

証研

レポート



No.1586

2000年9月

存在感高める外国証券会社

二上季代司 (1)

証券取引所の国際化戦略

～NYSEとNASDAQの場合～

伊豆 久 (8)

a / c / e

～CBOTの新電子取引システム～

吉川 真裕 (17)

企業調査から見た中国のコーポレート・ガバナンス (1) ✓

～経営者の意識変化、選任方法およびインセンティブを中心に～

王 東明 (34)

株式分割と保管振替制度

福本 葵 (44)

財団法人 日本証券経済研究所

存在感高める外国証券会社

一一上季代司

わが国証券業界における外国証券会社（とりわけ欧米系外国証券）の存在感が高まっている。全体的な数値に占めるウエイトはもちろん個々のマーケット、ビジネスにおけるシェアも上昇しており、新しいマーケットやビジネスの創設という点でも積極的であり、外国証券会社の役割、意義は無視出来なくなっている。しかしながら外国証券会社は在日支店という形で進出しており、その財務資料は開示されていないため、その活動ぶりははつきりしない。そこで以下では、新聞報道その他の公開された資料から外国証券会社の活動ぶりを簡単に整理、紹介してみた。

1 外資系証券会社の全体的シェア

まず外国証券会社のわが国証券市場における全体的なウエイトを概観しよう。約三〇〇社のうち外国証券会社は五九社、うち取引所会員業者は二六社となっている。また、わが国証券従業員は一九九一年の総数約一六万人をピークに一貫して減り続け、二〇〇〇年三月末現在、九万一千人となっているが、外国証券会社の従業員は九七年頃から逆に増え始め、この四年間で四千人近く増員、現在は九、一五六人となり、証券従業員の約一割を占めるに至っている。

次に最近の手数料ビジネスについてみておこう。表1は外国証券会社のうち東証会員業者について手数料収入

と販売管理費を見たものである。九〇年代を通じて外国証券会社はブローカー、引受その他、ほぼすべての手数料ビジネスにおいてシェアを伸ばしてきている。前年度の変化としては株券委託手数料の絶対額は増えているが、シェアは大きく低下していることがあげられる。これは昨春来の相場の上昇で個人投資家が株式市場に復帰、売買部門別にみても個人投資家の売買シェアが上昇し、しかも手数料率が比較的高かつたことから国内証券会社の個人営業部門が株券現物手数料を前年度比二・六倍に増やす一方、外国証券会社のブローカー部門の顧客は主として海外機関投資家であり、国内証券会社ほどには株券現物手数料が増えなかつたためである。すなわち、外国証券会社はわが国で業務を拡大しつつもなお依然としてホールセールに軸足をおいた営業展開となつており、このことは募集手数料がきわめて少額であることにも反映されている。

むしろ注目すべきは引受手数料の増加ぶりであり、東証会員業者全体の三分の一以上を占めるに至っている。またその他手数料が依然高いシェアを保つていることも注目点である。

表1 外国証券会社（東証会員）の手数料収入と販売管理費（百万円）

| | 外国証券会社 | | 東証会員業者全体に占めるシェア | | (参考) 国内証券会社 | | |
|----------|--------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 1999年 3月期 | 2000年 3月期 | 1992年 3月期 | 1999年 3月期 | 2000年 3月期 | 1999年 3月期 | 2000年 3月期 |
| 受け入れ手数料 | 399,145 | 524,937 | 10.70% | 26.68% | 19.87% | 1,096,652 | 2,116,904 |
| 委託手数料 | 182,263 | 217,019 | 11.17% | 26.72% | 15.00% | 499,858 | 1,229,485 |
| (うち株券現物) | 140,893 | 183,779 | 5.90% | 24.01% | 13.43% | 445,797 | 1,184,677 |
| 引受手数料 | 27,038 | 88,495 | 5.99% | 17.73% | 35.41% | 125,478 | 161,385 |
| 募集手数料 | 7,242 | 1,510 | 1.37% | 3.13% | 0.35% | 224,332 | 433,844 |
| その他手数料 | 182,602 | 217,913 | 16.51% | 42.51% | 42.72% | 246,984 | 292,191 |
| 販売管理費 | 393,893 | 531,699 | 9.55% | 21.11% | 25.69% | 1,471,761 | 1,538,070 |
| 取引関係費 | 92,230 | 109,785 | 12.95% | 30.41% | 29.46% | 211,094 | 262,928 |
| 人件費 | 182,074 | 286,573 | 9.99% | 21.16% | 27.55% | 678,298 | 753,564 |
| 不動産関係費 | 33,804 | 41,873 | 8.55% | 12.00% | 15.42% | 247,855 | 229,637 |
| 事務費 | 23,292 | 37,429 | 4.87% | 11.50% | 17.45% | 179,310 | 177,078 |
| 減価償却費 | 4,033 | 5,643 | N.A. | 9.49% | 11.64% | 38,483 | 42,830 |

(出所) 片桐健「東証会員123社の決算概況」『月刊資本市場』2000年7月などより作成。

なお、ここでは手数料ビジネスだけに言及しているが、トレーディング業務も活発であり、特に最近では日本の国債増発の影響で欧米機関投資家中心に円債の組み入れニーズが高まつており、それを背景に円債ビジネスへの注力が顕著である。特に昨年度はドイツエ証券など欧州系が躍進し、昨年度の国債落札シェアは欧州系一三・六%、米系一一・一%となつてている。

他方、費用の方を見ると積極的な人員の採用と報酬の上昇により人件費が急増、これが販管費を大幅に押し上げているのである。このため、外国証券会社の販売管理費は手数料収入を上回り、営業収支（手数料収入マイナス販売管理費）は赤字になつてている。この点、国内証券会社がおしなべてリストラを継続中で販管費を抑制し、今年度は営業収支を黒字に転換させたとの対照的である。しかも外国証券会社の従業員数が全体の約一割であるのに対し、人件費は二八%を占めている。その結果、外国証券会社従業員の賃金水準は単純計算すると、国内証券会社の従業員に比べ平均約三倍の水準となつているのである。

2 外国証券会社の引受業務

次に、個別に立ち入つて観察してみよう。まず手数料収入が大幅に増加した引受業務をみよう。外国証券会社（東証会員ベース）の引受手数料収入は九七年までは一〇〇億円以内と横バイでいたが、九八年度一二一億円、九八年度二七〇億円、九九年度八八五億円と増え、これにつれて引受手数料シェアも上昇している。この要因としては、公募円建て外債の発行が急増し、しかも外国証券会社が主幹事になるケースが増えたことが最も大きい。しかもこの傾向は今年に入つても続いているのである。そこで昨年の公募普通社債と円建外債の外国証券会社主幹事案件をみると表2のようである。

円建て外債は九八年度までは日系証券会社が主幹事をほとんど独占していたのだが、

昨年度来、外国証券会社の活躍が顕著となり、シェアは五〇%を越え、しかも起債額は急増しているのである。この原因としては、円債の調達コストが低いことに加え、①欧米企業を中心に日系企業のM&Aのための資金、日本における事業資金の調達ニアーズが高まっていること（具体例を挙げると、GEキャピタルが昨年度に四本の円建て外債を合計一、六〇〇億円発行、その後、日本リースや東邦生命を買収した。またJPモルガン、ゴールドマンサックス、リーマンブラザーズ等の外国証券会社が日本での事業資金として昨年度から今年にかけて総額二、二〇〇億円を円建て外債で調達した）、②やや技術的であるが米SECの会計基準変更（デリバティブの時価評価）により従来、海外発行体がとつてきた、ドル資金にスワップをかけて円資金にする方法はバランスシート上のリスクが高くなつたこと、等が挙げられよう。このほか国内普通社債の主幹事案件においても外国証券会社のシェアは上昇してきている。特に昨年度に目立つたのはリース、クレジット、消費者金融などノンバンク案件の主幹事に外国証券会社がなるケースが多かつたことである。このほか、まだ数は少ないが新興企業のIPO（新規公開）の主幹事になるケースも出始めている。

3 外国証券会社のM&A業務

先ほどもみたように、近年、円建外債の起債が急増している背景として、欧米企業

表2 外国証券会社主幹事案件（普通社債、円建て外債）
(単位：億円)

| | 2000年(4月～7月) | 1999年度 | 1998年度 |
|-------|---------------|---------------|---------------|
| 普通社債 | 1,700 (500) | 6,650 (1,900) | 6,900 (2,450) |
| シェア | 10.0% | 8.5% | 6.6% |
| 円建て外債 | 5,650 (2,150) | 3,350 (3,350) | 300 (300) |
| シェア | 59.9% | 36.2% | 29.0% |

(注) 右側カッコ内は単独主幹事

(出所) 日本証券業協会「公社債発行要覧一覧」より作成。

が日本企業をターゲットにM&Aを仕掛けるケースが増えていたことがあげられるが、そのアドバイザリーのシェアでは外国証券会社がきわめて高いのである。表3は、日本企業が絡んだM&Aのアドバイザリーランキングであるが、米系投資銀行が常にトップランキンがある。そして証券会社がM&Aやその他顧客企業の財務政策に関する助言活動を行った場合に徴収するアドバイザリーフィーは「その他手数料」として計上されることから、外国証券会社の「その他手数料」の絶対額およびシェアは高くなるのである（前掲表1）。

4 外国証券会社のリテール戦略

外国証券会社はおしなべてホールセールに特化しているのであり、そのことは収入構成にも現れているのであるが、リテール市場に無関心というわけではないのである。注一でも触れたように自主規制機関が集計している種々の統計数値での外国証券会社は必ずしも株主構成からの定義ではないから、国内証券会社と定義されていても外資系が支配権を握るケースがあり、そのなかでリテール営業を行っている業者もあるからである（具体例としてはメリルリンチ日本証券等がある）。またホールセールに特化している業者の中で、最近

注目されるリテール戦略として国内証券会社との販売提携が挙げられる。すなわち、昨年度来、他社株転換債、株価指数連動債などが国内中堅中小証券によつて個人投資家に販売されてきたが、これを組成しているのは主として外国証券会社である（ただし、これは海外非居住者発行のユーロ円債に店頭オプションを通じて販売するケースが急増している。他社株転換債、株価指数連動債、カバードワラントなどは九八年末の店頭デリバティブ解禁により可能となつた商品であるが、これを組成しているのは今のところ外国証券会社が中心となつている。

5 小括

国内証券会社と定義されても外資系の支配下にある業者も増えており、そう考えると外資系証券会社の下で働く証券従業員は今や一割を大きく上回る数になる。それだけではなく、証券界の雇用の流動化は九七年以降、加速している。このことはこれまで他産業と同様の日本の雇用慣行を墨守してきたわが国証券業界に、有能な人材を引き留めるための新たな人事・報酬制度を構築するインセンティブを与えることになろう。このことは巡りめぐつてさらに雇用の流動化を進め、証券マンの独立（証券会社開業）の動きを加速し、証券業界の新陳代謝をするすめしていくだろう。

また、産業構造の転換の過程でわが国でも企業再生ビジネスが本格化し始めているが、背後に欧米機関投資家を顧客に持つ米系投資銀行が、プライエートエクイティファンドの組成、M&A等のアドバイザリーならびにこ

表3 国内M&Aアドバイザリーランキング（公表案件・取引金額ベース）

| アドバイザー | 順位 | 取引金額 (百万ドル) | 案件数 | 2000年(1~6月) | | 案件数 |
|-------------|----|----------------|-----|-------------|----------------|-----|
| | | | | 順位 | 取引金額 (百万ドル) | |
| メリルリンチ | 1 | 15,623 | 9 | 2 | 105,068 | 20 |
| ソロモンスミスバーニー | 2 | 10,736 | 11 | 4 | 16,884 | 7 |
| ドイツ銀行 | 3 | 6,974 | 4 | 8 | 4,297 | 6 |
| 興銀 | 4 | 5,931 | 19 | 7 | 5,720 | 21 |
| ゴールドマンサックス | 5 | 5,905 | 7 | 1 | 111,167 | 24 |
| J Pモルガン | 6 | 5,176 | 9 | 6 | 9,318 | 12 |
| 日興証券 | 7 | 5,103 | 39 | — | — | — |
| KPMG | 8 | 5,019 | 8 | — | — | — |
| 野村グループ | 9 | 4,987 | 34 | 10 | 3,445 | 33 |
| モルガンスタンレーDW | 10 | 4,729 | 7 | 5 | 14,594 | 23 |

