

証 研

レポート



No.1591

2001年2月

重要性を増すマーケティング戦略 二上季代司 (1)

ユニバーサル・ストック・フューチャーズ  
～個別株先物によるLFFEの巻き返し～ 吉川 真裕 (10)

中国の経営者報酬とインセンティブについて 王 東明 (26)

ナスダックのスーパーモンタージュ構想 清水 葉子 (40)

決済機関の行うリスク管理 福本 葵 (49)

財団法人 日本証券経済研究所

# 重要性を増すマーケティング戦略

二上季代司

最近、証券業においてもマーケッティング戦略の巧拙が会社業績に大きなインパクトをおよぼすようなケースが出始めてきている。例えば、(1) 東証、大証では上場ものの個別株オプションの取引が低迷しているが、これとリスク・リターン特性がほとんど同じカバード・ワラントを外資系証券会社が一部のオンライン証券会社と提携して売り出し、その売れ行きが良いこと、(2) オンライン事業の松井証券が東証シエアを拡大、信用取引トップにおどりでたこと、(3) 投信の銀行窓口販売の残高シェアがじわじわ上昇したことなど、がそれである。これらのケースでは、製品差別化（数千円程度におさえた「eワラント」、「ポケット株」の商品設計）、価格戦略（一日取引高三〇〇万円までは何回取引しても手数料二〇〇円という「ボックスレート制」）、広告宣伝等のコミュニケーション手段の積極的な利用、流通経路の選択（オンライン証券会社経由に絞ったeワラント、ポケット株の販売、銀行窓販に焦点を当てた一部投信委託会社の販売政策）などのマーケッティング手段が使われているのである。こうしたマーケッティング手段は「モノ」の販売においてはオーソドックスなものであるが、日本の証券業界では最近まで馴染みが薄かつたものである。

企業経営にまつわるさまざまな問題を実践的に解決するために生まれてきたアメリカ経営学は、製造業や小売業を中心に発展してきたのであって、アメリカでも証券業を対象とする研究は極めて少ないし、また大規模メーカーで発展したオーソドックスな経営管理手法が証券会社にそのまま妥当するわけではないと長いあいだ思われてきた。ところが、七〇年代後半から、手数料自由化などの制度的変化、投資信託や証券化商品のように開発型のプライマリー金融商品の拡大、インターネット取引にみられる販売チャネルの多様化、IT革命等の環境変化が次々と押し寄せ、「モノの販売」の効率化を目的に製造業や小売業で発展してきたこれまでのマーケッティング戦術が証券業においても適用可能な状況になってきたのである。こうした状況はアメリカにやや遅れながら、最近の日本においても現出しつつある。もつとも、証券業と製造業とでは職能のうえで違いがあるのであって、その違いは企業経営やマーケッティングにおいても反映される。そこで、以下では、証券業におけるマーケッティング戦略のあり方について簡単にまとめてみた。

## 1 証券業の職能的特質とマーケッティング戦略

ラッパボルトは彼の著書『アメリカの証券会社経営』のなかで、証券業と製造業における職能上の違いが企業経営の上にどのように反映するのか、証券会社の戦略（商品開発、マーケッティングなど）、企業組織、人事・労務管理、戦略的意思決定のあり方に立ち入って叙述している。そこでこれをてがかりにしながら、職能の違いからくるところの証券業におけるマーケッティング戦略の特徴を確認しておこう。（もつとも、これはアメリカのブローカー業者の例であり、とりわけ日本の高度成長期の大手証券会社による販売政策と比べて若干異なる面もあるのだが、バブル崩壊後、日本の証券会社の多くは「資産管理型営業」への転換を唱え、アメリカナイズされた方向に向かっていることから、参考になると思う）。

証券業の職能は一言でいってしまえば、発行者と投資家あるいは投資家相互間の証券の売買を仲介することにある。ブローカー業において典型的に見られるように、仲介するのは既成の商品（すでに市場にある各種銘柄の

証券)であり、その限りでは商品開発の余地はない。またプライシングは市場(証券取引所)でなされるものであり、販売価格の決定という意味での価格政策もありえない。加えて固定手数料制の時代には、手数料体系を工夫するという意味での価格政策の余地もあり得なかつた。

顧客に提供されるブローカーサービスとは、①市場や銘柄に関する情報、投資のアイデア等の情報提供やアドバイス・コンサルタント、②取引執行、③受渡決済から成り立つてゐる。このうち、後二者が証券取引所ならびにその付属機関(決済機関)によって提供されるサービスにほとんど包含されていたために、個々の証券会社の裁量に委ねられるサービスとしては情報提供、アドバイス・コンサルタントということになる。ところで、この「情報提供、アドバイス・コンサルタント」サービスは、主として顧客と対面で接する営業員が担つてきた。顧客開拓、顧客とのリレーションシップも営業員が担うこととなり、それだけ、ブローカー業務における営業員の役割は大きかつたのである。

したがつて、リテールブローカー業者としては、生産性のある営業員をどれだけ獲得できるか、その営業拠点となる支店をどこに立地すべきかなど、もっぱら販売チャネルに関する戦略(支店戦略など)に重点が置かれることになる。すなわち、一般産業においてマーケットセグメンティング手段・戦術としてあげられるものは、①市場選択(どの顧客層をターゲットにするか、マーケットセグメンティング)、②製品に関する意志決定(新商品開発、新しい機能の付加によるブランドイメージの確立など)、③コミュニケーション(広告宣伝、販売促進、セミナーの開催)、④価格政策、⑤流通経路(販売チャネル)に関する決定、の五つである。ところが、ブローカー産業では、どの顧客にターゲットを当て開拓するか、その顧客の資産状況やライフスタイルにふさわしいポートフォリオを作成しどの資産クラスの証券が良いのかをコンサルタントし、さらにどの銘柄がよいのかをアドバイスするには末端の営業員である。証券会社プロパーとしては、支店長主催によるセミナーの開催など、③の「コミュニケーション政策」ならびに、⑤の「販売チャネルに関する意志決定」だけが意識されてきたにすぎない。

## 2 手数料自由化とマーケティング戦略

ところがアメリカ証券界では七〇年代後半に入つて、こうした状況に変化が出来始めてきた。そのひとつ的原因は「売買委託手数料の自由化」である。これによつて、まずディスカウントブローカーの出現が可能となつた。彼らは営業員を持たないため、これまで営業員が握つてきたマーケットティング機能のいくつかを会社自身が担わなければならなくなつたのである。すなわち、対面営業では営業員による顧客開拓と勧誘が行わられるが、ディスカウントブローカーではそれに代わるマーケットティングコミュニケーションが必要である。かくて、七〇年代後半から、「広告宣伝」の意義がブローカー産業において重要性を増し始めた。九〇年代の半ばからインターネット取引のディープ・ディスカウンターが出現するが、このなかには営業収益の半分を広告宣伝費に使う業者すら出始めている。

第二に手数料自由化とは、手数料率の設定水準ならびにその徴収方法の自由化を意味する。これによつて、手数料における価格戦略が意味を持つ始めたのである。わが国においても、インターネット利用のオンライン証券業者に見られるように、一件あたり数百円という破格の割引手数料が出現、ペネットレーショントライシング戦術<sup>(1)</sup>が頻繁に採られるようになつた。また取引一回ごとに徴収するのではなく松井証券のようなボックスレート制や会費制、あるいは残高ベースの一括手数料制など多種多様な徴収方法も見られるようになつた。

### 3 投信および仕組み商品の開発とマーケッティング戦略

マーケッティング戦略が重要性を増し始めたもう一つの要因は投信市場の拡大である。投資信託は、証券界にとつて「製造部門」にあたり、もともと新商品開発による製品差別化の余地が働く業務分野だったのである。一般に新規発行証券は「プライマリー」商品と呼ばれるが、これらは証券業者による一種の製造商品である。こうした「製造」による「プライマリー」商品は、投資信託以外にも「引受」による新規発行証券、「仕組み金融」における証券化商品、オプションを附加した株価連動社債、カバードワラントなど広範囲に拡大しつつある。こうした商品開発戦術は、他のマーケッティング戦術（顧客セグメントの絞り込み、広告宣伝などのコミュニケーション、ショーン、価格水準の設定、流通経路の選択）と適切に組み合わせて初めて効果が發揮されるのである。すなわち整合性のある総合的マーケッティング戦略を構築しなければならない。

例えば、投信ではむしろ後発であったゴールドマン・サックス<sup>(2)</sup>社は、九〇年代半ば頃からわが国投信業界に「国際分散投資」のコンセプトを導入して外債や外国株を組み入れた投信の売り込みに乗り出しだが、その際に、商品ネーミング（「ガリレオ」、「ダ・ヴィンチ」など）、その斬新なキャッシュコピー、国際証券との販売提携などのマーケッティング戦術を組み合わせて九八年には残高が一兆六千億円まで積みあがり外資系投信首位に立つたときもあつたのである。

また、同社は店頭アリバティープの解禁（九八年一二月）を受けて、カバードワラントを売り出したが、その際にも、そのネーミング（「eワラント」「ポケット株」）、価格水準の設定（五千円程度）、オンライン専業業者の顧客向けに絞るという顧客セグメントと流通経路の組み合わせで売り込みに成功している。カバードワラントはオプションを証券化したものであり、そのリスク・リターン特性はオプションと同じである。その特徴は値動きが激しく、投資家にとつて常に相場を見て利益が出せるベストタイミングで迅速に利食い注文が出せる環境が必要なのである。ところで、対面営業であれば営業員が顧客のために相場のウォッチをしなければならず手間がかかる割に、手数料収入はプレミアムに料率をかけた額で薄口銭になる。数千円のプレミアムでは手数料も数十円にとどまり、とても営業員が手がける商品とはなりにくい。これに対して、ネット取引では顧客が自分で相場をウォッチし、場所を選ばずどこからでも取引できるのである。その意味でこの種の商品は、ネット取引でなければ商品化できなかつたであろう。このように同社は、新商品開発にあつては教科書通りの総合マーケッティング戦略を駆使しているのである。

このほか株式投信の銀行窓口販売が残高を着実に積み上げていることも特筆すべきであろう。一部の投信委託会社の間では、銀行の持つブランドイメージ、顧客層の違い、解約率の低さなどに着目して多くの銀行を販売提携先に加える戦術を探り始めている。販売先を拡大することは、商品自体の持つブランドイメージを拡散させ、販売業者に対するコントロール（販売手数料の設定、市場モニターなど）を弱めるデメリットがあるのだが、これを補つてあまりあるメリットを感じるのである。

なお、整合性のあるマーケッティング戦略が大切であることの例として、松井証券を挙げることができよう。同社が成功した要因として、早くからネットで信用取引を手がけてきたことが挙げられる。営業員の介在しないネット取引で信用取引を手がけることは当初、リスク管理の面から問題が多いように思われ、他の業者の多くは手がけなかつたのだが、同社は、顧客ターゲットを回転の速いセミプロに絞り、早い段階からネット取引に信用取引を商品メニューに採り入れ、他方、長期投資が本旨である投信を排除したのである。同社も顧客セグメントと商品メニューの絞り込み、「ボックスレー」制に見られる手数料設定を整合的に組み合わせた総合的なマーケ

ツティング戦略を踏襲している。

#### 4 IT革命とマーケットティング戦略

第三はインターネットに代表される情報通信（IT）革命である。すでにこれまで部分的に触れたように、IT革命によってインターネット取引が可能となり、流通経路の選択余地が拡大した。社内に営業員を抱える「企業内マーケティング網」のほか、FP（ファイナンシャルプランナー）をはじめ会計士、税理士、保険代理店などすでに定職を持つている者に「歩合外務員」資格をとらせ、代行手数料に比例する形での歩合報酬にして彼らに投信を売つてもらうフランチャイズ方式に似た販売チャネルも出現し始めている。自らは営業員を持たず、FPなど外部の第三者に営業をゆだねる証券会社をアメリカでは「FPブローカー」と呼んで<sup>(3)</sup>いるが、日本でもこうした業態が出始めている。こうした業態も営業員とのやりとり（情報提供、受発注など）をインターネットで行うことで初めて在宅勤務が可能となっているのである。

他方、IT革命によって、「データベースマーケットティング」も可能になってきた。顧客ごとに口座を名寄せし、顧客取引情報を集中管理、顧客の取引属性を把握して効果的な商品情報を伝達、残高積み増しにつなげていこうというマーケットティング手法である。もつともこれはシステム投資など費用がかさむ方法であるため、大手証券など、採りうる証券会社は限られる。

