

証 研



No.1592

2001年3月

米国の貿易赤字について

伊豆 久 (1)

ドイツ取引所の新たな戦略

～IPOと情報提供拡充～

吉川 真裕 (15)

中国の漸進的経済改革について

～市場育成アプローチの紹介を中心に～

王 東明 (30)

ナスダック市場と顧客指値の保護について

清水 葉子 (44)

倒産法とディストレス投資

松尾 順介 (53)

財団法人 日本証券経済研究所

米国の貿易赤字について

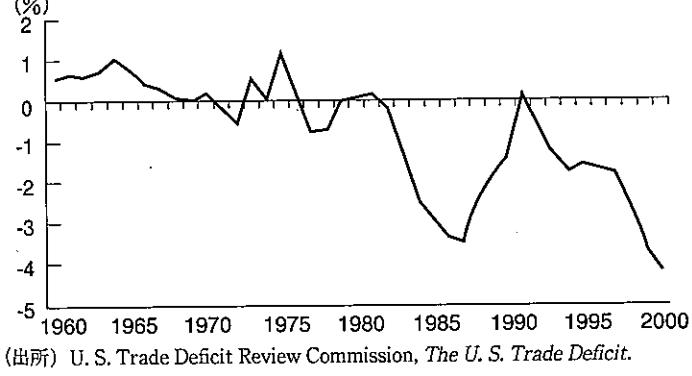
伊豆 久

はじめに

米国の対外経常収支赤字が拡大している。図1が示すように、対GDP比で見ても、八〇年代の最悪期をすでに上回っており、九九年から二年連続して記録を更新している。

ところが、これをどう見るか、と言う点で、議論は大きく分かれている。一方には、対外収支の悪化は、家計部門の赤字とともに新しい「双子の赤字」となつており、好調を続けてきた米国経済の隠れたアキレス腱であるとの見方があるが、現状では少数派である。米国で主流となっているのは、全く反対に、現在の経常収支赤字は米国経済の強さを表すものであって、心配する必要はない、というものなのである。

昨年後半から景気減速、株価の動搖が続く中で、拡大してきた経常収支赤字をどのように捉えるべきなのか、最近の議論を整理してみよう。



1 経常収支赤字の推移

米国の経常収支赤字⁽¹⁾といえば、八〇年代前半、レーガンノミクス下での貿易赤字の拡大が記憶に新しい。これが、結局は、八五年九月のプラザ合意という形での為替レートの大幅な調整につながったのである。

今回の経常赤字はこれを上回っている。八〇年代の赤字は、最大となつた八七年でGDP比三・五%であったが、最近のそれは、九七年、九八年こそ、それぞれ一・七%、二・五%にとどまつていたものの、九九年には三・六%と八七年の赤字を上回つたのである。そして、二〇〇〇年には四%台となることが確実である。いづれし事態を受けて、米国議会では、九八年一〇月に成立した法律に基づき貿易赤字検討委員会 (U.S. Trade Deficit Review Commission)⁽²⁾ が設立され、すでに大部の報告書が発表されている。

2 八〇年代との違い

しかしながら、現在の経常赤字拡大には、八〇年代と大きく異なる点がある。巨額の財政赤字が、今は存在しないのである。八〇年代の米国経済の問題は、財政赤字と経常赤字の「双子の赤字」にあり、そこからの脱却が最重要課題とされていた。すなわち、貿易赤字の主たる原因が、①財政からの景気刺激策→輸入超過、②財政赤字をファイナンスするための高金利→外国からの財務省証券投資拡大→ドル高、にある以上、その解消には財政政策の転換が不可欠であったものの、それを容易に実行できないことは明らかであった。また、将来の生産性上昇(による輸出競争力の増大)を期待することも難しく、結局、対外赤字の調整コストは為替レートに押し付けられ、プラザ合意という形で解決が図られたのである。

ところが、今回の赤字拡大は、確かに規模こそ八〇年代を上回つてはいるものの、財政赤字が存在しない(九七

年以降黒字化）。そこから、現在の経常収支赤字は、財政という人為的要素に原因があった八〇年代の赤字とは性格の異なる、民間経済主体の合理的な選択の結果であつて、いわば「市場」の中で完結した現象である、したがつて、そこに大きな問題はない、との主張がいわば通説となつてしているのである。

