

証 研

レポート



No.1587

2000年10月

会社型投資信託について

二上季代司 (1)

ニューヨーク証券取引所と外国株式

伊豆 久 (11)

英独証券取引所の合併計画撤回

～OMグループによるLSE買収提案～ 吉川 真裕 (19)

企業調査から見た中国のコーポレート・ガバナンス (2)

～経営者の資質と昇進経路を中心に～ 王 東明 (34)

PTS業務の定義をめぐる日米比較 清水 葉子 (50)

バルチャー・ファンドと企業再建 松尾 順介 (60)

財団法人 日本証券経済研究所

# 会社型投資信託について

一 上季代同

いわゆる会社型投資信託（正式名「証券投資法人」）は、九八年の金融制度改革関連法の一環として解禁された制度であるが、施行後一年九ヶ月経過した現在、登録認可は一件のみで、活用されているというにはほど遠い状況である。ところが、最近になつて会社型投信が注目されるような変化が生じている。

第一に、投信法が今年の五月に再び改正され、主たる運用対象が有価証券のほか不動産その他政令で定める資産にまで拡大されることになった（一一月施行）。この結果、いわゆる不動産投信（REIT、Real Estate Investment Trust）の設立が可能となつた。不動産投信は、クローズドエンド型の会社型投信の形態をとるもののが一般的である。これにあわせ流動性確保の観点から東証が不動産投信の売買市場の創設を準備している（来年三月開設の予定）ことも明らかとなつた。第二に、大阪でも未公開のベンチャー企業の株式を組み込んだクローズドエンド型の会社型投信を作つて、これを大阪証券取引所に上場することで流動性を付与し、大阪府下ベンチャーエンド企業への直接投資に道筋を付けようという、いわゆるエンゼルファンド構想が進んでいる。こうした状況変化が重なつて会社型投信が再び脚光を浴びようとしているのである。

これまでわが国では、不動産や未公開株のような個別性が強くしたがつて流動性に乏しくて時価評価の難しい資産を、投信のような集合投資スキームに組み入れて不特定多数に販売するといふことはなかつた。このことが不動産の流動化やベンチャー企業へのリスクマネー供給を停滞させていたのであるが、こうした状況を打破して「市場型間接金融」を押し進め、広く薄く家計からリスクマネーを動員して不動産を流動化させ、あるいは未公開株への投資資金を供給する受け皿として、会社型（とりわけクローズドエンド型の）投資信託が有望視されているのである。以下では、未公開株を組み入れた会社型投信が設立された場合に、あらためて検討しなければならない論点について整理したい。

## 1 会社型投信の特徴

会社型投信は投資を目的とする株式会社を設立して、投資家はその発行株式を取得し、その配当金やキャピタルゲインの形で運用の成果を享受するものである。九八年に解禁された日本の会社型投信は、商法上の会社の形態をとる投信ではなく、資産を主として証券に運用することを目的とする特別な法人制度（「証券投資法人」）を新たに創設し、これに基づき設立された社団ということになる。したがつて会社型投信というのは正確ではないのだが、一般的に使われているので以下でもこの名称をつかうことにしよう。ところで会社型投信はこれまでの契約型投信と比較してどのような特徴があるのだろうか。

第一に、会社型投信には、投資家がファンドの株主（正式には「投資主」といわれる——以下同様）となるため株主総会（「投資主総会」）や取締役会（「役員会」）を通じてファンドの運営に参加するというガバナンス機能が存在する。場合によつては代表訴訟も可能である。契約型ではこのように投資家が積極的に意見表明する場がない。第二に、このことはファンドの側からみると、株主（「投資主」）の同意を得ることを前提にして運用対象を広げたり、運用方針を変更するなど弾力的な運営が可能であるというメリットがあることになる。すなわち、会社型投信の場合には、運用の対象や方針、基準価格の算定方法などは原則的に「規約」に盛り込むこととなつ

てはいるほか、規約の変更、解散、他のファンドとの合併などファンド運営における重要事項も投資主総会の決議を得ることが出来れば可能になっている。

もつと具体的にいって、これまで契約型投信に適用されている投信協会等の自主ルールの多くは会社型投信（とりわけクローズドエンド型）には適用されないのである。運用に関する重要な事項は「規約」ならびに「投資主総会」などの一種の私的自治に委ねられているのである。とくに投資家からの払い戻しに応じないクローズドエンド型の場合には、払い戻しのために組み入れ資産を処分する必要がないから未公開株などの流動性の低い資産の組入れもフルに可能となるわけである。

他方、このことは、会社型投信のファンド運営を弾力的かつ機動的にする反面で、投資家側には厳しい自己責任、ファンド側には*fiduciary duty*（信認義務）が課せられることを意味する。これまでに前例のない金融商品であり、ファンドを組成する側は、今後の末永い健全な発展につながるようなやり方で、運用対象や運用方針、時価評価の算定等の運用に関する重要な事項を自ら決定すべきことが求められる。運用についていわば高度の自己規律が要求されるわけである。このほか、投資主総会の開催、役員報酬などガバナンスに関わる費用が発生する」とも契約型との違いである。なお、クローズドエンド型の場合には換金性を確保する手段として証券取引所などへの上場あるいは店頭市場におけるマーケットメイクが必要となるが、これは会社型に特有といふわけではない契約型でも同様である（例えば契約型クローズドエンドの日経三〇〇投信は東証、大証に上場されている）。

## 2 運用対象の範囲

それでは具体的にどの点が投信協会などの自主ルールによらず自律的に決定すべき事項となるのであろうか。

まず第一は運用対象の範囲である。従来の契約型投信を前提とする、投信協会の運用に関する自主ルールでは、未登録・未上場の株式を組み入れる場合には、①私募債、証券化関連商品などの流動性の乏しい資産との合算で純資産額の一五%以内（量的制限）とされ、かつ②証券会社等から価格情報が得られるものであつて、③一定のディスクロージャー基準に達している企業であること<sup>(4)</sup>、という制限が課せられている。ところでクローズドエンド型の会社型投信の場合には、これらの条件は適用されないとされる（オープンエンド型の会社型投信の場合には払い戻し請求に応じなければならないため、投資主総会で別段の決議を行つた場合を除きこれらの制限は適用される）。こうした適用除外は当然であろう。クローズドエンド型は投資家からの払い戻しに応じないのであるから、流動性のある無しは考慮する必要が無く、①の量的制限は不要であろう。また、未登録・未上場株のうちで②価格情報が得られるもので、かつ③法定監査を受けている企業、ということになると、実質的に証券業協会の管理する「店頭取扱有価証券」（グリーンシート銘柄そのほか）に限られることとなつてしまい、運用対象が狭められてしまふであろう。こう考えると、この制限を適用除外としたことも首肯できよう。

しかし、このことは何らのディスクローズも行つていかない企業の株を組み入れても構わないということを意味しないだろう。法定監査を受けるような企業は、上場を目指すが、もしくはある程度の規模に達した企業がであつて、そうした企業に限定してしまえば、設立間もない、あるいは純資産も僅少な小規模な企業は、たとえ独自の技術、ビジネスモデルをもつた新規性の高いベンチャー企業であつても会社型投信を経由したリスクマネーを調達できなくなる。こうした弊害を回避するための消極的な適用除外規定に過ぎないと解釈すべきである。

したがつて、ファンドの運用者はそうした企業の株を組み入れる際には、投資先決定の判断材料ならびに時価評価の際のデータとして、さらには投資主総会での説明責任を全うするためにも、当該企業に対して任意監査を

受けさせるべきである。歴史的な理由から、わが国では監査といえば「法定監査」が主となつてゐるが、法定監査とは別に特別な目的で任意に行う「任意監査」はもつと重視されてしまるべきではなかろうか。もともと歐米各国における公認会計士制度は、この任意監査から発展したものであり、わが国でも、近年この任意監査にかかる業務が増加しているといわれる。自己責任はデイスクローズの充実を伴わなければ果たし得ない。それが世の中の流れである。

### 3 株価評価の問題

ところで、運用対象を証券会社の気配提示もない小規模な企業にまで広げた場合、時価評価の算定方法が問題となつてくる。クローズドエンド型の会社型投信においても証券取引所は上場要件の一つとして一口あたり純資産額（NAV、Net Asset Value）のディスクローズを要求するはずである。NAVの水準ならびにその変化は投資家の重要な投資判断材料だからである。したがつて、純資産額算定の前提として組入銘柄の株価評価方法を決めなくてはならない。

投信法（証券投資信託及び証券投資法人に関する法律）一二三三条および同施行規則八九条は証券投資法人の資産評価について規定しているが、これらはすべて上場証券、店頭売買有価証券、証券業協会等において気配が公示されている有価証券であり、それ以外の気配が提示されていない未公開・未上場株についての規定は見あたらない。したがつて、投信法六五条一により、商法三四条の「資産評価の原則」に準拠することになるが、そこでは、固定資産の評価は取得原価によることとされ毎決算期ごとに相当の減価償却ならびに予測せざる毀損が生じた場合にも相当の減額をなすべきとなっている。

では投信協会の自主ルールではどうなつてゐるか。会社型投信における組み入れ資産の評価について、未上場・未公開株の場合には証券業協会発表の店頭基準気配値、証券会社・銀行等の提示する価額、ロイター、ブルンバーグなど価格情報会社の提供する価額によることとされているが、これはあくまでも原則としてこの方法を準用すると云うことであり、それ以外の方法でも「規約」に明記すれば可能である、とされる。

気配相場が公表されていない未公開株の評価について、先の商法の規定（原則的に取得原価）も、投信法に規定がないことからくる消極的な解釈である。取得原価であれば、NAVを公表してもほとんど変動せず、投資家の判断材料としては大した意味をもたないかも知れない。運用対象であるベンチャーエンタープライズやビジネスモデルを適切に評価し、その収益性、資産価値を合理的に算出できる方法があるのであれば、そうした方法を使つて合理的に算出した額でNAVを計算した方が投資判断としては意味があるかもしれない。したがつてそうした算定方法を採用することも可能と解釈できる。ただし、その際には「規約」にその算定方法をわかりやすい形で明記しなければならないのは云うまでもない。

### 4 情報提供の問題

ところで未登録・未上場株の発掘とそれへの投資は、これまでベンチャーキャピタルの主たる事業領域であった。ベンチャーキャピタルがこれらベンチャー企業を発掘し、自らの資金を投資するか、さもなくば、機関投資家や富裕な個人投資家を募つて投資事業組合を設立し、そこへ組み入れてきたのである。投資事業組合は投資家が四九人以下であり、投信法の適用外にあるが、もしこれを会社型投信の形にするのであれば、設立企画人ならびに運用会社は、投信法により投資信託委託業者、認可投資顧問業者または政令で定める者（証券会社等）に

限たる。つまりベンチャーキャピタルは投信委託業または認可投資顧問の認可を受けなければファンダムを設立する」とも運用する」ともできない。ところが他方では、投信委託業または認可投資顧問業者は未登録・未上場株の発掘とそれへの投資に関する経験、ノウハウがない。

したがつて考えられる方法としては、投信委託業者等が設立企画人および運用会社となり、ベンチャー企業の発掘とそれへの投資の可否、取得価格の水準等についてベンチャーキャピタルから情報提供を受ける契約を締結することであろう。ただし、この場合でもベンチャーキャピタルはあくまでも情報提供者にすぎず、運用の外部委託と受け取られないようにコンプライアンス体制を整備しておく必要がある。投信の運用に関しては運用会社はこれをさらに外部に再委託することは可能であるが、その場合でも外部委託先は投信委託業者、認可投資顧問業者または政令で定める者に限定されているのである。

## 5 イギリスのベンチャーキャピタルトラスト

ところで、未上場の小規模・ハイリスクの事業会社に投資するベンチャーファンドのうち、一定の要件を満たした証券取引所上場ファンドについては、税制上の優遇措置を施して個人投資家からの資金供給を誘導しようとした制度がイギリスには存在する。以下で参考のために、この制度を簡単にみておこう。

一九九五年四月に発足したVenture Capital Trusts scheme (ベンチャーキャピタルトラスト制度、以下VCTと略) がそれである。イギリスの国税当局は、一定の要件を満たすVCT発行の証券については、これを保有する個人投資家に対して、①配当金への所得税の免除、②VCT発行株式への投資額についてその年度の所得税を投資額の二〇%分だけ減額（ただし五年以上保有する）ことが条件）、③VCT発行の普通株式を処分した際のキャピタルゲイン課税を免除、④この制度が発足した九五年四月六日以降、何らかの資産を売却した際のキャピタルゲイン課税について、VCT発行株式への投資額まで課税繰延べができる（ただし前期②の所得税）二〇%減税を受けた者に限る）。

またイギリスでは、ベンチャーファンドに対する組み入れ株式の時価評価についてのガイドラインが業界団体によって策定されており（British Venture Capital Association, Guidelines for the Valuation and Disclosure of Venture Capital Portfolios）、前述のガイドラインに沿った価格評価を行つてある。このガイドラインでは投資先企業が「アーリーステージ」の段階の場合には取得原価（に相当の減価償却を行つてある）のガイドラインが、「発展段階」に達した企業の場合には、①投資後一年間は取得原価（に相当の減価償却を行つてあるが、②その後新規に株を発行するとか当該企業の株が売買されるなどの際に独立の第三者の評価によって評議される場合にはその価格に引き直される、あるいは③投資が一年以上経過した後は収益還元法による純資産額による評価も可とされる。

## 6 小括

会社型投信の設立、運営はわが国ではあまり前例のない」とあり、これに携わる業者も手探りでビジネスを進めざるを得ない。しかし、業界の健全な発展と「イメージ・リスク（reputation risk）回避のためにも、その運用方針については自らを律することが必要であるう。とりわけ自由な商品設計を可能にするため、投信協会等の自主規制機関は運用に関する自主ルールの重要な一部分について適用除外としていることを考えると、尚一層その」とがある。いわば未公開株を組み入れた会社型投信について取り上げたが、この点につき不

## 動産投信について一瞥しておこう。

東証は不動産投信の上場市場創設を検討しているが、その上場基準では運用資産の五〇%以上は「安定的な収益を生む不動産および不動産を裏付けとする有価証券に投資すること」とし、五〇%以上は安定した賃料収入のある優良物件に限定している。また、不動産の時価評価について改正投信法〔六条〕では不動産の取得及び譲渡に際しては運用会社、受託会社以外の第三者（外部の公認会計士または不動産鑑定士など）に価格調査させる」ととなつてゐるが、東証の上場基準でも上場不動産投信の運用内容について年一回の公表を義務づけるほか、保有不動産の時価情報を年一回公表することとしている。このように上場基準の形で商品設計のガイドラインを決め、業界の健全な発展を誘導する方法も一案であろう。

またイギリスの例にみたように業界団体が時価評価基準については大まかなガイドラインを公表する」とも一計であろう。

### 注

- (1) 「ジョイ不動産証券投資法人」がそれである。これは一種の「疑似不動産」投信である。海外に設立した特別目的会社（S.P.C.）が不動産を購入し、そのS.P.C.が発行する証券を運用対象とするクローズド型の証券投資法人である。こうした商品設計は、不動産投信の解禁前であり投信の主たる運用対象が有価証券に限定されていたためである。
- (2) 会社型投信には、投資家の請求に応じて払い戻し（買い戻し）を行う「オープン・エンド型」と、払い戻しをしない「クローズド・エンド型」がある。クローズド・エンド型の場合には証券取引所に上場し、証券取引所で売買することで換金性を確保するのが一般的である。

- (3) 未公開株組入れの投信は、これまでに一件（「ソフトバンク未公開株組入ファンド」、「未公開株・債券ファンド」）あらが、いずれも外国籍の契約型投資信託であり、未公開株の組み入れ額も限定されている。

- (4) 具体的には、①証取法二四条に基づき有価証券報告書（総合意見が適正である旨の監査報告書のあるもの）を継続的に提出しているか、②商法特例法に基づく監査をうけ総合意見が適正又は適法である旨の監査報告書が添付された財務諸表入手できるか、あるいは③公認会計士又は監査法人により証取法又は商法特例法に準ずる監査をうけ総合意見が適正又は適法である旨の監査報告書が添付された財務諸表入手できるか、のいずれかの企業である」と、とされる。

- (5) その趣旨は、ファンド・オブ・ファンド（投信を組み入れた投信）を可能にするためであつたとされる。

- (6) その要件とは、①直近の会計年度の所得が主として株式又は有価証券から生じている、②上記年度における投資額の七〇%以上が新規発行の有資格証券=qualifying holdings（未上場会社であり、かつ手取り資金がイギリス国内で適格事業に投資されること）である、③この有資格証券のうち110%以上は適格証券=eligible shares（配当や残余財産分配請求権について優先権をもたない普通株）である、④同一発行体の証券に対する持ち分が全投資額の一五%以下である、⑤当該トラストがロンドン証券取引所に上場している、⑥投資有価証券から生じた所得の一五%以上を内部留保しない」と（すなわち八五%以上をトラスト保有者に分配する」と）、等である。The External Communications Unit of the Inland Revenue, IR 169, Venture Capital Trusts.