#### 5 小括

以上、証券業においてマーケットティング戦略が重要性を帯びつつある原因、その一例をみた。ここでは一部の

証券会社が採用しているものを紹介しただけであるが、同様のことは証券取引所における新商品の市場創設などの上場政策においても妥当するだろう。取引所集中義務が撤廃されて会員証券会社が自ら取引システムを構築する一方、証券取引所も株式会社化し當利を追求するとなれば、証券取引所と証券会社の業務分野が重複することは避けられない。したがって、新商品の市場創設にあたっては会員証券会社のニーズはもちろんだが、これを利用する直接の投資家ニーズを反映した整合性のあるマーケットティングが採用されなければならない。しかしながら、証券取引所が投資家保護のための自主ルールを策定、市場参加者にこれを遵守させる自主規制機関であることから、新市場のコンセプトもこれに沿つたものにする必要がある。

ところで、もともとマーケティング戦略は、自動車や電化製品、化粧品などモノの大量生産に合わせて、大量販売を円滑に進めるための方法として試行錯誤の中から生まれたものである。これをダイレクトに証券販売に応用することについては注意が必要である。わが国ではかつて大手証券が「推薦販売」という名のマーケットイング戦略を取つて批判された時代があった。証券は価格変動のある商品であり、これを推薦するにあたってはそのリスクを理解し、許容できる顧客にのみ販売するという「適合性の原則」が遵守されなければならない。証券業におけるマーケットティングの重要性が高まりつつも、コンプライアンス上の留意が必要という点に、なお証券業の職能上の特徴が反映しているのである。

注

- (1) ペネトレーション・プライシング戦術 (penetration pricing tactic) とは市場が拡大するところを見越して低価格で製品を市場に導入する戦術である。これに対してもスキンニング戦術 (price skimming tactic) とは商品の高品質の

イメージを確立しようと高価格を設定する戦術であり、ブランドに喜んで高いプレミアムを支払ってくれる上得意（skin）だけ相手にすればよい、という戦術である。

(2)

同社は、一九二〇年代のブーム期に投信業務を拡大、ピラミッド方式で投信を次々に発行したが、一九年の大恐慌で手痛い打撃を受け、投信市場の崩壊が同社のイメージ悪化につながったという苦い教訓がある。このため一九八〇年代に再び資産運用業務に参入するにあたり、経営陣は「ゴールドマンサックスの名前を使つかどうかで長い間議論した」と言われる。リサ・エンドリック（斎藤聖美訳）『ゴールドマン・サックス』早川書房、一九九九年、七七ページ。

(3) 詳しくは証券団体協議会議「証券販売チャンネルの多様化」二〇〇〇年六月、を参照。

#### 参考文献

- (1) スティーブン・P・ラッパボルト（藤原英郎訳）『アメリカの証券会社経営』東洋経済新報社、一九九一年。
- (2) ゲイトン・E・ジャーメイン（石川泰彦・本部和彦訳）『エグゼクティブのための経営学講座』TBSブリタニカ、一九八七年。

（にかみ きよし・主任研究員）

## ユニバーサル・ストック・フューチャーズ

「個別株先物による」LIFFEの巻き返し

吉川 真裕

ロンドン証券取引所がドイツ取引所との合併計画を撤回してから三日後の二〇〇〇年九月一五日、ロンドン国際金融先物・オプション取引所（LIFFE）はユニバーサル・ストック・フューチャーズと名付けたアメリカやヨーロッパ諸国の外国株を含めた個別株先物取引の導入を発表した。<sup>(1)</sup> 二〇〇〇年三月にパリ取引所、アムステルダム取引所、ブリュッセル取引所が合併を決めたユーロネクスト（二〇〇〇年九月二二日発足）からの再三の誘いにも応じなかつたLIFFEは受け渡し・決済に費用のかかる現物株ではなく、個別株先物でヨーロッパ株式市場統合に一石を投じることになつたわけであるが、くしくも英独証券取引所の合併計画撤回という事態を受け、驚きを持って迎えられた。個別株先物についてはアメリカで導入の賛否をめぐつて議論がおこなわれていた時期であつただけに、LIFFEに先を越されたという焦りと羨望の入り交じつたコメントが寄せられた。LIFFEによるこの発表の後、ユーロネクスト・アムステルダム（旧アムステルダム取引所）、スペイン金融先物取引所、ワルシャワ証券取引所、モントリオール取引所が個別株先物を導入し、アメリカでも個別株先物の導入認可が内定するなど、その影響力の大きさを物語つている。

本稿では、LIFFEを取り巻く状況を簡単に振り返った後、二〇〇一年一月二九日に導入されたユニバーサル・ストック・フューチャーズの仕組みを紹介し、個別株先物の将来性について検討する。

## 1 LIFEを取り巻く状況

LIFEは一九八二年に取引が開始され、金融先物を主力商品として新たに設立された取引所として一九八〇年代の金融先物取引所設立ブームの発端となつた。当初の主要商品はTボンド先物やユーロドル先物といったアメリカ物であったが、一九八〇年代後半には長期ギルト先物やユーロボンド先物が拡大し、イギリス物を中心として存立基盤を確立した。そして、一九九〇年代にはBUND先物やユーロマールク先物といったドイツ物が拡大し、この傾向は一九九九年のユーロ導入をにらんでより顕著となつた。

ところが、最有力商品であったBUND先物の取引が一九九七年後半からドイツ金融先物取引所(DTB)へと流出し、一九九八年後半にはほとんどLIFEでの取引がなくなるという事態が生じた。主力商品であるBUND先物の流出によって危機感を募らせたLIFEは、更なる外国商品の流出はヨーロッパにおける国際金融市場の地位を危うくするものと見て、DTB(一九九八年九月には合併してEUREXと改名)に対抗するため、一九九八年以降フロア取引からコンピューター取引への移行を推進した。一九九八年五月二六日、LIFEの理事会は主力商品のフロア取引からコンピューター取引への移行を提案し、六月九日には臨時会員総会での投票によってこの提案は異例の早さで決定された。すでに一九九八年中にイギリス個別株オプションにLIFE-Eコネクトというコンピューター取引システムを導入することは一九九五年に決定されていたが、この取引システムを改良したものを一九九九年以降に他の商品にも導入していくことになった。イギリス個別株オプションのLIFEコネクト(リリース一・〇)の導入は一九九八年一月三〇日におこなわれ、一九九九年四月一二日以降、LIFEコネクト(リリース一・〇)が債券先物や株価指数先物に導入され、四月一九日からは大口取引施設(Block Trade Facility)も主力商品に導入している。<sup>(3)</sup>

一九九九年七月二三日にはLIFEはアメリカの証券取引委員会(SEC)からLIFEコネクトの端末をアメリカ国内に設置する認可をえ、八月五日にはアメリカのシカゴ・マーカンタイル取引所(CME)との間でLIFEの主力商品であるEURIBOR先物(旧ユーロマルク先物)とCMEのユーロドル先物のクロス・マージン(相殺証拠金)を含めた戦略的提携を締結した。そして、短期金利商品に限つて注文の付け合わせ方法を時間優先原則からプロラタ・マッチング(Pro Rata Matching)と呼ばれる比例配分方式に変更したLIFEコネクト(リリース二・一)が八月二三日にはユーロスイスフラン先物に導入され、九月六日にはユーロボンド先物、九月二〇日にはEURIBOR先物にも導入された。さらに、一〇月二十五日にLIFEは短期金利を対象とした先物の取引フロアを一月一九日に廃止することを決定し、一一月一七日に金融オプションをフロア取引からLIFEコネクトへ1999年五月一日に移行させることを決定し、LIFEのフロア取引から電子取引への移行は短期間におこなわれた(2000年八月一日には非金融商品の一月一七日からLIFEコネクトへ移行されることが決定され、すでにLIFEから取引フロアは消滅している)。

2000年二月二一日には大口取引施設に加えてベース取引施設(Basis Trading Facility)が導入され、四月三日にはLIFEのEURIBORとユーロLIBOR関連商品とCMEのユーロドル関連商品のクロス・マージンが実現した。

他方、2000年三月一二日にLIFEの理事会は金融先物・オプション取引所の運営に加えて、LIFE-Eコネクトのノウハウを生かしたテクノロジー・サービスへ進出する計画を表明し、六月八日にはパリ取引所に上場している情報通信/コンサルタント企業のキャップ・ジムニー・アーンスト&ヤング(Cap Gemini Ernst & Young)と提携し、ボストンのベンチャー・キャピタルであるバッテリー・ベンチャーズ(Battery Ventures)と

ヨーロッパのプライベート・インвестメント・バンクであるブラックストーン・グループ (Blackstone Group) から最大六〇〇〇万ポンドの出資を受ける計画を明らかにした。<sup>(4)</sup> 二〇〇〇年二月にパリ取引所、アムステルダム取引所、ブリュッセル取引所が合併を決めたヨーロネクストからの再三の誘いにも応じなかつたLiffeは独自にこうしたビジネスの展開を模索していくようである。

OMグループによるロンドン証券取引所の公開買付が発表され、二〇〇〇年八月二九日にロンドン証券取引所は九月一四日に予定されていた株主によるドイツ取引所との合併計画承認投票を延期したが、Liffeは九月六日に個別株オプションへのプライマリー・マーケットメーカーの導入や、FTSE100指數先物の導入等を含めた新株式市場戦略を発表した。<sup>(5)</sup> さらに、ロンドン証券取引所がドイツ取引所との合併計画を撤回した二日後の一〇〇〇年九月一五日、Liffeはユニバーサル・ストック・フューチャーズ (Universal Stock Futures) と名付けた、アメリカやヨーロッパ諸国の外国株を含めた個別株先物取引を二〇〇一年一月二九日に導入する計画を発表した。そして、九月二〇日にはその内訳をイギリス株五銘柄、ヨーロ導入国株五銘柄 (ドイツ株二銘柄、フランス株一銘柄、オランダ株一銘柄、フィンランド株一銘柄)、アメリカ株五銘柄の計一五銘柄と特定した。<sup>(6)</sup> この時期はロンドン証券取引所とドイツ取引所との合併計画が撤回され、ヨーロッパの株式市場統合が遠のいたと見られていた時期だけに、受け渡し・決済に費用のかかる現物株ではなく、個別株先物でヨーロッパ株式市場統合に一石を投じることになった。Liffeによる発表後、二〇〇〇年一月にはヨーロネクスト・アムステルダム (旧アムステルダム取引所)、二〇〇一年一月にはスペイン金融先物取引所 (MEFE)、ワルシャワ証券取引所、モントリオール取引所が個別株先物を相続いで導入し、アメリカでも個別株先物の導入認可が二〇〇〇年一二月に内定するなど、その影響力の大きさを物語っている。

## 2 ユニバーサル・ストック・フューチャーズの内訳

二〇〇〇年九月二〇日に発表されたユニバーサル・ストック・フューチャーズの内訳はイギリス株五銘柄、ユーロ導入国株五銘柄 (ドイツ株一銘柄、フランス株一銘柄、オランダ株一銘柄、フィンランド株一銘柄)、アメリカ株五銘柄の計一五銘柄であったが、Liffeは一一月二三日に投資家の要望に応えてアメリカ株二銘柄、ユーロ導入国株八銘柄 (フランス株一銘柄、イタリア株一銘柄、スペイン株一銘柄、ドイツ株一銘柄、オランダ株一銘柄) の計一〇銘柄を加え、二〇〇一年一月二九日から取引を開始すると発表した。<sup>(8)</sup>

この結果、ユニバーサル・ストック・フューチャーズの内訳は国別にはアメリカ株七銘柄、イギリス株五銘柄、ドイツ株三銘柄、フランス株三銘柄、オランダ株一銘柄、イタリア株一銘柄、スペイン株一銘柄、フィンランド株一銘柄の計二五銘柄となり、売買高や株式時価総額ではよりバランスのとれたものになった (表1)。

他方、この二五銘柄をLiffeにしたがってテクノロジー、テレコム、銀行、石油、医薬品の五業種に分類してみると、テクノロジー六銘柄、テレコム六銘柄、銀行五銘柄、石油五銘柄、医薬品三銘柄となり、消費財関連の銘柄が少なく、テレコムやテクノロジーといった銘柄に重点が置かれていることがわかる (表1)。

なお、Liffeは一〇銘柄の追加上場を発表した二〇〇〇年一一月二三日にユニバーサル・ストック・フューチャーズの指定マーケットメーカー (Designated Market Maker) の募集をおこなったが、二〇〇一年一月一九年立 Banca Commerciale Italiana (BCI)、CMT Capital Markets Trading UK (EUR)、DRW Investment UK (DRW)、Geneva Ireland Financial Trading (Geneba)、代行会社 The Kyte Group (KYT)、Mako Global Derivatives (MGD)、Schneider Trading Association (Schneider)、銀行会員 GNI (GND)、Susquehanna Ireland (SUS)、Tradelink Worldwide (TLW) の指定マーケットメーカー八社を各銘柄とともに発表している (表1)。

