

証 研



No.1589

2000年12月

株価変動率の上昇について 伊豆 久 (1)

J I W A Y
~OMとMSDWによるクロスボーダー小口径ECN~ 吉川 真裕 (12)

企業調査から見た中国のコーポレート・ガバナンス (4)
～企業の意思決定の在り方とチェック体制を中心に～ 王 東明 (27)

アメリカのコール・オーフショット 清水 葉子 (38)

米国のハイ・イールド債市場とディストレス市場
松尾 順介 (47)

財団法人 日本証券経済研究所

株価変動率の上昇について

伊豆 久

はじめに

米国NASDAQ市場（総合指数）は、昨年秋から急騰、今年三月一〇日には最高値五〇四八をつけた。しかし、その後インターネット・バブルは崩壊し、この一月末時点では指数は二五九七、最高値の半分となっている。NASDAQほどではないが、優良大型株対象のダウ平均でも荒っぽい値動きが続いている。九〇年代前半に比べると市場全体の株価変動率が大きくなっている。

つまり、株価の水準とは別に、そのボラティリティが高まっているところにも、最近の米国市場の特徴がある。株価が高いため、絶対額で見た変動幅が上昇するのは不思議ではないが、率で見ても前日終値に対して一%、二%、三%動く日が急増している。ある程度の変動は、市場の健全性の現れともいえるが、極端になれば、安定した長期資金の市場からの流出、信用取引を行う投資家への追証の発生、新規株式公開の延期など、マイナスの側面が強くなる。短期間での株価の変動は、株価の実体経済からの乖離を暗示し、株式市場への信頼を損なうとともになりかねない。以下、最近のボラティリティの上昇をめぐる議論を整理してみた。

1 ボラティリティの上昇

まず、ボラティリティ上昇の事実を確認しておこう。

図1はNASDAQ総合指数が前日比で一%以上動いた日数の比率を示したものであるが、今年（四月まで）は取引日の半分以上を占めている。また、八四年からのボラティリティの推移を見ても（図2）、九〇年代後半から、とりわけ九九年秋から今年にかけて急騰していることがわかる。

とはいっても、超長期で見れば、現状程度の変動はたいしたことではないとの見方もある。ダウ平均の変動率を大恐慌前から見れば（図3）、今世紀で最も変動率が高かったのは大恐慌後の三〇年代と八七年のブラックマンデー時であり、それ以外は、循環的な変動の範囲内であるとも言える。⁽¹⁾しかし、ブラックマンデー以降に限れば九〇年代後半が顕著な上昇傾向を示していることも明らかである。また、図2と図3を比べれば、現在のNASDAQのボラティリティが三〇年代のダウ平均に匹敵する水準に達していることもわかる。

つまり、現在のボラティリティは、①資本主義経済を根底から揺るがした一九三〇年代の水準には及ばない、②しかし、九〇年代前半にくらべれば大きく上昇している、③そして、大型優良株よりもNASDAQに上場されているハイテク株でより顕著に増大している、と言えるであろう。

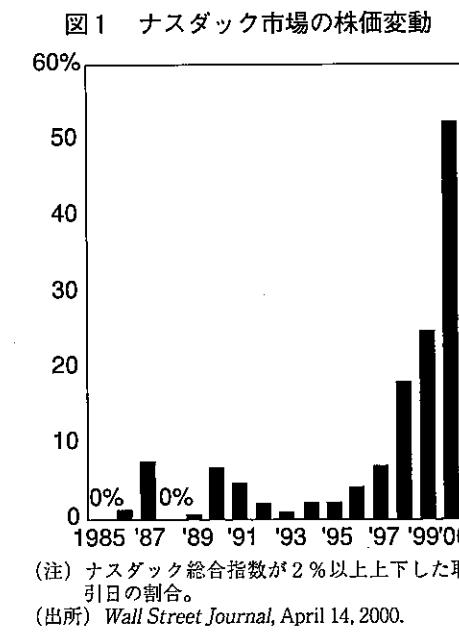
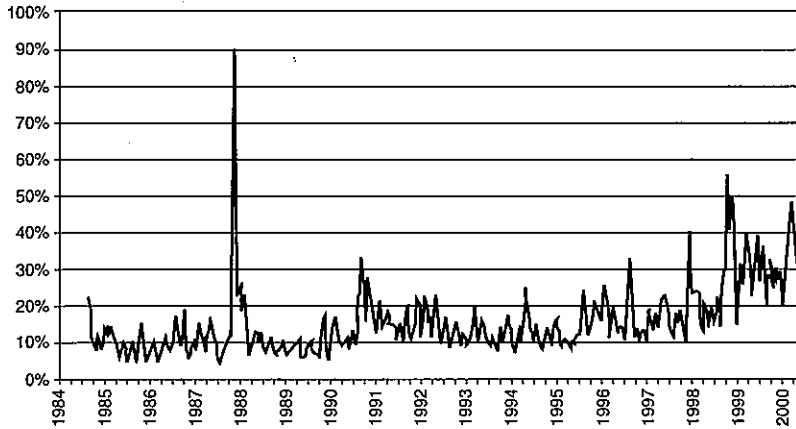


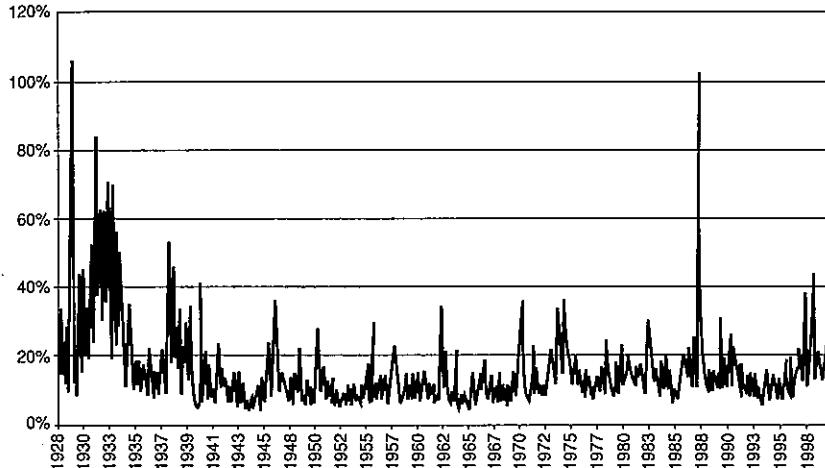
図2 ナスダック総合指数の変動率



(注) 日次での株価変動率の標準偏差。2000年は5月末まで。

(出所) <http://schwert.ssb.rochester.edu/>

図3 ダウ平均の変動率



(注) 日次での株価変動率の標準偏差。2000年は5月末まで。

(出所) <http://schwert.ssb.rochester.edu/>

2 個人投資家とインターネット取引

では、今日のボラティリティ上昇の原因はどこにあるのだろうか。

その一つは、周知のように短期売買を行う個人投資家が増えたことである。デイトレーディングは言うまでもなく、そこまでなくとも、信用取引が拡大し、短期的な値ざやを稼ごうとする個人投資家が増えている。ボラティリティの上昇と同時に売買高の急増が生じているのはそのためである。そしてそこではインターネット取引の拡大が大きな意味をもつていていると思われる。

全米証券業者協会(SIA)は、そのレポートで、ボラティリティが急上昇した昨年一〇月半ばから今年四月半ばまでの六ヶ月間は、投資家の新規口座開設が急増した六ヶ月でもあつたと指摘している(注2のFernandez論文参照)。同協会のアンケート調査によると、同期間に株式売買口座の数は一五%増加し、その多くが株式投資の未経験者であり、かつネット取引口座、信用取引口座の比率が高かつたという。

もちろん、インターネット取引がただちにボラティリティを高めるとは言い切れないが、それでも以下のようない影響を指摘することはできるであろう。

インターネット取引の特徴は、第一に売買手数料が安いこと、豊富な情報を簡単に取得できる点にある。それによって、個人投資家は機関投資家などのコストと情報量で証券市場にアクセスできるようになつた。また、NASDAQで指値注文保護規則が施行されたことも、市場の信頼回復とともに個人の売買コストの低下を促進した。コストの劇的な低下がなければ売買回転率の大幅な上昇は難しかつたであろう。

第二に、投資家をブローカーのアドバイスから「自立」させたことである。これによって手数料収入を求めるブローカーの回転売買圧力から解放されたという面も存在するかもしれない。しかしブローカーは、少なくとも

建前上は、顧客に適合したファイナンシャルプランニング、ポートフォリオ理論に沿った長期分散投資を助言するものが原則である。インターネット取引においては、そうした投資のプロからのアドバイスが投資家に届かず、投資家は自らの情報収集と判断で売買を行うことになる。その結果、かえつて日先の値動きを追いかけるような売買、それゆえ価格変動を増幅するような短期売買が増えたのではないかと推測される。

なぜなら、第三に、個人投資家にアクセス可能な情報量の爆発的増大が、かえつて冷静な判断を困難にする面があるからである。ケーブル・テレビでの解説からネット上の根拠に乏しいうわさ話まで、投資家は余りに多くの、多様なというより雑多な情報を浴び、その余りの多さにそれらを吟味し取捨選択することができず、場合によつては混乱することもあるのではないだろうか。あるいは、自らリサーチを行うことのできない個人投資家にとって、自分は他のすべての投資家がもつているのと同じだけの情報をもつてゐる、と確信することは難しい。となると、他の投資家の売買によつて形成された現在の価格には、自分の知らない情報が込められているかもしれない、と考えるのも当然である。株価の上昇が、自分の知らない情報を反映しているとすれば、望ましい戦略は追随買戻である。

「個人投資家の拡大は、投資判断の多様化を通じて株価形成の効率化をもたらす」という、従来の通説が必ずしも機能していないのは、こうした事情のためではないかと思われる。

また、ネット取引は、第四に、株価のチェックや発注、約定の確認などをリアルタイムで、かつ、自宅や職場でおこなうことを可能にした。投資家は、ブローカーにいちいち電話することなく、いつでも簡単に株価をチェックできるのである。すると、株価は時々刻々と変化している。自分の予想を外れた上げや下げを常時目前にしながら、それを冷静にやり過ごす心理的ストレスは小さくない。しかも、注文を出すのは簡単で、ブローカーにとやかく言わることなく、かつコストは小さいのである。こうした新しい環境が、長期的な投資家をも短期売買に誘い、あるいは射幸心の強い人々をますます株式市場に呼び込む作用を及ぼしたと考えられる。

3 ネット株ブーム

投資対象の側で、ボラティリティを高める要因となつたのは、IT関連銘柄という新しい産業、企業の出現であろう。米国市場全体で変動率が高まつてゐるとはい、ネット企業の多いNASDAQ総合指数のほうがダウ平均よりも不安定な動きを示しているのはそのためである。

IT革命は一〇〇年に一度の技術革命といわれる一方で、関連企業には未だ安定した収益基盤が確立していないところも多い。PERなどの伝統的な株価指標は、ネット株という新しい企業には通用しないのか、それともそうした見方こそがバブルに踊らされているのか、現時点では確かなことは誰にも言えない。IT革命の「革命性」を重視するなら、従来の尺度が適用できないのは当然のこととなるが、歴史を振り返れば、バブルの時代には常に「従来の尺度では測れない新しい時代の到来」が叫ばれていたことも事実である。

このように、評価基準が不安定な状況の下では、一つ一つの情報への過剰な反応が生じやすい。また個別企業の違いは見落とされて、IT関連株といつたくなり方で複数の銘柄が同方向に売り買いされる傾向が強くなる。

さらに、こうしたネット企業には、浮動株数が少ないという共通点がある。経営者や幹部社員による保有、ストックオプションのための自社株保有、ベンチャーキャピタルや主幹事証券会社などによる保有の比率が高い。そのため市場ではわずかな売買で値が飛びやすいのである。また、NASDAQの高騰期に行われたIPOのロットアップ期間（大口株主の売却禁止期間）の終了が今年半ばに集中したこと、株価急落の一因となつた。

