

証 研



レポート

No.1578

2000年1月

90年代米国のハイ・イールド債市場 松尾 順介 (1)

上場基準と新市場ブーム 伊豆 久 (17)

ニューヨーク証券取引所の新構想
～「ニューNYSE」の意味するもの～ 吉川 真裕 (26)

中国証券業の再編と証券会社経営 王 東明 (39)

EDGARシステムによる情報開示の展開
清水 葉子 (48)

財団法人 日本証券経済研究所

90年代米国のハイ・イールド債市場

松尾 順介

はじめに

九〇年代の日本の普通社債発行は量的には拡大傾向を辿ったが、低格付け債への広がりを著しく欠いた拡大であったといえる。そこで、市場の裾野拡大が二〇〇〇年代の課題として残されており、それへの取り組みが必要とされることはいうまでもない。したがって、本稿では、九〇年代の米国ハイ・イールド債市場を概観し、この市場が発行会社、投資家および引受証券会社にとってどのような役割を果たしたかを考察する。

(1)

1 九〇年代の市場再生

九〇年代のハイ・イールド債市場は、ドレクセル社の破綻による壊滅的な状況から出発した。以下、ムーディーズ社の格付による格付別発行状況（公募普通社債のみ、私募およびヤンキー債を除く）⁽¹⁾をみていくと、八八年、八九年のハイ・イールド債発行額は、それぞれ二四〇億ドル、二二四億ドルで、公募普通社債に占める比率は、二七・四%、二五・一%であるが、九〇年にはわずか五億五〇〇〇万ドルへと四〇分の一ほどに激減し、比率でも〇・八%に過ぎなくなっており、ドレクセル社の破綻が与えた影響が大きかったことがうかがえる（表1参照）。

このように一旦は水泡に帰したかに見えたハイ・イールド債市場であるが、その立ち直りは早く、翌九一年には八〇億ドル、九二年三二〇億ドル、九三年三四億ドルと顕著に回復し、比率でもそれぞれ六・一%、一六・三%、一七・五%と拡大している。これによって、八〇年代の水準をも上回るものとなったと同時に、ドレクセル社破綻の影響から完全に脱したといえる。

また、前述のように、かつて四五%がM&A関連の発行であるとの試算が示された時期もあったが、九四年一二月末では、LBO関連の発行体は一%とされ⁽²⁾、M&A関連の発行は著しく低下したと考えられる。というのは、例えば、八八年および八九年のハイ・イールド債発行の内訳を見ると、B a格の比率が、それぞれ二一・七%、五・二%であるのに対して、より投機的なB格は、それぞれ二四・二%、一九・八%と圧倒的に大きくなっていく。とくに、八八年ではB2、B3でも九%以上を占めている。当時の敵対的な企業買収は、買収目的のダミー会社やペーパー・カンパニーを通じて行われる場合が多数あり、これらがハイ・レバレッジであったことを考えると、投機的な格付の比率が高いことは、これを反映していると推測される。逆に、九〇年代では、B格の比率は増減があるものの低下傾向を示し、九一年一・二%のあと九二年一〇%、九三年一一・一%へと上昇するが、これをピークに九四年九・一%、九五年三・七%となり、九八年ではわずか一・〇%であり、これは買収目的の起債の減少を反映していると推測できる。

九四年以降のハイ・イールド債発行は、九四年二〇九億ドル、九五年一八五億ドル、九六年二五四億ドルと拡大したが、九七年一七〇億ドルに低下した後、九八年二三五億ドルに回復している。九七年に低下した原因は、タイに始まるアジア通貨危機によって、信用膨張が懸念されていた市場が、株価とともに収縮したことが挙げられる。実際、その前年九六年のハイ・イールド債発行は、B格がB a格の一・五倍に上昇するなど、投資家の高リスク志向によって信用膨張が引き起こされていることが指摘されていた。それが通貨危機を契機として、「質

(2)

表1 米国普通社債の格付け別発行額 (ムーディーズ社) (金額:百万ドル)

格付け	1988			1989		
	発行額	比率	件数	発行額	比率	件数
Aaa	6,504.1	7.4%	41	8,075.2	9.0%	36
Aa	10,768.1	12.3%	80	15,349.1	17.1%	104
A	31,463.4	35.8%	216	29,713.8	33.2%	204
Baa	15,003.1	17.1%	105	13,972.8	15.6%	88
投資適格債合計	63,738.7	72.6%	442	67,110.9	74.9%	432
Ba1	498.1	0.6%	2	945.1	1.1%	9
Ba2	897.0	1.0%	5	1,659.6	1.9%	7
Ba3	957.9	1.1%	8	2,068.5	2.3%	10
Ba合計	2,353.0	2.7%	15	4,673.2	5.2%	26
B1	4,775.4	5.4%	24	7,006.1	7.8%	20
B2	8,374.9	9.5%	45	8,075.1	9.0%	45
B3	8,075.3	9.2%	52	2,679.3	3.0%	23
B合計	21,225.6	24.2%	121	17,760.5	19.8%	88
Caa	500.0	0.6%	2		0.0%	
高利回り債合計	24,078.6	27.4%	138	22,433.7	25.1%	114
総計	87,817.3	100.0%	580	89,544.6	100.0%	546

1993			1994			1995		
発行額	比率	件数	発行額	比率	件数	発行額	比率	件数
10,234.1	4.1%	70	11,885.4	7.0%	93	11,275.6	5.4%	118
36,150.7	14.5%	231	25,775.6	15.1%	215	32,858.6	15.6%	267
106,279.6	42.8%	859	86,432.1	50.6%	891	111,568.1	53.0%	1,224
52,380.4	21.1%	379	25,687.7	15.1%	241	36,422.3	17.3%	352
205,044.8	82.5%	1,539.0	149,780.8	87.8%	1,440.0	192,124.6	91.2%	1,961.0
2,962.4	1.2%	16	1,836.2	1.1%	16	2,468.4	1.2%	14
6,895.6	2.8%	32	799.4	0.5%	5	4,091.6	1.9%	16
5,072.3	2.0%	32	2,310.7	1.4%	15	3,876.6	1.8%	16
14,930.3	6.0%	80	4,946.3	2.9%	36	10,436.6	5.0%	46
9,639.6	3.9%	54	6,459.8	3.8%	32	1,968.3	0.9%	10
10,314.2	4.2%	66	5,068.1	3.0%	33	3,086.5	1.5%	16
7,668.4	3.1%	53	3,965.5	2.3%	24	2,832.2	1.3%	17
27,622.2	11.1%	173	15,493.4	9.1%	89	7,887.0	3.7%	43
866.1	0.3%	8	438.6	0.3%	2	204.1	0.1%	2
43,418.6	17.5%	261	20,878.3	12.2%	127	18,527.7	8.8%	91
248,463.4	100.0%	1,800.0	170,659.1	100.0%	1,567.0	210,652.3	100.0%	2,052.0

(資料) Securities Data Co.

(4)

1990			1991			1992		
発行額	比率	件数	発行額	比率	件数	発行額	比率	件数
5,766.6	8.5%	35	11,898.0	9.2%	89	10,752.7	5.6%	65
17,540.5	25.9%	95	22,718.4	17.5%	162	25,716.6	13.4%	184
30,010.0	44.3%	225	62,814.1	48.4%	623	73,617.8	38.5%	568
13,952.9	20.6%	102	24,425.2	18.8%	215	50,099.1	26.2%	361
67,270.0	99.2%	457	121,855.7	93.9%	1,089.0	160,186.2	83.7%	1,178.0
	0.0%		2,057.5	1.6%	3	3,103.5	1.6%	20
99.9	0.1%	1	1,247.8	1.0%	10	2,676.2	1.4%	15
98.7	0.1%	1	3,071.0	2.4%	12	5,858.6	3.1%	41
198.6	0.3%	2	6,376.3	4.9%	25	11,638.3	6.1%	76
250.0	0.4%	1	786.0	0.6%	5	8,312.5	4.3%	45
100.0	0.1%	1	358.5	0.3%	2	6,497.8	3.4%	38
	0.0%		454.0	0.3%	3	4,273.3	2.2%	34
350.0	0.5%	2	1,598.5	1.2%	10	19,083.6	10.0%	117
	0.0%			0.0%		375.0	0.2%	1
548.6	0.8%	4	7,974.8	6.1%	35	31,096.9	16.3%	194
67,818.6	100.0%	461	129,830.5	100.0%	1,124.0	191,283.1	100.0%	1,372.0

1996			1997			1998		
発行額	比率	件数	発行額	比率	件数	発行額	比率	件数
5,572.7	2.3%	100	9,949.6	3.1%	93	11,979.3	2.8%	109
41,160.1	17.0%	439	79,368.1	24.5%	860	99,339.1	23.1%	1,072
133,862.3	55.2%	1,558	153,205.1	47.2%	2,374	192,048.0	44.6%	2,508
36,355.4	15.0%	489	64,906.7	20.0%	801	103,744.7	24.1%	861
216,950.5	89.5%	2,586.0	307,429.5	94.8%	4,128.0	407,111.1	94.6%	4,550.0
5,528.0	2.3%	37	7,384.9	2.3%	22	5,677.9	1.3%	25
1,745.3	0.7%	10	2,318.8	0.7%	15	7,750.2	1.8%	34
2,461.1	1.0%	17	2,602.3	0.8%	15	5,431.3	1.3%	29
9,734.4	4.0%	64	12,306.0	3.8%	52	18,859.4	4.4%	88
6,134.9	2.5%	29	1,801.3	0.6%	13	853.2	0.2%	7
5,048.6	2.1%	31	1,140.2	0.4%	8	1,593.6	0.4%	8
4,251.7	1.8%	20	1,335.0	0.4%	8	2,039.5	0.5%	12
15,435.2	6.4%	80	4,276.5	1.3%	29	4,486.3	1.0%	27
230.0	0.1%	2	410.0	0.1%	4	105.0	0.0%	1
25,399.6	10.5%	146	16,992.5	5.2%	85	23,450.7	5.4%	116
242,350.1	100.0%	2,732.0	324,422.0	100.0%	4,213.0	430,561.8	100.0%	4,666.0

(3)

への逃避」といわれるように、安全性の高い債券投資に回帰し、ハイ・イールド債発行が急速に収縮したのである。この傾向は、九八年に入ってもしばらく続いたが、長期金利が六%を下回るなど低金利傾向もあって、回復に転じ、発行額も拡大した。しかし、九月のロシア危機やそれに伴うヘッジファンド危機によって再度急落した。とくに、破綻したLTCMの保有する大量のハイ・イールド債のポジション解消が懸念されたため、ハイ・イールド債の相場が急落したといわれている。ただし、FRBの迅速な対応によって、ヘッジファンド危機が回避されたことや、二度にわたる金利引下げによって景気後退が回避されるという期待が高まったこともあって、年末発行市場は回復に転じた。また、九九年の発行状況は、前半はほぼ昨年並みの起債水準が続いたが、六月ごろから著しく減少に転じている。これは、コンピュータの二〇〇〇年問題が表面化した場合、金融市場の混乱によって、ハイ・イールド債の流動性がいっそう低下することを投資家が懸念し、購入姿勢が慎重になっているためといわれている。

以下、ハイ・イールド債の発行会社、投資家および引受証券会社について見てみよう。

2 発行会社

最近のハイ・イールド債の発行体を業種別に見たものが、表2である。これによると、九八年の上位の発行業種は、電力二二・三%、製造業一六・〇%、小売業二二・九%、不動産一〇・二%、放送・通信一〇・一%となっている。とくに注目されるのは、近年急成長している放送・通信で、この表には表れていないが、九四年一・九%、九五年二二・九%、九六年一五・八%を占め、近年ハイ・イールド債の主要発行業種となっている。ところで、発行会社にとって、ハイ・イールド債発行を選択するメリットとして、資金の柔軟性が指摘されて

いる。すなわち、銀行借入よりも債券発行のほうが資金使途などの点で柔軟性が高いために、発行会社はこれを選好しているというわけである。例えば、ギルソン・ワーナーの研究⁽³⁾によると、一九八〇年から一九九二年までの期間に発行された一三七六件について調査した結果、そのうち約三〇%が主として銀行借入の返済に当てられていた。因みに、九二年の二二四件では、銀行借入返済七二(三三・六%)、その他債務の返済七六(三五・五%)、一般的目的四〇(二八・七%)、買収目的八(三・七%)、その他一八(八・四%)となっており、債務返済

表2 米国ハイ・イールド債の業種別発行状況
(単位:百万ドル・%)

1997年				1998年			
業種	発行額	比率	件数	業種	発行額	比率	件数
電話	2,946.00	16.5	6	電力	5,593.60	22.3	24
ヘルスケア	2,597.80	14.5	6	製造業	4,015.60	16	20
放送・通信	2,360.60	13.2	10	小売業	3,222.10	12.9	10
製造業	1,996.90	11.2	11	不動産	2,563.20	10.2	5
天然資源	1,261.20	7.1	8	放送・通信	2,519.80	10.1	9
住宅抵当会社	962.9	5.4	8	レストラン・ホテル	1,698.80	6.8	5
電力	944.3	5.3	6	建設	1,193.90	4.8	9
建設	897.1	5	7	電話	935	3.7	5
モーゲージ証券	550	3.1	2	天然資源	704.6	2.8	3
小売	434.6	2.4	3	レジャー	701.7	2.8	3
金融会社	392.4	2.2	3	運輸	599.1	2.4	3
不動産投資信託	390.3	2.2	6	住宅抵当会社	400.8	1.6	5
運輸	369.6	2.1	3	投資銀行	199.8	0.8	1
サービス	275	1.5	3	金融会社	199.2	0.8	1
農業	225	1.3	1	ガス	150	0.6	2
貯蓄金融機関	203.9	1.1	3	保険	149.8	0.6	1
レストラン・ホテル	200	1.1	1	貯蓄金融機関	107.6	0.4	26
ガス	149.3	0.8	1	不動産投資信託	99.8	0.4	1
保険	149.1	0.8	1				
商業銀行	139.8	0.8	7				
レジャー	125	0.7	1				
卸売	114	0.6	2				
投資銀行	99.8	0.6	1				
不動産	74.8	0.4	1				
合計	17,859.50	100	101	合計	25,054.50	100	133

(資料) Securities Data Co.