表1 ユニバーサル・ストック・フューチャーズの構成銘柄の特徴

通貨	銘柄（追加10銘柄には*）	国	主市場	業種	指定マーケットメーカー
Nokia OYJ		Finland	Helsinki Exchanges	Technology	KYT(Geneva), MGD, GNI(Schneider)
Alcatel SA		France	Euronext Paris	Technology	TLW
France Telecom SA *		France	Euronext Paris	Telecoms	TLW
Total Fina Elf SA *		France	Euronext Paris	Oils	TLW
Deutsche Bank AG		Germany	Deutsche Börse	Banks	DRW, KYT(Geneva), MGD
Deutsche Telekom AG		Germany	Deutsche Börse	Telecoms	DRW, KYT(Geneva), MGD
Siemens *		Germany	Deutsche Börse	Technology	DRW, KYT(Geneva), MGD
Eni SpA *		Italy	Borsa Italiana	Oils	BCI, GNI(Schneider)
Telecom Italiana Spa *		Italy	Borsa Italiana	Telecoms	BCI, GNI(Schneider)
ING Groep NV *		Netherlands	Euronext Amsterdam	Banks	TLW
Royal Dutch Petroleum Company		Netherlands	Euronext Amsterdam	Oils	TLW
Banco Santander Central Hispano SA *		Spain	Bolsa De Madrid	Banks	GNI(Geneva), TLW
Telefonica SA *		Spain	Bolsa De Madrid	Telecoms	GNI(Geneva), TLW
AstraZeneca plc	UK	London Stock Exchange	Pharmaceuticals	EUR, GNI(Schneider), TLW	
BP Amoco plc	UK	London Stock Exchange	Oils	EUR, MGD, GNI(Schneider), TLW	
GlaxoSmithKline plc	UK	London Stock Exchange	Pharmaceuticals	EUR, GNI(Schneider), TLW	
HSBC Holding plc	UK	London Stock Exchange	Banks	EUR, MGD, GNI(Schneider), TLW	
Vodafone Group plc	UK	London Stock Exchange	Telecoms	EUR, MGD, GNI(Schneider), TLW	
AT&T Corporation	USA	New York Stock Exchange	Technology	SUS	
Cisco Systems Inc	USA	NASDAQ Stock Market	Technology	SUS, TLW	
Citigroup Inc	USA	New York Stock Exchange	Banks	SUS, TLW	
Exxon Mobil Corporation	USA	New York Stock Exchange	Oils	SUS, TLW	
Intel Corporation *	USA	NASDAQ Stock Market	Technology	SUS, TLW	
Merck & Co., Inc	USA	New York Stock Exchange	Pharmaceuticals	SUS, TLW	
Microsoft Corporation *	USA	NASDAQ Stock Market	Technology	SUS, TLW	

(出所) Liffe, Liffe's Universal Stock Futures - Facts & Figures, 2000, "Universal Stock Futures Contract (Exchange Contract No.56): Appointment of designated market makers," Circular, No. 01/06, 19 January 2001

### （一）最短期間

イギリス株は1000株、その他のアメリカ株やヨーロッパ導入国株は100株を取引単位とする。

### （二）取引期間

各銘柄とも1月／六月／九月／11月から直近の11限月までの月から直近の11限月の詰四限月を上場し、最短で四ヵ月、最長で六ヵ月にわたって取引が行われる。

### （三）取引最終日

イギリス株は限月の第三水曜日、アメリカ株／フィンランド株／イメージ株／オランダ株／スペイン株は限月の第11金曜日、フランス株は限月の法的に規定された最終日 (penultimate business day)、イタリア株は限月の第11金曜日の直前営業日を取引最終日とする。

### （4）決済日

各銘柄とも取引最終日の翌営業日とする。

### （5）建値または既値

イギリス株はすべて（100分の1%ハーフ）、アメリカ株はゼル、ヨーロッパ導入国株はヨーロッパ建値とする。

## (6) 最小値幅

イギリス株は〇・五ペニス、アメリカ株は〇・〇一ドル、ユーロ導入国株は〇・〇1ユーロとする。したがつて、最小取引単位における最小値幅の変動額はイギリス株で五ポンド、アメリカ株で一ドル、ユーロ株では取引最終日の取引終了時間は一九時まで延長される。

## (7) 取引時間

イギリス株／フィンランド株／フランス株／スペイン株／イタリア株／オランダ株／スペイン株ではロンドン時間（GMT）で八時から一六時三〇分まで、アメリカ株とドイツ株ではGMTで八時から一八時までとする。ただし、ドイツ株では取引最終日の取引終了時間は一九時まで延長される。

## (8) 決済方法

原株の受け渡しはおこなわれず、すべてEDSP（Exchange Delivery Settlement Price）を用いて差金決済がおこなわれる。

## (9) EDSP

イギリス株／フランス株／スペイン株のEDSPはそれぞれロンドン証券取引所、ユーロネクスト・パリ（旧パリ取引所）、ドイツ取引所、マドリード取引所の公式引け値によって決定される。

フィンランド株／オランダ株／イタリア株のEDSPはそれぞれヘルシンキ取引所、ユーロネクスト・アムス

テルダム（旧アムステルダム取引所）、イタリア取引所の引け前一〇分間の売買代金加重平均値（VWAP）をLFFEが計算して決定される。

アメリカ株のEDSPはそれぞれニューヨーク証券取引所とNASDAQの寄り付き直後の一〇分間のVWAPをLFFEが計算して決定される。

## (10) 指定マーケットメーカー

各銘柄ごとに指定マーケットメーカー（DMM）を置き、流動性の向上に努める。指定マーケットメーカーはマーケットメーカーに關わる取引費用やクリアリング費用を免除され、各銘柄ごとのLFFEの収入の三〇%を与えられるが、各銘柄ごとの最大スプレッドと最低注文対応量を遵守し、三月／六月／九月／一二月からの直近限月とその他の月の直近限月では取引時間の八〇%以上で双方の気配値を提示しなければならない（表2）。

## (11) ホールセール取引施設

LFFEでは市場参加者の便宜のために大口取引施設、ベース取引施設、アセット・アロケーション施設、デルタ・リュートラル取引施設というホールセール取引施設（Wholesale Trading Facilities）を導入している。なお、ベーシス取引契約はユニバーサル・ストック・フェーチャーズと原株／店頭オプション／他取引所上場オプションとの間の価格差の取引、アセット・アロケーション契約はユニバーサル・ストック・フェーチャーズどうしの価格差の取引、デルタ・リュートラル取引契約はユニバーサル・ストック・フェーチャーズとLFFE上場オプションとの間のデルタ・リュートラル・ポジションの組み合わせ取引である（表2）。

表2 ユニバーサル・ストック・フューチャーズの構成銘柄の指定数量

通貨	銘柄 (追加10銘柄には*)	DMM最大値幅/最低取引量(14:30以後)	入力制限スプレッド倍率	入力制限値幅(片側)	大口取引
Nokia OYJ	0.15/20, 0.25/20, 0.30/20	250	1.25	1,500	
Alcatel SA	0.25/15	400	2.00	1,000	
France Telecom SA *	0.30/10	400	2.00	500	
Total Fina Elf SA *	0.60/6	400	2.00	500	
Deutsche Bank AG	0.25/20, 0.35/20	300	1.50	1,000	
Deutsche Telecom AG	0.10/60, 0.13/30, 0.20/30	180	0.90	1,500	
Siemens *	0.45/12, 0.50/10, 0.55/6	500	2.50	500	
Eni SpA *	0.02/160, 0.04/160	20	0.10	5,000	
Telecom Italian SpA *	0.04/75, 0.08/75	40	0.20	5,000	
ING Groep NV *	0.25/10	140	0.70	1,000	
Royal Dutch Petroleum Company	0.25/15	160	0.80	1,000	
Banco Santander Central Hispano SA *	0.04/85, 0.08/85	40	0.20	5,000	
Telefonica SA *	0.06/50, 0.10/50	80	0.40	2,500	
AstraZeneca plc	10/02, 15/02, 16/03	160	40.00	200	
BP Amoco plc	1.5/10, 2.5/10, 3.0/40	30	7.50	1,000	
GlaxoSmithKline plc	6.0/5, 8.0/4, 9.0/5	110	27.50	200	
HSBC Holding plc	3.0/6, 5.0/22	70	17.50	500	
Vodafone Group plc	1.0/30, 1.5/25, 2.0/25	20	5.00	1,500	
AT&T Corporation	0.35/45 (0.15/45)	140	0.70	2,500	
Cisco Systems Inc	0.50/20 (0.20/60)	350	1.75	1,000	
Citigroup Inc	0.60/45 (0.25/45)				
Exxon Mobil Corporation	0.50/20 (0.20/20, 0.25/10)	200	1.00	1,000	
Intel Corporation *	0.40/20 (0.25/20), 0.60/10 (0.25/10)	200	1.00	500	
Merck & Co., Inc	0.50/20 (0.20/30, 0.25/10)	180	0.90	1,500	
Microsoft Corporation *	0.40/10, 0.60/15 (0.25/25)	300	1.50	1,000	

(出所) LIFFE, "Universal Stock Futures Contracts (Contract No.56); Application of Wholesale trading facilities and revisions to LIFFE Connect trading procedures / Price limit parameters," General Notice, No. 1748, 16 January 2001, "Universal Stock Futures Contract (Exchange Contract No.56); Appointment of designated market makers," Circular, No. 01/06, 19 January 2001

(12) 入力価格範囲  
 入力ミスを防止するため、ヨーロッパネクトでは各銘柄ごとに最小値幅の倍数で基準価格からの最大乖離幅の11倍を指定するの半分以上基準価格から離れた価格での価格入力を排除している（表2）。

#### 4 個別株先物の将来性

2001年1月11九日、イギリス株五銘柄、ヨーロッパ導入国株一一銘柄、アメリカ株七銘柄を対象としてヨーロッパ・ストック・フューチャーズの取引がヨーロッパで開始された。初日の売買高は1100四単位（想定株数で1170万株、想定売買代金で1180万ポンド）と報じられており、期待が大きかっただけに取引は極めて限られたものであったと言えよう。このうち五六・五%がイギリス株、110%がアメリカ株、111・五%がヨーロッパ国株であり、最も活発に取引されたのはイギリスのボーダーフォンド1170単位、アメリカ物ではインテルの一七五単位とマイクロソフトの一七四単位、ヨーロッパ物ではシーメンスの八五単位が最高で、フランスの11銘柄とオランダの11銘柄では全く取引がおこなわれなかつたようである。<sup>(11)</sup>ただし、11月11日までの五営業日の売買高は1万59011単位（1日平均5180単位）、想定株数で1159万81100株（1日平均約11111万株）、想定代金で81111万97779万ハム（1日平均約16115万ポンド）、11月11日時点での建玉総数は九四六九枚であり、すべての銘柄で取引がおこなわれ、順調な売り出しであるヨーロッパは発表している。<sup>(12)</sup>

11000年九月の発表以来、注目を詰めこんだヨーロッパのヨーロッパ・ストック・フューチャーズはやや個別株先物を取り扱ってこぬスウェーデンやオーストラリア、香港と同様に流動性の獲得に苦労している模様である。ヨーロッパ諸国の銘柄の取引が少なからずある、差金決済のみとしたりして受け渡し・決済の費

用がかかるず、難航するヨーロッパ株式市場統合を個別株先物で実現するという目論見は当てが外れたようである。しかし、まだ取引は始まつたばかりであり、今後の動向が注目されるところである。なかんずく現在準備が進められているアメリカの証券取引所と先物・オプション取引所での個別株先物取引が成功すれば世界的な個別株先物ブームが訪れる可能性がないわけではない。

LIFFEのユニバーサル・ストック・フューチャーズはDTB(現EUREx)にBUND先物・オプションを奪われ、一時は赤字に陥ったLIFFEがLIFFEコネクトという電子取引プラットフォームを導入し、再び国際金融市場の中心への返り咲きをかけた一大構想である。受け渡し・決済費用がアメリカ国内取引の一〇倍にも達すると言われるヨーロッパのクロスボーダー取引を個別株先物で代替し、証券取引所間で難航するヨーロッパ株式市場統合を一期に実現するというユニバーサル・ストック・フューチャーズのコンセプトはこれだけ注目を浴び、追随して個別株先物を導入する取引所も出たようにコンセプトとしては申し分のないものである。とはいえるコンセプトとして申し分がなくともやはりいまだに流動性がつかない機関投資家を対象としたトレードポイントや小口投資家を対象としたJ I WAYと同様に、すでに流動性のある取引所から取引を獲得することが極めて困難であることが改めて確認されたと言えよう。<sup>(13)</sup>