# ニューヨーク証券取引所と外国株式

伊豆 久

## 1 はじめに

ニューヨーク証券取引所（NYSE）に上場されている外国会社は、四〇年前の一九六〇年には二四社に過ぎなかつた。一〇〇社を超えたのは九一年であるから、四倍になるのに三〇年かかったことになる。しかしその四倍化には一〇年しかかからなかつた。今年七月、NYSEに普通株式を上場する外国会社は四〇〇社に達した。

国内会社を含めた全上場会社の数が、（九〇年代に急増したとはい）二倍にもなっていない（九〇年一、七四社→九九年三、〇二五社）ことからしても、九〇年代におけるNYSEの国際化がいかに目ざましいものであつたかがわかる（以上の数値は、NYSE, Fact Book, 2000による）。

こうした九〇年代のNYSEの国際化に中南米企業が大きな役割を果たしていたことについては、先月号で紹介した。では、歐州企業にとって、NYSE上場はどのような意味をもつてているのだろうか。本号では、歐州企業も視野に入れて、NYSEにおける外国株式売買の地域別特徴、外国企業にとってのNYSE上場の目的・機能について検討する。

## 2 NYSEでの外国株売買の地域別特徴

表1は、NYSEにおける外国株式の売買額と時価総額、母国市場を含めた世界時価総額を示したものであ

る。

これを見ると、まず、すべての指標で、歐州企業が圧倒的なシェアを占めていることがわかる。反対に、中南米企業の比率は小さい。母国の経済規模や企業の成長度がそのまま反映されているわけであるが、それぞれの項目が示す特徴はそれだけではない。

例えば日本企業を見てみよう。NYSEに上場している外国企業の中で、日本企業は、世界時価総額では一二%を超えているにもかかわらず、NYSEでの上場時価総額のみた国別シェアは一・四%にすぎない。売買も、ほとんどが

表1 外国株式の売買額と時価総額

地域	銘柄数 <sup>(1)</sup>	N Y S E 売買額 <sup>(2)</sup> (100万ドル)	N Y S E 上場 時価総額 <sup>(2)</sup> (100万ドル)	N Y S E 上場外國株 の世界時価総額 <sup>(3)</sup> (10億ドル)
アジア・ オセアニア	67 (14.1%)	59,843(8.7%)	61,742(6.9%)	1,235.7 (22.2%)
日本	13 (2.7%)	16,513(2.4%)	12,351(1.4%)	696.7 (12.5%)
アジア・ オセアニア (日本を除く)	54 (11.3%)	43,330(6.3%)	49,391(5.5%)	539.0 (9.7%)
欧州	185 (38.9%)	312,992(45.4%)	359,410(40.1%)	3,602.8 (64.9%)
フィンランド (ノキア)	3 (0.6%) 1 (0.2%)	84,469(12.3%) 71,874(9.6%)	19,326(2.2%)	
欧州 (フィンラン ドを除く)	182 (38.2%)	228,523(33.2%)	340,084(38.0%)	
カナダ	73 (15.3%)	168,713(24.5%)	297,977(33.3%)	407.8 (7.3%)
中南米大陸	110 (23.1%)	101,719(14.8%)	90,963(10.2%)	230.5 (4.2%)
合計	476 (100%)	689,301(100%)	895,426(100%)	5,553.8 (100.0%)

(1) 銘柄数（2000年7月末）は優先株を含むため、上場会社数とは一致しない。

(2) N Y S E 売買額は2000年6月末までの1年間、N Y S E 時価総額は2000年7月末時点（N Y S E Research, "Year-to-date '00 trading in non-US stocks", www.nyse.com）。

(3) 世界時価総額は母国市場を含めた時価総額。99年末時点（N Y S E, Fact Book, 2000）。ただし日本企業の世界時価総額については表2を参照。

日本市場で行われていて、NYSEでの出来高はわずかである。NTTを例に見れば、東証での年間売買額が六兆七千億円（五九八億ドル）に達するのに対し

て、NYSEでは九億ドル余り、東証の一・六%しか出来ていなさい。海外売上

比率が七割を超える本田技研でも、NYSEでの売買額は東証の一・二%である。外国人持株比率が四四・五%（今年三月末）に達するソニーで、ようやく一三・〇%といった程度である。

つまり、NYSE上場日本企業にとって、株式売買市場としてのNYSEへの依存度は、極めて小さい。企業の時価総額そのものは非常に大きいにもかかわらず、発行済み株式総数に対してNYSEに上場されている株式（ADR）の数はごくわずかで、かつ、米国市場では積極的な売買対象となっていない。日本株を売買する米国投資家の注文のほとんどは、直接、日本の市場に発注されているのである。このことは、日本株の売買市場としては日本市場が圧倒的なメインマーケットとして機能していることを意味するが、言い換えば、投資家への流动性の供給、価格発見機能という観点からすれば、日本企業のNYSE上場は、十分な効果を果たしていないということである。

対照的に中南米企業の場合、世界時価総額では四・一%しかないにもかかわらず、NYSE時価総額では一〇・二%、売買高はさらに大きい一四・八%のシェアを占めている。発行済み株式総数に対してNYSE上場株式数が大きく、米国市場で積極的な売買対象となっていることをうかがわせる。日本とは逆に、中南米の企業にとってはNYSEがメインマーケットとなりつつあり、母国市場の空洞化が生じているのである。

していく可能性が高い。

日本を除いたアジア・オセアニアの企業を見ると、母国市場を含めた時価総額は小さくなるものの、NYSEに上場している株式の時価総額やNYSEでの売買額は日本株よりも大きい。アジア通貨危機後、韓国や中国を中心NYSEに上場する企業が急増しており、今後は、NYSEにおけるアジア企業のウエイトがさらに上昇していく可能性が高い。

表2 NYSE上場日本企業

	東証売買額 <sup>(1)</sup> 100万ドル(A) (10億円)	N Y S E 売買額 <sup>(2)</sup> 100万ドル(B)	B/A (%)	発行済み株式時価総額 <sup>(3)</sup> 100万ドル (10億円)
NTT	59,831 (6,746)	932	1.6	188,909 (20,268)
ソニー	51,991 (5,862)	11,431	22.0	82,906 (8,895)
トヨタ自動車	25,109 (2,831)	235	0.9	170,892 (18,335)
東京三菱銀行	20,807 (2,346)	421	2.0	58,831 (6,312)
松下電器産業	18,945 (2,136)	229	1.2	49,324 (5,292)
日立製作所	17,641 (1,989)	625	3.5	41,504 (4,453)
本田技研工業	15,831 (1,785)	190	1.2	32,240 (3,459)
京セラ	12,789 (1,442)	1,256	9.8	31,718 (3,403)
TDK	9,543 (1,076)	72	0.8	16,460 (1,766)
オリックス	5,073 (572)	96	1.9	12,247 (1,314)
クボタ	1,570 (177)	9	0.6	4,996 (536)
パイオニア	4,008 (452)	20	0.5	5,508 (591)
日本アムウェイ (店頭市場)	373 (42)	6	1.6	1,193 (128)
合計	243,511 (27,456)	15,522	6.4	696,728 (74,752)

(1) 東証売買額は99年（『東証要覧2000年版』、『東証統計月報』、『証券業報』より作成）。ドル建てでは、99年の年平均1ドル=112.75円で換算。

(2) N Y S E 売買額は2000年6月末までの1年間（Research, "Year-to-date '00 trading in non-US stocks", www.nyse.com）。ただし、トヨタ自動車のNYSE上場日は99年9月29日。

(3) 発行済み株式時価総額は、2000年5月末時点（『会社四季報』より作成）。ドル建てでは、2000年5月末の1ドル=107.29円で換算。

買額は大きい。世界時価総額とNYSE時価総額の格差が中南米よりも大きいことからすれば、母国市場の空洞化、NYSEへの依存度はカナダ企業のほうが大きいとも言えるであろう。

以上のような地域と比較すると、欧州企業は、中南米・カナダ企業とアジア・オセアニア企業の中間的な性格をもつてている。売買高やNYSEへの上場銘柄数も、確かに大きいが、母国市場を含めた時価総額のシェアを考慮すればその比率は小さいと考えるべきであろう。しかも、一社でNYSEでの外国株売買高の一割を占める世界最大の携帯電話メーカー、ノキアを含むフィンランド企業を除いて見れば、売買額シェアはNYSE時価総額シェアよりも小さくなる。つまり、欧州企業は、発行済み株式総数に比べるとNYSE上場株式数はそれほど大きくなり、しかも、NYSEでの売買は、上場時価総額からすればそれほど活発でないことがわかる。中南米の企業と全く逆である。欧州企業にとっては、母国市場の役割が大きく、投資家への流動性の供給という点ではNYSEは「二義的な意味」しかもつていないのである。

このように、NYSEに上場している外国企業は、大きく分ければ、日本・欧州型と、カナダ・中南米型の二つに分けることができると思われる。では、このような地域別の違いはどのような理由で生じているのだろうか。

### 3 地域別特徴の要因

株式の売買がNYSEで行われるのか、母国市場で行われるのかを左右する最も大きな要因は、母国市場とNYSEが同じ時間帯にあるかどうかである。

株式の場合、母国市場のビジネスアワーから外れると、売買高は急減する傾向が強い。会社情報の発信がなく、リアルタイムでの母国市場の売買動向も把握できないからである。同じ時間帯であれば、母国市場との裁定取引も発生する。

この点、カナダと中南米の時間帯はニューヨーク時間に近く、母国市場はNYSEと直接的な競争にさらされている。反対に、日本や欧州の場合、時間帯が大きくなっているため、米国市場との競合は弱いのである。

#### 二つ目の要因は、母国市場の成熟度、規模や効率性、透明性や安全性である。

そもそも母国市場の全体としての時価総額や売買高が小さければ、大企業の上場は難しい。中南米の場合、証券市場が十分大きくならないうちに国営企業の民営化が進められたため、母国市場ではなく、NYSEがメインマーケットとなりやすいのである。また、委託手数料が高く、決済リスクに不安が残る市場の場合、投資家、発行企業双方で、米国市場志向が強くなる。こうした点に関しては、日本や欧州では、九〇年代に市場改革が進められた結果、米国市場との格差は縮まっており、NYSEへの流出圧力はむしろ弱まっていると考えられる。

以上の二つの要因、どちらを考えても、日本や欧州の株式の場合は、NYSEよりも母国市場で売買されやすいことになる。実際、米国の投資家が欧州企業に投資する場合、ADRを通じた投資は全体の二割余りにすぎず、残りは直接欧州市場に発注されている。唯一の例外は、先にも紹介したフィンランドで、六割以上がADR経由となっているが、それは、フィンランドは最大のADR発行企業である通信会社ノキアを擁するにもかかわらず、母国市場であるヘルシンキ証券市場が小規模だからである。

## 4 株式交換とADR

このように考えると、NYSE上場の目的や機能にも、地域別に微妙な違いがあるのでないかと思われる。

表3 A D R を使った最近の大型買収の例

買収企業	被買収企業	
Vodafone (英国)	Airtouch	99年6月。603億ドルの91%をA D R・株式交換で
BP (英国)	Amoco	98年8月。総額543億ドル
BP-Amoco (英国)	Arco	99年1月。総額268億ドル
Daimler-Benz (ドイツ)	Chrysler	98年5月。総額405億ドル全額をA D Rで
Scottish Power (英国)	Pacificorp	98年12月。126億ドル

(出所) "American Depository Receipts; More size than depth", Euromoney, Oct. 1999 より作成。

すなわち、NYSEへの上場に期待されている機能が、流動性の向上、投資家への換金の場の提供であるとすれば、その達成度は、中南米の企業にとつてはかなり高いが、欧洲や日本の企業にとつては極めて不十分である。では、そうした企業にとつて、NYSE上場の目的はどこにあるのだろうか。

外国企業がNYSEに上場する目的としては、資金調達やそのための米国投資家への換金の場の提供だけでなく、米国での知名度の向上、NYSE上場企業としてのステータスの獲得などがあげられる。しかし最近になつて、これまであまり強調されてこなかつた目的で、NYSEへの上場を目指す企業が増えている。株式交換による米国企業買収をにらんだ上場である。

産業構造の激変期にあって、企業買収が増加しているが、その際、株式交換方式が多く利用されるようになっている。米国では、株式交換をともなうケースが買収全体に占める割合は、八八年の7%から九年の上半年には五二%にまで達したと伝えられている。そして、外国企業も、ADRを使った株式交換方式による米国企業買収に乗り出しているのである(表3参照)。しかしながら、その時のADR発行が果たす役割は、伝統的な資金調達目的のADR発行の場合とは、若干異なる。資金調達を目的とした上場であれば、流動性の向上が極めて重要な意味をもつが、株式交換のためであれば、NYSEでの売買額はそれほど重要でなくなる。

いにもかかわらず、相次いで米国市場への上場を行ふ目的の一つは、ここにあるように思われる。日本でも、株式交換による米国企業の買収を目的にあげてNYSE上場を目指す企業が現れはじめているのである。

このことは、NYSEからすれば、外国上場企業の開拓において、時間帯の違いや、すでに整備された母国証券市場の存在といったハードルが下がることを意味する。たとえ、NYSEでの売買高が小さくとも、買収、売却、合併など企業のリストラクチャーリングが活発で、かつそれが証券市場を利用する形で進められるという特徴を米国経済が持つ限り、そこへの参入を目指す企業は米国市場への上場を求めるからである。

(いづ ひさし・当所主任研究員)

# 英独証券取引所の合併計画撤回 ～OMグループによるLSE買収提案～

吉川 真裕

一〇〇〇年五月三日、ロンドン証券取引所（LSE）とドイツ証券取引所は対等合併し、新取引所iX（アイエックス）はヨーロッパへの進出を計画していたアメリカのナスダックとの間でベンチャーマーケットナスダック・iXを共同子会社として設立する計画が明らかにされた。<sup>(1)</sup>そして、七月一七日には合併計画の細目をあらわした一五ページに及ぶ文書が発行され、合併承認のための会員総会は両取引所とも九月一四日におこなわれ、一日には合併が実現するというスケジュールも明らかにされた。しかし、八月一九日にはストックホルム証券取引所を傘下に持つスウェーデンのOMグループがロンドン証券取引所に対して敵対的買収を仕掛け、これを受けてロンドン証券取引所は九月一二日にドイツ証券取引所との合併計画を撤回し、OMの敵対的買収に対抗することに専念することを発表した。OMグループによるロンドン証券取引所の敵対的買収が成功するとみる向きは少なく、むしろドイツ証券取引所を中心としたグループやパリ証券取引所を核としたユーロネクスト、あるいはナスダックによるロンドン証券取引所の買収が市場関係者の間では取り沙汰されている。

本稿ではロンドン証券取引所とドイツ証券取引所の合併計画撤回に至る経緯とその後の推移を紹介し、今回の英独証券取引所合併計画撤回がヨーロッパ株式市場統合に対して持つ意味について考察する。

## 1 合併計画文書

七月一七日、ロンドン証券取引所とドイツ証券取引所は五月三日の合併計画発表の際に予告されていた合併計画に関するインフォメーション・ドキュメントを発行した。<sup>(2)</sup>この文書の詳細をここで紹介することはできないが、ポイントを列举すれば以下のようない点である。

- ①合併に伴う収入の変動を除いても、両取引所の合併の結果、一〇〇二年一月以降には年間約五〇〇〇万ポンド（八三〇〇万ユーロ）の運営費用の節約が生じる。
- ②新取引所は株式やデリバティブの取引や情報提供、統合クリアリング・サービス、取引所システム・テクノロジー、eコマース・ビジネスのサポート等を通じて幅広いサービスを提供することを目指している。
- ③市場構造やサービスの大幅な変更をおこなう前に市場関係者の意見を求めるため、シニア・マーケット・アドバイザリー・グループを設立し、理事会の決定に役立てる。
- ④既存の上場企業は新取引所に上場するために母国での上場を廃止する必要はなく、特定通貨の採用を求められることもない一方、新規に上場する企業は監督当局を選択することができる。
- ⑤ヨーロッパ優良株式市場での取引はロンドン証券取引所によって監視され、イギリスの公認投資取引所規制に服し、ヨーロッパ高成長株式市場での取引はフランクフルト証券取引所によって監視され、ドイツ取引所規制に服する。
- ⑥新取引所はドイツ証券取引所のXETRAに基づく単一電子取引プラットフォームをあらゆる現物取引に採用し、ロンドン証券取引所の利用者に対しては各三万ポンド（五万ユーロ）、総額八〇〇万ポンド（一三三〇万ユーロ）の取引システム変更補助金を支給する。

