

証 研



No.1588

2000年11月

証券取引所の組織構造

二上季代司（1）

NEWS

～独澳証券取引所による共同東欧証券取引所～ 吉川 真裕（16）

企業調査から見た中国のコーポレート・ガバナンス（3）

～企業内党組織の役割と兼任状況を中心に～ 王 東明（29）

選択的情報開示に対するSECの規制について

清水 葉子（44）

有価証券の不発行化

～フランスのSICOVAMの制度～ 福本 薫（52）

財団法人 日本証券経済研究所

証券取引所の組織構造

一、上季代同

世界的に証券取引所の組織構造が大きく変わりつつある。世界の主だった証券取引所がこれまでの会員組織から株式会社組織へ変わらうとしているのである。それだけではなく株式会社となつた証券取引所の株式を自らの取引所で上場し、取引する動きすらでている。この動きはわが国にも波及し、株式会社組織の証券取引所設立を容認した改正証券取引法が施行されれば（年末に予定）、東証、大証は株式会社組織に改組する意向である」と表明している。このように証券取引所の株式会社化は世界的な潮流となつてゐる。

ところで細かく見てみると、各国証券取引所の組織構造（またはガバナンス構造）は実際には各国独自の歴史的事情に左右されて必ずしも同一というわけではなかつたのである。すなわち証券取引所の組織構造が会員組織であるべしというのは、多分にアングロサクソン的な通念であり、それ自体が検討されるべき問題である。最近の株式会社化への潮流は証券取引所＝会員組織という通念に疑問を投げかけ、市場間競争裡における証券取引所の組織構造はいかにあるべきか、という問題を提起した。その意味は大きいと思われる。そこで以下では、主な証券取引所の組織構造、ガバナンスの構造ならびにその変遷を概観し、株式会社化にいたる経緯などについて簡単に整理してみた。

1 LSEの組織構造

(1) LSEの会員組織

まや、証券市場発祥の地、ロンドン証券取引所（London Stock Exchange, LSE）の組織構造を見てみよう。LSEの起源はコービーハウス⁽¹⁾と云われてゐるが、厳格な会員制組織となつたのはケーブルコートに新しい建物を作つてそゝで立ち会いを始めた一八〇一年のこととされる。このとき、設立証書（Deed of Settlement）に基づき組織が結成、この組織がロンドン証券取引所となるのであるが、これは法人格をもたない無限責任の私的団体であった。では運営主体は誰かといえば、新しい建物の建設資金を拠出した出資者からなる「経営者委員会」（The Board of Trustees and Managers）が建物の管理を行つ一方、会員業者が「総務委員会」（The Committee for General Purpose）をつくつて、会員間の紛争処理、取引方法の規制などをを行い、一八一一年には最初のルールブックを制定、LSEにおける自主規制の主体となるのであつた。会員業者は必ずしも出資者である必要はなく、年会費を支払い、投票で選ばれた者のみが会員となり、会員のみが取引所の施設利用（すなわち市場参加）を認められたのである。

従つて設立当初のLSEのガバナンスは「出資者」と「会員」との一重構造であつた。しかし市場の拡大とともに立会場が拡張、その建設資金の調達のため新入会員を増やして入会金や会費の增收をはかるほか、会員はすべて出資者でなければならぬ」として会員業者に出資の割り当てを行つた。こうして会員＝出資者となつた結果、ガバナンスの一重構造は形骸化してゆき、ついに「経営者委員会」と「総務委員会」は統合されて「取引所理事会」（The Council of the Exchange）となる（一九四五年）。最高意志決定機関は会員総会、執行機関は理事会、といふやり方でガバナンス構造がひらして成立した。

以上のようにLSEは会員業者所有の（会員＝出資者、ただし非会員出資者もなお残存）、会員業者のためだけの（市場参加は会員のみ）、会員統治（会員による自主規制）に基づく私的団体である。会員権（LSEの所
有権、議決権、市場参加権）はあくまで個人に属し、その個人達がパートナーシップを結成して会員商社をつくり、これがブローカー・ディーラー活動に当たる。まさに典型的な会員組織の証券取引所であったのである。ところで、証券取引所は同業者団体的性格だけではなく公共的性格をもつている」とから、その面での配慮も必要であり、そこで戦後の一九四八年には財務機構の改革が行われた。当時のLSEの財務構成は七二万ポンド（三六ポンド払い込み済みの出資証券二万株）と五〇万ポンドの債務からなっていたが、株の額面を一シリングに切り下げる、以後は配当を支払わない」ととし、非会員出資者は保有株を理事会に拠出させて出資者はすべて会員のみとなつた。その見返りに出資者は一株あたり四ポンド利付き累積債務証書を交付された。なお今後の新入会員には理事会が無償で株を交付することとした。要するにLSEは旧出資者から債務で財産を買い取つたのであるが、その実質的効果はLSEから同業者団体としての性格から由来する「當利性」を抑制し、運営における公共性意識を植え付けることにあつた。

（2）ビッグバンとLSEの組織変化

こうした典型的な会員組織のLSEにおいて大きな組織改革が行われたのが一九八六年のビッグバンである。このときまで会員商社は無限責任会社であり、有限責任パートナーからの出資比率にも上限を課せられていた。LSEは無限責任であり、そのループホールをくい止めるためにも構成メンバーである会員商社は無限責任でなければならなかつたのである。しかしこのことは会員商社が機関化の進展に対応するための資金力増強の大きな制約になつていていた。またユーロ市場の拡大とともに海外の金融機関がロンドンに進出し、LSEとは別に資金力の豊富な海外業者による外国株とユーロ債の店頭市場（「国際証券規制機構」、International Securities Regulating Organization）が形成されて、ロンドン市場を二分し、LSEを脅かしていた。ISROを吸収するためにはそのメンバーである海外業者をLSEの会員として迎える必要があつたが、そのためにも会員業者は無限責任会社たるべしとするLSEのルールを変える必要があつた。

そこで資金力増強の観点から会員商社への外部出資（したがつて会員商社の有限責任会社化）を認めたことに対応してLSEは八六年に定款を改正、会社法に基づく有限責任私会社（private limited company）になつた。これにあわせてLSEの会員権は個人会員から法人会員（会員商社）に移つた。つまりこれまでLSEの株を保有していた個人会員にはA株が交付されたが、これには所有権、議決権、市場参加権はなく単なるシンボルにすぎず六〇歳になれば一万ポンドで償還される。他方、個人会員たちが証券業務を行うための拠り所として結成した会員商社にはB株が交付され、このB株にはLSEの所有権、議決権、市場参加権が付与された。そしてこの年の年末に前述のISROとLSEが合併し、統合LSEは外国株、ユーロ債を含む国際的な証券取引所に脱皮した。これとともに、会員商社の対顧客業務行為を監視する自主規制機能は、八六年金融サービス法に基づき設立された自主規制機関である証券業協会（The Securities Association of Securities and Futures Association）に移管される。さらに九一年、執行機関は理事会（The Council of the Exchange）から取締役会（Board of the Directors）に変わり、そのメンバーの定員も七名削減（一一一名→一五名）、メンバー構成も議長、主席執行役員、常任役員二名のほか非常任役員として会員のほか銀行、上場企業、資産運用業者などを新たに加えることなりた。

(3) 株式会社化 (非会員化、Demutualisation)

かくて、LSEの最高意志決定機関は依然として会員総会であるが、執行メンバーの数が減つて機動性が増し、しかも外部役員が増えて執行機関は会員の利害から独立し始めていく。しかも九二年にはオプション部門をIFIに移管、九七年には決済部門タリスマントを閉鎖して決済業務をクレストに移管、九九年七月には定款を改正し、これまでのB株の譲渡制限を解除、B株の譲渡を認めることにし、あわせて上場承認権限を監督当局の金融サービス庁 (Financial Service Authority) に返上することになった。⁽³⁾ そしてその仕上げとして今年の三月の臨時会員総会で、LSEの公開会社化、その株の取引所外での売買の容認が決定された。⁽⁴⁾

」のようみると今回のLSEの株式会社化は、八六年のビッグバンの延長上にある既定路線であつたように思われる。ビッグバン後一四年間ににおける一連の動きは自主規制機能や利益の出にくい業務を次々と放棄し収益性を高めようとリストラに努める姿であり、事業会社への純化のプロセスであつたとも解釈できるからである。ドイツ取引所との合併構想も業務の中核を市場運営業務に絞り、それを強化、再編成しようという、事業経営者なら当然の発想であつたと思われるが、公開会社になれば乗っ取り、TOBの対象となりうる可能性が出てくるのも当然であり、案の上、スエーデンのOMグループに買収攻勢をかけられ、この余波でドイツ取引所との合併構想は頓挫、LSE執行部は立ち往生しているわけである。⁽⁵⁾

2 NYSEの組織構造

(1) NYSEの会員組織

次にNYSEと並ぶ典型的な会員組織の取引所であるとされるニューヨーク証券取引所 (NYSE) をとりあげてみよう。歴史をひもとくと、「すずかけの木」の下でブローカー達が協定を結び（一七九二年）⁽⁶⁾ ニューヨークウォルストリートに集まつて取引をしたのがNYSEの起源とされるが、一八一七年設立のNew York Stock and Exchange Board が最初の組織化とされる。この組織もLSEと同様にブローカー達の独占的な組織であり、法人格をもたない無限責任の私的団体だった。彼らは定款を起草し役員を選出して規則を制定し、専用の部屋を借り切り、そゝには会員しか入場できず、取引は規則的に行われた。南北戦争後の市場の拡大とともに場外の立会会所が現れ、一八六九年に場外取引に参加していたブローカー達を会員として収容し場外立会会所ならびに政府債券市場を吸収し統合、以後「Big Board」と呼び慣わされる現在のNYSEがこうして誕生したのである。この時に、運営方針の改革が行われた。それまでの運営は会員の投票に委ねられていたが、会員数が一、〇六〇人に増えたことから、総務委員会が選出され、それが執行機関となつて業務執行、ルール策定（立法）、違反制裁（司法）を行つ」となった。なおルールとしては売買規則の他、この年に初めて上場規則が作成されている。かくしてNYSEもNYSEと全く同様に典型的な会員組織の取引所であり、私的自治の団体として出発したのである。

(2) 三四四年証券取引所法とNYSEの機構改組

しかしその性格は一九三八年に大きく変わる。そのきっかけは三四四年証券取引所法の制定であった。一九二〇年代の投機的なブームの中で不公正取引が横行し、取引所の運営はその公共的性格からイギリスのLSEのように会員による自主規制に全面的に委ねることは出来ないとアメリカ国民は判断したのである。そこで証券諸法が制定され、証券取引所は政府への登録を義務づけられ、その自主ルールや業務運営等が投資家保護に即したものかどうかを政府がチェックすることとなつた。三四四年法は政府の独立機関として証券取引所委員会 (Securities

and Exchange Commission, SEC) を設置し、それが証券市場の発行・流通両面を規制することとなつた。新設SECは早速、NYSEの機構改組が必要である旨の提案を行い、これに即してNYSE理事会は、①専任有給の理事長をおく、②会員商社以外に非会員商社からのパートナーならびに公益代表者を理事会に加えることになつた。

証券取引所は元来はブローカーたちの同業者団体であるが、価格発見、流動性付与という機能をもつており、上場企業、投資家の利害も反映する公共的性格を持つてゐる。会員組織の証券取引所とはその運営を会員が担うということであるが、その意志決定機関や執行機関は上場企業、投資家の利害も同時に反映させなければならず、一種の信託的関係にある。イギリスでは会員業者達の高い倫理観に支えられ、そうした信託的関係が働いて、一九八六年まで統一的な証券関連法を必要としないほどに自主規制が機能してきた。アメリカでは一九二〇年代の苦い経験から三四年法を制定して取引所のルール策定やガバナンス機構に介入できる権限を持つようにしておいて投資家保護に合致する範囲内であれば自主規制が機能することを容認するという立場である。自主規制とは言い替えれば同業者団体自身に団体的行為を行わせ同業者団体が不公正な取引、競争をチェックすると云うことであり、独禁法に抵触するという別の問題があるのだが、先ほどみたような公的性から独禁法の適用を一時ストップするという手続きもあわせてとられてきたのであつた。