個別株先物は一九九〇年にスウェーデンで導入され、一九九四年にはオーストラリア、一九九五年には香港で導入されているが、いずれの国でも現物市場に影響を及ぼすほどの取引はおこなわれていない。個別株オプションの取引が活発でシカゴ・オプション取引所(CBOE)がついにシカゴ商品取引所(CBOT)とシカゴ・マーカンタイル取引所(CME)を契約数で追い抜いたアメリカでは一九八二年の個別株先物を禁止したシャド・ジョンソン・アコードの見直しが決定し、各証券取引所や先物・オプション取引所では個別株先物の導入に向けて期待が高まっている。アメリカではこれまで禁止されてきたこともあって新商品としては一九八三年の株価指数オプションと株価指数先物オプション以来の大型商品と見られているが、他の国々で流動性がつかないのにはそれなりの理由があるはずであり、過大な期待は禁物であろう。

個別株先物に流動性がつかない最大の原因は現物株の取引が活発であり、あえて個別株先物を取りしたり、当初の流動性の少ない個別株先物に参加しようというインセンティブが小さいからであろう。LIFFEは当初の流動性の低さをある程度見込んで個別株オプションと同様にマーケットメーカーを採用したが、それでも今のところは功を奏してはいない。この点では個別株オプションもまた同じであるが、オプション取引の場合には損失を限定するために買つたり、部分的にヘッジや益出しをするために売るといった需要があり、取引費用の安さやレバレッジの高さだけで取引がおこなわれているわけではない。しかも個別株オプション取引が盛んな国は世界的に見ても限られた国だけであり、流動性の高い現物市場を代替するのは容易なことではない。むしろ株式市場が未整備な国の方が個別株先物に適していると言えるかもしれない。

LIFFEの個別株先物導入計画を受けてヨーロッパではユーロネクスト・アムステルダムがオランダ株の個別株先物を導入したが、フランスやドイツではそうした気配は見られない。世界最大の先物取引所であるEUR EXは独自の調査の結果、個別株先物に対する需要は今のところ少なく、当面は導入の予定はない<sup>(14)</sup>とユニバーサル・ストック・フューチャーズの取引開始前に語っていた。ユニバーサル・ストック・フューチャーズを通じてのヨーロッパ株式市場統合の実現やLIFFEの国際金融市場への華々しい復帰は難しそうであるが、国内の単一商品としては個別株オプション並の流動性を獲得することは十分に考えられる。なんにでも賭け率を付けるブックメーカーがおり、インターネットを通じた籠も盛んないギリスでは株式関連でも個別銘柄とFTSE100

指数の差額を取引するスプレッド・ベット・ベンチャ・バー・バー（spread-betting agencies）と呼ばれる業者がいたり、株価が一定の水準に達した場合に一定の金額がもひきぬけ（contracts for difference）を提供する業者もあり、結構盛んに取りやがれています。<sup>(12)</sup> したがって、ルバート状況を考慮すればリバーサル・ストック・ニューチャーズは国内商品として定着する可能性は十分にあると考えられる。

個別株先物が流動性を集め、成功するとはある意味では現物市場から流動性を奪つてしまはなければなりません。新商品は既存商品にも好影響を与えるがゆえ、その存続を危ぶくしてはならぬと考へるのは流動性とくわもの性質に対する誤解であらう。流動性はほんとうに高く、流れるところの性質を持ち、都合良く配分されるわけではない。たしかに個別株オプションは原株に良い影響を及ぼしたところ実証結果が多いが、個別株先物の場合には原株とほとんど用途は同じであつて原株の流動性を奪う以外に流動性の獲得の道は考えにくく。先物取引が導入されてくるほとんどの商品では現物取引よりも先物取引の方が流動性が高く、そのことに不満を嘆く者はあまりいない。先物取引が流動性を獲得でやなこのは現物市場の効率性が高く、先物取引と現物取引の差が小さくなる場合である。そして、その代表が株式の個別銘柄市場である。アメリカでの個別株先物の導入はもう少しかかる従来の見方に変化が生じるにになるのかどうか、興味深きことである。

#### 注

- (1) ルの間の事情については、拙稿「英独証券取引所の合併計画撤回～OMグループによる買収提案～」（本誌158号、2000年10月）を参照。
- (2) ヨーロッパストリートは、拙稿「ヨーロッパストリートによるヨーロッパ株式市場～」（本誌158号、2000年12月）を参照。
- (3) ハリボウの事情については、拙稿「ヨーロッパの反撃～ヨーロッパ大口取引施設～」（本誌157号、1999年11月）を参照。
- (4) Liffe, "Liffe to create two businesses with launch of Liffe.com," Press Release, 22 March 2000 (<http://www.liffe.com/press/releases/000322.htm>), "Liffe completes strategic vision: To build Exchange business and exploit E-commerce markets," Press Release, 8 June 2000 (<http://www.liffe.com/press/releases/000608.htm>)
- (5) Liffe, "Liffe announces new equity markets initiatives," Press Release, 6 September 2000 (<http://www.liffe.com/press/releases/000906.htm>)
- (6) Liffe, "Liffe announces launch of Universal Stock Futures," Press Release, 15 September 2000 (<http://www.liffe.com/press/releases/000915.htm>)
- (7) Liffe, "Liffe announces its first 15 Universal Stock Futures," Press Release, 20 September 2000 (<http://www.liffe.com/press/releases/000920.htm>)
- (8) Liffe, "Liffe announces additional 10 Universal Stock Futures," Press Release, 14 December 2000 (<http://www.liffe.com/press/releases/001214.htm>)
- (9) Liffe, "Universal Stock Futures Contracts: Invitation to tender for inclusion in a designated market maker scheme," Circular, No. 00/103, 13 December 2000 (<http://www.liffe.com/trade/gn-c/circ00/00-103.pdf>), "Universal Stock Futures Contract (Exchange Contract No.56); Appointment of designated market makers," Circular, No. 01/06, 19 January 2001 (<http://www.liffe.com/trade/gn-c/circ01/01-06.pdf>)

- (25) 〔証券取引法による規制の範囲〕 Liffe, *Universal Stock Futures - A guide to Universal Stock Futures*, 2001 (<http://www.liffe.com/products/equities/publications/usf.pdf>), "Universal Stock Futures Contracts (Exchange Contract No.56): Application of wholesale trading facilities and revisions to LIFFE Connect trading procedure / Price limit parameters," General Notice, No.1748, 16 January 2001 (<http://www.liffe.com/trade/gn-c/gn01/1748.pdf>)
- (26) Darren Butler, "New Liffe stock futures make quiet start," Reuters, 29 January 2001 (<http://ukbiz.yahoo.com/010129/80/ayrn8h.html>), Aline Van Duyn, "Liffe trades 3,000 single stock futures," *Financial Times*, 30 January 2001
- (27) Liffe, "Strong start for Liffe's Universal Stock Futures," *Press Release*, 5 February 2001 (<http://www.liffe.com/press/releases/010205b.htm>)
- (28) ニュースリリースによれば、新規「ユーネバクター・ストック・フューチャーズ」(米ドル1口あたり約1000円(八月)、1100円(九月)、1100円(十月))が発行された。新規「ユーネバクター・ストック・フューチャーズ」(米ドル1口あたり約1000円(八月)、1100円(九月)、1100円(十月))が発行された。
- (29) Alen Matich, "Mkt Holds Judgment On Liffe Stk Futures After Weak Debut," *Dow Jones Newswires*, 29 January 2001
- (30) Mark Bendeich, "Derivatives: a bear necessity for wealthy punters," Reuters, 24 January 2001 (<http://ukbiz.yahoo.com/010124/80/axq2.htm>)

## 中国の経営者報酬とインセンティブについて

王 東明

### 1 はじめに

昨年の一〇月に、中国国家経済委員会は「国有大中型企業の現代企業制度の確立と管理の強化に関する基本規範（試行）」（以下は「基本規範」と略称）を公布した。「基本規範」の主な内容は、二〇一〇年までに「現代企業制度」を確立するという改革の目標を設定し、それを達成するために、「政企分離」（政府と企業の分離）を実現しなければならないということである。そのため、政府と企業の関係を今までの「行政所属関係」から「財産権関係」に変更し、また、数十年間継続した企業の「行政級」制度を廃止し、企業幹部の待遇も党・政府機関の幹部の「行政級」に照準しないなどと規定されている。<sup>(1)</sup>

それに少し先立つて、二〇〇〇年一月に、北京市政府も国有企业の「行政級」制度を廃止する計画を発表した。この計画によると、北京市の国有企业は新しい基準で七つに分類され、その分類に基づいて企業管理者の年俸を決める。企業管理者の年俸の水準は企業従業員の平均賃金の一・五倍～三倍の間に設定されている。<sup>(2)</sup>

この一連の国有企业改革の動きの狙いは、政府と企業の関係を再構築すると同時に、国有企业のランクと行政機関のランク、そして企業幹部の「級」と行政幹部の「行政級」を分離させ、賃金体系も別々にして、新しい経営者報酬制度を確立することである。

そもそも企業の「行政級」制度は計画経済の「產物」である。今までの国有企业は中央政府と地方政府の行政

機関に所属し、企業のランクは行政機関の様々な「行政級」に対応していた。企業幹部のランクも同じように様々なレベルの「行政級」に相当し、その待遇は行政幹部の「行政級」にあわせることであった。例えば、大手鉄鋼メーカーである首都鋼鐵公司は副部（省）級（次官級）の企業であり、その経営者は冶金工業部（省）の次官に相当し（前任会長周冠五は冶金工業部の次官を兼任）、待遇も次官級の水準に照準されていた。<sup>(3)</sup>

今回の企業「行政級」制度の廃止は、企業幹部と行政幹部との区別を制度的にはつきりさせ、これからの国有企業の経営者は「官本位」の「行政人」としての経営者ではなく、「経済人」に「変身」しなければならない。経営者の報酬も「行政級」と切り離し、市場の変化と企業業績に連動できる報酬制度を確立し、経営者のインセンティブを引き出すための新たな一步を踏み出した。

また、近年経営者の汚職事件が頻発しており、雲南玉溪紅塔煙草（集団）有限責任公司の褚時健（元董事長兼総裁）、首都鋼鐵公司北鋼公司の管志誠（元党委書記）および武漢長江動力有限公司の于志安（元社長、五〇年代全国の労働模範）など全国的に有名な経営者が次々と六〇歳定年退職の前に汚職に走り、経営者の「五九歳現象」といわれるようになっている。<sup>(4)</sup>

なぜ多くの国有企業経営者が汚職に走るのか。その理由は経営者のモラルとチエック機能の不在だけで説明でききるのか、経営者は自分の報酬と待遇に対する満足度をどうか。小稿では、まず中国の経営者の自分の経済的地位と報酬に対する認識を確認し、経営者報酬と企業業績およびインセンティブとの関係を整理する。そして、経営者報酬の基本状況にふれ、その問題点を考察し、近年の「年俸制」と「ストックオプション」制度の導入など新しい動向を紹介することにしよう。

## 2 経営者の経済的地位と報酬に対する認識

中国の経営者が自分の経済的地位と報酬に対しても満足しているかどうかについて、次の調査結果が出ている。

まず中国企業家調査系統（一九九五）を見れば（表1）、経営者が自分の経済的地位に対し、「不満足」と答えたのは三六・七%で、「満足」しているのは二九・五%と比較的低い。特に国有企業経営者の場合は、経済的地位に対する不満が四割（四一・七%）を超える。集団所有制企業（「不満足」：一九・二%）と外資系企業（「不満足」：二四・九%）の同じ項目と比べ、不満度がはるかに高い。一方、経営者の政治的地位（「満足」：五三・七%）と社会的地位（「満足」：五一・七%）は、経済的地位と比べると満足度が高い。この調査から、経営者、特に国有企業の経営者は、自分の経済的地位に対する不満が比較的高いことがわかる。

表1 中国経営者の経済的・政治的・社会的地位に対する認識（1994年）（%）

項目	全体	国有企业	集团所有制企业	外资系企业
経済的地位				
満足	29.5%	24.0%	47.7%	45.5%
あまり関心を持たない	33.8%	34.3%	33.1%	29.6%
不満足	36.7%	41.7%	19.2%	24.9%
政治的地位				
満足	53.7%	52.7%	58.1%	53.6%
あまり関心を持たない	35.1%	35.7%	30.6%	38.1%
不満足	11.2%	11.6%	11.3%	8.3%
社会的地位				
満足	51.7%	48.2%	64.7%	55.6%
あまり関心を持たない	33.2%	34.8%	24.8%	34.9%
不満足	15.1%	17.0%	10.5%	9.5%

(出所) 中国企業家調査系統(1995)「現段階我国企業家隊伍の行為特徴調査分析」「管理世界」1995年第3期、表18より作成。

見れば（表2）、一目瞭然である。つまり、収入が「高い」、「比較的高い」と感じている経営者は極めて少なく（四・五%）、「中位」と答えた経営者は四割となっている。一方、収入が「比較的低い」と「低い」と答えた経営者は五割（五四・七%）以上、特に、国有企业の経営者は同じ項目の比率が約六割になっている。経営者の大半は自分の報酬に対して不満を感じている。