（出所）『週刊東洋経済』2000年3月4日、日本金融通信「ニッキン」2000年8月11日。
（原資料）トムソン・ファイナンシャル・セキュリティーズ・データ

これから派生する引受業務など、新しい法人営業の手法を持ち込んで業務を開拓しようとしている。外国証券会社の引受手数料の増加、高水準の「その他手数料」にそれが反映している。

またホールセールに特化している外国証券会社はリテール営業員を持たないため販売チャネルとして準大手・中堅・中小証券のほか、オンライン証券会社と補完的な関係を作りやすい。カバードワラント販売にみられるオンライン証券会社との提携関係は今後、商品開発等を通じて多方面に拡大していく、個人営業においてもシェアの変化をもたらす可能性がある。

注

- (1) 証券業協会や証券取引所など自主規制機関が集計している様々な数値についての「外国証券会社」の範疇とは「証券取引法」や「外国証券会社に関する法律」の定義に基づくものであることに注意する必要がある。すなわち外国の法令に基づいて設立された外国証券会社がわが国の「外国証券会社に関する法律」に則って支店を設置し、在日支店の形で営業している者を外国証券会社という。従つて外国証券会社が親会社となつて日本に子会社を作り、その子会社が「証券取引法」二八条の登録を受けて営業している場合には法律的には国内証券会社である。例えばメリルリンチ日本証券は国内証券会社であり、アイビージュイ・ノムラ・ファイナンシャル・プロダクツ証券は外国証券会社である。なお、一九八八年三月期から約定基準・時価法の採用により国債引受手数料が債券トレイディング益に振り代わり債券引受手数料が外見上減収となる経理処理上の変更があつたことから、日本の証券会社では逆に引受手数料が減少している。このことが外国証券会社のシェア上昇の一因の理由である。

(にかみ きよし・主任研究員)

証券取引所の国際化戦略

～NYSEとNASDAQの場合～

伊豆 久

1 欧米取引所の国際化戦略

証券取引所の国際的な提携や合併をめぐる話題が毎日のように伝えられている。

しかしながら、国際化の進め方には各国、各取引所ごとに微妙な違いがあるようと思われる。例えば欧洲と米国を比較してみると、欧洲では、国内での取引所の集約が早々と終了し、国際的な提携や合併が進められているのに対して、米国では、現在も国内での市場間競争が激しく展開されており、クロスボーダーな提携は始まったばかりである。また、米国内の二つの市場、NYSEとNASDAQの国際化のあり方を見てみると、NASDAQが外国の取引所との提携によるベンチャー向け市場の立上げを中心とする国際化を目指しているのに対し、NYSEは外国企業の自市場への上場を国際化の柱としており国際的な提携にはNASDAQほど積極的でない。

すなわち、取引所の国際化といっても、当然のことながら、それぞれの取引所のおかれている状況によって、その戦略は異なるのであって、すべてをグローバル化の一言で片付けるわけにはいかない。そこで、取引所の国際化の現状・戦略における欧洲と米国、(米国内の)NASDAQとNYSEの違いが何に由来するのか、検討してみよう。

まず、欧洲と米国で、市場間競争の国際化に違いがある主な理由は、時間帯等による競合の有無にあると思われる。欧洲は、経済規模のよく似た先進国の密集地という地域的特徴をもつ。EU統合の深化もあいまって、欧洲企業の上場・売買注文の獲得をめぐつて各国取引所は激しい競争を展開してきた。その結果、国境をまたいだ合併連衡が模索されることになる。ところが、米国の取引所の場合、同一時間帯に競合する経済大国が存在しないため、国際的な競争が激しいのに対しても、米国は国内での競争が中心である、という違いがある反面、主たる競争が同一時間帯内の取引所間で展開されているという点からみれば、両者には共通点が多いとも言える。株式という商品は、国債や指数先物等と比べてローカルな性格が強く、発行企業の母国の時間帯から抜け出すことが難しいため、時間帯をまたいだ競争圧力は比較的弱いのである。

次に、米国内の二つの市場、NYSEとNASDAQの国際化戦略の違いは、両者がターゲットとする企業の違いによるところが大きいように思われる。すなわち、両者の間では、NYSEは大企業向け市場、NASDAQはベンチャーエンタープライズ向け市場との色分けが比較的明確である。NYSEにとっては、いくらいインターネットブームだといつても、新しい企業の上場を促進するために上場基準を引き下げたり、あるいは新たに市場を作つたりといったことは、優良大企業の市場としての自らのステータスを脅かしかねず、得策ではない。もちろんそれは、NYSEの危機感が現時点ではそれほど強くないからこそ可能な選択だとも言えるのであるが。

反対に、NASDAQは、新しい企業を積極的に上場させることで今日の地位を築いてきたのであり、ハイリスクではあるけれどもハイターンも期待できる銘柄が多いこと、平たく言えば玉石混交であることこそを、強みとしている。

こうした一種の棲み分けが国際化戦略においても大きな違いをもたらしているのである。すなわち、NASDAQは、みずからのノウハウとブランドイメージを武器に海外に進出し、次々とベンチャーエンタープライズ向けの市場を創設しているが、NYSEには同様の戦略は取りにくい。なぜなら、前述のように新興企業向け市場を作ることはNYSEのブランドイメージに合わず、かといって外国の優良大企業はすでに母国市場に上場されており、NYSEといえどもそこから売買注文を奪い取るのは極めて難しいからである。ベンチャーエンタープライズは発掘するが、大企業を新たに発掘するというわけにはいかず、NYSEには海外に進出するメリットがないのである。そのためNYSEの国際化戦略は、NASDAQとは反対に、自らは国内にとどまり、かわりに外国の企業をNYSEに呼び込むという形をとっているのである。

2 NYSEの国際化戦略

では、NYSEはどのような国どのような企業を上場しているのだろうか。NASDAQが上場対象とするベンチャーエンタープライズと異なり、優良大企業は続々と誕生するというものではない。しかも、欧洲やアジアの大企業にとって、米国が、自社製品の一大市場としても、厚い投資家層を抱える世界最大の市場としても、最重要の意味をもつのは言うまでもないといえ、情報開示制度や会計制度の米国化が進み、また、市場改革によって母国市場の取引コストが低下していけば、わざわざNYSEに上場する意義は低下せざるをえない。その上、母国市場と異なる時間帯に属するNYSEで、一定の流動性を確保するのは必ずしも容易ではないのである。

図1(左)は、一九九〇年のNYSE上場外国企業の国別構成であるが、隣国であるカナダを除くと、欧洲企

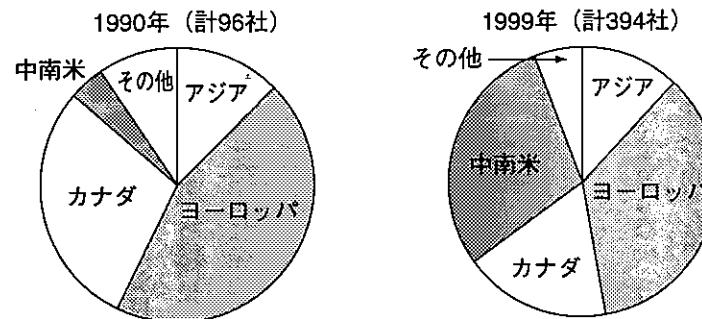
業が高いシェアを占めていることがわかる。しかしながら、八〇年代から九〇年代にかけて、欧州でも急速な市場改革が進んだのであり、欧州地域からの上場には、多くを期待できない状況にあつたといえるであろう。

しかしそこに、NYSEにとって（というより米国証券界全体にとって）願つてもないような状況が生まれる。中南米諸国に、突如として、多くの優良大企業が生まれ始めたのである。八〇年代後半から今日まで続く、民営化を中心とする企業改革ブームである。「米国の裏庭」とまで呼ばれてきた中南米諸国に誕生した大企業は、規模の小さな母国市場では吸収することができず、NYSEを中心とする米国市場に殺到したのである。

その結果、NYSEに上場する外国企業の分布では、カナダと歐州諸国の比率が徐々に低下し、中南米のシェアが急速に高まることになる（図1・右）。NYSEの一九九〇年代の国際化が、全方位的なグローバル化ではなく、（単純化すれば）中南米化だったことがわかる。そしてそれをもたらしたのは、民営化を軸とする中南米ブーム（エマージングマーケットブーム）だったのである。

ここで中南米における民営化ブームについて見ておこう。

図1 NYSE上場外国企業の分布



(出所) NYSE, Fact Book 各号より作成。

3 中南米の民営化

中南米諸国は、一九七〇年代半ば以降、オイルドラーの受け皿として国際金融市場に登場するが、輸入代替工業化戦略の挫折、七九年からの米国の金利引上げなどが重なって、八一年には債務危機に見舞われる。その後の「失われた一〇年」と呼ばれた八〇年代、中南米諸国は、IMFの指導下に置かれて経済改革を進めていくが、そこでの処方箋の一つが国営企業の民営化を中心とする企業改革であった。

民営化は、周知のように、一九七九年の英國サッチャー政権の成立以降、英國から西欧諸国、日本へと広がり、中南米他の発展途上国では、IMFや世銀からのコンディショナリティ（融資条件）、構造調整政策の一環として実施されていく。そして、運輸、通信、石油、銀行などの国営企業の民営化は、企業のリストラクチュアリングを伴つて、次々と巨大株式会社を生み出していく。しかも、突然現れた大企業のIPOは、規模の小さい中南米の母国市場では吸収しきれず、米国市場を中心としたグローバル・オファーリングの形をとることが多い。その過程は、ワシントンに本部を置く国際金融機関や米国政府が救済融資の条件として民営化を要求し、米系の大手会計事務所が民営化プロセス全般のコンサルティングを行い、大手投資銀行が政府アドバイザーと主幹事を務め、NYSEが上場先となるという、米国証券界全体にとっての大きなビジネスチャンスでもあった。

米国市場の規模が小さいこと、大企業であること、特に通信会社の民営化はインターネット・ブームに乗れることなど、中南米の民営化は、米国証券界にとって、理想的ともいえる案件であり、NYSEもその恩恵を十分に受けることができたのである。

対照的にNASDAQの場合、(NYSEと同様の外国企業の上場も行われてはいるが)国際化戦略の中心は、自らが外国に進出し、新しく市場を開設して企業と投資家を仲介するという点に置かれている。

そしてNASDAQのもう一つの柱として、上場銘柄の外国市場との相互上場、それによる「四時間取引構想」が存在する。NASDAQ市場およびNASDAQと提携する各國市場の銘柄を相互に上場することにより、グローバル取引の「四時間取引」を実現しようというものである。これによつて、例えばマイクロソフト株を欧洲やアジアでも売買できるようになるというものであるが、この戦略は何を意味しているのだろうか。

取引市場・時間の選択では、発行会社(母国市場)の時間帯が大きな意味をもつといつこれまでの常識からすれば、米国企業は米国時間で売買するのが最も合理的である。欧洲やアジアの機関投資家もマイクロソフト株の売買は基本的に米国NASDAQ市場で行つてきたのであって、それを自国の市場に移す必然性は小さい。