(3) NYSEの法人化、株式会社化

こうした状況が変わるのはアメリカでは一九七〇年頃からである。一九七一年にNYSEはそれまでの法人格のない無限責任の団体から、非営利ではあるが法人格を持つ有限責任会社となつた。そのきっかけは六〇年代末に始まるブローカー商社の「バックオフイス危機」である。取引の急増に決済業務が追いつかず機械化投資を行つたとたんに市況が低迷、多くの会員業者が破綻した。この事態に対処すべく、NYSEは無限責任の社団として基金から資金を拠出して決済不履行を肩代わりするほか、他のブローカー商社からの資金拠出あるいは破綻商社の救済合併を要請するにいたる。しかし健全なブローカー商社も資金調達の必要からパートナー・シップから株式会社へ改組し、さらに株式公開の動きがでてきた。かくて会員は無限責任会社たるべしとするルールは維持できず、会員ならびにNYSE自身の法人化に踏み切つたのである。⁽⁶⁾ そして翌年の七二年、執行機関は理事会(Board of Governors)から取締役会(Board of Directors)に変更され、役員数は七名削減(三三三名→二六名)、構成は会長、主席執行役員のほか公益代表一二名、証券界代表一二名と変わる。ちなみに、これと平行してNYSEの独禁法適用除外政策の見直しがすすみ、手数料自由化など一連の規制緩和がなされた(一九七五年)。

そして昨年、NYSEは株式会社化に踏み出すことを決定した。会員業者の持つ会員権を株式に変更、別に取引参加権を与えて、株主権と取引参加権を分離するのである。取引参加権の譲渡、リースは自由であり、株券の方もいざれは譲渡を認める方向のようである。なおこれに関連してNYSEのもの自主規制機能は子会社の形でNYSEにとどめおく意向のようであるが、SECは親会社の株主の取引状況や財務状態を子会社がチェックするのではなくいかとこれに難色を示し、NASDは自らの自主規制機能とNYSEの自主規制機能との分離統合を提唱している。

こうしてNYSEの株式会社化構想は自主規制機能をどうするか、また会員業者間の利害が同一ではないこと等からその帰趨はやや不透明なのであるが、こうした構想がでてきた背景としてはECNの台頭とルール三九〇の撤廃(九九年末)があげられる。ルール三九〇の撤廃により七九年以前の上場銘柄(IBMやGMなどの伝統

的な優良銘柄）についても市場集中義務を撤廃し、いすれは電子的な取引ネットワークを通じてNYSEから取引が流出すると予想されるため、NYSEはみずからもECNを構築して他市場銘柄（とりわけNASDAQ銘柄）も取り込むべく、株式会社に脱皮しようとしているわけである。⁽⁷⁾

3 フランスとドイツの取引所

典型的な会員組織として出発したLSE、NYSEと「全く対極をなす」のがパリ証券取引所である。社会学者であるマックススウェーバーはその著「取引所論」においてアメリカとイギリスでは取引所は会員の封鎖的なクラブであるが、フランスでは証券取引所はその対極にあつて政治制度そのものであると評している。⁽⁸⁾パリに限らずフランクフルトなど大陸ヨーロッパの取引所もややこれに近い。

戦前期のフランスでは証券取引は政府が任命する公認仲買人の特権とされ、それ以外のものの証券取引は禁止されていた。この公認仲買人が取り引きする場所、それが証券取引所であるが、独立した法的性格を持つていなかつたのである。取引所の設立およびそこで取り引きする仲買人は政府の認可を必要とする。またパリ証券取引所の建物の所有・維持はパリ市にあり仲買人が借用している形である。またその運営主体は公認仲買人組合であり、ロンドン同様に自主規制のように見えるが、そもそも仲買人自身が官吏なのである。しかし公認仲買人の数は限られていたことから出来高の多い優良銘柄しか扱わず、市場の拡大に伴う取引ニーズに対応できなかつたので、非公認の「自由仲買人」と呼ばれる存在が台頭してきた。これが一八二〇年代のことである。⁽⁹⁾

パリ証券取引所は大革命を経て「自由・平等・博愛主義」の下、誰でも入場できる建前になつていていた（ただし取引は出来ない）。そこで「自由仲買人」は取引所の内外で集まつて公認仲買人の扱わない銘柄を取り引きし始めた。

これは法律違反である、とする公認仲買人とのトラブルが絶えなかつたが、最高裁もこうした実態を認め、一八八五年には「自由仲買人」の取引は法律違反ではないと認知し、一九〇一年には公認仲買人と自由仲買人の妥協が成立、公定相場への登録銘柄は公認仲買人の独占、自由仲買人はそれは取り引きできないが、他の銘柄なら自由、となつた。その結果、取引所には公認仲買人により組織された「公式市場」と自由仲買人の組織する「第二取引所」が併存することとなつた（一九六一年に公式市場に併合され自由仲買人制度は廃止、消滅）。

このように証券取引所への取引参加者の概念は英米とは違つてゐるのである。パリ証券取引所には誰でも入場可能であり、顧客注文の取り次ぎを行う補助仲買人や銀行もブースを持っていて、しかし取引所内部には柵が囲つてあり、その中で手商いによって付け合わせをするのは仲買人だけである。規制機関としては、政府の監視機構として証券取引委員会（CBO）が一九四二年に設立され、これが証券発行・流通両面での許認可権限を持つており、仲買人、補助仲買人、銀行の取引所における活動を規制するが、先ほどもみたように自治的管理機構として仲買人管理委員会があり、これが仲買人の監督規制、上場および取引の規制・管理を行い仲買人相互の連帯責任（無限責任）を負うこととなつていて、

戦前期のドイツの取引所は各州によつて違ひがあるが、ややこれに近い。ドイツでは一八九六年制定の取引所法が法的根柢となつていて、これによれば、取引所の設立には州の認可が必要であり、そこで証券の需給の付け合せを行つて公定相場を決定できるのは政府任命の「公定仲立人」だけである。取引所は法人格を持たず、その法的代表者としては州の商工会議所（フランクフルト、ベルリン）か、私的な団体である取引所運営協会（ミュンヘンなど）がなり、これが運営主体となつて建物や人員を提供してきた。

このようにドイツでも仲買人はやはり官吏なのである。しかし公定仲立人のほかに「自由仲立人」という存在

も許されており、これは取引の付け合せはできるのであるが、ただ彼らによつて形成された価格は「公定相場」とは見なされないのである。そして取引所に入場できるのは—各州の取引所によつて違いがあるが—、公定仲立人、自由仲立人のほか、顧客注文を取り次ぐ銀行（以上が取引所内にブースを持つてゐる）のほか、報道機関なども立ち入ることが許されていた。

規制機関としては政府の監視機構である各州の監督庁があるが、取引所の運営主体としては「取引所理事会」（金融機関、公定仲立人、自由仲立人、金融機関従業員、発行会社、投資家、運用機関より構成）が立会に関するルールを決めるほか、「上場委員会」（大銀行、個人銀行、発行企業により構成）が上場の可否を決定、公定仲立人組合が公定仲立人の監督、公定相場表の作成に当たることとされ、各州の証券取引所の全国的調整機関としてドイツ証券取引所協会があつた。

このようにみると、アングロサクソン的な「会員」という概念が大陸ヨーロッパの取引所にはそぐわない。あえて云えば「入場者」であるが、同じ入場者でも、銀行は立会場にブースを持つてはいるが、立会場内では公定相場の決定に関与できず、公認仲買人（仮）、や公定仲立人（独）と決定的な違いがある。しかも中核となる公認仲買人、公定仲立人は政府の役人であり、ガバナンス構造においても形式はともかく政府の関与が色濃く反映する構図となっていた。まさにウェーバーが「一種の政治制度」と呼ぶゆえんである。

4 株式会社化のフロントランナー

こうした状況が根本的に覆されたのが一九八〇年代後半である。イギリスのビッグバンによつて自国の株式取引がロンドンに流出するのを目のあたりにした独仏は大がかりな市場改革に乗り出した。八八年の改革によりフランスでは公認仲買人制度が廃止となつた。しかし従来の公認仲買人の取引権限は認められて引き続き市場参加（言い替えれば会員権）が認められることとなつたが、個人会員制ではなく法人会員制となり、九一年には会員権の上限が撤廃された。ガバナンス構造をみると、規制機関であり運営主体であつたかつての公認仲買人組合は、フランス証券取引所協会（SBF）、証券取引所協議会（CBV）、フランス会員証券業協会（AFSB）に機能分化した。SBFはパリ証券取引所の法的代表者かつ市場運営者であり、株式会社組織に改組した。CBVはパリ証券取引所の自主規制機関で一般規則を制定する。メンバーは議長、会員証券会社一〇社、従業員代表、上場会社代表、政府委員である。最後のAFSBは会員証券会社間の利害調整機関となつてゐる。

他方、ドイツでは九〇年に、先述の「ドイツ証券取引所協議会」を発展的に解消し、持株会社「ドイツ取引所AG」が設立された。ドイツでは取引所取引の清算事務は「計算センター」が行つており、受渡は各証券取引所所在地に証券保管振替機関がおかれていたが、これが八八年、八九年に統合されドイツ計算センター（DWZ、現在のドイツ取引所システム）、ドイツ証券保管振替機構（DKV、現在のクリアストリーム）が誕生する。これらはともにドイツ取引所の子会社となる。DWZは証券の売買システムを開発、これが各証券取引所に導入される。このシステムは後に改良されて「Xetra」と呼ばれる電子証券取引システムとなつてゐる。これは注文伝達、売買執行、決済情報処理機能を有していることから、ドイツ取引所が実際の市場運営業務を行う主体といえる。しかし「ドイツ取引所AG」は、法的には証券取引所ではない。証券取引所や市場参加者に対してもシステム、決済サービスなどを提供する子会社をかかえた持株会社である。

証券取引所の法的根拠は依然として変わりがなく、あるのは「フランクフルト証券取引所」をはじめとして各州に分立する証券取引所である。そこにお規制機能がおかれているのであるが、そこで行われてゐるのはフロ

アーチ取引である。持株会社「ドイツ取引所AG」が運営するX etraは取引の七五%を占めており、市場運営業務だけに限って云えば、ドイツ取引所AGが担っている。その意味では市場運営業務だけが切り離されて、それが純粹の事業会社によって運営されているという構図である。他方、パリはまた違った意味において市場運営業務がSBFによって担われ、事業会社化されているのである。パリでは自主規制機能が証券取引所から切り離されている。

5 小括

以上のようにみると、大陸ヨーロッパならびに英米で始まっている証券取引所の株式会社化とは、市場運営業務だけを切り離し、これを事業会社化する試みであるといえる。もつと極端に云えば、証券取引所が「ECN」になろうとしているのである。では公共的性格を代表してきた自主規制機能はどうするのか、決済業務等他の業務はどうするのか、といえば、それを何らかの形で切り離そうとしているのである。ただその決着の付け方は一様ではないし、アメリカではなお議論の真っ最中である。大陸ヨーロッパでは自主規制機能を切り離した仏のSBFと、各地証券取引所に対して市場運営業務を提供するために作られた「ドイツ取引所AG」が、各国証券取引所の再編、統合を主導している。

注

- (1) 証券取引は他の商品取引と同様に王立取引所で行われていたが、証券業者達の取引が喧噪をきわめ、他の業者から追い出された証券ブローカー達がジョナサンのコーヒーハウスに取引を移し、その後の一七七三年、スレッドニードル街にブローカー達が独自の新しい建物を建ててその前に、The Stock Exchange の看板を掲げた。それが起源とされる。
- (2) 一九六〇年には会員資格が改正され、会員になろうとする者は既存会員から指名権を買い取る以外に途がなくなった。つまり会員数の増枠を認めなくなつたのである。
- (3) イギリスでは一九八六年の金融サービス法制定まで統一的な証券関係法がなく、LSEの自主ルールがこれに代替する役割を果たしてきた。それほどLSEの自主規制機関としての歴史は長く、その有効性は際だつたわけである。そこで八六年の金融サービス法でもLSEは「権限のある当局Competent Authority」として上場承認権限を政府から委譲されたのである。この点がアメリカや日本と違うのであるが、今回それを政府に返上したのである。なお、証券取引所が本来有しているところの業務、機能としては市場開設業務、決済業務および自主規制機能（ルール作成、ルール遵守状況調査、違反への制裁措置、上場基準の策定と適時開示等の上場管理）であるが、このうちLSEに残っているのは市場開設業務と売買監視や上場管理等の一部の自主規制機能だけとなつた。
- (4) 七月以降、LSEのB株は有力ブローカー、カザノブ社の仲介により業者間で売買されている。
- (5) なお、英独取引所合併計画とその破綻に至る経緯について詳しくは、吉川真裕「iX—英独取引所合併計画」、「英独取引所合併計画の撤回—OMグループによるLSE買収提案」（本誌一五八五号、一五八七号）を参照。
- (6) なお、これに対応して問題の発端となつた決済業務はNYSEから切り離して他の証券取引所および店頭市場の決済業務と統合して現在のNSCCおよびDTCCとなる。また基金も証券投資者保護会社を設立してそこに移管する。
- (7) ルール三九〇の撤廃を持つ意味とこれに対するNYSEの戦略については吉川真裕「ニューヨーク証券取引所の新構想—NYSEの意味するもの」、同「NASDAQ・インターネット・EONの取引所上場銘柄取引」