経営者が自分の報酬と経済的地位に対して不満があれば、インセンティブに支障が出て、企業の業績にも悪い影響を与えるかねない。一体、経営者報酬はどういうに企業業績およびインセンティブと関連しているかを、次に見ていく。

### 3 経営者報酬と企業業績

表3 経営者個人の収入と企業の経営状況の関係 (%)

項目	全体	国有企业	集団所有制企業	外資系企業
非常に密接	32.7%	31.7	40.6	33.7
密接	46.7%	46.0	49.7	47.0
関係が薄い	17.1%	18.4	8.6	15.3
無関係	3.5%	3.8	1.1	4.0

（出所）中国企业家調査系統（1995）「現段階我国企業家隊伍の行為特徴調査分析」『管理世界』1995年第3期、表17より作成。

に分けて見ると、関係が「非常に密接」と「密接」の割合はそれぞれ七七・七%、九〇・三%および八〇・七%であり、国有企业の経営者の関連度は比較的低い。ここで少なくとも、全体として約八割（七九・四%）の経営者は経営者報酬と企業業績との関係が密接であると認識している。

しかし、実際に、現在の経営者の報酬と企業業績との関連性はどのようにになっているのか。魏剛・楊乃鴻（二〇〇〇）の上場企業の相関分析から見れば、その特徴がわかる。すなわち、魏・楊の研究は上場企業七九一社を対象に、上級管理者の年度報酬と株主資本利益率（ROE）との相関性、そして上級管理者の持株数とROEとの相関性を分析した。その結果、上級管理者の年度報酬も持株数も企業業績（ROE）との相関性が低い。一方、企業規模は上級管理者の年度報酬との相関性が高い。つまり、企業規模は大きいほど、上級管理者の報酬が高くなる可能性が大きいということである。

以上の調査から見れば、大多数の経営者は、経営者報酬は企業業績と密接に関連していると認識している。しかし、現状では、経営者報酬、特に国有企业の経営者報酬は政府が介在し、企業はそれを自由に設定することをまだ許されていない。また、経営者報酬と企業業績との連動する報酬システムも確立されず、報酬と業績の相関性が低いことが上場企業の分析から証明されている。しかし、経営者報酬は企業規模と相関性が高く、それは今まで継続している企業幹部の「行政級」制度と密接に関連しているのではないかと考えられる。

### 4 奨励とインセンティブ

最近、中国企業联合会などの組織が「一二三五人の国有企业経営者に対して調査を行った。<sup>(7)</sup>それによると、経営者の八一・六四%は国有企业の「獎励と制約のメカニズムが働かない」と答えた。また、「獎励の不足で、イ

表2 中国経営者の自分の収入に対する認識 (%)

項目	高い	比較的高い	中位	比較的低い	低い
国有企业	0.6	2.8	37.3	40.4	18.9
集団所有制企業	0.3	4.4	42.6	36.0	16.7
私営企業	7.1	3.6	67.9	10.7	10.7
聯営企業		3.2	65.6	15.6	15.6
株式制企業	1.9	6.4	47.1	31.0	13.6
外資全額出資企業	3.1	4.7	51.5	34.4	6.3
香港・マカオ・台湾投資企業		2.7	48.7	35.1	13.5
全体	0.9	3.6	40.8	37.4	17.3

（出所）中国企业家調査系統（1998）「素質与培訓：変革時代の中国企業経営管理者—1998年中国企業経営管理者成長与発展専題調査報告」『管理世界』1998年第4期、表8より作成。

ンセンティブを引き出さない」と答えた経営者は六三・九一%に達している。この調査から、大半の国有企业經營者は自分の獎励に対して不満を感じていることがわかる。それと同時に、国有企业において、經營者のインセンティブを引き出すための獎励制度がまだ確立されていないことも意味する。

一方、近年、国有企业が經營不振に陥っており、その理由はいろいろと考えられる。もし經營不振の原因が經營者のインセンティブを引き出していないことに帰結して見れば、經營者全体の答えは、「反対」が四二・五%、「賛成」は三四・六%、「わからない」は二二・九%である。国有企业經營者の場合はほぼ同じ回答(「反対」・四四・一%、「賛成」・三三・八%、「わからない」・二二・一%)を得ている。<sup>(8)</sup>つまり、經營者の三割前後は、国有企业の經營不振の原因是經營者のインセンティブと関係があると認識している。逆に、四割前後の經營者はインセンティブと関係なく、別の理由があると考えている。

獎励制度が十分に機能しない状況の下で、經營者は何を求めてインセンティブを出しているのか。今まで国有企业の經營者に対して、企業を上手く經營し、業績が上がってから、行政機関あるいはより規模の大きい企業に「昇進」するチャンスがあるというインセンティブが働いた。また有能な經營者に様々な「賞」を与えて、精神的なインセンティブを引き出す方法もあつたと考えられる。特に、業績の良い經營者はしばしば行政機関に抜擢され、「行政級」もアップして官僚になるケースが多く、優秀な經營者はなかなか企業に止まらないのが現状である。

例えば、一九八七年に第一回全国の「優秀經營者賞」(金球賞)に選ばれた二〇人の經營者のうち、現在依然として元の企業で仕事を続けている經營者はわずか四人である。他の經營者は、政府部門に昇進したのが三名、定年退職が五名(うち政府部門に昇進した後の退職・二名)、辞職が一名、免職処分が三名、原因不明の停職が一名、汚職犯罪が一名、病気による停職が一名、死亡は一名である。<sup>(9)</sup>優秀な經營者が企業に止まるために、どのような獎励制度が必要なのか。また、經營者が汚職に走らないように、どんな賞罰制度が必要なのか。アメとムチをうまく使って、經營者のインセンティブを引き出すことが重要な課題になると思われる。

## 5 経営者報酬の基本状況

今までの国有企业經營者の報酬と待遇は、冒頭で見てきたように、党政幹部の「行政級」に照準していた。「行政級」は三〇級に分けられる。一九五六年に施行された党政幹部の「職務別等級賃金制」は、三〇級の「行政級」に基づいて、最高級の賃金は五七九・五元、最低級の三〇級は二三三元、平均の級差は一九・一九元であった。企業幹部(管理層・ホワイトカラー)はそれに照準する。技術者の賃金は一八級から構成され、産業別で五分類に分けられる。例えば、六類地区(賃金の地区分類は一一分類)の一類産業の最高級賃金は二一〇・五元、最低級の一八級は二七・五元であった。また、労働者(ブルーカラー)の賃金は「八級賃金制」であつた。<sup>(10)</sup>

企業管理者の「職務別等級賃金制」は、「行政級」に基づいて数十年間に亘って継続し、八五年以降、幾つかの改正があった。改正した部分は主に職務給、年功序列給および獎励金などの部分で、「行政級」の部分は基本給の主な部分として依然残されている。<sup>(11)</sup>

中国の都市部従業員の年平均賃金はこの二〇年間に大きく増え、一九七八年の六一五元から九八年の七、四七九元まで二二倍に上った。<sup>(12)</sup>一方、經營者の賃金はその「行政級」に基づいており、国有企业經營者の收入は、一般的に従業員平均水準の一倍~三倍の範囲内に限定されている。<sup>(13)</sup>中国企業家調査系統(一九九八)の調査では、經營者の平均月収は一、一六〇・二元で、うち五、〇〇〇元以上が四・〇%、三、〇〇一元~五、〇〇〇元が

八・六%、一、〇〇一元～三、〇〇〇元が四二・五%、七〇一元～一、〇〇〇元が二六・八%、五〇一元～七〇〇元が一一%、五〇〇以下が七・一%になっている。この数字は国家統計局が発表した従業員平均月収と比べれば、二倍～三倍に高くなっている。<sup>(14)</sup>

上場企業の経営者報酬から見れば、王賢英（一九九八）の八九社上場企業の調査では<sup>(15)</sup>、九七年上場企業の経営者（総経理・社長）の年平均報酬は三・八七万元（一元リ一四円）であった。また、上海栄正投資諮詢有限公司（二〇〇〇）の調査では<sup>(16)</sup>、九九年九一九社の上場企業取締役会長の年平均報酬は六・七五萬元、持株時価は三五万元、総経理の年平均報酬は六・一四万元、持株時価は二六万元という数字が出た。総経理の年平均報酬は九七年より五割以上増えた。そして、経営者報酬と企業業績の相関分析から見れば、会長の年平均報酬と持株時価および総経理の年平均報酬は企業の業績との相関性が低い。総経理の持株時価は企業の業績と相関しないという結果も出た。現時点では、経営者の報酬と持株は企業業績との相関性が低いことを表わしている。

米国大企業の経営トップの報酬が非常に高いとよく言われている。例えば、一九九七年の全米最高経営責任者（CEO）の報酬ランキングの第一地位になったTravelers GroupのStanford Weill氏の報酬総額は二・三億ドル（二三〇億円、一ドル＝一〇〇円）、うち基本給と賞与などの現金報酬は七四五・三万ドル、「ストックオプション」による報酬は一・一二三億ドルになっている。<sup>(17)</sup>米国経済誌『ビジネスウィーク』の調査によると、一九九八年の大企業経営トップ（CEO）の平均報酬は一、〇六〇万ドルで、九〇年（二〇〇万ドル）の四倍にもなった。大企業経営トップ（CEO）の平均報酬と労働者の平均報酬と比べると、一九八〇年前者は後者の四二倍、九〇年は八五倍、九五年は一四一倍、九六年は二〇九倍、九七年は三三二六倍という数字が出ている。しかも大企業経営者報酬の三分の一前後は既に「ストックオプション」で構成されている。<sup>(18)</sup>

中国経営者の報酬は米国企業と比べるとはるかに低い。収入の構成も基本給と賞与に偏っており、経営者報酬と従業員賃金との差が少ないという平均主義の問題が存在する。また、「年俸制」と「ストックオプション」制度を導入する企業はまだ少ない（表4）。次に、近年の「年俸制」と「ストックオプション」制度の導入状況を紹介することにしよう。

## 6 「年俸制」と「ストックオプション」

一〇〇〇年の時点で、六、七〇〇社余り（大部分は中小企業）の国有企业は既に経営者の「年俸制」を導入した。<sup>(19)</sup>例えば、北京市の国有工業企業の場合は、年俸制の対象は取締役会長、社長または工場長、収入内容は基礎年俸とリスク年俸から構成される。基礎年俸の範囲は従業員の平均給与の三倍で、リスク年俸は業績と連動して基礎年俸の二～三倍の範囲内で経営者に支給すると規定されている。<sup>(20)</sup>他の地方も様々な「年俸制」を導入している。一般的に、経営者の年俸は従業員の平均年収の一倍～五倍の範囲内に限定するものが多く、利潤の増加分から一%～五%で計算するものもある。しかし、「年俸制」の統一基準がなく、企業間の差が出やすいことは問題視されている。<sup>(21)</sup>

また、現在、上海儀電控股集團、巴士股份、上海貝嶺、武漢国有資產經營公司、聯想集團、新四通集團および中国石油などの企業は、「ストックオプション」制度

表4 1998年企業経営者の収入形態による賃金水準 (%)

項目	月給制	月給+賞与	年俸制	リスク抵当請負制	配当制	ストックオプション	合計
2万元以下	71.4	44.3	28.0	46.0	32.2	13.1	48.2
2万元～4万元	15.0	30.4	29.4	26.8	22.0	9.8	25.0
4万元～6万元	5.9	11.4	15.6	10.2	10.5	13.1	10.7
6万元～10万元	4.1	8.3	13.9	9.4	13.2	21.3	8.6
10万元～50万元	2.1	4.6	11.4	5.8	13.2	19.7	5.5
50万元以上	1.5	1.0	1.7	1.8	8.9	23.0	2.0

（出所）中国企業家調査系統（1998）「素質与培訓：変革時代の中国企業経営管理者—1998年中国企業経営管理者成長与発展専題調査報告」「管理世界」1998年第4期、表16より。

を導入しており、企業経営者および上級管理者の報酬を企業の業績及び株価と連動させることで大きな反響を呼んだ。<sup>(22)</sup>

しかし、「ストックオプション」制度の導入に関しては、幾つか解決しなければならない問題が含まれている。まず現行法（「会社法」、「証券法」）には「ストックオプション」制度に関する規定がなく、制度を導入すれば、現行法と矛盾する可能性が生じる。例えば、「会社法」の第一四七条は、会社役員の在任期間内に、その持株を転売することはできないという規定がある。また、自社株購入の禁止規定もある（「会社法」第一四九条）現行法の法改正が必要である。また、奨励対象の限定、連動する財務指標の客観性・合理性の問題があると指摘されている。<sup>(23)</sup>

「年俸制」と「ストックオプション」などの制度が今後どのような形で企業に浸透し、経営者のインセンティブだけではなく、中間管理職のインセンティブ、そして従業員のインセンティブも考えたうえでの奨励制度の確立が必要になると考えられる。