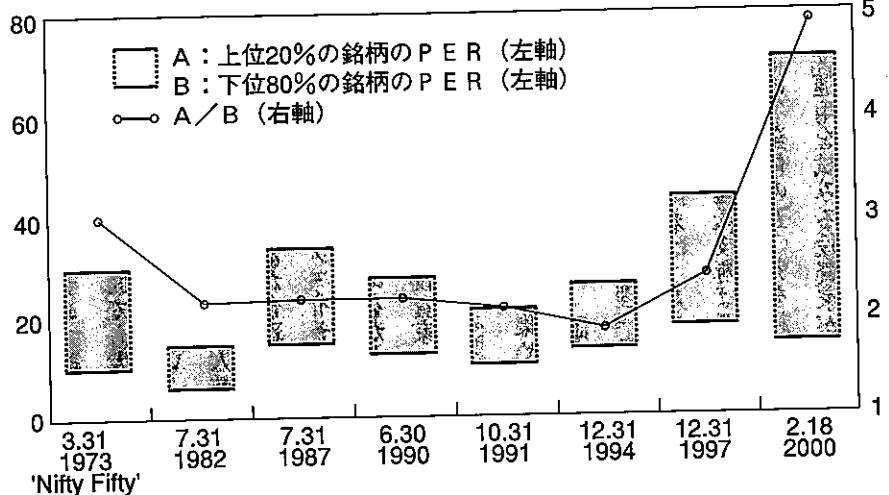
そして、株価の二極化が進んだことも市場全体のボラティリティ上昇の原因となつていて。図4は、S P 500銘柄をPERで二つに分け、その上位二割の銘柄のPERの中位値と残り八割の銘柄の中位値を比較したものである。これを見ると、今年はじめのPERの二極化は、PER中位置の格差で四・八倍に達しており、「ニフティファイフティ」と呼ばれた七〇年代の三・〇倍を大きく上回っていることがわかる。九〇年代の株価の推移をハイテク株とそれ以外に分けて見ても(図5)、昨年からのハイテク株の急激な上昇と下落が明らかである。こうしたハイテク株、IT関連株の上昇によって、NASDAQ市場では、上位五銘柄が時価総額の三割を占めるに至つており、その結果、システムズやマイクロソフトなどわずかな銘柄の騰落によつて指數全体が乱高下してしまつのである。

そして企業評価が不安定で浮動株の少ない新興IT銘柄は、厳しい受託者責任を負う機関投資家には手がけにくくとも、自分自身の余裕資金で売買を行う個人投資家にとっては投資妙味の大きい銘柄となる。しかも、株価形成力を高めた個人投資家によつて買い上げられ、時価総額のウエイトが大きくなれば、インデックスを基準に運用する機関投資家もそれに追随しないわけにはいかない。個人投資家主導による株価のスパイク現象が発生しやすいのである。

4 行動的ファイナンス論の台頭

以上のようなボラティリティの上昇や、既存の株価論では説明しがたい株価の動きが生じていることに対しても、「正統的ファイナンス論」への批判的議論が注目を集めている。ここでいう「正統的ファイナンス論」とは、モダンポートフォリオ理論、効率的市場仮説、ファンダメンタル分析等による株価論である。戦後の米国証券市場

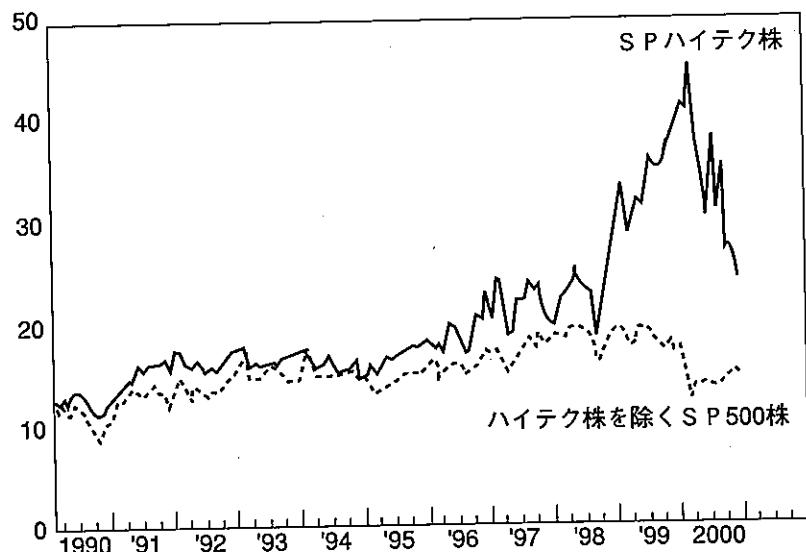
図4 株価(PER)の二極化



(注) 対象はS P 500銘柄。

(出所) Wall Street Journal, Feb. 24, 2000.

図5 ハイテク企業の株価(PER)



(注) S P 500銘柄を二グループに分け、それぞれのPERの中位置の推移を示したもの。

2000年は11月22日まで。

(出所) Wall Street Journal, Nov. 27, 2000.

の発達は、こうしたファイナンス理論の発展とともにあつたといつてよいであろう。⁽³⁾

しかし、正統的ファイナンス論がいかに美しい論理体系をもととし、それが、極めて非現実的な仮定のもとに構築されていることは否定できない。そもそも、個別の銘柄を同一の値段で売る投資家と買う投資家が同時に存在するという、証券市場における大前提を、正統的ファイナンス論は説明することができない。それは、情報が不平等であるか、どちらかが合理的でないために生じた「異常な」状態と見なされてしまう。しかし、それではあべこべである。正統的ファイナンス論は結局のところ「根拠のない理論と理論のない実証から成り立つものに過ぎない」という皮肉も、あながち的外れとは言えないものである。そこで、正統的ファイナンス論からいはれ落ちる諸現象を説明すべく、投資家の心理に着目する議論が注目を集めている。行動的ファイナンス論 (behavioral finance) と呼ばれるそれは、ファンダメンタルズに大きな変化がないにもかかわらず株価が急落した八七年のブラックマンデー以降、関心を集めはじめ、最近の株価の乱高下により新しいブームになりつつある。⁽⁴⁾

行動的ファイナンス論は、証券市場に現れる非合理的な投資家行動の例をあげ、実験や統計によりそれを「実証」し、その原因を人間心理一般に求める、といふところに特徴がある。その議論のいくつかを紹介しよう。

それによれば、例えば、人間には自信過剰 (overconfidence) の傾向が存在する。ある調査では、ドライバーの九〇%は自分の運転技術は平均以上であると判断している。論理的には、平均以上の運転技術をもつドライバーは、全体の五〇%を超えるはずがないにもかかわらずである。理論上は不可能であるにもかかわらずアクティブ運用を試みる投資家が絶えないので同じ心理が働いているからであろう。「自分だけは他人よりもうまくやれる」との根拠なき自信。それがなければ個別銘柄の売買は成立するはずがない。だとすれば、すべての情

報は価格に織り込まれている、といふ仮説は妥当しなくなる。価格は情報プラス心理で決まるからである。

行動的ファイナンス論は、その他に、ポートフォリオ運用をしているにもかかわらず個別銘柄の損切りに対して心理的抵抗が存在すること（近視眼的損失回避；myopic loss aversion）、損失は同額の利益よりも心理的により大きな「価値」をもつ（心理的勘定：mental accounting）、投資家は直近の価格変化を過度に重視した将来予想を行いやすい（anchoring）、少しの共通点で投資対象を同一化してしまう傾向があること（類型化：herding）、など、様々な非合理的な投資家心理を指摘している。

しかし、率直に言えば、こうした行動的ファイナンス論にどの程度の意味があるのか、疑問を感じないわけにはいかない。多くの人にとつて、こうした事例は、理論というより、常識であり当たり前ではないだろうか。投資家（というより人間）の行動が、正統派経済学の「うような合理的なものではない」とは（教条的な経済学者以外の）誰にもわかつている。にもかかわらず、その主張が「新しいファイナンス論」にまでなってしまうのは、正統的ファイナンス論が、現実からかけ離れた「根拠なき理論」であるため、個別的な常識の指摘が理論的批判として一定の意味をもつてしまふ、といふことなのである。

そして、こうした奇妙な状況が九〇年代後半に生まれたのは、既存の理論では説明できない株価の上昇・乱高下、ポートフォリオ理論の洗礼を受けていない個人投資家のウエイトの高まり、それを可能にしたIT革命、などの変化があつたためだと考えられる。正統的ファイナンス論では対応できない新しい現実、それゆえの理論的空白が生まれたために、没理論的な常識回帰が一時的に生じているのである。しかし同時に、こうした行動的ファイナンス論が、ファンダメンタルズ論などの正統的理論が株価に課してきたタガを緩めるという役割を、一定程度果たしたもの否定できない。その意味において、行動的ファイナンス論は、IT「革命」の現代に適合

した「新」**フ**ィナンス論」なかのやうだな。

注

- (1) William Schwert, "Stock Market Volatility", *Financial Analysts Journal*, May-June, 1990. は、株価変動率に関する研究の
テーマを切りだしてある。
(2) フランク・フェルナンデス Frank A. Fernandez, "High Volatility: A Cautionary Tale", *Research Report (STA)*, Vol. 1, No. 4, May 31, 2000; "Nasdaq Stock's Swings Are Unprecedented", *Wall Street Journal*, April 14, 2000; "Wake-up call", *Economist*, March 25, 2000. によれば。
(3) シュターブル Peter L. Bernstein, *Capital Ideas*, Free press, 1992 (青山謙・三日月業販『証券投資の思想革命』
東洋経済新報社、一九九二年) は、証券が市場に描かれている。
(4) 行動的ファイナンス論の立場、大村敬一・俊野雅同『証券投資理論入門』日経文庫、11000円、一九九一—一九
九頁; De Bondt and R.H.Thaler, "Financial Decision-Making in Markets and Firms: A Behavioral Perspective" in R. A.
Jarrow et al., eds., *Finance*, Elsevier Science, 1995 (和川浩一訳「市場と企業の財務的判断決断: 行動論の視点」
岩波・和川浩一訳訳『ファイナンス』証券書店、一九九七年所収)、彼らの概要を知らないふうではある。また、R. H.
Thaler, *The Winner's Curse*, Free Press, 1992 (篠原謙訳「市場と感情の経済学」ダイヤモンド社、一九九八年) は、行
動的ファイナンス論が注目する様々な「非合理的」な投資行動の例を読み物風に解説している。
(5) われこ・相田在就員)

J-IWAY

SOMとMSDWによるクロスボーダー小口ECNs

吉川 真裕

一九九〇年一月一七日、ストックホルム証券取引所を傘下に持つOMグループと米国投資銀行モルガン・スタンレー・ディーン・ウィンター（MSDW）が出資した新証券取引所J-IWAYがロンドンで取引を開始した。J-IWAYはヨーロッパ主要国とアメリカの既上場株式の取引をめざす取引所であり、かつては私設取引システム（PTS）と呼ばれ、現在では電子証券取引ネットワーク（ECN）と呼ばれている取引所類似施設であるが、一九九五年に取引を開始したトレードポイントと同様、イギリスの監督機関から公認投資取引所の認可を得ており、れっきとした証券取引所である。J-IWAYの特徴は一回の取引金額に上限を設けていたが、欧米主要国の主要株式の取引をすべておこなえることであり（現時点ではイギリス株、フランス株、スウェーデン株のみ）、これに加えて会員権なし取引参加のための特別な費用は必要なく、一回の取引ごとに格安の費用を支払うのみであるというところにある。しかもマーケットメーカーが流動性を付与し、各銘柄の母国市場に注文を回送する仕組みも備えており、アメリカでECNがNASDAQ市場での個人投資家の注文を急速に獲得したことに倣って、欧米主要株式に対する個人投資家の注文の獲得を目指している。

本稿では、J-IWAY設立の経緯、その仕組みと特徴を紹介した後、J-IWAYの将来性について展望する。

1 J-IWAY設立の経緯

J-IWAYの開設はOMストックホルム取引所とOMロンドン取引所を傘下に持つOMグループと、世界的に知名度の高い米国投資銀行モルガン・スタンレー・ディーン・ウイツターによって二〇〇〇年一月八日に発表され、ヨーロッパで初の個人投資家向けECNであると同時に、国境を越えたクロスボーダー取引をターゲットとしていることから驚きをもつて迎えられた。一九九八年一月のヨーロッパの八証券取引所による共通取引プラットフォームの採用計画が一九九九年九月には共通マーケット・モデルに従う各国の取引システムにアクセスするための共通電子インターフェイスの採用計画へと後退し、ヨーロッパにおける株式市場統合の実現が遠のいたと見られた時期であつただけに、一九九八年一月の取引所間会議から唯一離脱したストックホルム証券取引所を傘下に持つOMグループによる代替案なし巻き返し策として注目を集めることになった。⁽¹⁾

OMストックホルム取引所は一九九八年にストックホルム証券取引所とスウェーデンのデリバティブ取引所であるOMストックホルムが合併して誕生したものであるが、この結果、一九九三年に株式会社化されたストックホルム証券取引所はOMグループの子会社となり、OMグループという民間企業が証券取引所を買収するという世界的に見ても異例の事態が生じることになった。ただし、OMグループは一九八五年の設立当初からOMストックホルムというデリバティブ取引所を運営しており、民間企業が取引所を運営するという事態はスウェーデンでは一九八五年から始まっていた。確かに従来は公的な機関と考えられてきた取引所を民間企業が設立するといふことは異例の事態であつたが、債券市場では民間企業であるインター・ディーラー・ブローカーが市場を運営し、取引所市場よりも活発に取引がおこなわれるという事態はわが国をはじめとして多くの国で生じており、取引所を市場運営機関と考えれば民間企業が取引所を運営することは特別なことではないとも言えよう。実際、世界の主要取引所は現在、株式会社化に向けて動いており、かつては特別な存在と見られたOMグループが今後はさほど珍しいものではなくなるかもしれない。

