

証 研

レポート



No.1590

2001年1月

投信販売の変化について

二上季代司 (1)

国際資本市場の発達とIMFの変容

伊豆 久 (8)

A S X

～知られざるイノベーター～

吉川 真裕 (20)

米国N A S Dの収入について

清水 葉子 (35)

額面株式と無額面株式

福本 葵 (45)

財団法人 日本証券経済研究所

投信販売の変化について

二二季代司

多くの証券会社にとって「資産管理型営業」の中核的商品である投資信託の販売に、いくつかの変化が見えてきた。これが定着して構造的な変化に結びつくのか、それとも一過性に終わるのか、断定することはまだできない。しかし投資信託は、高齢化社会の到来、年金制度の改革（日本版401-Kの導入など）、雇用の流動化と日本の雇用慣行の見直し、預金のペイオフ解禁など家計貯蓄をとりまく環境変化の中で、中長期的な資産形成手段として貯蓄性資金の有力な運用対象の一つになるものと期待されている。それゆえにまた、株券委託手数料自由化以後の有力な金融商品として多くの証券会社がその販売に注力してきたのだった。したがって、投資信託の販売チャネルにどのような変化が生じていいかを知つておくことは重要であろう。そこでこの一年間に見られた投資信託販売における変化を簡単に整理してみた。

1 投資信託の販売状況

第一に、株式投資信託において株価下落にもかかわらず購入が持続し、資金流入超が続いていることである。表1を見ると2000年（10月まで）は、春からの株価下落で多額の運用額減少をみたが（マイナス四兆円強）、それをほぼ埋め合わせる資金純流入額（三兆七千億円）があった。純流入は二月より連續九ヶ月続いている。かつては相場がよいときに株式投信はよく売れ、相場が悪くなると解約が増えて株投の資金が減るということを繰

(単位：百万円)						
【投信総計】	純資産総額	純資産増減額	うち純資金流入額	うち運用増減額	ファンド数	
年(月)末						
1995	47,957,175	4,548,837	4,567,922	-19,085	6,408	
1996	48,668,072	710,897	1,416,455	-705,558	5,879	
1997	40,649,538	-8,018,534	-6,036,278	-1,982,256	5,203	
1998	42,739,300	2,089,763	3,195,430	-1,105,667	4,534	
1999	51,353,673	8,614,372	5,006,140	3,608,232	3,443	
2000.10	52,329,133	975,458	5,067,976	-4,092,518	2,853	
【うち株式投信】						
1995	14,681,685	-2,769,806	-2,641,703	-128,103	4,308	
1996	12,779,793	-1,901,893	-1,189,974	-711,919	3,835	
1997	9,986,574	-2,793,219	-792,391	-2,000,828	3,440	
1998	11,496,091	1,509,517	2,541,609	-1,032,092	3,141	
1999	15,696,387	4,200,295	560,894	3,639,401	2,594	
2000.10	15,302,435	-393,984	3,725,367	-4,119,321	2,243	
【うちMMF】						
1999	16,790,877	2,510,900	2,510,898	3	15	
2000.10	14,393,856	-2,397,022	-2,396,858	-160	15	
【うち公社債投信】						
1999	18,866,409	1,903,175	1,934,352	-31,177	834	
2000.10	22,632,839	3,766,431	3,739,474	26,954	595	

(注) 1、純資金流入額は（設定額－解約額－償還額）。

2、2000年は10月末まで。

(出所) 投資信託協会「投資信託」より作成。

り返してきたのである。事実、例外的な九八年を除いて、運用額の増減と純資金流入増減額は同じ方向を示してきた。長期運用の観点からはむしろ相場が悪いときに株を購入するほうがよいにもかかわらず、これまで反対だったのである。ところが2000年にはこれが逆転している。これに関連して、株式投信の解約率が低下していることも指摘しておかねばならない。その年の解約額を設定額で除したものを解約率と定義すると、一三五%（九五年）、一〇五%（九六年）、一〇四%（九七年）、六六%（九八年）、九三%（九九年）、六八%（二〇〇〇年一〇月まで）と推移している。このように、投信市場には中長期の貯蓄性資金が流入するようになり望ましい販売状況に変わってきたある。

なお、表1は公募国内投信のみの数字であるが、私募投信の増え方が著しいのも最近の特徴である。二〇〇〇年八月には、残高が三兆円を

突破している。私募投信の投資家層としては中小の年金のほか、地銀・農林系など余資金融機関が多い。

第二に、投信評価基準が意味を持ち始めつつあることである。表2は投信評価機関が高い評価を下した投信に資金が流れ込み、低い評価しか与えられない投信からは資金が流出していることを示している。これに関連して最近では、設定後、数年を経て解約で減った投信が残高を増やすケースが目に付くようになった。その背景として、販売サイドに運用実績を重視する販売姿勢が見られるようになつたこと、インターネットで投資家が容易に投信評価などの情報が入手できるようになつたこと、最近のものに比べて手数料の安いものがあり、手数料コストに敏感な顧客がこれを購入する傾向が見られることなどがあげられるよう。

投資信託は基準価格を通じて運用パフォーマンスが広く開示される市場性商品である。理想的な投信市場では、運用会社間にパフォーマンス競争が働いて、高いパフォーマンスを提示できる運用会社のファンダムは良く売れ、資産規模が拡大、逆にパフォーマンスの悪い運用会社のファンダムの売れ行きは悪くなり、市場から退出する。その結果、高パフォーマンスの投信を通じて成長性・利益率の高い企業に最終投資家の資金が多く配分され、経済全体の効率性を高めることにつながる。これは、投信による資金の効率的配分機能と呼ばれる。こうした資金配分機能がようやく働き始めつづあるといふことである。

第三の変化として、株式投信ではノーロード（販売手数料なし）のファンダムが増えた反面、ロード（販売手数料あり）ファンダムにおける手数料率の水準が上昇していることである。九〇年代初頭

と比べると、投信の信託報酬は一・〇%から一・五%へ上昇、販売手数料は一%から三%へ上昇している。要するに手数料率の幅が商品によつて広がりつつある。このような傾向は、販売チャネルの多様化とともに今後も広がっていくだろう。そこで次に販売チャネルについてみておこう。

2 販売体別投信販売状況

表3は、販売体別の預かり資産状況について、この統計が公表され始めた昨年一月と直近一〇月を比較してみたものである。これによると、全体として、銀行窓販のルートが残高を増やす反面、証券会社および直販の経由では残高を減らしていることがわかる。

まず商品別に見ると、MMFの残高が大幅に減少しているが、これはゼロ金利解除に伴う金利反転で、八月以降、金融法人を中心にMMFの大量解約が出たことによる。この解約が特に証券会社および直販経由の残高減少の最大要因となつてゐる。

次に販売体別の特徴を見ると、直販ではどの商品において

表3 販売体別純資産残高状況

(単位：百万円)

年(月)末	証券会社	シェア	銀行等(登録金融機関	シェア	直販(投資信託会社)	シェア	合計
1999.11	48,190,159	90.40%	2,546,217	4.78%	2,571,698	4.82%	53,308,074
2000.10	45,643,377	87.22%	4,961,800	9.48%	1,723,956	3.29%	52,329,133
増減	-2,546,782		2,415,583		-847,742		-978,941

【うち株式投信】

1999.11	13,135,633	91.07%	678,170	4.70%	609,217	4.22%	14,423,020
2000.10	12,971,671	84.77%	1,804,554	11.79%	526,212	3.44%	15,302,437
増減	-163,962		1,126,384		-83,005		879,417

【うちMMF】

1999.11	17,388,419	86.46%	1,506,293	7.49%	1,215,840	6.05%	20,110,552
2000.10	11,724,801	81.46%	2,069,479	14.38%	599,575	4.17%	14,393,855
増減	-5,663,618		563,186		-616,265		-5,716,697

【うち公社債投信】

1999.11	17,666,107	94.10%	361,754	1.93%	746,641	3.98%	18,774,502
2000.10	20,946,905	92.55%	1,087,767	4.81%	598,169	2.64%	22,632,841
増減	3,280,798		726,013		-148,472		3,858,339

(出所) 表1と同じ。

表2 投信の評価別の純流入額
(2000年4~9月、単位：百万円)

レーティング	純流入額
★★★★★	(+)115,153
★★★★★	(-)8,409
★★★★	(+)86,172
★★★	(-)50,786
★★	(-)26,088
合計	(+)116,042

(注) 純流入額は流入額から流出額を引いた値で(-)は純流出。レーティングはモーニングスターによる月末時点のもので、運用開始から3年以上経過したファンダムが対象。★★★★にはほとんどのインデックス連動型投信が含まれており、純流入額が多いのはその影響大きい。

(出所)『日経金融新聞』2000年11月7日号より引用。

(3)

ても残高を減らしていることがわかる。この理由として、直販では手数料を徴収しないことがかえって逆効果になつていることがあげられよう。まず、販売手数料がゼロのためセミプロの短期回転売買が比較的多いこと、また大手証券を中心に投信運用子会社の持ち株比率を引き上げ連結対象に含めることでグループ戦略強化を図る動きが顕著であるが、そうした中で、親会社が手数料を採るのに子会社がノーロードではやりにくいということでの販売に消極的になつていていることがあげられよう。

今ひとつ重要な変化は、銀行窓販経由の預かり残高増大である。どの商品においても残高を増やしているが、意外と思われるのが株式投信の預かり資産増大である。他のチャネルでは減少を見る中、銀行経由では、九九年一月末比較で一兆円強の残高増であり、そのシェアも約一二%に達している。⁽²⁾ この間、株価は下落しており、運用額は大幅な減少を見ているので、資金純流入額のかなりの部分が銀行窓販によるものであつたと推量できる。また銀行窓販の商品構成を見ても、九九年一月末時点との比較で、MMF（五九%→四二%へ低下）、株式投信（二七%→三六%へ上昇）、公社債投信（一四%→一二%へ上昇）と、よりリスクの高い商品の構成割合が高まっている。ちなみに、別の調査（日本金融通信『ニッキン』二〇〇〇年九月一日）によれば、株式投信の比率の最も高い金融機関は第二地銀の四・五%，ついで生損保（三九・五%）、都地銀（三三・七%）、地銀（二四・五%）、信金（一一・五%）の順となつていて、これに関連して、銀行窓販の場合には、解約率が低いともいわれている。おそらく自動積み立て式の買い増しが多いのであろうと思われる。

このように、銀行窓販は有力な競合チャネルにのし上がつていて、最初に見たように投信市場には中長期の貯蓄性資金が流入するようになり望ましい販売状況に変わってきつつあるが、そこにおいて銀行窓販は積極的な役割を果たしつつある。証券会社の販売力は依然として優勢であり、資産管理型営業への販売戦略の転換で解約率も低下しつつあるが、なお絶対的な解約率の水準は高く、中長期の運用を望む貯蓄性資金のかなりの部分が銀行に流れているのである。⁽³⁾ 銀行界は、二〇〇一年四月預入の一年もの定期預金からペイオフ解禁の対象となるため、今後、一千万円超の資金を投信で取り込もうと注力するであろう。⁽⁴⁾

3 投信のネット取引

他方、二〇〇〇年秋口あたりから、インターネット取引の証券会社が投信販売に取り組むケースが増えている。日本証券業協会によれば（『証券業報』二〇〇〇年一月）、インターネットによる投信募集は昨年度下半期（一九九九年一〇月～二〇〇〇年三月）一二・三六八億円、総募集額の一・五%であったが、今年度上半期（二〇〇〇年四月～二〇〇〇年九月）には四・六五五億円、総募集額の一・一%に上昇している。もともと、ネット証券会社による投信販売の将来性をどう読むか、難しいところである。第一に、投信の販売手数料の割引はまだ本格化していない。手数料率は約款の記載事項であるため、これを引き下げるとは約款変更にあたり機動性に欠ける。もし、販売手数料引き下げを販売戦略の武器にしようと思えば、自社専用の投信を売るか、あるいは何らかの割戻し（自社で使えるポイントで還元など）をするかのいずれかになるであろう。第二に、もし販売手数料引き下げ戦略がネット証券会社の間で一般化した場合、投信の短期回転売買を誘発して、預かり資産はさほど増えないのではないかという懸念もある。