（本誌一五七八号、一五八四号）を参照。

(8) マックス・ウェーバー著『取引所』(中村貞一・柴田固弘訳、未来社)、三七ページ。

参考文献

- 1 F·E·アームストロング『イギリスの証券市場』(日本証券経済研究所『証券研究』一一巻、一二巻、一九六四年)
- 2 G·L·レフラー『株式市場』(小竹豊治監訳、ダイヤモンド社、一九五六年)
- 3 日本興業銀行特別調査室『フランス証券市場の概観』一九六一年一〇月。
- 4 大蔵省証券局『歐州証券市場調査報告書』一九六六年。
- 5 日本証券経済研究所『図説イギリスの証券市場』一九九七年版。
- 6 日本証券経済研究所『図説アメリカの証券市場』一九九八年版。
- 7 日本証券経済研究所『図説ヨーロッパの証券市場』二〇〇〇年版。
- 8 マックス・ウェーバー著『取引所』(中村貞一・紫田固弘訳、未来社、一九六八年)。

(にかみ きよし・当所主任研究員)

NEWEX

～独墺証券取引所による共同東欧証券取引所～

吉川 真裕

1990年11月3日、ドイツ証券取引所とウィーン証券取引所が50%づつ出資する共同子会社であるNEWEX (New Europe Exchange) が取引を開始した。新証券取引所NEWEXは旧共産主義国に属する東欧諸国の株式会社の上場株式および未上場株式を対象として取引し、東欧諸国の優良銘柄ばかりではなく、西欧諸国で昨今注目を集めているベンチャーブル株式会社をも対象としている点が特徴である。そのために、必ずしも流動性が高くはないことを想定して、各上場企業は少なくとも一社のマーケットメーカーを採用しており、ヨーロッパでも最も成功したベンチャー株式市場であるドイツ証券取引所のノイア・マルクト (Neuer Markt) を参考として設立されている。したがって、上場規則や取引規則はノイア・マルクトに準拠し、取引システムはドイツ証券取引所のXETRA、受け渡し・決済はドイツ証券取引所が株式の半分を所有するクリアストリームを通じておこなわれるが、オーストリアの法律に準拠し、日常業務はウィーンでおこなわれるという形で運営されている。

本稿では、NEWEX設立の経緯とその仕組み、取引システムXETRAの特徴を紹介した後、NEWEXの将来性について展望する。

1 NEWEX設立の経緯

一九九〇年代になって一挙に生じた東欧社会主義諸国の資本主義体制への移行は国営企業の民営化、株式会社化をもたらし、半世紀近く、あるいはそれ以上にわたって閉鎖されてきた株式市場の再建を不可欠のものとした。東欧諸国への移行を最も積極的に支援したのは、東ドイツの統合を実現し、地理的にも文化的にも東欧諸国に最も近いドイツであった。しかし、ドイツ自身が長らく社会市場経済 (Sozialmarktwirtschaft) を標榜し、経済全体に占める株式市場の位置付けも必ずしも高くなかったことから、株式会社化した東欧諸国の優良企業は自国市場以外ではヨーロッパにおける株式市場の中心であるロンドンの外国株式市場SEAQインター・ナショナルで主として取引がおこなわれている。

東ドイツの統合を実現した当初からドイツ政府は東欧諸国への経済支援に積極的であったが、一九九〇年に株式会社に組織変更したフランクフルト証券取引所（一九九三年にはドイツ証券取引所へと発展的解消）も東欧諸国の株式市場、とりわけ証券取引所の開設・運営に対してもいち早く取り組み、一九九二年には中・東欧取引所／金融市場支援会社 (Fördergesellschaft für Börsen und Finanzmarkt in Mittel- und Osteuropa : F.B.F.) と名付けられた子会社を、ドイツ連邦政府や銀行業界の協力の下に設立した。F.B.F. の主な活動は証券取引所に対する組織／技術支援、立法機関に対するコンサルタント、専門家の育成といった二つの分野であり、ロシア、ウクライナ、スロバキア、リトアニア、エストニアに対するプロジェクトはドイツ政府の移行プログラムによつて財政的に支援され、ブルガリア、マケドニア、カザフスタン、ウズベキスタンに対するプロジェクトはドイツ連邦政府機関GTZ (Gesellschaft für Technische Zusammenarbeit) へ共同でおこなわれており、EUの開発プログラムTACISを通じてその他の旧ソ連構成諸国に対する支援もおこなつていて。⁽¹⁾

他方、オーストリアも隣接するハンガリーやチエコ、スロバキアなどにはオーストリア・ハンガリー帝国以来の文化的な結びつきがあり、東欧諸国が社会主義体制にあった時代にも中立国として東欧諸国への窓口の役割を果たしてきたという経緯がある。第一次世界大戦後には広大な領土を失い、自国の経済力だけでは西欧諸国の中では影が薄いが、東欧諸国への窓口、あるいは東欧市場への前線基地としての役割を担うことと、東南アジアにおけるシンガポールや中国に対する香港を模倣しようという動きが東欧諸国の資本主義体制への移行によつて強まつた。ウィーン証券取引所は東欧諸国の優良企業の株式がロンドンのSEAQインターナショナルへ流出していくことを危惧したが、ロンドン証券取引所とウィーン証券取引所の力の差は歴然としており、独力では如何ともしがたい状態に追い込まれていた。そこで、同じくSEAQインターナショナルへの東欧株式流出を懸念していたドイツ証券取引所に働きかけ、今回の新取引所設立ということになった。ウィーン証券取引所の外国株式市場ではロンドン証券取引所の外國株式市場には対抗できないので、新取引所が設立されたわけである。

もちろん、ドイツ証券取引所には自らが東欧株式市場の中心となるという選択肢もあつたわけであるが、一九九七年にはベンチャーエンタープライズ・マルクト (Neuer Markt) の開設、電子取引システムXETRAの導入、一九九八年にはスイス証券取引所との共同先物取引所EUREXの開設、ロンドン証券取引所との戦略的提携といったビック・イベントが目白押しで、困難が予想される低流動株市場への参入を後回しにしていた模様である。とりわけ、ユーロ導入を見越した西欧諸国の株式市場統合に向けての主導権争いが優先させられた。一九九九年一月、ウィーン証券取引所はドイツ証券取引所の取引システムXETRAを導入し、西欧株式市場におけるXETRAの位置付けは一国の取引システムから複数の国が採用する国際的な取引システムとして評価が高まつた。その見返りとして、一九九九年八月にドイツ証券取引所とウィーン証券取引所の共同子会社として

NEWEXが設立され、二〇〇〇年一月に東欧諸国の株式を取引する新取引所NEWEXの開設が発表され、一月三日に取引が開始されたのである。

2 NEWEXの仕組み

(1) 組織形態

NEWEXはドイツ証券取引所とウィーン証券取引所が五〇%ずつ出資した共同子会社であり、ウィーンに所存し、オーストリアの法律に従う。NEWEXは市場管理、取引監視、上場業務、上場企業・市場参加者・パートナーの募集、マーケティング等をおこない、ドイツ証券取引所は遠隔地会員の募集、XETRAのインストールとオペレーション、クリアストリームを通じた受け渡し・決済を担当し、ウィーン証券取引所は遠隔地会員の募集、財務・総務・人事、インターネットを通じたITとネットワークのサポートを担当する。

(2) 役員

監査役会の会長はオーストリアの運輸大臣や大蔵大臣を経験したフェルディナンド・ラシナ (Ferdinand Lacina) 氏が務め、共同経営責任者としてドイツ証券取引所のミヒャエル・ラトケ (Michael Radtke) 氏、ワイン証券取引所の役員でもあるエーリッヒ・オーベルシュタイナー (Erich Obersteiner) 氏の二人が経営にあたる。

(3) 市場分類

NEWEXの上場銘柄はNXワンと呼ばれるハイ・クオリティ・グループ、NXプラスと呼ばれるミドル・ク

オリティ・グループ、その他のロー・クオリティ・グループの三つのグループに分かれる。オーストリアの証券取引所法には公式市場、準公式市場、非公式市場の三分類が存在するが、NEWEXの分類はこの分類に従つて分けられているのではなく、NXワンが公式市場と準公式市場、NXプラスとその他が非公式市場にあたる。したがって、NXワンおよびNXプラスはNEWEX独自の上場基準によって定められており、これらのグループはノイア・マルクトに準拠した形で情報開示の透明性や資金調達基準が定められている。

NXワンは上場される株式の五〇%以上を株式発行によるものとした資金調達目的企業であり、これに対してもNXプラスはかならずしも株式発行を伴わない重複上場を目的とした企業が想定されている。このほかに、最低存続期間 (NXワンで三年、NXプラスで二年)、時価総額 (NXワンで二〇〇〇万ユーロ、NXプラスで一〇〇〇万ユーロ)、最低浮動株 (NXワンで二五%かつ五〇〇万ユーロ、NXプラスで二五%かつ二五〇万ユーロ)、経営陣による売却制限 (NXワンで九ヶ月、NXプラスで六ヶ月)、ニアユアル・レポートの言語 (NXワンは英語、NXプラスでは英語またはドイツ語) などにも基準が設けられており、こうした条件を満たさない限り、これらのグループには分類されない。⁽²⁾

(4) パートナー

NEWEXでは公募売り出しに関わるサービスを提供するコンサルタントや格付け機関、弁護士事務所や会計事務所をパートナーという名前で位置づけ、上場企業の資金調達を支援している。すでに登録されたパートナーは二一社であり、国際的な企業が八社、ロシア企業が五社、オーストリアとチェコの企業が各二社ずつ、ハンガリー、ポーランド、クロアチア、カザフスタンの企業が各一社という内訳になっている。

(5) 取引システム

NEWEXでの取引はドイツ証券取引所が開発し、ワイン証券取引所も採用している電子取引システムXETRAにもとづいておこなわれる（詳しくは次節を参照）。なお、取引時間は午前八時三〇分から午後五時四十五分まであり、ワイン証券取引所の株式取引時間と同じである。また、建値はすべてユーロ建てである。

(6) 受け渡し・決済

NEWEXでの取引の受け渡し・決済はドイツ証券取引所の共同子会社であるクリアストリームを通じておこなわれ、二営業日後に受け渡し・決済は完了する（T+2）。ただし、一部の株式については本券の国外での受け渡し・決済が認められていないので、預託証書（DR）によって代用される。

(7) 市場参加者

NEWEXの市場参加者（会員）は本国の規制当局の監督下にあることやXETRAの取引契約を結ぶなど、さまざまな参加基準を満たす必要がある。すでに認可されている市場参加者は一社であり、現在八社が認可申請中であるが、このほかに精算業務だけをおこなう業者が三社存在する。

(8) 上場企業

NXワンやNXプラスに認められるためには上場企業の協力が不可欠であるが、その他についてはSEAOQインターナショナルと同様に、二社以上のマーケットメーカーまたはリクイディティ・プロバイダーが申請すれば

上場企業の申請がなくとも上場は認可される。

一月三日時点での上場企業数は九〇社であるが、このうちNXプラス上場企業は七社であり、NXワン上場企業は存在しない。この内訳を見ると、NXプラス上場の八社のうちロシア企業が四社、オーストリア、ハンガリー、スロバキアの企業が各一社であり、全九〇社ではロシア企業が四四社、ハンガリー企業が一八社、チエコ企業が一二社、ウクライナ企業が五社、ポーランド、エストニア、カザフスタンの企業が各三社、オーストリアとスロバキアの企業が各一社である。また、全九〇社の産業分類ではテレコムが二三%、石油が一六%、銀行が一二%、エネルギーが一一%、化学とエンジニアリングが各六%、建設と小売が各四%、ITと薬品が各三%、飲料、サービス、商社が各一%などとなっている。⁽³⁾

3 XETRAの特徴⁽⁴⁾

(1) 市場参加者

XETRAでの取引参加者はNEWEXの取引参加基準を満たしておらなければならず、XETRAを通じての取引を自ら受け渡し・決済するか、XETRA清算会員と受け渡し・決済のための契約を結ぶ必要がある。

XETRAのシステム利用者はトレーダー、取引アシスタント、その他利用者という三つのカテゴリーに分類される。トレーダーは取引を認められた個人であり、エージェント・トレーダー（タイプA）、自己トレーダー（タイプP）、マーケットメーカー（タイプD）、リクイディティ・プロバイダー（タイプL）のいずれかとして取引をおこない、その属性に応じて注文主体の属性がシステム上にも表示される。

