブローカー・ディーラーに対し、投資アドバイスに関する適合性の原則違反に対する注意を払うよう呼びかけたことが報じられている。また会議では適合性の原則に関連した報告が会員に配付され、NASD会員の過誤と不作為（errors and omissions）による申し立てが行なわれたケースのうち九五%を適合性原則違反が占めていることが示されていたといふ。

こうした適合性をめぐる訴えの増加は、アメリカの株式市場の過熱にともなつて十分な投資知識を持たない投資家の株式市場への参加が急増した結果であると推測できるが、オンライン取引の拡大もこれに新しい様相を加えているのである。

3 オンライン取引と適合性の原則

オンライン取引に関して、適合性の原則はどのように問題になるのであらうか。

すでに述べたように、オンライン取引は、当初ディスカウント・ブローカーが、人手を省いて取引コストを節減するために相次いで導入したシステムであった。しかしながら、一般の商取引などにインターネットが急速に浸透したこともあり、現在では手数料の低さだけでなく、迅速で簡便な取引手段として広く認知されるようになつてゐる。従来の証券営業員との緊密な関係を嫌つてオンライン取引に切り替える投資家も多いとされる。

こうしたオンライン取引の普及とともに、オンライン上でさまざまな付加サービスの提供も始まつてゐる。オンライン上で顧客のポートフォリオをトラッキングしたり、簡単なライフサイクル・モデルを提示したり、為

替レートの変動などの仮想的な変化が資産価値に与える影響を計算したりするためのシミュレーション・モデルなどが提供されている。

しかしながら、オンライン上で可能なサービスはこれにとどまらない。オンライン・ブローカーは、顧客から提供された年齢や資産保有、現在の資産構成、投資目的、投資態度などの顧客情報のほか、オンライン上で顧客が実際に行なった売買やクリックの特性を自動的に集計し、データ・マイニングなどの手法を用いて顧客の属性を分析したり顧客層をカテゴライズしたりすることができる。⁽⁴³⁾

こうした技術を利用すると、あらかじめ特定した証券の価格が低下した時に電子メールで顧客に買い時を知らせるとか、アナリストの評価が変化するとその証券の保有者全員に通知する、市場の価格変動によって顧客の資産構成が目標からはずしたこと自動的に知らせると言つたことが可能となる。また、さまざまな分析ツールを提供し、顧客ごとにカスタマイズしたサイトで退職など特定の投資目的に合致した投資戦略を計算したりするサービスも提供できるようになる。

このようなサービスの多くが自動的に行なわれるようになつた場合、オンライン・ブローカーはこうしたサービスのどの程度にまで責任を負うべきなのだろうか。

オンライン・ブローカーは基本的には顧客が自己責任で投資を行なうこと前提に業務を行つて。現在でも、リサーチレポートなどの投資情報や分析ツールがオンラインで提供されているが、これはあくまでも投資家の利便性のために付加的に提供しているに過ぎず、最終的には投資家の自己責任で投資判断が行なわれていることが前提である。

ところが、オンライン・ブローカーが顧客の投資履歴などを集計して知り得る立場にいた場合、たとえば高齢

の投資家が極めて投機的な投資を始めるなど明らかに顧客属性に合致しない投資が行なわれていた場合、適切なアドバイスをする義務はあるのだろうか。またきめこまやかな情報提供の一環として、過去の投資履歴や現在の資産構成から見て適当と考えられる投資先を電子メールなどで自動配信した場合、それは投資勧誘と見なされるのであろうか。

証券会社は、顧客の年齢や資産、投資目的、投資態度など知りえた顧客属性に照らして適切と考えられる投資アドバイスや推薦を行なう義務があり、これを適合性の原則と呼んでいる。ところが、オンライン取引では、当初は全く投資アドバイスを行なわず単純な注文執行サービスのみを提供していたためこうした義務を考慮に入れが必要はなかつた。しかし次第に、リサーチレポートやニュースレターを発行してフルサービスに近い投資アドバイスを提供する証券会社が増加するにつれ、オンライン取引であつても適合性の原則に合致しない情報提供サービスには注意を払う必要が生じてきた。さらに加えて、従来のように顧客から属性に関する情報を得るほか、オンライン上で行なわれた投資履歴や画面選択の特徴などを証券会社が独自に集計して顧客を分類し、カスタマイズした情報提供を行なうことが可能であるため、どこまでが証券会社が適合性に関する責任を負う範囲が明確でなくなつてしまつたのである。