しかし、個人投資家を対象に考えれば、事情は若干異なる。現在でも外国市場での売買は十分可能であるが、それにともなう手続きを面倒に思う投資家も少なくないであろう。自国市場に上場されればそうした問題は解消され、また個人投資家の企業認知度も高まる予想される。つまり、NASDAQの「四時間取引構想」では、個人投資家が重要なターゲットとして意識されているのではないかと想像される。

八〇年代までの取引所改革の主な要因が機関投資家の成長であったのに対し、九〇年代中ごろから議論され始めた取引所時間の延長、さらには「四時間取引」への試みは、個人投資家を主な牽引役としているという点で、従来にない特徴をもつてゐると言えるであろう。

こうした変化の背景には、近年の個人投資家の「復権」とも呼ぶべき状況が存在するのであり、そのキーワードは、やはりインターネットである。IT革命によって個人投資家も、機関投資家などの低い手数料での売買が可能になり、また、大量の情報にアクセスすることができるようになった。さらにIPO銘柄の配分などで幹事証券会社の裁量を排した抽選方式が広まるなど、プローカレッジ業務全体が個人投資家を軸に大きく変化しつつある。また、IT革命が生み出す新しいベンチャー企業に対して、個人投資家は、積極的な資金提供者(リスクテイカー)として現れ、産業構造の変革を促進する役割をも担おうとしている。

こうしたIT革命と結びついた個人投資家の「復権」が、「証券市場の民主化 (Level the Playing Field)」の可能性とともに「ネット・バブル」のリスクをも伴つてゐる」とは否定できないが、それが、現在の「四時間取引」「グローバル取引」構想の重要な前提となつてゐるようと思われる。

しかし、これまでのところ、規模の小さい市場に上場されていた株式がより規模の大きい市場に取引を移すことはあるても、逆のケースは多くない。ターゲットは明確であるが、実際にどこまで取引が伸びるか予想は困難である。

5 日本の取引所に示唆するもの

以上、NYSEとNASDAQの国際化戦略の違いについて見てきたが、それが日本の取引所に示唆しているものは何であろうか。

東京証券取引所の場合、主力商品はそもそもドメスティックな性格が強い国内株式である上に、国内取引所間の競争でも独占的な地位にある。国際的な競争圧力は高くなく、それゆえ国際化の必然性は比較的小さいと言えるであろう。とはいへ、もちろんグローバル化の影響を受けていないわけではないから、例えば、NYSE型の

国際化を志向するすれば、アジア企業の上場が理想的な戦略であろう。折りしも、アジア危機以降、韓国を中心とした民営化を含めた企業改革が進められ、外国市場への上場も積極的に行われている。九〇年代のNYSEと中南米の関係と似た状況が生まれているのである。しかし、アジア企業の主な上場先は米国市場であって、東京市場は素通りされている。

表1は、昨年のADR発行額上位10件（9社）である。これを見ると、うち五社を韓国企業が占め、ADR市場におけるアジア企業のシェア拡大をうかがわせる。しかもこの五社のうち、韓国テレコム、韓国電力、ボハン製鉄三社は元国営企業であり、今回のADR発行も民営化プログラムの一環である。またハンビ銀行は経済危機後の九八年二月に政府から経営改善措置を受けていた二つの銀行が九九年一月に合併してできた銀行である。そして、こうした案件の主幹事は米国の大手投資銀行で占められているのであって、ここでもラテンアメリカと同様の構図を見て取ることができる。すなわち、経済危機後のIMFによるコンディショナリティ、民営化その他の企業改革、米国投資銀行によるアドバイスと引き受け、米国市場での資金調達の一環で事は進行しているのである。

このことは、取引所間競争の観点からすれば、NYSEの国際化のターゲットがラテンアメリカからアジアへと、時間帯のハンディキャップを乗り越えて拡大しつつあることを示している。これは、東証の国際化戦略にとっては、（時間帯の異なる）欧米企業の上場廃止よりもはるかに重要な課題を意味しているようだと思われる。

対照的に大阪証券取引所の場合、主力商品は日経二二五などのデリバティブであり、その点、東証とも、NYSEやNASDAQとも性格を異にする。指数デリバティブは、個別株式に比べて国際商品としての性格が強く、したがって、世界中の市場とのより直接的な競争にさらされることになる。そのため世界的に、先物取引所は、現物株式中心の取引所に比べて国際的な合從連衡がより進んでいるのであり、大証にとつてもクロスボーダーな提携関係の構築が、より重要な戦略課題とならざるをえないものである。

また、株式の上場の場合、会社という上場商品を開発・発掘してくるのは基本的には証券会社の仕事であるため、商品開発力は、取引所自身の能力というよりもその会員証券会社の能力に大きく左右されることになる。だからこそ、世界的に有力な投資銀行を抱えるウォールストリートの取引所が、圧倒的な優位に立つのである。しかし先物の場合、上場商品の開発は、文字通り商品の開発であり、提携や相互上場を含めた取引所自身の商品開発・提供能力が問われることになるであろう。そのことも、先物を中心とする大証の国際化戦略を特徴づける要因の一つとなっている。

表1 ADRによる資金調達上位10 (1999年)

| | 国 | 発行日 | 主幹事 | 上場市場 | 調達額 (100万ドル) |
|------------------------|-------|-------|-------|--------|-----------------|
| 韓国テレコム | 韓国 | 5月26日 | MS DW | NYSE | 2,485.7 |
| EQUANT | オランダ | 12月8日 | MS DW | NYSE | 1,371.3 |
| ボハン製鉄 | 韓国 | 7月13日 | SSB | NYSE | 1,011.1 |
| EQUANT | オランダ | 2月17日 | MS DW | NYSE | 1,003.1 |
| ハンビ銀行 | 韓国 | 8月2日 | リーマン | 私募 | 999.8 |
| STMicroelectronics | フランス | 9月16日 | MS DW | NYSE | 889.6 |
| 韓国電力 | 韓国 | 3月24日 | MS DW | NYSE | 753.6 |
| Partner Communications | イスラエル | 11月1日 | MS DW | NASDAQ | 603.7 |
| ヒュンダイ自動車 | 韓国 | 9月22日 | C SFB | 私募 | 500.0 |
| Hon Hai Precision | 台湾 | 10月7日 | WDR | 私募 | 416.7 |

(注) GDRを含む。
 MS DW: モルガン・スタンレー・ディーン・ウイッター
 SSB : ソロモン・スミス・バーニー
 WDR : ウォーバーグ・ディロン・リード
 (出所) CITIBANK, *Depository Receipts: Citibank, 1999 Year-End Review.*

a / c / e

～CBOTの新電子取引システム～

吉川 真裕

11000年八月二七日の日曜日午後一〇時、シカゴ商品取引所（CBOT）は従来の電子取引システムであるプロジェクトAに代えてa / c / e（alliance/cbot/eurex）と名付けた電子取引システムを導入した。a / c / eはCBOTとEUR EX（ドイツのDTBとスイスのSOFFEXが合併して一九九八年に誕生）がシステム開発のために設立した共同子会社の名称であるが、実質的にはEUR EXの電子取引システムをCBOTが導入したというのが実状である。CBOTは一八四八年に設立され、近代的な先物取引所の嚆矢とされており、長年、世界最大の先物取引所という地位を維持してきた。しかし、オープン・アウトクライ（公開呼び声）方式と呼ばれるフロアでの取引が中心のCBOTは、一九九九年にフロアを持たず、電子取引システムを採用するEUR EXに世界一の座を明け渡し、この事実がフロア取引から電子取引への移行を象徴する出来事として注目を集めた。今回のa / c / eの導入は、プロジェクトAを引き継いで、フロア取引と平行して電子取引がおこなわれるとのことであり、フロア取引の廃止を意味するものではない。

本稿では、CBOTがa / c / eを導入するに至った経緯を振り返り、a / c / eの仕組みと導入後の状況を簡単に紹介した後、取引所の電子化と組織形態について考察する。

1 a / c / e導入に至る経緯

（1）CBOTの歴史

CBOTは一八四八年に八一人のシカゴの農産物業者によって設立され、アメリカ中西部の農産物の集積地としてのシカゴの重要性から、アメリカのみならず、世界の穀物価格を決定する市場として発展してきた。CBOTは近代的な先物取引所の嚆矢とされており、長年、契約数ベースで世界最大の先物取引所という地位を維持してきた。しかし、CBOTが金融市場としての注目を集めるのは金融商品を対象とした先物／先物オプション取引が拡大した一九七〇年代以降であった。

一九七二年には同じくシカゴに設立されていた商品先物取引所であるシカゴ・マーカンタイル取引所（CME）が外国通貨の先物取引を開発し、農産物や工業原料、貴金属だけではなく、金融商品も先物取引の対象となることになった。CBOTでは一九七五年に世界で最初の金利対象商品としてジニメイ債の先物取引を開発し、一九七七年にはその後の主力商品となる米国二〇年国債（Tボンド）の先物取引を開始した。

他方、CBOTは一九七〇年にオプション取引所（CBOE）を別組織として設立し、株式オプションの取引を開発しているシカゴ・オプション取引所（CBOE）を別組織として設立し、株式オプションの取引を開発している。

一九八二年から開始された株価指数を対象とした先物取引ではCBOTはダウ工業株指数の先物取引を開発したが、ダウ・ジョーンズ社から許可されず、この指数をまねたメジャー・マーケット・インデックス（MMI）の先物取引を上場した。しかし、CMEが上場したS&P500株価指数先物に取引が集中し、CBOTの主力商品はTボンドやTノート（米国一〇年国債）といった長期国債と、どうもろこし、大豆、小麦といった農産物を対象とした先物／先物オプション取引という形でその後も推移している。

(2) EUREXとの提携計画

百数十年に及ぶ伝統を持つCBOTと金融商品を対象とした先物／先物オプション取引で急速に成長したCMEとは同じシカゴに位置していながらも先物市場においてはライバルの関係にある。いずれの取引所も伝統的なオーブン・アウトクライ方式を取引の中心としているが、CMEはヨーロッパや日本における電子取引システムの採用にいち早く対応し、イギリスの通信社であるロイターと共同で二四時間のグローバル取引をにらんでグローベックス(Globex)と名付けた電子取引システムの開発に着手した。これに対しても、CBOTもCMEに遅れまいとして一九八九年にオーロラ(Aurora)と名付けた電子取引システムを夜間取引に導入し、一九九二年にはプロジェクトA(Project A)と改名された。その後、一度はCBOTがCMEのグローベックスに相乗りする形でプロジェクトAは休止されたが、一九九四年にはCBOTはグローベックスから離脱し、改良したプロジェクトAを通じた夜間取引を再開した。⁽²⁾

他方、ヨーロッパでドイツ関連商品を中心として取引を伸ばしてきたロンドン国際金融先物・オプション取引所(LIFFE)とCBOTは提携し、一九九七年三月から両取引所の取引フロアをリンクして相互の注文の拡大をはかったが、くしくもLIFFEの主力商品であるドイツ長期国債(BUND)先物が電子取引システムを採用するドイツのDTB(現EUREX)にシフトした時期に重なり、この提携は七ヵ月で幕を閉じた。⁽³⁾

また、一九九七年にはダウ工業株指数の先物を上場したいというCBOTの念願がかない、鳴り物入りで一〇月からフロアで取引を開始したが、取引は振るわず、むしろダウ工業株指数先物に対抗する形でCMEが九月に導入したEMI-S&P五〇〇株価指数先物(グローベックス2を通じてほぼ二四時間電子取引が可能)にも後れをとるありとまであった。

こうした経過を経て、一九九八年三月、フロリダ州のボカ・ラトンで開催された先物業協会(FIA)のコンファレンスの期間中にCBOTとEUREX(当時は会社は設立されていたが、DTBとSOFFEXを統合して取引を開始したのは一九九八年九月)は戦略的提携の覚書に調印した。プレスリリースによれば、まず、第一段階としてCBOTのプロジェクトAとEUREXの電子取引システムを結ぶ共通グローバル・コミュニケーション・ネットワークを一九九八年第4四半期までに導入し、第二段階としては一九九九年第2四半期までにプロジェクトAとEUREXシステムの利用者がCBOTのフロアへの注文回送も含めて单一スクリーン上で取引できるようになることが上げられていた。⁽⁴⁾