(2) マーケットメーカー／リクイディティ・プロバイダー

流動性を提供する会員業者はマーケットメーカーまたはリクイディティ・プロバイダー（継続オーダーの値付け業者）として認められている。ノイア・マルクトでは最低二人のマーケットメーカーが必要であるが、NEXでは最低一人のマーケットメーカーまたはリクイディティ・プロバイダーを持たなければならない。

XETRA利用者はマーケットメーカー／リクイディティ・プロバイダーに対してもシステム上で気配請求をすることができる、いくらでどれだけの数量を売り買入する用意があるかをシステム上で表示することもできる（気配請求に答えてマーケットメーカー／リクイディティ・プロバイダーが出す気配はすべての市場参加者が知ることができる）。

(3) 注文

XETRAを通じての基本的な注文の種類は成り行き注文（Market Order）と指し値注文（Limit Order）の二種類であり、成り行き注文は次回のマッチングで執行される注文（ただし、気配値は更新せず、わが国の成り行き注文とは異なる）であり、指し値注文は指定された価格かそれよりも有利な価格でのみ執行される注文である。これら二種類の注文は執行条件や有効期限、執行セッションの指定によってさらに細分される。なお、株式の最低取引単位は一株である。

(4) 取引フェイズ

取引フェイズはプレ・トレーディング・フェイズ、プリンシバル・トレーディング・フェイズ、ポスト・トレーディング・フェイズの三つに分かれる。プレ・トレーディング・フェイズでは注文やマーケットメーカー、リクイディティ・プロバイダーによる気配の入力・訂正・取り消しがおこなわれるが、市場参加者は注文板の状況を見ることはできず、前日の終値のみが表示される。プリンシバル・トレーディング・フェイズでは注文の執行がおこなわれるが、銘柄ごとに異なる方法で取引はおこなわれる。ポスト・トレーディング・フェイズでは注文の変更や取り消し、新たな注文入力がおこなわれる。

(5) 取引形態

取引はオーダー（板寄せ取引）、継続取引（ザラバ取引）、継続オーダーによつておこなわれる。

オーダーではあらゆる指し値注文や成り行き注文から執行数量を最大にするように価格が決定される。株式取引ではオーダーのための準備時間（コール・フェイズ）中は注文板は部分的にしか開示されず、執行が可能な場合には執行予定価格、執行が不可能な場合には最良気配が表示されるのみである。

継続オーダーは低流動性銘柄のために開発された取引方法であり、リクイディティ・プロバイダーは確定気配を出す必要はなく、参考気配を出すに過ぎないが、このスプレッドの中で取引が成立する場合にのみオーダーが開始される仕組みになつてゐる。

(6) 取引モデル

XETRAでは定められた時間のオーダー、オーダーと継続取引の組み合わせ、継続オーダーの三種類の方法によつて取引がおこなわれる。

オークションと継続取引の組み合わせでは、取引はオークションによって開始され、オークション終了後に継続取引に移行する。継続取引は定められた時間の日中のオークションによって中止されるが、オークション終了後は再び継続取引に移行し、取引終了時にはオークションによって引け値が決定される。

他方、定時オークションでは、流動性が極めて低い銘柄については継続取引はおこなわれず、定められた時間のオークションのみで取引がおこなわれている。最も流動性の低い銘柄ではオークションは一日一度であり、オークションの仕組みはオープニング・オークションと同じである。

また、継続オークションではリクイディティ・プロバイダーの提示するスプレッドの中で取引が成立する場合にのみオークションが開始される。

(7) 安全装置

XETRAには価格の連続性と成り行き注文の執行確率を向上させるために安全装置が組み込まれている。オークションにおけるボラティリティ・インターラップション、継続取引におけるボラティリティ・インターラップション、オークションにおける成り行き注文インターラップションの三つがそのための手段である。

ボラティリティ・インターラップションはいわゆる値幅制限に近い取引中断措置であり、取引価格が一定以上変動すると、そのまま取引を執行せず、オークションに取引方法を変更し、市場参加者に周知徹底することでより流動性の高い状態で価格を決定しようとする措置である。また、オークションのコール・フェイズにおいてオークションで決定される価格のもとで成り行き注文がすべて執行されない場合、成り行き注文インターラップションが市場参加者に周知され、オークションを実行するためのコール・フェイズが延長される。

4 NEWEXの展望

一一月三日のNEWEXでの初日の取引は三六万株、八〇〇万ユーロ（六九四万ドル）であり、懷疑論者が予想していた通り、低調なスタートとなった。中でもロシアの石油会社に取引が集中し、その他の銘柄の流動性は極めて低かった。⁽⁵⁾ この原因の一つは株式の売り出しをおこなった企業はなく、すべての銘柄が母国市場との重複上場銘柄として取引されたからである。また、厳しい上場基準を満たしてNXプラスに上場した企業は七社だけであり、ノイア・マルクトに対応するNXワンへの上場企業は存在しなかつたことも大きいはずである。

しかし、NEWEXのオーベルシュタイナー共同経営責任者は強気の見通しを崩しておらず、二年間で六〇〇億ユーロから八〇〇億ユーロの取引をおこない、ロシアを含む東欧市場の一〇%から二〇%、中欧市場の五%から一〇%の流動性を集めるだろうと述べている。また、年内にNXプラスに三六銘柄を上場する予定であるとも述べていた。さらに、NEWEXのスポーツマンであるクリステル・コホ女史は数ヶ月中に三〇銘柄程度の新規株式公募売り出し（IPO）がおこなわれるという見通しを述べている。⁽⁶⁾

もともとNEWEX設立計画が明らかにされた直後から東欧諸国の反応は鈍く、ただでさえ低い国内市場の流動性がますます低くなりかねないとして反発するものが多くた。中でも東欧最大の株式市場を持つポーランドのワルシャワ証券取引所は一貫して敵対姿勢を崩しておらず、重複上場によって国内市场での取引も増えることになると、NEWEXの主張を一笑している。他方、上場銘柄を見ても明らかのように、現時点でNEWEXに最も積極的に関わっているのはロシアであり、ロシア最大のモスクワ・インターバンク・カレンシー取引所（MICEX）は五月二二日にNEWEXとの間で提携の覚書にも調印している。ただし、MICEXの場合には債券市場が中心であり、国内の株式市場ではNASDAQにサポートされたロシア取引システム（RTS）という

店頭市場での取引が大半を占めていて、これに対抗するためには提携を足がかりにXETRAを導入したといふのが本音である。

NEWEXのオーベルシェタイナー共同経営責任者が述べているように、規模が小さく流動性の低い東欧諸国 の株式市場を一ヵ所に集めて、受け渡し・決済システムともリンクした電子取引システムXETRAで取引する こと、そして優良企業には情報開示を含めたグローバル・スタンダードの上場基準を設けることはコネセプトと しては最良のものの一つであろう。しかし、優良企業の株式市場を奪われかねない取引所の反対や各国のナショ ナリズムが障害となることは、西欧諸国においても株式市場統合がなかなか実現できないことからも明らかであ る。しかも、銘柄数が限られてくるとは云え、すでに東欧諸国の優良銘柄はロンドンのSEAQインターナシ ョナルでも取引されており、母国市場だけではなく、SEAQインターナショナルとも競争しなければならない のである。NEWEXと並んで、コネセプトとしては最良のものの一つであるトレードボイントがイギリス銘柄 だけでなく、ヨーロッパ大陸銘柄を上場したにもかかわらず、こまだに損益分岐点を超えるられないことからも明 らかなように、後発取引所による既存取引所からの流動性獲得は極めて困難である。

ただし、NEWEXに希望がないわけではない。フランクフルト証券取引所のベンチャー市場ノイア・マルクト はロンドン証券取引所のAIMやパリ証券取引所のヌーボー・マルシェに遅れてスタートしたものの、国内市 場で圧倒的な成功を収め、ヨーロッパ中から上場企業が集まるヨーロッパのベンチャー株式市場の中心となりつ である。これは新規上場銘柄では既存取引所との確執は生じず、スムーズに当該銘柄の中心市場となることがで きるからである。NEWEXがノイア・マルクトを模倣してくるのは早いのではに気がしてくるからであらうが、 今度はノイア・マルクトそのものが東欧諸国のベンチャー企業をめぐらしNEWEXと競合するに至りかね

ない。東欧諸国と西欧諸国との株式市場統合と回遊へ、一筋縄ではこまかうにはな。

注

- (1) ニューヨーク証券取引所のホームページの中にあるFAQの短縮に因する説明 http://www.exchange.de/INTERNET/EXCHANGE/product/ceed/fbf_brosch_e.htm。
- (2) 詳細はXETRAのホームページ内にあります。NEWEX, Focus: Participation requirements for the quality segments Q1 and Q2 on NEWEX, June 19, 2000, NEWEX, Focus: The NEWEX listing guidelines, June 19, 2000, NEWEX, Focus: Admission criteria segments NX, One & NX Plus, September 1, 2000
- (3) Erich Obersteiner, Newex: The Trading and Financing Platform for CEE, 2000 (<http://www.newex.com/02/09/03/Presentation.ppt>)
- (4) XETRAの記述はNEWEXのホームページから転載したもの。NEWEX, Trading Rules, September 1, 2000. なお、ニューヨーク証券取引所のXETRAの詳細は「ニューヨーク証券取引所のXETRA」(証券統計年報) 第17章(1000年九月)を参照。

- (5) Matthew Karenitschnig, "Eastern European Illiquidity May Limit Vienna's Newex," Wall Street Journal Interactive Edition, November 6, 2000
- (6) "New eastern Europe bourse launched in Vienna," Agence France Presse, November 3, 2000
- (7) Chris Kentouris, "Newex Signs Up Russia's Micex as Alliance Partner," Securities Industry News, May 22, 2000

企業調査から見た中国の「一ポレート・ガバナンス（3） ～企業内党組織の役割と兼任状況を中心とした～

王 東明

1 はじめに

中国企業のコーポレート・ガバナンスの実態を明らかにするために、企業内共産党组织の機能と役割を考察しなければならない。現在、中国共産党はおそらく世界最大の政党組織であり、その党员数は六、一〇〇万人を超える、日本総人口の半数に匹敵する。そして、党的下部組織（党委員会、支部）は九八年末に三五〇万個、党グループ（党小組）は五六一万個が全国の行政機関、企業および団体などの組織に分散している。全ての国有企业、集団企業および国家出資の会社制企業の中に党組織が存在し、殆どの経営者（九六・五%）が共産党员であることは先月号で見てきた（表1）。

経営者の政治傾向は社会主義の政治体制によつて大きく左右され、「憲法」も共産党の指導的な立場を規定している⁽¹⁾。そして、五〇年以上に亘る共産党の「一党支配」体制は、社会の「出世原理」にも大きく影響を及ぼしたと考えられる。

一般的に、企業、機関、農村および町などの基礎組織に、正式党员数が三人以上になれば必ず党的組織が存在する⁽²⁾。ある意味で、中国の社会は大人になると共産党员でないと出世が難しい。「党员証」が一種の出世の「運転免許証」あるいは「資格証」と考えた方がよい。しかし、入党志望しても、誰でも簡単に党组织に入るわけではない。入党するためには、まず二名の正式党员の紹介が必要であり、また申請者の思想、政治傾向および日常の行動（「表現」）に対する厳しい審査も必要である。それに合格した申請者は予備党员として一年間に亘る予備期間審査が必要で、これにも合格して初めて正式党员になれるのである。⁽³⁾

その意味で、厳しい審査に合格した全国総人口の5%前後を占める党员は、各分野の「先進分子」（エリート）もある。逆に言えば、各分野のエリートが党组织に吸収されており、党员になることは「出世」の条件の一つであり、社会の「出世原理」も党支配と複雑に絡み合って、中国のコーポレート・ガバナンスの特徴になつていると考えられる。

表1 中国企業経営者の政治姿勢

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

（出所）中国企业家調査系統（1997）、表5より。

2 企業内党組織の役割

まず企業内党組織はどのような役割を果たすべきかについて、『中国共産党章程』（規約）では、「全民所有制企業（国有企业）において、企業内党組織は政治的中核

の役割を果たし、企業の生産経営をめぐって活動を開き、党と国の方針、政策の貫徹・執行を保証・監督する。そして工場長または経理（社長）の法に基づく職権の行使を支持し、工場長責任制を堅持し改善する。……また企業の重大問題の決定に参加する⁽⁴⁾と規定している。つまり、国有企业の党组织は政治的な役割以外に、少なくとも企業長の経営サポートと意思決定への参加という役割を果たすべきであると規約されている。

企業経営のサポートあるいは監督・保証について、企業内党组织（党委員会）、組合（工会）および従業員代表大会いわゆる「旧三会」⁽⁵⁾の役割がどうなっているかを、経営者は次のように認識している（表2）。すなわち、党组织が果たしている役割が一番大きい。特に、国有企业、株式制企業および郷鎮企業の党组织に関しては、その役割は他の企業類型より強い⁽⁶⁾。現時点では、全体として企業経営に対する「旧三会」の影響は、やはり党组织が依然大きく、その役割は組合と従業員代