3 経常収支赤字の見方

とはいえる、今日の経常収支赤字の原因・性格をめぐっては、様々な議論がある。それを検討する前に、貿易収支と国内マクロ経済、資本収支との関係を確認しておこう。

まず、貿易収支を国内マクロ経済との関係でみれば、

$$\text{貿易収支} = (\text{輸出} - \text{輸入}) = (\text{貯蓄} - \text{投資}) + (\text{税収} - \text{政府支出})$$

という恒等式が成り立つ。したがつて、米国の貿易収支赤字は、①直接的に、米国の輸出が伸びず、輸入が拡大しているため、と見ることができるだけでなく、②米国国内の貯蓄が少なく、投資が多いため、だと言うこともできる。(八〇年代前半であれば、右辺最後の項目である財政収支が重要であったが、現在の財政収支はほぼゼロであるため、ここでは触れない)。

また、国際収支との関係で見れば、経常収支は、

$$\text{経常収支} = (\text{資本輸出} - \text{資本輸入}) + \text{外貨準備増減}$$

という関係にある。つまり、経常収支赤字は、外貨準備の変化を無視すれば、③米国の資本輸出が少なく、反対に米国に流入する資本の額が大きいため、と言つこともできるのである。

実際、現在の経常収支赤字をめぐる議論も、大きく、上記①の（仮に名前を付ければ）輸出・輸入論、②の貯蓄・投資バランス論、③の資本収支論、の三つに分けることができる。本稿では、このうち①と②を検討することとする。(③の資本収支については、次の機会に取り上げる)。

4 輸出・輸入論

経常収支赤字を、直接的に、米国の輸出の伸び悩みと輸入の増大から説明する主張は、第一に、世界経済が低迷する中で米国が史上空前の好景氣にあることを強調する。米国の景気拡大にともなつて輸入が増えるのは当然であり、それに対して、アジア通貨危機以降、同地域では、通貨の下落もあいまつて、輸入の減少、輸出の増大が顕著である。日本の景気低迷は未だ出口が見えず、歐州経済も米国と並んで世界経済を牽引するまでには至っていない。つまり、景気状況のズレによつて、米国が「世界の買い手」として機能しているというわけである。

しかしながら、輸出・輸入そのものの大きさに着目する議論は、これにどまらない。先に触れた議会の貿易赤字検討委員会報告書では、共和党・民主党それぞれの意見が併記されているが、その中で民主党は、貿易相手国との「不平等な関係」、いわゆる不公正貿易論を強く主張している。すなわち、米国の貿易赤字の長期的構造的原因は、外国のダンピング的輸出攻勢と非関税輸入障壁にあり、その背景には、労働者の権利や環境への配慮を軽視した生産コストの引き下げ、政府による過剰な補助金、ケイレツなどの閉鎖的取引関係などがある、との主張である。⁽³⁾現時点では、こうした主張は大きな支持を集めには至っていないが、それは、現在の米国では、企業業績がよく失業率も低いからであろう。過去三〇年間の米国の通商政策が示しているように、失業率や企業業績が悪化しはじめれば（さらにそれに選挙が重なれば）、貿易赤字という経済問題が政治問題に転化され、通商・通貨をめぐる外交交渉に解決が求められるようになる可能性も否定できないであろう。

現在、より有力なのは、貿易赤字の原因を米国国内における貯蓄と投資のアンバランスに求める見解である。

すでに見たように、財政が均衡していれば、貿易収支は、民間の貯蓄と投資の差額に等しいわけであるから、貿易赤字の原因は、設備投資が多いか、貯蓄が少ないとどちらか（あるいはその両方）にあることになる。仮に前者をIT革命説、後者を過小貯蓄説と言つことができるであろう。後者はさらに家計部門の過剰消費を重視する見方と企業の過剰債務を強調する説に分かれる。

(1) IT革命説

ここでいうIT革命説とは、情報通信革命への期待が、米国の期待利潤率を高め、IT投資を中心とする設備投資の増大をもたらしているというものである⁽⁴⁾。その対外収支への影響を、実物タームで考えれば、設備投資（すなわち資本財への需要）が国内の資本財生産を上回っているために、情報通信機器等の資本財を中心に輸入が増えているということになる。また、金融タームで見れば、設備投資資金が国内貯蓄を上回っているために海外からも資金が調達されている、あるいは、米国の期待収益率の上昇に海外からも資金が流入している、ということになる。資金流入の増大によるドル高は、貿易収支赤字をさらに大きくする方向に働く。