が主要目的となっていることがわかる。

次に、同研究によると、継続開示企業である、NYSE、AMEX、NASDAQ銘柄（一六四銘柄）のみに限定した場合、ハイ・イールド債発行体は、対前々年比の売上高成長率は七四・三％と高成長しており、資産収益率も一三・八％と高収益である。しかし、レバレッジも高く、起債前の時価総額に対する債務比率は五四・九％であり、全債務に占める銀行債務の割合は、四五・五％で、銀行債務総額は二三四〇億ドルである。また、インタレスト・カバレッジ・レシオは一・六九である。ハイ・イールド債発行後のこれらの比率の変化を見ると、まず時価総額に対する債務比率は五七・九％となり、約三％上昇しているが、銀行債務の割合は二四・六％と二〇％以上も低下し、銀行債務の総額も一四二〇億ドルへと九〇〇億ドル程度減少している。また、インタレスト・カバレッジ・レシオは一・四五となり〇・二四低下している。したがって、ハイ・イールド債発行が実際に銀行債務の返済に使われていることがわかるとともに、起債後の収益率低下が予想されるとしている。結果的に、銀行債務返済のために社債手取金の七六・三％が使われ、また銀行債務の六四・三％が社債発行によって返済されたとしている。

さらに、先の発行体のうちの二七社（三六銘柄）について、銀行債務と高利回り債を比較した結果、金利は銀行債務二一・八％に対して、ハイ・イールド債一三・七％となっており、ハイ・イールド債の方が約二％金利コストが大きとしている。また、返済期間は銀行債務四・一年に対して、債券は一〇・二年であり、有担保債務の比率は、銀行債務五〇・〇％に対し債券二三・九％、さらに銀行債務の六六・七％はハイ・イールド債よりも優先順位が高くなっている。したがって、銀行債務とハイ・イールド債を比較した場合、ハイ・イールド債の方が、満期、担保、優先順位の点で緩やかであることが読み取れる。

ただし、銀行借入は九四・四％が借換え契約となっており、金利に加えてコミットメント・フィーを課されているとともに、九七％は変動金利である（債券は八九％が固定金利である）。したがって、金利だけを見ると、高利回り債は銀行借入よりも割高となっているとともに、銀行債務は契約面で起債よりも制約が強いことが明らかにされている。すなわち、ここでは債務の契約条項を、①営業活動、②投資支出、③資産処分、④金融活動、⑤デフォルトに関連する財務比率または金額、⑥支出、⑦報告またはディスクロージャー、⑧担保または優先順位の維持、⑨経営者または所有者の変更、⑩関係会社間の取引、⑪その他、など一一項目に分類して調査しているが、いずれの項目においても、銀行債務の方が比率が高くなっている。そして、一件の債務に付せられた契約数は、銀行債務二四に対し債券は六である。とくに、営業活動や投資支出について契約が課されているのは、債券の場合六％だけであるのに対して、銀行債務の場合はそれぞれ六七％、九七％であり、銀行債務の契約上の制約が強く、高利回り債の方が柔軟であることを明らかにしている。そして、この柔軟性のために高利回り債の起債が選好されていると結論づけられている。

したがって、銀行債務からハイ・イールド債へのシフトは恒常的なものではなく、インタレスト・カバレッジ・レシオなど、発行体の財務指標が改善され、契約条項を満たすことができるようになれば、再度銀行借入にシフトする可能性も示唆されている。実際、ハイ・イールド債発行直前直後、さらに二年後および四年後を比較すると、銀行債務を有する発行体は起債直前一〇〇％であるのが、直後七一・九％に減少するが、二年後には八七・五％に上昇し、四年後には七三・六％となっている。また、債務に占める銀行債務の割合も、起債直前四六・九％が直後には一一・四％に低下した後、二年後一八・〇％、四年後一六・六％となっている。さらに、銀行信用供与枠に占める銀行債務の割合も、起債直前七〇・八％から直後には二二・四％に低下するものの、二年

後五三・〇％、四年後五七・二％と上昇している。

3 投資家

ハイ・イールド債の投資家について、モルガン・スタンレー社のデータ⁽⁴⁾によると、一九八八年では保険会社四〇％、S&L二五％、ミューチュアル・ファンド二〇％、年金基金一〇％、投資顧問五％となっていたが、一九九六年にはミューチュアル・ファンド四〇％、保険会社二〇％、投資顧問二〇％、海外投資家一二％、年金基金八％となり、保険会社およびS&Lの比率が低下した反面、ミューチュアル・ファンド、投資顧問、海外投資家の比率が上昇している。

まず、シェアを低下させた保険会社およびS&Lについてであるが、保険会社は一九八〇年代を通して最大の投資家であった。とくに、八三年のニューヨーク州保険法改正で、社債投資に関する規制が撤廃されたこともあって、一部の生命保険会社ではハイ・イールド債に偏重した投資行動も見られた。このため、規制当局は徐々に保険会社の資産内容に対する関心を強め、再規制も行っていたが、一九九一年全米一五位のエグゼクティブ・ライフ社およびファースト・キャピタル・ホールディングス社が、一般勘定資産比率六〇％超というハイ・イールド債投資を行ったために破綻するという事件があり、これを契機に保険会社のハイ・イールド債投資は大きく低下した。生命保険会社の一般勘定債券に占めるハイ・イールド債の割合は、一九九〇年一一・六％から一九九六年五・三％と半減している。また、S&Lは、S&L危機を契機に、保有しているハイ・イールド債の売却が義務づけられ、現在これに投資することができなくなっている。

次に、シェアを拡大させているミューチュアル・ファンドについてであるが、ミューチュアル・ファンドは、とくに高利回りのミューチュアル・ファンドが一九八〇年代中盤に拡大し、その後変動はあるものの拡大している。また、投資顧問も同様である。この拡大の背景として、ハイ・イールド債の利回りとボラティリティを比較した場合、九一年から九五五年までの期間で、ハイ・イールド債はS&P五〇〇インデックスと同じ利回りを半分のボラティリティで達成しているとされる点が指摘されている。⁽⁵⁾

ただし、とくにこれらのミューチュアル・ファンドは個人資金を背景としているため、個人金融資産の増加に影響される。現在のところ、趨勢として個人金融資産は増加傾向にあるため、拡大が予想されている。しかし、高利回り債の流通市場は、投資家のリスク志向に大きく依存しており、その意味では株式市場に近い性格を持っているといわれている。したがって、株価の上昇が持続すれば、リスク志向の強い資金が流入する可能性は大きい。逆にアジア通貨危機やロシア危機のような事態が再発すれば、急速な資金流出が生じる可能性も否定できない。

第三に、年金基金についてであるが、年金基金の総資産は巨大であるものの、その運用は一般的に保守的であり、高利回り債に関して慎重な姿勢を示していた。とくに、一九八〇年代には高利回り債は買収資金調達手段とみなされ、さらに一九八九年から九〇年にかけて相場が急落したこともあって、高利回り債への投資に大きく影響した。その後、一九九一年に高利回り債の総収益がなくなって上昇したことによって、かなり見方は変化し、高利回り債投資へのシフトがみられたが、九〇年代にはいってそれほど投資は拡大していない。

また、ここでは項目として分類されていないが、バルチャー・ファンド (Vulture Funds)・ハゲタカ・ファンドが投資家としてあげられる。これらのファンドは破綻した企業の債権 (社債のみならず融資や手形などを含み、場合によっては損害賠償請求権なども含む) に投資し、更生ないし清算による利鞘を獲得しようとするファンド

と一般に理解されているが、必ずしも破綻債権だけでなく、格付の著しく低下した債券に投資する場合もあり、その意味ではハイ・イールド債投資と重複する部分があると思われる。もつとも、これらのファンドはヘッジファンドなどを含む私募投信やリミテッド・パートナーシップなどの組織であり、その投資内容や規模は必ずしも明らかでないが、大量の資金が機動的に運用されているものと思われる。⁽⁶⁾

4 引受証券会社

八〇年代末のドレクセル社のハイ・イールド債引受シェアは、一九八七年三三・四%、一九八八年三一・八%、一九八九年二二・二%となっており、ドレクセル社のシェアが著しく高いことが指摘されるとともに、同社引受業務に占めるハイ・イールド債の比率も全体の八〇%を上回る状況にあった。⁽⁷⁾しかし、ドレクセル社倒産後の引受シェアは、一九九四年一位メリル・リンチ社(一六・九%)、二位ドナルドソン・ラフキン・ジェレット社(以下DLJ、一五・三%)、三位ソロモン・ブラザーズ社(一三・八%)となったが、一九九五年には一位DLJ社(二五・七%)、二位ゴールドマン・サックス社(二五・一%)、三位メリル・リンチ社(二二・五%)、とわずかな差でDLJ社が首位となった後、一九九六年一位DLJ社(一五・九%)、二位メリル・リンチ社(一一・七%)、三位ゴールドマン・サックス社(一一・〇%)と、DLJ社が二位以下に四%の差をつけたが、この差は一九九七年には二%程度に縮小し、さらに一九九八年は一位DLJ社(一四・七%)、二位モルガン・スタンレー社(一三・二%)、三位ソロモン・ブラザーズ社(一二・七%)とその差はさらに小さくなっている。したがって、ドレクセル社の破綻後は、DLJ社が市場をリードしていることがわかる。このDLJ社の投資適格債の引受シェアは、一九九六年に一位(二・九%)にランクされた後、一九九八年は一位にも登場してお

らず、高利回り債引受に特化した展開を行っている。しかし、このシェアはかつてのドレクセル社のシェアには遠く及ばず、また投資適格債では一位と二位の差が約五%(一位メリル・リンチ社のシェア一九・五%、二位ゴールドマン・サックス社二二・七%)であることと比較すると、かなり競合しているといえる。

他方、ハイ・イールド債の引受手数料(平均)については、一九九五年では二・三七一%であり、投資適格債の〇・三九八%、モーゲージ債の〇・三二九%、ABSの〇・三三〇%を大きく上回っており、一九九六年でも二・三〇六%とわずかに低下しているものの、投資適格債〇・四〇五%、モーゲージ債〇・四一一%、ABS〇・三〇七%を大きく上回っていた。このような手数料の厚みは、高い専門性によるものとされ、安定的という見方もされていたが、市場はより競争的になっており、現在手数料は全般的に圧縮されている。すなわち、一九九七年では一・七六八%と〇・五%もの低下となっている(その反面、投資適格債は〇・四六七%となっており、逆に上昇している。⁽⁹⁾)