ここで、OMグループのこれまでの活動を簡単に振り返ってみよう。⁽²⁾ OMグループは一九八五年に世界で最初の民間企業によるデリバティブ取引所としてスウェーデンにOMストックホルムを開設した。そして、一九八七年にはストックホルム証券取引所に株式を上場し、取引システムやクリアリング・システムを販売するための子会社を設立した。一九八九年にはロンドンにデリバティブ取引所としてOMロンドン取引所を開設し、OMストックホルムと電子的にリンクすることにより、世界ではじめて取引所間の電子的リンクを実現した。一九九一年にはOM・CLICKエクスチエンジ・システムをオーストリアのデリバティブ取引所OTOBが購入し、一九九四年にはアメリカン証券取引所(AMEX)、ミラノ証券取引所、香港先物取引所(HKFE)もOM・CLICKエクスチエンジ・システムを購入、一九九七年にはアテネ証券取引所がOM・CLICKエクスチエンジ・システムとOM・SECURクリアリング・システムを購入し、アメリカで電子オプション取引所の開設を計画していたインターナショナル・セキュリティーズ・エクスチエンジ(ISE)も技術提供契約をOMグループと結び、二〇〇〇年にはイスランド取引所、ロンドン・メタル取引所(LME)、シドニー先物取引所(SFE)、オスロ証券取引所もOMグループと技術提供契約を結んでいる。

こうして世界各国の取引所に技術を提供し、システム開発能力の高さで知られているOMグループが世界的に知名度の高い米国投資銀行モルガン・スタンレー・ディーン・ウイッターと組んで、ヨーロッパで初の個人投資家向けのクロスボーダーECNを開設すると発表したのであるから、一〇〇〇年一月八日の発表はヨーロッパの株式市場統合計画が遠のいたと見られていたヨーロッパの取引所には衝撃的であった。

二月二八日には一九九九年八月に株式会社化／株式売り出し計画が会員の反対によつて撤回され、インター・シヨナル・ペトロリウム取引所（I.P.E）の最高経営責任者を辞職したリントン・ジーンズ（Lynton Jones）氏がJ-I-WAYの会長となることが発表され、三月一五日にはスウェーデンの機関投資家向け電子ブローカーであるネオ・ネット・グループの創設者であるパー・スウェンソン（Per Swansson）氏がJ-I-WAYの最高経営責任者となること、五月一四日にはJ-I-WAYの他の経営陣が明らかにされた。また、五月三〇日にはJ-I-WAYでの取引コストが年会費や固定費なしで一取引当たり外国株取引で七ユーロ、国内株取引で一・五ユーロであることが発表され、再び驚きをもつて迎えられた。七月一二日には七社のマーケットメーカーとマーケットメーカー契約を交わしたこと、九月一九日にはイギリス、スウェーデン、ドイツの三〇社のブローカーとブローカー契約を交わしたことが発表され、J-I-WAY開設の準備が進んでいることを印象づけた。そして、一月二日には英國金融サービス機構（F.S.A）からJ-I-WAYを公認投資取引所（R.I.F.E）として認可することが承認され、一月一七日からイギリス株、フランス株、スウェーデン株を対象として取引を開始することを発表した。

他方、この間にOMグループは五月三日にドイツ証券取引所との合併計画を発表していたロンドン証券取引所に対して八月二十四日に買収提案を持ちかけ、断られた後、八月二九日には株式公開買付の手続きに入つたが、一月一〇日の最終期限までに六・七%の株式の応募しか獲得できず、この買収計画は失敗に終わっている。⁽³⁾

2 J-I-WAYの仕組み

(1) 組織形態

J-I-WAYはOMグループが六〇%、モルガン・スタンレー・ディーン・ウイッターが四〇%出資する共同子会社であるが、J-I-WAY自体が持ち株会社（Jiway Holdings Limited）であり、その傘下にイギリスの監督機関である金融サービス機構（F.S.A）から公認投資取引所の認可を受けたJ-I-WAY取引所（Jiway Limited）と、スウェーデンにあつてJ-I-WAYを通じての株式の受け渡し・決済業務を運営するJ-I-WAYブローカーズ・サービシーズ（Jiway Brokers Services）が存在する。なお、J-I-WAYグループ全体のセールス、マーケティング、人事、経理、企画等の本部機能は持ち株会社が運営している。⁽⁴⁾

(2) 役員

取締役会の会長はロンドン証券取引所の広報部長、ナスダック・インターナショナルのマネージング・ダイレクター、OMロンドン取引所とI.P.Eの最高経営責任者を歴任したリントン・ジョーンズ氏、最高経営責任者はスウェーデンの機関投資家向け電子ブローカーであるネオ・ネット・グループのパー・スウェンソン氏が務め、ビジネス開発担当役員はOMグループ出身のジョ纳斯・カリソン（Jonas Carlsson）氏、市場開発担当役員はモルガン・スタンレー・ディーン・ウイッター出身のアルン・クマル（Arun Kumar）氏、インフラ開発担当役員はアンダーセン・コンサルティングとモルガン・スタンレー・ディーン・ウイッターに勤務した経験を持つジョナサン・ハリス（Jonathan Harris）氏、マーケティング担当役員はロンドン国際金融先物・オプション取引所（L.I.F.F.E）出身のミッシェル・タウンゼント（Michelle Townsend）女史が務める。⁽⁵⁾

なお、JIWAY取引所の経営に関する限りではロンドン証券取引所出身でモルガン・スタンレー・ディーン・ウイツターに勤務していたイアン・マクニール (Ian McNeil) 氏がマネージング・ダイレクター、同じくロンドン証券取引所出身でロンドン投資銀行協会 (LIMA) に勤務していたアリソン・スコット・ショップ (Alison Scot-Bishop) 女史が市場監督部長、OMテクノロジー出身のジャン・ティルフォルス (Jan Tilfors) 氏が取引システム部長を務め、経営にあたる。⁽⁶⁾

(3) 市場参加者

JIWAYの市場参加者（会員）は顧客の注文を取り次ぎ、自己売買をおこなうトレーディング・パーティ (TP) と指定銘柄のマーケットメイクをおこなうデジグレイテッド・マーケットメーカー (DMM) からなり、多くの取引所のように取引に参加するために会員権を購入する必要はないが、市場参加者となるためには金融資産をTPで五〇〇万ユーロ、DMMで五〇〇万ユーロ保有している必要がある。⁽⁷⁾

なお、一一月一七日の取引開始時点でのTPはスウェーデンの証券会社六社とイギリスの証券会社 (Options Direct (Europe) Limited) 一社であり、DMMはイギリス株のマーケットメイクをおこなうモルガン・スタンレー・セキュリティーズ、フランス株のマーケットメイクをおこなうモルガン・スタンレー・インタナショナル、スウェーデン株のマーケットメイクをおこなうエンスキルダ・セキュリティーズの三社だけである。

(4) 取引対象

JIWAYではイギリス、フランス、ドイツ、スイス、オランダ、イタリア、スウェーデンのヨーロッパ七カ国的主要株式と、アメリカのニューヨーク証券取引所とNASDAQ市場で取引されている主要株式の取引をおこなう計画であり、最終的には約六〇〇〇銘柄の株式を取引することを目指している。

ただし、一一月一七日の取引開始時点では、イギリスのSETS採用一七九銘柄、フランスのCAC四〇指数採用三八銘柄、スウェーデンのAリスト九八銘柄の計三一五銘柄の取引しかおこなわれていない。⁽⁷⁾

(5) 取引システム

JIWAYの取引システムはOMグループがデリバティブ取引向けに開発したOM・CLICKエクスチェンジ・システムを採用しているが、DMMのマーケットメイクの仕方についてはJIWAY特有の改良が加えられている（詳しくは次節を参照）。

(6) 受け渡し・決済

取引の受け渡し・決済業務はJIWAYブローカーズ・サービスシーラーズのCのシステム (Clearing, Settlement and Safekeeping System) を通じておこなわれるが、株券の受け渡し・決済業務そのものは母国市場の中央受け渡し・決済機関 (CSD) でおこなわれ、受け渡し・決済完了期日等は銘柄ごとに異なる（ドイツではT+2、フランス、オランダ、イタリア、スイス、スウェーデン、アメリカではT+3、イギリスではT+5）。

なお、ヨーロッパ諸国ではセントラル・カウンター・パーティを導入していない取引所もあるが、JIWAYはすべての取引のカウンター・パーティとなる。

3 JIWAY⁽⁸⁾の特徴

(1) 取引時間

JIWAYの取引時間は「銘柄」とに母国市場の取引所の取引時間と同一（厳密には母国市場で各銘柄ごとに気配値が表示されてから取引開始）であり、トレードポイントが取引時間を長くして母国市場の取引を呼び込もうとしているのとは対照的である。トレードポイントがマーケットメーカーのいないオークションであるのに対し、JIWAYは特有のマーケットメーカー制を併用したオークション形式で取引がおこなわれるが、マーケットメーカーが確定気配を出すことを義務づけられてはいない」とから考えると、母国市場の最良気配で小口取引を執行することを目指しており、価格発見機能よりも低コストでの取引執行機能を重視していると言えよう。

(2) マーケットメーカー

各銘柄ごとに一社のデジグネイティブ・マーケットメーカー（DMM）が存在し、注文に対し流動性を提供する。ただし、DMMは確定気配を出すことができるが、常に確定気配を出す必要はなく、オーダーブック上の執行価格が母国市場での執行価格よりも劣る場合にはシステムから回送されたDMMへツジ・オーダーと呼ばれる注文を母国市場での執行可能価格で執行するか、その注文をそのまま母国市場に回送するかを選択でき、母国市場へ回送した注文が成立しなかつた場合にも注文に応える義務を負わない。したがって、DMMは少なくとも母国市場に注文が直接発注された場合と同等な執行価格を保証する役割を果たすが、自らはかならずしも注文に応じる必要はないという恵まれた立場にあると言えよう。

(3) 注文形態

JIWAYでの基本的な注文の種類は取引が成立しなければオーダーブックに注文の残るスマート・オーダー（Smart Order）へ取引が成立しなければオーダーブックに注文の残らないファースト・オーダー（First Order）からなり、あるいはファースト・オーダーには執行価格を指定するファースト・リミット・オーダー（First Limit Order）と執行価格を指定しないファースト・マーケット・オーダー（First Market Order）の二種類がある。スマート・オーダーはかならず価格を指定しなければならず、一般に指値注文（Limit Order）へ呼ばれている注文であるのに対し、ファースト・オーダーは即座に執行できる数量だけを執行し、執行できない数量はキャンセルされるという条件付注文（Immediate or Cancel）であり、成り行き注文（Market Order）ではない。

なお、当日中に執行されなかつた注文はすべてシステム上から自動的に削除される。

(4) 注文サイズ

JIWAYでの取引価格（建値）は母国市場の通貨建てであり、決済も母国市場の通貨建てでおこなわれる。JIWAYでの最小注文単位は売り注文では一株からであるが、買い注文では当該銘柄の母国市場での最小取引単位と定められており、これに満たない注文はシステム上で拒否される。他方、JIWAYでの最大注文単位は注文金額がそれぞれユーロ導入諸国（フランス、ドイツ、オランダ、イタリア）銘柄で五万ユーロ、イギリス銘柄で三万ポンド、スウェーデン銘柄で四〇万クローネ、イスラエル銘柄で七万五〇〇〇イスラエル・ペソ、アメリカ銘柄で四万五〇〇〇ドルと定められており、これを越える注文はシステム上で拒否される。

(5) 取引停止

J-IWAYでの取引は、J-IWAYのシステムに問題が生じた場合、DMMのシステムに問題が生じた場合、または当該銘柄の母国市場での取引が停止された場合には停止される。そして、すでにDMMに回送されたDM Mヘッジ・オーダーを除いて取引停止前に入力された注文はすべて自動的にシステムから削除される。ただし、当日中に取引が再開される場合にはDMMの確定気配は削除されないので、DMMは取引再開前のプレ・オープニング・セッションで確定気配を削除したり、変更したりすることができる。

(6) 母国市場で気配値が表示されていない場合の注文執行

母国市場でいつたん気配値が表示された後、母国市場で気配値が表示されていない場合にはJ-IWAYのオーダープックにあるスマート・オーダーの価格で注文は執行される。なお、この規定によれば実際に母国市場で気配値が表示されていない場合だけでなく、J-IWAYへの注文が母国市場で表示されている注文規模を上回り、DMMによって母国市場に回送された注文が母国市場の指値注文をすべて消化した結果、一時的に気配値が表示されない場合にも適用されるものと考えられる。