(%)

項目	全体	国有企业	都市部集団企業	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
法律・法規	85.2	85.3	86.6	82.7	99.0	81.0	85.7	84.0	95.7
評価制度	39.4	41.4	38.4	34.1	33.3	42.4	14.3	29.7	43.4
董事会（取締役会）	33.4	27.6	30.5	41.8	58.3	75.9	71.5	55.4	47.8
党组织	32.8	36.9	24.1	28.2	16.7	22.7	28.6	24.8	26.0
内部規約	32.5	29.1	33.8	42.2	50.0	33.7	85.7	43.7	26.1
組合・従業員代表大会	25.0	27.6	24.7	18.5	16.6	15.2	0.0	16.7	34.7
行政・主管部門	23.8	25.4	9.2	24.3	9.5	9.7	0.0	18.2	13.0
輿論	17.2	17.6	21.2	14.5	8.3	9.6	14.2	16.2	9.0
社会部門	9.7	9.1	11.3	13.7	8.3	9.8	0.0	11.3	4.3

(注) 三つの項目を選択して回答。

(出所) 中国企業家調査系統（1997）、表23より。

表大会を代替することができないと考えられる。

また、経営者の外部制約に対する判断を見れば（表3）、法律・法規（八五・二%）が経営者に対する制約が最も大きい。それから評価制度（三九・四%）、取締役会（三三・四%）、党组织（三三・八%）……という順になっている。党组织は内部規約、組合・従業員代表大会、行政・主管部門などの要素より拘束力が大きい。特に国有企业の党组织は、外部制約としてその順位が高く、三位になっていることが確認できる。

国有企业の党组织と経営との関係つまり企業の意思決定の在り方については、歴史的に見れば、幾つかの時期的変化があった。すなわち、計画経済の時代では、一般的に党の「一元化指導」の下で、企業内党组织は意思決定、幹部の任免および思想政治工作を指導し、その基本的任務は生産計画の完成を「監督・保証」することであった。「改革・開放」政策が実施された後、表4で示すように、企業のガバナンスは党委指導下の工場長責任制（一九七八～一九八四）、工場長責任制の導入期（一九八四～一九八七）、「党政分離」の推進期（一九八七～一九八九）、党委書記の復権期（一九八九・六～）という四つの時期的変化があった。特に、八九年六月の「天安門事件」以後、政治体制の安定が重要視され、党の指導機能が再び強調されるようになった。

表2 中国経営者の企業内組織の役割（監督・保証）に対する認識

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

(出所) 中国企業家調査系統（1997）、表35より。

それによつて、党中央指導部は「党の建設を強化するについての通知」（党中央、八九年八月）、「株式制企業における党の活動を強化するについてのいくつかの意見」（党中央組織部、九四年四月）、「党の建設を強化するについてのいくつかの重大問題の決定」（党中央、九四年九月）、「現代企業制度実験企業一〇〇社において党活動を強化し改善するについての意見（试行）」（党中央組織部、九六年四月）、「国有企业における党の建設をいつそう強化し改善するについての通知」（党中央、九七年一月）、「国有企业の改革と発展に關わるいくつかの重大問題についての決定」（党中央、九九年九月）などを発表した。これらによつて、国有企业または国家が出資している企業において、党组织は「政治的核心」の役割を果たし、企業の重大問題の決定に参加し、党组织の責任者も董事会、监事会または経理（社長）、副経理（副社長）を適宜兼任し、⁽⁸⁾ 党の支配体制を強化するようになつた。

しかし、「会社法」（中華人民共和国公司法）、九四

年七月）の施行と「現代企業制度」（九五年以降）の推進が進められている現段階において、企業内党组织（党委員会）は株主総会、董事会（取締役会）および监事会（監査役会）といった「新三会」との関係をどのように調整するのか。換言すれば、国有企业の「旧三会」（党委員会、工会「組合」、従業員代表大会）と「現代企業制度」（有限责任公司と股份有限公司）の「新三会」との関係には、どのように対応するのか。特に、党委員会と董事会（取締役会）・総経理（社長）との関係つまり党書記と董事長（会長）・総経理（社長）との関係を健全に保つっているかどうかといつたことが、コーポレート・ガバナンスの問題を解く鍵になると考えられる。

3 兼任状況

九四年七月に施行された「会社法」では、「会社内の中国共産党基礎組織の活動は、中国共産党規約にしたがつて処理する」（第一七条）という党に関する唯一の条文がある。⁽⁹⁾ この条文は、「有限责任公司」（有限会社）と「股份有限公司」（株式会社）における党组织の活動を法律の形で正当化した。

そして、「中国共産党章程」（規約）に従えば、既に述べてきたように、国有企业において、企業内党组织は政治的中核の役割を發揮し、工場長または経理（社長）の法に基づく職権の行使を支持し、企業の重大問題の決定に参加するという規定がある。有限会社と株式会社に関する党の活動の具体的な規定が党の規約の中になかつた。

それを補うために出された党中央組織部の「株式制企業における党の活動を強化するについてのいくつかの意見」（九四年四月）、党中央組織部の「現代企業制度実験企業一〇〇社において党活動を強化し改善するについての通知」（试行）（九六年四月）、党中央の「国有企业における党の建設をいつそう強化し改善するについての通知」

表4 改革の各段階における企業内部の権力調整

時期 権限	党委指導下の工 場長責任制 (1978~1984)	工場長責任制の 導入期 (1984~1987)	「党政分離」の 推進期 (1987~1989)	党委書記の復権期 (1989.6~)
生産・経営 の意思決定 権	党委が行使	*工場長が行使	工場長	工場長
生産・経営 の指揮権	*工場長が行使	工場長が行使	工場長	工場長
人事権	党委が行使	*行政幹部は工 場長が行使 政工幹部は党委 が行使	行政幹部は工場 長が行使 *政工幹部は工 場長が行使	行政幹部は工場 長が行使 *政工幹部は党委 が行使
思想政治工 作の指揮権	党委が行使	党委が行使	*工場長が行使	*党委が行使

(注) 1) *は工場長の権限の強化。※は企業党委の権限の強化。

2) 行政幹部は、企業において、生産経営の管理に従事する幹部である。政工幹部は、企業内党组织と組合、青年団および民兵などの大衆組織に専属する幹部と職員である。

(出所) 唐亮『現代中国の党政関係』慶應義塾大学出版会、1997年、255頁より。

(九七年一月)などの規定は、国有企业から会社制を採った企業に対して、「党管幹部」(党は幹部を管理する)の原則を堅持し、党幹部は「会社法」の法律手順に従つて董事会(取締役会)、経理(社長)・副経理(副社長)および监事会の重役を兼任することができる⁽¹⁰⁾とし、董事長(取締役会長)は原則的に経理(社長)を兼任しないと定められている。

しかし、「会社法」は原則として株主(総)会が意思決定の最高機関であり(第三七条、第一〇二条)、有限責任原則(第三条、第四条)と「一株一票」の原則(第四一条、第一〇六条)も規定されている。⁽¹¹⁾「中国の会社法にはいくつかユニークな規定が存在してはいるものの、全体としては西側諸国の会社制度と比較しても、それほど違いを強調するような内容ではない。むしろその共通性の高さに着目すれば、どこに社会主義の要素が存在しているのか、首を傾げざるをえないような法律になつてはいる」⁽¹²⁾と東京大学田中信行教授は指摘している。とはいっても、以上のように、党幹部が役員人事の兼任という形で企業の意思決定に参加すること自体を、「会社法」の隠れた問題点⁽¹³⁾として注目すべきであろう。

一体、党幹部がどのように役員人事を兼任しているのかについては、表5・表6を見れば一目瞭然である。つまり党幹部は「一身三役」(党書記・会長・社長)、党書記・副書記・党紀委書記と会長・副会長・社長・監査役会長・取締役・監査役・組合委員長との兼任を通じて役員人事に入っている。

四川省上場企業一二四社のアンケート調査は、「一身三役」(一一%)、党書記と副会長の兼任(一七%)、党書記と取締役の兼任(一三%)、党副書記と会長・社長の兼任(一三%)が目立つ。党幹部と会社役員との兼任は七二%になつていて、党幹部のポストを除いた会長と社長の兼任は一〇社(四一・六七%)である。⁽¹⁴⁾

一方、上海上場企業六六社の資料調査は、党書記と副会長の兼任(一五・一五%)、党副書記と監査役会長の兼任(一五・一五%)、党書記と監査役会長の兼任(一五・一五%)である。

表5 四川省上場企業重役の兼任状況(24社)

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

(出所) 98年秋のアンケート調査、筆者作成。

表6 上海上場企業重役の兼任状況(66社)

項目	会社数	比率(%)
党書記・会長・社長(一身三役)	1	1.52
党書記・副会長	10	15.15
党書記・社長	1	1.52
党書記・監査役会長	2	3.03
党副書記・監査役会長	5	7.58
党副書記・取締役	5	7.58
党副書記・監査役	1	1.52
党副書記・組合委員長	1	1.52
党紀委書記・監査役会長	2	3.03
党紀委書記・取締役	2	3.03
会長・社長(兼任)	33	50.00
副会長・社長	13	19.70
社長のみ	2	3.03
社長・取締役	16	24.24

(注) (1) 党紀委書記は党の規律検査委員会の書記である。
 (2) 党幹部と組合幹部の記載は一部の企業のみである。
 (3) 1社あたり複数のケースがある。
 (4) 上海上場企業の92年の「年度報告書」と93年の「株式上場報告書」によるものである。

(出所) 上海証券取引所編「上海証券市場上市公司報告彙編」復旦大学出版社、1994年により作成。

兼任(七・五八%)、党副書記と取締役の兼任(七・五八%)が比較的多く、党幹部と会社役員との兼任は四五%で、四川省上場企業より少ない。党のポストを除いた会長と社長の兼任ケースは五一・五二%で、半数を超えている。但し、上海上場企業六六社の調査は、九二年の「年度報告書」と九三年の「株式上場報告書」によるものである。
 に基づいて行なわれ、党幹部と組合幹部の記載が一部の企業のみであつたため、党幹部と会社役員との兼任が実際に記載される企業よりも多く推計できる。⁽¹⁵⁾

(%)

表7 党幹部が兼任する役員ポスト

董事長	24
副董事長	39
総經理・副総經理	32
役員を兼任しない	5

(出所) On kit Tam(1999), The Development of Corporate Governance in China, Edward Elgar Publishing, Table6.3, P80より。

この推計は、On Kit Tam (1999) の九三年～九四年に実施された上海上場企業五八社のアンケート調査の結果（表7）によって証明されている。⁽¹⁶⁾ここで上海上場企業五八社は、党幹部の九五%が何らかの形で役員を兼任し、党幹部の記載が少ない上海上場企業六六社の調査（四五%）より兼任のケースが多いことがわかる。勿論、統計の取り方は多少異なることも考えなければならない。それにしても、倍以上の差があること自体が、党幹部と役員の兼任が如何に多いことを物語っている。同時に、以上調査から見る限り、アンケート調査は資料調査よりも党幹部の状況を把握でき、公開資料における党幹部調査には限界があつたと考えられる。

その他、これらの調査は、会長と社長の兼任について、四川省上場企業は四一・六七%、上海上場企業六六社は五一・五二%となつてある。筆者が実施した二三八社上場企業の資料調査を見れば、⁽¹⁷⁾会長と社長の兼任は五割（五一・五二%）を超える上海上場企業六六社とほぼ同じ結果が出た（表8）。

他の幾つかの上場企業の調査を見れば、会長と社長の兼任ケースは、何浚（一九九八）の調査では四七・七%、谷書堂など（一九九九）は二八・五七%、田志龍など（一九九八）は六五%という数字が出た。これらの調査の実施時期と調査対象から見れば、何浚氏の調査は九六年未全上場企業五三〇社を対象に実施した資料調査である。谷書堂氏の調査は九七年未全上場企業七四五社のアンケート調査で、有効回答企業は一〇四社、有効率一三四・六七%である。九六年から九七年までの一年間に、上場企業の会長と社長の兼任ケースが下がった原因は九七年一月の党中央の「国有企业における党の建設をいつそう強化し改善するについての通知」（董事長は原則的に経理を兼任しないという規定）の影響があつたと考えられる。また田志龍氏の調査は九八年により詳細な記録資料がある上場企業一〇〇社を選んで、会長と社長の兼任と非兼任を二分類にして実施した資料調査であり、兼任企業を比較的多く選んだことを推計できる。⁽¹⁸⁾