このようなハイ・イールド債引受の競争激化の要因として、商業銀行がこの分野に注力していることが指摘できる。例えば、J・P・モルガンの引受シェアは、一九九四年〇・七%から一九九八年三・八%に上昇し、またチェイス・マンハッタンも同期間で〇・五%から六・二%へと上昇している。この結果、第一にハイ・イールド債引受業務のスペシャリストの引き抜き合戦が活発に演じられた。とくに、UBS、フェーマン・ゼルツ、ネーションズバンク、ナットウエストなどの外資系、さらにチェイス、バンカース・トラストなどが積極的であったとされている。⁽¹⁰⁾第二に、地方の業者のなかにもこの分野に注力する業者が現れた。例えば、サンフランシスコを本拠とし、IPOに特化しているモンゴメリー証券(西海岸での普通株の引受では首位)は、ハイ・イールド債部門を設置し、この業務の拡大を図っている。⁽¹¹⁾第三に、最近アメリカでは、大手地銀の社債引受参入が相次いで

いるが、バンクボストンなどもハイ・イールド債の引受に参加し、地銀クラスの参入も見られた。⁽¹²⁾

しかし、ハイ・イールド債引受の収益性が、競争激化の結果傾向的に低下していることは明らかであり、大手投資銀行などでは、むしろ新規業務を開拓する動きが最近顕著になっている。とくに、ハイ・イールド債引受業務と関連性が強いのが、レバレッジド・ローン市場であるとされ、市場も急成長を遂げている。レバレッジド・ローンとは、格付BB+以下の企業や無格

表3 普通社債の格付け別発行状況推移

発行額	90年度	91年度	92年度	93年度	94年度	95年度	96年度	97年度	98年度
AAA	20,000	17,910	28,160	18,900	17,510	20,850 (36.7)	16,550 (29.5)	27,850 (31.5)	32,030 (30.4)
AA+	0	200	3,000	3,300	3,500	4,050 (7.1)	7,950 (14.2)	13,450 (15.2)	10,480 (9.9)
AA	0	300	1,050	3,000	3,150	4,500 (7.9)	4,900 (8.7)	12,580 (14.2)	17,110 (16.2)
AA-	0	0	1,550	460	1,800	9,400 (16.5)	9,540 (17.0)	9,869 (11.2)	14,110 (13.4)
A+	0	0	1,400	1,400	900	3,900 (6.9)	2,400 (4.3)	7,655 (8.7)	9,350 (8.9)
A	0	0	700	1,300	2,070	6,410 (11.3)	4,850 (8.7)	8,120 (9.2)	10,085 (9.6)
A-	0	0	2,200	1,320	1,920	4,010 (7.1)	7,530 (13.4)	7,660 (8.7)	11,985 (11.4)
BBB+	0	150	0	460	900	1,920 (3.4)	990 (1.8)	200 (0.2)	225 (0.2)
BBB	0	0	40	0	480	1,070 (1.9)	840 (1.5)	160 (0.2)	50 (0.0)
BBB-	0	0	0	50	50	450 (0.8)	360 (0.6)	200 (0.2)	70 (0.1)
—	960	5,507	100	0	270	250 (0.4)	100 (0.2)	750 (0.8)	0 (0.0)
合計	20,960	24,067	38,200	30,190	32,550	56,810 (100.0)	56,010 (100.0)	88,494 (100.0)	105,495 (100.0)

銘柄数	90年度	91年度	92年度	93年度	94年度	95年度	96年度	97年度	98年度
AAA	48	42	58	39	40	38 (14.2)	38 (14.2)	60 (11.2)	85 (13.3)
AA+	0	1	10	8	7	15 (5.6)	15 (5.6)	58 (10.8)	43 (6.8)
AA	0	1	5	12	12	22 (8.2)	22 (8.2)	84 (15.6)	91 (14.3)
AA-	0	0	6	2	7	44 (16.5)	44 (16.5)	89 (16.5)	98 (15.4)
A+	0	0	10	8	7	27 (10.1)	27 (10.1)	57 (10.6)	87 (13.7)
A	0	0	6	8	15	48 (18.0)	48 (18.0)	85 (15.8)	97 (15.2)
A-	0	0	9	9	17	40 (15.0)	40 (15.0)	91 (16.9)	129 (20.3)
BBB+	0	1	0	2	5	10 (3.7)	10 (3.7)	2 (0.4)	4 (0.6)
BBB	0	0	1	0	4	14 (5.2)	14 (5.2)	4 (0.7)	1 (0.2)
BBB-	0	0	0	1	1	7 (2.6)	7 (2.6)	4 (0.7)	2 (0.3)
—	5	17	1	0	2	2 (0.7)	2 (0.7)	4 (0.7)	0 (0.0)
合計	53	62	106	89	117	267 (100.0)	267 (100.0)	538 (100.0)	637 (100.0)

付会社に対して、通常LIBOR+150bp以上のスプレッドで行われる融資であり、従来は資金の出し手はほとんど米銀中心のシ団であったが、最近ではミューチュアル・ファンドや保険会社などの機関投資家層が大幅に増加している。また、流通市場も整備され、社債と同様の市場性があることも指摘されている。⁽¹³⁾このような新規業務への投資銀行の参入は、ハイ・イールド債を含めて既存分野の競争激化と、それに伴う収益性の低下が背景にあると思われる。

まとめ

以上のように、米国のハイ・イールド債市場を歴史的に概観し、近年の変化を考察すると、この市場が八〇年代のM&A資金市場という性格を脱し、成長企業の資金調達市場として定着していることがわかる。しかし、このように市場として定着したことは、必ずしも引受証券会社に安定的な高収益をもたらさず、むしろ業務としては陳腐化し、大手投資銀行は、さらに高収益の期待できる分野にわかざるを得なくなっているといえる。その意味では、米国の資本市場は常に止むことのないイノベーションにさらされているといえる。日本の社債市場は確かに量的には拡大しているといえ、普通社債の格付け別発行状況を見ると、高格付けに著しく偏っており(表3参照)、その点でもまだまだ米国の資本市場のこのようなダイナミズムから学ぶべき点は多々あるといえるだろう。

(1) 当然のことながら、S&Pなど他の格付機関の格付だけを取得した案件は算入されないもので、市場全体の規模ではない。市場規模としては、同じくSecurities Data Co.のデータをもとにした全米証券業協会の統計があり、それによれば

- 九〇年以降のハイ・イールド債引受額（普通社債市場に占める比率）は、九〇年一四億ドル（二・三％）、九一年一〇〇億ドル（五・〇％）、九二年一九二億ドル（二二・三％）、九三年五四三億ドル（二二・六％）、九四年三二六億ドル（八・六％）、九五年二八三億ドル（六・四％）、三四一億ドル（六・三％）、二八〇億ドル（三・七％）となっており、ムーディーズ社の格付をもとにした統計とほぼ同じ傾向を示している。SIA, "1988 Securities Industry Fact Book", p.22.
- (2) 舟橋信夫「米国ハイ・イールド債市場の現状と展望」、『公社債月報』、一九九五年六月、四ページ、参照。
 - (3) Gilson, Stuart and Jerold Warner, "Junk Bonds, Bank Debt, and Financial Flexibility", *University of Rochester Working Paper*, March 1995.
 - (4) 山崎昌義「ハイ・イールド市場」、(債券市場研究会編『米国債券投資戦略のすべて』、金融財政事情研究会、一九九八年、第三章、所収)、九三ページ、参照。
 - (5) 山崎、前掲、九四ページ、参照。
 - (6) これらの投資については、拙著『日本の社債市場』、東洋経済新報社、一九九九年、第五章、および拙稿「米国のデイトレスト証券市場とバルチャー・ファンド」、『インベストメント』、一九九九年八月、参照。
 - (7) 柴田武男「ドレクセル社倒産後のジャンク・ボンド市場」、『証券研究』、第二一一巻、一九九五年一月、一八〇ページ、参照。
 - (8) *Investment Dealers Digest*, February 17, 1997.
 - (9) *Investment Dealers Digest*, January 26, 1998.
 - (10) *Investment Dealers Digest*, June 24, 1996.
 - (11) *Investment Dealers Digest*, November 11, 1996.
 - (12) 『日経金融新聞』、一九九七年三月二十八日。
 - (13) レバレッジド・ローンについては、山崎昌義「レバレッジド・ローン市場」(証券経営研究会編『金融市場の変貌と証券経営』、日本証券経済研究所、一九九八年、所収)、二二九～二四三、に詳しい。

上場基準と新市場ブーム

伊豆 久

1 はじめに

一二月二三日より東証の新市場（ヘマザーズ）での取引が開始され、大きな注目を集めている。大証も二四日にはナスダック・ジャパンとの提携を発表するなど、ベンチャー企業の上場獲得競争が、新たな段階に入ったと言えるであろう。こうした新市場ブームは、上場基準の引き下げ競争というだけでなく、取引所市場の質的な変化に発展する可能性があるように思われる。ヘマザーズでは上場基準から利益、自己資本等に関する条件が除かれ、替わって四半期ベースの情報開示が求められるなど、上場制度の中心が上場審査から上場管理に移っている。すなわち、上場審査から事前的な証券管理としての役割が失われ、単に上場後の証券管理のための上場会社との約束を確認する場となっている。上場制度の中心は上場基準にあるとしてきた従来の通説からは理解できない、新しい上場制度が生まれたと言えよう。こうした変化にはどのような意味があるのだろうか。以下、上場基準について、これまでの上場基準の変遷、それを規定してきた要因について整理し、新市場の課題について検討することとする。

(17)

2 上場基準の変遷

戦後の上場基準の特徴は、何よりも、その変更の回数が非常に多いことである。⁽¹⁾

東証を例に見てみよう。四九年に取引所が再開された時の上場基準は、設立後年数（一年以上）、資本金（一〇〇万円以上）、株主数（三〇〇人以上）だけの、極めて簡素なものであった。ところが五〇年代に上場株式の買占めが頻発するようになると、株式分布や売買高などの流動性に関する条件が新たに加えられ、基準が引き上げられている。しかし、上場のハードルが高まると、今度は、店頭市場の拡大を招くことになり、規制の整備されていない市場での売買の増加が問題視され始める。そこで店頭銘柄を取り込むべく六一年に第二部市場を創設することが決まり、資本金や株主数の必要条件を半分にするなど、上場基準は大幅に緩和された。ところが、二部市場に上場した企業に倒産が相次いだため、上場基準は再び厳格化の方向に進み、純利益額（六四年）、純資産額（七二年）なども導入されるようになる。その後、高度成長が終わり、産業構造の変化への対応が叫ばれるようになると、東証では八三年に全面的な基準引き下げが行われ、大証では新二部市場が設立されるなど、今日に至る基準引き下げの時代が始まるのである。

(18)

つまり、戦後だけを見ても、買占め対策としての引き上げ→二部市場創設に伴う引き下げ→上場直後の倒産を防ぐための引き上げ→中小企業育成のための引き下げと、上場基準の変遷は目まぐるしい。こうした変化は、「基本的には国家の経済政策の動向に依存⁽²⁾」したものであり、「それぞれ現実の要求に応じた結果⁽³⁾」であるが、一般化すれば、上場基準を規定する要因は以下のように整理できるであろう。

3 上場基準の規定要因

上場審査基準を規定してきた第一の要因は、政府による産業政策的な業種・企業選別という目的であろう。特定の産業や企業を育成するため、特定の企業をより積極的に上場させる（裏返せば、それ以外の企業の上場には

より限定的に対処する」という場合であり、産業政策を金融面から支える役割を果たす。とりわけ資金不足下において、こうした特別な資金調達手段の付与は重要な国家政策となる。戦時下の日本証券取引所の上場基準において、政府の上場証券管理権が広範に認められていたのはその典型である。戦後においても、取引所再開時の上場基準が極めて簡素であったのは、「国家再建に必要な産業、すなわち輸出産業、基礎産業、外資関係事業、公益事業に関係をもつ発行会社の株券を、ほかに優先して選択する方針を明確にする」ためであった。⁽⁵⁾これは、投資家保護の実現という取引所の本来の使命とは区別されるべき目的であり、例えば、流動性の適切な供給・管理を目的とするはずの日銀が、高度成長期には、適格担保事前審査制度や優遇手形制度などで特定産業・企業への優先的な資金供給を図ったのと類似している。こうした産業政策上の目的は、第二市場創設以降、一旦弱まっていたが、八〇年代以降、ベンチャー企業育成といった観点から復活し、今日の新市場ブームにつながっている。また、やや性格が異なるが、現在でも風俗営業等をおこなう会社の上場は認めないとの暗黙の基準があるように思われるが、これも広い意味での産業政策の一環と言えるであろう。