4 J-IWAYの展望

一一月一七日のJ-IWAYでの初日の取引は二四七回、一〇万三三八〇株であり、低調なスタートとなつた模様である⁽⁹⁾。その後も引き続き取引は低迷しているが、J-IWAYのスウェンソン最高経営責任者は二〇〇一年第1四半期が第2四半期以降、取引は劇的に増加するはずであるという強気の見通しを崩してはいない⁽¹⁰⁾。

J-IWAYでの取引が低迷している最大の原因是J-IWAYでの取引契約を結んだ110社のトレーディング・パーティのうち、すでに取引をおこなっている証券会社が七社しか存在せず、そのうち六社がスウェーデン企業であり、残る一社がイギリス企業であるという点であろう。この点についてはJ-IWAYのスウェンソン最高経営責任者もブローカーのシステム接続準備が遅れていることに憤慨している⁽¹¹⁾。J-IWAYは小口注文を対象にしたものであり、設立計画発表当初から個人投資家のクロスボーダー取引の半分を集めることを目標として掲げているが、ブローカーがJ-IWAYに接続しない限り、個人投資家の注文はJ-IWAYには回送されない。

しかも個人投資家の取引のうち大きなシェアを占めるのはインターネット取引であり、インターネット・ブローカーをこれまで惹きつけられるかがJ-IWAYの成功の鍵を握っているとも考えられる。ところが、ヨーロッパのインターネット・ブローカーの最大手であるドイツのコムディレクト・バンク(Comdirect Bank)は親会社であるコメルツバンクと独自のクロスボーダー取引サービスを目指してJ-IWAYとは取引契約をおこなつておらず、ヨーロッパ第二のドイツのコンソルス・ディスクонт・ブローカー(Consors Discount-Broker)もベルリン証券取引所と提携し、個人投資家のための取引所として再構築する計画を進めており、J-IWAYとは取引契約を結んでいない。かるうじてヨーロッパ第三のスウェーデンのノルドネット(NordNet)はJ-IWAYのトレーディング・パーティであるが、フランスのフィマテックス(Fimatex)やイタリアのビポップ・カリレ(Bipop-Carire)といった大手インターネット・ブローカーは今のところJ-IWAYに関心を示してはいない⁽¹²⁾。

むろん、J-IWAYが提唱したクロスボーダー小口取引というコンセプトはこれを独自に追求するライバルを数多く生み出し、メリルリンチは一〇月からMLXマーケット・エッジ(MLX MarketEdge)と名づけたクロスボーダー小口取引サービスをヨーロッパで開始しており、ゴールドマン・サックスもドイツで二番目に大きいオンライン

イン・ブローカーであるディレクト・アンラーゲ・バンク (Direct-Anlage Bank) と提携してプライム・アクセス (PrimeAccess) と名付けたクロスボーダー小口取引サービスを1001年はじめに開始する予定である。また、ロンドン証券取引所との合併計画が撤回されたドイツ証券取引所もクロスボーダー小口取引システムの導入を表明しているし、アメリカでのECON最大手であるインステイネットもクロスボーダー小口取引への参入を目指していると伝えられている。⁽¹³⁾

J-I-WAYの設立計画発表後にこれだけ多くの競争相手が現れたことについてはJ-I-WAYが掲げたクロスボーダー小口取引というコンセプトが受け入れられた証拠であり、このコンセプトをどのように形で実現するのかとすることが今後の課題であろう。J-I-WAYやドイツ証券取引所のように取引所としてこうしたサービスを提供するのか、それともメリルリンチやゴールドマン・サックスのように証券会社の執行サービスとして提供するのかは最終的には投資家が決定することである。こうしたサービスにどれだけの魅力があり、従来の取引所取引よりもどれだけ有利であるかということが最終的な中心市場を決定することになるだろう。その意味ではJ-I-WAYが打ち出した低コスト戦略を上回るサービスを競争相手が提供できるのかどうかが大きな鍵となるはずである。⁽¹⁴⁾

しかし、J-I-WAYの仕組みを見ても明らかなようにこれらの市場は伝統的な取引所に代わるものではなく、取引所の存在を前提にして小口取引をいかに有利に執行するかということを目指している。したがって、ヨーロッパの取引所が進めている株式市場統合にとって代わるものではない。実際、J-I-WAYの開設に際して取引対象となる株式の母国取引所は極めて冷感あるいは冷淡であり、NEWEXの開設の際に見られたような反発は伝えられてはいない⁽¹⁵⁾。唯一、コメントが伝えられているトレードポイントはいずれの銘柄でも中心市場ではないが、

J-I-WAYが追求するクロスボーダー小口市場はトレードポイントが追求するクロスボーダー大口市場と競合するものではなく、補完し合うものだとして同じ後発取引所としてエールを送っている。⁽¹⁶⁾自らが追求するのはヨーロッパ統合株式市場であり、これをを目指していないJ-I-WAYは競争相手ではないといふ自信からである。

J-I-WAYによれば、ヨーロッパの株式市場における個人投資家のクロスボーダー取引比率は10%足らずで、これが今後10%まで上昇するはずであり、その半分をJ-I-WAYが目指すといふことであり、これは市場全体の一〇%を目指していることを意味する。もちろん、これでもOMストックホルム取引所のシェアは上回るわけであるが、決してヨーロッパ株式市場統合に結びつくものではない。J-I-WAYはヨーロッパの中心とはならないOMグループが見出したニッチであり、ヨーロッパ株式市場統合を阻害するものではない。むしろ、ECONの台頭によってアメリカにおける取引システムの改善が飛躍的に進んだように、ヨーロッパにおける取引システムの改善や市場統合の触媒となることが期待される。そのためにはある程度のシェアを確保する必要があり、今後の拡大が期待されるところである。

注

(1) この間の経緯については、拙稿「ヨーロネクスト～IIのヨーロッパ株式市場～」(本誌第一五八一号、1100年四月) を参照。

(2) OM Group, "Company History" (http://ir.omgroup.com/company/company_history.htm), OM Technology, "Company History" (<http://www.omtechnology.com/corporate/omtHistory.htm>). なお、ストックホルム証券取引所の歴史に関するものは、拙稿「ノルディック取引所構想の核心～ストックホルム証券取引所のSAX-1000～」(本誌第一五六九号、

- (∞) OMグループによるロハンド証券取引所買収提案と英独証券取引所の合併計画撤回によりござる、拙稿「英独証券取引所の合併計画撤回によるOM」(本誌第1号八七号、11000号、10月)を参照。

(4) Jiway, "Jiway Limited - the Market Place" (<http://www.jiway.com/insidejiway/aboutjiway/jiwaytd.asp>)

(5) Jiway, "Jiway Holdings Limited" (<http://www.jiway.com/insidejiway/aboutjiway/jiwayholding.asp>)

(6) Jiway, "EXCHANGE NOTICE 2: Initial Financial Resources Requirements for Jiway Participants," 13 November 2000 (<http://www.jiway.com/insidejiway/default.asp>)

(7) 11月 | 口座登録の際に「JOSEPHINE成銀姫のアカウントが選択され、アカウント名は「JOSEPHINE」、会員登録は「八八銀姫」となっています。 Jiway, "JIWAY.COM - Search for," (<http://www.jiway.com/stocklist.asp>)

(8) 2000年11月 | 口座登録の際に「JOSEPHINE成銀姫のアカウントが選択され、アカウント名は「JOSEPHINE」、会員登録は「八八銀姫」となっています。 Jiway, "Procedures of Jiway (Procedures 1.1), 6 October 2000" (<http://www.jiway.com/insidejiway/aboutjiway//procedures-v1.1-001006.pdf>), Rules of Jiway Limited (Rules 1.1), 6 October 2000 (http://www.jiway.com/insidejiway/aboutjiway/Rules-v1.2_1-001006.pdf).

(9) James Moore, "Jiway outpaces trading target," *The Times*, 18 November 2000 (<http://www.thetimes.co.uk/article/0,,37947,00.html>)

(10) Huw Jones, "Jiway enters pan-European stock trading fray," *Reuters*, 17 November 2000 (<http://biz.yahoo.com/rf/001117/117497433.2.html>), Emma Davis, "FOCUS OM's Jiway won't break even until 2003; low volume to continue," *AFX Europe*, 24 November 2000.

(11) 2000年11月 | 口座登録の際に「JOSEPHINE成銀姫のアカウントが選択され、アカウント名は「JOSEPHINE」、会員登録は「八八銀姫」となっています。 Jiway, "JIWAY ADDS STOCKS AHEAD OF SCHEDULE," 1 December 2000 (<http://www.jiway.com/insidejiway/presscentre/pressrelease.asp?id=10>)

(12) Rod Stone, "Om Shrs Hit By Stockholm Bourse Pres Exit, Jiway Jitters," *Dow Jones Newswires*, 27 November 2000

(13) Silvia Ascarelli and Vanessa Fuhrmans, "Jiway's Launch Kicks Off Competition Among Europe's Online Brokerage," *Wall Street Journal Interactive Edition*, 17 November 2000

(14) Alen Mattich and Rupini Bergstrom, "Jiway Launch, One Small Step For European Equity Trade," *Dow Jones Newswires*, 16 November 2000, Silvia Ascarelli and Vanessa Fuhrmans, "Jiway's Launch Kicks Off Competition Among Europe's Online Brokerage," *Wall Street Journal Interactive Edition*, 17 November 2000

(15) 2000年11月 | 口座登録の際に「JOSEPHINE成銀姫のアカウントが選択され、アカウント名は「JOSEPHINE」、会員登録は「八八銀姫」となっています。 Jiway, "Third stock exchange aims at retail brokers," *This Is London*, 17 November 2000 (<http://uk.biz.yahoo.com/001117/27/apelu.html>)

(16) Bernard Hickey, "Jiway launches retail stock exchange," *FT MarketWatch*, 17 November 2000

企業調査から見た中国の「一ポレート・ガバナンス（4） ～企業の意思決定の在り方とチェック体制を中心にく

王 東明

1 はじめに

先月号では、中国社会の「出世原理」と共産党组织との関係に触れ、国有企业または国家出資の会社制企業における党组织の政治的中核的存在の企業体制を紹介し、企業内党组织の経営サポートあるいは「監督・保証」としての役割および党幹部（党委員会メンバー）が会社役員の兼任を通じて意思決定へ参加しているという党支配の実態を見てきた。

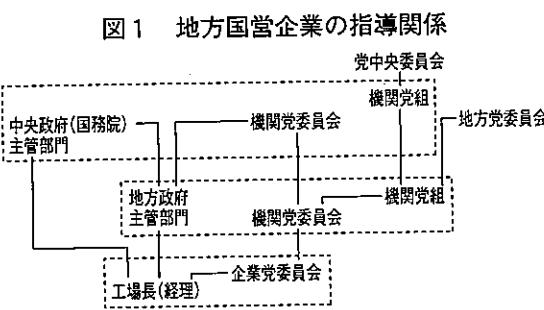
このような企業内党幹部の役員の兼任を通じての意思決定への参加、または党員役員による企業内党幹部の兼任という「企業内党幹部と会社役員との相互兼任コントロール・モデル」が存在することは、企業経営と党组织の「摩擦」を避けるため、または企業内党幹部と会社役員の相互牽制を配慮したガバナンスの仕組みであると考えられる。しかし、近年、経営者と政府官僚の「五九歳現象」（六〇歳定年退職の前に汚職に走る）、大慶聯誼石化股份有限公司の株式賄賂事件⁽¹⁾、成克傑（全国人大副委員長）汚職事件⁽²⁾および廈門（アモイ）遠華集團公司密輸事件⁽³⁾などが象徴しているように腐敗が深刻である。腐敗現象の蔓延を見る限り、少なくとも現制度では監視機能が不完全であることを示している。また、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）に検査員派遣制度（「督察特派員」）を導入した。⁽⁴⁾このこと自体も現制度のチェック機能が不十分であることを表していると考えられる。

一体、会社制（有限責任会社、株式会社）を導入した企業は、意思決定の在り方がどのように変化したのか、企業のチェック体制はどうなっているのか、会社制度と合わせて設けられた株主（総）会、董事会（取締役会）および監事會（監査役会）という「新三会」⁽⁵⁾の機能が十分に發揮されているかどうか、「新三会」と「旧三会」（党委員会、従業員代表大会、労働組合〔工会〕）との関係は、どのように調整されているのか、この「六会体制」が併存している状況において、企業の意思決定とチェックの実態はどうなっているのかを、企業調査を通じて見ることにしよう。