そして、活発な設備投資によって生産性が上昇すれば、それは将来の輸出競争力の上昇、貿易収支の改善につながる。すなわち、今回の貿易赤字は、それ自身の内にそれを解消するメカニズムを含んでいるのであって、この点で、八〇年代前半の財政赤字による貿易赤字とは大きく異なるのである。

したがって、現在の貿易赤字は、米国経済の弱さを表すものではなく、全く逆に、IT革命に主導されたさら

なる成長期待の対外的現れに過ぎず、政策的対応の必要な問題ではない、ということになる。投資機会の急速な拡大に対して海外からも資金や商品が集まっていることが、貿易赤字（や資本流入の増大）となつて現れているのであって、それは期待収益率の上昇に対する市場メカニズムの健全な反応（資源の最適配分の実現）以外の何者でもない。「現在の経常收支赤字の拡大は、強い米国経済の反映」⁽⁵⁾なのである。

こうした主張の根拠とされるのは、①現在の好景気の主な原因が、財政支出や消費ではなく設備投資にあること、②貿易の中身を見ても、輸入品に占める資本財の比率が上昇していること、である。

確かに、今回の米国景気において特筆されるべきは、表1が示すように、一〇%を超える伸びを続ける設備投資であろう。米国で設備投資が二年以上連続して二桁の伸びを記録したのは、一九六四—六六年以来である。IT投資を中心とするこうした設備投資主導型の好景気が輸入を増大させているのである。実際、歴史的に見ても、固定投資（設備投資+住宅投資）は、国内景気を媒介に貿易収支と強い相関関係にあるのであって、設備投資が空前の増加を続けている以上、貿易赤字も同様の水準に達したとして不思議はない（図2）。さらに、輸入商品をカテゴリー別に見ると、この五年間で最も伸びが大きかったのは資本財であり（図3）、その中でも、通信設備やコンピュータなどのIT関連商品の輸入が突出して増えているのである（図4）。すなわち、輸入が増大しているといつても、消費財ではなく、設備投資を支える資本財が大きく

表1 実質GDPと各構成要素の成長率（対前期比・年率、季節調整済み） (%)

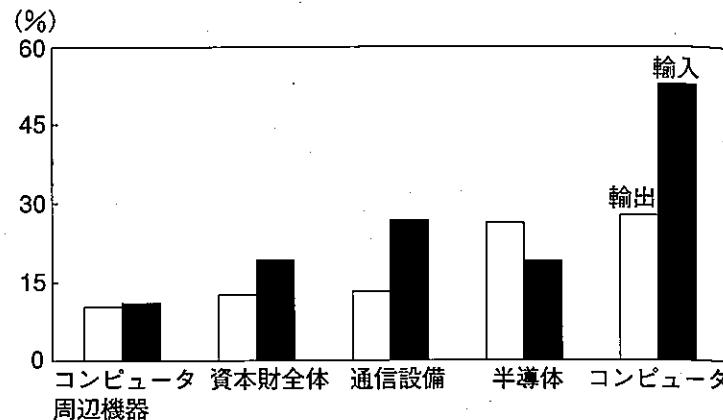
	97年	98年	99年	00年	00年 1-3月	4-6月	7-9月	10-12月
GDP	4.4	4.4	4.2	5.0	4.8	5.6	2.2	1.4
個人消費	3.6	4.7	5.3	5.3	7.6	3.1	4.5	2.9
民間設備投資	12.2	13.0	10.1	12.5	21.0	14.6	7.7	-1.5
民間住宅投資	2.0	8.3	6.4	-0.5	3.2	1.3	-10.6	-2.5
政府支出	2.4	2.1	3.3	2.8	-1.1	4.8	-1.4	2.9

(出所) Bureau of Economic Analysis (www.bea.doc.gov/bea/rels.htm)

個人消費の増大を重視する見方は、今日の米国景気をITバブルに説く個人消費主導型と特徴づけ、その脆弱性に警告を発している。また、企業金融に着目すれば、米国ではROEや株価が上昇する一方で自己資本比率の