また制度的な制約もある。二〇〇一年四月より、運用報告書が郵送ではなくEメールでも可、となる反面、金融商品販売法施行によって商品説明の徹底が必要となる。二〇〇〇年一二月より投信販売では目論見書交付が義務付けられ、依然として紙ベースのやり取りが残る。ネット取引では目論見書を必ず読んだことを何らかの方法

で確認して販売しているようであるが、コンプライアンス上、不透明な要素が残るのである。

以上、簡単に最近の投信販売状況の変化についてみた。全体として、投信販売は証券会社サイドの販売戦略の変化（資産管理型営業）、販売チャネルの多様化（銀行窓販）により望ましい方向にむかっているように思われる。

注

(1) 九八年は円安傾向で、海外債券ファンドが爆発的に売れた年である。ところがこれら海外債券ファンドの大部分は「株式投信」の形態をとっています。このことが統計的にはこの年の株式投信を純資金流入にさせていているのである。これら海外債券ファンドを除くと株式投信の純資金流入はやはりマイナスとなっていると思われる。

(2) これを反映して、都銀主要九行の今期九月中間決算における手数料収入二、一八五億円のうち、投信関連は一四七億円に上っている。

(3) 外資系投信運用会社最大手のフィディリティでは解約率は、証券会社経由で五〇%、銀行窓販では一二%とされる
【日経】二〇〇〇年九月一五日。

(4) なお、絶対額はまだ少ないが、地方銀行の預かり資産の増え方が著しいのも最近の特徴である。例えば地銀六四行の投信預かりは二〇〇〇年一月末わずか一、九八八億円であったが、一〇月末には六、〇八八億円と三倍以上に膨らんでいる。特に証券会社の店舗のない地方において窓販の伸張が著しい。

(にかみ きよし・主任研究員)

国際資本市場の発達と IMF の変容

伊豆 久

1 はじめに

国際通貨基金（IMF）への批判が強まっている。経済危機への援助に際して厳しい条件をつけられたアジア諸国や、経済のグローバル化に反対するNGOからだけではない。最も激しい非難は米国議会からであって、九年のIMF増資をめぐっては、廃止論を含めた様々な批判が繰り広げられた。⁽¹⁾

確かに、ロシア経済改革の失敗、アジア危機で見られた各国政治・経済システムへの過度の介入、それ以前の問題として、IMFの傲慢な態度、秘密主義など、多くの問題が指摘されている。実際、IMF自身も批判のいくつかを受入れ、早期緊急融資制度の設立、世銀と重複する業務の縮小、情報開示の改善など、改革を進めていく。

しかしながら、もう少し長いスパンで考えれば、最近のIMF批判の根本にあるのは、グローバル化時代にIMFの果たすべき役割について、明確な指針が存在しないことではないかと思われる。

IMFの設立は、一九四四年の有名なブレトンウッズ会議にさかのぼるが、そこでは、国際資本市場がほとんど機能しないという前提（あるいはその復活は好ましいものでもないというケインズの考え方—ブレトンウッズ会議での米国代表ホワイトもまたケインジアンであった—）が存在した。大恐慌以降、国際資本市場は機能不全に陥ったままであるため、貿易赤字に陥った国には、①為替を切り下げる、②輸入を規制する、③国内経済を引

き締める、しか手立てがない。①と②は自由貿易を損ないかねず、③は行過ぎれば経済的政治的混乱を招き、アシズムの温床となりかねない。そこで、こうした政策に依存することのないよう、加盟国に融資を行う機関としてIMFが作られたのである。

しかし資本市場が発達してくれば、話は前提から変わる。④市場から資金を調達する、という新しい選択肢が生まれ、その場合にはIMFの仕事はなくなる。ではIMFはどうするのか、あるいは、市場からの資金調達はどこまで現実的なか、など様々なIMF批判は、ここから派生しているように思われる。

そこで、本稿では、IMFの融資政策の基本であるコンディショナリティに着目し、七〇年代から九〇年代にかけての国際資本市場の発達によってIMFがどのように変化したのか、検討することとしよう。

2 コンディショナリティの変化

国際收支難に陥った国が自由貿易を損なう强行措置に頼ることなく問題を解決できるよう一時的な融資を行うこと、それが、創設以来今日まで続くIMFの目的である。しかしながら、融資は加盟国といえど無条件で受けられるのではなく、一定の条件を満たす必要がある。その融資条件がコンディショナリティと呼ばれるものであり、IMFの融資政策の根幹となつていてある。⁽²⁾

IMFからの融資を返済するためには、当該国が国際収支の黒字を達成し外貨を獲得することが不可欠であるから、コンディショナリティは、借入国政府が国際収支の回復を目的とした一定の経済政策をIMFと約束するという形をとる。しかしながら、その内容は、時代とともに変化しており、とりわけ一九八〇年代には、IMF全体の性格を変える大きな変化が生じた。そして、今日のIMFをめぐる議論の核心は、この八〇年代の変化をどのように理解するのか、という点にあると考えられる。国際資本市場の発達との関連に着目しながら、以下、八〇年代の変化について見てみよう。

(1) 厳格化

IMFに生じた第一の変化は、IMFを介した資金の出し手と取り手が固定化したことである。七〇年代までのIMFは、国際収支危機に陥った国に、先進国・途上国を問わず、加盟国ならどこにでも一時的な融資を行う機関であった。実際、六二年にはGABの形で米国が、七七年にはイギリスとイタリアが、七八年には再び米国が、IMF融資を受けている。しかし、七〇年代中ごろから国際資本市場が拡大しあげると、先進国は市場から資金を調達できるようになり、IMFに依存する必要はなくなつた。反対に途上国は、七〇年代こそオイルダラーの還流を受けられたものの、八二年に債務危機が発生すると、それ以降は（九〇年代のエマージングマーケットブームが訪れるまで）資本市場から締め出され、IMFに頼るほかなくなつたのである。資金の出し手もいつも借り手になるかわからぬといふ状況である。しかしながら、貸し手と借り手が固定化すると、貸し手の心には一種の信用組合的性格が存在したのである。しかしながら、貸し手と借り手が固定化すると、貸し手の心配は確実な回収に置かれることになる。その上、先進国はIMFへの出資額が多く、強い発言権をもち、逆にIMFへの依存度の高い途上国の出資額は少ない。そのため、八〇年代にコンディショナリティの急速な厳格化が進んだのである。

当然、こうした変化に対しても、途上国からはIMFの厳しいコンディショナリティへの批判が、米国などからは自國が借り入れを行わない組織への出資は税金の無駄遣いであるとの批判が投げかけられることになる。

(2) 長期化・構造化

八〇年代にコンディショナリティが変化した第二の理由は、国際收支危機の性格が短期的循環的なものから長期的構造的なものに変化したことである。資本移動がわざかにしか存在しない場合には、貿易赤字はただちに外貨不足をもたらし、国内需要の引締めやIMFへの融資要請などの措置を、政府に半ば強制することになる（高度成長期の日本に見られた「国際收支の天井」はその典型的な例であろう）。また、貿易赤字の原因は、主として景気過熱による輸入増大であるため、赤字は景気動向に沿った循環的なものであり、したがつて必要な対策はインフレや財政赤字を抑制する短期的なマクロ安定化政策となる。

しかしながら、七〇年代半ば以降、オイルドラーの蓄積、ユーロ市場の発達などによつて民間資本移動が活発化すると、何らかの理由で資本が流入しつづける国の貿易赤字には、抑制のための力が働くが、その結果、赤字が持続することになる。貿易は、その国の生産、流通、雇用等の実体経済と密接な関係にあり、貿易赤字は自らに合わせた国内経済構造を形成する。ところが、資本移動は、瞬時にかつ予想できない理由とタイミングで反転することがあり、その時には、ファイナンスされない貿易赤字だけが残ることになる。しかし貿易や国内の経済構造は資本移動のように短時間で変化することはできない。しかも、長年の貿易赤字の結果、債務総額は巨額に上り、問題解決のためには危機的状況の一時的克服にとどまらず債務国自身の中長期的な構造改革、経済成長が必要とされ、途上国¹¹⁾の開発戦略全体が見直されることになる。そこで、財政赤字の削減やインフレの抑制などの短期的なマクロ安定化政策だけでなく、長期的構造的な改革が必要であるとの認識が生まれたのである。その結果、IMFの仕事は国際收支危機への応急措置によつては終了せず、途上国¹¹⁾の開発戦略全体の修正にまで及ぶことになったのである。しかし、国際收支危機に対するいわば受動的な流動性供給という範囲を超えて、途上国¹¹⁾の開発プログラムの作成に乗り出したことは、同時にIMFが、合意形成のより困難な仕事に踏み出したことを意味していたと言えよう。

(3) 成長の重視

第三の要因として、発展途上国¹¹⁾の側からも、マクロ安定化政策を中心とするそれまでのコンディショナリティに対する批判が強まつたことがあげられる。途上国は、長年、コンディショナリティの緩和と同時に、その中身を従来のマクロ安定化政策から成長政策へと変更するよう求めてきた。すなわち、貿易赤字への処方箋としての引締め政策は、輸入の削減を通じて貿易収支の均衡化を図るもので、短期的には効果的であつても、赤字国の負担が大きいばかりで問題の本当の解決になつていない。債務問題の解決のためには、赤字国の中長期的な生産の増加を促進し、輸出の成長を通じた拡大均衡を図るべきだ、との主張である。八二年の債務問題が時間を経てもなかなか解決できないなかで、成長政策への転換が、先に述べた長期化構造化の認識とあいまつて広く支持を得るようになる。

しかしながら、経済成長が必要であるという点では途上国からの提案が受け入れられたかに見えたが、その一方で、ではいかにすれば途上国¹¹⁾の経済成長を実現できるのかという点に関して、議論の大きな転換が進行していく。それが、カムドウシュIMF専務理事が「静かな革命」と呼び、米国国際経済研究所のウイリアムソンが「ワシントン・コンセンサス」と名づけた、開発政策をめぐる支配的潮流の一大変化であった。それが、八〇年代にコンディショナリティを変化させた第四の理由である。

(4) 「ワシントン・コンセンサス」の成立

「ワシントン・コンセンサス」は、今日では、アメリカ政府やウォール・ストリート、その意を受けた IMF や世銀のグローバル化戦略を指す言葉として使われることが多いが、それはオリジナルな意味からはややずれている。この言葉は、ジョン・ウイリアムソンが、八九年のコンファレンスではじめて用いたものであり、その趣旨は、ラテンアメリカに必要な経済改革とは何か、という問題に関して、少なくともワシントン（米国政府、この問題に関心をもつ米国国會議員、F R B、I M F、世銀、米州開発銀行、関連シンクタンクなどを指す）ではおおよその意見の一一致（コンセンサス）が成立したと思われる、というものであつた。⁽³⁾

そして、彼は合意の成立した経済改革として、①財政規律の回復・維持、②政府支出の構成変更（補助金の削減と教育・医療・インフラの拡充）、③税制改革（課税ベースの拡大と限界税率の軽減）、④金利の自由化、⑤競争力ある為替レートの採用、⑥貿易の自由化（関税の引き下げ、特に中間財向け関税の撤廃）、⑦直接投資受入の促進、⑧国営企業の民営化、⑨規制緩和、⑩所有権法の確立、の一〇項目をあげ、それらは「健全なマクロ経済政策、外国市場志向、国内自由化」と要約されると述べたのである。⁽⁴⁾

こうした合意の宣言——しかも、後に、この合意はワシントンにとどまらない「世界全体の合意（One World Consensus）」である、と訂正される——は、彼が抗議するように米国の対外経済戦略の宣言ではないとしても、途上国経済論における大転換の「完成」を告げるものであつたことは間違いない。それは伝統的開発経済論の敗北と新古典派経済学にもとづく市場主義的開発論の勝利の宣言であつた。

一九五〇年代から六〇年代にかけて、途上国経済論においては、政府の経済的機能を重視し、軽工業中心の国内市場向け輸入代替工業化戦略を掲げるいわゆる開発経済学が主流であつた。途上国には先進国とは異なる固有の課題があり、それを解決するためには政府が大きな役割を果たさなければならないと考えられており、それは、ケインズ経済学から強い影響を受けた経済学でもあつた。しかしながら、（元 IMF 調査局長ボラックによれば）①先進国における七〇年代のstagflation の経験が、ケインズ政策の衰退、インフレ抑制政策と市場メカニズムへの信認をもたらしたこと、②輸出志向型の開発戦略をとったアジア N I E S が高成長を達成し、③対照的に中南米諸国への輸入代替化戦略は挫折したこと、④アフリカでも過剰な政府の介入、価格体系の歪みの弊害への認識が広まつたこと、などによつて、主流派開発論としての地位は新古典派経済学に譲られることになつた。そしてこの「静かな革命」は、⑤東欧諸国への市場経済への移行開始、によつて決定的となつたのである。新しく主流派となつた新古典派開発論では、途上国に先進国と異なる固有の課題は存在せず、問題があるとすれば、それは政府の介入などによつて市場メカニズムが十分に機能しない点にある、と考えられた。