わが国では、オンライン取引は委託売買手数料の自由化と同時に始まり、コスト削減の手段としての性格が前面に出ているため、こうした問題はまだ大きく取り上げられてはいないが、証券取引以外のオンライン商取引では、すでにさまざまな方法で顧客の利用履歴を分析・集計して顧客ごとにカスタマイズしたサービスを提供する手法が広まつており、証券取引についてもいざれ同様のサービスが可能となると考えられる。

4 SECの考え方

SECは十一月二十二日に「オンライン・ブローカレッジ・サービスと歩調をあわせて」と題したレポートを発表⁽⁷⁾し、オンライン取引に関わるさまざまな問題について論じている。このレポートのなかで、SECは最良執行やシステム容量の問題、投資家教育、プライバシーなどの重要な問題とならんで、適合性の問題を論じている。

明確な結論が提示されているわけではないが、SECは、(1) さまざまなオンライン・サービスが、どういう働きをするのか、どのような情報を顧客がとりだしたり、またブローカーが顧客行動から集計できるのか、顧客はどのような情報を投資推奨であると見なすのかといった点について業界との間で対話の機会を設ける、(2) データ・マイニングの手法によって集計した情報からどのようなサービス提供が可能であるのか証券会社の協力を得て調査する、(3) 自主規制機関との間で、オンラインで提供される情報ないし投資推奨に関してケーススタディを行なう、という三点の必要性を述べている。

SECが想定しているオンラインでの情報提供・投資推奨は次の6種類である。

- ①単純な注文執行サービスのみ・適合性に関する検討は不要である。
- ②注文執行しか行なわないが、ウェブ上のライブラリからリサーチ情報やコメントなどを引き出すことができることには適合性の問題は発生しないが、証券会社は提供している情報がちゃんとしたものであって、少なくとも一部の投資家にとっては適切なアドバイスとなりうるだけの論拠を持つていなくてはならない。
- ③②に加えて、顧客がカスタマイズされた画面を見ることができ、特定証券の気配をトラッキングできたりリサーチに関する自動通知を受け取れたりでき、また顧客が自分の投資態度を指定できる・証券会社自身が関与せとを考えられる。
- ④顧客のオンライン上での取引履歴に基づいて、証券会社がカスタマイズされた情報を提供する・この場合は証券会社は特定顧客に対する適合性の義務を持つ。
- ⑤顧客のオンライン上での取引履歴に基づいて、証券会社が投資態度の指定をしている場合、それと適合しない取引が行なわれた場合アドバイスが行なわれることがのぞましい慣行だと言えるだろう。
- ⑥証券会社自身が顧客を分類しカテゴリー別に異なる情報を探求する・分類・カスタマイズの程度によるが、証券会社が集めた情報に基づいて個人化されたアドバイスを提供する場合、適合性の原則が適用されると考えられる。顧客自身が分類を選び、その分類に適合した情報を受け取るだけの場合には、証券会社の責任はないと考えられる。
- ⑦フル・サービスの証券会社が顧客のオンラインでの注文入力を提供しており、通常の証券営業員のアドバイスを受けてオンラインでの注文を行なっている・従来通りの完全な意味での適合性を満たす義務を持つ。

(注)

(1) Piper Jaffrayの推計によるが重複の見積もりには異論もある。

(2)

大崎貞和・沼田優子（一九九九）「変化する米国総合証券会社のオンライン取引」『資本市場クオータリー』一九九九

(3) オハトベハ取引の普及も問題され、問題としていた大崎真紀（一九九九）「マハターネット証券取引の真実」ハハナ
トエキス、株經。

(4) JSセミナー詳報#Lewis D. Lowenfels & Alan R. Bromberg, "Suitability in Securities Transactions," Business
Lawyer, August 1999. 株經。

(5) "Zarb Urges Broker-Dealers to 'Be on Guard' About Suitability.", Securities Regulation and Law Report, Vol. 30, No. 22,
May 29, 1998.

(6) 例えば書籍のオンライン販売で有名になったAmazon.comは、上位書籍などの検索・発注のサービスを提供して
いるが、顧客の検索や注文履歴を分析・集計する手法を導入しており、特定分野に関する書籍を連続して選択してい
る。類似分野の書籍について検索するなどのキーワードを行なっている。

(7) Laura S. Unger (1999) "On-Line Brokerage : Keeping Apace of Cyberspace," SEC Special Study, November 22, 1999,
<http://www.sec.com>.