さらに、CBOTは同じコンファレンスの期間中にCMEとの間で共通のバックオフィス／クリアリング・オペレーションを設立する方向で合意に達したと発表し、これまでの経緯を考えればパレスティナとイスラエルが突然、友好関係を宣言するのに等しい驚きを持って迎えられたと報じられた。⁽⁵⁾

こうしたCBOTの矢継ぎ早の提携発表の裏には米国債現物ブローカー大手のカンター・フィツツジエラルドとニューヨーク商品取引所が米国債先物を取引する電子先物取引所の設立を準備しており、LIFFEからDTB(現EUREX)⁽⁶⁾へとドイツ国債先物取引がシフトしたのと同様な事態が生じるのではないかという危機感があつたからであろう。カンター金融先物取引所は一九九八年九月に取引を開始する予定であり、CBOTは対抗上、これまで夜間取引に限定されていたプロジェクトAを金利対象商品に限つて日中のフロア取引と平行して稼働することを決定した。そして、CBOTの電子化計画は組織形態の改編にまで及び、伝統的なフロア取引をおこなう部門と電子取引をおこなう部門を分離して株式会社化し、電子取引をおこなう部門は子会社化して公開するという計画まで準備された。⁽⁷⁾

(3) 新理事長の誕生と提携解消

こうしたCBOTの矢継ぎ早の電子化計画は会員からの反発を招き、一九九八年一二月の理事長選挙ではアーバー理事長は再任されず、EUREXとの提携に懐疑的な四歳の大トレイラーであったブレナン氏が選ばれるという事態を迎えることになった。

まず、その前に一九九八年三月に発表されたCBOTとCMEの共通クリアリング計画はCBOTの会員からの反対が強く、九月にCBOTの理事会で白紙撤回されることになった⁽⁸⁾（なお、その後、CMEとLIFFEはユーロドル金利先物／先物オプションとEURIBOR先物／先物オプションに限って証拠金の相殺を実施している）。もともと百数十年の伝統とシカゴの商品取引本流という自負を持つCBOTと新興勢力のCMEは以前から水と油の関係であり、こうしたことがこの背景にあったと考えられるが、大手業者主導の戦略に中小業者が反発したという見方がある一方、電子化の進展に伴うフロア取引の後退に対する懸念や、EUREXとの提携に対する反対を沈めるためのガス抜きであったという見方もある。いずれにせよ、理事会の主導権が十分に發揮できぬという組織上の問題を露呈したことは確かであろう。

理事長選挙に立候補したブレナン氏は祖父から三代続くフロアトレーダーであり、伝統を重んじるCBOTの会員からは親近感が強い一方、アーバー理事長をはじめとするCBOT理事会の改革／提携計画が会員の合意を得ることなく、実施されたことに対する会員業者の不満を弁し、七人の元理事長から現職理事長を差し置いて推薦を受けるという異例の理事長選挙となつた⁽⁹⁾。理事長選挙戦でのブレナン氏の主張は、八、〇〇〇万ドルと推定されるEUREXとの提携計画を再検討すること、電子化において先行するCBOEとの提携を検討する」と、ダウ・ジョーンズ社に対するダウ工業株指数上場費用を公表しないアーバー理事長体制の秘密主義への批判、などであり、具体的な対案はほとんどなかつたが、会員の了承を得ず、次々と重大な決定をおこなつた理事会に対する批判票を集め、一九九八年一二月二二日の理事長選挙では投票総数一九七票で一九票差という僅差で勝利を収めた⁽¹⁰⁾。

そして、ブレナン新理事長は一九九九年一月二七日にEUREXとの提携計画に関する会員投票を実施し、反对四五〇票対賛成三九〇票で提携計画は一度は撤回された⁽¹¹⁾。

(4) 新理事長の転向と再提携

理事長選挙での現職理事長の落選と会員投票でのEUREXとの提携計画不承認によって、一九九八年にアーバー前理事長によって主導されたCBOTの改革案は水泡に帰すかに思われた。しかし、EUREXとの提携の代替案を模索するうちにブレナン新理事長の姿勢に変化があらわれた。

一九九九年一月一一日、FIAのランチの席上、ブレナン理事長は就任後はじめてCBOTの戦略について語り、CMEやCBOEとも話し合いを持つたことを認めた上で、プロジェクトAを拡張する方向で独自路線を探る方向を示唆した⁽¹²⁾。

ところが、四月にブレナン理事長は勤続一七年のドノバン最高経営責任者（契約期限は二〇〇二年）を解任しようとしたが、理事会で否決されるという事態が生じた⁽¹³⁾。ドノバン氏はアーバー前理事長とともにEUREXとの提携を推進してきたので、引責辞任を迫られたものと考えられるが、その後は形勢が逆転し、ブレナン理事長がEUREXとの提携を再検討することになった。

五月一二日、商品先物取引委員会（CFTC）は一時凍結していた外国先物取引所によるアメリカ国内での端

末設置を再開することを決定し、五月一七日にはEUREXが米国債の先物／先物オプション取引をおこなう取引所（Nadex）をアメリカ国内に一九九九年中に設立するという報道が流れた。⁽¹⁴⁾ そして、翌五月一八日、CBOTの理事会は一二四対一でEUREXとの提携再開を決定した。⁽¹⁵⁾ CBOTのプレスリリースにはEUREXとの提携を支持するブレナン理事長のコメントがはじめて公表され、六月末までに再び会員投票をおこなうことが明らかにされた。これを受けて、五月二六日に会員投票の日時は六月二四日と決定され、今回は賛成七五〇票対反対一二六票の大差でEUREXとの提携は会員投票でも支持された。⁽¹⁶⁾ そして、一〇月一日には両取引所の提携と共同子会社によるグローバルな電子取引システムの運営が正式に契約された。⁽¹⁷⁾

かくして、一度は撤回されたCBOTとEUREXの提携はEUREX自身による米国債先物／先物オプション取引の開始という脅威のもとに反対勢力が後退し、二〇〇〇年半ばを目標としてCBOTがプロジェクトAをEUREXのシステムに置き換えるという形に落ちついた。しかし、二〇〇〇年四月一四日には一度は解任を免れたドノバン最高経営責任者が解任され、四月一八日には臨時最高経営責任者として商品取引所清算会社（BOTC）のデュテラー氏が指名された。

ところで、電子取引部門とフロア取引部門を分離して株式会社化するというアーバー前理事長のCBOT株式会社化計画もブレナン理事長に継承されたが、この計画にはCBOEから待つたがかり、CMEやニューヨーク・マーカンタイル取引所はすでに株式会社化を決定しているにもかかわらず、CBOTではまだ最終投票には及んでいない。CBOTがCBOEを設立したという歴史的経緯からCBOTのフル・メンバーはCBOEのフロアで株式オプションを取り扱う権利を保障されているが、CBOEはCBOTで電子取引が拡大すればフロアでの仕事が減ったフル・メンバーがCBOEのフロアに大挙して押し寄せることを警戒しており、電子取引部門

とフロア取引部門へのCBOTの分割はCBOEのフロアでの取引特権を消滅させると主張している。この取り扱いが明確化しない限り、CBOEでの取引特権の喪失を恐れるCBOTのフル・メンバーは株式会社化計画に安心して賛成できず、六月二八日の会員投票では最終投票の前段階としてイリノイ州法に基づく法人組織からデラウェア州法に基づく法人組織への移行が決定されたに過ぎない。

（5）直前の反発

二〇〇〇年七月二十四日、CBOTとEUREXは共同子会社の名称a／c／eを発表し、合わせてCBOTのプロジェクトAは八月二十五日（金）の七時二〇分を持って廃棄され、八月二七日（日）の二二時から新電子取引システムa／c／eがプロジェクトAを利用して八六会員によつて利用可能となることを明らかにした。⁽¹⁸⁾

ところが、一週間後の七月三一日には当面は一六時から二二時まで六時間の取引休止期間を設ける必要があることが明らかになり、プロジェクトAでさえ一日二一時間四五分、CMEのグローベックスでは一日二三時間四五分の取引が可能であり、取引システムの性能に関して疑問視する声が高まつた。⁽¹⁹⁾ これはEUREXでは一四時間取引を想定しておらず、六時間の取引休止期間を設けており、CBOTからは取引休止期間の短縮を目指すという説明はあつたものの、こうした重大な問題を取引開始の直前まで明らかにしていなかつたことはCBOTの会員のみならず、利用者からも大きな反発を招くことになつた。

さらに、八月十五日にはEUREXのフランケ理事長がCBOTとEUREXの共同子会社の最終目標は両取引所の合併であると発言したことから、電子取引の拡大を恐れるCBOTの会員からは反発が生じ、その日のうちに合併構想を否定する共同声明がCBOTとEUREXから発表されるという一幕もあつた。⁽²⁰⁾

2 a/c/eの仕組み

a/c/eは1000年6月16日にEUREXで導入されたEUREXリリース四・〇と基本的に同じシステムを採用しており、CBOE向けに設定を一部変更している以外は同一の取引システムである。⁽²¹⁾これは、a/c/e (EUREX) の特徴を簡単に紹介する。

(1) 注文形態

注文の種類は、マーケット・オーダー（成り行き注文）、リミット・オーダー（指し値注文）、コンビネーション・オーダー（複合注文）、ストップ・オーダー（条件付注文）の四種類からなる。マーケット・オーダーは対応する注文が存在しない場合、気配値を更新していくことはなく、直近の取引価格または売り買い同一方向の最良気配値で待機し、売り買い同一方向の最良指し値注文に優先して執行される。リミット・オーダーには一括執行 (Fill-or-kill) と部分執行 (Immediate-or-cancel) という数量に関する条件を付けることもできる。コンビネーション・オーダーは異なる注文を組み合わせた注文であり、オプション取引では限月間スプレッド取引やストラドル取引等に専用の注文板が用意されている。

(2) マーケットメーリング

オプション取引と流動性の低い先物取引にはマーケットメーカーがおり、常時気配値を表示しているわけではないが、気配請求に対しても一定時間内に確定気配を表示する義務を負っている。マーケットメーカーとなるメリットは取引との定率フィーが軽減されることであり、マーケットメーカーの取引には新規と仕切りの区別は必

要なく、ネット・ポジションとして処理される。

(3) 取引方法

取引は価格優先・時間優先に基づくオークション形式で行われるが、短期金利対象商品ではプロラタ・マッチング (Pro Rata Matching) と呼ばれる比例配分方式による注文の付け合わせをおこなっている。プロラタ・マッチングでは注文板上で対応する注文を待っている複数の注文量が後からくる注文板を消化する注文量よりも大きいときにのみ比例配分が行われる。

(4) 取引時間

取引はプレ・トレーディング（注文の入力・取り消し）、ネットティング（コール・オーフォワード）、トレーディング（継続オーフォワード）、ポスト・トレーディング（注文の入力・取り消し）という四つのフェーズからなり、取引時間は金利関連商品では二時から六時、農産物では二時一〇分から六時（日中の取引はおこなわれない）、株価指数／貴金属では二時一〇分から六時となっている（いずれもフロア取引は従来通り）。