とである。

図4 IT関連貿易の変化



- 1) 1996-2000年の輸出入額の変化(年率)。
- 2) 2000年は1-9月ベース。

(出所) 図3と同じ。

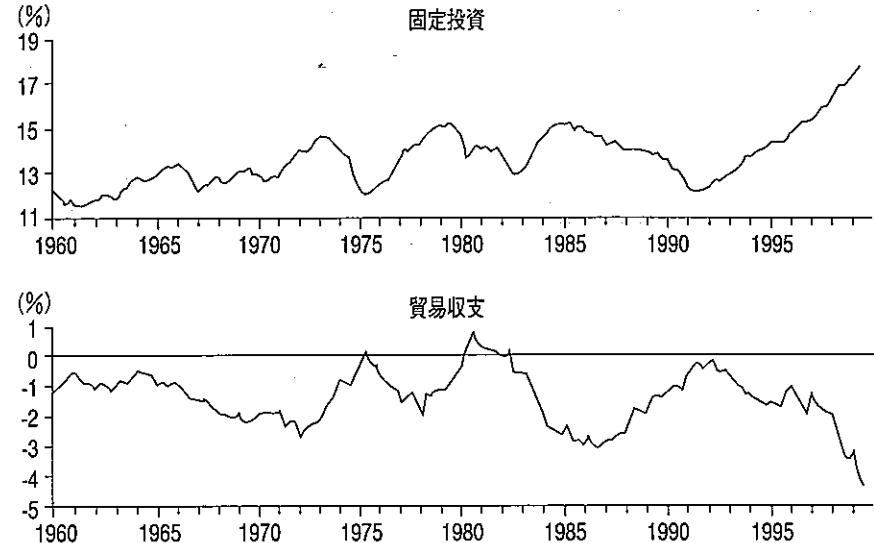
(2) 過小貯蓄説

その一方で、貿易赤字、すなわち投資が貯蓄を上回っているのは、IT革命説の言う設備投資の増大ではなく、貯蓄の低下に原因がある、という主張も一つの有力説となっている。⁽⁶⁾ 貯蓄は、政府部門を除けば、家計の貯蓄と企業の貯蓄から成る。したがって、貯蓄が少ないということは、家計の貯蓄が少ないか（すなわち、個人消費の増大）、企業の貯蓄が少ないか（すなわちマイナスの貯蓄である債務の増大）というこ

伸びている以上、浪費とは言えず、むしろ生産的な貯蓄がなされているのと同じだ、と考えられる。

こうした、現在の经常収支赤字はIT革命による高成長の対外的反映であり、それは問題であるどころか、米国経済の強さを意味するもの、との見方が、現在の米国では主流となつてきているのである。

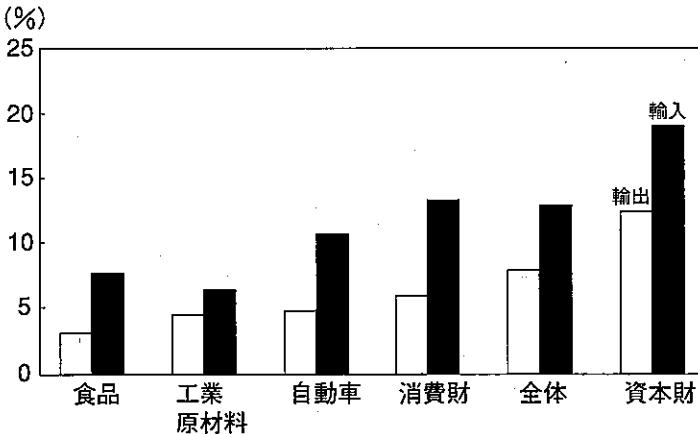
図2 固定投資と貿易収支(対GDP比)



(注) 固定投資=設備投資+住宅投資

(出所) Michael R. Pakko, "The U.S. Trade Deficit and the 'New Economy'", Review(FRB of St. Louis), Sep./Oct. 1999.

図3 商品別輸出入の変化



- 1) 1996-2000年の輸出入額の変化(年率)。
- 2) 2000年は1-9月ベース。

(出所) Economic Report of the President, Jan. 2001.