第二は伝統的な投資家保護論によるもので、優良な証券のみを上場すべきだという考え方である。この場合には上場基準において、収益や純資産などの企業業績や設立後経過年数が重視されることになる。優良な証券といつても当該証券への投資が投資家にプラスのリターンを保証するものでない以上、この投資家保護論には常に曖昧な部分が残ってしまうが、それでも倒産リスクの高い会社を排除する一定の効果があることは否定できない。また、社会的評価の高い会社に限定された上場は取引所のステータスを引き上げ、翻って、上場会社全体のステータスを押し上げる機能をもつ。そうなれば、会社は、資金調達だけでなく、社会的名声を求めて上場を希望するようになる。そうした状況は、先に述べた産業政策上の目的からも好都合であるし、取引所経営上も上場会社

からの年賦課金等の徴収を容易にする。しかしその一方で、上場証券を優良会社に限定すれば、取引所市場での売買対象の数が制限され、投資家のニーズに応えることができず、取引所の売買関連収入を減少させることになる。といって、上場基準を緩和すれば、上場会社の社会的ステータスを下げ、既上場会社の反発を買うという矛盾が生じる。そこで考え出されたのが、二部市場など一部市場とは区別された新市場を創設するという便法である。

上場基準を決定する第三の要因は、いわば新しい投資家保護論であり、投資家保護を投資価値の保証ではなく、投資家に自己責任を問えるに十分な条件整備と定義するものである。⁽⁶⁾したがってこの要因が重視される場合には、会社の利益水準は大きな意味をもたず、上場会社のディスクロージャー体制、十分な流動性を維持できるだけの上場株数や浮動株数などが重視されることになる。この議論を突き詰めれば、上場会社の業態が産業政策上望ましいか否かは上場基準とは関係ないことになる。そもそも過去の業績がどうであっても将来の業績を正確に予測できない以上、利益水準などから証券の優良性を判断することは不可能であり、また、投資家に自己責任を問うことを大前提とする証券市場に産業政策を持ち込むことにも大きな矛盾が存在する。それらは市場メカニズムに委ねるべきものである。さらに、一般投資家に等しく投資対象として公開された証券に、一部、二部などの曖昧なランク付けを行うことは投資家に誤解を招くだけであろう。それよりも、情報開示や流動性の確保など、投資家に自己責任を問える条件を整備できている証券のみを上場の対象とすべきである、との考え方である。

そして第四に取引所経営上の観点からの市場振興という目的がある。新しい証券の上場は、取引所にとっていわば「商品の仕入れ」を意味する。数多くの、魅力的な売買対象の上場は、取引所の場口銭収入を増やすことになる。〈顧客〉である投資家や仲介業者のニーズに応えることは、取引所の〈経営〉にとって不可欠である。例

えば指数デリバティブ商品の相場は、原証券の流動性を増すことで発行会社の資金調達を容易にするとも言えるが、その効果は間接的である。こうした商品を相場する主たる目的は、むしろ、バスケット取引を行う機関投資家、その注文を受ける証券会社にリスクヘッジ手段を提供する点にあり、その性格は、先に述べた第一、第二の目的からは説明できないものである。取引所の経営が護送船団的に保護されている時には、こうした市場振興策的な要因が表に出ることがないが、市場間競争（さらには合併や解散）の脅威にさらされれば、たとえ法律上利益追求を禁止されていたとしても、経営上の判断が相場政策にも強く反映されるようになるのは避けることができない。

4 規定要因と経済情勢

単純化して言えば、以上四つの要因が、その時々々の経済状況などによりウエイトを変化させながら、相場政策を規定してきたということになる。例えば、東証が一九六三年に発行した一〇年史、七四年発行の二〇年史では、相場制度の基本理念が「国民投資の安全性と健全性」と「企業資本の育成」の二つにあることが強調されている。前者は、第二の要因として述べた伝統的な投資家保護論であり、後者は第一の要因として述べた産業政策の目的に当たる。しかしその後、相場基準に関するこうした考え方は一般的ではなくなったように思われる。東証自身、九四年のガイドブックでは、相場審査について「投資者保護の見地から、一定の要件を備えた優良な証券を投資者に提供するという考え方に基づくもの」と説明しており、意味内容が明確にされないまま優良証券の概念が使われてはいるが、「企業資本の育成」といった言葉は姿を消している。ところが、今回の「マザーズ」の制度要綱を見ると、新市場の目的として「新興企業の資金調達を円滑にし、新たな産業の育成に資する」ことが

挙げられ、企業金融への貢献が復活している。同時に、「優良」の言葉は消えて、反対に「投資者に多様な投資物件を提供する」(傍点引用者)ことが新市場のもう一つの目的とされており、時代の変化を物語っている。

すなわち、相場基準を規定する要因は、企業の資金調達ニーズ、産業構造の流動性、投資家層の性格、証券市場における政府の役割の大小などの時代状況によって左右されてきたと考えられる。例えば、明治期のように企業の多くが閉鎖企業で資金調達も内部金融が中心であれば、相場は発行企業の資金調達という目的を失い、むしろ投資家向けの商品提供という役割を担うことになる。また、投資家層の中心が投機的な個人投資家であるのか、株式所有の大衆化が進んでいるのか、あるいは機関投資家を中心となっているのかによって、投資家保護の概念も変わらざるをえず、相場基準の考え方にも影響を与えることになる。相場証券を優良な証券に限定すべきであるとした伝統的な投資家保護論は、財閥解体後の株式投資の急速な大衆化に適合した考え方だったとも言える。

こうした見方から最近の新市場ラッシュを整理すれば、①情報通信革命に象徴される産業構造の変革期にあつて、新興企業の相場を促進すべきとのニーズが強いものの、②そうしたニーズに、高度成長期に見られたような政府主導による産業政策で応えることは、規制緩和論、市場主義という現在の潮流の中で容易でなく、その一方で市場主義の広がり、③投資家保護概念の新旧交代を推し進めて利益基盤の不安定な企業にも相場への道を開き、かつ、市場間競争の促進とあいまって、④高度成長期には「邪道」とまで言われた経営上の観点からの市場振興策的な相場を取引所に促すに至っている、ということになる。

5 取引所市場と新興企業

しかしながら、すでに多くの論者によつて指摘されているように、取引所による新興企業向け市場の創設には、課題も多い。

新興企業の場合、会社規模が小さく、上場株式数が少なくなりやすい。しかし、業績面から優良証券とも言えず、かつ十分な流動性も確保できないとなると、前述の新旧いずれの意味でも投資家保護に欠ける懸念が生じる。そうなれば、証券会社が事実上のマーケットメーカーを行つて流動性を供給する必要がある可能性もある。オークションを原則とする市場にマーケットメーカーを持ち込むことに問題はないのだろうか。もちろんこれまでも、クロス取引など出会いの付きにくい注文には証券会社の自己売買部門が大きな役割を果たしてきた。しかしながら、オークション市場におけるディーラーの関与は、市場の公正・透明性を損なう危険性が高い。ディーラーの関与を不可避とするような流動性の低い銘柄については、ディーラー制度を基本とする市場に委ねるといふ棲み分けも検討に値するのではないだろうか。

取引所のベンチャー市場創設にともなうもう一つの問題として、取引所の上場審査の役割をどう考えるかという点がある。ヘマザーズの上場審査は情報開示関係に限定され、「企業経営の継続性及び収益性」も審査項目からはずされている。上場基準から純資産や利益を除き、かつ上場後の継続性についても審査しないのであるから、投資家保護に対する東証の考え方は、伝統的な優良証券主義から、先に述べた新しい投資家保護論に一八〇度転換したことになる。上場制度は上場審査制度と上場管理制度から成るが、ヘマザーズにおける上場制度は、上場審査の側面が希薄で、上場管理中心になつている。実質的な審査は証券会社の引受け審査に委ねられたのであるが、こうした変化をどう考えるべきなのだろうか。

実質的な審査を証券会社に委ねるのは、店頭市場と同じである。店頭市場では、登録基準こそ協会が定めているものの、登録審査は幹事証券会社によつておこなわれる。市場開設者としての協会の業務は、証券会社による審査の確認、売買の監督を中心としているのである。こうした方法は、新しい事業内容をもつ新興企業を審査するのに適していると考えられる。限られた数の取引所スタッフよりも、それぞれの事業に精通した証券会社の審査部門に委ねるほうが合理的だからである。また、証取法の改正によつて、店頭市場も取引所市場と並ぶ有価証券市場として位置付けられ、その上、市場集中義務の撤廃により上場銘柄の店頭取引も開始されたのであるから、店頭市場と取引所の関係はへ棲み分けへ競争へと大きく関係を変えている。それゆえ、取引所が店頭市場と性格の似た市場を作ることには何の問題もないとの見方もありえるであろう。

しかし、取引所における上場管理の質的变化は、投資家にスムーズに受け入れられるのだろうか。優良証券上場主義によつて培われてきたへ上場への名声が、新市場銘柄に対する投資家の眼を曇らせるといったことがあれば、投資家にとつても取引所にとつても不幸なことである。あるいはまた、市場間競争の下で打ち出される様々な新機軸が、市場開設者のミクロ的には合理的な行動であったとしても、マクロ的に効率的であるかどうかは、また別問題である。そこにずれが生じる場合には証券市場全体の設計に慎重な配慮が必要となるであろう。

(1) 上場基準の変遷については、神木良三「証券上場理論の展開」見洋書房、一九八九年(第三章わが国証券上場政策の変遷)、鈴木竹雄・河本一郎「新版証券取引法」有斐閣、一九八四年、四二七—三〇頁、参照。

(2) 神木前掲書七一頁。

(3) 鈴木・河本前掲書四三〇頁。

(4) 神木前掲書五六頁。

- (5) 「東京証券取引所一〇年史」一九六三年、制度編四頁。なお原文には読点が付されていないが、適宜挿入した。
- (6) 新しい投資家保護論については、上村達男「投資家保護概念の再検討―自己責任原則の成立根拠」『専修法学論集』第四二号、一九八五年参照。
- (7) 前掲「一〇年史」制度編一―三頁、「東京証券取引所二〇年史」一九七四年、四六三頁。
- (8) 東京証券取引所調査部編『東京証券取引所―その機能と仕組みについて』一九九四年、五八頁。
- (9) 証券市場研究会「証券市場と証券取引所の立場」『インベストメント』一九六五年六月号、五五頁。

ニューヨーク証券取引所の新構想

「ニューヨーク証券取引所」の意味するもの

吉川 真裕

一九九九年一月五日、ニューヨーク証券取引所（NYSE）のグラッソ理事長はフロリダ州のボカ・ラトンで開かれた米国証券業協会（SIA）の年次総会において、インターネットを利用した自動執行に基づく取引システムの導入をはじめとしたNYSEの新構想を明らかにした。NYSEはECNの台頭によって夜間取引制度の導入や株式会社化、ECNとの提携をこれまで模索してきたが、取引所会員の利害の絡む取引制度の改革に踏み込んだのは異例のことであり、驚きを持って迎えられた。さらに、二月二日にはNYSEの主要銘柄に対する取引所集中規則（ルール三九〇）の撤廃等の追加策がNYSE理事会から発表され、失うものが大きいために保守的とみられてきたNYSEが米国株式市場の再編に向けて主導権を握る動きに出たことが明らかになった。NYSEは一連の新構想を「ニューNYSE」と呼んでおり、二二世紀のグローバルなビジネス・センターへの飛躍と位置づけているが、一九九九年九月二三日のレービット米国証券取引委員会（SEC）委員長による講演によって明らかにされたNYSEのルール三九〇撤廃要請やバーチャル・リミット・オーダーブック提案に対するNYSEの対応というのが実態であると考えられる。

以下では、NYSEの新構想の中味を紹介し、新構想の意味するものと実現可能性について考察する。

1 グラッソNYSE理事長の提案

一九九九年一月五日、グラッソNYSE理事長はフロリダ州のボカ・ラトンで開かれたSIAの年次総会において、インターネットを利用した自動執行に基づく取引システムの導入をはじめとしたNYSEの新構想を明らかにした。⁽²⁾NYSEはECNの台頭によって夜間取引制度の導入や株式会社化、ECNとの提携をこれまで模索してきたが、取引所会員の利害の絡む取引制度の改革に踏み込んだのは異例のことであり、驚きを持って迎えられた。