(5) 注文板の開示

取引対象ごとに売り・買い各一〇個の最良気配とその注文量が開示されるが、プレ・オープニングでは売り・買い一つずつの最良気配のみが表示され、注文量は開示されない。

3 a/c/e導入後の状況

一〇〇〇年八月二七日二三時、一九九八年三月の計画発表から一年半に及ぶ糾余曲折を経て、CBOTでa/c/eと名付けられた電子取引システムが稼働した。初日の売買高はイギリスが祝日であったことも影響してか、約二万二〇〇〇契約（うち約一万一七〇〇契約はTボンド先物）とプロジェクトAの年初来平均売買高の四万八四八契約を大きく下回ったが、大きな混乱もなく、まずまずのスタートという評価が多かった。⁽²³⁾そして、四日目には一日で約一三万七五七〇契約と順調に取引を伸ばしている模様である。⁽²⁴⁾

こうした数字は一日平均九〇万契約以上の取引をおこなうCBOTの取引全体からすればまだほんの一部に過ぎないが、一九九八年にフランス国際金融先物・オプション取引所（M A T I F）で見られたような急速な電子取引への移行を憂慮した場口銭の格差にも関わらず、生じているのであり、十分に評価する必要がある。a/c/eを通じた取引の場口銭は会員では一律一契約当たり片道二五セント、準会員（delegate）では金利関連商品で片道四五セント、農産物・貴金属・指数で片道七五セント、非会員では金利関連商品で片道八〇セント、農産物・貴金属・指数で片道一ドル五〇セントであるのに対し、CBOTのフロア取引の場口銭は会員では一律片道五セント、準会員では一律片道二〇セントにすぎない⁽²⁵⁾（この料金は取引所に支払う場口銭であつて委託注文を出す際の手数料ではない）。したがって、自己売買をおこなうローカルズや顧客の注文を取り次ぐプローカーにとっては現在の場口銭体系ではフロアで取引した方が有利であり、顧客の指定がない限り、フロア取引を優先させることになるはずである。ただし、この料金体系はかならずしも電子取引への移行を抑制する目的で決定されたわけではなく、EUREXでの場口銭を参考にして決定されたものであり、EUREXの電子取引はフロア取引よりも取引コストを引き下げたと言われているので、国際的に見て妥当な水準であると言えよう。

他方、八月二一日、CBOEの合併提案拒否を受けて、CBOTの理事会は電子取引部門とフロア取引部門を分離する取引所再編計画を全会一致で撤回する決定をおこなつた⁽²⁶⁾。これは電子取引部門とフロア取引部門へのCBOTの分割はCBOEのフロアでの取引特権を消滅させるという主張に屈したことになるが、CBOEとの法廷闘争のために株式会社化が遅れることを回避するのが目的であり、当面は電子取引部門をフロア取引部門の完全子会社とし、電子取引部門の株式公開はおこなわないとしている。ただし、この決定は株式会社への移行を最優先させたということであり、株式会社化後にCBOEとの法廷闘争に勝利すれば電子取引部門の分離独立もありえないわけではないようである。

4 取引所の電子化と組織形態

以上で見てきたように、CBOTでは取引の電子化と取引所の株式会社化が同時におこなわれようとしている。CBOTのパートナーであり、世界最大の先物取引所であるEUREXは設立当初からフロアを持たない電子取引所であり、非公開ではあるが、株式会社である。ヨーロッパではイギリスのL I F F EもフランスのM A T I Fも電子取引所であり、かつ株式会社（非公開）である。そして、CBOTのライバルであるCOMEXもグローベックス2を用いてEMI商品を中心に電子化を進めており、株式会社化の途上にある。

先物市場に止まらず、株式市場や債券市場、外国為替市場でも世界的に電子化への趨勢が強まっているが、電子化と株式会社化は不可分のものなのであろうか。伝統的な取引所は先物取引所でも証券取引所でもフロア取引をおこなつており、組織形態は会員組織による自主規制機関（非営利団体）であった。会員組織は会員となるための会員権のもとに売買高の多寡に関わらず平等であり、全会一致という決定方法もしばしば採用されてきた。

物理的に取引フロアが必要である限り、取引フロアに参加する会員の数は制限せざるを得ず、取引フロアへの参加を許された会員は非会員に比べて取引フロアの様子を直接観察でき、より迅速に取引を執行できるというメリットを有していた。そして、これらした情報収集や執行能力の代償として高価な会員権を購入してきたのである。しかし、取引の電子化は取引フロアという物理的な制限を取り除いただけでなく、情報収集や執行能力という点でも会員の利点を奪ってしまった。投資家の観点からすれば電子取引は業者と自らと同じ条件にするチャンスであるが、これまで優遇されてきた業者にとっては既得権益を奪われる危機的状況である。したがって、電子化に対する既得権益保持者の反発は強く、よほどのことなければ電子化への移行は進まない。とりわけ、より大きな既得権益を持つ取引所ほど会員の反対が強く、CBOTやCOMEXだけでなく、ニューヨーク証券取引所も最も成功した取引所であつただけに電子化への移行は困難を極めている。先物市場に関する『たとえば、CBOTやCOMEX、LIFFEは従来、電子取引に対するフロア取引の優位を高く主張してきたが、LIFFEはDTB（現EUREX）に主力商品を奪われるという事態を迎へ、一転してフロア取引の廃止にまで踏み切った。同様な事態がCBOTやCOMEXに生じないとは言い切れなら、EUREXとの競争を覚悟したリバーワーク証券取引所も現在、遅滞ながら電子化を進めてくる。

といふやうに、取引の電子化が会員の既得権益を奪い去るという議論と取引所の株式会社化は直接的には関係はない。会員組織であつても会員権の保有量に比例して意志決定がおこなわれるとすれば、会員組織のもとでも迅速な意志決定ができるはずである。現に取引所の会員権は株式と同様に市場で売買されており、リース契約もねじなわれている。多くの取引所が株式会社化を目指すのは、電子化に伴う設備の導入やよりヨーロッパシステムの開発のための研究開発費を株式市場を通じて調達するためである。電子化が進行すれば会員だけを優遇するような方策にならぬままの手段を用いることができる可能性が広がる。

とはいって、取引所が株式会社化すべきかどうかは単に会員や規制当局だけの問題ではなく、社会的に果たす役割からすればもうひと段階で議論されなくてよくなっている。社会的な役割を重視するのであれば（現在よりも制約をゆるめて）、自主規制機関として残すといふ道もあるはずであるし、他国にならって株式会社化をする必要は必ずしもないだろう。既得権益に縛られた組織をいかにして活性化するのかどうかこれが重要であり、CBOTの事例は長い伝統のある取引所であるだけに改革が難しうといふ事例を提供してくるようである。

注

- (1) CBOT, Chronological (http://www.cbot.com/cbot/www/print/static_content/015191400.html)
- (2) Laura Jacobs, "CBOT's Third Round of Electronic Trading Starts with Eurex Link", Chicago Tribune, 26 August 2000
- (3) David Roeder, "Promising start for CBOT alliance", Chicago Sun-Times, 29 August 2000 (<http://www.suntimes.com/output/business/cbot29.html>)
- (4) Chicago Board of Trade, Deutsche Bourse and Swiss Exchange, "Chicago Board of Trade and EUREX Announce Strategic Global Alliance: Will Create Network Trading Alliance between CBOT's Project A, EUREX/Enhanced Electronic Order Routing to CBOT Floor", Media Release, Boca Raton, 18 March 1998 (<http://www.eurexchange.com>)

- (15) Nikki Tait, "Uncertain futures ahead: Nikki Tait on futures exchange's tactics for weathering the storms of change that are presaging mergers, consolidation, standardisation and automation", *Financial Times*, 22 March 1998

(16) Paul Solman, "SURVEY - DERIVATIVES: No time to be complacent", *Financial Times*, 16 July 1998

(17) Nikki Tait, "Winds of change blow through Chicago: The CBOT and the CME are finally getting to grips with electronic trading systems", *Financial Times*, 12 August 1998

(18) "Traders angry over failure of clearing plan: Derivatives CBOT decision under fire", *Financial Times*, 3 September 1998

(19) "Letter from the 7 former chairmen", *BOT Member Forum*, 8 February 1999 (http://www.roonet.net/forum/_disc3/000000b.htm) "7 former CBOT chairmen back challenger - Tribune article", *BOT Member Forum*, 8 February 1999 (http://www.roonet.net/forum/_disc3/000000a.htm)

(20) Editorial Board Chicago Tribune, "Revolt at the Board of Trade", *BOT Member Forum*, 16 March 1999 (http://www.roonet.net/forum/_disc3/0000003d.htm) 論述議題の専門家による意見交換 - ディスカッション - ニュースルーム

(21) Bridge News, "THE CBOT/Eurex veto reflects renewed member confidence", *BOT Member Forum*, 18 April 1999 (http://www.roonet.net/forum/_disc3/0000050.htm)

(22) "Brennan outlines plans for CBOT", *Financial Times*, 12 February 1999, Mary Haffenberg, "EUREX deal too costly, time to move forward", *BOT Member Forum*, 18 April 1999 (http://www.roonet.net/forum/_disc3/0000051.htm)

(23) Greg Burns, "Talk of move to oust Donovan rocks the CBOT", *BOT Member Forum*, 18 April 1999 (http://www.roonet.net/forum/_disc3/0000053.htm)

(24) "CFTC allows Foreign Exchanges to set up electronic trading in U. S. including AG products", *BOT Member Forum*, 19 May 1999 (http://www.roonet.net/forum/_disc3/000006e.htm) Dan Dooley, "Eurex plans to open a U. S. exchange and trade U. S. debt!", *BOT Member Forum*, 19 May 1999 (http://www.roonet.net/forum/_disc3/000006d.htm)

(25) CBOT, "EUREX AND CBOT CONSIDER RENEWED ALLIANCE", *Press Release*, 18 May 1999 (http://www.cbot.com/point_of_interest/presspx/pressreleases/p9905182.htm), James M. Rooney, "CBOT DIRECTORS VOTE FOR EUREX - AGAIN....", *BOT Member Forum*, 19 May 1999 (http://www.roonet.net/forum/_disc3/000005e.htm)

(26) CBOT, "CHICAGO BOARD SETS EUREX VOTE FOR June 24, APPROVES STRATEGIC INITIATIVES FOR PROJECT A PRICING AND ACCESS", *Press Release*, 27 May 1999 (http://www.cbot.com/point_of_interest/presspx/pressreleases/s/p9905271.htm), CBOT, "CBOT MEMBERS VOTE TO APPROVE CBOT - EUREX ALLIANCE", *Press Release*, 24 June 1999 (http://www.cbot.com/point_of_interest/presspx/pressreleases/p9906241.htm)

(27) CBOT, "CBOT AND EUREX Sign Alliance Contract", *Press Release*, 1 October 1999 (<http://www.cbot.com/output/business/trade3.html>)

(28) CBOT, "CBOT and Eurex Announce Alliance Launch Date and Names of New Joint Venture: a/c/e-alliance/cbot/eurex", *Press Release*, 24 July 2000 (http://www.cbot.com/point_of_interest/presspx/pressreleases/07242000_ace.htm)

(29) David Roeder, "CBOT shrinks hours while others expand", *Chicago Sun - Times*, 31 July 2000 (http://www.suntimes.com/entrancehall/content_entrancehall_pressreleases_32.html)

(31)

Kueffner, "EUREX CBOT Deny Merger Plan", *Dow Jones Newswires*, 15 August 2000, Daniel Rosenberg, "CBOT Taken

Aback By Talk Of Possible Merger With Eurex", *Dow Jones Newswires*, 15 August 2000

(21) Eurex, "Eurex Release 4.0 Successfully Launched: Clearing GUI introduced/ New Functionality for money - market products", *Media Release*, 27 June 2000 (http://www.eurexchange.com/entrancehall/content_entrancehall_pressrelease_s_66.html). (株式会社エクスチェンジのプレスリリース) 細野「電子取引システムの導入により、より広範な市場へ」

(米国 1月7日付 1999年9月) 参照。

(22) 証券取引所 Eurex, *Functional Trading Description*, 2000 (http://www.eurexchange.com/entrancehall/content_entrancehall_func_desc.html) CBOT, "Trading Hours on a/c/e", *CBOT NEWS*, 28 August 2000 (http://www.cbdt.com/cbot/www/cont_detail/0,1493,11+24+108+831,00.html) (3) (24)