証券決済リスクとその削減策

福本 葵

1 はじめに

これまでの証券市場論の中心は、証券売買の約定が成立するまでを題材に取り上げ、論じてきたものであった。証券売買の約定が成立してから後、清算や決済等、取引の履行のプロセスについては、あまり議論されてこなかつた。履行については、間違いなく、安全に行われることが当然であると言う認識があつたからであろう。しかし、安全であると考えられてきた証券の清算や決済にも危険性が存在することが、近年、顕在化しつつある。一九九五年のベアリング社の経営破綻や、一九九七年の日本における相次ぐ証券会社の経営破綻、また、昨今の金融環境の変化は、決済にリスクが存在し、これを見逃してはならないことを物語っている。

ここでは、証券決済にはどのようなリスクがあるか、そのリスクを軽減するために、どのような機関がどのような対策を講じてているかについて見て行くこととする。

2 決済におけるリスク

証券決済におけるリスクには、信用リスク (credit risk)、流動性リスク (liquidity risk)、オペレーションリスク、システムリスクがあげられる。信用リスクとは、取り引きの相手方がデフォルトした時に発生するもので、期日中もしくはその後、決済が一〇〇パーセント完全には行われない場合のリスクである。この信用リスクには

二通りあり、一つは、取り引きの元本そのものを失ってしまう元本リスク (principal risk) であり、もう一つは、相手方がデフォルトしたために、得るはずであった利益を失う置換コストリスク (cost replacement risk) といわるものである。

流動性リスクとは、倒産以外の経済的理由や、コンピュータの故障等理由で、当事者の一方が、決済日に決済できないリスクである。決済日を過ぎてから、決済を履行する可能性を残す場合のリスクである。

三つめのオペレーションリスクとは、経済的な取引の決済に重要なハードやソフトウエア、コミュニケーションシステムの中止のリスクである。このような中止は取引の決済を遅らせる」とによって、重大な流動性リスクを生み出す。操作上の重要な部分の中止は、信用リスクも高める。操作上の中断は取引された証券の決済が完了するまでの遅延を引き起こすからである。取引とその決済に時間がかかる」とは、信用リスクを増加させる。

3 信用リスク

証券取引の当事者は二つの点で信用リスクにさらされている。一つは、証券の受渡と現金の受渡が同時ではないからであり、もう一つは、証券の価格が、取引の約定された時点と、決済が行われている時点との間で変化するからである。前者が原因で引き起こされるリスクが元本リスクであり、後者が原因で引き起こされるリスクが置換コストリスクである。信用リスクには、この二つのリスクがある。

(1) 元本リスク

まず、証券の受渡と代金の受渡が同時に行われないと「」とから発生するリスクについて述べる。

仮に、証券の引渡が金銭の支払いより以前に行われ、買い手が倒産した場合、先に証券を引き渡した売り手は、証券の価値を全額失う可能性にある。反対に、代金の支払いが証券の移転よりも前にあり、売り手が倒産した場合、先に代金を支払った買い手が支払った全額のリスクを被ることがある。このように取引の元本 자체を失う信用リスクを元本リスクといふ。これは、代金の支払いと証券の受け取りのタイミングが異なる」とから生じる。

日本の証券取引において、証券と代金の引渡が同時に行われる制度 (delivery versus payment) の採用は、国債の決済に携わる日本銀行、社債の決済に関する債券ネットワーク等で導入されている。株式については一〇〇一年の三月までの導入が検討されている。

(2) 置換コストリスク

次に、証券の証券価格の約定期と決済時の乖離について考える。取引当事者が決済の前に、倒産した場合、相手方は、この決済義務を履行する必要はない。しかし、必要な証券や資金を入手するためには、最初の取引の代わりに、第三者と新たな契約を締結しなければならない。この新しい契約の相手方に証券を引き渡す義務が直ちに発生する。当初の契約が新たな第三者との契約にとって換わることから、置換という用語が用いられる。倒産した会社と約定した価格と、第三者と新たな契約をする時の価格に乖離があれば、もともとの取引を新たな取引に置換するためには、コストがかかることから、置換コストリスクと呼ばれる。

取引の当初には、置換コストはゼロである。なぜなら、証券の市場価格は、置換取引が消費されるべき価格（おそらく、もともとの取引価格）と極めて近いものであるからである。しかし、時間が経過するにつれ、市場価格は取引価格と乖離していく。価格の変化の方向性によって、取引当事者の一方が取引を置換する危険性にさ