新構想の目玉はインターネットを利用した自動執行に基づく取引システムの導入であり、「NYSEの中のECN」とも呼ばれ、NYSEがECNへの取引流出を恐れて先手を打ったものと考えられる。そして、この取引システムについてはECNやパシフィック取引所とNASDAQのオペティマーク・システムでおこなわれているように、会員証券会社と契約を結んだ顧客に関しては注文が取引システムへ直接回送されるシームレス化が認められるとされている。また、新取引システムは二〇〇〇年に予定されている夜間取引において使用されることも明らかにされた。ただし、「NYSEの中のECN」という言葉があらわしているように、NYSEの取引全体が自動執行に移行するわけではなく、従来のスペシャリストによる注文付け合わせとは別に、一〇〇〇株（アメリカでは通常は一〇〇株が取引単位なので、一〇取引単位）以下の注文が執行される市場を併設するということであり、一九九九年四月まで東京証券取引所（東証）で一五〇銘柄については場立ち（フロア・ブローカー）によるフロア取引と三取引単位以下の注文を対象としたコンピューターによるシステム取引が併存していたのと同じような格好である（ただし、東証のシステム売買では才取会員が取引執行をおこなっており、自動執行はおこなわれておらず、シームレス化も認められてはいなかった）。

この新取引システムに加えて、グラッソNYSE理事長は他の四つの計画も明らかにした。

まず、これまでのスペシャリストによって執行される取引でも電子注文回送システム（スーパーDOT）を経由した注文のうち五分以内に取引が成立したものについてはスペシャリストへの手数料が免除されるというルール変更をおこなうことが明らかにされ、この結果、電子注文の八五%から九〇%はスペシャリストへの手数料が免除されることになるという見通しが明らかにされた。

次に、NYSE会員の顧客はNYSEの取引フロアで注文が執行される状況を、コンピューターを通じてリアルタイムで確認することができるシステムを導入し、従来はNYSEの取引フロアにおいてのみ入手可能であったマーケット情報を開示することも明らかにされた。

また、一九九八年秋にパシフィック取引所へのオペティマーク・システムの導入を前にしてNYSEが機関投資家の注文を対象として打ち出したインスティテューショナル・エクスプレス（Institutional Xpress）を二〇〇〇年春に導入する計画も明らかにされた。

さらに、フロア・ブローカーが顧客との連絡に用いたり、新取引システムの指値注文板の状況を確認しながら取引がおこなえるように、「eブローカー」と呼ばれるワイヤレスの携帯コンピューター・システムを導入する計画も明らかにされた。

かくして、従来は既得権益が絡んで保守的であるとみなされてきたNYSEが一転して最新の情報技術に基づいた技術革新の導入に積極的であり、二一世紀もNYSEの時代が続くかのような印象を与えた。

2 NYSE理事会の決定

一九九九年二月二日、レービットSEC委員長の講演以来、風当たりの強くなっていたNYSEの主要銘柄に対する取引所集中規則（ルール三九〇）の撤廃がNYSE理事会から発表された。ルール三九〇に関しては、レービットSEC委員長の講演直後にグラッソNYSE理事長が撤廃反対を表明しており、決してNYSEが進んで撤廃したわけではない。SECが二月八日のコミッションナー会議でNYSEのルール三九〇撤廃の投票をおこなうことが明らかになり、投票がおこなわれた場合には撤廃が決議されることを見越して、どうせ撤廃するならSECに命じられて撤廃し、保守的な印象を与えるよりも先手を打って撤廃し、先の新構想にしたがってNYSEが積極的に制度改革に取り組んでいるという印象を与える方が有利だという判断が働いたものとみられている。⁽³⁾

二月二日にNYSEが発表したプレス・リリースは今回の決定を先のグラッソ理事長の提案への追加策と位置づけており、ルール三九〇の撤廃のほかに、NASDのコンピューター取引システム（ECN等）を接続するために現行のITSを改善する計画を承認する一方、ブローカーによる注文の内付け合わせに対する従来より厳しいルールの採用をSECに要請した。⁽⁴⁾ SECの規則では顧客注文の最良価格での執行は義務づけられているが、最良価格と等しければブローカーが自らのポジションで執行することは認められている。今回のNYSEの提案はブローカーが自らのポジションで執行する場合には最良価格よりも良い価格の場合だけとするというものである。クロス取引などは取引所集中義務がなくなれば取引所に出す必要はなくなるので、こうした取引の流出に歯止めをかけようということであろうが、ほかにも理由が考えられる。ここではブローカーという表現が微妙であり、あえて言及していないが、取引所登録をしていないECNはブローカー／ディーラーという扱いにな

っており、これを理由にECNに対してNYSEあるいはNYSEのECNを有利な立場に立てようとしているのではないかと類推される。

3 「ニューNYSE」

ここでは、今回発表されたさまざまな計画が全体としてどのように位置づけられるかということに関して、NYSE自身による位置付けを紹介しておく。⁽⁵⁾

証券市場の歴史において、かつてない、急速でドラマティックな変化が生じている。これから先、NYSEはこれまで二〇七年の歴史において経験した以上のエキサイティングな変化に直面することになるであろう。代替的なサービスを提供する業者が続出し、NYSEはグローバルで競争的なアリーナの中におかれていることになるだろう。二一世紀には、NYSEに対する批判的な挑戦がNYSEの向かうべき方向を定めるものとなるであろう。

NYSEはもう一度自らを再構築（reinviting）しなければならない。どうしてか。われわれの顧客がドラマティックに変わったからである。われわれが数十年間議論してきたグローバリゼーションがいに実現したからである。われわれの規制環境がイノベーションと新規参入を促進しているからである。インターネット等の新たな技術によってもたらされた競争はこの変化の原動力である。NYSEの再構築はNYSEが存続するために絶対に不可欠であり、アメリカや世界中の投資家のためにも絶対に不可欠である。

NYSEの再構築の基礎となる一連の新構想をわれわれはSIAの年次総会において明らかにした。われわれのビジネスのやり方が根本的に変わることを示唆するこれらの新構想は、投資家のコストを引き下げ、ブローカ

1/ディーラーを通じて投資家により進んだ、より高速のコネクティビティを提供し、最良執行を常に提供することになるであろう。これらを実現して初めて本当の意味でのニューNYSEということになる。

NYSEが資本市場の中心に位置し続けるとすれば、NYSEは現在とは全く異なる市場とならなければならぬということ、再構築のための多様な新構想はあらわしている。新たな市場は、消費者の選択、消費者の注文を取り継ぐ会員業者の選択、どのように市場にアクセスするかという選択といったさまざまな意味で、選択のできるプラットフォームに基づいていなければならない。

選択のできる新たなプラットフォームをわれわれが採用するに際して、投資家からのフィードバックが重要であることをNYSEは理解している。われわれは投資家と話し合い、最良執行の保証された最も流動性の高い市場、低コストで迅速に執行される市場、NYSEのトレードマークともなっている信頼性と透明性、これらすべての投資家が求めていることが明らかになった。われわれの市場構造全体を引き続き調査するに際して、われわれはこうしたオープンな対話を投資家やSECとの間で続けていくつもりである。

二〇世紀を終えようとしている現在、NYSEは誇るべきものを持っている。しかし、われわれは将来の非常に大きな目標をも持ち合わせている。世界の金融市場の中心であり続けるという目標を持ち続けるために、われわれは準備をしなければならない。そのためには、最も洗練された技術を採用し、陳腐化したものは廃棄する必要があるということ、NYSEは理解している。

どこから発注され、どこで執行されたかにかかわらず、投資家には最良価格での執行が保証されている。これを実現することこそが証券業界にとっての課題である。われわれの最終的な目標は投資家の利益であるということ、これを忘れてはならない。

世界中の資本市場はわれわれが作り上げたアメリカの資本市場に注目している。それと同時に、われわれは競争相手としてもみられている。アメリカの資本市場が世界をリードし続けようとするならば、過去二〇〇年間にあってはうまく機能したが、もはや重要ではなくなった慣習は放棄する用意をしなければならない。われわれはわれわれの市場にとって偉大で重要で強力なものはすべて保持し、われわれの新構想の中に採り入れなければならない。

NYSEはこうした挑戦を試み、顧客の要望を理解し、再構築を待ち望んでいる。NYSEの再構築は絶対に不可欠である。資本市場に関わる仕事をしている人々は再構築のために一致団結しなければならない。そして投資家の利益という原則を除いてはなにも特別扱いされてはならない。

4 「ニューNYSE」の意味するもの

さて、一九九九年一月五日のSIA年次総会でのグラッソNYSE理事長の提案や一九九九年二月二日のNYSE理事会の決定内容は改革に前向きであるし、「ニューNYSE」と呼ばれているNYSEの新構想もその趣旨を読む限りは世界中のどの取引所にも劣らず、進歩的である。しかし、NYSE理事会の決定のところでも述べたように、NYSEの一連の新構想は決してNYSE内部から自発的に出てきたものとは思われない。そのことはこれだけの多様な改革案が一挙に提案され、これまではこれらのどの提案も現実味を持った形では議論されてきてはいないことから明らかであろう。インスティテューショナル・エクスペンスについては例外的に一九九八年秋にパシフィック取引所へのオペイマーク・システムの導入を前にしてNYSEが対抗策として打ち出していたが、具体的なシステム面についてはなにも明らかにされず、オペイマークでの取引が低迷して

いるのが明らかになるとほとんど忘れられていた。そして、オペティマークという新たな取引システムをITTSに接続することに最後まで反対していたのは、投資家の利益を大原則として掲げるNYSE自身であったということも忘れてはならない。⁽⁶⁾

また、一連の新構想の目玉とされるインターネットを利用した自動執行に基づく取引システムの導入に関しても、「NYSEの中のECN」と名付けてカモフラージュしているが、インターネットを利用するというものを除けば単に自動執行に基づく取引システムの導入ということであり、他の取引所ではすでにおこなわれていることである。それほど活発に使われているわけではないが、NASDAQにもSOAS (Small Order Execution System) と呼ばれる小口注文自動執行システムがあり、むしろ世界中の主要な取引所の中で現時点においてコンピュータによる自動執行を導入していないのはNYSEだけであるといっても過言ではない。

世界最大の株式市場をもつアメリカで、最大の取引規模を誇るNYSEはITTSでリンクされた全米市場システム(NMS)を通じての競争があるにも関わらず、そのシェアを維持し続けているのであるから競争力があることは間違いない。しかし、売買高の半分近くを占める一九七九年四月二六日以前に上場された銘柄についてはNYSEの取引時間中に会員業者がNYSE以外で取引することを禁じるルール三九〇によって守られており、良し悪しは別にして、現時点で取引所集中義務によって場外取引を禁止している主要な取引所はほとんど見当たらないのも事実である。レービットSEC委員長も一九九九年九月二三日のコロンビア大学法律大学院での講演で述べていたように、流動性を一カ所に集めるということは最良価格の発見にとつて重要なことであるが、競争の結果、流動性が集約されるのではなく、規制によつて流動性が集中しているということは独占の弊害とイノベーションの阻害につながりかねないという危険性がある。もしNYSEに十分な競争力があるとすればルール三

九〇を撤廃してもNYSEに取引は集まるであろうし、取引の流出が起るとすれば流出した取引を呼び戻すためにNYSEはなんらかの手段を講じることになり、その努力がNYSEでの取引の効率性を高め、ひいては市場全体の効率性を高めることになるであろう。もちろん、極度に市場が分裂することは一時的であつたとしてもその間に混乱をもたらすことは明らかであるが、SECの判断としてはルール三九〇対象銘柄が極端に流出する可能性は低く、株式市場が好況にあつて少々の取引流出がNYSEの経営を圧迫する可能性も低いという見通しがあつたに違いない。しかもNYSEは株式会社化を検討しており、株式会社化されるということになれば民間企業に独占的営業権を与えるということになり、こうした理由からもNYSEにルール三九〇の撤廃を求めることは筋の通つたことであつたと考えられる。さらに、一九九九年四月から実施されているATS規制に基づいてアイルランドとアーキペラゴウという二つのECNは取引所登録の申請をすでおこなつており、ITTSの規則変更を遠からずおこなわざるをえないということも明らかであるから、二〇年前の技術水準に応じて作られたITTS自体の見直しも視野に入ってきたということも考えられる。レービットSEC委員長が示唆したパーチャル・リミット・オーダーブックもこうした背景を考えれば次世代のITTSの候補として全く考えられないということはないだろう。