(7)両取引所は他の取引所が順次参加することを歓迎しており、ヨーロッパでの株式市場統合を推進するためにイタリア証券取引所とマドリード証券取引所とともに協議を開始している。

(8)両取引所の究極的目標はアメリカのNASDAQとグローバルなベースでの関係を確立することであり、現在のジョイント・ベンチャー計画を第一歩として、株式の相互保有を計画しており、将来的には合併をも視野に入れている。

(9)新取引所は将来的には株式の上場を構想しているが、現段階では上場はおこなわない。

このインフォメーション・ドキュメントに対する市場関係者の評価は厳しいものであり、とりわけロンドン市場関係者の中では二二五ページにも及ぶ文書でありながら内容に乏しく、新取引所がどのように運営されるのか明らかでない、バック・オフィス部門のコスト削減計画が示されていない、三万ポンドの取引システム変更補助金は小さなシステム・エンジニア・チームの一週間分の費用に過ぎない、といった意見が新聞紙上で報じられた。<sup>(3)</sup>そして、七月一四日に発表されたロンドンの非上場企業同盟(Quoted Companies Alliance)による小型株ファンドマネージャーに対するアンケート調査の結果でも六〇件の回答のうち四〇%はこの合併を小型株投資の最大の阻害要因として上げており、インフォメーション・ドキュメントが不十分であることを印象づけた。<sup>(4)</sup>

また、七月一四日にはロンドン証券取引所の株式がカザノブ社を通じてはじめて取引され、初値は二八ポンド（時価総額八億三〇〇〇万ポンド）であったが、非上場企業同盟の発表を受けて二〇ポンドまで値下がりし、引け値は二二一ポンド（時価総額六億五六〇〇万ポンド）であった。時価総額は引け値では予想されていた最低水準の七億ポンドを下回ったが、株式会社化の際の三億五〇〇〇万ポンドという名目水準は大幅に上回っていた。<sup>(5)</sup>

その後も合併がイギリスの小型株市場にもたらす影響が懸念され、ロンドン証券取引所の非上場企業市場であるAIM(Alternative Investment Market)は合併後に売却されるという噂が広がり、ロンドン証券取引所はあわててこれを否定した。<sup>(6)</sup>

八月に入つてロンドンでは九月一四日の合併計画承認投票を延期すべきであるといふ意見が高まつた。<sup>(7)</sup>そして、ロンドン証券取引所の株式を二五万株（約一%）まで買い集めたニュージーランドのギネス・ピート社のブリーレイ会長は合併計画に明確に反対することをはじめて表明し、ドイツ証券取引所との対等合併はロンドン証券取引所の株主にとって不利であり、合併するならば合併前に一株一〇ポンドの現金配当を支払うことを要求した。<sup>(8)</sup>さらに、こうしたロンドンでの合併計画への懷疑的雰囲気の高まりを受けてロンドン国際金融先物・オプション取引所(LIFFE)は八月一七日に合併が破綻した場合にはロンドン証券取引所に電子取引システムを提供する技術的提携の可能性を示唆した。<sup>(9)</sup>

他方、八月一八日にはロンドンにおける合併反対の急先鋒であった個人顧客投資マネジャー・株式ブローカー協会(APCIMS)のナイト最高経営責任者らが新取引所の最高経営責任者に予定されていたドイツ証券取引所のザイフェルト最高経営責任者とフランクフルトで話し合い、強硬姿勢を後退させたことで合併反対機運は治まるかに見えた。<sup>(10)</sup>しかし、八月一〇日にはロンドン証券取引所会員の四分の一を対象とした調査では合併賛成は五九・一%、反対は四〇・九%であり、合併承認に必要な七五%には達していないことが報じられ、同時に小口ブローカーだけでなく、有力証券会社であるアビー・ナショナルも合併に反対していることも紹介された。<sup>(11)</sup>さらに、八月一一日にはロンドンのシンクタンク、金融イノベーション研究センター(CSFI)が英独証券取引所合併に関するレポートを発表し、批判的な評価を下したことから合併反対派を再び勢いづけることになった。<sup>(12)</sup>

## 2 OMグループによる敵対的買収提案

ドイツ証券取引所との合併計画に対する懷疑的な見方が広がる中、ロンドン証券取引所はストックホルム証券取引所とデリバティブ取引所OMストックホルムとOMロンドンを<sup>(13)</sup>下に持つスウェーデンのOMグループから八月二四日に買収提案がおこなわれ、この提案を拒否したことを八月二五日に発表した。<sup>(14)</sup>買収提案の内容はロンドン証券取引所の株式一株に対し<sup>(15)</sup>一〇〇ポンド相当のOMの株式と七ポンドの現金を交換するというものであり、ロンドン証券取引所はこの提案をドイツ証券取引所との合併計画に比べてヨーロッパ株式市場統合に役立たず、買収条件もOMの一時的な高株価に基づく過小評価であると一蹴した。

しかし、八月二九日にOMグループはロンドン証券取引所の株主に対し<sup>(16)</sup>して株式の公開買付を宣言し、敵対的買収に踏み切った。公開買付の暫定条件はロンドン証券取引所の株式一株に対し〇・六五株（約一〇〇ポンド）のOMの株式と七ポンドの現金を交換するというものであり、ロンドン証券取引所に提案した条件とほぼ同じであったが、買収に踏み切った理由としてロンドン証券取引所とドイツ証券取引所の合併計画がロンドン証券取引所にとつては不利であることを強調し、合併計画反対派を勢いづかせることになった。

OMグループによる公開買付暫定文書からこうした表現を拾い上げてみると、以下のようである。

①今後の証券取引所の成功は経営能力・ブランド力・技術力・システム開発能力にかかるおり、こうした能力を備えた証券取引所がヨーロッパ市場のシェアを拡大するはずである。ロンドンはすでにヨーロッパの主要な株式市場の一つであるが、ロンドンの規制環境はヨーロッパで最も優れており、この単一の規制環境に服すること（i-Xは複数の規制当局に服する）で、ロンドンはヨーロッパの株式市場の中心となるはずである。

②ロンドン証券取引所とドイツ証券取引所の合併計画は二つの異なる国籍を持つオペレーションの統合という時

代遅れのコンセプトのもとで計画されている。

③OMグループの提案の目的は低コストの統合されたソリューションを提供することとヨーロッパ最大の取引所としてロンドン証券取引所の地位を確保することである。

④OMグループの取引システムは現行のロンドン証券取引所の取引システム（SETS、SEAQ、SEAQオーネクション、SEATSプラス）を容易にサポートでき、技術移転は取引パターンの変更を必要としない。

⑤この買収によってロンドン証券取引所の地位は単一の枠組みのもので優良株市場だけでなく、成長株市場においてもヨーロッパ最大のものとなるであろう。さらに、ヨーロッパ最大の新規公開株式市場にもなるであろう。

⑥OMグループのもとでは取引とクリアリング、セトルメント機能が垂直的に結びつき、効率化するであろう。

⑦OMグループはクレストとロンドン・クリアリング・ハウス（LCH）が進めているクリアリング・サービスを支持するし、クレストによるヨーロッパ株式のセトルメント・システム開発プログラムを支持する。

⑧この買収で金融サービス機関（FSA）がロンドン証券取引所の単一の規制機関となり、複数の規制当局による監督という混乱は回避できる。

OMグループによる公開買付が発表された八月二九日、ロンドン証券取引所は九月一四日に予定されていた株主によるドイツ証券取引所との合併計画承認投票を延期することを決定した。<sup>(17)</sup>OMグループによるロンドン証券取引所の公開買付が成功すると見る向きは少ないが、世界初の証券取引所の敵対的買収という大事件として報じられ、ドイツ証券取引所によるロンドン証券取引所の救済買収提案がなされるという噂が広がった。

### 3 合併計画撤回

八月三一日、ロンドン証券取引所の株主による九月一四日のドイツ証券取引所との合併計画承認投票が延期された後になつて、イギリスの中央受渡済機関であるクレストとドイツの中央受渡済機関であるクリアストリームから決済コスト削減計画が発表された。この計画はもともと九月一四日の合併承認株主投票に合わせて準備されてきたもので、外国株取引決済コストを最大七五%まで削減し、国内取引並みに引き下げるというものであつたが、両受渡済機関はOMグループによるロンドン証券取引所の買収が成立した場合でも二〇〇一年夏を目途としてこの計画を実現する意向を表明した。<sup>(16)</sup>

他方、ドイツ証券取引所はOMグループによるロンドン証券取引所の敵対的買収表明後も、これに反対するロンドン証券取引所の経営陣を支持し、ロンドン証券取引所と協力して対抗していく意向を示してきたが、ロンドンでの合併反対機運の高まりはドイツにも波及することになった。八月三一日、ポルシェ（自動車メーカー）が英独証券取引所合併計画に反対であることを明言し、デグッサ・フルス（化学会社）やBASF（化学会社）からも反対意見が寄せられ、一度は沈静化していたドイツの反対勢力も再び盛り返し始めた。<sup>(17)</sup>

ところで、OMグループによるロンドン証券取引所の敵対的買収提案後、IXへの参加を希望していたミラノ証券取引所とマドリード証券取引所は引き続き英独証券取引所合併計画を支持する意向をいち早く表明したが、ナスダックは事態の進展を見極めるとして静観する姿勢を明らかにした。ドイツ証券取引所はOMグループにIXに加わることを提案したが、この提案はOMグループによって即座に拒否され、場合によつてはミラノ証券取引所とマドリード証券取引所とともにロンドン証券取引所に對して救済合併提案をおこなうことを検討しているとも伝えられた。<sup>(18)</sup> ドイツ証券取引所はロンドン証券取引所の要請があれば何らかの対抗策を採る用意があるとした動きも経営陣にとつては大きなプレッシャーとなつたようである。

あくまで救済合併であることを強調し、その場合にも単独合併提案ではロンドン証券取引所株主の反発を招くことを予想し、ミラノ証券取引所やマドリード証券取引所と協力していくスタンスを探つていた。

このように事態が錯綜する中、九月四日には英独証券取引所合併計画に反対していたワインターフロッドはじめとするロンドン証券取引所の六%の株式を保有する一社のグループは九月一四日の定時株主総会でクルックシャンク理事長を含めた役員の承認を拒否する方向で、合併承認投票延期を合併推進派の責任追及に利用しようと動き出した。<sup>(19)</sup> OMグループによる敵対的買収提案を受けている最中に経営陣が交替するということは交渉能力の低下を招きかねず、こうした判断をロンドン証券取引所の株主がとることはないと見られていたが、こうした動きも経営陣にとつては大きなプレッシャーとなつたようである。

さらに、九月七日には英独証券取引所合併計画のロンドン証券取引所側のアドバイザーであるメリルリンチの株式部が法律事務所に依頼した英独証券取引所合併計画に関するレポートで、実質的な統合は当分は不可能であり、オペレーティング・コストは非常に大きなものとなる、規制基準の調整はより緩やかなドイツ基準にならざるを得ない、と論じられていたことが明らかになり、英独証券取引所合併計画の実現性に対する信頼は大きく揺らぐこととなつた。<sup>(20)</sup> メリルリンチはこの文書は一部門が外部に依頼した非公開の内部文書であつてメリルリンチの見解ではなく、メリルリンチは英独証券取引所合併計画の実現性を確信しているとあわてて声明を発表した。

年次株主総会を三日後に控えた九月一一日、OMグループはロンドン証券取引所の株主に対する敵対的買収提案の正式文書を発行した。<sup>(21)</sup> ロンドン証券取引所はこれに対し即座に反対声明を発表したが、ドイツ証券取引所が九月一四日の合併計画承認投票の延期を決めたことを受け、翌九月一二日、ついにOMグループによる敵対的買収提案に対する対応を最優先させるために英独証券取引所合併計画を白紙撤回するという声明を発表した。<sup>(22)</sup>

ロンドン証券取引所がドイツ証券取引所との合併計画の撤回を表明した翌日、ロンドン証券取引所の有力メンバーであるUBSウォーバーグはNASDAQとの提携よりもヨーロッパの取引所との提携を優先させるべきであり、パリ証券取引所を中心としたユーロネクストとの合併を検討すべきであるという見解を表明した。<sup>(23)</sup>

九月一四日のロンドン証券取引所の年次株主総会は小口プローカーの理事会に対する批判が噴出し、クルックシャンク理事長をはじめとする経営陣が吊るし上げに合う形になった。<sup>(24)</sup> クルックシャンク理事長のジョークに対する反応も鈍く、発言を求める小口株主の長蛇の列が伝えられた。ドイツ証券取引所との合併計画決定後に就任したクルックシャンク理事長、合併計画を推進したケーシー最高責任者、そして合併計画の陰の立役者と伝えられるメリルリンチ・ヨーロッパのマーケス理事に対して信任投票がおこなわれ、棄権票を除いてケーシー最高経営責任者は五六%、クルックシャンク理事長は六六%、マーケス理事は七三%の支持を獲得して留任することになった。しかし、ドイツ証券取引所との合併計画が撤回されたのに最高経営責任者として留任する感想を質問されたケーシー最高経営責任者は「何も言つことはありません (No thank you)」と答え、「卑怯者 (coward)」というヤジが飛ぶなど、合併計画反対派が勢いを増し、今後の取引所運営に不安を除かせる結果となつた。<sup>(25)</sup>

翌九月一五日、ロンドン証券取引所のケーシー最高経営責任者は合併計画の責任を一身に引き受ける形で辞任し、クルックシャンク理事長が暫定的に最高経営責任者を兼任することになった。こうした事態のもとでは後任の最高経営責任者を見つけることは難しく、LIEFFEを立て直したウイリアムソン理事長とイングランド銀行出身のケント欧州証券フォーラム会長の名前がすでに候補に上がっているが、「テクノロジーに通じた若手 (young whiz kid familiar with technology)」という声も聞かれる。<sup>(26)</sup>

その後もOMグループに対抗する買収提案が出されるという噂が飛び交い、九月二一日には翌九月二二日に発足するユーロネクストが一株四〇ポンド、総額一一〇億ポンドの買収案をロンドン証券取引所に対して提案するという報道もまことしやかに流された。<sup>(27)</sup> そして、ロンドン証券取引所によるOMグループに対する買収提案反対文書の交付期限を三日後に控えた九月二三日、ドイツ証券取引所との合併計画を推進したメリルリンチがロンドン証券取引所のアドバイザーを辞任し、OMグループの買収提案反対に対する障害を少しでも取り除こうとするロンドン証券取引所の苦心が目に留まつた。

OMグループの正式買収提案から二週間後の九月一五日、ロンドン・テークオーバー・コードの期限の最終日にロンドン証券取引所は正式買収提案反対文書を交付した。<sup>(28)</sup> この文書はロンドン証券取引所に対する株主の影響力の決定的な低下、OMグループによるロンドン証券取引所の過小評価、OMグループのテクノロジーを重視したビジネス・モデルのメリットの不明確さ、という三点を中心としてこれらを裏付ける証拠として、以下のようない点が上げられている。

① OMグループの役員の持ち株比率は四〇%、ワレンバーグ一族の持ち株比率は一五・三%、スウェーデン政府の持ち株比率は九・五%であるのに、ロンドン証券取引所の株主の持ち株比率は一八・五%にしか達しない。

② 現在のOMグループの株価はJIWAYに対する期待で一年前の四倍の水準であり、利益の八五倍にも達しており、一時的な過大評価である可能性が高い。

③ ロンドン証券取引所の取引コストは大口取引だけでなく、小口取引でもOMグループよりも安い。

④ ロンドン証券取引所の取引システムの変更に関する費用の見積がおこなわれていない。

⑤ ロンドン証券取引所の株主は四・九%以上の株式を保有してはならないという規則がまだ存在している。

一九九八年七月七日、ロンドン証券取引所とドイツ証券取引所が戦略的提携に合意したとき、一九九九年のユーロ導入をして将来はヨーロッパの株式市場統合が実現するかもしないという期待が生まれた。そして、二〇〇〇年五月三日、ロンドン証券取引所とドイツ証券取引所が合併計画を打ち出したとき、ヨーロッパ株式市場統合はより現実性をもつて語られるようになった。しかし、今回の合併計画撤回によってそうした見方は大幅に後退することになった。とはいえ、まだ事態は流動的であり、どのような形になるかは明らかではないが、ヨーロッパ株式市場統合の道が閉ざされたわけではない。場合によつてはやはりロンドン証券取引所とドイツ証券取引所が中心となるヨーロッパ株式市場統合が実現することも十分に考えられる。