2 企業の意思決定の在り方とチェック体制

計画経済の時代（文化大革命の混乱期を除く）では、国営企業⁽⁶⁾の意思決定の在り方は、一般的に企業の上級主管部門および上級党组织が意思決定の最高機関であり（図1）、企業の投資、生産計画、トップの人事、監督および政策方針決定の権限を握っており、現在の会社制企業で言えば、株主（総）会に当たる機関であると考えられる。

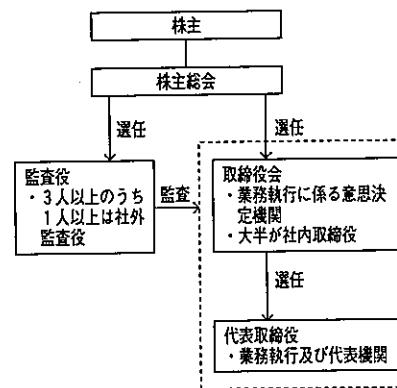
一方、企業のチェック体制は、まず上級主管部門と企業内党组织という二重の監視体制で、企業の生産計画の完成度と経営状況をチェックする仕組みであ



（出所）田中信行「中国会社法の隠れた問題点」「シュリスト」（No.1174）、2000年3月15日、62頁より。

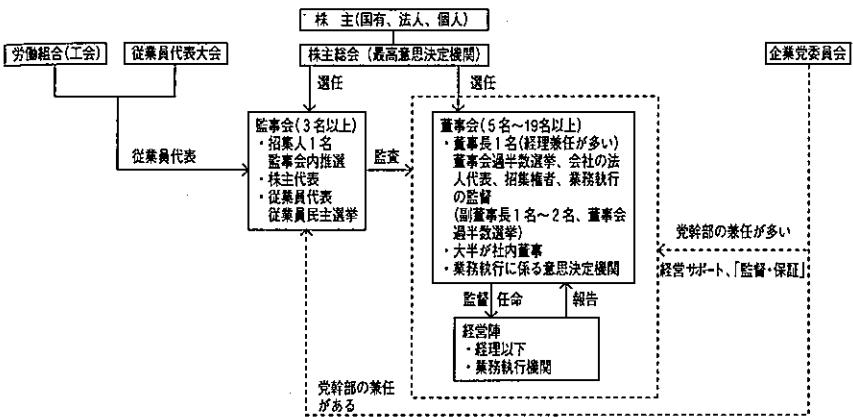
業員代表が含まれていることが特徴である。
以上見てきた中国企業のガバナンスの仕組みについて、株主総会、董事会（取締役会）および監事會（監査役会）という組織上の構造は、日本の制度（図3）とほぼ同じである。しかし、董事会の機能については、企業の業務執行に係る意思決定と業務執行の監督（董事長が監督責任）という点から見れば、米国の仕組み（取締役会は業務執行の監督機関）に

図3 日本の株式会社制度の基本的構造
(大企業の場合)



(出所) 荒巻健二「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—（下）」「ファイナンス」、1994年8月号、35頁より。

図2 中国の株式会社制度の基本構造
(上場企業の場合)



(注) 1. 点線の矢印は法規定ではない。
2. 「監督・保証」は党と国の政策方針の貫徹および「党管幹部」(党は幹部を管理する)原則を「監督・保証」すること。
3. 現在、上場企業の95%はその前身が国有企業である。
4. 現在、上場企業発行済株式の50%以上は国有株(国家株と国有法人株)であること。

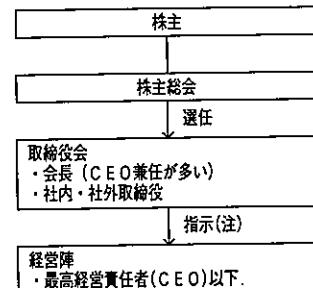
(出所) 第二回作成

(出所) 筆者作成。

る。そして、従業員が企業の「主人公」であり、従業員代表大会および労働組合（「工会」）を通じて経営者を監督する立場にあるから、従業員側のチエック体制になっている。その意味から、国営企業（経営陣）に対するチエックは上級主管部門、企業内党組織および従業員側という三重体制である。そのうち、特に、企業内党組織（党委員会）は党の「一元化指導」の下で、企業の業務執行に係る意思決定、人事および業務執行の監督という権限を持つており、さらに労働組合と青年団を指導する立場にあり、会社制企業の取締役会と監査役会の機能を發揮していると考えられる。勿論、日常の生産・経営および管理は工場長に任せられている。⁽⁷⁾

ところで、現在、二〇年余りの経済改革を経て、企業組織と経営環境は大きく変化した。一体、企業の意思決定の在り方はどのように変わったのか。株式会社特に上場企業のガバナンスの仕組み（意思決定及びそのチェック）を見れば（図2）、一目瞭然である。すな

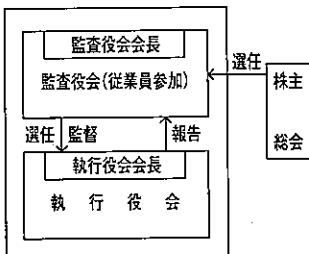
図4 米国の株式会社制度の基本的構造 (デラウェア州会社法の場合)



(注) 「会社の営業及び業務は…取締役会によりまた取締役の指示の下に運営されなくてはならない」(デラウェア会社法第141条(a))

(出所) 荒巻健二「コーポレート・ガバナンス(企業の統治の在り方)一米国の経験と我が国企業のガバナンスの実態、今後の課題一(上)」『ファイナンス』、1994年7月号、64頁より。

図5 ドイツの株式会社制度の基本構造



(出所) 李維安『中国のコーポレート・ガバナンス』税務経理協会、190頁より。

がある。

3 意思決定の主体

近い（図4）。さらに、従業員代表を監事に加えることから見れば、ドイツの制度（図5）とも共通点があると考えられる。このように、中国企業のガバナンスの制度面においては、西側先進国の諸制度の特徴を吸収し、独自の体制を構築している。しかし、現在企業の意思決定と運営・チェックの実態はどうなっているかを考察する必要

中国企業家調査系統（二〇〇〇）の資料（表1）から見れば、様々な企業形態の経営者の意思決定主体に対する認識は、全体として董事会（取締役会）が最も多い。次に党政聯席会議（企業党委員会と經營側の聯席会議）、工場長（經理）弁公会議、株主総会、従業員代表大会（二五・二%）と工場長（經理）弁公会議（一四・四%）がそれに次ぐ。このことは、国有企业の場合は、党政聯席会議が最も多く（三六%）、

従業員代表大会（二五・二%）と工場長（經理）弁公会議（一四・四%）がそれに次ぐ。このことは、国有企业の企業内党組織の意思決定への参加と従業員の民主管理を物語っている。一方、株式会社の場合は、意思決定の主体は株主総会（五七・四%）、董事会（三〇・九%）、党政聯席会議（六・五%）……という順になつており、

表1 企業類型別経営者の意思決定の主体に対する判断

項目	全体 (合計)	国有 企業	集団 企業	私營 企業	株式 合作 制企業	株式 会社	有限責 任公司	外資系 企業
董事会（取締役会）	29.4	8.4	14.0	35.2	40.4	30.9	55.3	90.0
党政聯席会議*	19.9	36.0	17.4	0.0	2.4	6.5	6.4	1.0
工場長（經理）弁公会議	16.2	24.4	34.8	18.5	5.1	3.1	6.2	1.3
株主総会	14.2	—	—	—	46.5	57.4	24.7	4.0
従業員代表大会	14.2	25.2	23.3	0.9	4.0	1.5	2.8	1.0
党委員会	3.1	5.7	3.1	0.0	0.0	0.6	1.3	0.0
經營者個人	3.0	0.3	7.4	45.2	2.0	0.0	3.3	2.7

*党政聯席会議は、企業において企業党委員会と經營側の聯席会議である。

(出所) 中国企業家調査系統（2000）、表10より。

表2 企業経営者に対する最も有効な監督部門

項目	全体 (合計)	国有 企業	集団 企業	私營 企業	株式 合作 制企業	株式 会社	有限責 任公司	外資系 企業
主管部門	22.2	31.7	28.3	11.3	7.1	12.4	14.8	9.2
董事会（取締役会）	20.0	4.2	13.3	31.2	26.3	27.3	30.1	67.5
財務監査部門	18.5	21.8	22.1	24.3	12.1	13.8	15.0	13.0
従業員代表大会	15.6	24.8	27.5	4.3	6.1	5.2	6.4	2.4
株主総会	9.2	—	—	20.9	36.3	26.6	17.4	4.8
企業内党組織	8.4	13.5	8.8	1.7	4.0	2.7	5.6	1.4
監事会（監査役会）	3.0	—	—	4.3	7.1	8.4	7.4	1.4
国有资产管理部门	2.7	3.6	—	—	1.0	3.4	2.8	0.3
新聞マスコミ	0.4	0.4	0.0	1.7	0.0	0.2	0.5	0.0

(出所) 中国企業家調査系統（2000）、表18より。

企業の意思決定の最高機関としての株主総会の認識はけつして高くない。株主総会の回答が五割を超えたとはいへ、企業の法人代表者つまり董事長（取締役会長）を対象に実施した調査を考えれば、もはや四割（四二・六%）以上の回答が株主総会以外の組織を選んだことは、株主総会の形骸化の深刻さを浮かび上がらせている。

4 チェックの実態

企業チェックの実態については、次の調査結果を見ることにしよう。すなわち、企業経営者に対する最も有効な監督部門は何かについて、表2で示している。

諸企業形態の最も有効な監督部門の全体状況は、主管部門、董事会（取締役会）、財務監査部門および従業員代表大会の監督の力が比較的強く、企業内党組織と监事会（監査役会）の監視力が低い。株式会社を見れば、董事会（取締役会）、株主総会、財務監査部門、主管部門、监事会（監査役会）……という順になつており、そもそも監査機

能を持つべき监事会（監査役会）の順位が低い。この回答を見る限り、株式会社の監査機関である监事会（監査役会）は、その機能を發揮しておらず、形骸化する傾向に

表3 监事会の規模および従業員、党幹部、労働組合、法人株主代表の比率

会社類型	监事会の規模 (人)			监事会の党幹部の比 率(%)			监事会の労働組合代 表の比率(%)			监事会の従業員代 表の比率(%)			监事会の法人株主代 表の比率(%)		
	平均	最低	最高	平均	最低	最高	平均	最低	最高	平均	最低	最高	平均	最低	最高
	4.62	3	8	35.12	0.00	80.00	25.70	0.00	75.00	19.33	0.00	50.00	13.80	0.00	71.00
董事長と總經理の兼任がある企業	4.47	3	7	40.00	0.00	80.00	26.68	0.00	75.00	17.05	0.00	50.00	11.30	0.00	50.00
董事長と總經理の兼任がない企業	4.90	3	8	25.60	0.00	40.00	23.83	0.00	40.00	23.66	14.00	33.00	18.53	0.00	71.00

(出所) 田志龍・楊輝・李玉清「我国股份公司治理結構的一些基本特徵研究——對我国百家股份公司的實証分析」『管理世界』1998年第2期、139頁、表5より作成。

表4 労働組合（工会）主席の兼任状況

項目	比率 (%)
上級管理者	14.29
董事（取締役）	32.97
監事（監査役）	40.66
その他	12.08

(出所) 谷書堂、李維安、高明華
「中国上市公司内部治理的
実証分析—中国上市公司
内部治理問卷調査報告」
『管理世界』1999年第6期、
表11より作成。

表5 党書記の兼任状況

項目	比率 (%)
董事長（取締役会長）	32.63
董事（取締役）	30.53
監事（監査役）	5.26
経理・副経理	17.90
その他	13.68

(出所) 谷書堂、李維安、高明華
「中国上市公司内部治理的
実証分析—中国上市公司
内部治理問卷調査報告」
『管理世界』1999年第6期、
表10より作成。

ある。結局、現在のところ、会社制を探った企業の企業経営者に対する最も有効な監督部門は、董事会（取締役会）、株主総会、財務監査部門および主管部門となっている。

また、上場企業の董事（取締役）、経理・副経理および監事（監査役）の大卒以上の学歴を比較して見れば、上海上場企業の場合は、董事（取締役）は五五・二一%、経理・副経理は四九・三四%、監事（監査役）は三四・一〇%という数字が出たが、結局、監事（監査役）の大卒以上の学歴が一番低い。⁽¹⁰⁾この結果は恐らく監事（監査役）メンバーのうち、労働組合代表と従業員代表が多く含まれていることと関連し（表3）、また労働組合（工会）主席が監事を兼任するケース（四割超）も多いことが原因となつていると考えられる（表4）。しかし、一般的に資質の低い人間が資質の高い人間をチェックするのはそもそも無理があり、その意味から、企業のチェック機能を強化するために、まず監事（監査役）の資質を高める必要があると思われる。