他方、NYSEは上場銘柄の取引においては圧倒的なシェアを維持してきたが、インスタネットやPOSITへの機関投資家の注文流出に対抗して一九九一年には終値取引制度(クロスシング・セッションI)とバスケット終値取引制度(クロスシング・セッションII)を導入した。その後はITTSでリンクされたシンシナティ証券取引所やシカゴ証券取引所の注文自動執行システム、パシフィック取引所の新取引システムであるオペティマークへの取引流出を警戒してきたが、大規模な取引流出は生じていない。一九九九年四月のATS規制によつて

ECNが取引所となる道が開かれ、現在では取引所となるECNへの取引流出を警戒している。⁽⁷⁾ こうしてみればNYSEの警戒の対象というのはいずれも従来の取引所取引に満足せず、新たな技術に基づいて取引をおこなう施設であり、技術革新こそがNYSEの敵であったとも言えよう。裏を返せば、一九八七年のブラック・マンデー以降、NYSEが導入したのはスーパーDOTシステムとサーキット・ブレーカー、そしてクロッシング・セッションであつて、場中の注文執行に関する部分についてはブラック・マンデー以前となにも変わつてはいない。ところが、この間、わが国やヨーロッパ諸国では取引制度は大きく変わつてきている。NYSEが従来主張してきたように、伝統的なスペシャリスト制度が最も効率的な取引制度であれば補助的な部分を別にすればなにも変更する必要はないはずであり、真偽はともかく、そうした主張にも一理ある。しかし、NYSEと並んでオープン・アウトクライ方式の優位を従来は主張してきた先物取引所でもシカゴ・マーカントイル取引所がすでに部分的に自動執行機能を導入しており、シカゴ商品取引所もUREXのコンピューター取引プラットフォームの導入を決定している。「NYSEの中のECN」の導入計画はどうみても出遅れたとしか言いようがない。

このようにNYSEのコンピューター化が遅れた原因は皮肉にもスペシャリスト制度がうまく機能し続けてきたところであり、それを間接的に支えてきたのがルール三九〇と考えられる。そして、もう一つの原因は既得権益を持ったスペシャリストの力であろう。才取会員や仲立ち会員といった特殊な業者を擁していたわが国でさえ、自動執行機能の導入には反対が強かつたのであるから、膨大な数の証券会社をスペシャリストとして抱えるNYSEでスペシャリストの反対する改革をおこなうことは容易ではないであろう。しかし、今回は夜間取引制度の導入という名目があり、スペシャリストが二四時間勤務し続けることは不可能であろうから部分的なコンピューター化は夜間取引制度の導入という事態によつてようやく実現する方向で動き出したと考えられる。そして、考

えようによつては株式会社化も中小会員業者の発言力を抑える効果を持つことになるであろう。

それでは、「ニューNYSE」とはいったい何を意味しているのであろうか。

一九九九年九月二三日のレービットSEC委員長の講演の後、グラッソNYSE理事長はルール三九〇の撤廃反対を表明しており、これは真意ではなかったのかもしれないが、素直に受け取ればNYSEは決して進んでルール三九〇を撤廃したわけではない。SEC委員長が明確に表現した以上、よほどのことがない限り、撤廃へ向けて事態が進むことはNYSEにも明らかであつたであろう。したがつて、最悪の事態としてSECからルール三九〇の撤廃を命じられた場合にそれに対応する政策をNYSEは考えざるを得ない。ルール三九〇の撤廃は対象銘柄をめぐる競争激化をもたらし、その場合の最も強力な相手がECNであるとNYSEは判断したに違いない。ECNに対抗するためにはECNと同じ機能を持つことが必要であり、自動執行機能の導入のみならず、インターネットを通じて安価でアクセスが容易な取引システムを導入することが必要になると考えられたに違いない。NYSEは以前からECNの開発を準備していたかもしれないが、今回の「NYSEの中のECN」は決して用意周到に準備されたものではなく、とりあえず導入すべき取引システムとして上げられたものであり、具体的な計画内容はなにも発表されてはいない。夜間取引制度の導入がこの取引システムの導入にとつて一つの目安と考えられるが、一年以内の導入は困難であろう。

ほかの新構想についても細部はほとんど明らかにされておらず、早急に実現する可能性は極めて低いと考えられる。とりわけスペシャリストの手数料を免除するという計画には強力な反対が予想され、NYSEの中か外かはともかく、ECNへの取引流出を回避するために仕方なくおこなうという以外には考えられない。これまでのところ、この構想に対する反対意見さえ聞かれないのは、スペシャリストが同意しているからではなく、現実味

を持つて受け取られていないことであろう。また、NYSEの取引フロアで注文が執行される状況をコンピュータを通じてリアルタイムで確認することができるシステムというのもスペシャリストのオーダーブックの公開であるとするばスペシャリストの反対は必至であろうし、取引フロアの情報を伝えるというだけであつてもフロア・ブローカーの反対が予想される。

こうしてみると、「ニューNYSE」の考え方は重要であり、二一世紀のNYSEの方針として採用されることを歓迎するが、直近における現実性は極めて乏しいと言わざるを得ない。しかし、何年かかかるのかわからないとしても、こうした方向にNYSEが進むとすれば、レービットSEC委員長が提唱した真のNMSが実現することも決して夢物語とは言えないだろう。

注

- (1) レービットSEC委員長の講演については、拙稿「真のNMSの構築に向けて」レービットSEC委員長の提案」(本誌一五七五号、一九九九年一〇月)を参照。
- (2) NYSE, "NYSE Chairman Grasso Announces Proposed NYSE Initiatives", Press Releases, 5 November 1999 (www.nyse.com/press/NT0002567A.html)
- (3) Greg Ip, "SEC Plans Moves to Lift Barriers Shielding Big Board From Rivals", Wall Street Journal Interactive Edition, 1 December 1999
- (4) NYSE, "NYSE Takes Additional Steps Toward New Competitive Positioning", Press Releases, 2 December 1999 (www.nyse.com/press/NT0003861E.html)
- (5) NYSEのウェットサイトには一九九九年二月六日付でNYSEイニシアティブと題するページが設けられ、「投資家、上場企業、あらゆる市場参加者へ」と題するグラッソンNYSE理事長の手紙や「ニューヨーク証券取引所の再構築」と題するグラッソンNYSE理事長のNYSEのニューズレター (THE EXCHANGE) への投稿文などが掲載されており、以下の記述は後者に基いている。(wysiwyg://right:57/http://www.nyse.com/events/NT00038622.html)
- (6) パシフィック取引所へのオプティマーク・システムの導入をめぐる経緯については、拙稿「始動した新時代の取引システム」パシフィック取引所のオプティマーク」(本誌一五六八号、一九九九年三月)を参照。
- (7) ECNの背景と現状については、拙稿「ECN」米国株式市場再編の目」(本誌一五七六号、一九九九年三月)を参照。

中国証券業の再編と証券会社経営

王 東明

1 はじめに

昨年八月に、国泰証券と君安証券が正式に合併し、国泰君安証券股份有限公司という社名で上海市に会社登録され、中国最大規模の証券会社が誕生した。合併後の国泰君安証券の登録資本金は三七・二億元に達し、総資産は三〇〇億元余り、全国各地の営業所は一八箇所、従業員は五、二〇〇人になり、⁽¹⁾ 主要な証券業務もトップの申銀万国証券を超えて、名実ともに全国第一位になった(表1)。このように九七年後半から、資本金一〇億元を超える証券会社(聯合証券、東方証券)の誕生、幾つかの証券会社の吸収・合併および増資などがあり、証券業界再編の動きを示している。特に、九五年七月一日から「商業銀行法」、九九年七月一日から「証券法」が施行され、これらの法律に基づいて「銀行・信託・保険と証券の分離」の原則および証券会社の分類(総合類とブローカー類)とその最低資本金が規定され、一連の業界再編につながったと思われる。

現在、中国の証券会社は九〇社前後であり、その全体の規模がメリルリンチ一社にも及ばないとよくいわれているが、中国の証券会社経営の特徴がどのようなものであるのか、その競争の実態がどうなっているのかを分析する必要があると考えられる。小稿では近年の証券業界再編の動きを紹介し、証券会社経営の状況および問題点を整理してみたい。

2 証券業の再編

八五年九月に新中国成立後初の証券会社―深圳経済特区証券会社が中国人民銀行の許可を得て、試営業を開始し、中国の証券業はほぼゼロからスタートした。そして八六年九月に上海で中国初の店頭市場―静安株式取引店頭市場も開設され、中国証券業の幕を開けた。⁽²⁾ その後、株式会社制度の導入と上海・深圳の証券取引所の誕生などの影響で、証券会社が次第に増え、証券業も大きく成長した。九八年末までに、中国の証券会社は九〇社になり、証券業務を兼営する信託投資会社は二三七社、財務会社は六九社、融資のリース会社は一六社あり、それら証券業務の営業許可を持つ機関は四〇〇社前後に達し、その営業所は二、四二〇箇所になった。また資産評価機関は一六社、証券格付機関は二社あり、証券業人口は一〇万人を超え、投資家数(登録口座数)⁽³⁾も三、八〇〇万人にまで増えた。

以上のような成果を成し遂げた証券業界では、近年競争が激しく、サービス網の整備における地方保護主義の台頭、中心城市への営業所の乱立などが目立っている。例えば、上海市虹口区の二三・五平方キロメートルの範囲内でなんと八〇前後もの証券営業所があり、無秩序の競争といわれ、問題視されている。また「大手証券が大きくない、中小証券が小さ過ぎる」という危機感から業界の再編が進められた。

今までの証券会社の統廃合には四つのパターンがあると考えられる(表2)。一つ目は企業経営者の不正事件が発生し、企業に損失を与え、吸収・合併しなければならな

表1 国泰証券・君安証券合併後の業務状況

項目	数量	市場シェア	業界ランキング
98年株式・ファンド取引金額	3213.6億元	約6.4%	第一位
96年～98年A株引受業務	104社	21%	第一位
96年～98年B株引受業務	12社	26%	第一位
98年国債現物取引金額	225.25億元	3.72%	
98年国債レポ取引金額	784.89億元	5.05%	
98年企業債(社債)引受金額	32.9億元	8.66%	

(出所)「中国証券報」1999年8月19日より。

表2 近年中国証券会社の吸収・合併および増資のケース

時期	新社名 (所在地)	吸収・合併および 増資の背景	資本金 (億元)	総資産 (億元)	営業所 (箇所)	従業員 (人)
96年7月	申銀万国証券有限責任公司(上海市)	「327国債先物取引事件」の影響で、万国証券と申銀証券を合併。	13.2	130 【189.91】	93 【108】	3,000
97年5月	広東証券股份有限公司(広東省)	増資、以前の資本金：9,060万元。97年9月に広東証券公司から広東証券股份有限公司に社名変更。	8	55	40	1,200
97年10月	聯合証券有限責任公司(深圳市)	宝山鉄鋼グループなど42の大手企業集団傘下の証券部門を統合したうえ、中堅証券のハルビン証券と合体して共同出資による設立。	10	30	42	1,500
97年11月	東方証券有限責任公司(上海市)	上海申能グループなどの有力企業15社と上海浦東發展銀行、上海城市合作銀行の二行が共同で順証券を買収して設立。以前の資本金：1千万元。	10	27	31	1,000
97年12月	国信証券有限責任公司(深圳市)	増資、以前の資本金：1億元。深圳国投証券公司から国信証券に社名変更。	8	45.42	13	600
97年12月	北京証券有限責任公司(北京市)	北京証券有限公司と北京財政証券公司を合併・増資。以前の資本金：1.2億元。株主は北京市財政局と16社の企業から組成。	8.5	25.28	【7】	【149】
98年1月	山東証券有限責任公司(山東省)	山東証券が煙台証券、山東財政国債服務総公司の一部を吸収・合併して増資。以前の資本金：1,000万元	5	58	50	1,600
99年5月	湘財証券有限責任公司(湖南省)	増資、以前の資本金：1億元。	10.02	12	14	730
99年6月	長江証券有限責任公司(湖北省)	増資、以前の資本金：3億200万元。湖北証券から長江証券に社名変更。	10	(24.46)	【12】	【700】
99年7月	中信証券有限責任公司(北京市)	増資、以前の資本金：3億元。	21	【87.06】	【27】	【867】
99年8月	広発証券有限責任公司(広東省)	広東發展銀行から独立。増資、以前の資本金：8億元。	16	(69.06)	40	1,200
99年8月	国泰君安証券股份有限公司(上海市)	軍背景にある君安証券の経営者の不正事件及び軍ビジネスの禁止令の影響で、君安証券と国泰証券を合併。	37.3	300	118	5,200
99年10月	国通証券有限責任公司(深圳市)	増資、以前の資本金：8億元。招銀証券から国通証券に社名変更。	22	28	18	500