こうした開発戦略をめぐる経済学の大転換⁽⁶⁾が、IMF が担うこととなつた開発プログラムの作成、コンディショナリティにおいても、大きな影響を与えることになつたのであり、あるいはより正確には、八〇年代の IMF の対中南米政策こそが、「ワシントン・コンセンサス」成立過程における「実験」として機能したのである。

(5) 構造調整政策

以上四つの要因が重なつて、八〇年代以降のコンディショナリティにおいては、それまでのマクロ安定化政策に加えて、構造調整政策と呼ばれる経済システム改革が重視されるようになつた。単純化すれば、マクロ安定化政策が、インフレ率、財政収支、経済成長率など、国民経済全体としての経済活動の結果として数字に現れる、マクロ経済の改革を求めるものであり、その結果を生み出す経済主体の編成のあり方には直接介入しないもので

あるのに対して、構造調整政策は、参入や競争を規制する産業保護政策の撤廃、国営企業の民営化、金融の自由化、貿易の自由化、資本取引の自由化など、場合によつては「ワシントン・コンセンサス」の範囲を超えて、ミクロ・レベルにおける経済システムでの改革を求めるもの、つまり、経済活動の結果ではなく、その組織化の方法を問うものとなつてゐる。そしてそこで、市場メカニズムが十分に機能するよう、政府による経済への介入を抑制することを求めてゐるのである。

3 IMF批判

では、八〇年代に生じた以上のようなコンディショナリティの変化から考えれば、今日のIMF批判は、どのような意味をもつのであらうか。

最近のIMF批判の一つは、IMFからの融資は、起るべきデフォルトを回避することで結果的に国際的投資家のモラル・ハザードを引き起こしているというものである。米国共和党を中心としたこうした批判は、IMF融資は、結局、投資家と赤字国政府を救済するだけで、一般市民は救済されず、国際金融市场を歪めていると主張する。⁽¹⁾

IMF創設期と異なり、資本市場の発達した今日では、必要な資金は必要なコストを支払つて市場から調達すればよいのであって、市場から資金が調達できないとすれば、それは、市場からの評価を得られない当該政府や企業に問題があるためだ、という見方である。必要なのは、IMFによる国際資本市場への不当な介入行為を停止することと、企業や政府が市場規律に従つた自己改革を進めることなのである。

これに対するは、市場は完全なものではない、という反論が当然に存在する。そこからこの議論は、へでは市場の完全性を高めるために、途上国の経済指標のほか、IMFのコンディショナリティを含めた様々な情報開示を進めるべきである」という方向と、逆に（しかし現実には同時に）市場の不完全性を補完するために、最後の貸し手としてのIMFの機能拡充（あるいは新しい国際金融機関の創設）が必要ではないか」という二つの方向に進み、実際にそれらに沿つた改革が平行して進められつつある。

もう一つのIMF批判は、マクロ安定化政策への批判である。九七年からのアジア危機は、財政収支が黒字であること、インフレ率が低いこと、貯蓄率が高いことなど、（貿易収支の赤字をのぞけば）マクロ指標が良好であるにもかかわらず発生したという点で、八一年、九四年に中南米で発生した従来型の通貨危機と大きく異なっていた。にもかかわらず、IMFが金融と財政の引締めを求めたことが、アジア危機をさらに深刻なものにしたのではないか、との批判である。

この批判の言うとおり、アジア危機の原因がマクロ的要因ではなく、それゆえマクロ安定化政策は必要でなかつたとすれば、次の問題は、へではアジア危機の原因はどこにあつたのか」ということになる。そしてそれへの回答は、単純化すれば、へ原因是アジアの企業システムにありそれゆえ構造調整政策が必要だ」という見方と、（原因是国際金融市场にありそれゆえ市場の改革が必要だ）という見方の二つに分かれる。前者はIMFの構造調整政策を支持する見解であり、後者がそれに反対する見解、つまりIMFに対する三つ目の批判となつている。

構造調整政策は、政府・銀行・企業・労働者など経済主体間の関係の改編を要求するが、アジア危機の克服のために本当にそうした改革が必要であったのか、強い批判が続いている。経済システムは、（せいぜい数年単位の産物にすぎない）インフレや財政赤字と異なり、長い歴史の中で経済文化や社会的風土とともに形作られてき

たという点では、論者の認識は一致しているが、そこから、だからこそ、構造改革はアジアに長く染みこんでいる「クローリー・キャピタリズム」を一掃する好機だ、と考えるか、それはアメリカ型の経済システムを単一のスタンダードとするある種の「帝国主義」だ、と考えるかで主張は分かれる。米国経済学会の重鎮マーチン・フレルドスタンインも、例えば IMF が韓国に改善を要求した労使慣行、コーポレートガバナンス、政府・企業間関係、貿易政策、産業保護政策などは、同様のものが日本にも欧州にも存在するのであり、それらの性急な改革がコンディショナリティとして必要だったか疑問だ、と述べており⁽⁸⁾、こうした見方が支持を広げているように思われる。

しかしながら、IMF の構造調整政策を考える際には、その背景に九〇年代の国際資本市場の新しい性格が存在すること、すなわち、八二年の債務危機に至る七〇年代の資本市場が対政府向け銀行融資中心であったのに対して、今日では株式市場のグローバル化が進んでること、をより重視すべきではないだろうか。八〇年代に各國で進められた資本移動の自由化は、外国資本の受け入れ窓口を政府が独占していた時代から、国内の各経済主体が自由に外資を取り入れる時代への移行を意味し、そうなれば、市場による評価の対象が、国としてのマクロの数字ではなく、個々の銀行や事業会社など個別の経済主体に移るのは必至である。

構造調整政策は IMF の融資政策を超えるこうした背景をもつからこそ、それと同種の改革（いわゆる構造改革）が、IMF 融資を受けていない（それゆえコンディショナリティに関係のない）国々でも進められているのである。日本では、一〇年を超えるとする経済低迷からの脱出策として、しかしそれより根底にある要因としてはウエイトを増した外国人投資家からの資本効率改善要求として、また欧州では、経済・通貨統合に加えて株式市場統合によって競争の激化した企業の生き残り策として、経済システム全体の改編が進みつつある。構造改革は、

コンディショナリティを超えるこうした世界的広がりをもつために、一方では、IMF やウォールストリートを含めた「ワシントン」総体としての対外経済戦略である、との主張が一定の支持を集めているのであるが、必要なのはむしろ、国際資本市場が七〇年代や八〇年代とは質的に異なる九〇年代的段階にあることを踏まえた考察であろう。IMF をめぐる議論が世界的な注目を集めているのは、IMF がその象徴的役割を担っているからであるように思われる。

注

(1) 米国における最近の IMF 批判について、ローン・ハス・マッキラン、ピーター・モントガメリー（森川公隆監訳）『IMF 改善論争の論点』東洋経済新報社、一九九〇年参照。

(2) IMF コンディショナリティについては、毛利良一『国際債務危機の経済学』東洋経済新報社、一九八八年、奥田宏司『海上国債務危機と IMF、世界銀行』同文館、一九八九年、Jacques J. Polak, *The Changing Nature of IMF Conditionality, Essays in International Finance*, no. 184., Princeton University, 1991. 稲澤「IMF協定と資本勘定の変化」本誌一五六八号、一九九九年二月参照。

(3) 「ワシントン・コンセンサス」の初出は、前述のシンポジウムにおけるウィリアムソンの報告をまとめた、J. Williamson, "What Washington Means by Policy Reform", in Williamson ed., *Latin American Adjustment*, Institute for International Economics, 1990 である。

(4) 彼は、自分の作り出した言葉が一人歩きし、新自由主義的イデオロギーや米国帝国主義のマリファストと受け取られると抗議（あるふは困惑）しちゃう。彼によれば、「ワシントン・コンセンサス」は、本文にあげた一〇項目で

あひで、そひでば、直接投資受入れの自由化とは、いへるがそれは資本規制の撤廃を意味するものではなく、財政規律の維持をあげているがそれは財政均衡主義と同義ではない。また、マネーサプライに関するK%ルールも、完全な変動相場制への移行も含んでいない。何より、自分の政治的経済的主張は、ハイエクやハコーネーのそれから、サッチャーヤーネーガン政権の経済政策へと大きく異なる、と述べてゐる。John Williamson, "What should the Bank think about the Washington Consensus?"(1999;www.iie.com/TESTIMINY/bankwch.htm)

(5) Polak, "The Changing Nature of IMF Conditionality", p. 63.

(6) めねべく、ウイリアムソンは、「革命」に意識的であり、「トランクル・ロハヤハサベには、ピック・アッシュ論、均整成長論、不均整成長論、余剰労働仮説、ソーキャップ・アプローチなど、開発経済学の主要概念が何一つ命められてゐる」述べてゐる。Williamson, "What Washington Means by Policy Reform", p. 19.

(7) 代表的見解としては、ハリーハサウエー(元国務長官)他「誰がIMFを必要とするのか」(前掲『IMF改廃論争の論点』所収)参照。

(8) Martin Feldstein, "Refocusing The IMF", Foreign Affairs, March/April 1998. さらに同氏は、韓国への構造調整政策の押付けは、長年、市場開放要求を拒むられた日本と、アメリカが、のチャンスを逃がすなどばかりにIMFの権力を乱用したものとの見方を紹介してゐる。

(二四) わせし・主任研究員

ASX

～知られざるイノベーター～

吉川 真裕

二〇〇〇年三月、オーストラリアン証券取引所（ASX）はシンガポール取引所と取引・決済リンクに向けての協議を開始すると発表し、六月には二〇〇一年七月を目途にこの計画を実現することで合意に達したと発表した。そして、八月には東京証券取引所との間で相互協力に関する覚書に調印し、ニュージーランド証券取引所との合併に向けての交渉に入ったと発表した。さらに、一二月には香港取引所との間でも相互協力に関する覚書に調印し、アジアの主要取引所との間で関係を強化して、アジアにおける株式市場統合に向けて積極的に動き出している。オーストラリアは一人当たりGDPでは先進国であるが、人口が二〇〇〇万人あまりで韓国の半分に過ぎず、知名度は高くても市場規模はさほど大きくなはない。一九九〇年代に入つてからはアメリカやヨーロッパとともに株式市場は好調であるが、国際的な投資の対象としては注目されていない。ヨーロッパで株式市場統合の動きが活発となり、アメリカ、ヨーロッパ、アジアの三つのタイム・ゾーンでの市場統合が取り沙汰される中、アジアにおける株式市場統合のリーダーシップをとることに存在意義を見出そうとしているようである。

本稿では、ASXの歩みを振り返り、その仕組みと株式取引制度を紹介した後、その海外提携戦略について考察する。

1 ASXの歩み⁽¹⁾

ASXは一九八七年に電子取引システムSEATS (Stock Exchange Automated Trading System) が株式取引に導入されはじめたのを機に、シドニー（一八七一年設立）、メルボルン（一八八四年設立）、ブリスベン（一八八四年設立）、アデレード（一八八七年設立）、パース（一八八九年設立）、ホバート（一八八二年設立）の六つの証券取引所が合併して誕生した。国内の流動性をコンピューター取引の導入によつて集中しようというのがその狙いであったが、取引や本部機能は国内最大の取引所があつたシドニーに集められ、その他の取引所はイギリスやフランスの取引所統合と同様にASXの地方事務所として存続していく。

ASXの前身とも言えるハムリー証券取引所は一九七六年にアメリカ、カナダに次いで世界で二番目に株式オプション市場 (Australian Options Market) を創設しており、あまり知られていないが、進取の気性に富んだ証券取引所であった。ASXはシドニー証券取引所のこうした特徴を受け継いで、その後も数々の革新を世界に先駆けて実施している。一九九〇年には株式取引のSEATSへの移行が完了し、株式取引フロアは廃止され、ASXは世界ではじめて株式市場の完全機械化を実現した。