(23) Melissa Allison, "CBOT system makes its debut: A few wrinkles remain in Eurex Alliance project", *Chicago Tribune*, 29 August 2000 (<http://www.chicagotribune.com/businessnews/article/0,2669,ART-46078,FF.html>)

(24) Melissa Allison, "CBOT ALTERS REVAMP; CBOE NIXES MERGER", *Chicago Tribune*, 1 September 2000 (<http://www.chicagotribune.com/businessnews/article/0,2669,SAV-0009010231,FF.html>)

(25) Daniel Rosenberg, "CBOT Bd Approves Increased Trading Fees As Volume Sinks", *Dow Jones Newswires*, 4 August 2000 (米国 8月26日付 参照) (33)

企業調査から見た中国の「コーポレート・ガバナンス（1） ～経営者の意識変化、選任方法およびインセンティブを中心～」

王 東明

1 はじめに

近年、企業のコーポレート・ガバナンス（企業の統治の在り方）は内外の関心事として注目されている。これは米国の七〇年代初頭の企業不正支出事件の発生⁽¹⁾と八〇年代の経済不況、日本の八〇年代のバブル経済の発生と崩壊および九〇年代の長引く不況、そして九七年のアジアの通貨・金融危機などが背景となっている。企業の責任体制、モニタリング機能および経営者のモラル・ハザード（Moral hazard）などが問われている。会社は誰のものなのか、所有と経営の関係はどうなっているのか、企業とは一体何なのか、といった企業の本質に関する問題が二〇世紀末に再び議論されるようになつた。

一方、東西冷戦後、社会主義体制が崩壊し、中国やロシアなどの旧社会主義の国々は市場経済へと方向転換した。市場経済への移行過程において、国有企业が如何に企業体制を転換するのか、私有化、民営化、株式会社化など様々な改革実験が行なわれてきた。企業制度改革後の所有と経営の関係や、企業の運営・責任体制はどうなつてているのか、移行期におけるコーポレート・ガバナンスは新しい課題として関心を集めている。

小稿では、近年中国で行なわれてきた幾つかの企業調査の結果を紹介し、経営者の意識変化、選任方法および

インセンティブをめぐってコーポレート・ガバナンスの現況と問題点を整理する」とにしよう。

2 経営者の意識変化

計画経済から市場経済へと転換した際、まず経営者の市場と競争に対する認識が重要であると考えられる。中国の社会は二〇年以上の改革期を経ており、市場競争の意識も次第に高まり、一部の業種は既に過度な競争の状態に入っている。

中国企業家調査系統（一九九八）の調査⁽²⁾を見ると、経営者は自分が所属している業種の競争状況について、「過度な競争」と答える経営者は平均で五七・五%で、全体の半数を超えていた。企業形態別に見ると、国有企业の経営者では五七・九%、集団企業は五四・五%、私営企業は二七・六%，聯營企業は六七・六%，株式制企業は六一・四%，外資系企業は五五・八%，香港・マカオ・台湾企業は五六・一%，その他企業は三三・三%となつておらず、聯營企業と株式制企業の競争度が高い。そして「競争が適度である」と答える企業は平均で三一・六%である。また、企業の市場競争の目標について、「利益を高めて市場の規模を拡大する」と答える経営者は平均で半数（五三・六%）を超えていた。うち香港・マカオ・台湾企業の経営者の答え（五七・五%）は最も高い。国有企业も半数（五四・五%）を超えていた。

また、On Kit Tam (1999) の五八社上場企業の調査⁽³⁾では、企業の目標について、「利益の最大化」と答える取締役は八三%，経営陣は九三%，監査役は七九%であった。

そして、中国企業家調査系統（一九九七）の企業経営者の責任主体に対する認識調査⁽⁴⁾では、企業利益（四一・一%）、国家利益（三〇・八%）、出資者（一六・五%）、従業員（一〇・六%）、主管部門（〇・八%）、個人利益（〇・一一%）という全体の平均回答が出た。企業利益が重視されるようになつた。

以上の回答から、中国の経営者は市場と利益を重視し、競争意識が高まつていていることがわかる。現在では企業経営に困った際、経営者はもはや「找市長」（市長・行政に頼る）ではなく、「找市場」（市場競争）で問題を解決する時代に入ったと思われる。

3 経営者の選任

有能な経営者の選任は企業発展にとって最も重要な要素であると考えられる。中国企業家調査系統（一九九七）の調査によると、良い企業になる鍵については、「優秀な企業経営者の選任」（四九・九%）、「需要に応じての商品開発」（四六・一%）、「企業管理の強化」（三九・三%）……という順になつており、優秀な企業経営者が求められている。また、中国企業家調査系統（一〇〇〇）の調査⁽⁵⁾では、国有企业が如何に経営難から脱出するのかについて、経営者全体の回答は「優秀な企業経営者の選任」（四七・四%）、「近代的な企業制度の確立」（四四・七%）、「資金不足と高い負債の解決」（三九・三%）……の順であり、同じように「優秀な企業経営者の選任」の回答が一番高い。

そして経営者の選任方法について、中国企業家調査系統（一九九五）の調査⁽⁶⁾では、九三年と四年の二年間の全体状況について、上級主管部門の任命は九三年（八五・八%）→九四年（七五・三%）、従業員代表大会の選挙・主管部門の任命は九三年（六・三%）→九四年（九・〇%）、入札選挙は九三年（三・一%）→九四年（二・四%）、取締役会の任命は九三年（三・八%）→九四年（一一・一%）、その他は九三年（〇・八%）→九四年（一一・一%）になつておらず、主管部門の任命は圧倒的に多い。

九六年の状況では、中国企業家調査系統（一九九七）の調査によると⁽⁸⁾、経営者の三分の一（六六・一%）前後は依然上級組織の任命であることがわかる。但し、自分の才能（二五・四%）と自己努力（八・四%）で経営者になるケースが全体の三分の一に達し、以前より増えていることが新しい変化と言える。

現在、国有独資公司（政府が一〇〇%出資の会社）と国有控股公司（国有株主が支配株主である会社）の経営者（取締役会長、社長）の選任について、一般的にまず各級の党的組織部は経営者の候補を選び、そして各級の党委員会の審査・許可を得た後、候補者を企業の取締役会に推薦するというかたちになつていて⁽⁹⁾。特に、国有企业の場合、経営者（工場長・社長）の上級主管部門により任命される割合は、九三年は九二・二%、九四年は八六・〇%であったが⁽¹⁰⁾、一九九九年の中国企業家調査系統の調査では、八九%の経営者は依然主管部門に任命されていたことがわかる。⁽¹¹⁾

株式会社、上場企業であっても、大株主は国家株主または国有法人株主である会社の場合は、以上のように、党組織の推薦で、取締役会、株主総会で形式上の経営者（取締役会長、社長）が選任されるケースが多いため、このような株式会社あるいは上場企業は「準国有企业」と呼ばれ、形式だけの企業改革に止まっていることを言わなければならない。

また、中国社会の昇進の決定的要素について、魯明泓（一九九九）の調査⁽¹²⁾では、コネという回答は七九・一%、チャンスは七〇・一%、学位は五四・七%、業績は四九・八%、知識は三六・三%という順になっている。そして、なぜ自分が現在のポスト（企業の管理職と政府機関及び事業単位の経済担当者）に昇進したのかについては、

業績は七三・三%、チャンスは五八・二%、知識は五一・七%、学位は四八・八%、コネは七・五%という回答があつた。なぜこのような正反対的回答が出て来たのか、恐らく一般認識としてコネクションは昇進の最も重要な要素であろう。しかし、自分の昇進についてだけは、自分の業績と能力を認めてほしく、コネクションによる昇進をできれば隠したいとの幹部たちの心理状態を反映しているのではないかと考えられる。

この調査は中国社会の出世原理の表裏を現わした興味深いものであり、裏を返せば、現在の中国社会が一番求めているのが経営者の素質と能力であろう。しかし、現状では、経営者の選任は党組織により任命される場合が多く、党組織が「事実上」経営者の人事権を握っている。また、経営者に対する評価の基準も不透明であり、今までの「又紅又專」（社会主義・共産主義の政治的傾向と正義感が強い、専門の知識を持つ）という幹部に対する評価基準も曖昧で客觀性に欠けていることを言わざるを得ない。今後如何に有能な経営者を選ぶのか、どのような基準で経営者を評価するのか、経営者の市場を如何に育成するのかが喫緊の課題であろう。

4 経営者のインセンティブ

経営者の選別方法と昇進ルールの策定は勿論重要であるが、現役の経営者のインセンティブを上手く引き出すことも企業を成功に導く秘訣の一つであると考えられる。近年、中国の腐敗現象は深刻で、経営者と政府官僚の「五九歳現象」（六〇歳定年退職の前に汚職に走る）がその一つの現れである。経営者は自分の報酬と待遇に不満を持つていているのか、あるいは老後の生活に不安があるのか、いずれにしろ、経営者の獎励制度と懲罰がインセンティブの問題を考えるうえで、重要であると思われる。

まず経営者の収入と企業の経営業績との関係について、中国企業家調査系統（一九九五）の調査⁽¹³⁾では、経営者全体の答えは「非常に密接」（三一・七%）、「密接」（四六・七%）、「関係が薄い」（一七・一%）、「無関係」（三・五%）という回答が出た。関係が密接である答えは経営者の約八割（七九・四%）になつていて、国有企

業・集団所有制企業および三資企業（外資系企業）を分けて見ると、関係が密接であると答えた経営者はそれぞれ七七・七%、九〇・三%、および八〇・七%であり、国有企業の経営者の関連度は一番低い。

また、経営者は自分の経済的、政治的、社会的地位に対する満足度に対し、同調査の九四年の資料⁽¹⁴⁾では、経営者全体の答えは経済的地位（満足：二九・五%，無関心：三三一・八%，不満足：三六・七%）、政治的地位（満足：五三・七%，無関心：三五・一%，不満足：一一・一%）、社会的地位（満足：五一・七%，無関心：三三一・二%，不満足：一五・一%）という回答が出た。基本的には経営者の経済的地位に対する不満が高いことがわかる。特に国有企業の経営者の場合は、経済的地位に対する不満が四割（四一・七%）を超えて、集団所有制企業（一九・二%）と三資企業（一四・九%）の同じ項目と比べ、その不満度がはるかに高い。

経営者の経済的不満を抑えるため、そして、彼等のインセンティブを引き出すために、どのような奨励制度を確立したらよいのかについては最近議論されている。⁽¹⁵⁾一部の企業は既に「年俸制」あるいは「株式オプション」の制度を導入しており、これらの奨励制度が今後どのような形で企業に浸透し、経営者のインセンティブだけではなく、中間管理職のインセンティブ、そして従業員のインセンティブも考えたうえ、奨励制度と企業の業績、価値および社会・地域の貢献と環境問題などの総合指標と連動するシステムの確立が必要になると考えられる。

5 むすびにかえて

以上、中国企業の経営者の意識変化、選任方法およびインセンティブのつけ方を中心にしてコーポレート・ガバナンスの現況と問題点を見て来た。企業制度改革後の株式会社あるいは上場企業のいわゆる「新三会」（株主総会、取締役会、監査役会）と「老三会」（党委員会、従業員代表大会、工会・組合）との関係がどのように調整されているのか、特に、党组织の機能が企業経営の中に如何に發揮されているかが、中国型コーポレート・ガバナンスの仕組みを解明するためのキーポイントにもなると思われる。これらの内容は別の機会に紹介するとしておきよう。