注：【】内の数字は96年末の数字、()内の数字は97年末の数字、【】内の数字は98年末の数字。
(出所)「証券市場導報」、「中国証券報」、Web Sideなどより作成。

い状態に陥っているケースである。例えば、九六年七月の申銀証券と万国証券の合併、また冒頭で触れた国泰証券と軍背景にある君安証券の合併がそのようなケースである。軍に関係が深い君安証券はまた九八年の軍ビジネスの禁止令とも関連していると思われる。

二つ目は、九五年七月から「商業銀行法」が施行され、「銀行と証券の分離」の原則が定められた。それを受けて、銀行の証券子会社を独立させたり、統廃合したりした。それによって、九六年以降、上海・深圳証券取引所の会員数はかなり減り、九七年、九八年とも二年連続で二〇〇社前後が減った(表3)。広発証券、北京証券、山東証券などがこのケースに属する。

三つ目は、聯合証券や東方証券のようなケースである。このケースは幾つかの有力大企業の証券部門が合併し、いわゆるメイン証券という形になり、一般の証券業務の他に、大企業自身とグループ関連企業の上場・増資および社債の発行などの証券業務に携わることを狙っていると思われる。

四つ目は、九九年七月から施行された「証券法」と関連している。つまり「証券法」は証券会社を総合類とブローカー類に二分類した。総合類は証券の引受、委託売買、自己売買業務などができ、ブローカー類は委託売買業務のみに限定している。また総合類証券会社の最低資本金は五億元以上、ブローカー類証券会社の最低資本金は五千万円以上と規定された。それを受けて、中小証券の多い中国の証券業では危機感を感じたことにより、一連の政府主導の吸収・合併および増資が加速した。九九年以降の増資のケースはそれに該

表3 取引所会員数の推移

(社、年末数)

年	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
深圳証券取引所会員数	15	177	426	496	532	542	372	329
上海証券取引所会員数	29	171	481	550	553	523	467	317
合計	44	348	907	1,046	1,085	1,065	839	646

(出所)「深圳証券取引所市場統計年鑑」98年版、9頁。「上海証券取引所統計年鑑」の各年版より作成。

当する。また、現在二三〇社余りある証券業務を兼営する信託投資会社が、全国二、四〇〇余りの証券営業所の六割以上を持っており、今後「証券法」の「銀行・信託・保険と証券の分離」に基づいて、これらの統廃合が目されることになるであろう。

以上のような吸収・合併および増資は、証券会社の引受業務、自己売買などの業務の資金面とリスクの対応面に有利に働くようになり、法律の整備も秩序ある競争のルールづくりにより一歩前進した。一方、資本金五億以下の中小証券にとっては、委託売買業務しかできず、今後経営面においてさらに厳しい局面を迎えることになり、証券会社の淘汰が一段と高まると考えられる。

3 証券会社の状況

九七年末までに、九〇社に及ぶ証券会社の登録資本金の合計は一九七・五五億元、一社当たり平均は二・二億元になり、その総資産は二、〇五五億元、一社当たり平均は二二・八億元で、全体の純利益は八五億元前後、一社当たり平均は九、四四〇万元である。証券会社の地理的分布を見ると、沿海（深圳、上海、広東、福建、海南省など）地区と沿江（江蘇、湖北、四川省など）地区で四七社があり、証券会社の半数以上（五二・二%）を占め、その資本金額は一四〇・五億元で、全体の七一・一%であり、総資本は一、五五七・一億元で、全体の七五・八%、利益は六一・一億元で、全体の七一・九%であり、大手証券と中堅証券が沿海地区と沿江地区に集中していることがわかる。特に深圳、上海という経済発達の地域はその集中度がさらに高い。

また資本金、総資産および純利益のランキングは表4を見るとわかる。つまり資本金一〇億元以上の企業は七社で、一〇億元未満五億元以上の企業は九社であり、ここで二三社（全体の二五%）の企業が全資本金の約八割を占め、総資産の七割以上、利益も七割以上（七五%）に達した。総資産一〇億元以上の企業は五社であり、今回総資産一位の君安証券と一〇位の国泰証券が合併することによって、国泰君安証券の規模がさらに拡大し、三七・二億元の資本金と三〇〇億元余りの総資産を持って、二位の申銀万国証券との差が開くようになった。

九七年に上位を占める新規上場引受業務、株式委託売買業務および営業所の資料は表5で示される。ここで南方証券が新規上場引受業務でトップになったことがわかる。また華夏証券が株式委託売買業務、申銀万国証券が営業所の面で第一位になった。新規上場引

表4 中国証券会社の資本金、総資産及び純利益のランキング（1997年）

会社名	資本金 (億元)	会社名	総資産 (億元)	会社名	純利益 (億元)
申銀万国	13.20	君安証券	175.60	君安証券	7.41
南方証券	10.00	申銀万国	167.30	山東証券	5.30
国泰証券	10.00	南方証券	155.30	申銀万国	5.01
華夏証券	10.00	華夏証券	110.60	中信証券	4.98
海通証券	10.00	海通証券	102.70	平安証券	4.01
東方証券	10.00	広発証券	69.10	国信証券	3.81
聯合証券	10.00	鞍山証券	65.00	海通証券	3.04
北京証券	8.50	上海財政	56.80	国泰証券	2.98
広発証券	8.00	聯合証券	54.30	興業証券	2.78
国信証券	8.00	国泰証券	51.00	南方証券	2.73
招銀証券	8.00	江蘇証券	48.10	広発証券	2.45
君安証券	7.00	山東証券	47.20	光大証券	2.20
山東証券	5.08	国信証券	45.40	華夏証券	2.16
大鵬証券	5.00	中信証券	41.20	鞍山証券	2.10
光大証券	5.00	広東証券	40.60	浙江証券	2.06
上海財政	5.00	大鵬証券	40.30	上海財政	2.05
浙江証券	4.50	光大証券	39.80	湖南証券	1.99
江蘇証券	4.04	平安証券	34.20	招銀証券	1.85
鞍山証券	3.20	興業証券	32.60	江蘇証券	1.41
中信証券	3.00	遼寧証券	32.40	広東証券	1.30
湖南証券	2.35	珠海証券	31.50	北京証券	1.27
遼寧証券	2.20	招銀証券	29.80	長城証券	1.26
特区証券	2.06	長城証券	27.20	大鵬証券	1.05
合計	154.13		1498.00		65.20
全体に占める割合	78%		73%		77%

（出所）「証券市場導報」1998年7月号、7頁より。

受業務および資金調達の面において、いずれも上位一六社が全体の八割前後のシェアを占めていることが明らかである。九八年では、国泰証券がトップ（二〇二・六億元）の座に就き、南方証券が二位（約七〇億元）になり、新規上場引受業務のトップが入れ替わった。

九七年の証券会社全体の八五億元の利益に関して、流通市場から約半分の利益が発生し、自己売買益と委託売買手数料で約四二・五億元になった。また顧客預り保証金の利息は利益の約三割（二五・五億元）を占めた。発行市場の利益は全体の二割（二七億元）を占め、うち引受業務手数料が全体利益の一割（八・五億元）で、九八五億元の業務を引受けした。その営業収益率は約〇・八六三%であった。一方、総合業務を営む大手・中堅の証券会社は全体とは

表5 中国上位証券会社の業務指標（1997年）

会社名	新規上場引受 企業数(社)	会社名	新規上場引受 株数(億株)	会社名	募集資金 (億元)	会社名	株式委託売買 金額(億元)	会社名	営業所 (箇所)
南方証券	47	南方証券	25.6	南方証券	127.8	華夏証券	2532.5	申銀万国	108
申銀万国	33	申銀万国	21.7	申銀万国	110.4	申銀万国	2158.1	華夏証券	93
君安証券	33	国泰証券	17.6	国泰証券	95.4	君安証券	2122.0	海通証券	90
国泰証券	25	君安証券	13.7	君安証券	86.4	南方証券	2052.3	南方証券	68
華夏証券	19	中信証券	12.3	広発証券	79.0	広発証券	1956.9	国泰証券	60
中信証券	15	華夏証券	10.1	中信証券	78.2	海通証券	1603.6	君安証券	60
海通証券	13	海通証券	7.4	国信証券	53.5	国信証券	1451.2	聯合証券	42
広発証券	13	広発証券	6.0	華夏証券	53.0	江蘇証券	1444.0	広発証券	37
大鵬証券	11	国信証券	5.0	海通証券	41.9	広東証券	1263.6	光大証券	33
国信証券	11	湖北証券	3.5	湖北証券	32.7	四川証券	922.7	東方証券	31
光大証券	9	広東証券	3.3	光大証券	29.4	福建興業	816.6	上海財政	30
湖北証券	6	上海財政	2.5	大鵬証券	28.1	光大証券	803.4	江蘇証券	27
広東証券	6	光大証券	2.4	招銀証券	27.8	国信証券	753.4	中信証券	26
招銀証券	4	大鵬証券	1.9	北京証券	15.9	招銀証券	743.2	大鵬証券	21
上海財政	4	招銀証券	1.5	江蘇証券	14.3	長城証券	698.6	招銀証券	18
江蘇証券	4	江蘇証券	1.4	甘肅証券	13.3	山東証券	663.3	国信証券	13
						大鵬証券	616.5	湖北証券	12
						湖北証券	532.2	北京証券	10
合計	253		135.9		887.1		23134.1		779
全体に占める割合	78%				80%				55%

(出所)「証券市場導報」1998年7月号、9頁より。

は同様の収入構成、つまり流通市場が利益の五割、顧客預り保証金の利息収入が三割、発行市場は二割であった。このような収入構成から、証券会社の収益は流通市場売買手数料、自己売買益および顧客預り保証金の利息収入に偏っていることがわかる。これは九七年の株式市場の活気がその利益構成につながったと考えられる。

4 物足りない投資銀行業務

現在大手証券会社の大部分が米国の投資銀行を模倣し、投資銀行総部を設置して投資銀行業務に積極的に取り組もうとしている。しかし、現状では各社の投資銀行総部で行われている主な業務が新規上場および増資の引受業務であり、投資銀行のもう一つの主な業務内容であるM&A（吸収・合併）業務が非常に少ない。大鵬証券の張永恒氏の論文によると、一九九八年に上海・深圳に上場した企業の中の四七六社が九二五件の吸収・合併などの資本再編成のプロジェクトに着手し、そのうち証券会社の投資銀行総部からプロジェクトに関わったケースは極めて少ない。プロジェクトの大部分が政府部門の主導で行われている。現時点では企業の吸収・合併などの資本再編成に関連する業務はまだ完全に市場原理で行われているわけではない。その意味で、中国の証券会社は米国の投資銀行業務がまだ本格的に展開していないと思われる。

5 むすびにかえて

以上、近年の中国証券業再編の動きを紹介し、証券会社経営の状況および問題点を見てきた。証券会社の経営は最初の無秩序な状態から、秩序ある競争に転換しつつあり、特に「証券法」における「銀行・信託・保険と証券の分離」の原則、証券会社の分類および最低資本金の規定などが市場競争の環境整備に重要な役割を果たした。

しかし、アンダーライティング業務における政府の裁量、証券会社と企業の特異な関係（手数料の引き下げ競争あるいは手数料の一部を企業にリベートするなどの過度競争の現象も起っている）などの「非市場的要素」が公平な市場競争を脅かすことが問題視されている。また益々厳しくなる競争の中で、各社が「規模の経済」を追求し、リスク管理の面でも努力しており、地方の証券会社も地元の人脈と資産関係を利用して、地方経営の特色を出そうとしている。とはいえ、全体として大手・中堅の証券会社にしても、中小証券にしても、はっきりしたサービスや経営の特色がまだ見えてこない。その意味で、今後大手・中堅の証券会社と中小証券が各々の特徴を生かして、各業務分野に特化する必要があると考えられる。

注

- (1) 「中国証券報」一九九九年八月一九日。
- (2) 「中国証券報」一九九六年九月二六日。一九九八年二月五日。
- (3) 中国证券监督管理委员会編「中国证券期货統計年鑑」九九年版、一五二頁。「人民日報（海外版）」一九九九年一月二三日。一〇月三日。「中国証券報」一九九八年二月五日。
- (4) 杜衛華「証券公司經營与管理」中国財政經濟出版社、一九九七年、三五頁。
- (5) 「証券市場導報」、一九九八年七月号、四頁、一二頁。「中国証券報」一九九九年四月二〇日を参考。
- (6) 張永恒「金融産業化与中国証券商的集約化發展」『中国証券報』一九九九年三月六日。