らされる。つまり、価格が上昇すると買い手が損失を被り、価格が下落すると売り手が損失を被る」とことなる。市場における価格の方向性（値上がりするか、値下がりするか）が確かではないので、取引の双方が置換コストリスクにさらされることとなる。仮に最初の証券の価格が一株一〇〇円であったが、買い手が倒産したので、売り手は取引を置換しなければならないとする。この置換取引契約では、一株九〇円であった場合、売り手は、一株につき一〇円のリスクを被ることになる。

リスクの大きさは証券価格の乖離の大きさによる。この価格の乖離は、取引約定時点と決済時点との時間が長くなるにつれて拡大する可能性が大きい。

4 流動性リスク

証券取引を行うどちらの当事者も決済日には流動性リスクにさらされる。証券の買い手である当事者が決済日に代金を支払わなければ、売り手は一般に、取引において生じた不足を相殺するために流動資産を借りなければならぬ。売り手の不足をカバーするコストは支払いの日程による。証券の買い手が長期に代金を用意できない場合には、そのコストは増大する。

一方、買い手は当該証券を購入した後に、引き続き別の取引でその証券を引き渡す契約を行つてているとする。最初の取引の売り手が証券を引き渡すことができなければ、買い手は第三者から証券を借りなければならない。または、引き渡す義務を行うことをフェイエルしなければならない。これを手当てるために貸株市場が存在するが、その流動性が十分であるとは言いがたい。貸株市場を利用すると、更に、今度は貸株借株の信用、流動性、オペレーションリスクを抱き込むことになる。

また、日本においては、決済の繰り延べであるフェイエルの制度が整っていない。東京証券取引所において、株式の決済の繰り延べとして、現在行われている制度は、有価証券引渡票（DB）による決済である。⁽¹⁾ 現行のDBのしくみとは、渡方会員が、輸送の遅延その他のやむをえない事由によって、有価証券を引き渡すことができない場合に利用される制度である。この場合、渡方会員は、取引所に有価証券を引き渡すことのできない事由を訴明し、受方会員の承諾を得たうえ、DBを受方会員に交付することによって決済を行うものである。渡方会員は、DB発行の日から起算して五日目までに、この決済を行わなければならない。

5 システミックリスク

上記リスクと並列ではないが、G10による様々な文書中に、システムリスクは定義されている。システムリスクとは、一つの当事者の決済不履行が連鎖的に他の参加者の決済不履行を招くことである。決済不履行を起こした当事者が、後にその義務を履行した場合、それは流動性リスクになる。履行されなかつた場合には信用品リスクとなる。

6 決済リスク軽減策

証券決済に関するリスクを回避するための策として、民間金融機関の関係者より構成された Group of Thirty (正式には、the Consultative Group on International Economic & Monetary Affairs, Incorporated 以下、G30) は、一九八九年に九つに渡る勧告を発表した。⁽²⁾ また、国際証券管理者会議（ISSA）は、G30の勧告を受け、改正点を表示している。G30の勧告のうち、勧告四は、「各国はその市場取引高と市場参加状況について研究を行つ

てネット清算システムがリスクを減少させ効率を増進させ得るか判断すること。ネット清算システムが適切な場合は、一九九二年までに実施されること」としている。また、それを受けたISSAの勧告四の改正点は、「各市場はリアルタイム・グロス・セトルメント、ないしはランファルシー基準に沿ったネットティング決済の導入により、決済リスクの削減を目指すこと。」である。

ネットティング決済を導入するか、リアルタイム・グロス・セトルメントを採用するかについては、各国とも検討中である。G30においては、その市場においてネットティングがリスク軽減に役立つか判断することに留まっているが、ISSAの修正勧告では、更に進んで、リアルタイム・グロス・セトルメントの導入の検討、または、ネットティングを採用するとしても、ランファルシー基準を満たすものの導入を検討するよう促している。

ランファルシー基準とは、BISによって一九九〇年に発表された『G10諸国中央銀行によるインターバンク・ネットティング・スキーム検討委員会報告書』において「クロス・ボーダー及び多通貨ネットティングとその決済スキームの設計と運営に関する最低条件」として示された六つの基準をいう。⁽³⁾

7 BISの検討

一方、国際決済銀行（BIS）では、各国中央銀行が資金決済との関係において、証券決済を討議している。一九九二年九月に発表された「証券決済システムにおけるDVP」報告書を発表している。DVP（Delivery Versus Payment）とは、「証券の受渡し」と「代金の受渡し」とをリンクさせ、一方が行われなければ、他方が行われないように決済する方法である。BISの報告書において、DVPを実現するための三類型を提示している。