一九九三年には債券取引もSETASへの移行を完了し、一九九四年には電子クリアリング&セトルメント・システムであるCHESS (Clearing House Electronic Subregister System) の移行が開始され、一九九六年にはCHESSへの移行が完了し、SEATの多くのアクセスもオーブン・インターフェイスへと拡張された。そして、一九九七年には電子取引システムSEATSの改良 (SEATS⁽²⁾) と、株式オプション取引にもDFT (Derivatives Trading Facility) と呼ばれる電子取引システムの導入が開始され、一九九八年には株式オプション取引の機械化も完了し、ASXから取引フロアは完全に消滅することになった。また、一九九七年にはインターネット経由でベンチャー企業への出資を仲介するエンタープライズ・マーケットという施設が開設され、従来の証券取引所の概念を越えたビジネスにも進出を果たしていく。

ところで、一九九六年にASXでは会員投票によって株式会社化が決定されており、一九九八年には株式会社への移行と同時に自らの市場に上場するという画期的な試みを実現した。証券取引所が自らの市場に上場するという試みは実は戦前のわが国ですでおこなっていたのであるが、証券取引所の株式会社化が世界的に進展している昨今では最も早いものであり、上場企業であるOMグループがストックホルム証券取引所を買収したことでも間接的にストックホルム証券取引所の株式が取引所で取引されていることを除けば異例の事態であった。しかし、一九九〇年には香港取引所やシンガポール取引所も株式会社化と同時に自らへの上場を果たしており、ドイツ取引所やユーロネクストも計画中であると伝えられている。

他方、ASXは株式会社化と並んで昨今の世界的な流れであるデリバティブ取引所との統合をシドニー先物取引所の吸収合併という形で一九九九年に試みたが、独占につながる恐れがあるのでオーストラリアン競争・消費者委員会 (Australian Competition & Consumer Commission) から棄却されたことを受けて海外取引所との提携の動きを強めている。⁽³⁾ まず、一九九九年六月にNASDAQとの間で共通上場と技術開発に関する戦略的提携を結び、一九九〇年六月にはシンガポール取引所との間で会員が各取引所を通じて相手取引所の上場銘柄を取引できることによる取引・決済リンクへ向けての合意に達し、さらにニューヨーク証券取引所が提唱したグローバル・エクイティ・マーケット (GEM) 構想にも東京証券取引所やパリ取引所と並んで一〇取引所の一つとして参加することになった。そして、一九九〇年八月には東京証券取引所との間で相互協力のための覚書に調印し、ニュージーランド証券取引所との合併交渉に入ったのも明らかにされ、一二月には香港取引所との間でも相互協力の

ための覚書に調印している。⁽⁴⁾

2 ASXの仕組み

(1) 株主構成⁽⁵⁾

一九九八年に株式会社化されたASXは会員が株主に移行しただけに止まらず、上場会社や機関投資家、情報ベンダーも株主となつてバランスのとれた取引所運営を目指している。現在の株主構成は①ブローカー、②機関投資家と個人投資家、③上場会社、④情報ベンダー、⑤政府がほぼ二〇%づつを保有しているが、政府による保有は名目的なものであり、株主権を利用しての政府による介入はないところを一〇〇〇年七月のASXに対するヒアリングで聞いている。

なお、一会员による株式保有上限は五%であったが、二〇〇〇年一〇月に一五%まで引き上げる決定が政府によつておこなわれており、外国証券取引所との株式相互保有に向けての障害は緩和されて⁽⁶⁾いる。

(2) 役員⁽⁷⁾

取締役会は九人の役員からなり、会長はモーリス・ニューマン (Maurice L. Newman) 氏、マネージング・ダイレクターはリチャード・ハンフリー (Richard G. Humphry) 氏で、ハンフリー氏は最高経営責任者として取引所の運営にもあたつている。ニューマン会長は一九七八年以来、シドニー証券取引所の会員であり、一九九〇年にASXの理事会のメンバーとなり、一九九四年一月から会長職を務めている。他方、ハンフリー最高経営責任者はニューサウス・ウェールズ州の助役 (Director-General of NSW Premier's Department) やヴィクトリア州の監査委員長 (Auditor-General) といった政府関係機関に一〇〇年勤務し、銀行界にも一三年間勤務した経験を持ち、一九九四年五月からASXのマネージング・ダイレクター兼最高経営責任者を務めている。なお、ハンフリー最高経営責任者はさまざまな国際会議の場におけるアグレッシブなパフォーマンスでも知られる人である。

(3) 市場概要⁽⁸⁾

一九九九年末の株式上場会社数は国内企業が一二九九社、外国企業が七九社、合計一三七八社であるが、外国企業の大半はニュージーランド企業が占めている。一九九九年の株式売買回数は一三八五万回（一日平均五万四七二七回）、株式売買高は一六九五億株（一日平均六億六五〇〇万株）、株式売買代金は三六一〇億オーストラリアドル（一日平均一四億一〇〇〇万オーストラリアドル）であり、売買回転率は五七・八%である。ただし、外国株式の売買代金の比率は全体の一%にすぎず、ほとんどは国内株式の取引で占められている。

また、二〇〇〇年六月末の株式上場時価総額は国内企業が六八三〇億オーストラリアドル、外国企業が一九一〇億ドル、合計八七四〇億オーストラリアドルであり、三三〇億オーストラリアドルの資金調達が過去一年間におこなわれている。そして、株式時価総額はMSCIによれば世界で一五番目であり、アジア・太平洋地域では日本、香港、台湾に次いで四番目となっている。

(4) 財務状況⁽⁹⁾

一〇〇〇年六月末の会計年度におけるASXの収入は一億九二五〇万オーストラリアドルで、前期の一億五一〇万オーストラリアドルから一七%増加しているが、これは主として株式取引の増加によつているという。こ

の収入の内訳は株式取引・決済関連が四五%、上場関連が二一%、デリバティブ取引・決済関連が一六%、市場データ関連が一五%、その他が三%となっていふ。

同期の税引後経常利益は五三六〇万オーストラリアドル、一一〇〇年六月までの半期の配当は一株当たり三一・九セントであり、通常での通常配当は一株当たり五六・二セントとなり、前年の三四・九セントを大きく上回る。この配当は配当性向一〇〇%であり、税引き前利益に占める比率でも六四%となつており、ASXは株主重視の姿勢を強く打ち出している。しかも一一〇〇年三月には一株当たり一〇セントの特別配当と一株当たり二〇セントの資本割り戻しをおこなつており、一一〇〇年六月までの一年間で株主は一株当たり八六・二セントの支払いを受けたことになる。

ちなみに、ASXの純資産は一億四九〇〇万オーストラリアドルであり、時価総額は一億オーストラリアドルとなつてゐる。

(5) 監督⁽¹⁹⁾

ASXは規制当局であるASIC (Australian Securities and Investment Commission) の指導のもとに市場の監督をおこなつてゐる。アメリカでNASDAQが株式会社化するにあたつて監督機関を分離独立させたように独立した監督機関を設けるべきであるという意見もあるが、ASXはASXスーパー・ヴィジョン・レジューム (ASX Supervision Review) という子会社を新たに設けることを一一月九日に決定しており、独立した機関への監督業務の移転には難色を示してゐる。⁽¹¹⁾

3 ASXの株式取引制度

(1) 市場参加者⁽¹²⁾

株式会社化されたASXでは取引に参加するために会員権を購入する必要はないが、取引や清算をおこなうためには一定の基準を満たし、費用を支払つて参加機関となる必要がある。市場参加者には取引参加者と清算参加者、取引・清算参加者の三つの資格があり、アプリケーション・ファイーはそれぞれ一一万オーストラリアドル、一二二万オーストラリアドル、二七万五〇〇〇オーストラリアドルであり、年会費は一万六五〇〇オーストラリアドル、テクニカル・アクセス・ファイーは接続するサービスのレベルに応じて異なつていふ。

なお、電子取引システムSEATSへのアクセスはASXから認可された指定取引代表者 (Designated Trading Representative) によつてのみ可能であるが、市場参加機関の自己売買取引システムや市場参加機関が契約した顧客からの注文を自動フィルターを経由してアクセスすることは認められている。

(2) マーケット・フェイズ⁽¹³⁾

①プレ・オープニング・フェイズ (七時から一〇時)

オープニング前の注文の入力がおこなわれるが、同一価格のもとでは時間優先原則が適用される。

②オープニング・フェイズ (一〇時)

銘柄の頭文字ごとに五つのグループに分けて、コール・オーファー・ション (板寄せ) がおこなわれる。なお、オーファン価格の決定は取引数量を最大化するようにおこなわれるが、付け合わせ手順における最後の二つのマッチングの加重平均で決められるため、オープニング直後の最良気配よりも劣る価格で成立することもある。⁽¹⁴⁾

③ノーマル・トレーディング・フェイズ（オープニング後から一六時）

注文の入力がおこなわれ、継続オーケーション（ザラバ取引）が価格優先・時間優先の原則で実行される。

④クロージングのためのプレ・オープン・フェイズ（一六時から一六時五分）

クロージング・オーケションのための注文の入力がおこなわれる。

⑤クロージング・オーケション・フェイズ（一六時五分から一六時六分）

オープニング・フェイズと同様にしてコール・オーケションがおこなわれる。

⑥クロージング・フェイズ（クロージング・オーケション後から一七時）

注文の入力は可能であるが、付け合せはおこなわない。なお、市場参加機関どうしが電話で取引をおこなう」とは認められている。

⑦アフター・アワー・アジャスト・フェイズ（一七時から一九時）

注文の取り消しのみが可能であるが、クロージング・フェイズと同様に市場参加機関どうしが電話で取引をおこなうことは認められている。

⑧エンクワイヤリー・フェイズ（一九時から翌日の七時）

注文の入力も取り消しもできないが、入力されている注文を参照する」ことはできる。

(3) 注文形態⁽¹⁵⁾

①指値注文 (Limit orders)

最悪の執行価格を指定する注文。

②翌日限り注文 (Day only orders)

当日のみ有効で翌日にはキャンセルされる指値注文。ただし、SEATSでの取引終了後、クロージング・フェイズやアフター・アワー・アジャスト・フェイズでも執行される可能性がある。

③アット・マーケット注文 (At market orders)

価格を指定せず、対当する最良気配値で執行される注文であり、成り行き注文（マーケット・オーダー）に近いが、執行されなかつた部分は執行された価格での指値注文となり、対当する指値注文がなければ出せない。

④アット・ベスト注文 (At best orders)

価格を指定せず、競合する最良気配値で出される注文であるが、時間優先原則にしたがって執行順位は後回しにされるので、最良気配で出される指値注文と比べ、競合する指値注文がなければ出せない。

⑤一括執行注文 (All or none orders)

部分執行を排除し、一括執行を条件とする指値注文で、ノーマル・トレーディング・フェイズでしか発注できない。

⑥ファイル・アンド・キル注文 (Fill and kill orders)

部分執行の場合に執行されなかつた部分をキャンセルする指値注文で、ノーマル・トレーディング・フェイズでしか発注できない。

(4) 注文数量⁽¹⁶⁾

ASXでは一九九五年から最小注文単位は一株であり、最大注文単位は九億九九〇〇万株である。SEATS

上の注文数量は通常すべて開示されるが、一〇万オーストラリアドル以上の注文については「／＼」という形で非開示にすることもできる。また、非開示部分が一〇万オーストラリアドル以上の場合には開示部分と非開示部分に分けることもできるが、この場合には非開示部分から先に執行される。ただし、非開示注文は未執行注文が一〇万オーストラリアドルを割り込めば自動的に開示される。

(5) クロス取引⁽¹⁷⁾

クロス取引は同一業者から売り買い同数の注文が出されて執行される取引であるが、売り買い両方を同一業者が自己売買でおこなうことはできない。クロス取引にはSEATSの外でおこなわれるスペシャル・クロッシングとSEATS上でおこなわれるオンSEATSクロッシングの二種類があり、スペシャル・クロッシングには一〇〇万オーストラリアドル以上の単一銘柄取引(A Block Special)や一〇銘柄(一銘柄で最低一〇万オーストラリアドル)で総額五〇〇万オーストラリアドル以上のバスケット取引(A Portfolio Special)などがある。オンSEATSクロッシングでは気配値スプレッドが最低一〇秒間は最小値幅にあることが必要(自ら作り出してもかまわない)であり、売り気配と買い気配のどちらの価格を用いてクロス取引をおこなつてもかまわない。