参考文献

- (1) 中国証券報社、三峡証券公司編「世紀之交…中国券商的思考」新華出版社、一九九九年。

EDGARシステムによる情報開示の展開

清水 葉子

はじめに

EDGARシステムとはElectronic Data Gathering, Analysis and Retrievalの略で、連邦証券諸法に基づいてSECに提出される企業情報に関する届出書類を、電子的に処理するシステムである。アメリカでは、一九三三年証券法・一九三四年証券取引所法に基づいてSECへの登録が義務付けられている企業は、登録届出書、年次報告書、四半期報告書、臨時報告書、委任状説明書、変更報告書などの多くの書類をSECに届け出ることが定められている。届出を受けたSECは、これらの情報開示書類の受付と審査を行ってファイリングし、加えて投資家の縦覧に供している。EDGARシステムは、こうした一連の書類を全て電子化して処理を高度化し、データベース化して利用者に提供することをめざしたものである。

EDGARシステムは、一九八三年に導入が検討されてから実験的導入段階を経て、一九九六年五月にごくわずかな例外を除いて全ての登録企業のシステム参加が実現し、完全な形で稼動した。SECはこれによって届出書類の処理を大幅に効率化することができた。また、SEC自身のウェブ・サイトでインターネットを通じて届出情報検索が可能となっているため、開示情報の利用者にとってもインターネットへのアクセス費用を負担するだけで容易に開示情報にアクセスすることができるようになった。

従来のような紙ベースの情報開示は、システム構築のための費用がかからないかわりに、処理に人手と時間が

かかり、利用者のアクセスにも問題があったが、電子化によってこれらの点が大幅に改善されたと言うことができる。

日本でも現在証券取引所を中心として企業の開示情報の電子化が進められており、法的開示書類の届出についても電子化が検討されている。

EDGARシステムの試験的稼働

EDGARシステムの概要についてはすでに詳しく紹介されているが、簡単にふりかえってみよう。

アメリカで電子的な情報開示システムの導入が検討された背景には、一般的な情報通信技術の発達に加えて、SECのパーパークライシス問題があったとされる。SECは毎年大量の企業情報の届出を受けるが、ファイルするにあたっては、これらの書類すべてに対して記述された企業情報が正確なものであるかどうかの審査を行い、問題がなければ受理の手続きを、また記述に問題がある場合には受理を留保したり訂正を求めるなどの手続きを行わなければならない。

こうした作業は、たとえば他の書類への参照などをひとつひとつ紙ベースで行うためには多くの時間と労力ともなうため、企業情報の増加につれてSECの負担は膨大なものとなった。紙ベースでの届出はこれ以外にも、郵送に時間がかかったり保管スペースを確保する必要があるなどさまざまな不便をとまっていた。

ところが、情報通信技術が発達して電子化したファイリングが技術的に可能となれば、受理までの手続きの多くを自動化することができるほか、審査についても関連資料との比較などがスクリーン上で容易に行なえるため大幅に手間を削減することができる。SECは、こうした目的を持って一九八三年二月に届出書類の電子化を検討するためのプロジェクト・チームを内部に設け、一年半余りの検討期間を経て一九八四年九月から電子化された情報の受付を開始した。システムに参加した登録企業は、従来紙ベースで提出してきた開示書類を、電話回線を通じて直接送信するか、ワープロやパソコンなどで入力したディスクや磁気テープを郵送もしくは持参するといった形で届け出ることとなった。

この段階では、EDGARシステムはまだ試験的に稼働していたに過ぎず、システムへの参加も任意であった。とはいえ、SECでは、届け出られた書類を直接コンピュータを用いて審査することができるので、受理までの手続きを大幅に迅速化することができる。また受理された情報はただちにコンピュータースクリーンを通じて配信することができ、利用者の利便性も高まると考えられた。

SECはシステムの試験的稼働にあたって、連邦証券諸法に基づく情報開示の手続きを定めた一連の規則を暫定的に変更し、電子ファイリングのために必要な手続き上の手当ても行っている。

SECは運営費用をできるだけ低くおさえるため、入札によって民間にシステム運営を任せることとした。試験的稼働段階での運営を請け負ったのはアーサー・アンダーセンとIBM、ダウ・ジョーンズのグループであった。

EDGARシステムの正式稼働

アーサー・アンダーセン等のグループによるシステムの試験的稼働は、当初の計画では二年後の一九八六年までとされていたが、正式稼働以降のシステム運営者の決定に時間がかかったため、正式稼働の契約は一九八九年までの時間を要した。こうした延期の背景には、システムの技術面での改良がなされたことのほか、システム運

営のコストが予想外に高く、運営者との契約が難航したためであるとされている。⁽²⁾ 結果的にシステム運営は、情報処理サービス会社であるBDMインターナショナル社を主契約者とし、ミード・データ・セントラル社、ソグ社、バクテル情報サービスを協力会社とするかたちで契約された。

運営費用をまかなうために、SECが届出の受付と受理、内容の審査を行うシステムの開発および運営を担い、契約者は情報伝達のシステム開発と運営を負担するかわりにデータ提供サービスを有料化して利用者から徴集することでコストを回収することとされた。

SECは試験的稼働に際して導入した暫定規則の修正を行い、手続き上の手当てを行ったうえで、運営者との契約後さらに三年を経た一九九二年から本格稼働システムに移行した。さらに一九九五年には、これまで任意参加とされてきた電子ファイリングを登録会社に義務付けるための臨時規則を定め、段階的にシステム参加の義務を課していった。

すべての登録企業がEDGARシステムへの電子ファイリングを義務付けられたのは一九九六年五月であった。この間もSECは段階的に参加するグループを対象にシステムの評価を行い、安全性、信頼性、セキュリティなどについての評価を行っている。正式システムでは、登録会社はEDGARリンクと呼ばれるソフトウェアを経由してEDGARシステムにアクセスし、事前にSECから受け取ったパスワードと識別コードを使って電子ファイリングを行うこととされた。

EDGARシステムの意義

企業情報の開示システムを電子化したことは、まず第一にSEC自身のコスト削減につながったと言われる。すでに述べたように、SECは連邦証券法で定められた大量の届出書類の処理を行わなければならないが、届出を電子化することでこの労力を大幅に節減することができた。とくにシステム導入の初期には個人投資家レベルで情報通信設備を備えているものは多くなかったため情報アクセスの利便性は十分評価されず、また登録企業も新しい電子フォーマットに対応するためのコストがかかったため、EDGARシステム導入の最大の受益者はSECであると考えられたようである。

しかしその後インターネットなど情報通信技術が発達すると、電子ファイリングの利用者サイドも大きな便益を受けた。とくに、EDGARデータベースがインターネット・ウェブ上で利用可能になった一九九七年以降は、個人投資家も通信費用のみを負担すればEDGARの情報を利用することができるようになったことは重要である。また、SECからの情報を特定目的用に加工して二次的に提供する業者も多く存在する。Edgar On-Line、FreeEdgar、Disclosureなどが有名であるが、財務データをエクセルなどの特定アプリケーション用に加工するなどの追加的なサービスを行なっている。

また、登録企業の便益も少なくない。登録企業はシステム導入当初は新しいフォーマットへの対応など一定のコストを負担する必要があるが、長期的には情報開示コストを大きく削減できる。たとえば、アメリカではSEC登録企業はSECに対して開示書類を届け出るだけでなく、上場企業の場合はその写しを証券取引所にもファイルしなければならないことが証券諸法によって定められている。こうした重複した情報開示が、一元化された電子システムへの届出によってリンクすれば大幅なコスト削減につながると考えられる。

また、連邦法上の情報開示には一九三三年証券法で要求される有価証券の募集・売り出しに関わる開示と一九三四年証券取引所法で要求される公開企業の継続開示の二種類があるが、一定の基準をみたした公開企業であれ

ば、発行開示のための書類の一部を継続開示書類を参照することで省略することができる。こうした点でも、電子ファイリングが行われていれば簡単に参照先を指定することができるため極めて利便性が高い。

システムの近代化

SECでは、現在進行中のEDGARシステムの近代化の一貫として、現在のテキストベースの電子ファイリングに加えて、今年六月からHTML形式でのファイリングの受け付けを開始することを発表し、任意でPDF形式によるファイリングもオプションとして認めるとした。

HTML形式の書類では、ファイルされた情報が、利用側のコンピューターの機種やシステムに関係なく全く同じ外観で縦覧できるという大きなメリットがある。SECも、従来のように多くの種類のワープロやコンピュータソフトウェアに対応するために何種類ものフォーマットを用意する必要がなくなるため、受付の労力が削減できる。登録企業側にもメリットがあり、図表やグラフィックスを表示することでファイルする書類を分かりやすくしたり見栄えを整えたりすることができるうえ、種類の異なる書類間を電子的にリンクすることで参照が容易になるため、利便性が高まると考えられる。

もつとも、こうした変更は、SECと情報利用者のメリットが非常に大きいのにくらべて登録企業側にはむしろ負担が大きくなるとも言われている。というのも、現在のところ、電子的リンクや、グラフィックスの利用にはかなりの制限が加えられている一方、形式の異なるフォーマットで提出された書類が実質的に同じ内容を備えていることが要請されているため、書類作成の手間がかえって増大する可能性があるからである。とはいえ、HTML形式を利用した届出書類の充実は技術的には十分可能であり、システム容量や法律面での条件が整えば実現すると思われる。

また、SECは届け出られた情報の配信に関してもシステムの近代化をすすめている。すでに、従来情報配信を行ってきたコンピュサーブから新たにTRWへと配信サービスが引き継がれ、昨年から新たな配信サービスの運営者との間で近代化プロジェクトを開始している。SECの発表によると、このプロジェクトによって大幅な配信サービスのコスト削減が可能になるとしている。

おわりに

企業の情報開示には、証券法などの規定によって法律上義務付けられている情報開示、取引所などの自主規制機関が要請する適時開示、企業が自主的に行う自発的情報開示の三種類がある。EDGARシステムでの情報開示はひとつめの法的情報開示であってSECが中心となって推進した。情報開示システムの電子化によって、当初は大きな費用負担が生じたが、結果的には規制当局、登録企業、投資家の三者ともに便益を受けることができる。と言えらる。

いっぽう、アメリカでは、証券取引所をはじめとする自主規制機関では特に電子化が進められているわけではない。むしろ各上場企業がインターネット上でホームページなどを通じて自発的に詳細な情報開示をしており、証券取引所は自らのホームページから上場企業のホームページへ電子的なリンクを張るなどの形で対応しているにすぎない。

これに対して、日本では自主規制機関の要請する適時開示について、証券取引所の適時情報開示を電子化する試みが始まっており、例えば東京証券取引所は上場企業から受け取った開示情報をPDFフォーマットで即座に

一般に開示するTDネットの整備をすすめている。日本では、法定開示情報の電子化についての検討がなされているが、⁽³⁾ 現実には法整備の問題もあって自主規制機関による適時開示の電子化が先行している状態である。

これは、日本の証券取引所が法定開示書類や適時開示の届出を受けると、迅速にそれを公表すべきことが証券取引法で定められているのに対して、アメリカの証券取引所は、SECに届け出られた法定開示書類の写しがフアイリングされるに過ぎず、取引所自身には公開義務がないからであろう。従ってアメリカでは、取引所が要請する適時開示情報について取引所自身が電子化して投資家に配信するという動きも見られないようである。

(1) 実験的稼働段階での詳しい紹介として、EDGARシステムに関する企業情報開示制度研究会(一九八七)「EDGARシステムに関する調査報告書」(財)資本市場研究会、その後の本格稼働も含めて、石本聡(一九九五)「SECのエドガー・システムをめぐる最近の動向」『商事法務』No.二三八六、一九九五年四月十五日など。

(2) SECは証券取引所にも費用負担を求めたとされるが、取引所は連邦証券諸法で定められた届出諸類の写しを取引所にもファイルすることは法律で定まっていることであるとして費用負担には応じなかった。(注1)資本市場研究会(一九八七)参照。

(3) 一九九七年には大蔵省が電子開示研究会(座長江頭憲治郎東京大学法学部教授)を設置し、「電子開示システムのあり方について」と題するとりまとめを行っている。