注

- (1) 一九七〇年代初頭の米国企業の不正支出事件が発生した。それをきっかけとしてニューヨーク証券取引所（NYSE）の上場基準が改正され、各上場企業に独立取締役（Independent director）や構成される監査委員会の設置が義務づけられたこととなる。（荒巻健一（一九九四）「コーポレート・ガバナンス（企業の統治の在り方）—米国の経験と我が国企業のガバナンスの実態、今後の課題—（上）（下）」『ファイナンス』、一九九四年七月号、八月号を参考）
- (2) 中国企業家調査系統（一九九八）「企業経営者対提高企業市場競争力的認識和建議—一九九七年中国企業経営者問卷調査報告（1）」「管理世界」一九九八年第二期、表12A。（調査時期：一九九七年一〇月、調査対象：企業の法人代表者、有効回答：114人、回数：15人、有効率：110・1%）
- (3) On Kit Tam (1999), *The Development of Corporate Governance in China*, Edward Elgar Publishing. Table 5.1. (調査時期：一九九三年～一九九四年、調査対象：上海証券取引所の上場企業、有効回答：五八社)
- (4) 中国企業家調査系統（一九九七）「当前我国企业经营者对激励与约束问题看法的调查—一九九七年中国企業経営者成長与發展專題調查報告」「管理世界」一九九七年第四期、表22。（調査対象：企業の法人代表者、有効回答：114人、有効率：111・五%）
- (5) 中国企業家調査系統（一九九七）「当前我国企业经营者对激励与约束問題看法的調查—一九九七年中国企業経営者成長与發展專題調查報告」「管理世界」一九九七年第四期、表9。

(6) 中国企業家調査系統（一九九〇）「企業經營者對宏觀經濟形勢與企業改革的判斷」一九九九年中國企業經營者問跟蹤調查報告」「管理世界」二〇〇〇年第一期。表27。（調査対象：企業經營者、有効回答：三、五六二人、有効率：三五・六%）

(7) 中国企業家調査系統（一九九五）「現段階我国企業企業家隊伍の行為特徴調査分析」「管理世界」一九九五年第二期。表15。（調査対象：企業の法人代表者・上場長・經理、有効回答：二、七五六人、企業形態：国有企业、集團所有企業、外資系企業）

(8) 中国企業家調査系統（一九九七）「当前我国企業經營者對激励与約束問題看法的調查」一九九七年中國企業經營者成長与發展專題調查報告」「管理世界」一九九七年第四期。表20。（調査対象：企業の法人代表者、有効回答：三、一四四人、有効率：三・五%，企業形態：国有企业、集團所有企業、外資系企業、私營企業）

(9) 陳少華、嚴暉、胡水水、張浩洋、楊宏國（一九九八）「我国股份公司法人治理結構問題調查」「中國經濟問題」一九九八年第二期。（調査時期：一九九七年一月、調査対象：廈門市的股份有限公司三〇社余り）

(10) 中国企業家調査系統（一九九五）「現段階我国企業企業家隊伍の行為特徴調査分析」「管理世界」一九九五年第二期。表15。

(11) 郝雲宏、王淑賢「我国国企企業家產生、激励和約束問題的特殊性」「管理世界」二〇〇〇年第二期。

(12) 魯明泓（一九九九）「中国職業經理階層行為及管理教育の影響」「管理世界」一九九九年第六期。（調査対象：企業の管理職と政府機關及び事業単位の経営担当者、有効回答：二〇一人）

(13) 中国企業家調査系統（一九九五）「現段階我国企業企業家隊伍の行為特徴調査分析」「管理世界」一九九五年第三期。表17。

(14) 中国企業家調査系統（一九九五）「現段階我国企業企業家隊伍の行為特徴調査分析」「管理世界」一九九五年第二期。表18。

(15) 王寶英「中国上市公司老總年薪知多少」「上市公司」、一九九八年八月。黃斌、袁祖榮「激励股票期權的理論与實踐」「證券市場導報」、一九九八年一二月。狄煌「怎樣給国企經營者加油—再探經營者年薪制和多樣化的股權激励模式」「改革與理論」、二〇〇〇年第七期。

参考文献

- 1 中国企業家調査系統（一九九五）「現段階我国企業企業家隊伍の行為特徴調査分析」「管理世界」一九九五年第三期。
- 2 中国企業家調査系統（一九九七）「当前我国企業經營者對激励与約束問題看法的調查」一九九七年中國企業經營者成長与發展專題調查報告」「管理世界」一九九七年第四期。
- 3 中国企業家調査系統（一九九〇）「企業經營者對宏觀經濟形勢与企業改革的判断」一九九九年中國企業經營者問跟蹤調查報告」「管理世界」二〇〇〇年第一期。
- 4 中国企業家調査系統（一九九八）「企業經營者對宏觀經濟形勢的認識和建議」一九九七年中國企業經營者問卷調查報告（一）」「管理世界」一九九八年第一期。
- 5 中国企業家調査系統（一九九八）「企業經營者對提高企業市場競爭力的認識和建議」一九九七年中國企業經營者問卷調查報告（二）」「管理世界」一九九八年第一期。
- 6 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—对我国百家股份公司的實証分析」「管理世界」一九九八年第二期。

7 何浚「上市公司治理結構的實証分析」[『經濟研究』一九九八年第五期]。

8 海外経済協力基金開発援助研究所（一九九七）「特集：東アジア移行経済（中国とベトナム）の国有企业改革」[『開発援助研究』、第四卷第四号]。

9 海外経済協力基金開発援助研究所（一九九八）「東アジア移行経済（中国とベトナム）の国有企业改革」[『OECD research papers』、no. 24]。

10 百家現代企業制度試点企業調査課題組（11000）「建立現代企業制度的現状与分析——对百家試点企業的調查」[『管理世界』、11000年第一期]。

11 魯明泓（一九九九）「中国職業經理階層行為及管理教育的影響」[『管理世界』、一九九九年第六期]。

12 陳少華、嚴暉、胡冰冰、張浩洋、楊宏國（一九九八）「我国股份公司法人治理結構問題調查」[『中国經濟問題』一九九八年第一期]。

13 谷書堂、李維安、高明華「中国上市公司內部治理的實証分析——中国上市公司內部治理問卷調查報告」[『管理世界』一九九九年第六期]。

14 拙稿「中国上場企業の株式所有構造とコーポレート・ガバナンスの実態」[『証券経済研究』（第111号）、11000年一月]。

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

16 荒巻健一（一九九四）「コーポレート・ガバナンス（企業の統治の在り方）——米国の経験と我が国企業のガバナンスの実態、今後の課題」（上）〔下〕[『マイナンス』、一九九四年七月号、八月号]。

17 奥村宏（一九九九）「株主総会」[『波新書』]。

（おひへ といづる・主任研究員）

株式分割と保管振替制度

福本 葵

1 はじめに

株式分割を実施する企業数は、昨年度では、バブル期八〇年代後半の五分の一以下の水準であり、まだまだ低迷状態を脱したとはいえない。その一方で、インターネットやベンチャー関連企業を中心に、大幅な株式分割を行なう企業が増えている。大幅な株式分割によって、株価を引き下げ、株式の流動性を高めようとするものである。

しかし、株式分割については、このところ、二つの問題点が指摘されている。その一つは、株式分割が信用取引の担保割れを招き、ひいては、株式分割が株価下落材料の一つとなっているのではないかという点である。もう一つは、一株当たりの純資産額が五万円を下つてはいけないという株式分割の制限条項が、台頭しているインターネットやベンチャー企業の実態と合わなくなっているのではないかという点である。

後者については、前号のレポートで述べたので、本号では、このうち前者について考察することとする。また、株式分割が信用取引の担保割れを招いているのではないかという問題の解決策として、保管振替制度のみなし預託の利用があげられている。このみなし預託とは、いかなるものを整理し、併せて、保管振替制度の持つ問題点について考えたい。

2 信用取引における担保割れ

インターネットやベンチャーフィー関連企業の中には、東証のマザーズやナスダックジャパンといった新市場に株式を公開したものの、株価が高騰し、流動性が低下してしまっているものがある。これらの株式の流動性を高めるため、株式分割を行いたいとする企業も増加している。株式分割の前後で、保有する株式の価値（株価×株数のトータル）は変化しない。株式分割によつて株数が増加すれば、株価は低下する。株価が低下すれば、幅広い投資家が投資することが可能になり、株式の流動性が高まることとなる。しかし、現行の分割には、流通の面で問題があることが指摘されている。⁽¹⁾

具体的に考えてみよう。例えば、二〇〇〇年五月二十五日に一対二の株式分割の発表を行つた、東証一部上場の

久光製薬の場合、権利落ち日は、六月二七日、新株の割当日は六月三〇日である。この場合、株式の効力発生日は七月一日である。通常、券面が発生されるのには、一ヶ月以上かかる。久光製薬の場合、八月二一日に、新株が発行された。投資家が新株の売買ができるようになるのは、新株券を入手してからである。

同銘柄株式は、権利落ち日の六月二七日には、その株価が二分の一になる。株式分割では、株数×株価に変化がないので、株数が二倍になれば、株価は二分の一に減少する。同銘柄を所有する株主は、六月二七日から新株が発行され、株券を入手する八月二一日までの二ヶ月弱、半分以下の価値の株式しか持たないことになる。株式分割を行う銘柄を信用取引の担保としている場合、権利落ち日から株式が発行され入手する日まで担保価値が目減りする。そのため、追加の担保を要求される事態も発生する。追加担保の差入れを回避するため、株式分割を発表した銘柄が売却される可能性がある。

株式分割によって、一株当たりの株価は低下する。しかし、株式分割の前後で、配当率が変化しないのであれば、株数の増加によつて、配当金は増加することとなる。従つて、株式分割は実施企業が将来の業績に自信を持つことの現れであると解され、従来は株式分割の発表後、株価は上昇することが多かつた。しかし、株式分割が担保割れを招くとなると、投資家が不利益を被ることになる。そのため、株式分割の実施することを躊躇する企業も出る可能性がある。

3 みなし預託利用による解決

(1) みなし預託

信用取引における担保割れの原因は、効力発生日と株式が発行され売買が可能になる時点とに一ヶ月以上のタイムラグが存在することにある。この一ヶ月以上の間、所有する株式の価値が目減りしてしまう。そこで、この問題の解決策として、保管振替機構の「みなし預託」の利用する方法が浮上している。みなし預託とは、保管振替機構に預託している株式に対し、株券が発行される前、株券の効力発生日に、分割後の株数が口座に加算され、それと同時に新株についても売買が可能となる仕組みをいう。前述の久光製薬の株式分割の場合、保管振替機構のみなし預託を利用すれば、七月一日の効力発生日には、投資家の口座に新株が追加され、この日から売買が可能となる。株券の発行を待つ通常よりも一ヶ月以上早く売買が可能となる。みなし預託を利用すると、信用取引においても担保割れを生ずることがなく、従つて、追加担保を請求されることもなくなる。株式分割の効力発生日

に遅滞なく、株式分割による追加株式を売買することができる。

(2) 株式交換のみなし預託導入

また、株式分割以外でもみなし預託が利用されるケースも見られる。東京証券取引所は、新しく導入された株式交換や株式移転にみなし預託を利用すると発表した。

一九九九年一〇月二七日発表の「株式交換法規の創設に伴う「業務規程」等の一部改正について」の中で、みなし預託の採用を発表している。ここでは、一九九九年商法改正の際、設けられた、株式交換制度および株式移転制度に対応する東京証券取引所の規則改正について述べられている。上場会社が株式交換又は株式移転を行う場合には、既存株主は発行会社に株券を提出する必要がある。また、新株が発行されるまでには、四〇日から五〇日を要しており、新株が発行されるまでは、当該株式を売買することができない。そこで、株式交換等により発行される新株式について、新株券が交付されるまでの間、保管振替機構にみなし預託される新株券の残高をもつて売買及び決済を行うことにより、当該新株式の流通を確保することとすることが述べられている。