(6) その他⁽¹⁸⁾

通常の値動きに伴う値幅制限や取引中断は存在しないが、空売りには直前の取引価格よりも高い値段でなければ空売りできないというアップ・ティック・ルールが存在する。

4 ASXの海外提携戦略

ナスダックがザーブ会長の提唱する三四時間取引構想にしたがってナスダック・ジャパンやナスダック・ヨーロッパを結ぶグローバル戦略を打ち出して以来、グローバルな証券取引ネットワークが注目を詰めることになった。グローバル戦略という意味では一〇年前にシカゴ・マーカンタイル取引所(CME)が打ち出したグローバル・ツクス構想がその先駆けと言えるが、グローベックスはこれまでCMEの夜間取引という域を出ておらず、シカゴ商品取引所(CBOT)のかつてのプロジェクトAと大きな違いはなかった。しかし、情報通信技術の進歩とともにオンライン取引が拡大し、フロア取引が主流であった取引所でも機械化が進展し、グローバル・ネットワークの下地は整いつつある。おそらく情報通信技術の進歩がもたらす影響を認識したニューヨーク証券取引所もネットワークNYSEの名の下にさまざまな改革に着手し始めており、ナスダックに対抗する形で一〇取引所を結ぶGEM構想を一〇〇〇年六月に打ち出している。

他方、一九九九年に共通通貨ユーロを導入したヨーロッパでも株式市場統合の動きが始まっているが、ヨーロッパのタイム・ゾーンにおける中心市場をめぐる英・仏・独の主導権争いはロンドン証券取引所とドイツ取引所の合併計画が二〇〇〇年九月に撤回されたことによって見通しが立たなくなっている。

こうした中でグローバルなネットワークが確立する場合にアジアのタイム・ゾーンではどこが中心になるかといふことは東京証券取引所の圧倒的な大きさの故か、ほとんど議論されることがなかつた。ヨーロッパのような共通通貨や文化・経済基盤の共通性がないとはいえ、いずれはアジアのタイム・ゾーンにおける取引市場のネットワーク化も問題となることであろう。国内市場の統合と機械化をいち早く終えたASXは活発な海外提携戦略を通じてアジアのタイム・ゾーンにおけるネットワーク化の試みを始めているようである。

ASXはすでに東京証券取引所、香港取引所、台湾証券取引所、韓国証券取引所、シンガポール取引所、タイ証券取引所、クアラルンプール証券取引所、ジャカルタ証券取引所、フィリピン証券取引所というアジアの九つの取引所と相互協力の覚書に調印しており、シンガポール取引所とは1999-2000年七月の取引・決済リンクに向けた準備を開始している。明確な形でアジア取引所ネットワーク構想を打ち出してくるわけではないが、自国市場の潜在成長力を考えれば、こうした試みは十分に理解できる。2000年七月にASXでヒアリングをおこなった際にはNYSEのGEM構想は壮大に過激で実現の見通しが立たないと見ており、NASDAQとの提携は国内市場での一部市場の失敗からそれほど熱心ではなかった。むしろ、シンガポールとの取引・決済リンクをアジアの他の取引所にも広めていきたとしており、アジアの取引所間ネットワークの確立に期待を寄せてくるようであった。また、ニュージーランド証券取引所との合併交渉はニュージーランド側から持ち込まれたものであり、すでに主要なニュージーランド企業はASXに上場しているので、ニュージーランドの国民感情を害してまで実現したことは思わないことであった。⁽³¹⁾ ベイツ取引所との合併交渉やOMグループによる買収提案に対しても、ロンドン証券取引所の会員等が反対したのもハサウエーの国民感情に基づくものが多く、合併となる形よりも提携やネットワーク化というのが穩当な方法であろう。

他方、2000年五月のロンドン証券取引所とベイツ取引所の合併計画発表前にASXはロンドン証券取引所に取引所間リンク計画を持ちかけており、合併計画の撤回後独自路線を模索してくるロンドン証券取引所が2000年11月にヨハネスブルグ証券取引所と提携交渉に入ったことからASXも参加して旧大英連邦ネットワークという展開が今後は生じる可能性にならぬかもしれない。⁽³²⁾

いずれにせよ、取引所が取引フロアと物理的な制約から解き放たれたことにより、規模の経済性や範囲の経済性を追求するとは自然の流れであり、株式会社化によって有利企業となればなおさらのことである。しかし、国民感情や法制度、会計基準、決済方法、監督体制といった基盤が各国情⁽³³⁾による現状においては、取引所がリンクする⁽³⁴⁾ことよりて異なる制度の上で取引所間のネットワーク化を実現する⁽³⁵⁾ことが最も実現可能性の高い方策と結ぶれるであろう。ASXはすでにこの方向で動き始めており、アジアにおける取引所間ネットワークとしてのアメリカ、ヨーロッパ、アジアと南北のタイム・ゾーンを結ぶグローバル・ネットワークとしてのロンドンは無視できないものになるであら。

注

- (1) Australian Stock Exchange, "History of ASX" (http://www.asx.com/about/13/HistoryASX_AA3.shtml)
- (2) Australian Stock Exchange, "ASX & SFE Merger," ASX Announcements, 13 August 1999 (http://www.asx.com/shareholder/13/A130899_AS3.shtml)
- (3) Australian Stock Exchange, "ASX Joins Nasdaq in Strategic Alliance," ASX Announcements, 17 June 1999 (http://www.asx.com/shareholder/13/A170699_AS3.shtml), "Australian Stock Exchange and Singapore Exchanges to establish Equity Trading and Settlement Links," ASX announcements, 6 June 2000 (http://www.asx.com/shareholder/13/AA060600_AS3.shtml), "Announcement by NYSE," ASX announcements, 8 June 2000 (http://www.asx.com/shareholder/13/AA080600_AS3.shtml)
- (4) Australian Stock Exchange, "ASX and Tokyo Stock Exchange sign MOU," NEWS RELEASE, 8 August 2000 (http://www.asx.com.au/shareholder/pdf/TokyoMOU_080800.pdf), "ASX and NZSE negotiations," MEDIA RELEASE, 14

August 2000 (<http://www.asx.com.au/shareholder/pdf/NZSE140800.pdf>), "HKEx and ASX sign Memorandum of Understanding," MEDIA RELEASE, 11 December 2000 (<http://www.asx.com.au/shareholder/pdf/hongkongmou11200.pdf>)

- (w) Australian Stock Exchange, "ASX & the economic community," 22 September 2000 (http://www.asx.com.au/shareholder/13/ASXCommunity_AS3.shtml)
- (x) Joe Hockey, "ASX ownership limits freed up," NEWS RELEASE, 10 October 2000 (<http://www.asx.com.au/shareholder/pdf/MinistersRelease101000.pdf>), Stephen Wyatt, "Australian exchange aims for an alliance with IX," Financial Times, 10 May 2000
- (y) Australian Stock Exchange, "ASX overview & structure," 13 September 2000 (http://www.asx.com.au/shareholder/13/ASXOverview_AS3.shtml), Annual Report 1999 (<http://www.asx.com.au/shareholder/pdf/AnnualReport1999.pdf>)
- (z) Australian Stock Exchange, "The Australian Stock Exchange," Presentation Material, July 2000
- (aa) Australian Stock Exchange, "Financial Summary," 22 September 2000 (http://www.asx.com.au/shareholder/13/FinancialSummary_AS3.shtml), "ASX & the economic community," 22 September 2000 (http://www.asx.com.au/shareholder/13/ASXCommunity_AS3.shtml)
- (aa) Australian Stock Exchange, "Supervision," 7 August 2000 (http://www.asx.com.au/shareholder/13/Supervision_AS3.shtml)
- (bb) Australian Stock Exchange, "ASX's Supervisory Arrangements," MEDIA RELEASE, 9 November 2000 (<http://www.asx.com.au/shareholder/pdf/supervision091100.pdf>)
- (cc) Australian Stock Exchange, "Joining as an organization," 7 August 2000 (http://www.asx.com.au/about/13/JoiningOrganizations_AA3.shtml), "The cost of joining," 7 August 2000 (http://www.asx.com.au/about/13/CostJoining_AA3.shtml)
- (dd) Australian Stock Exchange, "Market Phases," 7 August 2000 (http://www.asx.com.au/markets/14/MarketPhases_AM4.shtml)
- (ee) Australian Stock Exchange, "Calculating opening & closing prices," 7 August 2000 (http://www.asx.com.au/markets/14/OpenClose_AM4.shtml)
- (ff) Australian Stock Exchange, "Types of orders," 7 August 2000 (http://www.asx.com.au/markets/14/TypesofOrders_AM4.shtml)
- (gg) Australian Stock Exchange, "The quantity of securities," 7 August 2000 (http://www.asx.com.au/markets/14/SecurityQuantity_AM4.shtml)
- (hh) Australian Stock Exchange, "Crossings," 7 August 2000 (http://www.asx.com.au/markets/14/Crossings_AM4.shtml), "An Overview of THE AUSTRALIAN EQUITY MARKET," March 2000
- (ii) Australian Stock Exchange, "Short sales," 7 August 2000 (http://www.asx.com.au/markets/13/ShortSales_AM3.shtml), "An Overview of THE AUSTRALIAN EQUITY MARKET," March 2000
- (jj) William Dawkins and Virginia Marsh, "ASX seeks to extend links with London," Financial Times, 10 March 2000, Vincent Boland, "LSE is poised to sell Sets to JSE," Financial Times, 1 December 2000

(33)

(34)

米国NASDAQの収入について

清水 葉子

はじめに

NASDAQ市場を運営するNASDAQの戦略が注目を集めている。NASDAQは米国証券取引所法に基づく唯一の証券業協会として会員に対する自主規制を行うとともに、協会の開設・管理する店頭市場であるNASDAQ市場の運営者としての機能を果たしている。NASDAQは、NASDAQ市場のマーケット・メーカーが有利なスプレッドの維持のために談合を行っていたという疑惑を機に、一九九五年のラドマン委員会による問題指摘を受けて、自主規制機能と市場運営機能を分離する機構改正を行った。ラドマン委員会の指摘は、市場開設者は市場振興というインセンティブを持つため、市場や市場参加者に対して厳正な規制を行うこととの間には原理上の利益相反があり、NASDAQはマーケット・メーカーに対しても十分な規制を行うことができなかつたとするものである。NASDAQは一九九六年一月に規制部門 Nasdaq Regulation (NASDR) を新たに設立して規制機能を委譲するとともに、市場運営部門であるNasdaq Stock Market Inc. と分離した。

NASDAQは統いて全米第一位の証券取引所であるアメリカン証券取引所をその傘下におさめた。NASDAQは、一九九八年四月にNASDAQ、アメリカン両理事会で合併合意を得、その後会員総会での決議を経て一九九八年一〇月、正式にアメリカン証券取引所を合併した。この合併によって、持株会社NASDAQの下に、NASDAQ Market Holding Co. を置き、同社を間接的な持株会社としてさらにその下に二つの証券市場、Nasdaq Stock Market Inc. とAmex Corp. を併置するとどう機構構成がとられるかとなつた。規制部門であるNASDRは従来通りNASDAQの直接の子会社となつてぶる。

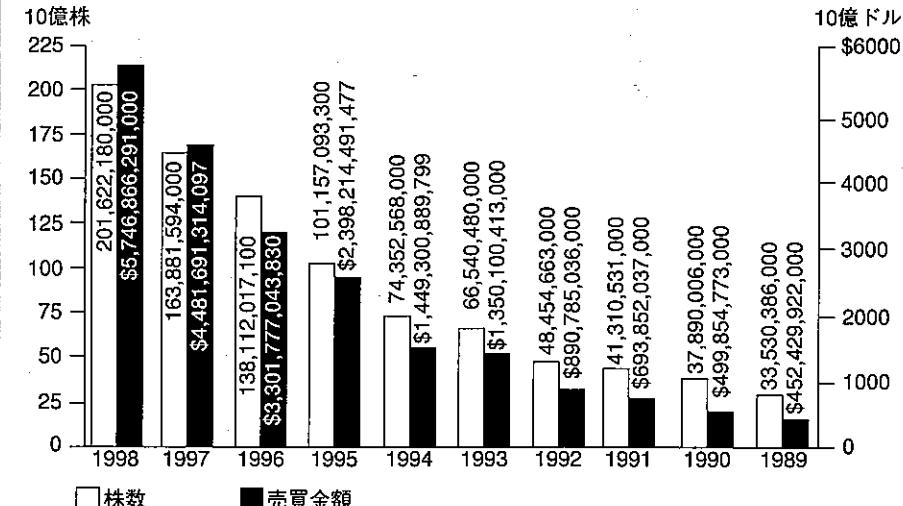
さらにNASDAQは海外の証券市場との連係も強めている。一九九九年六月には大阪証券取引所との間でNASDAQツク・ジャパンを設立、大阪証券取引所の下で新興ベンチャー企業向けの新しい市場を開設したほか、アメリカのNASDAQ市場との相互上場などが計画されている。またNASDAQはNASDAQ・ヨーロッパ構想を発表し、ヨーロッパ企業との間の相互上場も計画している。香港証券取引所との間には取引システム関連の協同構想を立ち上げ、数銘柄のNASDAQ上場株式を香港証券取引所で取引する計画である。