今回の合併計画撤回はロンドン証券取引所が決定したわけであるが、この決定はOMグループによる敵対的買収提案やドイツ証券取引所が異なる選択肢もあり得るとしたことと関わりがあるとしても基本的にはロンドン証券取引所の株主構成の問題に起因している。一九九三年に株式会社化したドイツ証券取引所では大手銀行の持ち株比率が高く、ドイツ銀行を中心とした大手銀行主導で意志決定がおこなわれている。ドイツ国内でも合併反対声明が出され、ザイフェルト最高経営責任者の運営手法に疑問が呈されていた九月一一日の理事会でも二〇〇一年に任期の切れるザイフェルト最高経営責任者の二〇〇六年までの留任が決定されている。これに対して、二〇〇〇年三月に株式会社化したばかりのロンドン証券取引所は七月二十四日にカザノブ社を通じて取引が開始されたばかりであり、株主構成は会員組織であった頃とまだ大きくは異なっていない。合併計画承認投票を過半数ではなく、七五%以上としたにもかかわらず、小口ブローカーが三分の一を占めると言われており、この三分の一の株主を説得できなかつたことに今回の合併計画が撤回された原因があると考えられる。

イギリスで個人投資家を相手にイギリス株式の注文を扱つているブローカーにとつては、イギリスがユーロを導入するかどうか明らかな現状において、ユーロ建てのヨーロッパ株式が取引の対象となるとは考えられず、むしろベンチャーブランクフルトにもつていかれ、優良株市場に関心が集まることからイギリスの中小型株に対する流動性が低下するのではないかという心配をすることは十分に理解できる。しかし、機関化が世界一進展しているイギリス市場では個人投資家の売買回数は五〇%でも売買代金は一〇%にも満たず、機関投資家の売買回数は三分の一でも売買代金では三分の二を占めるという現状のもとで、個人投資家を対象とした株主がイギリス市場の将来を大きく左右するというのはいかがなものであろうか。かつてイギリスの投資家は国内産業金融には目もくれず、外国証券投資に夢中であると批判されたことがあつたが、現在ではロンドン証券取引所の株主は国内市場に対する関心が強く、ヨーロッパ株式市場統合にはそれほど関心がないと言えよう。

今回の合併計画撤回に至る経緯の中で、複数の規制当局が協調することはそれほど容易でない」と、ヨーロッパの規制当局ではイギリスのFSAが最も信頼されていること、国内市場を重視する勢力の発言権が強ければヨーロッパ株式市場統合の実現は難しいことなどが明らかとなつた。したがつて、ロンドンという国際金融市場は今後もヨーロッパ株式市場統合の中心であり続ける可能性が高いことも明らかになつたと言えよう。しかし、ロンドン証券取引所はその株主構成からヨーロッパ株式市場統合にリードーシップを發揮することが困難であり、ロンドンを拠点とした他の取引所にその可能性は開かれていると言えよう。

こうした観点からも、ヨーロッパ株式市場統合をめぐつてドイツ証券取引所、ユーロネクスト、バーテックス（トレードポイントとスイス証券取引所）、J.I.WAY（OMグループとモルガン・スタンレー・ディーン・ウィンターナー）等がどのような動きを見せるのか、これからも目が離せないところである。

(一) **尔斯・国际股票交易所の統合に直後の取引所の運営について」** 著者「iX～英法証券取引所合併計画～」(本誌1号)(11頁) 110  
〇〇四・九月) 附録。

(二) London Stock Exchange and Deutsche Börse, iX-international exchanges: Merger of Deutsche Börse and London Stock Exchange: Information Document, 17 July 2000

(三) Aline van Duyn, "More Information But Answers Still Required: Regulation and clearance issues left unaddressed", Financial Times, 18 July 2000, "Markets Merger Mapped: Milan and Madrid join talks on forming pan-European exchange", The Guardian, 18 July 2000, "Right Idea, Don, Shame About The Execution", The Independent, 18 July 2000

(四) "Stockbrokers To Be Tempted With Pounds 3M Windfall: Bonus offer for exchanges merger", The Guardian, 24 July 2000

(五) "London Exchange Shares Fall On Debut: Small companies say Deutsche Börse merger will make them 'also-rans'", Financial Times, 25 July 2000

(六) "LSE Seeks To Combat Revolt Over AIM", Financial Times, 2 August 2000

(七) "Old Mutual Backs Calls For Delay On LSE-Frankfurt Merger", The Independent, 9 August 2000

(八) "Guinness Peat Holds LSE Stake: Finance group opposes merger with Deutsche Börse", Financial Times, 11 August 2000

(九) "LIFFE Would Offer The LSE Its Trading System If iX Collapses", The Independent, 17 August 2000

(十) "Brokers Fly To Frankfurt For Crucial iX Talks", Financial Times, 18 August 2000, "APCIMS Tones Down iX Criticism", The Independent, 19 August 2000

(十一) "Exchange To Lose iX Merger Vote: Leading Brokers Snub Deutsche Börse with connect proposal for AIM deals",

*Independent on Sunday*, 20 August 2000

(十二) "iX Merger Roundup", AFX Europe, 21 August 2000, Andrew Hilton and David Lascelles, iX: better or just bigger?, Center for the Study of Financial Innovation, August 2000

(十三) London Stock Exchange, "Rejection Of OM Approach", London Stock Exchange Regulatory News Service, 25 August 2000

(十四) OM Group, OM Group Offer For London Stock Exchange PLC (For Immediate Release), 29 August 2000

(十五) "Exchange Rejects OM Offer: Germans may launch white-knight bid to kill Swedes' Pounds 808M hostile campaign", The Guardian, 30 August 2000

(十六) Crest and Clearstream International, A Joint Proposal For The Settlement Solution For iX: Delivering settlement for the unified market with minimal change and reduced cost, August 2000, "British And German Investors To Pay Less For Cross-border Trading", Financial Times, 1 September 2000

(十七) "Stock Exchange Up For Grabs: Porsche leads opposition to iX merger REACTION", Financial Times, 1 September 2000

(十八) "OM Rejects Deutsche Börse Offer To Join iX Exchange", AFX(UK), 30 August 2000, "Deutsche Börse Rallies Its Allies In Battle For London Exchange", Financial Times, 31 August 2000

(十九) "iX Faces New Pressure From Firms", Financial Times, 5 September 2000

(二十) "Merrill Report Condemns iX Plan: Move to merge LSE with Deutsche Börse branded almost 'unworkable'", Financial Times, 7 September 2000

(二十一) OM Group, OM Group Offer For London Stock Exchange PLC: A blueprint for the London Stock Exchange, 11 September 2000

(23)

London Stock Exchange, "Response To Posting Of OM Gruppen's Offer Document", Press Release, 11 September 2000, London Stock Exchange, "LSE To Focus On Defeating OM Bid; iX Merger proposal withdrawn", Press Release, 12 September 2000, "LSE Braced For Deutsche Börse Clash: Alarm in London as Frankfurt statement hints it may withdraw from iX project", *Financial Times*, 12 September 2000

(24)

"Warburg Urges Exchange To Favour EURONEXT Merger Over NASDAQ Deal", *The Independent*, 14 September 2000. 「ハーバード・ワルブルグは「NASDAQとハーバード・ワルブルグの合併を支持する」(米国証券取引所)」(長崎 1月 11日)

○証券取引所の動向:

(25)

"Choreography Fails To Keep Critics In Step With Board: Much of the talk among shareholders at London Stock Exchange's AGM was of resignations", *Financial Times*, 15 September 2000, "LSE Chief Pledges Board Changes: Crickshank stung by frosty reception from general meeting", *Financial Times*, 15 September 2000, "Hounded Out By The Pinstripes From The Shires", *The Independent*, 15 September 2000

(26)

"LSE Crisis Deepens As Chief Fails On Sword: Predator claims Casey resignation proves need for new strategy", *Financial Times*, 16 September 2000, "Job Where Only The Brave Need Apply: Vincent Boland says the London Stock Exchange faces a tall order to replace Gavin Casey as chief executive", *Financial Times*, 17 September 2000

(27)

"Euronext To Make GBP1.2B Bid For LSE This Weekend-Report", *Dow Jones Newswires*, 21 September 2000, "Euronext To Make GBP1.2B Bid For LSE This Weekend-Report", *Dow Jones Newswires*, 21 September 2000

(28) London Stock Exchange, *London Stock Exchange plc: A successful and valuable business: Reject OM Gruppen's bid*, 25 September 2000

(46) ハーバード・ワルブルグの動向

(33)

## 企業調査から見た中国の「コーポレート・ガバナンス（2） ～経営者の資質と昇進経路を中心にして～

王 東明

### 1 はじめに

前回は経営者の意識変化、選任方法およびインセンティブをめぐって中国のコーポレート・ガバナンスの現況と問題点を見て來た。<sup>(1)</sup>ここで現在の中国の経営者は市場と利益を重視し、競争意識が高まってきたことがわかる。一方、激しい市場競争で有能な経営者が求められるようになつたが、主管部門による経営者の任命（八六・六%）が依然多く、経営者の選別、評価およびインセンティブのつけ方が緊急の課題となつていて。今回はこれらの点に関連して、経営者になるためには、どのような資質が必要なのか、どのような人物が経営者に昇進するか、その昇進経路がどうなつていて、企業調査の結果から見ていく。

### 2 経営者の資質

経営者の資質は企業の発展と組織運営にとって極めて重要な要素の一つであり、企業経営の明暗を分ける鍵にもなると考えられる。今まで企業経営者の選任は、党・政（共産党・行政）幹部と同じような基準でなされてきた。つまり「又紅又專」（社会主義・共産主義の政治的傾向と正義感が強く、専門の知識を持つ）あるいは「幹

部の四化」（革命化、若年化、知識化、専門化）という基準で企業幹部を選んだ。企業幹部の選別は「才徳兼備」の原則を重視することが重要であるが、党・政幹部と同じ基準で選別され、同じ行政ランク体系と照準されることがもはや問題であり、企業幹部は「行政人」から「経済人」へと転身することが必要になると考えられる。

米国の場合は、名門のビジネス・スクールの卒業生（M.B.A.・経営管理修士）は企業（特に大企業）の重役・経営者になるケースが多いが、日本の場合は、名門大学出身者が企業の重役・経営者に出世する人も多い。<sup>(3)</sup> 現代社会の経営者は経営手腕と組織能力が欠かせず、高い資質と能力が要求されることが既に西側先進国の常識になつてきている。

一方、中国の場合は、革命成功後の計画経済の時代（五〇年代～七〇年代）においては、「紅軍幹部」（紅軍の出身者）、「八路幹部」（八路軍の出身者）、「解放幹部」（解放前の解放军の出身者）、「土改幹部」（土地改革に参加した幹部）および「文革幹部」（文化大革命時期の造反派）が、時代の変化に伴つて企業幹部の中心的な存在であつたが、また、企業幹部は党・政幹部と同じように、革命に参加した経歴と政治的傾向が重視された時期でもあつた。そして、「改革・開放」政策以後の市場経済への転換期（八〇年代～九〇年代）においては、まず「老幹部」の復権期があつたが、その後は文革前の大学卒業者の登用と文革後の大学卒業者の起用も近年は多く見られ、企業幹部の若年化と専門化が進んで、経営者の資質も次第に高まつてきている。これは時代の要請でもある。<sup>(4)</sup>

### （1）年齢

中国企業家調査系統（二〇〇〇B）によると、<sup>(5)</sup> 経営者の年齢は、三五歳以下は全体の五・六%、三六歳～四五歳は三一・九%、四六歳～五五歳は四七・三%、五六歳以上は一五・二%という数字が出ている。経営者の最も若い年齢層は三六歳～五五歳で約八割（七九・二%）になる。この数字は二年前の中國企業家調査系統（一九九七）の数字（三四歳以下は全体の一・九%、三五歳～四五歳は二九・六%、四六歳～五五歳は四四・九%、五六歳以上は二二・六%）と比べると、若干層の経営者が増加しており、五五歳以下の経営者は七・四ポイント増えた。逆に、五六歳以上の経営者は七・四ポイントト減った。

また、上場企業二三八社の調査資料（表1）を見れば、企業重役の平均年齢は四〇代後半になっている。特に、経営陣の平均年齢（上海企業・四五歳、深圳企業・四六歳）が若く、総經理（社長）の平均年齢は四七歳であり、取締役会長、監事會主席および党書記などのトップ人事のなかで一番若い。<sup>(6)</sup> そして、中国企業経営者の平均年齢

表1 上海・深圳上場企業重役の年齢

項目	上海		深圳	
	平均年齢（歳）	集計人数（人）	平均年齢（歳）	集計人数（人）
董事長（取締役会長）	50	132	51	104
副董事長（副会長）	49	158	50	113
一般董事（取締役）	47	1,004	46	828
小計	47	1,294	47	1,045
総経理（社長）	47	116	47	100
副総経理（副社長）	44	366	45	326
小計	45	482	46	426
監事會（監事役会）主席	51	123	50	95
一般監事（監事役）	44	469	44	368
小計	46	592	45	463
工会（組合）主席	49	29	48	26
工会（組合）副主席	44	7	43	10
小計	47	36	47	36
党書記	50	13	50	31
党副書記	46	18	47	24
小計	48	31	49	55
合計		2,435		2,025

（注）1、重役は兼任のケースがある。

2、一般董事は董事長、副董事長を含まない。一般監事は監事會主席を含まない。

3、238社上場企業の調査。

（出所）「中国證券報」、筆者作成。

と日本企業の経営者と比べて見ると、中国企業の会長（五〇歳前後）、社長（四七歳）は日本企業の会長（大企業・六七・五七歳、中小企業・六一・八七歳）、社長（大企業・六一・六九歳、中小企業・五八・八八歳）との差が大きく、<sup>(9)</sup>中国の企業幹部の若返りが近年進んでいることがわかる。

## （2）学歴

経営者の学歴は、その資質と経営能力を判断する重要な材料の一つであると考えられる。日本はよく学歴社会であるといわれる。名門大学出身者はより出世に有利であることが社会の一般的理解である。一方、中国は歴史的に遠い昔から「科挙制度」が存在し、元々学歴を重視した社会であつたが、革命成功後、特に「文化大革命」の影響で一時高学歴の知識人が批判され、学歴が軽蔑され、学歴の低い「工農幹部」が重用されるようになつた。しかし、改革・開放以降、中断していた全国の大学統一試験が再開され、社会全体が再び学歴を重視し、学歴が昇進の重要な要素の一つになつており、学歴社会にもなりつつある。

近年の経営者の学歴を見ると、表2が示しているように、大卒、短大卒が増えて各々四割前後を占め、うち大学院卒は約一割（九・八%）になつていて<sup>(10)</sup>いる。そして、高校・専門学校卒の比率は現在一割前後であるが、中学校卒以下の比率は減り、現在二%前後である。また、年齢と学歴の関係から見れば、三五歳以下の大卒比率は三五・三%、大学院卒は一七・七%、三六歳～四五歳の大卒は三三・二%、大学院卒は一五・七%、四六歳～五五歳の大卒は三〇・六%、大学院卒は七・六%、五六歳以上

表3 上海上場企業重役の学歴

項目	集計人数 (人)	博士		修士		大学		短大		高卒	
		人數(人)	比率	人數(人)	比率	人數(人)	比率	人數(人)	比率	人數(人)	比率
董事長（取締役会長）	122	1	0.82%	10	8.20%	66	54.10%	40	33%	5	4%
副董事長（副会長）	160	1	0.63%	16	10.00%	80	50.00%	50	31%	13	8%
一般董事（取締役）	928	7	0.75%	67	7.22%	420	45.26%	329	35%	105	11%
小計	1,210	9	0.74%	93	7.69%	566	46.78%	419	35%	123	10%
総経理（社長）	109	1	0.92%	8	7.34%	57	52.29%	41	38%	2	2%
副総経理（副社長）	343	4	1.17%	20	5.83%	133	38.78%	145	42%	41	12%
小計	452	5	1.11%	28	6.19%	190	42.04%	186	41%	43	10%
監事会（監事会）主席	107	0	0.00%	5	4.67%	37	34.58%	49	46%	16	15%
一般監事（監事役）	409	1	0.24%	9	2.20%	124	30.32%	163	40%	112	27%
小計	516	1	0.19%	14	2.71%	161	31.20%	212	41%	128	25%
工会（組合）主席	27	0	0.00%	1	3.70%	6	22.22%	13	48%	7	26%
工会（組合）副主席	7	0	0.00%	0	0.00%	0	0.00%	4	57%	3	43%
小計	34	0	0.00%	1	2.94%	6	17.65%	17	50%	10	29%
党書記	11	0	0.00%	1	9.09%	3	27.27%	6	55%	1	9%
党副書記	16	0	0.00%	0	0.00%	3	18.75%	11	69%	2	13%
小計	27	0	0.00%	1	3.70%	6	22.22%	17	63%	3	11%
合計	2,239	15	0.67%	137	6.12%	929	41.49%	851	38%	307	14%