アメリカには大企業の会長と社長（CEO）の兼任も多い（九〇%超）。しかし、多数を占める社外取締役と取締役会の監査委員会の業務執行に対するチェックが、役員とCEOの牽制になつていてると指摘されている。⁽¹⁹⁾

中国の場合は、以上見てきたように、会長と社長の兼任ケースが依然多く、さらに、党幹部による役員人事の兼任または党員役員による党幹部の兼任いわゆる「交叉任職」が多く見られ、これは中国コーポレート・ガバナンスの最大の特徴であると考えられる。しかし、兼任が多くなると、アメリカのようなチェック機能を発揮する制度が確立されない限り、一体誰が誰をチェックするのかが分らなくならないか。現在、株主総会、取締役会および監事會の形骸化問題はしばしば指摘され、企業のチェック機能を果たしているかどうかは疑問である。九八年から国务院は国有重点大型企業（会社制を導入した企業を含む）に検査員（「督察特派員」）を派遣する検査員派遣制度の導入に踏み切つた。⁽²⁰⁾このこと自体、現体制では企業のチェック機能ができるいないことを証明している。近年、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）、成克傑（全国人大副委員長）事件が象徴しているように腐敗が深刻である。

一方、上場企業の発行済株式50%以上を占める国有株（国家株と国有法人社）に基づく党政支配の下で、党政の組織部門は「党管幹部」原則の下で、「会社法」に従つて、役員の派遣または「推薦」を通じて、実質上トツプの人事権を握っていることを忘れてはならない。しかし、チェック機能不在の企業運営体制は「インサイダー・コントロール」といわれているが、言い換えれば「インサイダー腐敗」または「インサイダー取引」という言葉は、責任不明瞭の体制とチェック機能不在の現状を現わしているのではないか。しかし、企業のチェック機能については、別の機会に検討する」とにしよう。

4 むすびにかえて

以上、企業内党组织の役割と兼任状況を紹介した。」⁽¹⁾で「出世原理」と党の関係が複雑に絡み合つており、企業経営における党组织の政治的中核的存在（東大田中信行教授は「政治的中核論」と解釈、前掲論文）及び兼任を通じて党幹部が意思決定に参加している事が、党支配の実態を明らかにしている。しかし、党组织は実質上人事権を握る一方、以上見てきたように、腐敗現象の蔓延を見ても、党组织は企業のチェックに対しても、あまり「監督・保証」の機能を十分に發揮していないのではないかと考えられる。今後は、有効なチェック体制の確立が不可欠であろう。

一方、この二〇年余り、党の方針は「改革・開放」政策と「社会主义市場経済」の確立へ転換し、国の政策も党の方針に従つて様々な改革が行なわれ、「中国の奇跡」⁽²⁾といわれるほどの経済成長があつたと考えられる。しかし、市場経済への転換期において、歴史的経路依存性（historical institutional path dependence）⁽²²⁾のことを考えると、党组织と企業経営の「摩擦」を如何に避けるのか、党の「正しい方針」を如何に制度的に確保するのか、

党自身の改革と優秀かつ有能な企業党幹部の育成も不可欠になるであろう。

注

- (1) 「憲法」序言と「憲法」修正第二条、第四条、第十二条を参照。（姜小川編『憲法』中国人民公安大学出版社、一九九九年）
- (2) 一九九七年九月、一五回党大会で修正された『中国共产党章程』（規約）の第二十九条では、企業、農村、機關、学校、科学院（学）研（究）院所、町、人民解放軍連隊及びその他基礎組織において、正式党員が三人以上になれば、党的基礎組織を設立しなければならない（『中国共产党章程』人民出版社、一九九七年、六五頁）。
- (3) 「中国共产党章程」人民出版社、一九九七年、三五頁、四〇頁。
- (4) 「中国共産党章程」人民出版社、一九九七年、七一頁。
- (5) 「田三会」は中国語で「老三会」と呼んでおり、つまり党委員会、工會（組合）および従業員代表大会を指し、企业制度改革前の意思決定の中枢的な企業内組織である。企業制度改革後の株主総会、董事会（取締役会）および监事会（監査役会）は「新三会」と呼んでいる。
- (6) 中国企业家調査系統（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。（調査時期：一九九七年、調査対象：企業の法人代表者、調査企業の類型：国有・集團・外資系・株式制・その他企業、有効回答：三、一五四人、有効率：三一・五%）
- (7) 占先福・王長江・劉炳香・張志明編『現代公司党委書記手冊』経済管理出版社、一九九九年。唐亮「現代中国の党政関係」慶應義塾大学出版会、一九九七年を参照。
- (8) 田中信行「中国会社法の隠れた問題点」「ジュリスト」（No.一一七四）、二〇〇〇年三月一五日。中央弁公室法規

室・中央紀委法規室・中央組織部弁公室編『中国共産党党内法規選編（一九七八～一九九六）』法律出版社、一九九六年。人民出版社編輯部『中共十一屆三中全会以来大記事』人民出版社、一九九八年。中国法律检索系統を参照。

(9) 王立民編『公司法基礎知識』立信会計出版社、一九九四年を参照。

(10) 田中信行「中国会社法の隠れた問題点」「ジュリスト」(No. 一一七四)、11000年三月十五日。中央弁公室法規室・中央紀委法規室・中央組織部弁公室編『中国共産党党内法規選編（一九七八～一九九六）』法律出版社、一九九六年。人民出版社編輯部『中共十一屆三中全会以来大記事』人民出版社、一九九八年。中国法律检索系統を参照。

(11) 王立民編『公司法基礎知識』立信会計出版社、一九九四年を参照。

(12) 田中信行「中国会社法の隠れた問題点」「ジュリスト」(No. 一一七四)、11000年三月十五日、六〇頁を参照。

(13) 同上参照。

(14) 摘稿「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12号)、11000年一月を参照。(調査時期：一九九八年秋、調査対象：四川省全上場企業五三社、有効回答：二四社、有効率：四五%)

(15) 上海証券取引所編「上海証券市場上市公司報告彙編」復旦大学出版社、一九九四年を参照。(資料時期：一九九二年と一九九三年、調査対象：上海取引所の上場企業六六社)

(16) On kit Tam (1999), *The Development of Corporate Governance in China*, Edward Elgar Publishing, Table6. 3を参照。(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六二社、有効回答：五八社)

(17) 一三一八社上場企業（上海：一三三三社、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「自論見書」（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。但し、この履歴書の書き方にについて、統一の基準がなく、各企業の内容もバラバラであり、特に、企業内党組織のポストとか、組合リーダーの状況などを記録する企業が少なかった。摘稿「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」「証券レポート」(No. 一五八七)、11000年一〇月を参照されたい。

(18) 何凌「上市公司治理結構的実証分析」「経済研究」一九九八年第五期（調査時期：一九九六年、調査対象：全上場企業五三〇社）。谷書堂、李維安、高明華「中国上市公司内部治理的实証分析—中国上市公司内部治理問卷調查報告」「管理世界」一九九九年第六期（調査時期：一九九七年、調査対象：全上場企業七四五社、有効回答：一〇四社、有効率：三四・六七%）。田志龍・楊輝・李玉清（一九九八）「我国股份公司治理結構的一些基本特徵研究—對我国百家股份公司的實証分析」「管理世界」一九九八年第二期（調査時期：一九九八年、調査対象：上場企業一〇〇社、調査企業の分類：董事長と総經理の兼任企業は六五%，兼任しない企業は三五%）を参照。

(19) 荒巻健二（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、八月号を参照。米国大企業の会長と社長の兼任状況は、下院エネルギー商業委員会通信金融小委員会公聴会におけるBenjamin Rosemar（カハパック・コンピュータ社会長）の証言によるものである。

(20) 「人民日报（海外版）」一九九八年五月一日。南風「督察特派員在行動」「現代企業導刊」、一九九九年第三期を参照。

(21) 林毅夫・蔡昉・李周「中国的奇蹟」中文大学出版社、一九九五年を参照。(邦訳「中国の経済発展」渡辺利夫監訳・杜進譯・日本評論社、一九九七年)

(22) 青木昌彦・奥野正寛編『経済システムの比較制度分析』東京大学出版会、一九九六年を参照。

参考文献

(1) 【中国共産党章程】人民出版社、一九九七年。

(2) 卢先福・王長江・劉炳香・張志明編『現代公司黨委書記手冊』経済管理出版社、一九九九年。

(3) 何浚「上市公司治理結構的実証分析」『經濟研究』一九九八年第五期。

(4) 田志龍・楊輝・李玉清（一九九八）「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实証分析」

『管理世界』一九九八年第二期。

(5) 谷書堂・李維安・高明華「中国上市公司内部治理的实証分析—中国上市公司内部治理問卷調查報告」『管理世界』一九九九年第六期。

(6) 荒巻健二（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。

(7) 青木昌彦・奥野正寛編『経済システムの比較制度分析』東京大学出版会、一九九六年。

(8) 唐亮『現代中国の党政関係』慶心義塾大学出版会、一九九七年。

(9) 田中信行「中国会社法の隠れた問題点」『ジュリスト』（N°. 一一七四）、一九九〇年三月一五日。

(10) 李捷生「中国「国有企業」の經營と労使関係」御茶の水書房、一九九〇年。

(11) On kit Tam (1999), *The Development of Corporate Governance in China*, Edward Elgar Publishing. (譚安傑『中国企業新体制—督導機制与企業現代化』商務印書館（香港）、一九九八年)

(12) 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）、一九九〇年一月。

(13) 拙稿「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」『証券レポート』（N°. 一五八七）、一九九〇年一〇月。

（おひ といめい・当所主任研究員）

選択的情報開示に対するSECの規制について

清水 葉子

はじめに

アメリカでは、企業が情報開示を行う際に、一般投資家向けの開示に先立つて一部の証券アナリストや機関投資家などに限定した情報開示を行う慣行が増加し、「選択的情報開示」と呼ばれて問題化しているとされる。

有価証券の発行企業は、証券諸法とSEC規則の定めによって定期的、定型的な情報開示義務と重要事実の適時開示義務を負うほかに、上場企業であれば証券取引所などの定款によつても重要事実が発生した場合に迅速な情報開示を行うことが義務付けられている。さらに、情報開示の方法や開示された情報に対する責任などに関しても、不実表示やインサイダー取引との関連で多くの判例が確立されており、判例法の点からもさまざまな規制が行われてきている。

また、こうした法的・制度的な情報開示義務以外にも、企業は市場で公正な評価を得たり株主や取引先などの企業関係者に対する社会的責任を果たしたりするために、自発的に重要事実に関する情報開示をおこなうインセンティブを持つていると考えられ、こうした自発的情報開示の重要性も広く認識されている。

発行証券の市場での評価が企業経営に大きな影響を持っている以上、発行企業としては、少しでも自社に有利な方法で情報開示を行おうとするのは当然のことである。とくに、不用意な情報開示によつて発行証券の市場価格が大幅に変動したり、情報の受け手の不正確な判断によつて価格が大きくゆがめられたりすることは避けたい

と考えるであろう。このため、企業は、しばしば市場一般に対して情報を開示する前に、市場評価に大きな影響力を持つ証券アナリストや有力な機関投資家に対して個別に情報を開示して説明の機会を持ち、そうした市場のプロフェッショナルの十分な理解を得てから一般投資家向けの情報開示を行うようになつてきました。

とはいへ、こうした選択的情報開示が極端なかたちで行われるようになるとさまざまな問題が生じる可能性がある。選択的情報開示は、まず投資情報への平等なアクセスを規定した証券諸法の規定に反する可能性がある。また、インサイダー取引との関連においても、一般に公表されていない事実を一部の者だけが得ることに対してもんらかの指針が示される必要が生じてくると考えられる。また情報へのアクセスの点で特権的な立場に立つことになる証券アナリストの方についても議論が必要となると考えられる。

1 選択的情報開示

全米インベスター・リレーションズ協会 (National Investors Relations Institute) は選択的情報開示の問題との関連で、一九九八年五月に企業の情報開示に関する調査を行つてある。これによると、対象企業の多くは、アナリストや機関投資家などのプロの市場参加者向けの情報開示に加えて、一般投資家向けの情報開示を拡大したいという意向を示しているが、業績悪化などの悪いニュースに関しては、二六%の企業が、一般投資家向けに情報を開示する前に一部のアナリストや機関投資家に対象をしぼつて、個別にもしくは参加者を限定したコンファレンス・コールなどを通じて事前の情報開示を行つてゐる⁽¹⁾。」のように、一般投資家に対する企業情報の開示に先立つて、開示先を限定した情報開示を行う慣行は、「選択的情報開示」と呼ばれ、一九九〇年代の後半ころから新聞などのメディアや研究者らがその拡大を指摘するようになつてきた。