このように、NASDAQは近年つぎつぎと目まぐるしく新しい戦略を打ち出して、市場サービス業務を拡大している。これはNASDAQが市場運営を「ビジネス」としてとらえているとのあらわれであるといつてよいだろう。本稿では、このように「ビジネス」化した市場運営者NASDAQの收支がどのような構成になっているかを簡単に検討したい。

市場の規模

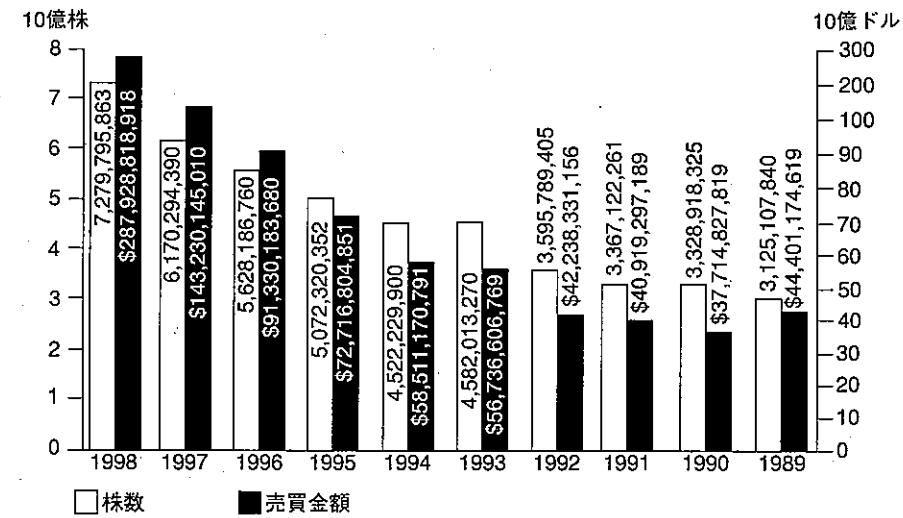
NASDAQ傘下の二つの証券市場のうち、NASDAQ市場での株式の取引高は、一九八九年の約三三五億株から、一九九八年の一、〇〇〇億株へとおよそ六倍に拡大した。また売買金額では、同じく一九八九年の約四、五〇〇億ドルから、五兆七、五〇〇億ドルへと一二倍以上の成長を見せている。NASDAQ市場は、この間一九九四年には取引高でニューヨーク証券取引所を抜いて世界第一位の証券市場となり、売買金額でもニューヨークに次ぐ世界第二位の市場となつてている。

図1 ナスダック市場の売買高



[出所] Nasdag-Amex Fact Book, 1999.

図2 アメリカン証券取引所の売買高



[出所] 図1に同じ。

NASDの収入

右で見たように、NASD傘下の証券市場、とりわけナスダック市場の取引高の増大には著しいものがあるが、これに対応してNASDの収入も大きく拡大している。NASDの総収入は、一九九九年に過去最大の一億七、七〇〇万ドルに達し、一九九八年から的一年間だけで、五九%も増加している。

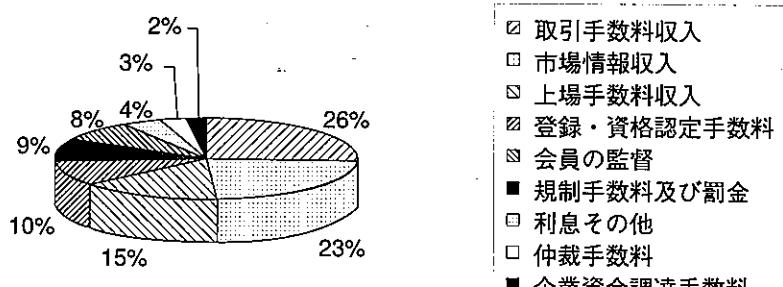
ナスダック市場の上場会社数は、一九九九年で四、八二九社を数え、ニューヨーク証券取引所の四、一四三社を凌いで全米最大の上場会社を擁する証券市場となっている。上場会社のうち外国会社は一九九九年一二月末で四六二社（ADR含む）であり、外国会社の上場数でも全米最大である。

一方、アメリカン証券取引所は、九一三銘柄の上場株式を擁する全米第二位の証券取引所である。海外企業の上場は七三社と多くないが、それでもニューヨーク、ナスダックに次ぐ規模を維持している。アメリカン証券取引所の株式取引高は、一九九八年には七二億八、〇〇〇万株に達し、一九八九年のおよそ一・三倍、売買金額では一九九八年には二、八八〇億ドルと同じく一九八九年の六・五倍に拡大している。アメリカン証券取引所は、現物の株式取引に加えてオプション取引で一定のシェアを占めているほか、株価指数をトラックする上場投信にも力を入れている。

右で見たように、NASD傘下の証券市場、とりわけナスダック市場の取引高の増大には著しいものがあるが、これに対応してNASDの収入も大きく拡大している。NASDの総収入は、一九九九年に過去最大の一億七、七〇〇万ドルに達し、一九九八年から的一年間だけで、五九%も増加している。

収入の内訳（図3）を見ると、NASDの収入の中で最大の割合を占める項目は取引手数料収入となつており、

図3 NASDの収入構成



[出所] NASD Annual Report 1999.

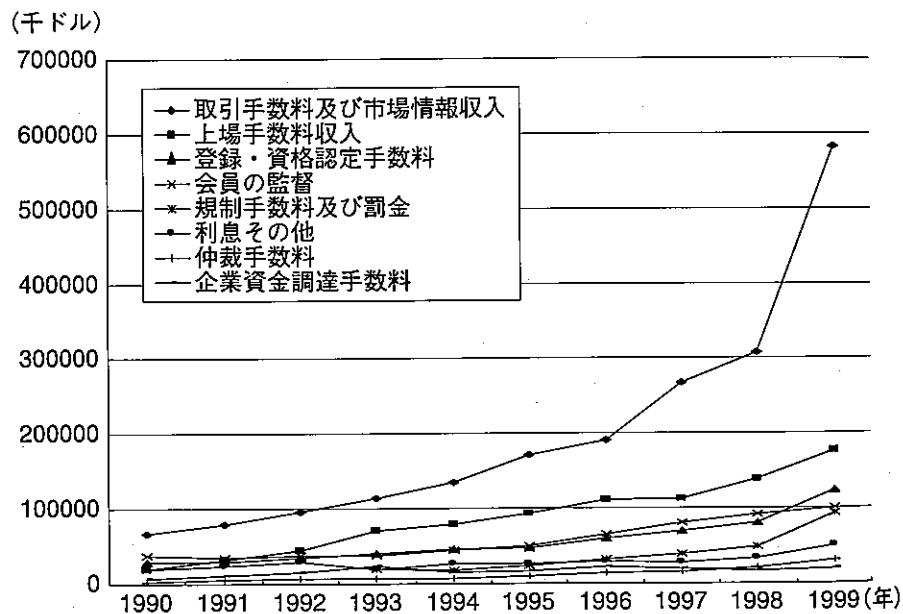
全体の二六%を占めている。これは言うまでもなく近年の取引高の増加を反映していると考えられ、とりわけNASDAQ市場の拡大による寄与は大きいと考えられる。これに次いで二三%と大きな割合を占めるのが市場情報の配信から得る手数料である。市場での気配情報は、従来はチッカードープや新聞・テレビなどのメディア、ブローカー・ディーラーを経由して顧客投資家に伝達されていたが、オンライン取引の拡大とともになつて情報ベンダーなどを経由してインターネットを通じてリアルタイムの気配情報を入手しようとする個人投資家が急増し、現在では市場運営者にとって取引手数料と並ぶ大きな収益源となつていて⁽¹⁾。またデリバティブ商品の取引を行つていなかつたNASDAQにとつては、オプションや上場投信などの商品を持つアメリカン証券取引所を傘下におさめたことも収益に貢献していると考えられる。

NASDの収入内訳の第三位を占めるのは、上場関係の手数料（一五%）である。NASDAQ市場は述べたように、一九九九年末で海外企業四六二社（ADR含む）を含む四、八二九社の上場会社を擁しており、上場企業数でもニューヨーク証券取引所を超えるアメリカ最大の証券市場となつていて。NASDAQ市場は新興ベンチャー企業向けの市場としてのブランドを確立したことによつて、カナダをはじめとする近隣諸国だけにとどまらず、ヨーロッパやアジアからも多くの上場会社が集まっている。

続いてNASDの収入源となつてゐるのは、登録・資格認定手数料、会員の監督業務、規制サービスや罰金など、傘下のNASD Regulation (NASDR) の業務関連の収入である。これらも合計で二七%と大きな割合を占めていることが分かる。

次に、一九九〇年から一九九九年までの一〇年間にわたつてNASDの収入の推移を見てみよう。NASDの収入は全体でおよそ六・四倍に増加していることが分かる。とくに著しく増加した項目は、取引手数料と市場情報配信からの収入である。これら両項目は一九九八年までは統計上区別されていなかつたため一九九七年以前については内訳を知ることはできないが、これら両項目を合わせた収入は、八・七倍と全体を大きく上回る著しい伸びを見せてゐる。取引手数料収入が取引高に比例して増加するのはもちろんであるが、情報配信手数料も、他市場との間の取引高シェアに比例配分される仕組みとなつてゐるため、NASDAQ市場での取引の拡大が収益の拡大に大きく寄与したこと

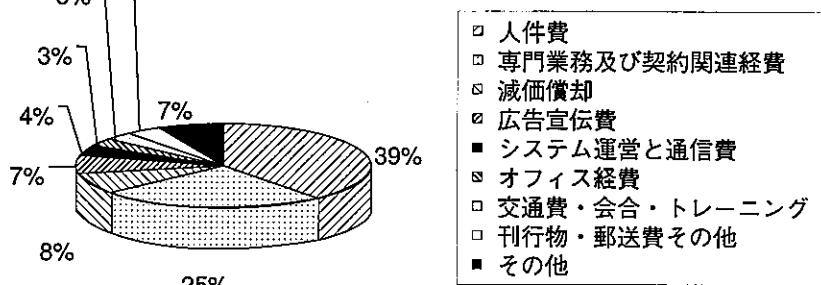
図4 NASDの収入の伸び



[出所] 図3と同じ。

は容易に想像できる。さらに、金額的にはこれら両項目より小さいものの、成長率でさらに高い伸びを見せてているのは、上場関係の手数料である。上場手数料からの収入は一九九〇年代の一〇年間で約九倍と全項目の中で最大である。NASDRによる仲裁手数料も金額は小さいが、伸びの大きい収入項目である。これに対し、会員の監督や規制関係の手数料の増加率は低い。

図5 NASDの支出構成



[出所] 図3と同じ。

NASDの支出

NASDの収入がこの一〇年間で大きく伸びたことを見たが、統いてNASDの支出面の特徴を検討してみよう。まず最大の支出項目は人件費で全支出の三九%を占めている。もつとも人件費の割合は徐々に低下傾向にあり、代わって増加しているのは専門業務及び契約関連の経費で二五%と第二の支出割合を占めている。