(注) 1、重役は兼任のケースがある。

2、一般董事は董事長、副董事長を含まない。一般監事は監事會主席を含まない。

3、238社上場企業の調査。

(出所) 「中国証券報」、筆者作成。

表4 深圳上場企業重役の学歴

項目	集計人数 (人)	博士		修士		大学		短大		高卒	
		人數(人)	比率	人數(人)	比率	人數(人)	比率	人數(人)	比率	人數(人)	比率
董事長（取締役会長）	99	0	0.00%	7	7.07%	56	56.57%	30	30%	6	6%
副董事長（副会長）	107	0	0.00%	4	3.74%	42	39.25%	45	42%	16	15%
一般董事（取締役）	738	9	1.22%	32	4.34%	311	42.14%	278	38%	108	15%
小計	944	9	0.95%	43	4.56%	409	43.33%	353	37%	130	14%
総経理（社長）	92	0	0.00%	7	7.61%	42	45.65%	39	42%	4	4%
副総経理（副社長）	302	0	0.00%	12	3.97%	114	37.75%	134	44%	42	14%
小計	394	0	0.00%	19	4.82%	156	39.59%	173	44%	46	12%
監事会（監事会）主席	63	0	0.00%	0	0.00%	31	37.35%	30	35%	22	27%
一般監事（監事役）	317	0	0.00%	4	1.26%	71	22.40%	141	44%	101	32%
小計	400	0	0.00%	4	1.00%	102	25.50%	171	43%	123	31%
工会（組合）主席	21	0	0.00%	0	0.00%	3	14.29%	12	57%	6	29%
工会（組合）副主席	9	0	0.00%	0	0.00%	0	0.00%	6	67%	3	33%
小計	30	0	0.00%	0	0.00%	3	10.00%	18	60%	9	30%
党書記	27	0	0.00%	0	0.00%	8	29.63%	14	52%	5	19%
党副書記	21	0	0.00%	0	0.00%	4	19.05%	13	62%	4	19%
小計	48	0	0.00%	0	0.00%	12	25.00%	27	56%	9	19%
合計	1,816	9	0.50%	66	3.63%	682	37.56%	742	41%	317	17%

(注) 1、重役は兼任のケースがある。

2、一般董事は董事長、副董事長を含まない。一般監事は監事會主席を含まない。

3、238社上場企業の調査。

(出所) 「中国証券報」、筆者作成。

表2 中国企業経営者の学歴

(単位：%)

年	1993	1995	1996	1999
大卒以上	34	42	44	44.6
短大卒	35	38	39	40.1
高校・専門学校卒	23	18	10	13.3
中学校卒以下	8	2	7	2.0

(出所) 中国企業家調査系統（1997）、表1、中国企業家調査系統（2000B）、表2より作成。

の大卒は五〇・七%、大学院卒は一・〇%という数字が出ており、若年層の高学歴（大学院卒）が目立つ。<sup>(11)</sup>

また、上場企業二三八社の調査資料（表3、表4）を見ると、取締役と経営陣の学歴がより高く、上海・深圳企業とも大卒以上の比率は四割を超えていた。特に、経営トップ（取締役会長、社長）の学歴（大卒以上・五割超）がさらに一段と高い。逆に、監査役、組合幹部および党幹部の学歴が比較的低いことが一目瞭然である。近年は企業経営に関わる人材の資質が高いことがわかる。

学歴は人の資質を反映し、一定の能力を示すことが社会の常識であろう。しかし、学歴が高い人が必ずしも能力が高いと限らない。特に、経営手腕と組織力は現場あるいは実際の経験が必要であり、社会環境と市場の変化に適応する才能が求められ、また創造力と革新の心理も経営者にとって重要な素質の一つであると考えられる。

近年、中国の社会は学歴を重視すると同時に、経営者と党政幹部の業績と実際の能力も重視するようになつた。例えば、昨年、天津市政府は赤字が継続している国有企業の経営者に対して次の政策を打ち出した。すなわち、赤字が出た一年目は経営者に「イエロー・カード」で警告する。赤字の二年目は経営者を免職し「下崗」（レイオフ）する。今まで国有企業の経営者は赤字が出てもその責任を負わず、そのまま経営者の席に座るか、あるいは他の国有企业の経営者に転身するか、または行政機関の官僚に転身するいわゆる「易地作官」・「易企作官」のケースが多く見られる。<sup>(12)</sup>今回、天津市政府の措置は無能な経営者に「レッド・カード」を出し、経営者は責任をとつて、個人の痛みを感じて「退場」する形となつた。

### （3）専門分野

近年の経営者は若年化と知識化（高学歴）の傾向があるが、その専門分野はどのようになつてゐるか、次の調

査結果を見ることにしよう。

中国企業家調査系統（一〇〇〇B）では、経営者の専門分野について、文史哲法が六・八%、財経が七・七%、経営管理修士（M.B.A）が七・九%、経営管理が三七・四%、理工農医が三一・四%、その他が八・八%になつていて、経済と経営管理を学んだ経営者の構成は五割（五三%）を超え、最も高い。その次は理工農医（理工系）を学んだ経営者（三割以上）である。そして、四五歳以下の経営管理修士（M.B.A）を取得した比率（三五歳以下・一・一三・八%、三六歳～四五歳・一一・七%）は四五歳以上（四六歳～五五歳・六・五%、五六歳以上・一・九%）<sup>(14)</sup>より高い。<sup>(15)</sup>経営者の専門化が若年層の間に進んでいることが明らかである。

また、経営者の専門化について、中国企業家調査系統（一九九五）の調査では、「賛成」と答える経営者は全体の六五・〇%、「反対」と答えるのは八・一%、「あまり関心を持たない」と答えるのは一六・八%であり、大半の経営者は専門化が必要であると答えた。

そして、現在の経営者が最もほしい人材について、中国企業家調査系統（一九九五）の調査では、「管理幹部」（六〇・一%）、「技術者」（五三・一%）、「販売人員」（四三・六%）、「公共関係のサービス人員」（一七・〇%）、「会計・統計人員」（八・九%）、「その他」（三・七%）という順になつており、企業の管理者と技術者の不足を物語っている。

### （4）政治傾向

中国は共産党の「一党支配」の政治体制であり、経営者の政治傾向と企業内党組織の機能がコーポレート・ガバナンスを考えるうえで、極めて重要な要素の一つであると思われる。

表5 中国企業経営者の政治姿勢

(単位: %)

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

(出所) 中国企業家調査系統 (1997)、表5より作成。

近年、経営者の政治傾向（表5）から見れば、共産党員は九六・五%、無党派は二・八%、他の政党は〇・五%、その他は〇・一%になつておらず、殆どの経営者は共産党員である。国有企业を見れば、経営者の共産党員比率はさらに多く九八・九%になり、民営企業と外資独資企業（一〇〇%外国資本）を見ても、経営者の共産党員比率は六割（六〇%）と四割（四一・一%）に達する。<sup>(17)</sup>

一九九八年現在、中国の共産党員数は六、一〇〇万人になり、全国総人口の五・一%に達した。この数字は日本総人口の半数にも当たる。また、全国の共産党的下部組織（党委員会、支部）は三五〇万個、党グループ（党小組）は五六一万個になっている。<sup>(18)</sup>全ての国有企业に党組織が存在すると考えられる。これは中国の政治制度によるものであり、社会風土と「出世原理」の一つにもなっている。中国の企業経営と統治問題を分析する際、党組織の機能と役割を考察しなければならない。これらの点は別の機会に検討することにしよう。

### 3 経営者の昇進経路

誰が中国の経営者に昇進できるであろうか。元々企業幹部という「経済人」は企業を上手く經營すれば、その業績でしばしば行政機関に抜擢され「行政人」になるケースが多い。また、行政幹部も頻繁に企業幹部に転身し「経済人」となるいわゆる「幹部訓練」のケースも多い。このような「経済人」と「行政人」の人的交流は、中国の幹部制度の一つの特徴である。

徴であり、計画経済の「遺産」でもあると言える。

経営者の昇進前の職から見ると、表6が示すように、まず党政幹部出身者の経営者は、九三年と九四年の一一年とも一割前後である。そして、技術者出身の経営者は三割前後を占め、一方、中間管理者出身の経営者は最も多く、九三年は三七・六%、九四年は四七・三%となつてている。経営者の昇進前の職は中間管理者、技術者および党政幹部という順で構成され、中間管理者と技術者は最も昇進しやすい職であると言える。

一方、経営者になる人物の最初の職業が何かについて（表7）、企業の従業員が一番多く（三一・四%）、二番目は技術者（三〇・七%）、三番目は中間管理者（一四・四%）という順になつていて、経営者の最初の職業が党政幹部である比率（七・一%）は比較的低い。

表6 中国経営者の出身源（1993年、1994年）

(昇進前の職、単位: %)

項目／年	党政幹部		技術者		中間管理者		従業員		その他	
	1993	1994	1993	1994	1993	1994	1993	1994	1993	1994
全体の状況	22.5	20.3	36.0	29.8	37.6	47.3	1.9	0.9	2.0	1.7
国有企业	24.0	21.6	38.5	31.6	35.2	45.5	1.2	0.3	1.2	1.0
集団企業	19.0	18.1	24.8	17.8	46.2	55.9	5.5	4.0	4.5	4.3
三資企業 (外資系企業)	—	13.9	—	36.1	—	46.5	—	1.5	—	2.0

(出所) 中国企業家調査系統 (1995)、表1より作成。

幹部の昇進を含む）ケースという三つの昇進経路があつたと推計できる。ここで経営者の昇進および選任には、企業の管理経験と技術経験が重視されており、市場経済への移行に合わせた

表7 中国経営者の出身源（1997年）

(最初の職業)

職業	党政幹部	中間管理者	企業技術者	従業員	教師	科学技術研究者	農民	その他
比率 (%)	7.1	14.4	30.7	31.4	4.2	3.0	1.9	7.3

(出所) 中国企業家調査系統 (1997)、表4より作成。

大きな変化と言えよう。

また、上海企業の重役の昇進状況から見ると、昇進前の役職（表8・表9）について、上海企業は、工場長・副工場長のケースが最も多く、五割（五二%）を占める。次は中間管理職の三割（三一%）であり、党政幹部は一割（一一%）前後、組合幹部の出身者はわずか四%である。特に、経営者に当たる取締役会長、社長では、工場長・副工場長の出身者が七五%を超えており（<sup>19</sup>）、元の国有企业の工場長・副工場長はそのまま上場企業の取締役会長と社長へと転身したことを物語っている。

そして、深圳企業については、工場長・副工場長から重役になるケースは約四割（三九%）、中間管理職は四五%、党政幹部と組合幹部の出身者は上海企業と同じ比率が出た。重役の中間管理職の出身者は上海企業よりも高い。しかし、工場長・副工場長から取締役会長（八割）、社長（七割）になるケースは上海企業とほぼ同じように高い。

いずれにしろ、上場企業の場合は、中間管理職の昇進が上述の全国調査企業と同じように多い。但し、元の国有企業の工場長・副工場長から上場企業の取締役（会長・副会長を含む）、社長・副社長になるケースも多いことが一つの特徴であると言えよう。同時に、これは国有企业の経営者から上場企業の経営者への「水平昇進」であり、上場企業のガバナンスにとって一つの大きな問題点にもなっていると言わざるをえない。

さらに、上場企業の企業内昇進、主管部門と他企業からの昇進という重役の昇進経路について、上海企業（表10）では、企業内昇進が大半を占め、全体の六五・二九%である。特に、社長、組合主席および党副書記の企業内昇進比率は高く、全体の八割を超えており。主管部門からの昇進いわゆる「天下り」の状況について、全体の

表8 上海上場企業重役の履歴

項目	集計人數 (人)	工場長・副工場長		中間管理職		党・政府関係		組合関係	
		人數(人)	比率	人數(人)	比率	人數(人)	比率	人數(人)	比率
董事長（取締役会長）	132	99	75%	11	8%	20	15%	2	2%
副董事長（副会長）	156	96	62%	33	21%	25	16%	2	1%
一般董事（取締役）	994	578	58%	316	32%	75	8%	25	3%
小計	1,282	773	60%	360	28%	120	9%	29	2%
経理（社長）	120	93	78%	13	11%	13	11%	1	1%
副経理（副社長）	357	220	62%	112	31%	20	6%	5	1%
小計	477	313	66%	125	26%	33	7%	6	1%
監事会（監事会）主席	125	29	23%	37	30%	44	35%	15	12%
一般監事（監事）	405	96	24%	213	52%	62	15%	34	8%
小計	530	125	24%	250	47%	106	20%	49	9%
工会（組合）主席	29	6	21%	12	41%	3	10%	8	28%
工会（組合）副主席	7	1	14%	3	43%	3	43%	0	0%
小計	36	7	19%	15	42%	6	17%	8	22%
党委員	13	5	38%	1	8%	6	46%	1	8%
党委員	18	3	17%	4	22%	10	56%	1	6%
小計	31	8	26%	5	16%	16	52%	2	6%
合計	2,356	1,226	52%	755	32%	281	12%	94	4%

（注）1、重役は兼任のケースがある。

2、一般董事は董事長、副董事長を含まない。一般監事は監事会主席を含まない。

3、昇進前の役職について、兼任の場合は、優先順位に従って一つの役職を選択する。

4、238社上場企業の調査。

（出所）「中国証券報」、筆者作成。

表9 深圳上場企業重役の履歴

項目	集計人數 (人)	工場長・副工場長		中間管理職		党・政府関係		組合関係	
		人數(人)	比率	人數(人)	比率	人數(人)	比率	人數(人)	比率
董事長（取締役会長）	105	85	81%	7	7%	13	12%	0	0%
副董事長（副会長）	110	50	45%	29	26%	29	26%	2	2%
一般董事（取締役）	729	290	40%	366	50%	57	8%	16	2%
小計	944	425	45%	402	43%	99	10%	16	2%
経理（社長）	105	75	71%	19	18%	11	10%	0	0%
副経理（副社長）	322	168	52%	138	43%	13	4%	3	1%
小計	427	243	57%	157	37%	24	6%	3	1%
監事会（監事会）主席	95	11	12%	38	40%	33	35%	13	14%
一般監事（監事）	288	31	11%	192	67%	38	13%	27	9%
小計	383	42	11%	230	60%	71	19%	40	10%
工会（組合）主席	29	0	0%	14	48%	6	21%	9	31%
工会（組合）副主席	7	0	0%	4	57%	0	0%	3	43%
小計	36	0	0%	18	50%	6	17%	12	33%
党委員	20	7	35%	3	15%	10	50%	0	0%
党委員	24	6	25%	10	42%	5	21%	3	13%
小計	44	13	30%	13	30%	15	34%	3	7%
合計	1,834	723	39%	820	45%	215	12%	76	4%

（注）1、重役は兼任のケースがある。

2、一般董事は董事長、副董事長を含まない。一般監事は監事会主席を含まない。

3、昇進前の役職について、兼任の場合は、優先順位に従って一つの役職を選択する。

4、238社上場企業の調査。

（出所）「中国証券報」、筆者作成。

数字（六・九〇%）は少なく、上場企業の「政企分離」（行政と企業の分離）が進んでいることが評価できる。しかし、党書記（二三・〇八%）と取締役会長（一五・八七%）の「天下り」が比較的多く、実権を握るポストと主管部門との関係が比較的密接であることもわかる。そして、他企業からの昇進は二七・九六%であり、比較的多いポストは副会長、平取締役、監査役および組合副主席である。ここで他企業の資本参入あるいは主管部門による人事異動を見る」とができる。

表10 上海上場企業重役の履歴

項目	集計人數 (人)	企業内昇進		主管部門		他企業	
		人數(人)	比率	人數(人)	比率	人數(人)	比率
董事長（取締役会長）	125	88	69.84%	20	15.87%	18	14.29%
副董事長（副会長）	144	78	54.17%	14	9.72%	52	36.11%
一般董事（取締役）	875	518	59.20%	55	6.29%	302	34.51%
小計	1,145	684	59.74%	89	7.77%	372	32.49%
總經理（社長）	108	87	80.56%	9	8.33%	12	11.11%
副總經理（副社長）	328	246	75.00%	18	5.49%	64	19.51%
小計	436	333	76.38%	27	6.19%	76	17.43%
監事會（監事役会）主席	104	68	65.38%	6	5.77%	30	28.85%
一般監事（監事役）	377	250	66.31%	19	5.04%	108	28.65%
小計	481	318	66.11%	25	5.20%	138	28.69%
工会（組合）主席	27	24	88.89%	1	3.70%	2	7.41%
工会（組合）副主席	7	5	71.43%	0	0.00%	2	28.57%
小計	34	29	85.29%	1	2.94%	4	11.76%
党書記	13	10	76.92%	3	23.08%	0	0.00%
党副書記	17	14	82.35%	1	5.88%	2	11.76%
小計	30	24	80.00%	4	13.33%	2	6.67%
合計	2,126	1,388	65.29%	146	6.90%	592	27.96%