(3) 提出株預り証

会社が他の会社を合併する場合、合併比率が一対一である場合には、合併によって消滅する会社の株主の株式を持株数に応じて、存続会社の株式に読みかえればよく、わざわざ消滅会社の株式を提出させ、これを無効とする必要はない。合併の場合、暫くの間、消滅会社の株式の流通を認めることができない。しかし、消滅会社株式の長期にわたる流通は好ましくないので、通常は、消滅会社が上場企業である場合は、合併期日の属する営業年度の終了時まで、その流通を認める」ととしている。

これに対し、合併比率が一対一ではない場合、消滅会社の株主は持ち株を提出し、割合に応じて、存続会社の株式を取得することとなる。これは、既に株主名簿に記載されている株主だけでなく、名義書換を済ませていないうが株式を所持する者も同じく提出しなければならない。

通常は、旧株券提出後、新株の交付までは一ヶ月以上かかる。このような場合、何も救済処置がなければ、新株券の交付までの期間、株式を売買することができなくなる。そこで、発行会社の新株発行を事務代行している信託銀行では、新株券交付までの期間、「提出株券預り証」を発行し、これを流通させることにより、合併後の新株式を上場させる手段をとっていた。新株券が発行された後は、この提出株券預り証をもつて、新株券の交付を受けることができる。しかし、この提出株券預り証はあくまでも期間限定のつなぎの性格しかもたず、法的にも性格が明確でないという問題を持つていた。

東京証券取引所では、みなし預託を導入するに当たって、従来の提出株券預り証の取扱いを廃止することを発表している。

4 保管振替制度を利用する株主と券面で所有する株主の取扱いの相違

保管振替制度を利用する株主にとって、みなし預託の導入は、新株式の早期の売買を可能にする。株式が発行され、手元に到着してはじめて売買可能であつた制度に比べ、一ヶ月以上早く売買が可能となる。保管振替制度を利用していない株主にとっては、同じく株券が手元に到着してから後の売買となる。みなし預託のケースは保管振替制度を利用する株主に対し、利用しない株主よりもメリットがもたらされるケースである。

保管振替制度を利用する株主と券面で所有する株主とでは、この他に少数株主権行使、単独株主権行使や単位未満株式の取扱い等において差異が生じる。これらは、保管振替制度を利用する株主が、株券で所有する株主よりも、条件を満たすために株式を長期に保有しなければならないなど、保管振替制度にメリットがあるとはいえないケースである。

(1) 少数株主権、単独株主権の行使

保管振替制度の株主名簿である実質株主名簿は、期末に確定する。期末に確定された名簿をもとに、配当や議決権行使などの集団株主権が行使される。従って、これら集団株主権を行使する際には、保管振替制度を利用す

る投資家にも証券を券面で所有する投資家にも扱いに差異はない。

しかし、株主権には、少数株主権や単独株主権もある。少数株主権とは、帳簿の閲覧権（商法二九三条の六）のように一定数の株式を保有する株主に對して行使を認める権利である。例えば、帳簿の閲覧権は、発行済株式総数の一〇〇分の三以上に当たる株式を有する株主に認められる権利である。

単独株主権とは、少数株主権のような保有株式数の条件はない。株主であれば、行使できる権利である。これには、株主代表訴訟（商法二六七条）や名簿閲覧権（商法二六三条）などがある。

この少数株主権や単独株主権の行使の際には、実質株主名簿は名簿の確定が行われない。そこで、毎日更新される株主名簿に記載される株主（株式を券面で保有する株主）と取扱いが異なる場合が生じる。

株主代表訴訟を例に考えてみよう。株主代表訴訟を提起するためには、六ヶ月前より引き続き株式を有しなければならない条件が付されている。例えば、図2に示すように、一九九九年十一月に株式を取得した者が株主代表訴訟を提起する場合、株式を券面で取得し、取得後直ちに名義書換を行えば、要件である六ヶ月は二〇〇〇年五月に到来する。一方、保管振替制度を利用する場合は、株式を発行する企業が仮に三月決算、九月中間決算であった場合、二〇〇〇年三月に初めて実質株主名簿に記載されることになり、要件を満たすためには、九月の中間決算時に引き続き実質株主名簿に株主として記載されていなければならない。この場合、四ヶ月間の時差が生じることになる。

同様に、株主権ではないが、株主優待を受ける基準や、帳簿、名簿の閲覧権行使の際、差異を生じることになる。

このような問題は、実質株主名簿の確定のインターバルが長ければ長いほど、制度を利用する株主と利用しない株主との間の差異が広がることになる。平成一〇年の業務規定の改正前は、中間配当制度を導入していない会社や中間無配の会社は、中間期に実質株主名簿が確定されていなかった。これは、平成九年五月一六日証券取引審議会、証券市場ワーキングパーティでも保管振替制度の改善点として指摘されたものである。⁽²⁾

そこで、保管振替機構では、「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」による改正保管振替法が平成一〇年一二月施行されるのに伴い、業務規定を改正している。この中で、それまで行われていた実質株主通知に加え、中間配当導入会社で中間無配の会社と、中間配当制度を利用していなかった会社においても、営業

年度開始から六ヶ月を経過した日の実質株主について、それぞれ実質株主通知を行うことと変更された。⁽³⁾

少数株主権、単独株主権について保管振替制度を利用する株主と株式を券面で所有する株主との間に差異が生じる問題については、平成一二年六月一六日発表の金融審議会第一部会「二一世紀に向けた証券決済システム改革について—証券決済システムの改革に関するワーキング・グループ報告—」の中でも指摘されているところである。ここでは、この問題の解決策として、継続所有についての推定規定を設ける等の法的措置を講じる必要があるとしている。

(2) 単位未満株の取扱い

保管振替制度を利用する場合、単位未満株の扱いには注意しなければならない。単位未満株の取扱いも、券面のみを保有する場合と異なっている。

単位未満株は、その発生時期に応じて、三つの形態がある。一つは、昭和五六年商法改正前までに発行された券面で存在する単位未満株である。昭和五六年の商法改正前は、一〇〇株券、五〇〇株券といった株券が発行されていた。

次に、昭和五六年から保管振替制度導入前、または、保管振替制度が導入された後でも、保管振替制度を利用しない登録株である。昭和五六年以降は、例えば、株式分割等で、単位未満株が発生しても、これらは株券として発行されることではなく、株主名簿に登録される登録株となつていて。登録株は券面が存在しないので、保管振替機構に預託することはできない。登録株のみを所有する株主には、議決権はないが、利益配当請求権は持っている。

三つ目の形態が保管振替制度に預託した単位株が株式分割等で、増加したために発生する単位未満株である。この他にも券面で存在する単位未満株を保管振替機構に預託する場合にも発生する。単位未満株のみを預託する場合、実質株主名簿に氏名が記載されないので、利益配当請求権もなくなってしまうことに注意しなければならない。

保管振替制度を利用する場合、単位未満株についても差異がある。例えば、同一銘柄の株式をA証券会社を通じて、一〇〇〇株、B証券会社を通じて、一〇〇〇株、保管振替機構に預託している場合、この銘柄が一対一・五の株式分割を行つたとする。この場合、A証券会社を通じ、一五〇〇株、B証券会社を通じ、一五〇〇株保有することになる。合算すれば、三〇〇〇株となり、券面で保有している場合であれば、増加した一〇〇〇株を受け取り、これを市場で売買することが可能である。しかし、保管振替制度を利用した場合には、単位未満株の五〇〇株がそれぞれの証券会社の口座に分かれたままとなる。両方を合算して、一〇〇〇株の単位として、売却することはできない。

また、上記の例で、同一株主が保管振替制度の外で、五〇〇株の登録株を保有している場合においても、この登録株とそれぞれ証券会社に預託されている単位未満株の五〇〇株とを合算して、単位株を発行することもできない。登録株は券面が存在せず、保管振替制度に預託することができないので、保管振替制度内の単位未満株と合算することができない。保管振替制度内の単位未満株も株券として発行することができないので、これらの合算は不可能となる。

株主は、発行会社に対して、単位未満株式を買取るように請求できる権利を持つている（買取請求権）。発行会社は、株主の買取請求権に応じるための自社株取得を認められている。また、発行会社によつては、期間を区

切つて、単位未満株式の買い増しサービスを行うものもある。これは、株主が現在保有している単位未満株式を単位株とするための株数に応じた金額を発行会社に支払うことによって、単位未満株十支払い金額と単位株とを交換するサービスである。

(3) その他の差異

その他にも若干の差異がある。放送会社や航空会社など法律上外国人等の名義書換が制限されている発行会社の株券を外国人投資家が機構に預託している場合は、決算期末等権利確定日前にあらかじめ機構から株券の交付を受ける。株主としての権利行使される場合は、早期に名義書換手続きを行う必要がある。また、株主の権利ではないが、株主優待サービスについても、保管振替制度を利用する場合と株券で所有する場合とで、基準日を変えている発行会社もある。東証上場の歌舞伎座等、株主優待サービスを発行会社の希望通りに行うことができないという理由で保管振替制度を利用することに同意しない発行会社もある。

5 まとめ

本稿では、主に二つの点について言及した。一つは前回に続く、株式分割の問題点である。そして、その解決策として、保管振替制度を利用したみなし預託があることを述べた。次に、それと関連して、保管振替制度を利用した株主と株式を券面で所有する株主との違いについて述べた。これは、現在の保管振替制度の問題点へと繋がるものである。

一〇〇〇年六月九日、大蔵省金融審議会の証券決済システム改革に関するワーキンググループ最終会合で、社

債等登録法の事実上の廃止が議論され、六月一六日、金融審議会第一部会で決定された。日本興業銀行を代表とする一三〇以上の登録機関で行われていた社債の管理、登録簿の書き換え等の業務は、証券保管振替機構に移転させられる見通しどなつた。昨年八月の自民党の債券小委員会の提言後、証券決済制度の改革の議論が行われているが、決済機関の統合はその議題の一つである。決済機関の是非についての議論から一段階進み、保管振替機構に決済機能を統合させる議論に至っている。

保管振替機構が、国債を除く、複数の証券を扱う、統一的な決済機関になる可能性が高くなっている。そのため、現在の保管振替法が規定する対象証券の規定を見直すべきであるという指摘もある。これは、広範囲の有価証券を包括的に取扱うことを見定したものではない。

決済機関の統合は、システム開発投資の重複を避けることができ、制度の効率性を高める。しかし、現在の保管振替機構は、まだ様々な問題を抱えている。預託率も発行済株式総数の三割程度にすぎない。この水準は諸外国に比して低く、制度合理化のメリットを十分に享受できる水準であるとは言い難い。また、証券決済制度やコンピュータ等の技術は、今後も発展していくものであり、保管振替機構は改革のインセンティブを保たなければならぬ。保管振替機構が行う保管振替制度がいかにして、このようなインセンティブを保つことができるか。その方策を考えなければならない段階に入ったのではないであろうか。

注

(1) 日経金融新聞、一〇〇〇年六月八日。

(2) 「現行の株券等保管振替法においては、保管振替機関が発行会社に対し、実質株主名簿を作成するために必要な事項

を通知する時点は権利確定日（決算期日及び中間配当がある会社は中間決算期日等）に限定されている。（株券等保管

振替法第二二条)

イ 中間配当制度を導入している会社で中間配当を実施しない発行会社、ロ 中間配当制度を導入していない発行会社については、中間決算期日において保管振替機関から実質株主の通知が行われない。この場合において、実質株主名簿が原則として年一回しか更新されないことから、保管振替制度の利用の妨げとなっている。そこで、株券等保管振替法を改正し、上記イ、ロの中間決算期日についても、保管振替機関から発行会社に対して実質株主の通知を行う旨の規定を追加してはどうか。」

(3) 保管振替機構平成一〇年度事業報告。

(ふくもと あおい・研究員)