## 7 むすびにかえて

以上、中国経営者の報酬状況および賃金制度の問題点を紹介し、インセンティブと企業業績との関係を整理した。ここで経営者の不満が収入の低さだけではなく、平均主義の弊害、業績連動型の奨励制度が確立されていないことに集約していると思われる。また、社会保障制度が整備されていないため、一部の経営者（四一・八%）<sup>(24)</sup>は老後の不安を感じている。これらの問題を解決しない限り、経営者のインセンティブを引き出すこと、そして、賃金の高い外資系企業への人材流出と汚職事件の防止がなかなか難しい。

今後、経営者倫理の樹立は勿論のこと、有能な経営者の選抜制度とインセンティブを引き出すための奨励制度を確立することが喫緊な課題になると考えられる。

### 注

- (1) 「人民日報（海外版）」1000年10月28日。11月1日。「国有大中型企业建立现代企业制度和加强管理的基本規範（試行）」新聞稿 ([http://www.setc.gov.cn/qygg/setc\\_qygg\\_main222.htm](http://www.setc.gov.cn/qygg/setc_qygg_main222.htm)) を参照。
- (2) 「人民日报（海外版）」1000年1月10日。
- (3) 李捷生「中国「国有企业」の経営と労使関係」御茶の水書房、2000年、191頁を参照。
- (4) 吳叔平、虞後健「股權激励—企業長期激励制度研究与実践」上海遠東出版社、2000年、三頁～四頁を参照。
- (5) 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问题看法的調查——一九九七年中國企業经营者成長与發展專題調查報告」「管理世界」一九九七年第四期、表16を参照。
- (6) 魏剛、楊乃鵠「高級管理層激励与經營績效關係的實証研究」「證券市場導報」、1000年三月号。株主資本利益率（ROE）は、中国で純資産利益率で表わす。上級管理者以上は取締役、総經理、副總經理、会計・技術責任者、監査役、取締役会秘書などを含む。上場企業の殆どはその前身が国有企业である。
- (7) 何德旭「經理股票期权：実施中的問題与对策—兼論国有企业激励—约束机制的建立与完善」「管理世界」1000年第3期。国有企业の経営者調査の原資料は「人民日报」一九九九年二月二七日による。
- (8) 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——一九九七年中國企業经营者成長与發展專題調查報告」「管理世界」一九九七年第四期、表10を参照。

- (9) 虞學孟「關於企業家職業化問題的調查與思考」『改革與理論』二〇〇〇年六期。「五九歲現象」：国企老總有話要說。  
<http://www.yes100.com/item5/0004004.htm>。王賢英「中國上市公司老總年薪知多少」『上市公司』一九九八年八月。
- (10) 王學力編『工資與工資爭議處理實務』人民法院出版社、一九九七年、三〇頁。吳叔平、虞俊健『股權激励—企業長期激励制度研究與實踐』上海遠東出版社、一〇〇〇年、一五頁～一三頁。李朝鮮『中國工資與物價關係研究』陝西人民出版社、一九九六年、五・九頁（例えば、九四年的資金構成は基本給：五七・六%，獎勵金と出来高払い給：一七・九%，手当と補助金：二四・五%）を参照。
- (11) 王學力編『工資與工資爭議處理實務』人民法院出版社、一九九七年、三一頁～五四頁を参照。
- (12) 宋美達「步入小康看錢袋—我國工資分配制度改革的重大突破」<http://www.molss.gov.cn/theme/50Years/04.htm>。
- (13) 勞動部、國務院經濟貿易辦公室「關於改進完善全民所有制企業經營者收入分配弁方的意見」の通知（一九九一年八月二七日）。王學力編『工資與工資爭議處理實務』人民法院出版社、一九九七年、五一四頁～五一七頁を参照。
- (14) 中國企業家調查系統（一九九八）「素質与培訓：麥革時代的中國企業經營管理者—一九九八年中國企業經營管理者成長與發展專題調查報告」『管理世界』一九九八年第四期、表6。吳叔平、虞俊健『股權激励—企業長期激励制度研究與實踐』上海遠東出版社、二〇〇〇年、四〇頁を参照。
- (15) 王賢英「中國上市公司老總年薪知多少」『上市公司』一九九八年八月。
- (16) 上海榮正投資諮詢有限公司（二〇〇〇）「中國上市公司高管薪酬及持股狀況綜合研究報告暨中國企業股權激励狀況總述（二〇〇〇）」『人民日報（海外版）』二〇〇〇年六月三日の記事による。
- (17) Business Week, April 20, 1998, pp. 56-60.
- (18) 王戰強「上市公司高管人員持股狀況研究及政策建議」『證券市場導報』一九九八年九月号、Business weekを参照。
- (19) 狄煌「怎樣給國企經營者加油—再探經營者年薪制和多樣化的股權激勵模式」『改革與理論』二〇〇〇年第七期。
- (20) 「北京市國有工業企業經營管理者年薪制試行弁法」、『中國巨龍』二〇〇〇年一月八日。
- (21) 王學力編『工資與工資爭議處理實務』人民法院出版社、一九九七年、一九八頁～二一八頁。
- (22) 黃斌、聂祖榮「激勵股票期權的理論與實踐」『證券市場導報』、一九九八年一二月。徐偉、楊朝軍「上市公司青睞股權激勵」『上市公司』二〇〇〇年七月。『人民日報（海外版）』二〇〇〇年六月二十四日。
- (23) 黃斌、聂祖榮「激勵股票期權的理論與實踐」『證券市場導報』、一九九八年一二月。徐偉、楊朝軍「上市公司青睞股權激勵」『上市公司』二〇〇〇年七月を参照。
- (24) 中國企業家調查系統（一九九七）「當前我國企業經營者對激勵與約束問題看法的調查」一九九七年中國企業經營者成長與發展專題調查報告』『管理世界』一九九七年第四期、表17を参照。国有企業の場合は、四四・六%の經營者が社会保障制度に不安を感じている。

#### 参考文献

- (1) 李捷生『中国「国有企业」の経営と労使関係』御茶の水書房、二〇〇〇年。
- (2) 吳叔平、虞俊健『股權激励—企業長期激励制度研究與實踐』上海遠東出版社、二〇〇〇年。
- (3) 李朝鮮『中国工資与物價關係研究』陝西人民出版社、一九九六年。
- (4) 王學力編『工資与工資爭議處理實務』人民法院出版社、一九九七年。
- (5) 魏剛、楊乃鵠『高級管理層激勵与經營績效關係的實證研究』『證券市場導報』、二〇〇〇年二月号。
- (6) 宋美達「步入小康看錢袋—我國工資分配制度改革的重大突破」<http://www.molss.gov.cn/theme/50Years/04.htm>

(7)

中国企業家調査系統（一九九五）「現段階中国企業家隊伍の行為特徴調査分析」『管理世界』一九九五年第三期。（調査対象：企業の法人代表者「工場長・経理」、有効回答：二、七五六人、企業形態：国有企业、集團所有企業、外資系企業）

(8)

中国企業家調査系統（一九九七）「当前我国企業經營者对激励与約束問題看法的調查」一九九七年中國企業經營者成長与發展專題調查報告』『管理世界』一九九七年第四期。（調査対象：企業の法人代表者、有効回答：二、一五四人、有効率：三一・五%、企業形態：国有企业、集團所有制企業、外資系企業、合作制企業、民營企業、株式制企業、その他）

(9)

中国企業家調査系統（一九九八）「素質与培訓：變革時代的中国企業經營管理者」一九九八年中國企業經營管理者成長与發展專題調查報告』『管理世界』一九九八年第四期。（調査対象：工場長・経理、有効回答人数：二、四一五人、有効回答率：三〇・二%、企業形態：国有企业、集團所有制企業、私營企業、聯營企業、株式制企業、外資全額出資企業、香港・マカオ・台湾投資企業）

（おう どうめい・主任研究員）

## ナスダックのスーパー・モンタージュ構想

清水 葉子

はじめに

ナスダックが発表していたスーパー・モンタージュ (SuperMontage) と呼ばれる新しい取引システム構想が、  
1990年一月のSECリリースで認可された。<sup>(1)</sup>

ナスダック・システムは、基本的にはマーケット・メーカーやECON、UTP取引所<sup>(2)</sup>が表示する気配価格を市場参加者に対して配信する気配表示システムであり、市場参加者はナスダックのスクリーンを見て気配を確認し、電話やファックスを使って気配を表示しているマーケット・メーカーらに取引意志を伝える仕組みである。基本的なシステムが作られたのはおよそ30年前の一九七一年であるが、その後SelectNet&SOESと呼ばれる電子的な注文回送や自動執行のためのシステムが付加され、現在では電話やファックスに加えて、注文の自動回送や小口注文の自動執行も行なえるよう拡張されている。

新しく構想されているスーパー・モンタージュは、現行のような、気配表示システムを基本に注文回送や執行のためのシステムを付加した形をとっているナスダック・システムの設計を大きく変更し、注文の入力・回送・表示・執行を中心集中的に統合して行なえるようにするものである。

ナスダック市場は、複数のマーケット・メーカーが独立して表示する気配に対して取引が行われるクオート・ドリブンの市場であるから、マーケット・メーカーらはそれが独立した執行の場（市場）を形成していると

いうことができる。もともとのNASDAQ・システムは、このように分散して存在するマーケット・メーカーの気配をスクリーン上に表示することで気配の検索を効率化するシステムに過ぎなかつた。スーパー・モンタージュによつて、従来のような気配表示だけにとどまらず注文の入力から執行までのすべてを中央処理可能にすることは、クオート・ドリブン市場にオーパークション的な性格を持ち込むという意味を持ち、NASDAQの市場設計コンセプトの大軒な変更につながると考えられる。

また、NASDAQ銘柄を取引しているマーケット・メーカー、ECN、UTP取引所にとつては、スーパー・モンタージュの設計次第でその競争条件が大きく左右されることにもなる。実際、スーパー・モンタージュ構想は、一九九九年年末の初期構想以降、九回に及ぶ修正が行われてそのたびに参加者間の意見調整が行われ、導入の経緯は非常に多くの論議を呼んだ。

NASDAQのスパークスマントによる、スーパー・モンタージュがSECによって認可されれば、二〇〇一年末には運営を開始し、二〇〇一年末には完全実施にこぎ着ける予定であると報じられている。

### 構想の背景

そもそも、NASDAQのスーパー・モンタージュ構想が生まれた背景には、アメリカ証券市場の「市場分裂」が懸念されたことが指摘できる。アメリカでは、ECNなどの新しい取引システムが優れたテクノロジーを背景に既存の証券市場から多くの取引を集めようになつた結果、市場全体として取引の執行場所が分散し、一つの市場では十分な流動性が確保できなかつたり最良執行を得ることができなくなるなど、投資家保護上の問題が生じる可能性があると考えられたのである。市場分裂を回避するための最も簡単な方法は取引の場を单一にする」とであるが、これはさむざまな点で必ずしも現実的ではないので、現実的な方策としては、同一銘柄が取引されている複数市場を情報通信システムで結び付けることによつて取引情報を他の市場に伝達し、投資家が他市場より労った価格で取引を行うことのないよう最良執行を確保する」とが考えられる。スーパー・モンタージュも、ECNとマーケット・メーカーの間で分裂した市場を情報通信テクノロジーを用いて統合しようとする試みであると理解することができる。

しかし、NASDAQにとってもと具体的な問題は、NASDAQ上場銘柄の取引の約三割をECNに奪われ、マーケット・メーカーの競争力が低下していることである。ECNは、電子システム上のオーパークション市場であり、NASDAQマーケット・メーカーに比べて、匿名性の維持、執行スピード、入力されている注文状況の開示（システム内の指値注文板の公開）、顧客指値注文の保護（厳密な価格・時間優先執行）などの点で優れているとされる。このため、ECNとの対抗上、NASDAQもECNのような特長を備えた注文回送と執行のためのシステムを早急に構築する必要があつた。

また、NASDAQは当初の気配表示のみのシステムに後になつて注文回送や執行のシステムを付加してきた経緯があるため、現在でも気配の表示と注文の回送、執行の機能が完全に統合されているわけではない。その結果、マーケット・メーカーは表示気配に対し従来の電話などを通じた注文の他、SelectNet、SOESといった多くの窓口を抱えることになり、場合によつては一つの気配に対して複数の窓口で同時に取引が成立してしまつ重複執行（double execution）のリスクも抱えているため、こうした複雑なシステムの整備・統合も必要であつた。

NASDAQは、当初小口注文の自動執行システムであるSOESをグレードアップさせて、執行機能を備えたSuperSOESとする構想を立ち上げ、一九九九年一月にこれをさらに拡大してNODE（Nasdaq Order Display