(注) 1、重役は兼任のケースがある。

2、一般董事は董事長、副董事長を含まない。一般監事は監事会主席を含まない。

3、238社上場企業の調査。

(出所) 「中国証券報」、筆者作成。

表11 深圳上場企業重役の履歴

項目	集計人數 (人)	企業内昇進		主管部門		他企業	
		人數(人)	比率	人數(人)	比率	人數(人)	比率
董事長（取締役会長）	98	74	75.51%	7	7.14%	17	17.35%
副董事長（副会長）	94	67	71.28%	5	5.32%	22	23.40%
一般董事（取締役）	605	362	59.83%	10	1.65%	233	38.51%
小計	797	503	63.11%	22	2.76%	272	34.13%
總經理（社長）	90	73	81.11%	3	3.33%	14	15.56%
副總經理（副社長）	268	204	76.12%	4	1.49%	60	22.39%
小計	358	277	77.37%	7	1.96%	74	20.67%
監事會（監事役会）主席	78	55	70.51%	3	3.85%	20	25.64%
一般監事（監事役）	241	167	69.29%	1	0.41%	73	30.29%
小計	319	222	69.59%	4	1.25%	93	29.15%
工会（組合）主席	20	16	80.00%	1	5.00%	3	15.00%
工会（組合）副主席	4	3	75.00%	0	0.00%	1	25.00%
小計	24	19	79.17%	1	4.17%	4	16.67%
党書記	23	15	65.22%	2	8.70%	6	26.09%
党副書記	19	14	73.68%	1	5.26%	4	21.05%
小計	42	29	69.05%	3	7.14%	10	23.81%
合計	1,539	1,050	68.23%	37	2.40%	453	29.43%

(注) 1、重役は兼任のケースがある。

2、一般董事は董事長、副董事長を含まない。一般監事は監事会主席を含まない。

3、238社上場企業の調査。

(出所) 「中国証券報」、筆者作成。

深圳企業（表11）では、全体の状況は上海企業とほぼ同じである。上海企業と比べれば、企業内昇進はやや高く、「天下り」は少なく、他企業からの昇進はやや高いという数字が出ている。深圳の上場企業は華南地区の企業が多く、地理的に香港と隣接して、より資本主義の手法を取り入れていると考えられる。

#### 4 むすびにかえて

以上、見てきたように、近年の企業経営者は「四化」（革命化・共産党員化・若年化・知識化・専門化）が進み、その資質を高めていることがわかる。また、経営者の昇進と選別については、企業内の管理経験、技術経験および業績が重視され、企業内昇進、中間管理職の昇進および技術者の昇進が多く見られることが時代の変化とも言える。同時に、これらの変化は社会主義の政治体制の下で、党政支配を維持しながら、市場経済への移行に応じた専門経営者の台頭を意味する。しかし、国有企業の経営不振から見れば、経営者が本格的な「経済人」としての能力を身につけているかどうか、また「政企分離」と経営者の評価基準をどのように設定したらよいのかが今後の課題であろう。

注

(1) 抽稿「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して～」「証研レポート」（N.O. 一五八六）、二〇〇〇年九月号を参照。

(2) 海外経済協力基金開発援助研究所編纂（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）、七一頁、表2、表3、表9を参照。〈調査時期：一九九六年、調査対象：約八〇〇社、国有

工業企業の一%未満)

(3) 橋木俊詔編(一九九五)「昇進」の経済学 東洋経済新報社を参照。

(4) 唐亮(一九九七)「現代中国の党政関係」慶應義塾大学出版会 木崎翠(一九九五)「現代中国の国有企業—内部構造からの試論」財団法人アジア政経学会を参照。

(5) 中国企業家調査系統(二〇〇〇B)「中国企業經營者隊伍制度化建設的現状与発展」—〇〇〇年中国企業經營者成長与发展專題調査報告」「管理世界」一〇〇〇年第四期。(調査時期：一九九九年八月～一月、調査対象：企業經營者、調査企業の類型：国有・集団・私営・聯営・株式合作制・株式会社・有限会社・外資系・その他国内企業、有効回答：三、五六一人、有効率：三五・六%)

(6) 調査対象の經營者は、取締役会長は全体の三九・四%、總經理(社長)は五八・二%、工場長は二四・六%、党書記は三三・五%、その他は五・六五%となっており、またボストの兼任があるため、合計の比率は一〇〇%を超えている。中国企業家調査系統(二〇〇〇B)、九三頁、表2を参照。

(7) 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」—九九七年中國企業經營者成長与發展專題調査報告」「管理世界」一九九七年第四期。(調査時期：一九九七年、調査対象：企業の法人代表者、調査企業類型：国有・集団・外資系・民営・株式制・その他企業、有効回答：三、一五四人、有効率：三一・五%)

(8) 描稿「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」(第三三号)、一〇〇〇年一月。一三八社上場企業(上海：一三三社、深圳：一〇五社)の調査は、一九九六年から一九九九年前半までの「上場公告書」と「目論見書」(中国証券報)の中の会社重役の履歴書を整理したものである。

(9) 橋木俊詔編(一九九五)「昇進」の経済学 東洋経済新報社、四一頁、表2-1を参照。

(10) 中国企業家調査系統(二〇〇〇B)、表2を参照。

(11) 中国企業家調査系統(二〇〇〇B)、表3を参照。

(12) 張涛「天津国企駆逐『南郭先生』」「人民日报(海外版)」一九九九年六月一八日。また、一九九七年的一年間に、天津市は国有企业の従業員代表大会を通じて民主管理と民主監督を行ない、不適格な国有企业幹部に対して、六三三人を免職させ、一、五五一人を降格あるいは他企業と他部門に転職させる罰則をとった(『中国改革報』一九九八年四月一六日)。その他、国有企业の經營者責任については、「各地で經營者を問責、現場から『国有企业改革』、解任制度導入など具体化」「中国巨龍」一九九七年五月一〇日、「天津百余不称職国企領導被免職、降職」「中国改革報」一九九七年九月一日、「敗家者下台創業者上馬、湖南津市企業扭亏增盈從人着手」「中国改革報」一九九七年九月三日などの報道もあり、經營者は經營責任をとる形となつた。

(13) 「湖北省常委、組織部長黄遠志宣布：国企老總一律競聘上崗」「中国改革報」一九九七年一月一八日。曹新「從『行政人』到『經濟人』——為国企老總競聘上崗叫好」「中国改革報」一九九七年一月一八日。

(14) 中国企業家調査系統(二〇〇〇B)、表2、表4を参照。

(15) 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4を参照。(調査対象：企業の法人代表者(工場長・社長)、調査企業の類型：国有・集団・三資(外資系)・その他企業、有効回答：二、七五六人)

(16) 中国企業家調査系統(一九九五)、表8を参照。

(17) 中国企業家調査系統(一九九七)、表5を参照。

(18) 「人民日报(海外版)」一九九九年六月一八日。

(19) 陳湘永など「我国上市公司「内部人控制」研究」「管理世界」、二〇〇〇年第四期、一〇四頁を参照。

#### 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」一九九五年第二期。
- 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（一九九八A）「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（1）」「管理世界」一九九八年第一期。
- 4 中国企業家調査系統（一九九八B）「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（1）」「管理世界」一九九八年第一期。
- 5 中国企業家調査系統（1999A）「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卷跟蹤調查報告」「管理世界」一九九九年第一期。
- 6 中国企業家調査系統（1999B）「中国企業經營者隊伍制度化建設的現状与發展」一1999年中国企業經營者成長与發展專題調查報告」「管理世界」一1999年第四期。
- 7 海外経済協力基金開発援助研究所編纂（一九九八）「東アジア移行經濟（中国とベトナム）の国有企业改革」（OECD research papers; no. 24）。

（おう ジゅうじ・当所主任研究員）

## PTS業務の定義をめぐる日米比較

清水 葉子

### はじめに

一九九八年十二月に改正証券取引法が施行されたことを受けて、証券会社が商業ベースで証券の取引システムを運営することが可能となつた。これは、ひとつには証券取引法の改正によつて取引所集中義務が撤廃され、市場仲介者である証券会社が、取引所外で付け合せやクロスを行うことが法的に可能となつたことによる。証券会社が取引所外取引を行うにあたつて顧客投資家や他の証券会社との間に私的な情報通信網を張りめぐらせて取引処理を効率化するようになると、限りなく取引所に近い機能を持つようになり、市場と市場仲介者の境界が曖昧になつてくる。こうした事態に対応するため改正証券取引法では、証券会社の運営する取引システムに一定の定義を与えて規制を課すこととなつたのである。このことには、情報通信技術が発達し、取引所と同等の市場機能を果たすシステムが技術的には容易に構築可能となつたことも大きな影響を持つてゐる。

さて、このような証券会社が運営する取引システムは日本ではPTS業務と呼ばれているが、こうしたシステムを既存の市場規制の中に位置付けて適切な定義を与えることは一般に難しく、こうしたシステムが多く運営されているアメリカでも大きな問題となつてゐる。というのは、取引所集中義務が撤廃されている下では、証券会社は通常のブローカー・ディーラー業務の一環として取引所外取引を手掛け顧客からの注文に自己売買で応じたり顧客注文どうしを店内で付け合わせたりする活動を行つてゐるため、こうした活動との区別が容易でないから

である。

証券会社がこのような通常の取引所外取引業務の一部あるいは大部分をコンピューター化して行うことは、業務の効率化の点からもコスト削減の点からも望ましいことであると考えられる。しかしながら、コンピューター化を進めたために、証券会社が電子処理組織を用いて証券市場と類似のサービスを行うPTS業務に該当した場合には、所定の条件を満たした上で金融再生委員会の認可を受け、追加的な規制義務を負う。このため、証券会社の行う通常の証券売買の仲介業務がPTS業務に該当しないかどうかが明確でないと、コスト削減などの観点から見て望ましいコンピューター化まで阻害されることになりかねない。したがってこの点ではPTSの定義が必要以上に拡大解釈されることは望ましくないと思われる。

また一方、証券取引所が開設する有価証券市場は、金融再生委員会の免許を受けて開設する市場であって、取引所としての様々な規制義務を負う。PTS業務は一定程度の市場機能を果たすため、これが取引所市場として認定されてしまうと過重な規制義務を負うことになり、PTS業務が運営しにくくなる可能性がある。この点では、取引所市場とPTS業務の境界も明確である必要があると考えられる。

このように、PTS業務を規制するに際して問題となるのは、PTS業務を（A）証券会社が行う通常の証券売買の仲介業務とどのように区別するのか、（B）証券取引所が開設する有価証券市場とどのように区別するのか、という二点であると考えられる。

### 日本のPTS規制

日本では、証券会社のPTS業務は、証券取引法によつて、「有価証券の売買又はその媒介、取次ぎ若しくは代理であつて、電子情報処理組織を使用して、同時に多数の者を一方の当事者又は各当事者として次に掲げる売買価格の決定方法又はこれに類似する方法により行うもの」（第一条八項七号）と定めている。

PTSでの売買価格の決定方法は、同条において次の四種類が挙げられている（表1）。すなわち、（イ）取引所上場有価証券について当該取引所での売買価格を用いる方法、（ロ）証券業協会による店頭登録証券について証券業協会が公表する売買価格を用いる方法、（ハ）顧客の間の交渉に基づく価格を用いる方法、（二）その他、総理府令・大蔵省令で定める方法、である。

このように日本のPTS業務は、（1）電子情報処理組織を使用して、（2）同時に多数の者を一方の当事者又は各当事者として、（3）規定の価格決定方法によって行うもの、とされていることが分かる。しかしながら、価格決定方法の詳細については、証券取引法だけからは明らかでない。

これに関して、証取法第二十九条第一項第二号では、PTS業務を営もうとするときは、証券会社は金融再生委員会の認可を受けなければならないと定めているが、認可にあたつては、金融庁が設けた事務ガイドラインに価格の決定方式についての留意事項が示されている（表2）。PTS業務での価格決定方法に関しては、「当該業務における売買価格の決定方法が、証券取引所と同程度の高い価格形成機能を持つ方法によって行われるものではないこと」とされ、認可にあたつては、「私設取引システム運営業務を行つに当たつては、

証券取引所と同程度の高い価格形成機能を持つないようにするものとする」という条件を付すことが定められている。

このように、日本のPTS規制では、証券会社の運営する取引システムであるPTSと証券取引所とを分けているのは、「高度な価格発見機能」の有無であると考えることができる。では、「高度な価格発見機能」とは具体的にはどのような価格決定方式を指していると考えられるだろうか。

- 今年五月に成立した改正証券取引法では、証券会社が運営するPTS業務は、第八十二条二項の「有価証券市場は、金融再生委員会の免許を受けたものでなければ、開設してはならない」とする規定から除外されるが、この除外規定は「競売買の方法その他の総理府令で定める方法を定めて行う場合」には適用されない。大崎(一〇〇〇)<sup>(1)</sup>、横山(一〇〇〇)<sup>(2)</sup>では、いざれもこれをガイドラインが示している「証券取引所と同程度の高い価格形成機能」の具体的な表現と見ており、PTS業務が証券取引所と同等の有価証券市場開設免許を要求されないで済むためには、「競売買」による価格形成を行なつていなことが要求されるような規制になつていると見ていく。このことは、実際のPTS業務の認可例を見ても妥当な解釈であると考えられる。

表2 金融庁の事務ガイドライン(3-1-3) 私設取引システム運営業務に係る留意事項

- (1) 当該業務を管理する責任者が証券業務の経験を原則として5年以上有する者であり、当該業務を行う部署が業務の遂行に必要な組織および人員配置となっていること。  
(2) 当該業務において顧客の本人確認を行う方法が確立していること。  
(3) 当該業務における売買価格の決定方法が、証券取引所と同程度の高い価格形成機能をもつ方法によって行われるものではないこと。また、顧客の間の交渉に基づく価格を用いる方法による場合には、有価証券の売出しに該当するような売買条件の提示を、法令上の義務を果たさず行ってはならない旨を顧客に周知徹底する方法が確立していること。  
(4) 当該業務においてインサイダー取引等の取引の公正を害する売買等を排除する方法が確立していること。  
(5) 当該業務の認可に際しては、次に掲げる条件を付すものとする。  
① 「私設取引システム運営業務を行うに当たっては、証券取引所と同程度の高い価格形成機能をもたないようとするものとする。」  
② 「公益又は投資家保護のために必要がある時は、その限度において、新たな条件を付すことがある。」

関して、「『競売買』などの『価格形成機能の高い』価格決定方法を採用する電子取引システムを取り扱うとして厳しく規制する」という趣旨の「見受けられる」が、「厳しい規制を必要とするような公益性が、特定の価格決定方法を採用することによって必然的に生まれるものであるかどうかは大いに疑問である」とし、「取引高がわずかで、市場全体に及ぼす影響も大きくなり電子取引システムが、特定の価格決定方法を採用しようとするだけで、そうした厳しい規制に服すべきとする合理的な理由があるように思われない」としている。

### アメリカでの非取引所取引システムの定義

さて、すでに紹介したように、アメリカでは日本のPTS業務にあたるような証券会社が運営する取引システムを総括的にATSと呼んで一九九九年四月から新しい規則を施行し、取引所規制や証券会社の従来の売買仲介業務などとの整合性をはかった。新規制では、証券取引所の定義を機能面に着目して拡大し、証券会社の運営する取引システムであるATSも定義上は取引所とまったく同じ扱いとするが、別途定めるRegulation ATSと呼ばれる規制義務に従うATSは、自主規制義務などをともなう取引所登録を免除して証券会社として運営できるとした。

この新規制によれば、取引所は新規則3-b-16によって新しい定義解釈が与えられ、(1)複数の売手と買手の注文を集め、(2)物理的施設の有無に関わらず、確立された裁量性のない方法によって注文間の交渉が行われ、取引条件の合意に達するもの、とすることが定められた(表3、4)。たとえば、競売買(オーケション)制を採用する既存の証券取引所は、複数の売手と買手が参加し、価格優先・時間優先などの裁量性のないルールの下で付け合せ・執行が行われるので当然ながらこの定義にあてはまる。この規定は、ATSも当然にこ