5 むすびにかえて

以上、企業の意思決定の在り方とチェック体制をめぐって中国企業のガバナンスの現状を見てきた。ここで「新三会」（株主総会、董事会、监事会）という株式会社制度上の「トロイカ」体制は確立されており、しかし、その機能は十分に発揮されず、特に、株主総会と监事会が形骸化していることは既に述べてきた。

一方、「旧三会」（党委員会、従業員代表大会、労働組合〔工会〕）は、国有企业の經營管理の中核的機関であったが、会社制を導入した後に、「旧三会」のメンバーは役員人事の兼任あるいは監査会（監査役会）の従業員代表の参加という形で「新三会」に入つており、会社制企業は「新三会」と「旧三会」の「六会体制」が併存している状況に置かれている。「旧三会」のうち、特に党幹部（表5）と組合幹部の役員兼任が多く、また、企業内党组织は経営サポートおよび党と国の政策方針の貫徹と「党管幹部」（党は幹部を管理する）原則を「監督・保證」する立場にあり、政治的中核的存在でもある。そして、主管部門と党组织は法の手順に従つて、役員を派遣または推薦し、実質上企業トップの人事権を握っていることを先月号で見てきた。

しかし、企業幹部と党幹部の選任基準と選任方法が依然不透明であり、經營者的人材市場もなく、有能な経営者と優秀な党幹部の選任は制度的な保証がまだ確立されていない。そして、企業のチェック機能について、監事會、董事長の經營監督、従業員代表大会と言つた四つの監視体制があつても、近年の腐敗現象の蔓延と国有企業あるいは一部の国家出資の会社制企業の經營不振から見れば、企業のチェック機能が十分に発揮されていないと考えられる。企業のチェック機能を強化するため、九八年から国务院は国有资产大型企業（会社制を導入した企業を含む）に検査員派遣制度（「督察特派員」）を導入し、また最近では独立性のある监事会の派遣制度も実施した。⁽¹¹⁾さらに、社外取締役の導入と機関投資家の育成も議論されており、外部のチェックと市場からのチェックも期待されるようになつてきる。

今後、「六会体制」の「摩擦」を如何に避けるのか、また如何に相互を牽制し合うのか。そして、形式だけに止まらず、実効性のあるチェック体制を如何に確立するかが、重要な課題になるであろう。

注

- (1) 「中国証券報」一九九九年二月二六日。一九九九年二月四日。
- (2) 「人民日报（海外版）」二〇〇〇年九月一五日。

(3) 「人民日报（海外版）」二〇〇〇年一月九日。

(4) 「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。また、今年の八月に、國務院は一〇〇社の重点・大型国有企業に三六名の監事会主席を派遣することを発表した（『中國證券報』、二〇〇〇年八月一八日）。

(5) 「新三会」は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）を指す。それを会社法以前の国有企业の「旧三会」（党委員会、従業員代表大会、労働組合「工会」）と対照的に呼んでいる。「旧三会」は中國語で「老三会」と呼ぶ。

(6) 一九三年の「憲法」改正で、「国営企業」は「国有企业」へと改称された。姜小川編「憲法」中国公安大学出版社、一九九九年、六五頁を参照。

(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」慶應義塾大学出版社、一九九七年を参照。

(8) 「中華人民共和国公司法」を参照。王立民編「公司法基礎知識」立信会計出版社、一九九四年。

(9) 荒巻健一（一九九四）「コーポレート・ガバナンス（企業の統治の在り方）—米国の経験と我が国企業のガバナンスの実態、今後の課題—（上）（下）」「ファイナンス」、一九九四年七月号、八月号。李維安「中国のコーポレート・ガバナンス」税務経理協会、一九九八年。深尾光洋・森田泰子「企業ガバナンス構造の国際比較」日本経済新聞社、一九九八年。

九七年。寺本義也「日本企業のコーポレート・ガバナンス」生産性出版、一九九七年、鈴木竹雄「新版会社法」（全訂第二版）弘文堂、平成五年を参照。

(10) 抽稿「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～」「証研レポート」（N°.一五八七）、二〇〇〇年一〇月号、三八頁、表3を参照。深圳上場企業の大卒以上の状況は、上海上場企業と同じ傾向にある。一三八社上場企業（上海：一二三社、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「日誌見書」（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。

(11) 「人民日报（海外版）」、二〇〇〇年八月一八日。

(12) 李東明、鄧世強「上市公司董事会結構、職能的実証研究」「証券市場導報」、一九九九年一〇月号。

参考文献

- (1) 中国企業家調査系統（二〇〇〇）「中国企業經營者隊伍制度化建設の現状与發展—二〇〇〇年中国企業經營者成長与發展專題調査報告」「管理世界」二〇〇〇年第四期。（調査時期：一九九九年八月～一月、調査対象：企業の法人代表、調査企業の類型：国有・集団・私営・聯營・株式合作・株式会社・有限責任会社・外資系・その他国内企業、有効回答：三、五六二人、有効率：三五・六%）
- (2) 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。（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：董事長と總經理の兼任企業は六五%，兼任しない企業は三五%）

- (3) 谷書堂、李維安、高明華「中国上市公司内部治理的実証分析—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

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%〉

- (4) 田中信行「中国会社法の隠れた問題点」「ジュリスト」(No. 一二七四), 二〇〇〇年二月一五日。
- (5) 荒巻健二「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。
- (6) 深尾光洋・森田泰子「企業ガバナンス構造の国際比較」日本経済新聞社、一九九七年。
- (7) 寺本義也「日本企業のコーポレート・ガバナンス」生産性出版、一九九七年。
- (8) 李維安「中国のコーポレート・ガバナンス」税務経理協会、一九九八年。
- (9) 鈴木竹雄「新版会社法」（全訂第三版）弘文堂、平成五年。

（おうとうめい・主任研究員）

アメリカの「コール・オーフショーン

清水 葉子

はじめに

わが国の証券取引所では、朝と午後の寄付きと取引終了時に板寄せと呼ばれるコール・オーフショーンによる取引が採用されている。また、大幅な価格変動などによる取引停止が行われると、その後の取引開始時点でもコール・オーフショーンが行われる。取引中断があった後の取引再開に際してコール・オーフショーンが行われる理由は、取引が行われていない夜間や昼休み、取引停止中に取引に関わる情報が蓄積することと関係していると考えられる。取引が行われていない間に情報が蓄積すると、それを反映して取引開始時に価格が変動する可能性があるため、その間の需給をいつたん一括処理することで、価格変動を吸収していると考えられる。

コール・オーフショーンは、一定時間までに入力されたすべての注文を蓄積した上で、需給の一一致する一つの価格で一括執行する取引手法であるため、多くの需給を反映した価格が発見できるだけでなく、一時的な価格変動や大口取引の先回りをして売買することから生じるマーケットインパクトをかなりの程度吸収することができるのである。

アメリカにおいても、ニューヨーク証券取引所、アメリカン証券取引所が寄付きに各スペシャリストによるコール・オーフショーンを採用しているほか、代替的取引システム（ATS）と呼ばれる非取引所取引システムのいくつかがコール・オーフショーンタイプの取引システムを採用している。

近年、アメリカではこのコール・オーフショットが見直され始めているとされるが、こうした関心の背景には、アメリカの株価の変動性が非常に高まっていることがあると推測できる。アメリカでは、個人投資家のオンライン取引によってディ・トレーディングと呼ばれるような頻繁な売買が増加したことや、インターネット関連企業をはじめとして従来と異なるビジネスモデルを提示する企業が多くあらわれ市場評価が動搖していることなどのために、株価が大きく変動しやすく市場のボラティリティーが非常に高くなっているとされる。アメリカでは、ボラティリティーを制御する市場設計の一つとして、コール・オーフショットに注目が集まっていると考えられるのである。

コール・オーフショットの性格

一般的に、コール・オーフショットとは、あらかじめ定められた時刻までに売買注文を蓄積し、特定時刻に一括執行するタイプの取引の仕組みを指す。継続売買が、次々に入ってくる注文を順次処理するとの対照的である。コール・オーフショットのうち価格発見機能のあるタイプでは、通常、指値注文を入力・蓄積し、需要と供給のマッチング数量が最も大きくなるところで価格が決定される。注文の執行は、決定された執行価格より安い指値の売り注文と、高い指値の買い注文のすべてが单一の執行価格でつけ合わされる。売り数量と買い数量がぴったり一致しない時には、時間優先原則にしたがって早く入力されたものに優先して執行を配分するか、執行価格ちようどい指値注文に関して均等割り当てを行うなどの措置をとることが一般的である。コール・オーフショットには、価格発見機能のないものもあり、こちらは他市場で決まった価格をそのまま用いて一括執行する設計となっており、クロッキング・システムとも言われる。

アメリカにはコール・オーフショットのみによる市場設計を行っている取引システムがいくつか存在している。これらはすべて代替的取引システム(ATS)と呼ばれる、登録証券取引所ではない取引システムである。ロイターのインステイネット・クロッシング・ネットワーク(Instinet Crossing Network)、インベストメント・テクノロジー・グループ(ATEG)のポジット(Positive), 登録免除取引所であるアリゾナ証券取引所(Arizona Stock Exchange)、オプティマーク・テクノロジーズ(Optimark Technologies)のオプティマークの四つが代表的である。これらはいずれもコール・オーフショットであるが、システムの細かな仕組みはさらに多様である。

コール・オーフショットの利用拡大を主張しているユーローク大学のシュワルツ教授らによると、コール・オーフショットは次の四つに分類できるとしている。⁽¹⁾

- (1) 価格呼び上げ式のオーフショット(price-scan auction)：最も古のタイプのコール・オーフショットで、多くの証券取引所で原初的な取引形態として利用されていた。取引参加者が一定の物理的空间に集まっていることを前提に、競売人に相当する者が順に価格を呼び上げ、取引参加者はこれに対しても売買の取引意志を表示する。競売人は売り買いの数量が一致するまで呼び上げる価格を変化させ、需給が一致するところで価格が決定される。これは、現在ニューヨーク証券取引所でオーブニングに行ってているタイプのコール・オーフショットである。また、わが国においてもかつて行われていたゲキタク売買がこれにあたると考えられる。
- (2) 板情報が隠されているコール(sealed bid/ask auction)：取引参加者が売り買いの注文を入力するが、その

中身は参加者も含めて誰も見ることができない設計になっている。注文は価格ごとに蓄積されて、需給が均衡する価格で一括執行される。オプティマーラー・システムが板情報が隠されているタイプのコール・オーフクションであるが、オプティマーラーでは参加者が入力する注文に優先順位（価格変動の許容度）を付す複雑な構造であるため、注文の組み合わせによっては、複数価格での執行が行われる。

(3) クロッシング・タイプのコール (crossing network)・システム内で価格が決定されず、流動性の高い他市場などで決定した価格（終値など）をそのまま引用し、その価格で付け合せを行う。インステイネット・クロッシング・ネットワークやニューヨーク証券取引所のクロッシング・セッショングで行われるコール・オーフクションがこのタイプにあたる。ポジットも他市場価格を利用するが、終値などの過去の価格でなく、リアルタイムの他市場価格を利用している。クロッシング・タイプの市場は、他市場価格を利用するため当然のことながら単独では成立しない。

(4) 板情報が開示されるコール (open book auction)：取引参加者が入力した注文が他の参加者に見える形で蓄積され、ある時刻になると一括執行されるものである。わが国の証券取引所の寄付きなどで用いられているコール・オーフクションのほか、システム化された証券取引所の多くでこのタイプのコール・オーフクションが用いられている。アメリカでは代替的取引システムであるアリゾナ証券取引所がこのタイプにあたる。

このようにコール・オーフクションにはさまざまなタイプのものが存在するが、共通する特徴として、継続オーケーションと異なり一定間隔をおいた離散的な時刻に執行が行われること、一般には单一の価格で一括執行が行われることを挙げることができる。

このことから、コール・オーフクションの持つ性格の第一として、即時執行が行えないという点が指摘できる。コール・オーフクションでは、参加者は執行が行われる時刻まで待たなくてはならない。逆に考えると、継続売買では、スペシャリストやマーケット・メーカーにスプレッドを払つて即時執行というサービスを手に入れているといふこともできる。とはいへ、執行の即時性が重要であるのは自分の取引に先立つて他の参加者が取引を行つたことで望まない価格変動などが生じ、自分に不利益がもたらされるためであるから、コール・オーフクションのように誰も先回りした取引を行えない仕組みであれば、この点はあまり問題にならない。コール・オーフクションが大口取引のマーケット・インパクトやフロントランニングの回避に有効であるとされるのはこのためであると考えられる。

コール・オーフクションの性格の第二の点は、市場仲介者の必要性が低いことである。スペシャリストやマーケット・メーカーのような市場仲介者は、自ら取引の相手方となつて流動性を供給しその対価としてスプレッドを手にするが、コール・オーフクションでは他の参加者が入力した注文そのものが流動性を供給するので、デイーラーとしての市場仲介者の必要性は極めて低い。