Facility) JOOCE (Order Collector Facility) を提案した。これは、それぞれ現在のナスダックの気配スクリーンに最良価格も含めて売り買いそれぞれ二本までの価格を表示するシステムと、気配や注文の入力を一元化し複数の気配・価格の注文入力も可能にするシステムであり、スーパー・モンタージュの中心となるシステムである。その後、ナスダックは、当初構想に修正を加えて一九九九年十二月に発表、引き続いて一〇〇〇年三月以降次々と修正リリースを発表し、最終的には二〇〇一年一月に九番目の修正を発表してSECからルール変更の認可を得た。その間、特にECNの大幅な反発もあってコメント募集期間の延長を行うなど、多くの議論を呼んだ。

### ナスダックの現行システム

ナスダックは、NASDが管理下に置く店頭ディーラーの気配を集めて表示する」とを目的として一九七一年に設立された気配表示システムである。現在ナスダックシステムには、マーケット・メーカーとECNが参加してナスダック銘柄の気配価格を表示しているほか、ナスダック上場銘柄を非上場で取引しているUTP取引所からの気配も表示している。

マーケット・メーカーなどの各参加者は、一銘柄につき一度に売りと買いひとつずつの気配を入力することができる。入力された気配は、マーケット・メーカーであれば自己売買もしくは顧客から入ってきた指値を反映することになり、ECNはシステム内の最良価格の注文を、UTP取引所はスペシャリストの売買気配を反映している。入力された気配はナスダックのシステムによって合成され、最も有利な価格の売りと買いの気配が一本ずつスクリーンの上部にNBBBOとして表示される。最良気配以外の気配はナスダックスクリーンの下部に参加者別に表示される。したがって最良気配一本はスクリーン上ですぐ確認することができるが、それ以外の気配は個別に探す必要がある。この統合された最良気配はナスダックのスクリーンで表示されるほか、ベンダー経由でブローカー・ディーラーや機関投資家にも配信される。

現行のナスダックは気配表示システムであるため、入力された気配に対する注文入力や執行は、当初は参加者がマーケット・メーカーに電話やファックスで連絡をとつて行っていた。しかしながら、現在では付加的なプラットフォームとして、SOESが小口注文をマーケット・メーカーの最良気配に対して自動執行する機能を備えているほか、SelectNetが指定したマーケット・メーカーに注文を送る注文回送機能を提供している。SelectNetは注文回送のためのシステムであつて執行機能は持たないが、マーケット・メーカーには最低売買単位または気配表示義務株式数までは表示している気配で売買に応じる義務 (Firm Quote Rule) があるため、回送された注文が表示気配に合致すればマーケット・メーカーに執行義務が生じる。

このようにナスダックのシステムは基本的には気配表示システムであつて、表示された気配に対する注文の入力や取引の執行は気配表示とは独立して行われる。また、既に述べたように注文回送や執行機能を備えたSOEとSelectNetの間には接続関係がないので、マーケット・メーカーは意図せずに両方のシステムで同時に取引が執行されてしまう重複執行のリスクを抱えている。

### スーパー・モンタージュ<sup>(3)</sup>

スーパー・モンタージュでは、新たにNODE (NASDAQ Order Display Facility) JOOCE (Order Collector Facility) と呼ばれるシステムが導入される。前者はナスダック内の気配情報を統合表示するシステムである。現行システムの機能を増強して、マーケット・メーカーとECNなどの参加者の気配を統合処理し、より多くの気

配情報と統合して表示できるようになる。後者は、入力された注文を価格・時間優先などのスーパー・モンタージュの優先ルールに従って執行したりマーケット・メーカーなどに回送するシステムである。

現在のシステムでは、NASDAQの統合画面では最良の売りと買いの気配がそれぞれ一本ずつ表示されおり、最良気配以下の気配は参加者がスクリーンから自分で個別に探すほかなかった。スーパー・モンタージュでは、NODEによってこれら最良気配以下の気配・価格のうちさらに一本まで（最良気配を含めて合計三本）とその価格に対応する合計数量を画面上部の統合画面部分に表示する予定である。これによって、これまで最良気配しか見ることができなかつたNASDAQ画面に、最良価格から三本の価格と数量の合計が表示され、参加者にとっていわゆる市場の「深さ」に関する情報がより多く提供されることになる。これによって、マーケット・メーカーやトレーダーは現在の市場状況に関するより多くの情報を得ることができ、取引リスクを減らすことができる期待されている。このことは間接的にはマーケット・メーカーの提示するスプレッドの縮小にもつながると考えられる。

また、これまでマーケット・メーカーなどのNASDAQ参加者は一銘柄につき一つしか気配を出せなかつたが、スーパー・モンタージュでは複数気配・複数注文の入力を認める。これによって、従来はマーケット・メーカーは顧客が優れた指値を入力した場合、それを自分の気配として表示するなどする必要があつたが、スーパー・モンタージュでは自己売買の気配と委託注文の指値とを別々に入力することができるようになる。また、参加者は匿名で気配を入力することも可能となる（ただし、マーケット・メーカーはルールによって非匿名で売り買い両方の気配を出す義務があることは従来通りである）。

このようにして集められ表示された気配に対して、参加者はマーケット・メーカー、ECONやUTP取引所と同じプラットフォームに注文を入れることができる。注文は、注文の回送先を指定しない無指定注文（non-directed order process）と、注文の回送先を指定したプリファレンス注文（preferred order process）とに分けられる。<sup>(4)</sup>これらは、ECONのファイー込み、あるいは抜きの価格優先・時間優先、もしくは価格優先・サイズ優先などのスーパー・モンタージュの優先ルールに従つて一元的に管理される。<sup>(5)</sup>これ以外に、システムの価格優先などの序列と関係なく指定先に回送される指定注文（directed order process）も用意されている。

この注文入力・処理のシステムによつて、マーケット・メーカーはこれまで個別に持つていた板情報の管理機能の多くを中央システムに譲ることになり、NASDAQ市場全体のオーフショナル化が進むと考えられる。もちろん、執行のシステムが統合されることによってマーケット・メーカーは、前に述べたような重複執行のリスクを負わずに済む。また、気配情報が厳密に中央処理されて優先順位が決まるので、これまでたびたび生じているといわれた、他で出ている顧客指値より劣つた価格で注文が執行されてしまつ「トレイド・スルー」は設計上発生しにくくなる。

## ECONとの競争

一九九七年から施行されたオーダー・ハンドリング・ルールによつて、マーケット・メーカーは自らの気配よりも優れた顧客指値注文を受けた場合、自分で執行するか気配を指値価格に更新するなどの措置をとらない場合には、ECONに回送しなければならないと定められた。このルールによつて、マーケット・メーカーは自らの気配よりも優れた顧客指値を受けることは大きな負担となるため、そのリスクを避けるためにECONを利用してきたということができる。

スーパー・モンタージュの導入によって、マーケット・メーカーは自らの気配とは別に顧客指値を表示する」とがでるようになる。つまり、マーケット・メーカーは、たとえ自らの気配より優れた指値注文を受取った場合でも、自らの表示気配とは別に匿名で顧客指値を表示すればよいので、これまでのようにECNに回送する必要がなくなると考えられる。このため、スーパー・モンタージュの導入はオーダー・ハンドリング・ルールを背景に成長してきたECNの競争力を削ぐことになりかねない。ECNの多くがスーパー・モンタージュの導入に反対してきたのは、スーパー・モンタージュによりて自らの存在意義が低下すると考えているからであると推測である。

また、スーパー・モンタージュではオーダー・フロー・ペイメントなどのリベートを目当てに、最良価格での執行と関係なく特定の相手に注文を送るプリファレンシングも実質上は依然として可能ではあるものの、基本的にはマーケット・メーカーの気配や顧客指値、ECNに出された指値などあらゆる気配・価格が中央システムで厳密な優先順位をつけて一元管理される。マーケット・メーカーがECNに注文回送するもう一つの理由として、他で出でている顧客指値より劣った価格で注文を執行してしまう「トレード・スルー」を避けるという事情を挙げる」とがでるが、これは執行の場所が分散しているディーラ市場であるために生じていた現象であった。スーパー・モンタージュのように市場全体として価格優先が厳密に実行されるシステムができればNASDAQ市場そのものがオークション化し、「トレード・スルー」は設計上生じにくくなる。そのため、「トレード・スルー」を回避するためのECN利用も減少することが予想される。

#### 注

- (1) Securities and Exchange Commission Release No. 34-43863, *SuperMontage*, Jan.19, 2001.
- (2) シカゴ証券取引所をはじめとして、地方証券取引所の中にはナスダック上場銘柄を非上場取引 (Unlisted Trading) するいふべきSECから認可されている取引所があり、UTP取引所と呼ばれています。
- (3) スーパー・モンタージュの認可前の時点での概要については、富田一成(1999)「ナスダックの新取引システム『スーパー・モンタージュ』の概要について」『証券』11000年10月号、に詳しい。その後の変更の主なものは、次の注(4)(5)である。
- (4) 価格優先のうち、ECNのアクセスフィーを表示価格に上乗せして優先順位を決めるモードと、アクセスフィー抜きで決めるモードとがあり、利用者が選択できる。一律にアクセスフィーが上乗せされると、ECNの気配はマーケット・メーカーの気配に比べて不利となるためECNの反対によって選択式が採用された。
- (5) 無指定注文は、通常のオークション市場の注文と同様に、執行相手が誰であるかを問わず、価格優先などの原則に従って執行される。これに対して指定注文は現在のSelectNetと同じで、優先原則に関わらず特定の相手に注文を回送し、相対で取引条件の交渉をする注文の出し方である。新たに設けられたプリファレンス注文はこの中間の注文の出し方で、無指定注文と同じ優先原則に従うが、執行可能になつた時点で指定した相手に送られる。

(しみず もへい・主任研究員)

# 決済機関の行うリスク管理

福本 葵

## 1はじめに

証券の決済には、安全性と効率性の双方が必要である。安全な決済とはリスクの少ない決済である。ここでいうリスクには、信用リスク、流動性リスク、オペレーションナルリスク、システムクリスクがある<sup>(1)</sup>。これら決済リスクを削減するためには、決済に携わる機関がリスクを管理する必要がある。本稿では、決済機関の行うリスク管理について整理、分析する。

## 2 安全保証機能

そこで、まず、リスク管理とは何かについて考えてみたい。証券の売買取引が約定した後の経済行為には、五つの機能がある。第一は証券管理機能、第二は、権利移転機能、第三は権利実現機能、第四が代金移転機能であり、第五がここで扱う安全保証機能である。<sup>(2)</sup>安全保証機能とは売買取引に関わるリスクを削減する機能をいう。リスク管理はこの安全保証機能に含まれる。安全保証機能には、リスクの発生を未然に防止するものと、発生したリスクの波及を防止するものとがある。

リスクの発生を未然に防止する策には、取引所や決済機関がその参加者に一定の水準を設けること、一旦参加者となつた場合でも、一定の水準を充たしているかどうかモニターすることなどがある。また、決済の不履行が生じないよう、貸株市場を整備することもその一つである。貸株市場が整備され、機能することによって、参加者は必要な証券を手当てることができる。取引所や決済機関がファンドを積み立て、参加者にデフォルトが生じた場合、その損失をファンドによってカバーする方法もリスクを未然に防止する策に含まれるであろう。

リスクの波及を防止する方策には、分別管理や各種保証基金があげられる。証券会社は、自己の財産と顧客の財産を分別管理することが義務づけられている。証券会社の倒産によつて、顧客の財産が損失を被ることのないようにするためである。また、証券会社の倒産によつて、顧客が被つた被害については、各国は保証基金を整備し、一定の保証が受けられるようしている。日本における投資者保護基金やアメリカのSIPC (The Securities Investor Protection Corporation) はその例である。

安全保証機能は、決済機関に限つて行われることではない。証券取引所や証券会社等、売買取引に関与する様々な機関がこの機能を担つてている。本稿では、決済機関が行うリスク管理について限定して考えてみたい。

## 3 決済機関の行うリスク管理

決済機関がどのような目的で、どのようなリスク管理を行ふかを見る前に、そもそも決済機関とは何かを整理しておこう。決済機関といつてもその形態は一律でない。売買約定後の経済的行為には、五つの機能があると述べたが、その内の第二の機能である権利移転機能は、広義の決済を指す。売買取引が約定してから、証券を手にするまでの行為である。広義の決済は、計算、照合、清算そして、現物が存在する場合には受渡、ブックエントリー方式であるならば振替という一連の四つのステップ順にを踏襲して完了する。決済という時にこの最後のステップを指す場合もある。一連のステップの総称を広義の決済というのに對し、最後の受渡や振替のみを意味す

る場合は、狭義の決済であると言えるであろう。決済機関といった場合に、大きく分けて、主に清算機能を実現する清算機関と、主に受渡・振替機能を実現する預託機関とがある。日本では独立した清算機関は存在しないが、アメリカにおけるNSCCは清算機関であり、DTCCは預託機関である。決済機関という場合には、清算機関と預託機関の両方を含む。<sup>(3)</sup>