の定義に含まれることを前提としており、取引所とATSの定義上の違いは、取引所は自主規制を行うが、ATSは行わないという点のみである。

以上から、ATSを証券取引所が開設する有価証券市場とどのように区別するのか、という点に関しては、アメリカではATSが取引所と同じ取引機能を有することを定義上認めてしまい、両者の間に取引機能の面では全く区別が設けられていないといふことができる。もつとも、例外規定として、一定以上の取引高シェアを持つATSは、取引所登録を求められることがあるほか、Regulation-ATSの内容も取引高の大きさいATSにより厳しい規制義務を定めているので、取引所とATSとの事実上の線引きは取引高シェアの大小によって行われていると言つてもよいと考えられる。

このように、アメリカでは、取引所とATSとは定義上同一であり、実質的な規制の厳しさの線引きは量的な基準によって明確に行われてしまった。このため、新規制が発表された時点では、日本とは逆に、むしろ証券会社の従来の業務との線引きの方に関心が集まつたようである。それでは、アメリカでは証券会社が行う通常の取引所外取引とどのように区別するのか、という点は、どのように規定されているのだろうか。証券会社の通常の売買仲介業務がATSの定義にあてはまってしまうと、ATSとしてSECへの届出をしなければならないほか、Regulation-ATSと呼ばれる規制に従わなくてはならないからである。これについて、以下でやや詳しく見てみよう。

アメリカの新しいATS規制では、既に述べたようにある取引業務がATSも含めた取引所の定義にあてはまるためには、規則3b-16(a)の定義によつて、(1)複数の売手と買手の注文を集め、(2)物理的私設の有無に関わらず、確立された裁量性のない方法によつて注文間の交渉が行われ、取引条件の合意に達するもの、という二つの条件の両方を満たしていかなければならない。さらに規則3b-16(b)で(1)単なる注文回送のためのシステム、(2)(i)単独のディーラーの気配システム、(ii)ナスダックのマーケット・メーカーの活動、がこの定義から明示的に除外されている(表4)。

さて、通常の証券業務あるいはその類似業務でATS業務に近い活動をしていると考えられるのは、たとえばどのような活動だろうか。これについてSECは規制リリースの中で具体的な例を挙げて方針を示している。<sup>(4)</sup>代表的な例を紹介してみよう。

まず、証券会社のブロック取引デスクでの取引であるが、証券会社自分が相手方となつて取引を受ける場合には、売り買いどちらか一方が一主体となるので定義の(1)複数の売手と買手、という部分に該当せずATS

表3 規則3b-16による取引所定義解釈

- (a) いかなる組織、社団、個人の団体であれ、次の条件を満たす場合、証券取引所法第3条(a)(1)で定める（中略）証券取引所とみなされる。すなわち、そうした組織、社団、個人の団体が、(1)複数の売手と買手の注文を集め、かつ、(2)確立された、裁量性のない方法によって（取引施設を提供するのである、取引規則を定めるのである）、そうした注文が相互交渉され、注文を出した売手と買手が取引条件の合意に達するもの。
- (b) 組織、社団、個人の団体は、次のような活動を行つてゐるだけである場合には、く証券取引所法第3条(a)(1)で証券取引所と定義するようない（中略）市場もしくは施設を構成、維持、提供しているとは見なされない。(1)注文を執行のために国法証券取引所、証券業協会が運営する市場もしくはブローカー・ディーラーに回送する場合、もしくは(2)単独のディーラーの気配に対しても注文を入力させ、(i)業務の一部としてたまたまディーラーやその被傭者以外の者に表示されていなかつた注文と付けあわされる場合、または(ii)自主規制機関に登録されたマーケット・メーカーとして行う活動の中で、マーケット・メーカー、他のブローカー顧客の指値注文を表示し、(A)顧客の注文をそうして表示された指値注文と付け合わせ、(B)マーケット・メーカー業務の一部としてたまたまマーケット・メーカーやその被傭者以外の者に表示されていなかつた注文とクロスされたり付けあわされたりする場合。

表4 規則300(a)によるATSの定義

ATSとは、組織、社団、個人、個人の集団またはシステムであつて、(1)証券の売手と買手を集め、(2)その他の方法で証券に関して通常証券取引所法規則3b-16で言う証券取引所の果たす機能を果たす市場、もしくは施設を開設、維持もしくは提供するシステムであり、(3)そうした組織、社団、個人、個人の集団またはシステムにおける参加者の行為以外の参加者の行為を管理(govern)する規則を制定せず、取引から除外する以外の罰則を設けないもの。

の定義から免れる。また複数顧客間でのクロスが行われた場合でも、顧客や証券会社に執行に関する裁量権が一定程度あり、完全に裁量性のない方法によつて取引が行われているとは言えないので、定義にはあてはまらないと言える。

同様に、上場証券を取引所外で自己売買によつて自動執行している第三市場ディーラーの場合には、自動化の程度によつては裁量性のない方法による付け合わせが行われているケースもあると思われるが、証券会社が自己で受ける注文は売買の片方が一主体となり、売手・買手とも複数という部分に該当しない。

また、掲示板や情報ベンダーが複数の売手と買手の明確な取引意志をスクリーンに表示している場合には、定義の前半（1）には該当すると言える。しかし、こうしたベンダーなどは執行のためのシステムを備えていないのが通常であり、この場合には執行のためにはシステム外でコンタクトせざるを得ないので定義には該当しない。とはいっても、ベンダーなどが第三者と契約して執行システムを提供させ、裁量性のない方法で付け合わせをして外部の執行システムへ回送するなどというケースでは、全体の機能としてこの定義から免れるることはできない。

債券などのインター・ディーラー・ブローカーのスクリーンなどのシステムは、たとえ執行の注文が電話など旧来テクノロジーでなされる場合でも、複数の売手と買手が参加し、明確な取引意図としての注文がスクリーンに表示されるケースが多く、その場合定義の前半（1）には該当する。インター・ディーラー・ブローカーの付け合わせ・執行の方法に裁量性があるかどうかは個々に判断されるが、通常は裁量性がないと見なされるだろう。

主要既存市場などで決定された価格を用いて注文をクロスさせる「パツシヴ・システム」の場合のSECの見解はやや流動的である。SECは、こうしたシステムは価格発見機能は備えていないものの、複数の売手・買手システムのオペレーターには全く裁量性がないため、定義にあてはまらないとは言えないが、ATSと全く同じ価格発見機能上の規制の必要性はないのでATSと同等の規制義務を負う必要はないが、今後も監視を続けると述べている。

### おわりに

日本と比較した時のアメリカの規制の特徴はどうなところにあるだろうか。アメリカでは、システム化的程度や価格決定方式などによる区別をするのではなく、機能面での区別をした結果、取引所とATSを定義上同一と認めた上で取引高シェアの大小という量的な線引きをし、一方でブローカー・ディーラーの行う通常の証券業務との間の区別を慎重に行つていていることであろう。これに対して、日本では、取引所とPTS業務との区別を価格決定方式によつて区別し、競売買に代表される「高度な価格決定の方法」を用いた場合には取引所免許を必要とする規制になつていると見える。一方で通常の証券業務との線引きは、「電子情報処理組織」の利用の有無と、「同時に多数の者を一方の当事者又は各当事者として」いるかどうかによつてなされていると見てよいのではないかと思われる。

証券取引所とPTS業務の線引きに関しては、価格決定方法によつて区別をすることの合理性が明確ではないという指摘が行われていることはすでに述べたが、もう一方の通常の証券業務との線引きの点でも日本の規制の合理的な根拠は十分明らかではないと思われる。電子情報処理組織のという言葉の意味する中身が明らかではないためにコストや効率性の点で望ましいと考えられるシステム化まで抑制される可能性があるなら問題がないと

は言ふな」と思われる。

注

- (1) 大崎真和 (1000) 「株式会社形態の取引所を認める証券取引法改正」『資本市場クオータリー』1000年夏号。
- (2) 横山淳 (1000) 「わが国における取引所外取引の現状と課題」『証券経済研究』第156号、1000年7月。
- (3) 清水葉子 (一九九九) 「米国ATS規制の最終案(上)、(下)」「証券レポート」1567、1568号、一九九九年一一月、11月。

- (4) Securities and Exchange Commission(1998) "Regulation of Exchanges and Alternative Trading Systems" Release No.34-40760, Dec.22, 1998.

(5) 通常の売買仲介業務とATのとの線引きをどうするかのECAの関心の一環は、NASDAQの登録マーケット・メーカーの活動がATSの規定にあてはまってしまわないかといった。NASDAQのマーケット・メーカーは、見方によればひとりひとりが市場機能に近い機能を果たしていくと言ふべきでもないからである。マーケット・メーカー業務は、取引の相手となるのが常に単独のマーケット・メーカーであるので、上の規定の(1)複数の売手と買手を集め、ところに該当しない。しかしながら、マーケット・メーカーのブックの中でたまたま顧客注文どうしが付けあわされたりクロスしたりする可能性もあるので、明確化のためにマーケット・メーカーとATとの定義から除外することを規則3b-16 (b)(2)で明示しているのである。ゆいとお個々のマーケット・メーカーはこの定義にあてはまらないが、NASDAQ市場全体としては同規則による取引所の定義を満たしてぶるといふ。

(しむぎ よつこ・財政主任研究員)

## バルチャード・ファンドと企業再建

松尾 順介

はじめに

米国倒産手続きにおける特徴の一つは、倒産手続きが裁判所や管財人ではなく、当事者主導で進められることがある。その過程にバルチャード・ファンドは収益機会を見出し、介入するわけであるが、バルチャード・ファンドの介入が手続きをより迅速にするのか、逆に遅延させるのかについては、必ずしも一概にいえない。

例えば、本誌五月号で紹介したように、バルチャード側が最終的に倒産企業に対して敵対的買収を仕掛けた場合、被買取企業側と泥沼の買収合戦を開くことになり、この場合倒産手続きはむしろ遅延する可能性がある。つまり、バルチャード側は自らの収益を最大化させるインセンティブを持つている以上、そのための手段を選ばず、極めてアクティブな投資行動を選択することが考えられる。しかし、一般に倒産手続きの長期化は企業価値を低下させるため、バルチャード側の回収額の低下につながるとともに、投資期間も長期化させるため、期間収益率の低下にもつながる。したがって、バルチャード・ファンドは潜在的に倒産手続きを迅速化するインセンティブを持っていると考えられる。

本稿では、バルチャード・ファンドが介入したことによって倒産手続きが迅速化した事例として、コレコ・インダストリーズの事例を紹介する。<sup>(1)</sup>

## 1 コレコ・インダストリーの倒産

一九七七年、コネティカット州ウェストハートフォードで創業四五年を迎えた同社は、テルスターの白黒ビデオ・ゲームを発売して好業績をあげ、同商品の売上げが落ち込むと、今度は一連のフットボールや野球の携帯型電子ゲームで盛り返し、一九八二年にはコレコ・ヴィジョンのビデオ・ゲームへと続いた。だが、競争の激しいビデオ・ゲーム業界にとつて、一九八三年は長い斜陽の始まりの年だった。コレコのアダム・コンピューターは、モジュールを装着するだけでパソコンとしても使える、一〇〇ドルのビデオ・ゲーム・システムになるはずだったが、技術、生産両面の問題から大失敗に終わり、同社は倒産の危機に瀕した。この危機を救ったのは、キャベツ畠人形だった。キャベツ畠人形は顔の潰れたような素朴な風貌の人形で、国中の子供たちの心をつかみ、ブームとなつたため、同社は一時的に立ち直りを見せた。しかし、やがてブームは去り、一九八六年になると、売上げは一年間で六億ドルから一気に二億七千万ドルへと傾き、翌年には一億二千七百万ドルにまで落ち込んだ。コレコの損失は拡大し、資金不足も目立ち始めた。コレコは売上げの挽回を図るために人形の生産を強化したが、コストは膨らみ負債額はみるみる増加した。一九八八年の第一四半期、経営陣は、社債権者に対しては利益の大半を償還資金に充てて償還したが、銀行からの追加融資は受けられず、事実上、コレコの営業活動は停止した。一九八八年五月、コレコ創業者の息子であるアーノルド・グリーンバーグ会長が退陣し、その後任には取締役副社長のモートン・ハンデルが就任した。

## 2 バルチャードの介入

同社に介入したバルチャードのマネージャーであるルービンは、当初からコレコを投資対象として選んだわけではなく、きっかけはあるプロの個人投資家がコレコの債券を持ち込んできただけだった。そのポートフォリオの中にコレコ社債が含まれていたのだが、ディストレスト債券をどのように扱えばよいかわからず、現金化するように依頼してきたのだが、ルービンはこの申し出に難色を示した。同社の債券は、一九八八年の夏の相場は額面一ドルにつき約一八セントとなっていたが、どうみてもこれらの債券にそれほどの価値はなかった。そこで、折衝の末、ルービンは独自な手数料を契約して売却に乗り出した。

コレコが倒産の瀬戸際に立っていることは確実だった。ルービンが初めて同社のバランスシートを調べたとき、資産側のバータード・アドバタイジング・クレジットという見慣れない項目があることを見つけた。それは八千万ドル以上という巨額であり、調査の結果、コレコは在庫商品を担保に、テレビ広告枠を信用買いしていた。しかし、一ドル分の広告時間を実際に得るためには、そのクレジットの五〇セントに現金五〇セントを上乗せして支払わなければならぬ仕組みになっていた。つまり、この項目は一億六千万ドルの広告費を意味していたが、それは向こう何年間も手がつけられない資産、活用するには費用のかかる資産であった。追い詰められたコレコにとって、この資産はほとんど価値がないと思われた。

彼がコレコ債券を購入した直前の一九八八年七月一日、同社はついに、ニューヨーク州倒産裁判所に倒産手続きを申請した。一〇日後、マンハッタンのダウンタウンにある連邦管財官事務所で、話し合いが持たれた。そこでハリー・ジョーンズ連邦管財官が、ルービンとその他一四名を、四億三千五百万ドル余りの負債を抱える無担保債券者委員会の代表に任命した。委員会にはマサチューセッツ・ファイナンシャル・サービスなどの団体やD&Eパッケージングといった納入業者も含まれていたが、その中でルービンが直ちに委員長に選出された。彼は大口債権者ではなかつたが、倒産に関わった経験もあり、何よりも本人がこの問題には力を入れたいと申し出

ていた。当時、バルチャヤー投資では新参だったルービンは、ここで名を挙げようとしていたのである。

債権者委員会は、更生計画案に債権者の声を反映する協議の場であり、通常その委員長に最も発言力があった。コレコの件と相前後する一九八〇年半ばから後半にかけて、ルービンはアメリカン・ヘルス・ケア・マネジメントの倒産で、その株主委員会委員長として巧みに再建を手助けした。また、テキサス・アメリカン・バンクシェアズの倒産では、無担保債権者委員会の委員長を務め、カーディスの倒産でも債権者委員会の委員長を務めた。さらに一九八九年には、リゾーツ・インターナショナルのワークアウトで債権者委員会委員長も兼任することとなつた。

### 3 さらにバルチャヤー投資家の介入

コレコの倒産申請以前から、ストルツク・ストルツク・レイバン法律事務所のコレコ担当の弁護士たちは、同社の八千五百万ドルにのぼるコレコの銀行債務の買い手となるバルチャヤー投資家を探していた（ハンデルによると、買い手を探していたのは銀行側の方だったとのことである）。そこで、R・D・スマスのランドール・スマス、ドレクセル・バーナム・ランペールのワークアウト担当で元共同CEOのポール・リービ、アイザック・パールマッターなどといった、多数の資金力のあるバルチャヤー投資家を訪ねた。このパールマッターこそは、コレコの帳簿に記載されていたアドバタイジング・クレジットを、何年にも渡つて在庫商品と引き換えに提供してきた人物である。彼は売れ残った在庫商品のバイヤーで、時には倒産の払い下げ品にも手を出していた。ポール・リービは一旦取引に応じてきたが、銀行の同意が得られず後に手を引いた。倒産申請直後、パールマッターとパートナーのバーナード・マーデンは、短期間のうちに約五千万ドルという安値で銀行債務を受けた。なおも執拗な条件交渉を続けるとともに、同社が資金繰りに窮していたため、その銀行債務の担保になつていた資産に劣後抵当権を付けて、同社がさらに銀行借り入れを行なうことにも同意した。

一九八八年、コレコの銀行債務を買取つたパールマッターとマーデンは、同社の上位債権者に格付けされた。アドバタイジング・クレジットの件で、すでに懐疑的だったルービンは、この一人に漠然とした不信感を抱いていた。また、会社資産から上位債務を支払うと、一銭も残らないというパールマッターの意見にも落胆した。これは社債権者へは何も残らないということであり、もちろん債権者委員会には受け入れがたい見解である。