こうした慣行は、証券発行企業の立場から見れば、不用意な情報開示によつて証券価格が大幅に変動したり、情報の受け手の不正確な判断によつて価格がゆがめられたりすることを避けるために、影響力の大きな証券アナリストや有力機関投資家に事前に説明の機会を持つとする、もつともな行動であるとも考えられる。

しかしながら、選択的情報開示が拡大すると、一般投資家向けとは異なる特別な情報が一部のアナリストや機関投資家だけに開示されることになるため、投資家の平等な情報アクセスを規定した米国証券諸法に反するといふ点でまず大きな問題であると考えられる。また、このような形で特別な情報を得た者が証券取引を行う場合、インサイダー取引との関係も検討する必要が生じる。しかしながら選択的情報開示の問題はこうした点だけにとどまらない。というのは、選択的情報開示が行われると、一部のアナリスト方に企業情報にいち早く接する特権を与えることになり、そのことがアナリスト方のリサーチに偏りをもたらす可能性があるからである。

すなわち、アナリスト方にとつては早い段階で企業情報に接することができれば業務上有利であるため、こうした特権を維持するために証券発行企業との良好な関係を保とうとするであろう。このため、アナリストは企業にとってマイナスの意見やリサーチ結果を発表して企業との関係が悪化しその後の情報獲得に不利益が生じることを恐れて、企業にとって有利となるような偏つたりサーチを発表する可能性がないとはいえない。こうして一般投資家の投資判断を補完する機能が求められるアナリストの情報提供がゆがめられることがあれば重大な問題であると考えられたのである。

2 選択的情報開示に対するSEC規制

「」のように、アメリカでは選択的情報開示の拡大に起因する弊害が指摘されるようになつたため、SECは二

○○○年八月に選択的情報開示を規制するためのSEC規則⁽²⁾を制定した。公正開示規制(fair disclosure規制)と呼ばれる、この新規制では、証券の発行者が重要事実に関する未発表情報の開示を行う際に、一般に向けてでなくアナリストなどだけを選んで選択的情報開示をする問題に対し、証券市場においてアナリストの果たす役割は極めて重要であるが、企業情報が選択的にアナリストらだけに開示されるのではなく、同時に一般投資家に対しても開示がなされるべきであるとして、(1)発行者が意図的に重要事実の選択的開示を行いう場合には、同時に一般に対して開示すること。⁽²⁾意図せずに重要事実を選択的開示してしまったことに気付いた場合には、迅速にその情報を一般に開示すること、を規定した。

さて、このような新規制が必要となるほど発行企業の選択的情報開示が拡大したことは証券発行企業側のどのような事情によるのだろうか。アメリカでは、企業が行う情報開示の中でも、とくに将来の収益や成長に対する予想や、今後の事業展開などに関する経営者の計画などの、いわゆる将来の見込みに関する発表をめぐって多くの訴訟が起こされてきた経緯がある。多くの場合、企業経営者は将来予想について楽観的な傾向のある見通しを発表することが多いが、この見通しが現実には実現しなかつた場合に、投資家に対して虚偽の情報開示があつたかどうかが争われる場合が多い。

投資家は投資先の企業経営者が持つていてる将来の計画や見通しを知りたいと思うのはもちろんであろうが、経営者がそうした要請にこたえて将来情報についての意見や予測を述べた場合に、その意見や予測にどこまで責任を負う必要があるのかは非常に難しい問題である。あいまいな見通しにいたるまですべての発表に対して厳密な責任を求めた場合、企業側としては将来情報の開示に消極的になる可能性がある。このため、SECは、こうした将来に関する不確定な発表の責任問題に関してセーフ・ハーバーを規定し、一定程度将来情報の開示を促進する立場をとっているのである。

3 将来情報の開示に対する方針

企業の将来の収益見通しなどの、まだ実現していない将来に関する情報は、過去の収益などの確定した事実に関する「ハードな」情報に対比して、ソフト情報と呼ばれる。ソフト情報は誰も知ることのできない将来に関する予測であるため、ある程度のあいまいさを許容して責任を免じる手立てがなければ情報開示そのものが困難になるという難しい性質を持っている。ソフト情報の開示に対するアメリカの規制は時代によつて大きく変化してきた。

ソフト情報の開示に関する規制の変遷は龍田(一九九九)⁽³⁾に詳しい。もともとSECは「ソフト情報」の開示には否定的であったとされる。これは、(1)ソフト情報が開示されることで投資家が不確実な情報に過大な信頼を抱いたり経営者が勝手な操作をすることを防ぐために予測の開示を禁ずるという理由のほか、(2)予測はそもそも「事実」ではなく信頼できない、(3)将来収益の予測の能力という点では経営者も投資家も変わりはないはずであるから、経営者が専門家として予測をすること自体が誤解を招く、といった理由が挙げられている。また予測が記載された届出文書をSECが受けることでSECがそれを承認したという誤解を与えることを嫌つたという事情を挙げる考え方もあるとしている。全体としては、パトナリスティックな旧タイプの投資家保護概念に基づいて、ソフト情報の開示が禁じられていたと見ることができるだろう。

しかしながら、このようなSECの態度に対して、将来情報の開示が禁じられるごとに、証券業者などの一部のプロフェッショナルだけが非公式ルートでこうした情報を入手することになり、一般投資家との間で差別的な情報開示

示が行われるとする批判が行われる。こうした批判を受けて、SECは将来情報も開示制度に盛り込んでいく一方、開示時点で一定の要件を満たしていれば後に開示した内容が実現しなくても責任を問われずにするよう一九七九年にセーフ・ハーバーを認めた。⁽⁴⁾ このセーフ・ハーバーによれば、届出書類に記載する将来情報の根拠が合理的であるなど一定の条件を満たせば詐欺的なものとはみなされず、根拠の合理性については経営者に広い裁量を認めるとして、予測が事実と異なつていた場合にも、予測に合理性がなく善意でなかつたことの立証責任は原告にあるとされ、ソフト情報の開示を促進する立場がとられた。

ところが、このセーフ・ハーバーに対しても、企業の不実開示については多くの判例があり、判例では会社や役員をかなり保護する判断がとられているため、このセーフ・ハーバーは実質的に意味を持たないとする批判が行われた。また、証券市場で公正な評価を受けるために、経営者が自発的に将来情報を開示しようとする動きもさかんになつてくる。こうした動きを受けて、旧セーフ・ハーバーの規定では不十分であるとする考えが次第に増えたため、SECは一九九五年に将来情報の開示に関して再び新しいセーフ・ハーバーを規定した。新しいセーフ・ハーバーでは、将来情報の範囲を定義した上で、重要な事実について虚偽の表示や重要な事実の不開示についての免責要件として、(1) 将来予測の表明であり、結果的に予測と異なる結果がもたらされることがあり得ることを示す有意義な文句によって注意を喚起している、(2) 情報開示が虚偽または誤解を招くものであることを現実に知りながらなされたものであることを原告が証明できない、といった場合には免責されるとした。さらに、口頭での開示に際しては特則が設けられ、予測が事実と異なる可能性がある点に注意喚起を行うに際して口頭で免責要件が満たされていなくても別の文書で補充することができるとしている。

これによつて、発行企業にとつては、文書での情報開示のセーフ・ハーバーが認められただけでなく、口頭での開示については、免責の要件がかなり緩やかであり、口頭ではいつたん注意を喚起しさえすればよく、免責の要件はSECに対する届出書類などの別の書類で満たされればよいわけである。

おわりに

このように見てくると、特定のアナリストだけに情報開示を行う選択的情報開示は、企業の将来情報開示にともなう責任の免責要件を緩やかにするために用いられてきた可能性があると言える。企業の将来情報は、投資家にとつて重要な情報であるだけでなく、企業経営者にとつても、将来の見通しを市場に示す重要な機会であると考えられる。とくに、従来と異なつたビジネス・モデルに基づいて新しいベンチャー・ビジネスを立ち上げ、証券市場からの資金調達を行う場合、投資家の理解を促すためにも経営者が将来に対する見通しを投資家に示す機会を持ちたいという要求を強いと考えられる。

しかしながら、まだ不確定な要素の大きいベンチャー・ビジネスの場合、こうした将来情報を不用意に市場に開示し結果的に予測と異なつた結果に終つた場合、不実表示の責任を負う可能性もまたかなり大きいと推測できる。企業経営者にとつては、こうした将来情報を開示するにあたつてアナリストらに口頭で意見を述べることは、セーフ・ハーバーの免責要件の面からも好都合だったと考えられるのである。このように、企業の将来情報の開示にあたつては、確実なセーフ・ハーバーで不実表示の免責が規定されていなければ、経営者は将来情報の開示に消極的にならざるを得ないが、これは投資家の合理的な判断力と自己責任を前提とした「新しい投資家保護」の考え方からすればかならずしも好ましいことではないと考えられる。

注

(1) <http://www.niri.org/> 証券の 1 論文を示す。

(2) Securities and Exchange Commission Release No. 33-7881, 34-43154, August 15, 2000. 規制の内容やそれを実施する関係者の評議は大崎貞和・平松那須加（1999）「米国における選択的情報開示規制の強化」『資本市場クオータリー』11000年秋号に詳しく述べる。

(3) 龍田鎭（一九九九）「将来情報の開示の促進」『欧米における証券取引制度の改革』、第1章、（財）日本証券経済研究所。以下のセーテ・ペーベーの変遷は本論文に詳しく述べる。

(4) Securities and Exchange Commission Release No. 5362, February 2, 1973.

（一社）モルト・出版在任研究員

有価証券の不発行化

～フランスのS-COVAMの制度～

福本 葵

1 安全性と効率性

証券決済に必要とされる要件は、効率性と安全性である。これらの要件を確保するために種々の方策が講じられている。安全性を確保する手段として、元本リスクを回避するためのDVP化、システムリスクを回避するためのRTGS化、流動性リスクを回避するための決済期間の短縮等がある。

一方、効率性を確保するために、決済機関を統合し、システム開発や運営にかかる重複費用を削減しようとする動きも見られる。効率性を確保するその他の手段には、ペーパーレス化がある。決済に関わる書類や券面 자체をペーパーベースのものから、ペーパーレス化することによって、事務効率は上昇し、盗難や紛失のリスクも回避することができる。

2 券面のペーパーレス化

日本において、証券会社と取引所の照合書類は既に電子化されている。機関投資家と証券会社の照合もこれまでの電話やFAX等から、自動的、電子的なものへと移行するSTP化が押し進められている。証券の券面その

ものをペーパーレス化する制度には、登録制度や保管振替制度がある。株券の保管振替制度もその一つであり、国債では登録国債、振込国債がある。様々な問題が指摘されてくるものの、社債についても登録という形でペーパーレス化が実行されている。また、CPについても今年三月にこれをペーパーレス化する研究会の報告書が発表されている。⁽¹⁾

証券の券面をペーパーレス化し、電子的な記録をベースとして、権利の発生、移転を行なうとにより、事務手続きを合理化し、盗難や紛失のリスクを回避することができる。効率的で安全な決済のために、ペーパーレス化は不可欠である。一九九五年のISSA（国際証券サービス協会、International Securities Services Association）の修正勧告⁽²⁾においても、証券の不動化（immobilization）または、不発行化（dematerialization）を可能な限り達成するに努めね。

ISSAの勧告によると、券面のペーパーレス化の方法には、主に二通りある。一つは、一旦発行した証券を不動化（immobilization）する、ことであり、もう一つはそもそも証券を発行しない不発行化（dematerialization）である。前者は、株券の存在を予定しており、後者は、券面が存在しない制度である。前者のペーパーレス化が移転に止まるのに対し、後者は、移転を含め、発生の段階からのペーパーレス化である。アメリカや日本の振替決済制度は、前者の不動化を採用しており、後者の不発行化の代表的なものがフランスのCDC（Central Securities Depository、証券集中機関）であるICOVAMの行なうdematerializationである。ICOVAMの行なうdematerializationとは、制度の導入以前に流通していた証券の券面を廃棄し、制度導入後は証券の発行が禁じられた。全ての権利の発生、移転、消滅は電子的な記録によることとなつた。フランスでは、一九八四年にICOVAMが導入されたが、イギリスでは、加入を強制したTAURUSが失敗に終わり、アメリカにおいても全面実施はされていない。

現行のCORESITへの加入は任意となってゐる。イギリスでは、全面的な券面の発行廃止には失敗している。⁽³⁾ 証券決済の効率化、合理化を考えると、不動化よりも不発行化の方が、更に進んだ形態であると言ふ。しかし、制度の強制を全ての市場関係者に求める、ことは困難である。U.C.C.（Universal Commercial Code、統一商法典）で証券の不発行化を認めており、また、流通する株式のほとんどが保管振替制度に預託されているアメリカにおいても全面実施はされていない。