コール・オーフクションの第三の性格として、取引の執行コスト、とりわけ売買相手の探索のためのコストが低いことが挙げられる。継続売買では次々に入つてくる注文に対して取引の相手を探すためのコストは高く、時間的なタイミングがずれると取引が成立しないことがあります。しかしながら、コール・オーフクションでは注文が一定時間の間蓄積されるためこのようなタイミングのずれによる取引の不成立の可能性は小さく、売買相手の探索コストは比較的低い。流動性の低い銘柄にコール・オーフクションが適しているといわれるのもこのためであると考えられる。

最後にコール・オーケーションでは時間的な市場分裂が生じないことを指摘できる。市場が分裂すると、個々の市場の流動性が低下し価格発見機能の低下や取引コストの上昇を招くため、市場はできる限り統合されていることが望ましい。継続売買が行われる市場では、たとえ取引の物理的な場所が統合されていても、取引が時間的に分散して流動性が低下することが起ころう。これは時間的な市場分裂と呼ばれるが、一括執行を行うコール・オーケーションでは、こうした分裂はあり得ない。このため継続的な市場に比べて価格のボラティリティーがある程度抑制する働きが期待できるのである。

このようにコール・オーケーションは継続取引にはないさまざまな利点を備えている。コール・オーケーションには即時執行が行えないという欠点もあるが、そのためにかえって一回の取引に高い流動性を実現することができるのである。すなわち、一定時間までに入力されたすべての注文を蓄積した上で、需給の一一致する一つの価格で一括執行するため、多くの需給を反映した価格が発見できるだけでなく、一時的な価格変動や大口取引のマーケットインパクトをかなりの程度吸収することができ、また流動性の低い銘柄の取引にも有効であると考えられるのである。

ナスダック市場のボラティリティとコール・オーケーション

アメリカでは評価の難しいインターネット関連企業の上場・公開やデイ・トレーディングの増加によって市場全体のボラティリティーが高まっていることが指摘されているが、とりわけナスダック市場は価格変動が激しい。ナスダック市場は新興ベンチャー企業の上場が多いため、取引銘柄の特性からしても取引所に比べて市場のボラティリティーが高まりやすいと考えられる。

しかしながら、ナスダック市場のボラティリティーが高いのは、上場銘柄の特性のためだけではない。ナスダック市場はクオート・ドリブンの市場であつて、複数のマーケット・メーカーがそれぞれ独立して気配を提示して注文の執行を行い、マーケット・メーカー間の気配競争を通じて市場の効率性を確保する市場設計となつている。このためナスダック市場での具体的な取引の場は各マーケット・メーカーのブックという形で分散しており統合された執行の場所がない。このため、取引所市場に比べて、情報変化に対応した価格変動がより大幅に反映される可能性があると考えられるからである。また、分散したディーラー・マーケットであるため、機関投資家の大口取引の際のマーケット・インパクトも高くなる可能性がある。

このような理由で、ナスダック市場にコール・オーケーションの導入を望む機関投資家の声が高まっている。大口取引を行う機関投資家は、とりわけ朝のオープニングにコール・オーケーションを実施して大口の取引量を確保することを主張しているとされる。

こうしたニーズに対して、コール・オーケーション市場であるアリゾナ証券取引所が一部のナスダック銘柄のコール・オーケーションを開始している。アリゾナ証券取引所では、九時から注文の入力を受け付け、ナスダック市場が開く直前の九時二九分にコール・オーケーションによる単一価格の一括執行を行っている。蓄積される注文は参加者に開示され、執行が行われる時刻までは注文の変更や取消も自由である。

アリゾナ証券取引所は一九九二年の創設以来、一時期取引高が増加したもの近年は取引高が低迷しているが、ゴールドマン・サックスなどの大手プローラー・ディーラーが資本参加を行い、ナスダック銘柄のコール・オーケーションを開始したことで取引高が増大しているとされる。

一方、このようなナスダック銘柄へのコール・オーケーション実施は、ナスダック・マーケット・メーカーにと

つては、ディーラーとしての市場仲介サービスの役割に必要性を低下させるものであるため危機感を持つて迎えられている。コール・オーファンションでは、顧客の注文そのものが流動性の供給源となるため、自己売買で注文に応じるディーラーの供給する流動性の価値が減じてしまつからである。

「ディーラー市場の変質

」のようなNASDAQ市場へのコール・オーファンション導入という考えは、クオート・ドリブン市場であるNASDAQ市場にオーダー・ドリブン的な要素を持ち「もつと」する流れの一つを見る」とができるだろう。NASDAQ市場は、もともとマーケット・メーカーの提示する気配に対しても顧客注文を執行する市場設計となっているため、顧客から入つて来る注文は基本的には成行注文であることが想定されていると考えられる。ところが、NASDAQ市場に顧客指値が増加してきたことによってオーダー・ドリブン市場と同様に顧客指値の保護が問題となり、さまざまな措置が講じられてきた。たとえば、一九九七年に施行されたオーダー・ハンドリング・ルールは、増大してきた顧客指値を保護するために、マーケット・メーカーに対して気配値より優れた顧客指値の取扱いを厳密に定めたものである。

また、NASDAQ市場では気配値の刻みを八分の一ドルから十六分の一ドルへ、最終的には一セント単位へと細かくする方向ヘルールを変更してきたが、これもクオート・ドリブン市場の変質につながる試みであると考えられる。マーケット・メーカーは、投資家の売りと買いの間に介在して、一方の投資家から買い取った証券を他の投資家へ売却しスプレッドを稼ぐわけであるが、このスプレッドの刻みを細かくすることは、究極にはディーラーの仲介が存在しないオーファンショントタイプの市場へ近づいていくことを意味すると考える」のであるからである。

さらに、近年取引高をのばしているECONもNASDAQ市場における顧客指値の受け皿として機能している。ECONはNASDAQの取引の二割近くのシェアを占め、NASDAQ・マーケット・メーカーの取引を奪っていると見る見方が一般的であるが、これを、NASDAQに入つてくる顧客指値を処理するための市場の一部門と見る」とができるれば、これもNASDAQ市場の中にオーファンショントタイプの市場が並存していると解釈することができるからである。

注

(1) Economides, Nicolas and Schwartz (1995) "Electronic Call Market Trading", *The Journal of Portfolio Management*, Spring 1995.

(しみだ ゆうじ・主任研究員)

米国のハイ・イールド債市場とデイストレスト市場

松尾 順介

はじめに

米国ではハイ・イールド（高利回り）債あるいはジャンク債と呼ばれている低格付ないし無格付の社債発行市場があり、裾野の広い市場が形成されていることは周知のとおりである。しかし、いまだに日本ではそのような市場が形成されておらず、市場の広がりを欠いている。日本では、一九九六年一月に適債基準が撤廃され、低格付債に対する制度上の発行制限はなくなっているにも関わらず、投資適格を下回る低格付け債の新規発行はみられない。

米国においてハイ・イールド債発行市場が発達したのは、一九七七年以降であるといわれているが、八〇年代には企業買収のための資金調達手段という側面も強かつたものの、同時に成長産業の資金調達手段としても利用され、急拡大を遂げていった。このようなハイ・イールド債市場の拡大は、一方では高格付け債市場の裾野が広がっていく形で進展したという側面もあるが、他方ではよりいつそう信用度の低い社債市場、すなわち破綻した企業の社債などを売買する、デイストレスト証券市場が同時期に定着したことがその背景として指摘できる。いわば、デイストレスト証券市場がハイ・イールド市場の下支えとなつた側面があると考えられる。つまり、ハイ・イールド債を購入しようとする投資家にとって重要なリスクは、もちろんデフォルト・リスクであるが、デイストレスト市場が存在すれば、その社債がデフォルトに陥った場合でも流動性が付与されるわけであるから、流動性リスクは排除できる。したがって、デイストレスト証券市場の拡大は、ハイ・イールド債市場の拡大を促進する要因になつていていたと考えられる。実際、米国でデイストレスト証券市場が本格的に形成されていくのは、七八年連邦倒産法施行以降であるといわれ、ハイ・イールド債と軌を一にして拡大していくのである。

以下、本稿ではハイ・イールド債市場の形成とデイストレスト証券市場の形成を見ながら、両者の関係を考察する。

1 ハイ・イールド債市場の形成

米国でハイ・イールド債市場が形成されたのは、一九七〇年代後半、とくに一九七七年リーマン・ブラザーズ社の三件の引受け案件が端緒であるとされている。⁽¹⁾ すなわち、同年前半に、リーマン・ブラザーズ社は、LTV（七、五〇〇万ドル、二〇年、九・二五%、B格、二月一日公募）、Zapata社（七、五〇〇万ドル、二〇年、一〇・二五%、B格、劣後債、三月一〇日公募）、およびFuqua社（六〇〇万ドル、二〇年、九・八七五%、B格、上位劣後債、三月一八日公募）のハイ・イールド債の引受けを行つているのがそれである。

しかし、米国では低格付けあるいは無格付けの社債が新規に発行されることとはそれ以前からあり、一九六〇年代でも新規発行の二〇%以上が無格付けを含む低格付け社債発行によって占められていたとされている。因みに、一九六一年から六九年までのS&P社の格付による格付別SEC登録（公募）状況をみると、この期間の登録銘柄数一、一八九のうち、投資適格は九二二、無格付を含む低格付は二六七であり、その割合は二二・五%となっている。ただし、無格付を含む低格付債の登録件数は、年によつて変動が大きく、六四年から六年にかけては、それぞれ四〇件、五六件、九五件と増加し、その割合も二一・〇%，二二一・二%，三六・一%と三割以上を占め

てゐるのに対して、六八年および六九年はそれぞれ一二三件、七件、割合では八・三%、四・一%と急減している。すなわち、株式市場が上昇局面にあるとこれらの債券発行も増加し、逆に低下ないし不安定局面になると減少している。

これは、当時の低格付債の多くが転換社債であり、この期間の低格付債のうち七六・四%を転換社債、さらにワランチ債を含めると八五・七%をエクイティ関連債が占めていた。逆に、投資適格に占める転換社債の割合は七・七%であり、当時の低格付債は転換請求権を付与することによって低格付をカバーしていたのである。そして、このように低格付債発行の主流が転換社債であるという傾向は、七〇年代以降も持続し、特に一九七三年から七五年にかけては、発行が低迷し、オイル・ショックによる株価低迷の影響を強く被る結果となつてゐる。⁽²⁾したがつて、この時期の低格付債の多くは、高利回りによつて低格付をカバーするものではなかつたため、ハイ・イールド債⁽³⁾ということはできない。

そこで、ハイ・イールド債市場の形成という場合、低格付を転換請求権という甘味剤ではなく、高利回りによつてカバーする新規公募が行われ始めたといふ点が重要であり、さらにその端緒を一九七七年と特定する見方は、そのような公募がリーマン・ブラザーズという一流の投資銀行によつてなされたことが重視されていると考えられる。実際、その後リーマン・ブラザーズは、このような債券の引受が自社の評価を下げる 것을懸念してハイ・イールド債の引受から撤退してしまうのである。⁽⁴⁾

これに代わつて、ハイ・イールド債市場の独占的地位を獲得していくのが、ドレクセル・バーナム・ランペル社であるが、のちに「ジャンク債の帝王」と呼ばれることになる、同社のマイケル・ミルケンは、七〇年代後半のこの時期、精力的に保険・年金などをハイ・イールド債の顧客として開拓している。そして、この顧客層がその後の同社のハイ・イールド債引受業務を支えることになるわけである。⁽⁵⁾

2 八〇年代のハイ・イールド債市場の成長と挫折

このように七〇年代後半に形成されたハイ・イールド債市場は、さらに八〇年代に拡大を遂げることになる。この八〇年代の成長は、周知のように、ドレクセル社とマイケル・ミルケンを抜きに語れないものとなつており、M&Aブームの中での資金調達手段として、ハイ・イールド債が活用されたことが強調されている。

前述のように、ハイ・イールド債市場の形成において先陣をきつたのは、リーマン・ブラザーズであつたが、同社が名門投資銀行としての評価を懸念して、この分野での積極的展開を躊躇する間に、この分野で独占的地位を築いたのがドレクセル社であり、その功績はミルケンに負うものといわれている。ドレクセル社とミルケンについては、多くの論者が論じているが、ベンシルベニヤ大学ウォートン・スクール在学中から低格付債投資に注目していた彼は、ドレクセル社に入社後、保険、年金基金、貯蓄貸付組合などの投資家をその顧客として獲得し、七七年にはハイ・イールド債だけのファンドを売り出すなどして、七〇年代から販売ネットワークを築き上げ、流通市場を作つていつたのである。