八月の始め、委員会はようやく弁護士として、ジョーンズ・デエイ・リービス＆ボーグ法律事務所に属するマーク・カーシュナーを選任した。その夏の終わりに、ジョーンズ法律事務所の会議室に集まつた委員会メンバーは、顧問を交えて最初の戦略会議を開いた。ルービンはさまざま意見が対立するのを、黙つて聞いていた。納入業者は事業の継続を強く望み、証券を額面で購入している社債権者らは、経営陣が主張しているほどに、事態が悪化しているはずないと主張した。また、安値で購入したバルチャヤー投資家にいたつては、経営陣の一掃を望んだ。しかし、ルービンは意見を異にしていた。彼は経営陣については、白紙の気持ちでこの場に臨んでいた。確かに彼らは事業を混乱に陥れたが、チャプター・イレブン企業の経営陣を一新することの困難さも、よく理解していた。経営陣の一新は、企業経営にダメージを与える場合があり、コストもかかる。また、新経営陣が旧メンバー同様に、出来の悪い可能性があるからである。さらに、最も懸念しているコレコのアドバタイジング・クレジットの問題について、バランスシートの記載事項が非常に疑わしいこと、会社側との交渉でこれが命取りになり得ることを説明した。九月二〇日、カーシュナーの法律家チームがこの件に関して、パールマッターとマーデンの過去数年間の取引を調査する許可を裁判所に申請した。もし、疑わしい事実が発覚すれば、委員会は訴訟

をてここに、更生計画案で有利に立ち回れるかもしない。社債権者もパールマツターとマーデンが新規購入した銀行債権から、少しでも弁済してもらう可能性もある。社債権者に支払うだけの会社資産が本当にならないのではれば、彼らも何か他の方法で少しでも搾り取ることを考えざるを得ないだろう。一〇月二八日、カーシュナーは裁判官からゴーサインを受け取った。

通常、やり手のパルチャヤー投資家であれば、自らの取り分を引き出すためにも、倒産会社の資産価値をかなり正確に把握している。だがコレコの場合、秋から冬にかけて充分に調査して話し合った結果、会社資産はないに等しく、無担保債権者には事実上何一つ残らないことがわかつた。これは、一九八九年一月にコレコによる、会社側はパールマツターとマーデンに対する銀行債務分でさえも全額は支払えないことを示唆しており、大変失望する内容だつた。その差額補填として、二人には新会社の株式の過半数を超える五五%を、また無担保債権者に対しては、社債及び株式三六%を与えるとしていた。コレコは無担保債権者の回収率を一ドルに対しても約一三セントと計算していたが、委員会の推定では、わずか五セントであった。提案は受諾できない、と委員会は返答した。会社にはもつと支払い能力があるはずだ。この時点でルービンは、コレコが債権者の利益を優先には考えていないと確信するようになつた。あるいは、長い仕事のつきあいから、自然とパールマツターの肩を持つているに違いないと考えた。

#### 4 訴訟

コレコが更生計画案の草案を提示したすぐ後に、委員会の顧問がアドバタイジング・クレジットに関する膨大な調査レポートを伝えてきた。そこには、コレコが債務超過に陥ったとき、広告時間枠のクレジットと引き換えに、提示金額をはるかに下回る値で商品が引き取られたことが記されていた。委員会の顧問は、本件を起訴する際、これは財産の詐欺的譲渡申立の根拠になると確信した。パールマツターとマーデンに詐欺的譲渡された商品金額は七、一〇〇万ドルにのぼつた（一億四、四〇〇万ドル相当の商品金額と引き換えに、コレコは現金七、三〇〇万ドルと広告枠を受け取つたが、この広告枠について債権者委員会は評価ゼロとしている）。また、債権者委員会の弁護団は、このコレコへの支払いは「悪意」でなされたと見ていた。

もしパールマツターに損害賠償させることができれば、コレコの資産価値が増えることになる。そこで、ルービンは委員会がこの点に的を絞るようにしむけていった。委員会は直ちにパールマツターとマーデンに対しても、七、一〇〇万ドル及びその金利に対する損害賠償と、他の債権者への支払いが終了するまで、二人は回収を行つてはならない旨を要求する訴訟を起こそうとした。ところが、倒産法がここで障害となつた。すなわち、資産の不正取り引きによる第一被害者は、債権者ではなく会社であることから、原告となる会社側が訴訟を起こさなければならなかつた。しかし、コレコが行動に出ることは期待できない、とルービンとカーシュナーは思つた。訴訟を起こせば、基本的にコレコはアドバタイジング・クレジットの経理処理に関して、自らの管理体制に調査のメスを入れることになるからである。彼らは正式に訴訟の要求を行つたが、要求は直ちにはねつけられた。申立ては事実に反しており、訴訟は時間と金の無駄である、と会社側は突っぱねた。会社側は、アドバタイジング・クレジットの会計は正確で、パールマツターとの取引で会社は利益を得ていると言い張つた。したがつて、彼とカーシュナーは連邦倒産裁判所のブルーデンス・エイブラム裁判官に訴訟の準備書面を手渡した。そして、一月一四日エイブラム裁判官は、委員会に対して訴訟のゴーサインを出し、一方、パールマツターと経営陣は、

申し立てを全面的に否認した。

### 5 旧経営陣の一掃と企業買収

これによつて、ルービンと債権者委員会としては、コレコ経営陣は信頼できず、彼らを一掃する以外に希望はない」と考えるに至つた。まさにその時、他の玩具会社がコレコ買収の可能性を探り始めたため、委員会は買収に対して協力を表明したのみならず、その後押しさえしようとした。実際のところ、会社の売却は同社経営陣の意見でもあり、訴訟を起こした直後、ルービンとカーシュナーが会社側とその顧問に面会した際、彼らに会社売却の意向を表明していた。会社側のアドバイザーとなつていたDLJは、コレコを脈のありそうな買い手に売り込もうとしていた。コレコが“売り”に出されれば、破綻の原因となつた経営陣を抜きにした会社の資産価値には、今以上の高値がつく可能性もあり、社債権者にとっては、当初予想した回収金額を得るチャンスでもあつた。たゞコレコの市場価格が値上がりしなかつたとしても、それによつてこの倒産問題は早晚決着がつき、社債権者も早期に回収できることが期待できた。

そして、一九八九年の二月中旬に、コレコ経営陣はハズブロ、トンカ、マテル、タイコなど主なライバル企業と合併の可能性について、水面下で協議にはいつた。経営陣の方針は委員会に伝えられ、DLJも公式にコレコの売却準備を開始した。ところが三月半ばになると、経営陣が方針を撤回した。売却を取り下げる所以である。この数ヶ月間をやりくりする借入金のめどが立つと、経営陣は更生計画案を修正して、社債権者の持分割合を増やすことを決心した。コレコが自力で更生する可能性に賭けようとしたわけである。

しかし時は遅すぎた。コレコ経営陣が合併の呼びかけに応じなくなつたことから、なかには債権者委員会と連絡をとつて、債権者の協力が得られるかどうか、探りを入れる企業も出ってきた。なかでもハズブロは、積極的に委員会に打診してきた。

そこで委員会はロスチャイルドのウイルバー・ロスに買収価格の件を任せることにした。コレコ問題を引受けたロスは、買収価格が更生計画案の核となることから、委員会が売却先決定に協力するよう要請してきた。買収価格は買い手が買収先企業の資産や負債を調査して決定するが、それは買い手のデュー・ディリジエンスによって左右される。結局、ハズブロが唯一見込みのある売却先であるとの結論が下された。同社は業績が順調であるうえに、コレコと同種の商売を手がけており、かなりの経済規模で新たな玩具ビジネスとして合併できる可能性もある。コレコの資産も、ハズブロと組むほうが価値があることから、ハズブロも高値をつけることが予想された。

三月下旬、カーシュナーを交えて、ハズブロのアルパリンとルービンが面談し、ルービン側は次のようなシナリオをアルパリンに提示した。コレコはこれまでに何回となく排他的期間（倒産会社のみが更生計画案を提出できる三ヶ月間の期間）を延ばしており、また再延長したことである。コレコ側の態度に失望している裁判官は、債権者に独自の更生計画案を提出させるつもりでいる、と債権者らは読んでいた。裁判官が債権者に対して同情的なようだとルービンは説明した。したがつて、主な資産を売却する旨を盛り込んだ債権者側の更生計画案を、裁判官が容認する可能性は大であるとルービンらはみていた。最後に三人は内々の合意を交わし、ハズブロが買収価格の決定に向けて、作業を進めることとなつた。

数週間後、キャベツ畠人形権、ゲーム部門、未収債権、在庫品などを含む稼動資産に対し、ハズブロ側は九、五〇〇万ドルのビッドを委員会に提示してきた。また、キャベツ畠人形を一掃するため、クリスマスの売り出し

シーザンまでに商品受け取りができるよう念を押してきた。しかし、そもそも倒産というものが予測不可能な代物である以上、更生計画案の手続きが期日内に完了するかどうかは、誰にも保証できない。裁判所が更生計画案を承認する前に、コレコが倒産状態のまま、ハズブロに資産の売却を余儀なくされることもあり得る。ともあれ債権者とハズブロは、売却益でコレコが会社資産を債権者に分配できるように、期日内に更生計画案をまとめようとしていた。

ところが、この方法で障害になるのが、パールマッターに対する訴訟だった。再建や賠償の支払いが終了したあとで訴訟問題に取り組むこともできたが、その場合、パールマッターとマーデンには、銀行債権の八、五〇〇万ドルと金利が、満額支払われることになる。債権者委員会が勝訴すれば、後にいくらかは返金されるだろうが、それには何年もかかるかもしれない。そこで、ルービンは、裁判官の許可を得て、パールマッターの九、〇〇〇万ドルにのぼる銀行債務分をエスクロー（第三者寄託金）勘定にすることを求めた。そうすれば、パールマッターリーは訴訟が解決するまで、全く回収することができないわけだから、無担保債権者が勝訴した場合、単にエスクロー勘定から引き出せばよいことになる。この方法の意図は、支払請求額を多少譲歩しても交渉にのぞむのか、あるいは裁判で争っている間、半永久的に債権回収を諦めるのかという二者択一をパールマッターに迫るところにあった。

## 7 決着

委員会がハズブロと戦略を練つている間に、コレコ経営陣も更生計画案の見直しを進めていた。四月六日に発表された見直し案は、無担保債権者に対して、額面一ドルあたり推定一六から一七セントを支払うというものだ  
た。それでもなおパールマッターの持分が過半数を占めるとなると、委員会の計算によるところの見直し案では一ドルあたりわずか一〇セントにしかならず、更生計画案は承認されなかつた。

月末になると、委員会はコレコの排他的期間終了を要求した。さらに、その後委員会とハズブロは最終合意書に署名し、それを委員会側はコレコの弁護士に伝え、プレス発表した。また、委員会は、ハズブロがコレコの経理書類の入手や、役員との接触を許可するようコレコに求めたが、拒絶されたため、委員会側の弁護士は、裁判官にこの要求を持ち込んだ。そして、裁判官は、ハズブロ・委員会案はコレコ案に比べて、無担保債権者の回収率が約二倍になつていることから、ハズブロの立ち入り調査を許可するようコレコに指示した。また、ハズブロ案を受け入れて、コンセンサスを得るようコレコの顧問を促した。こうして事態はまもなく沈静化し、コレコ経営陣は委員会の更生計画案を受け入れ、ハズブロへの会社売却を決定したのだ。

ただし、パールマッターの訴訟問題は、宙に浮いたままだつた。ハズブロ側は買収が行われる前に問題が解決されるよう願つていた。さもないと、パールマッターはコレコの資産から、自らの取り分を要求するかもしれない。しかし、訴訟のリスクに直面しているパールマッター側は、裁判に伴うコストや問題解決の遅れ、さらにコレコの支配権を握る望みがなくなつたこと、などを考慮すると、委員会に協力せざるを得なかつた。他方、委員会側は問題が長引くと、上級債権者であるパールマッターが結局、全資産を得るのではないかと懸念した。そこで、この件はハズブロが取りまとめ役となつて、ルービン、カーシュナー、ロスの三人と、パールマッター及びその弁護士が話し合いの場をもつこととなつた。この話し合いは難航したが、ようやくパールマッターが譲歩し始めた。

パールマッターの最初のオファーは、債権者にとって価値のない、事実上ゼロといえるものであり、それに対

して債権者側の要求は七、五〇〇万ドルだった。だが、時間が経過するにつれて、パールマッター側の態度は徐々に軟化してきた。そして、最終的に委員会とパールマッターは、二、六〇〇万ドルで合意した。パールマッターとマークは起訴事実を否認したまま、コレコの債権者に対して支払いに応じたことになる。実際には、金利を含めて九、〇〇〇万ドルに膨らんでいる彼らの支払請求額から、この金額を差し引くという方法だった。ルービン自身は、パールマッターから五、〇〇〇万ドルは引き出せると考えていたが、彼以外の社債権者は、一日も早い解決を望んでおり、この二、六〇〇万ドルに充分満足したため、これで決着することになった。

一九八九年六月一日、コレコはパールマッターとの和解および一〇〇万株のハズブロ新株引受権を条件に、八、五〇〇万ドルでハズブロへの会社売却を発表した。売却は七月一二日に完了した。最終的に社債権者は、現金で額面一ドルあたり二五セントとハズブロの新株引受権を得た。これはコレコの最初の提示額である五セントからは、かけ離れた高い値である。因みに、これによってルービンの投資は四〇〇%の利回りとなつた。だが、パールマッターとマークはそれでも、決して悪い取引きではなかつた。五、〇〇〇万ドルの投資で、債権請求分として九、〇〇〇万ドルを獲得し、和解成立後でも一、四〇〇万ドルが取り分として手元に残つた。さらに、アドバタイジング・クリエイティブの不正譲渡に対する訴訟も取り下げられた。パールマッターは和解金を支払つておらず、四、〇〇〇万ドルはそつくりそのまま手中に収めたと述べており、その場合彼らは二八%の利回りを得たことになる。

更生計画案に基づき、債権者委員会はコレコの業務を引き継ぐペーパー会社の経営陣を任命しなければならない。その主な業務は、一億七、〇〇〇万ドルの税制上の業務純損失をキャリーオーバーすることになった同社のために、株主を探してその投資資金で収益をあげ、業務純損失を埋めることである。委員会の債権者らはルービンが最適任者だと主張した。もともと、彼はバルチャード投資家であるが、委員会としては、今回の件で委員会の大半の仕事を受けたのも、予想外の好結果を出したのも全てルービンであり、彼こそがこの地位に最適である、と考えたのである。結局、ルービンはそれを受け入れ、当初無報酬でよいと考えたが、業務が片手間にはできないことが明らかになると、年俸五万ドルを受け取ることにした。そして、ハズブロに資産を売却する際に、コレコは社名の使用権も同時に売却したので、そのペーパー会社をレインジャード（獵犬）・インダストリーズと命名し、その取締役会長に就任した。

### まとめ

米国での倒産手続きは、会社更生の場合、裁判所内でのチャプター・イレブンによる手続きと、裁判所外での当事者間の交渉による手続き（いわゆるワークアウトないしターンアラウンド）とに大別されるが、いずれの場合も当事者主導で交渉が進められる。したがつて、そこには当事者間のさまざまの思惑が持ちこまれ、利害得失をめぐつて駆け引きが行なわれるため、更生計画案の承認過程、あるいはそうやつて承認された更生計画そのものはディール（取引）と呼ばれる。このディールに行動的なバルチャード・ファンドは利益機会を見出し、債権者として介入してくるのである。その際、冒頭に述べたように、彼らの介入がこのディールを迅速化させるか、あるいは遅滞させるかは一概に言えない。ここで取り上げたコレコの事例は、バルチャード投資家が介入したことでディールが迅速に行なわれた例と考えられる。どのような場合に、ディールが迅速に行なわれ、逆に遅滞するのかについては、多くの事例を総合して判断する必要があるが、基本的にバルチャード投資家は投資期間を短期化させたいというインセンティブをもつため、迅速化させる要因になつてゐると考えられる。ただし、バルチャード

が相手企業の買収にあまりに固執し、会社側や他の債権者と極端な対立関係に陥るような場合は、停滞させる要因になると考えられる。

注

- (1) 本稿の事実関係については、全て Hilary Rosenberg, "The Vulture Investors", 1992, 2000(邦訳)による。なお、同書は、伴百江・松尾由美・松尾順介共訳で『ハゲタカ投資家』として日本経済新聞社から近刊予定である。

(まつお じゅんすけ・当所兼任研究員)