一方で、本稿では、フランスのSICCOVAMで行われたdematerializationおよびICOVAMの組織についてまとめた。どのような経緯でdematerializationはICOVAMに導入され、ICOVAMは現在、どのような組織となつてゐるか。

3 制度導入以前のICOVAM

フランスの振替決済制度は、ドイツ占領下に遡る。占領下の一九四一年、ドイツは金融統制の一環として、フランス国内に分散してゐる財産を把握し、その散逸を防ぐ目的で発行証券を記名式とするか、無記名とする場合は、証券の受寄機関であるCaisse Centrale de Depot et Virements des Titres (CCDVT) を設け、これに強制的に寄託させた。ヨーロッパにおける証券の中心は、無記名証券であり、個々の投資家が無記名証券を手元で保管するのでは、所有状態を把握するのに不便であった。ドイツの振替決済制度の歴史は更に古く、一八八二年からドイツ証券振替決済銀行が保管振替業務を行つてゐる。ドイツには、カッセンフェラインといわれる受寄機関が複数存在しており、フランスのCCDVTは、これに類似の機関として設立された。

第二次世界大戦後、一九四七年にCCDVTは解散した。しかし、フランス政府は、CCDVTが行つた保管

振替制度それ自身については、無記名証券の流動性を高めた」と、株主の管理を確保することにおいて効果を發揮したこと)を高く評価した。やがて、一九四九年に政令を制定し、八月には、新たな受寄機関としてSICOVAM (Société Interprofessionnelle pour la Compensation des Valeurs Mobilières) が設立された。実施は、それまでの制度を継承すべきものであった。⁽³⁾

一九八四年dematerializationが導入される以前は、証券の券面が存在していた。フランスの有価証券は、現物で存在する場合と、SICOVAMに預託される場合とがあった。有価証券には、記名証券と無記名証券があるが、無記名証券の場合、発行会社は無記名証券の保有者が誰であるか特定できない。そのため、発行会社は、株主総会開催時に公告を掲載しなければならなかつた。また、配当を得るために、無記名証券に付与されているクーポンの提出が求められた。証券を現物で所有する場合は、これらの事務手続、証券の管理を自ら行わなければならなかつた。証券が預託された場合、SICOVAMはこれらの証券の保管、口座振替、議決権行使手続、配当金支払い等の業務を行つていた。制度加入は任意であつたが、無記名証券の九五%が、全体でも七五%が制度を利用していた。

4 SICOVAMのdematerialization導入

SICOVAMがdematerializationを導入したのは、一九八四年一月三日である。それまでは、券面が存在した。導入の経緯については、大武泰南(一九九〇)⁽⁴⁾が詳しく述べによると、一九七〇年代より、金融業界は政府からの有価証券投資促進のため積極対策を要請されており、証券関係の事務を合理化し、余剰人員を営業に回したいとするニーズがあつた。そこで、非公式に研究会を設けて問題を検討していた。

一九八〇年秋、フランスの証券市場の近代化についてその方策を総合的に進めていたモーリス・ペルーズ委員会がそのうち一つの専門委員会で証券管理の改革について検討を加え、その報告書のなかで有価証券を登録し、管理する、いよいよいわゆるペーパーレスを創出すべきであるという提案をまとめ、報告書が経済財政大臣モリエー氏に提出された。この提案は直ちに法案の形にまとめられ、下院議員ジャン・フォワワイエ氏から国会に提出され(フォワワイエ法案)審議の結果一九八〇年下院を通過した。しかし、フォワワイエ法案自体は大統領選挙後の国民議会の解散によつて成立には至らなかつた。

フォワワイエ法案そのものは成立しなかつたが、制度の重要性はその後も認識され、早期実現を図る目的で、これを単純化する形で一九八二年一二月三〇日に定めた財政法の中に組み込まれる形で上院を可決した(財政法九四条一一)。これに関連して、制度の細目、実施時期等が定められた。⁽⁵⁾

5 現行SICOVAMの制度⁽⁶⁾

SICOVAMは株式会社の形態を取つている。株主には、フランス銀行、その他の金融機関、ParisBourseSBF SA, Caisse des Dépôts et Consignations、発行会社の代表等が含まれてゐる。SICOVAMの証券業務を監督する機関は、Conseil des Marchés Financiers (CMF) であり(一般規則六条)、金銭については、フランス銀行の監督下にある。

SICOVAMの参加者には、銀行、カストディアン、ブローカー等金融仲介業者、フランス銀行、登録証券の管理をシコバムに要求する発行会社、クロスボーダー取引のための外国の預託機関および清算機関等である。現在、直接参加者は三三六社(内訳は、金融仲介業者・二四六、発行会社・七四、海外清算機関・一六)、間接

参加者は二七三社である。一般的の投資家は、参加者に預託し、参加者が預託証券を再預託する。dematerialization導入以降証券の券面は存在しないので、物理的な証券を預託するのではなく、そのデータが参加者および、参加者を通じSICOVAMによって管理されている。

SICOVAMによる制度の対象証券は、投資信託、政府証券 (bonds, notes and bills)、株式等 (CPA、国債、預金証書も対象有価証券) である。一九九九年には帳簿上で二八・九兆EURの取引を処理した。SICOVAMはdematerializationが導入されてからは、それまで任意であった制度への加入が強制となつた。

6 SICOVAMの改革

SICOVAMは、RELIITというシステムの導入によりて、一九九〇年からDVP (Delivery versus Payment, 証券と金銭の同時受渡) を行つてゐる。更に、一九九八年には、RGVというシステムの導入によりて、中央銀行における同時、最終決済であるRTGS化を導入している。

現在、SICOVAMのシステムには、RELIIT、RELIIT+、RGVと呼ばれる三種類がある。基本的には、パリ証券取引所で取引された取引は、RELIITによつて、OTCは、RELIIT+、またはRGVによつて処理される。これららの取引は、清算会社であるクリアネットの清算と保証を受けてゐる。

市場の内外で執行される全ての株式取引はRELIITによつて進められる。これは自動化された清算と決済のシステムであり、シコバムによつて一九九〇年に導入された。RELIITは、後に記すRGVのような最終決済ではなく、中央銀行において取消可能な決済である。RELIITの対象取引は、取引所における通常の取引、または、OTCのうち、RGVの対象外となつてゐるものである。RELIITは一千四百万の取引を処理している。⁽⁷⁾

一方、RGVは即時ファイナリティー決済を提供するシステムであり、BOF (フランス中央銀行) のTBF (資金グローバル決済システム) を通じて、中央銀行における資金決済を含んでゐる。TBFは、全ヨーロッパリアルタイムグローバル決済システム、Target+コンクとしている。

RGVは一九九八年 (ユーロ導入の六ヶ月前) に導入され、主に、OTCで取引された債券 (fixed-income securities) を取扱う。現在、RGV対象となつてゐるのは、国内および国際債券の起債、任意支払 (アリバテイブ) の売買、クロスボーダー取引、フランス国債のストリップ債およびリバースストリップ債の流通市場、更に、中央銀行のリファイナンス、金融政策となつてゐる。RGVは全てのタイプの証券を取り扱ふことのできるシステムである。対象証券の範囲は拡大していく。

RGVシステムは、照合、決済、通知をリアルタイムに処理する。また、証券の残高不足に關しては、オートレンディング制度がある。オートレーティングには、銀行から貸し出された証券をプールする銀行の共同運営口座から借り手の参加者口座に自動的に振り替えられる。資金残高の不足については、フランス中央銀行のTBFからRGV資金残高に資金を補充する。

7 日本への示唆

フランスは、世界でも先駆的にdematerializationを導入している⁽⁸⁾。イギリスはTAURUSで保管振替制度くの強制加入自体に失敗しており、高い預託率を誇るアメリカのDTCHにおづても不発行化は実行されていない。dematerializationは、合理的な制度であるが、日本への示唆を考える前に、フランスの証券市場および流通証券の特徴を考えなければならないであろう。

一つには、フランス国内で流通している証券、特に株式は主に無記名であることを留意しなければならない。フランスやドイツに代表されるように、ヨーロッパでは主に無記名証券がその主流である。dematerializationが導入される以前でも、SICCOVAMへの預託率が高かつたのは、この無記名証券の性質に起因するところが大きい。無記名証券は券面にクーポンが付与されており、配当金受払い時には、これをもって配当金を受領する。また、株主名簿に氏名が記載されていないため、株主総会の開催日時等の連絡は、公告によって発表され、これに出席するための手続きを取らなければならなかつた。券面をSICCOVAMに預託すれば、SICCOVAMを通じての事務手続きとなるため、株主は管理が容易となる。これが預託率を高めていたのではないか。

これに対し、アメリカや日本では、記名証券が主流である。アメリカでは、ノミニー名義が古くから定着しているため、記名証券といえども、発行会社は実質株主を把握してはいない。配当金や議決権の行使は、一旦ノミニーである証券会社が取りまとめ、そこから実質株主へと還元される。これに対し、日本では、発行会社による実質株主管理が伝統的になされてきており、発行会社は実質株主を管理している。日本の保管振替制度の特徴である直接方式は、発行会社が実質株主を管理したいとする強いニーズから生み出されたものである。記名証券と無記名証券の違い、株主管理の考え方（投資家の立場からみるとプライバシーの考え方）の相違が前提にある。

また、先に述べた理由で、株式について考えると、フランスはdematerialization導入の前においても、SICCOVAMへの預託率が非常に高かつたことも特徴的である。日本において、保管振替制度への預託率は、三〇〇%程度と低い。これは、日本において特徴的な株式の持ち合いに起因するところが大きいと説明されている。保管振替制度においては、実質株主名簿の確定時期が決算または中間決算とされており、日々の株主管理を行つ」とができるないため、持ち合い株式の預託が進まない。

更に、個人投資家を中心に、証券を券面で保持したいとするニーズがある。アメリカにおいても、T+5からT+3に移行する際、個人投資家を中心に、証券を券面で保有する投資家を軽視した改革ではないかとする意見が、SIAに多数寄せられている。また、BEO (Book Entry Only) 債は、総額の一枚の券面をCSDに預託する債券であるが、これに関しても、[自己]の持分を券面で保有したいとする投資家からの非難がみられる。

しかし、日本においても、dematerialization導入は、無縁ではなくなつてきている。今年三月にまとめられた「CPのペーパーレス化に関する研究会報告書」において、CPのペーパーレスの形態として、電子証券方式と電子登録方式とを考慮している。前者は、権利の発生、移転、消滅等が個々の電子的な記録を基礎として生じるものと定義しており、後者は、一定の者への電子的な記録を基礎とするものとしている。後者の一定の者とは、具体的には、証券の登録機関である。ここでいう電子証券方式とは、不発行化を基礎とした考え方であり、後者の電子登録証券とは不動化を基礎とした考え方であろう。最終的に、研究会においては、電子登録方式が採用されているが、電子証券方式についても検討課題とされている。

証券決済にリスクが存在し、また、市場の持つ決済制度が一つの市場間競争の競争材料にもなると認識されたのは、九〇年代の後半になつてからである。証券決済改革は、未だスタートラインについたばかりである。様々な利害関係や既得権も存在し、改革は容易ではないと思われる。しかし、改革の一例として、SICCOVAMの行へdematerializationを見るとは、日本の改革にとても参考になるものであると思われる。

注

(1) 「CPのペーパーレス化に関する研究会報告書」平成二二年三月、CPのペーパーレス化に関する研究会 <http://www>.

(2) 摂南「イギリスの決済機関〈TAURUS〉の失敗」〔証研レポート〕N.O.一五八四、二四一四三頁、11000年七月

(3) SICOVAM設立の経緯について、矢澤淳編「有価証券振替決済制度—欧米有価証券振替決済制度調査団報告—」財团法人金融財政事情研究会、1011、104頁、昭和五四年一月、二六日参照。²⁰

(4) 大武泰南「DEMATERIALIZATIONにおける株式の譲渡および株主権の行使—フランスの株式登録管理制度—」〔摂南法學〕(一九九〇年八月)四〇一四一頁。導入の経緯は、本論文参照。

(5) 一九八一年財政法九四条一一実施及び有価証券制度に関する一九八三年五月一日施行令、上記施行令の所規定適用についての一九八三年八月八日通達

(6) <http://www.sicovam.com/>

(7) 「Clearance and settlement systems: upgrades in 2000-2001」のSICOVAMの資料(11000年六月)より

(8) dematerialization が、まだ世界的な標準ではないため、国際取引においては、フランスでも有価証券が存在するシステムを残してゐる。昨今の歐州決済機関の統合においても、SICOVAMのシステムは採用されていない。

(ふくわく あねこ・証研研究員)