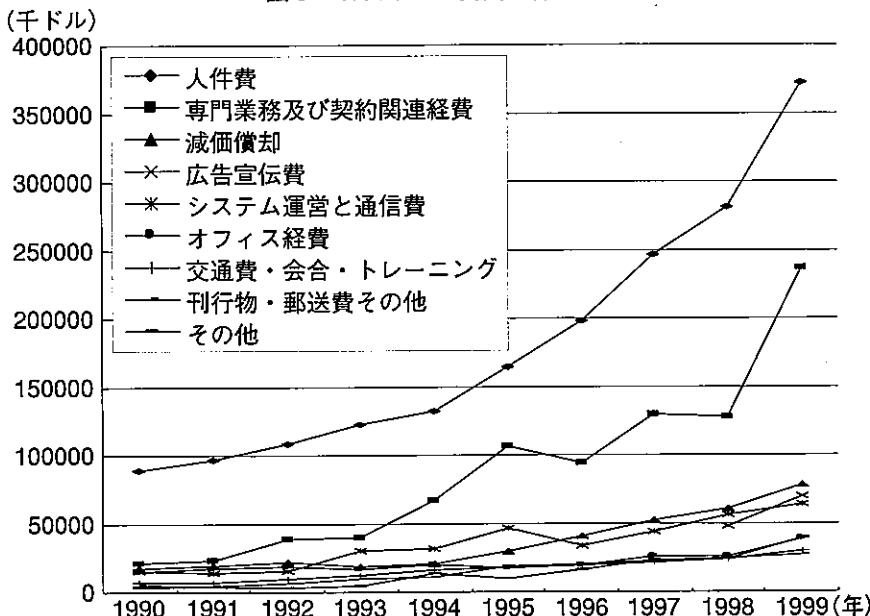
統いて大きな支出項目となっているのは、システム運営費や減価償却など取引システムにかかる経費である。昨年度は西暦の変わり目にコンピューターが誤作動する二〇〇〇年問題や、アメリカン証券取引所の統合にかかる一時的な経費も必要であつたが、長期的にもNASDAQはECNなどの新しい取引システムとの競争をすすめる上で、

巨額のシステム投資を避けて通ることはできない。

NASDは一九九九年の一年間でテクノロジー関連のソフト開発や償却に合計九億九、一〇〇万ドルを投入しており、これは前年より二〇%増加している。また、近年の取引高の増加とともになつてシステム容量の拡大や取引監督のためのシステムを拡充する必要が生じていることも指摘されている。取引拡大とともになうシステムへの追加投資はいわば成功の代償であるとも言えるだろうが、NASDにとってシステム投資のための資金調達は重要な課題である。

NASDはメリーランド州ロックヴィルにあるナスダックのメインフレームコンピューター設備を拡張しているほか、ニューヨーク・タイムズ・スクエアにマーケットサイトと名付けた巨大なビルを建設して壁面に巨大な広告宣伝用のスクリーンを備え、ナスダックの先進的なイメージを強調したブランド戦略に努めている。また、傘下に治めたアメリカン証券取引所に対しても、およそ一億一、〇〇〇万ドル

図6 NASDの支出の伸び



[出所] 図3と同じ。

ルをかけてシステムのアップグレードを行つてゐるほか、広告宣伝費用としても二、〇〇〇万ドルを投入する予定であるとしている。

NASDは、こうした資金需要を満たすため、一〇〇〇年一月にはNASDAQ市場を運営するNasdaq Stock Market Inc.の株式の七八%の持ち分を、二回の私募を行つて売却する決定を行つた。これによつて調達された資金は、一部はアメリカン証券取引所への投資に使われるほか、多くはNASDAQ市場のシステム費用に当てる」とが予定されている。

おわりに

NASDの収支について簡単に検討した。NASDは、機構改正によつて効率的な組織に脱皮した後、アメリカン証券取引所を傘下におさめ、新興ベンチャー企業の市場としてのブランド戦略をうちたてて、市場間競争を戦つてゐる。IT関連のブームでNASDAQ市場の取引が大きく拡大したことにもなつて、取引手数料や市場情報手数料など取引関連の収入が大きく増大しており、NASDは市場運営「ビジネス」に現在のところ大きな成功をおさめてゐるといふことができるだろう。

さらにNASDAQは、取引関連収入の拡大を背景に取引システムへの投資に力を入れるだけでなく、巨額の広告宣伝を行つてブランドイメージの浸透に努め、これによつてさらに多くの上場を獲得する戦略であると考えられる。市場運営「ビジネス」にとって上場手数料は安定度の高い収入であるといふことができる。なぜなら、上場手数料は取引高の変動から独立してゐるだけではなく、新規上場の際に加えて新規上場以降も継続的に手数料収入を得ることができるからである。しかし、多くの上場企業を引き付けるためには、市場としての高い評価を確立する必要があり、そのためには、市場としてのブランド戦略が極めて重要となる。NASDAQがブランド・イメージの確立のための広告宣伝に多くの費用をかける理由はここにあると言つてよい。

このように、市場間競争の中で市場運営者は、市場サービスという複合的な「プロダクト」を商品として「販売」しなければならない。そのためには、取引高の増大・知名度の向上・上場の獲得・市場規制のレビューテーションといった関連性の高い業務の相乗効果を考慮した戦略が必要とされるのであろう。

注

(1) 証券取引所の市場情報配信収入については、清水葉子（一九九九）「証券取引所の市場情報収入、(2)」「証研レポート」一九九九年八月、九月、一五七三、一五七四号参照。

（しみず ようこ・主任研究員）

額面株式と無額面株式

福本 葵

1 はじめに

株式分割には、純資産による制限がある。最終貸借対照表の一株当たりの純資産金額が五万円を下つてはならないという商法二一八条二項後段の規定である。このために、新市場に上場しようとしているインターネットやベンチャー関連企業の中には、十分な株式分割を行うことができないものがある。⁽¹⁾そこで、商法二一八条二項後段の新たな解釈を行い、これによつて株式分割をする会社が見られる。また、東証マザーズ上場のマネックスは、上場前に、無額面株一株一円の株主割当増資を三度行つた。これによつて、二〇〇〇年三月には二万株であった発行済み株式総数を、六月には一二二八万株としている。この結果、八月四日の上場時の初値は、六万三千三百円であり、個人投資家を含め多くの投資家層が購入できる価格に落ちていた。株主割当増資には、授権株数の制限があり、それ以上の株式を発行することができない。授権株数を増加させるためには、定款の変更が必要であり、一回の定款変更で、四倍までしか増加させることができない。マネックスが三回に分けて株主割当増資を行つたのも、広く投資家が購入することができる価格に至るまで株数を増加させるためには、三回の定款変更が必要であつたためであろう。

商法二一八条第二項後段の規定は、額面株式のみならず、無額面株式をも規定するものである。しかし、無額面株式の場合、マネックスが行つたように、株主割当増資によつて五万円を下る新株の発行が可能である。マネックスの行つた無額面株式一株一円増資は、株式分割の制限規定を回避して、株式を増加させるものである。

そこで、本稿では、額面株式、無額面株式の性質、意義について、立ち戻つて考察したい。日本では、まだ少數である無額面株式は、今後活用される要素を包含してはいまいか。

2 額面株式

無額面株式を見る前に、そもそも株式会社金融は、どのように発生したかについて概観したい。ここでは、アメリカの株式会社金融の始まりを見る⁽²⁾。アメリカの額面株式の歴史は、古く植民地時代に遡る。この時、既に、特別法によつて本国のイギリスからは独立して額面株式を発行するケースも見られた。株式会社金融の黎明期には、額面株式は会社の資産に対する比例的持分を表示するものとしての意味を持つていた。無額面株式が誕生する以前の額面株式のほとんどが額面一〇〇ドルであり、額面金額での売買が習慣的に行われていた。

アメリカの株式会社制度は、東部の鉄道会社に始まる。東部の鉄道会社であるペンシルヴァニア鉄道の場合、南北戦争以前は、額面五〇ドルの株式を一五万株（額面七五〇万ドル）発行していた。これは、更に株式発行数を二〇万株（額面一〇〇〇万ドル）にまで増加させる権利を有していた。しかし、資本蓄積の最も進んだ東部のペンシルヴァニア鉄道でさえ、零細な民間投資と公的資本に基づき設立されていた。そのため、低額面（五〇ドル）、株式分割払込制等は零細資金を導入する手段を採用していた。海外市場からの建設資金を直接調達する手段としては、株式よりも社債が用いられることが多かつた。

次に南北戦争後の傾向を見る。株主には、額面株式の未払い部分を払い込む義務があつた。この追加支払い義務が株式の募集を困難にした。そこで、ユニオン・パシフィック鉄道が設立したクレディ・モヴィリエを代表と

する建設会社がこの追加払込を排除し、株主の責任を当初の払込部分に限定した。これによつて資本の空洞化が始まる。実際の建設費を大幅に超過する過大な支払いが行われ、資産は実態的な価値を上回る過大な価格で購入される。一方、株式においては水割が生じる。額面と資産の実態的価値との間には、発行の当初から乖離が生じることとなつた。

基本的に保守的な財務政策を継承した東部の鉄道会社とは対象的に、西部鉄道会社の資本の空洞化は顕著であった。東部と外資企業からの資金調達を獲得するためには、実質的にはどうあれ、表面上有利な証券を提供する必要があった。西部の鉄道会社では、株式の水割が行われた。株式の分割払込制を採用し、実質的な額面の引き下げを行つた。また、社債販売促進のボーナスとしての無償株発行、社債についても割引発行を行つた。これらは、実質的には、会社にとって高利子の借入となる。鉄道建設のための資金は、大部分が社債によつて調達され、社債を担保すべき資本の実態は、水割りによつて空洞化されていく。

3 額面株式に対する批判

また、額面の意義そのものについても、疑問が呈される。会社設立時には、資産の比例的持分を示す額面に意義はあるが、その後、株式を判断する金額は、出資額から株価へと移行する。株価は、出資額とは独立した擬制的資本価格であり、かつその資本価格は、配当見込みあるいは収益予測によつて決定される。こうなると株式における額面金額は実質的に重要性を持たない、単に株券に印刷された名目上の金額となる。そればかりか、株券の券面に額面が印刷されていることによつて却つて、錯覚や誤解を招く恐れがある。岡本正人（昭和四六年）においても、額面が実質的意義をもたないという点について、複数の論拠をあげている。⁽³⁾一つには、株式は、会社に対する株主の持分を表すが、これは額面のみが表すものではなく、会社の発行株数と株主の持ち株数のみで持分を把握することができる。額面金額は必ずしも株式の経済的あるいは実質的価値を示すものではない。第二に、株式は、証券市場である一定の貨幣額において評価される。しかし、その評価額は必ずしも額面とは一致しない。それは、経営内容、金融市场、証券市場の如何その他企業の内外所要因によつて起因し、絶えず変動する。第三に、配当は額面金額との比率によつて表されるが、株主の立場からはそれよりむしろ株式の応募価格または買入価格と配当金額との比率の方が重要である。第四に、株主は、有限責任を負担するが、その出資義務の限度は額面価格と一致しない。株式が額面価格以上の価格で発行され、株式の発行がプレミアム付きであれば、出資責任は額面を越える。また、額面金額は株主が会社の解散の時に残余財産の分配に参加する額を意味するわけではないといふものである。議論がこのように推移していく中で、額面は、投資家に対して虚偽の安心感を抱かせるものとして批判されるに至る。

4 無額面株式の発生および変遷⁽⁴⁾

無額面株式に関する議論は、一八九二年、ニューヨーク弁護士協会特別委員会が報告書の中で、無額面の株式会社設立を認めるべきであると説いたことに始まつた。しかし、これらの議論は一旦、立ち消えた。

七年後の一八九九年、ニューヨーク弁護士協会特別委員会の一人であるF.L.Stetsonは、「株券はたんに会社財産の比例的持分を表現するものとして、貨幣価値を何ら表現するものではない。」と述べ、額面の意義を問い合わせ。ここから更に数年の議論を経た一九〇九年、無額面株式制度は水割株の横行を防止するとの目的でニューヨークの弁護士協会が立法部に法案を提出し、無額面株式の使用を求める。その後も、幾度か上院または下院によ

つて拒否され、最終的には一九一二年、ニューヨーク州によつて、初めて無額面株式の導入が認められた。無額面株式の導入を認める法律は、一九一二年のニューヨーク州をかわきりに各州で成立した。一九二七年までに他の三九州も無額面を認める規定を設けた。

無額面株式の当初の目的は、水割株の防止であつたが、この目的自体は、果たすことができなかつた。アメリカ会社法が、無額面株式の払込金を少額の規定資本金と多額の払込剰余金とに分割することを認めたため、不當に多額の剰余金を捻出し、これを配当や欠損の補填に回したためである。