一つはグロス—グロス型と呼ばれるもので、証券と資金の取引を一本一本リアルタイム・グロス・セトルメントを行うものである。二つ目は、証券の受渡しについては、リアルタイム・グロス・セトルメントを行なうが、資金の受渡しについてはネットで行なうグロス—ネット型であり、三つ目が双方をネットで行なうネット—ネット型である。

8 RTGS (Real Time Gross Settlement)

BISにおいて各国中央銀行が検討してきたリアルタイム・グロス・セトルメント（以下、RTGS）は、証券決済システムの改革にも大きく影響を及ぼしてきている。

証券決済のRTGSの前に、更に議論の進んでいる資金決済のRTGSについて述べる。資金決済には、大きく分けて二つの方法がある。一つは、このRTGSであり、もう一つが「時点決済」である。中央銀行とそこには当座預金を保有する金融機関との関係においては、金融機関が中央銀行に対し自己の当座預金からの支払いを依頼した際に、その支払いを中央銀行が一件ごとに即時で行なう決済方法がRTGSであり、一定の時点まで待って、他の多くの支払いとまとめて決済する決済方法が時点決済である。

近年、各国中央銀行がRTGSを採用する動きが盛んとなり、現在では国際標準となりつつある。これは、RTGSが先に述べた決済リスクを軽減するものであるからである。時点決済において、中央銀行が金融機関から受けた支払指示を定められた時点まで蓄えておく。このため、仮に、支払指示を出した金融機関の一つがデフォルトした場合、そのリスクが同時点を指定した全ての決済に及ぶ可能性がある。これに対し、RTGSにおいては、中央銀行に出された指示が即時に次々と決済されるため、仮に支持を出した金融機関の一つがデフォルトし

ても、決済がストップしたり、リスクが他の金融機関に波及すること少ない。

9 証券決済

中央銀行における資金のRTGS化に伴つて、証券の決済はどのような影響を受けるであろうか。証券売買における資金決済がRTGS化することにより、完全なDVPを達成するためには、証券決済においてもRTGS化を進めることができると考えられる。しかし、このためには、必要な証券が必要な時点で用意することができる環境である、証券のレポ市場や貸借市場が必要である。そうでなければ、一部、証券決済のネットディングを行い、必要となる証券の量を減少させなければならない。このような手当てを行わなければ、頻繁に売買される証券の場合、購入した証券が手に入らないので、売却先に引き渡すことができないという事態が発生する可能性がある。

10 日本における国債のRTGS化

日本銀行は一九九八年九月四日、「国債決済の「RTGS化」の枠組みについて⁽⁴⁾」というタイトルで、国債決済のRTGS化についての基本方針を発表した。この中でRTGS化の達成時期について、「決済慣行の見直しの進捗状況や、上記システム開発に要する期間などにもより、現時点では見極め難いが、当座預金と同様、西暦二〇〇〇年末までの実現を目指として取り組んでいきたい」としている。国債決済のRTGS化の基本的な枠組みは、RTGS化後は、原則として、国債決済に関する請求について、当日入力による優先処理（即時クロス決済）が採用され、一般処理（時点ネット決済）は、廃止されるといものである。優先処理とは、請求の受け付け

が行われると、遅延なく処理する方法である。これに対し、一般処理とは、登録日、受付日の一時点に複数の請求をまとめて処理する方法をいう。

システムの対応等の理由により、日本銀行が外国中央銀行等から保護預りしている国債の受渡のように、いくつかの取引においては、西暦二〇〇〇年の年末までにRTGS化されないものもある。これらの取引についても、西暦二〇〇〇年末のRTGS化導入後、極力早期の段階でのRTGS化が検討されている。

西暦二〇〇〇年末までのRTGS化導入は、何度も市場の関係者からの意見を募っており、関係者のニーズの高いものを優先させている。また、関係者のニーズに見合うように、国債入力締切り時刻を延長し、国債DVP同時受払機能等、RTGS化に関連する諸機能を新設する予定である。⁽⁵⁾

一九九九年五月十一日にも、「国際決済RTGS化に関する一部変更について」と題した見直し案を発表し、日本銀行の「預り口に寄託している振込国債決済を対象とするDVP決済を、二〇〇〇年末のRTGS化実現前の一 段階で極力早期に導入すること」を提案した。この提案は関係者に意見を求めた結果、六月一一日に決定している。⁽⁶⁾