そして、ミルケンは自らの販売ネットワークを、八〇年代になるとM&Aブームと結び付けていくが、とくに八三年一一月の同社幹部たちの会合では、非友好的買収に同社の資金調達力を活用する方策が検討され、その後T・ブーン・ピケンズ（メサ社）によるガルフ・オイル社に対するTOBなどが実現されていくのである。

このように企業買収のための資金調達手段としてハイ・イールド債が利用され、なかでも「レイダース」（乗つ取り屋）による敵対的買収のための資金調達手段として社会的注目を集めようになる。例えば、一九八五年

にはフィリップス・ペトロリアム買収では一八億ドルの資金がハイ・イールド債で調達され、その他アメリカン・ナショナル・リソーシズ買収（六億ドル）、ウォルト・ディズニー買収（五、〇〇〇万ドル）、ナショナル・カン買収（三億九、五〇〇万ドル）などといわれている。⁽⁷⁾この結果、ハイ・イールド債は企業買収、とくに敵対的買収のための資金調達手段であるという見方が定着し、実際M&Aブームとともに、発行額も拡大していった。

しかし、実際に企業買収に占めるハイ・イールド債発行の割合は、必ずしも一般にいわれているほど大きくなないと思われる。すなわち、企業買収とハイ・イールド債の関係についての調査がいくつか行われているが、SECの調査では、成功したテンダー・オファーに占める債券発行（すべてハイ・イールド債とみなされる）の割合を、八五年上半期一三・六%（銀行借入七七・六%）としているほか、GAOの調査⁽⁹⁾では、八五年、八六年の敵対的買収のための資金調達に占めるハイ・イールド債および非銀行借入の割合は二〇・四%（銀行借入四二・二%）とされている。この数字からは、ハイ・イールド債を敵対的買収の主要手段と断じることはできない。

また逆に、ハイ・イールド債に占める買収目的の割合について、ドレクセル社は、一九八四年に敵対的買収に利用された割合を二%弱と試算している。⁽¹⁰⁾さらに、前述のアルトマンは、モルガン・スタンレー社の調査として、M&A関連のハイ・イールド債の割合は一九八五年で四五%弱という結果を紹介している。⁽¹¹⁾これは、敵対的買収だけでなく、友好的買収を含む推計であり、実際このうちどの程度が社会的な関心を集めた敵対的買収、あるいは買収後、借入金返済のために被買収先企業の資産売却が行われることが多かつたために批判を浴びたレバーベッジド・バイアウト（LBO）に利用されたかについては明らかではないが、社会的には金額や割合の多寡ではなく、企業買収のマネー・ゲーム化が問題とされ、ハイ・イールド債もそれを促進するものと見られたのである。

実際、M&Aブームが去り、八六年に始まる一連のインサイダー取引事件によって、一九九〇年ドレクセル社が破綻したため、ハイ・イールド債市場は一気に縮小してしまうのである。⁽¹²⁾いわば、八〇年代のハイ・イールド債市場は、ドrexセル社に依存した市場であり、同社破綻後の市場の混乱と縮小は、この市場の脆弱さを露呈したといえるが、他方で八〇年代のハイ・イールド債市場が、低格付の成長企業に公募普通社債による資金調達手段を提供したことは看過されるべきではないと思われる。⁽¹³⁾

3 ディストレスト証券市場の形成

破綻企業の債券を対象とする投資手法は、米国では一九二九年の大恐慌時代にその起源を見出せるといわれている。今日、このような投資の元祖といわれるマックス・ハイネは、倒産企業の株式や社債の価格とその資産価値に注目し、この両者の乖離に目をつけて投資することを繰り返した。当時は、このような証券は投売りの対象とされており、真っ当な投資対象だとは誰も考えていなかつたが、ハイネは自ら証券会社を設立し、その後も長くトレーダーとしてだけでなく、プローカーとしてもこの投資に関わり、結果的に多くの人々に投資機会を提供していくた。

このハイネという人物は、大恐慌当時ベルリンからニューヨークに移住してきた移民であるが、あるきっかけから倒産した鉄道会社の社債を購入し、その後経営悪化企業の資産価値を見出す投資手法に没頭していくようになったといわれている。一九四九年、ハイネは自らの証券会社の子会社として、オープン・エンド型投資信託のミューチュアル・シェアーズ・ファンドを設立し、倒産企業をはじめとするバリュー投資を行なった。ここでハイネは、最優先の返済順位となる上位債に投資し、慎重な投資姿勢を貫いた。つまり、更生計画が申請されて、

社債権者の回収額がある程度明確になるまで投資をせず、流通価格と回収額との差に投資をするアービトラージに従事していた。当時は、このような投資を行なう投資家はまれであり、それゆえにこのようなアービトラージが成り立っていたのである。

大恐慌以降の倒産案件は、鉄道会社を中心であった。例えば、セントラル・レールロード・オブ・ニュージャージー、エリー鉄道、リハイ・バレー鉄道、シカゴ・ロック・アイランド鉄道、ミズーリ・パシフィック鉄道、シカゴ＆ノースウェスタン・トランスポーテーション、ウェスタン・パシフィック鉄道、デンバー・リオグランド鉄道、スー・ライン、テキサス＆ニューオリンズ鉄道などである。これらの鉄道会社は一九三〇年代に経営不振に陥ったが、その後回復したため、投資家の関心を集めようになつた。その中には、ペア・スターンズの会長となつたセイモア・ルイスやゴールドマン・サックスの会長となつたグスター・リービなども含まれていた。

戦後のディストレス投資は一九七〇年代に転機を迎えることになるが、今日行なわれているバルチャヤー投資は、その扱い手という面からも、また法制度面のインフラ整備という点からも、この時期に定着したといえる。第一に、一九七〇年のペン・セントラル鉄道の倒産である。この倒産劇は、当時最大級のものであり多数の債券を発行していくために多くのバルチャヤー投資家が参入し、その後のリストラクチュアリングによって巨額の利益を手にすることとなつたが、その中には、八〇年代に「ジャンク債の帝王」として名をはせることになるドレクセル・バーナム・ランベールのマイケル・ミルケンなども含まれていた。すなわち、ディストレス市場とジャンク債市場は、その扱い手という面で重なり合うことになるのである。そして、彼らは鉄道業だけでなく、エネルギー・や鉄鋼といった旧来型産業部門における経営不振企業を広く投資対象としていくのである。

第二に、不動産投資信託（REIT）の危機である。七四年の不動産市況の暴落は数百のREITに壊滅的な打撃を与えたが、これら暴落したREITもバルチャヤー投資の対象となつた。バルチャヤー投資家たちは額面の数分の一にまで暴落したREITを買い集め、その後のインフレによる資産価格上昇で利益を得た。とくに、その後「墓場のダンサー」として知られることになるサミュエル・ゼルや乗っ取り屋として有名になるカール・アイカーンなどもそこに含まれている。

第三に、法制面の変化として、一九七八年連邦倒産法が成立したことが挙げられる。同法以前には、倒産企業の経営者は経営権を管財人に委譲するとともに、更生計画案の承認には各クラスの債権者の100%承認を得ることとされていた。しかし、新法のチャプター・イレブンでは、経営陣は業務を継続することができる（DIP制度）とともに、更生計画案の承認も各クラスの債権の額面金額の三分の二以上かつ債権者数の過半数の賛成票を得ればすむこととされたために、これまでよりもはるかに更生が容易になつた。また、新法では更生計画案の策定が当事者主導で進められるようになつたため、バルチャヤー投資家も倒産手続き過程の推移を確かめながら投資判断を下すのではなく、逆に早い段階で投資し、その上で倒産手続き過程に介入し、自己に有利な更生計画を策定していくものとなつた。⁽¹⁴⁾ すなわち、パッショナブルな投資姿勢からアクトイブなものへと変化したわけであるが、その際更生計画案を否決できるブロックキング・ポジション（額面金額の三分の二）の債権を買い集めることが重要な投資戦略となつた。したがつて、バルチャヤー投資家には相当の資金力が必要とされるようになり、パートナーシップ形態などのバルチャヤー・ファンドの組成が求められるようになつたのである。

以上のように、米国でのハイ・イールド債市場の形成とバルチャー投資市場の確立は、むろに一九七〇年代であり、時期的にも軌を一にしてゐる。しかし、重要な点はこの両者がその後も両々相俟つて発展していくことである。すなわち、八〇年代の米国証券市場の大きなトピックスはハイ・イールド債市場の拡大であるが、その背後にはバルチャー投資の活性化とテクニカル・リスト証券市場の拡大という事実がある。つまり、ハイ・イールド債市場の拡大は、それ以上にハイ・リスクな証券市場の定着・拡大と並んで上に展開したところ。

注

- (1) アルトマンは、ハイ・イールド債といふ概念は一九七〇年代後半からあるやあむじてゐる。Edward I. Altman & Scott A. Nammacher, "Investing in Junk Bond-Inside the High Yield Debt Market", John Wiley & Sons, 1988, p. 39, (邦語、内堀節夫・黒沢義孝『ジャンク・ボンド高利回り債券の投資戦略』、東洋経済新報社、一九八八年、11111頁)、参照。また、米国議会報告書は、ハイ・イールド債の最初の新規発行を一九七七年と特記してゐる。U. S. Congress, House, Committee on Energy and Commerce, "The Role of High Yield Bond (Junk Bond) in Capital Markets and Corporate Takeovers, Public Policy Implications, Dec. 1985, p. 5, 参照。

(2) わざひらば、柴田武男「アメリカにおける起債市場の変貌」、『証券研究』、第八四巻、一九八八年一〇月、によれば。

(3) また、ジャンク債といふ面の方もされるが、ジャンク債とは一九七〇年代後半まで、発行時に投資適格債であったものがその後の格下げによって投資適格を下回るに至ったものだ、とわかる「落れた天使」("Fallen angel")を主に指していふたといわれるが、七〇年代後半以降、新規発行のハイ・イールド債がこれに代わるようになる。しかし、現在でもハイ・イールド債の引受け証券会社は、ジャンク債といふ呼び方をあまり使わなくなつてはいけない。

- (4) わざひらば、アルックは「リーマン・ブラザーズ社は、...しゃせん」の仕事(ハイ・イールド債の引受けを指す「引取者」)は格式高い名門には投機的な要素が強すぎて向いてなかつた」と述べ、関係者の次の「もつた証言を紹介してみる。「リーマンや懸念したのは、たとえばゼネラル・ホールのよつた超優良企業が、自社の幹事をひとつの引取業者がジャンクボンドのよつた下等な商品を扱つたをみて何と考えるだらうか、と心配だつた。格式高い名門は、」の分野に手を出すのをためらつた。優良企業の顧客を逃したくなつたからだ』。Connie Bruck, "The Predators' Ball", 1988, p. 48 (英語)、三原淳雄・土屋安衛訳『ウォール街の乗取り屋』、東洋経済新報社、一九八九年、六四二頁)。
- (5) その意味で、七〇年代後半のハイ・イールド債市場の形成要因のひとつとして、七四年のエリサ法制定を指摘する見方もある。エリサ法によりて、企業は年金基金の十分な積み立てを求められ、巨額の投資資金が生み出されたからである。わざひらば、柴田武男「シングルセル社倒産後のジャンク・ボンド市場」、『証券研究』、第一一一号、一九九五年一月、一六一~一六二頁、参照。
- (6) わざひらば、C. Bruck(1988)に詳しく述べ。以下は筆者より引用依頼。
- (7) "The New York Times", April 14, 1985.
- (8) Securities Exchange Commission, "Noninvestment Grade Debt as Source of Tender Offer Financing," Office of Chief Economist, Washington DC, June 20, 1986. との調査結果は、前出Altman & Nammacher(1988), p. 183 (英語)、1-KO ページ) に紹介されている。

Bonds,"Feb. 1988.

(10) U.S. Congress, House (1985), p. 24.

(11) Altman & Namnacker (1988), p. 184 (邦訳、一六一ページ)

(12) ドレクセル社の破綻については、佐賀卓雄「ジャンク・ボンド市場とドレクセル・バーナム・ランベール社」、『経営研究』第四一巻、第二号、一九九〇年九月、参照。

(13) これについては、拙稿「米国資本市場におけるジャンク・ボンドの成長要因」、「経済論譲」、一九八七年七月、参照。

また、ドレクセル社は、新分野の成長企業に対する格付のあり方が保守的であるとの批判し、もし全米の公開企業に格付を適用した八五%が投資適格を下回るふうな試算を行ってゐる。U.S. Congress, House (1985), p. 7.

(14) バルチャー投資家のやまとおな投資手法については、Hilary Rosenberg, "The Vulture Investors" (邦訳、伴百江・松尾由美・松尾順介訳【ハゲタカ投資家】、日本経済新聞社、11000年)、参照。

(まつね じゅんすけ・兼任研究員)