では、決済機関はどのような目的でリスク管理を行うのであるうか。<sup>(4)</sup> その目的には主に三つある。第一に、決済機関は参加者のデフォルトによる潜在的なクレジットロスや流動性圧力を最小限にする目的を持っている。第二に、デフォルトが発生した場合においても、決済をスケジュール通りに行い、デフォルトから生じた損失をデフォルトしなかつた残りの参加者で回復させなければならない。第三に、決済の完了にとつて決定的な全てのソフトウェア、伝達システムのオペレーションの信頼性、安全性を求める必要がある。

前述のように、決済機関といつても一律ではなく、その役割に応じたリスク管理が存在する。また、各国の決済機関が全て同じ方法でリスク管理を行っているという訳ではない。しかし、リスク管理には必要な四つの主要素がある。

#### 4 リスク管理の主要素<sup>(5)</sup>

決済機関が行うリスク管理の主要要素として、四つがあげられている。第一に、リスク管理に対する責任とインセンティブ、第二に、参加者の基準、第三に、信用リスクおよび流動性リスクに対する防護策、第四にオペレーションのセーフガードがある。

##### (1) リスク管理に対する責任とインセンティブ

決済機関が行うリスク管理の主要要素として、第一に、決済機関とその参加者との間におけるリスク管理の責任分配の問題がある。つまり、リスク管理の主導を決済機関が持つのか、参加者と双務的に負担するのかという問題である。決済機関の中には、リスク管理のインセンティブを双務的に維持すること（リスク管理に対する非集中アプローチ）を求めているもの、決済機関がリスク管理の主たる責任を負う（集中的アプローチ）もの、の両方のタイプがある。どちらの場合にせよ、不可欠なことは、その決済機関の参加者がどこに責任が存在するかを明確に理解していることである。

アメリカの決済機関は通常、経済的、オペレーションナルな参加者適格水準を、参加者が遵守しているかを絶えず監視しているフルタイムのスタッフを雇用している。参加者は取引の相手方の債務残高を管理するようには期待されていない。例えば、清算機関の参加者は、清算機関が取引の相手方にとつて代わる（カウンターパーティとなる）前にデフォルトが発生しても、デフォルトした相手方との取引から生じる損失を被ることを想定されとはいえない。参加者にデフォルトが生じた場合、清算機関はデフォルトの前にカウンターパーティとなつていなくても、つまり、保証が効果を発生していなくても、全ての照合後の取引に対する責任を受け入れる。このようなシステムにおける参加者は、リスク管理の完全な責任を清算機関が持っていると想定している。取引の相手方を選ぶ際、相手方の財務状態を考慮することなく、取引の相手方には、単に取引を迅速に正確に行うこと期待するのみである。

アメリカの市場においては、リスク管理の完全な責任を清算機関が負うことが一般的である。しかし、店頭取引の清算機関の中には、信用リスクの管理を参加者に双務的に行わせるような仕組みで構築されているものもある

る。生き残った参加者でクレジットロスを分担する、いわゆるロスシエアリングルールを設けることは、参加者が一部責任を負うことになる。

## (2) 参加者の基準

参加者の基準については、制度を利用したいとする候補者に対し、経済的な基準やオペレーションナルな能力を審査する基準を設けることである。決済機関は通常、経済的な能力、オペレーションナルな能力の両方を充たすことを要求している。また、一旦制度を利用することとなつた参加者に対しても、一定の基準を設け、それを充たすことのできなくなつた参加者に対しては、制度の利用を制限する。その程度が著しい場合には、制度から脱退させる。

多くの決済機関は参加者の資産を格付けするシステムを有している。そして、格付けが低下してきた参加者に対するモニタリングを強化している。オペレーションナルな基準は記録保持、正確でタイムリーな取引報告、コンピューターと伝達能力に対する要求を含んでいる。これらの経済的基準、オペレーションナルな基準は時代と共に進化するものであり、その進化にキャッチアップしなければならない。

経済的能力の基準を高く設定する場合、全ての市場参加者が決済機関の参加者となることが難しくなる。このような場合、決済機関の直接参加者とならなくても、決済機関の提供するサービスを享受するために、制度に間接参加する方法が取られる。決済を外部に委託することによって、間接的ではあるが決済サービスを享受することができ、直接参加者とならないことによつて、決済機関に預託が義務付けられている基金への積立義務を免れることができる。

決済機関もその参加者も共に、新たな参加者に一定の水準を充たすように要求し、その参加を制限するのは、制度の信用力を保護するためには当然の行為である。しかし、これが限度を越えると、過度に参加者を制限し、その一方で、制度の参入を認められた参加者に対して競争力を与えることになる。このような競争阻害的な参加者慣行を排除するために、アメリカにおいては、決済機関は、証券会社等が決済機関が行うサービスに対して、公正で開かれたアクセスが可能となるよう、法的に要求されている。間接参加方式は、参加者でない者が開かけたサービスを享受する手段もある。

## (3) 信用リスクおよび流動性リスクに対する防御策

信用リスクに対しては、デフォルトした参加者からの信用ロスを制限するように、また、生き残ったメンバーによって、損失を回復するように防御策が取られている。流動性リスクについては、決済機関が完全にスケジュール通りに、決済を保証するように防御策が取られている。これらの目的のために、アメリカの決済機関によって採用されている防護策の中には、ネット・デビット・キャップ（ポジション制限）、値洗い、担保、銀行貸出制限がある。これらの防護策のほとんどは信用リスクと流動性リスクの両方に対応するものである。

### ① ネット・デビット・キャップ<sup>(6)</sup>

損失を制限し、時間通りの決済を保証するもつとも直接的な方法は個々の参加者が決済機関に支払う予定の債務の額を直接制限することである。例えば、DTCは参加者にネット・デビット・キャップを設けている。DTCは各参加者ごとに、支払い債務額の上限を設定する。これがネット・デビット・キャップである。ネット・デビット・キャップに達するとそれ以上の証券の振替は行われない。これによつて、参加者がDTCへ支払う債務

(デビット)が、無制限に拡大する」とを制限することができる。

参加者が証券取引を行い、参加者口座への証券の振替が行われることに、参加者のDTCHへのデビット額はリアルタイムで増加する。また、反対に参加者からの証券の振替によって、参加者のDTCHに対する債権額(クレジット)が増加する。ネット・デビット(純債務)とは、デビットからクレジットを減額した後のデビットである。ネット・デビットを減額するには、参加者は銀行を通じてDTCHへフェドワイヤー送金をするなどの処置を取りなければならない。

## ② 値洗い・証拠金

ほとんどのアメリカの清算機関は値洗いを行って市場の価格変動リスクを回避している。例えばNSCCS CONS (Continuous Net Settlement System)における値洗いのプロセスは、Mark to Market方式<sup>(7)</sup>と呼ばれている。この他にも先物の清算には、証拠金が求められる。多くの場合、未実現の損失をカバーするための証拠金は清算会社に支払われるが、反対に、未実現の利益が清算会社から支払われることはない。値洗いを行い、証拠金を求める」とによつて、清算機関は置換コストリスクを回避することができる。

## ③ 担保

アメリカの決済機関は参加者に対し、いくつかの種類の担保を請求している。担保の形態としては、参加者が決済機関に対する直接の担保を要求される場合もあれば、参加者が基金への分担負担<sup>(8)</sup>を求められる場合もある。また、両方の担保を請求されることもある。参加者が決済機関に対する直接の義務を履行することができなかつた場合、および、他の参加者がデフォルトした場合に、基金が取り崩される。

参加者が決済機関に対し、直接の担保を要求される場合、その増額はしばしば行われる。直接の担保請求は、参加者<sup>(9)</sup>とリアルタイムで計算されている場合が多い。それに比べ、必要とされている基金への分担負担を請求される」とは相対的にまれである。例えば、NSCCは各参加者の前月の平均行動をもとに毎月の額を適用する。

受け入れられる担保の形式は決済機関によって異なっている。現金とアメリカ米国債、財務省証券は担保として受け入れられやすい証券であるが、全ての決済機関が株式を受け入れているわけではない。

担保が損失を補うのに十分でなかつた場合、その損失は決済機関の収益から返済されるさらに、その収益が十分でない場合、損失はデフォルトしなかつた参加者の基金の分担負担からも返済される。そして、最終的には、生き残つた参加者に分配された損失が基金を超えてしまつような場合、清算機関はデフォルトしなかつた参加者に追証を請求することができる。しかし、参加者が参加者から抜けることによつて「のようなロスシェアリングを回避する」ともできる。

## ④ クレジット・バンク・ライン(銀行与信限度)

損失を回復する手続きは普通、実行までに暫くの時間がかかる。その間、決済機関はスケジュール通りに決済を行うために流動性の適切な源泉を持たなければならない。担保として保有している資産を売ることによつて利用できる流動性を補つために、多くの清算会社はクレジットバンクライイン(銀行与信限度)を設けている。例えば、DTCHは七億ドルの借入可能枠を銀行から保証している。

## (4) オペレーションのセーフガード

清算と決済のシステムはオペレーションナルなインフラに依るところが大きい。一連の自動清算決済プロセス、

支払いメカニズム、経済的な取扱いを完全に行うためのサポートシステムなどである。インフラの中止はどの部分でも流動性に問題が生じ、取引決済の遅延や資産管理ができないことによって、信用リスクを増大させる。また、オペレーションナルな防護策が決済機関にとってのみならず、決済プロセスに関与する全ての当事者、清算の参加者、商業銀行、中央銀行にとって重要である。

オペレーションナルな防護策は、証券データ、能力の適切さ、ソフトおよびハードのバックアップ、ネットワークリおよび動力源の代替手段の利用可能性を考慮しておかなければならない。予期できない取引量の増加は清算の遅延と中止をもたらす。自動設備、コミュニケーションネットワーク、動力源のバックアップは、機能の中止や停止がもたらす問題を回避するために不可欠である。

アメリカの清算機関は様々なオペレーション防護策を維持している。ほとんどが予備のプロセス設備を持つており、同日の取引を通常、一、二時間で回復させることができる。清算および決済のビジネスの複雑さや重要性、バックアップ能力は、直接、清算と決済のプロセスに参加する参加者の最少要求事項であることを示している。

## 5 日本における決済機関のリスク管理

現在、一九九九年から始まつた決済改革に関する会議の中で、DVPやSTPの実現によるT+1への決済期間短縮とともに、決済機関の統合が大きなテーマとなつていて。決済機関の統合には、清算機関と預託機関の統合という問題と、現在商品（証券）ごとに分かれてくる決済機関、制度の統合という一つの問題が含まれている。決済機関の行うリスク管理を整理、理解することはそれぞれの統合にとって意味がある。清算機関が行うリスク管理と預託機関が行うリスク管理とは必ずしも性格の違うものである。統合に際して、これらの行うリスク管理の性質を理解しておく必要がある。また、商品ごとに分かれている決済機関、制度を統一する際にどのよがなりリスクの管理を行えばよいのかを設計する必要があろう。決済には安全性が必要であり、リスクを管理する」とは安全な決済に不可欠な要因である。

### 注

- (1) 拙稿「証券決済リスクとその削減策」、「証研レポート」No.一五七七、財団法人日本証券経済研究所、四八〇五九頁、一九九九年一二月。
- (2) 機能一から機能四までの説明については、拙稿「証券市場の制度的インフラストラクチャー（上）—約定後経済行為の機能分析—」、「証券経済研究」第二三号、財団法人日本証券経済研究所、四一〇六六頁、二〇〇〇年一月、および「証券市場の制度的インフラストラクチャー（下）—約定後経済行為の機能分析—」、「証券経済研究」第二五号、財団法人日本証券経済研究所、一九九四九頁、二〇〇〇年五月。
- (3) 混乱を避けるため、本稿では狭義の決済という用語を用いず、受渡または振替という用語を使用する。決済機関を含め、決済という用語を用いる時は、広義の決済を示すものとして理解された。
- (4) ハリスは一九九一年三月、Federal Reserve Bank of Staff Studiesとして発表された *Clearance and Settlement In U.S. SECURITIES MARKETS* 論述を参考にした。ハリスの論文は一九九〇年に行われたG-10諸国中央銀行の支払い決済システム会議のために最初に準備されたペーパーである。
- (5) 前述 *Clearance and Settlement In U.S. SECURITIES MARKETS* 参照。
- (6) 「DTCC調査報告書」財団法人証券保管振替機構、一九九七年六月、一四頁。

(7) 拙稿「アメリカにおける清算会社の機能」[証研レポート]No.一五七三、財團法人日本証券経済研究所、五七〇頁、一九九九年八月。

(8) 「DTC調査報告書」財團法人証券保管振替機構、一九九七年六月、一五頁。

(ふくもと あおい・当所研究員)