11 今後の展望

数ある証券の中でも、国債は、各国の中央銀行が扱うものであるため、特徴的なものである。中央銀行は、国債の代金決済と証券決済の両方の側面を管理している。このため、それ以外の証券に比べ、DVPを行うことが容易である。

今回の国債RTGS化の前倒しによって、更に改革が促進された。国債の市場改革はその他の証券の市場改革

に先行して行われ、その他の証券の市場改革にとって、参考となる重要な役割を果たしている。株式や債券の決済をRTGS化するかネットディングするかについては、まだまだ、議論の途中であり、各国、様々な方策を検討しているところである。

どの証券にどこまでのRTGS化を図り、どこまでネットディング決済を利用するか、また、そのためにはレポート市場やフェイルといったそれを支える市場や制度が必要であるが、どのような制度を構築するかといった問題がある。総合的な制度設計を行う上で、今回の国債のRTGS化は、他の証券の決済システムに指針を示すことになるであろう。

注

(1) 東京証券取引所の発表によると、「DVPの導入に合わせ、DB制度に代えていわゆるフェイル制度を導入する予定である」としている。DBによる決済は、決済日に完了するのに対し、フェイル制度において、決済は、決済日に完了せず、翌日に繰り延べされることとなる。

(2) 勧告一・一九九〇年まで、直接参加者間のすべての約定照合は、T+1までに完了させること。

勧告二・一九九一年までに市場の間接参加者は、約定内容についての確認作業を行う照合システムの参加者になると。

勧告三・一九九二年までに、各国は効率的な十分整備された証券集中保管機構を実現し、関係者ができるだけ広汎に参加させることを組織的、制度的に進めること。

勧告四・各国はその市場取引高と市場参加状況について研究を行ってネット清算システムがリスクを減少させ効率を増進させ得るか判断すること。ネット清算システムが適切な場合は、一九九二年までに実施されること。

勧告五・DVPをすべての証券取引の決済方法として採用すること。DVPは一九九二年までに実行すること。

勧告六・証券取引決済および証券のポートフォリオ管理に係わる金銭決済は全商品および全市場を通じて即日ファンドにより行うこと。

勧告七・ローリング決済をすべての市場で採用し、最終決済日は一九九二年までにT+3にすること。

勧告八・証券の貸借は、約定の決済を容易にするための手段として促進されること。証券の貸与・を禁止している規制および税制上の障害は一九九〇年までに排除されること。

勧告九・各國はISO(国際標準化機構)により開発された標準証券メッセージを採用すること。特に、少なくとも国際取引についてはISO基準六一六六に基づくISIN銘柄コードを採用すること。また、これらの標準化は一九九二年までに行われること。

(3) ① ネットティング・システムはすべての関係法下で確固とした法的根拠を持つこと。

② ネットティング・システムの参加者は、ネットティングの導入が当該システムに係るリスクに及ぼす影響を明確に認識していなければならない。

③ マルチラテラル・ネットティング・システムは、ネットティング・サービスの提供者や参加者の責任を明らかにすべく、明確に定義された信用リスクと流動性リスクの管理手法をもつてのこと。また、関係者全員が各種リスクを抑制・管理するインセンティブと能力をもつことが確かであること。

④ マルチラテラル・ネットティング・システムは、その最低条件として、ネット負債額が最も大きな参加者が決済不能となつた場合でも、日々の決済をタイムリーに完了させることができなければならぬ。

(5) マルチラテラル・ネットティング・システムは、公正かつ開かれたかたちでのアクセスが可能となるよう、客観的かつ一般に公表された参入基準を設けていなければならない。

(6) すべてのネットティング・システムは、業務処理面において信頼に足る水準を確保するにむかし、日々の事務処理量に対応し得るバック・アップ設備を確保すべきである。

(4) http://www.boj.or.jp/seisaku/99/seisak_f.htm

(5) 「日銀ネット国債系システムにおけるRTGS化対応の具体的な内容および日銀ネット国債系システムの運行について」
http://www.boj.or.jp/seisaku/99/seisak_f.htm

(6) http://www.boj.or.jp/seisaku/99/seisak_f.htm

(7) http://www.boj.or.jp/seisaku/99/seisak_f.htm

参考文献

河村小百合（一九九七）「決済リスク管理と今後の課題—RTGSシステム下での日中流動性供給のあり方—」『Japan Research Review』一九九七年十一月号