しかしながら、一九二四年から一九二九年頃にかけて、無額面株式自体は、アメリカの多くの州で著しく普及することになる。A.S.Dewing⁽⁴⁾によると一九二七年から一九三二年設立の新会社のうち、全体の八〇%近くが無額面株式を発行している。

無額面株式の発行が急増した理由には、無額面株式の発行による対価の全額が資本に組み入れられるのではなく、その一部を

払込余剰金に組み入れることができたことがあげられる。しかもその配分は取締役会が決定し、これを配当にも利用できた。

しかし、一九三〇年以後は、形式的には、無額面株から額面株式への移行が始まる。額面株式といつても従来のものは違ひ、額面が一ドル、五〇ドルといった低額面株式への移行である。それまでの無額面株式が低額面株式に移行したのは、株式に課せられる租税が原因であった。株式には通常、三種類の直接税が課される。一つは、設立当初において株式の総数に課せられる設立税であり、二つめは、毎年会社の資本に課せられる営業権税、三つめは、連邦政府及び州によつて個々の株式所有移転に課せられる譲渡税である。これらを課税する際、無額面株式については、それまでの額面の主流が一〇〇ドルであつたため額面一〇〇ドルの額面株式と同様に扱われた。この税制は、一九五一年一月の税制改正によつて、額面無額面を問わず、課税は実際の発行価格に対し、各々一〇〇ドルにつき一〇セントとなる。しかし、現在のアメリカにおいても無額面株式が大半を占めている。これは、純粹無額面ではなく、実質無額面の低額面株（一ドル、五ドル等）の割合が多い。

5 無額面株式のメリット、デメリット⁽⁵⁾

額面株式の額面が表すものは、設立当時の会社財産の比例的持分を表現するものとして、貨幣価値を何ら表現するものではない。アメリカの鉄道会社に見られるように、株式会社発生当初は、会社を貸借対照表上の財産によって判断し、会社財産の比例的持分を表現する額面に意義があつた。しかし、その後、中心となる産業も鉄道会社から重工業産業へと移行し、会社を判断するものは、収益性等、資産だけではなくなつた。更に、近年では、サービス産業、IT産業等益々、簿外資産によつて判断する割合が大きくなつてきていくといえよう。

Period	Number		Per Cent No-Par
	Par	No-Par	
1915-17.....	27	2	6.9
1918-20.....	13	3	18.8
1921-23.....	13	24	64.9
1924-26.....	21	82	79.6
1927-29.....	5	87	94.7
1930-32.....	none	17	100.0
INDUSTRIAL CORPORATIONS			
1915-17.....	61	19	23.7
1918-20.....	36	36	50.0
1921-23.....	36	44	55.0
1924-26.....	26	82	75.9
1927-29.....	16	134	89.3
1930-32.....	6	18	75.0
INDUSTRIAL AND PUBLIC UTILITY COMPANIES TOGETHER			
1915-17.....	88	21	19.2
1918-20.....	49	39	44.3
1921-23.....	49	68	58.1
1924-26.....	47	164	77.7
1927-29.....	21	221	91.3
1930-32.....	6	35	85.4

(出所) A.S.Dewing, The Financial Policy of Corporations Fifth Edition
Volume II P59

無額面株式の発生は、額面株式の額面への批判から生まれたものであり、無額面株式のメリットは、額面株式のデメリット、無額面株式のデメリットは、額面株式のメリットとある表裏の関係にある。

アメリカにおいて、無額面株式の導入に対し、反対派と賛成派に分かれていた。以下では、導入の賛成派であるA.S.Dewingの議論を中心に、無額面株式のメリットとデメリットを見てみよう。

額面株式は、会社の正味財産価値と資本金額の不一致を包含する。無額面株の採用によって、これらの間の不一致からくる不合理が解消される。株式の投資価値は本来会社の正味財産または収益力から決定されるべきものである。

Dewingは、「銀行や生命保険会社のように全ての資産が金銭によって出資される比較的例が少ないケースを除いて、投資家が、萌芽期にある会社が当初保有している様々な種類の財産に対して正確な金額的価値を示すことは困難であり、多くの場合不可能である。仮にその金額の総額が表記されているのであれば、それは通常、恣意的で擬制的な詭弁を示している。」と述べている。

また、無額面株式は投資家に投資価値の調査研究を要求し、株式の適正評価を促す。額面がなければ、基準となるものではなく、投資家は、現在および将来の会社収益や会社やそのマネージメントの歴史、その産業における水準等をバランスシートやその他の情報から判断しなければならない。」このように、投資価値を判断することによって、社会的に価値のない企業には投資しなくなる。反対に、無額面株式に反対する者にとって、投資家が調査しなければならないこの特徴を無額面株式のデメリットと捉える。つまり、投資家にとっては、額面が投資価値決定の拠り所となるものであり、基準である。無額面株式の場合のような価値の調査研究が必要であることは、煩雑で分かりにくいとする。

また、無額面株式の当初の目的である水割株の防止を利点にあげるものもある。取締役または発起人が資産の故意な過大評価を行い、水割株を発行する機会が減少する。しかし、これに対しても、反対派は、無額面株は莫大な発起利益を収める手段に使われがちであり、また、低価で発行し、旧株主の利益を害する危険があるとしている。実際、無額面株式を採用したことが、水割株の防止にはつながらなかつた。

更に、無額面株式のメリットとして、会社の資金調達、整理、合併を容易にする点があげられた。無額面株式は任意の公正価格で売り出すことができ、減資に便利である。無額面株によりボーナス株の発行が容易になる。

一方、反対派が無額面株式のデメリットとして取り上げる点に、無額面株式の発行対価の一部を資本金として計上、残りを剰余金とするとき、この剰余金が大抵、多額になる。そして、その配分について制限規定がないために、一部を配当に流用するなど、会社に無責任な財務処理をさせる可能性があるとするものである。

これに対して、岡本正人（昭和四六年）は、「それは、無額面株式そのもののいわば無額面株式の本質に対する反対ではなく、無額面株の法的欠陥にもとづく大衆欺瞞を衝いたものであると理解することができる。」としている。

6 日本における無額面株式の歴史

これまででは、アメリカの無額面株の歴史や議論を中心見てきたが、日本においてはどのような経緯で導入され、今までどのような会社が無額面株式を発行したであろうか。

昭和二五年、無額面株式がアメリカにならつて日本に導入された。昭和二七年には、三菱倉庫が再評価積立金の資本組入れにあたり株主に一対一の無償交付を行つた。その際、自己資本比率を高めながらも、発行株式数を

株式の額面別上場会社数・株式数

1998年末

額面	上場会社数			上場株式数		
	市場第一部	市場第二部	合計	市場第一部	市場第二部	合計
無額面(全株)	社 8	社 9	社 17	億株 8.1	億株 0.0	億株 8.1(0.2)
無額面(一部)	2 2	2 2	4 4	3.6	—	3.6(0.1)
20円	4	—	4	5.9	—	5.9(0.2)
50円	—	—	489	3,282.5	121.7	3,404.2(97.9)
500円	24	6	30	54.8	0.3	55.1(1.6)
5,000円	3	1	4	0.1	0.0	0.1(0.0)
10,000円	—	1	1	—	0.0	0.0(0.0)
50,000円	7	—	7	0.2	—	0.2(0.0)
合計	1,340	498	1,838	3,355.0	122.0	3,477.0(100.0)

(出所) 東京証券取引所「東証要覧1999」。

少なくすることによって、配当金負担の圧迫回避する目的で、無額面株式を発行価額100円で発行を実施した。

住友金属工業は、昭和三七年六月一五日現在の株主に一対〇・六の割合で、発行価額一株につき四五円、払込金額も四五円、発行価額のうち資本に組み入れる金額は一株につき四五円で総額三億五七六〇万株の無額面株式を発行した。発行する株式を無額面としたのには理由がある。世界銀行からの借款に対する条件の関係で、一定の自己資本比率を維持するため、新株を発行する必要があった。しかし、当時株価が額面を下回っており、額面株式の発行は不可能であったためであり、また、再評価積立金の残高も少なくなつていて、抱き合せ増資も不可能であったためである。会社も無額面株式の発行は、例外的措置であるととらえ、各界も大型株を大量に無額面株式として発行することに抵抗を示した。

現在でも、発行株式の大半が額面株式であり、無額面株式を発行している会社は少ない。

7 日本における額面株式と無額面株式の異同

額面株式も無額面株式も一株としての価値は等しく、議決権や利益配当請求権は、額面株式も無額面株式にも等しく与えられている。

異なる点といえば、会社設立時において、額面株式の場合、一株の金額は五万円を下回ってはならない（商法一六六条二項）が、無額面株式の発行の際は、その発行価額は五万円を下回ってはならない（商法一六八条ノ三）という規定がある。また、会社設立後は、無額面株式は、時価発行が可能であるが、額面株式は、商法二〇二一条二項の制限、額面未満の発行を禁止する規定がある。

会社の設立時、株式の発行価額の二分の一を超えない額は、資本に組み入れないことができる。この時の制限について、額面株式の場合は、額面額、無額面株式の場合は、五万円を超える部分に限るという但し書きがある。

額面株式と無額面株式の取扱いについては、昭和五六年改正が加えられたものである。それ以前、無額面株券発行の場合は、発行価額のうち、少なくとも四分の三は資本に組み入れなければならなかつた。一方、額面株式であれば、時価発行をした場合でも額面額だけを資本に組み入れ、残りは、資本準備金として積立てておくことができた。昭和五六年以前は、このような差異があることからも無額面株式の発行が回避された。しかし、現在このような差異はなくなつており、実質的に額面株式と無額面株式の差異は極めて小さくなつてゐる。

8 日本における無額面株式の将来性

アメリカにおいて、無額面株式が最初に導入されたのは、一九一二年であり、古い歴史を持つ。当時の議論では、額面の意義が問われ、額面を持たない無額面株式の利用が提案、採用される。額面は株式会社金融黎明期には、財産の比例的配分を示すものとしての意味を持つが、それ以降は単なる擬制にすぎないとする。企業を判断する基準は、額面ではなく、収益率であるという認識が高まる、このような認識とともに、無額面株式が発生す

る。

無額面株式の発生から百年近くの時を経て、アメリカでは、実質無額面株式である低額面株式が大半を占めるようになっている。一方、日本では未だ額面株式が大半をしめている。平成二年の商法改正時には、多くの株式の額面である五〇円は、低すぎる、または、意味がないとして、改正が加えられたが、この引き上げの実質的目的是当時猛威を振るっていた特殊株主を株主総会から排除することにあった。このような経緯で額面五万円への引き上げと単位株制度が導入されたが、今、これらが見直されている。一九九〇年九月六日、法務省法制審議会は、一九九〇三年を日途に、商法の抜本的な改革を行うことを決定、発表した。同日の法制審議会商法部会第一回六回会議の議事録でも、IT関連企業を中心に、商法二二八条の株式分割制限条項撤廃要望が経済界等から出されていることが議論となっている。⁽⁵⁾でも、これに関連して、株式の単位株制度、一株当たりの純資産額を五万円とするための株式併合の制度、ひいては額面株式制度自体の存在意義についても議論を進めて行くべきだとしている。経済団体連合会は、先の法務省の商法改正案発表を受け、一〇月七日、「商法改正への提言」を発表した。⁽⁶⁾この中で、株式分割の際の純資産額規制の撤廃を早期に成立を求める項目の一につべては、実現可能であり、かつ近年の企業再編法制の効果を高める観点から緊急性があるとしている。商法二二八条の株式分割制限規定の撤廃論は、単位株制度および額面制度の意義を再考する契機となつてゐる。

注

- (1) 拙稿「株式分割の制限（商法二二八条）の新解釈」
- (2) 佐々木紘一『企業財務と証券市場—アメリカ株式会社金融の成立—』同文館、昭和六年参照。
- (3) 岡本正人『株式会社金融の研究（新版）』有斐閣、昭和四六年、一二七頁～一二八頁。
- (4) 岡本正人、前掲、一一三頁～一一五頁参照。
- (5) A.S.Dewing, *The Financial Policy of Corporations Fifth Edition Volume I*, 1953, pp59-65.
- (6) 正木久司『株式会社財務論』晃洋書房、一九九三年、一六一頁～一六七頁。
「商法改正の提言」（社）経済団体連合会、一九九〇年一〇月一七日。

（ふくもと あおい・研究員）