低下が顕著であり、市場でも株価の上昇と信用リスクの上昇が同時に生じている。対外赤字の増大は、こうした米国経済の歪みの反映ではないか、との見方である。

家計部門の貯蓄率（可処分所得に占める貯蓄の比率）を見ると、九八年の四・二%から一九年には二・二%に低下、そして二〇〇〇年はマイナス〇・一%に転落している。米国の家計部門は、所得を上回る消費を続けているのである。その背景にあるのは、言うまでもなく株価の上昇による資産効果であり、家計は、保有株式の含み益の増大を拡大させているのである。

これが経常収支赤字の主たる原因であるとすれば、消費の伸びは将来の生産性の伸びをもたらさないため、IT革命説と異なって、貿易赤字そのものに将来の黒字転換の論理が内包されていないことになる。となれば、現在の貿易赤字は、景気の引締めによってしか解消しようのない、「悪い貿易赤字」である。その時、ソフト・ランディングは可能なのであろうか。景気の悪化は、株価の急落を招き、逆資産効果が働いて消費が急減する可能性も否定できない。その時には経常収支は改善するであろうが、それは米国経済のハード・ランディングを意味する。それが、過剰消費説（バブル消費説と言つてよいかもしれない）が懸念する展開である。

これは、先ほどのIT革命説と全く逆のストーリーである。なぜ、客観的なマクロデータに基づきながら異なった結論が導かれるのだろうか。表1を見れば、九〇年代後半の米国の景気が設備投資に牽引されたことは疑いもないようであるが、しかし、成長率への貢献度という観点から見ると（表2）、個人消費のほうがはるかに大きい。消費は、GDPに占めるシェアが極めて大きいため（表3）、わずかな伸びで景気全体を左右してしまうのである。他方、設備投資には生産能力を高める機能があるとはいえ、総需要におけるシェアは小さい。設備投資が駆動因となり、それに消費が応えて、好景気が実現しているわけであるが、結局は、設備投資の将来の供給要因をどこまで評価するか、あるいは消費による現在の需要要因をどこまで重視するかによって、結論は異なってしまうのである。

米国経済におけるもう一つの貯蓄不足、すなわち企業債務の増加も軽視することはできない。

図5は、米国の企業金融の動向を示したものであるが、これを見ると、九〇年代の株式市場はマクロ的には資金調達の場として機能していないことがわかる。個別にはベンチャーエンタープライズのIPOが盛んに行われてはいるものの、市場全体では、自社株買いやM&Aなどによって、企業から株主に資金が「還流」されているのである。その一方で、社債の発行など債務の調達が増加している。

つまり、米国企業の旺盛な設備投資と自社株買いは、内部資金だけではまかなえておらず、外部資金に大きく依存しているのである。その結果、自己資本比率の低下が生じ、財務の不安定化が進行している。図6は、低格付け債券の国債とスワップ・レートに対するスプレッドの推移を見たものであるが、現在、すでに九八年のヘッジファンド危機の際の水準を越えていることがわかる。

こうした現象、株価の上昇と信用リスクの上昇が同時に生じているのはどのよ

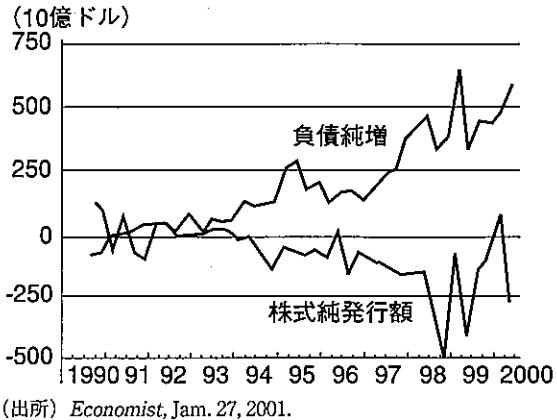
	98年	99年	00年	00年 1~3月	4~6月	7~9月	10~12月	(%)
GDP成長率	4.4	4.2	5.0	4.8	5.6	2.2	1.4	
個人消費	3.12	3.52	3.57	5.03	2.14	2.99	1.92	
民間設備投資	1.54	1.26	1.60	2.54	1.87	1.02	-0.20	
民間住宅投資	0.33	0.27	-0.02	0.14	0.06	-0.47	-0.10	
在庫投資	0.20	-0.37	0.24	-1.76	1.73	-0.22	-0.18	
貿易収支	-1.20	-1.03	-0.87	-0.94	-1.00	-0.90	-0.56	
政府支出	0.38	0.59	0.50	-0.18	0.85	-0.24	0.50	

(出所) 表1に同じ。

2000年	
GDP	9,966 (100 %)
個人消費	6,759 (67.8%)
民間設備投資	1,361 (13.7%)
民間住宅投資	416 (4.2%)
在庫投資	57 (0.6%)
貿易・サービス収支	-370 (-3.7%)
政府支出	1,743 (17.5%)

(出所) 表1に同じ。

図5 米国企業の資金調達

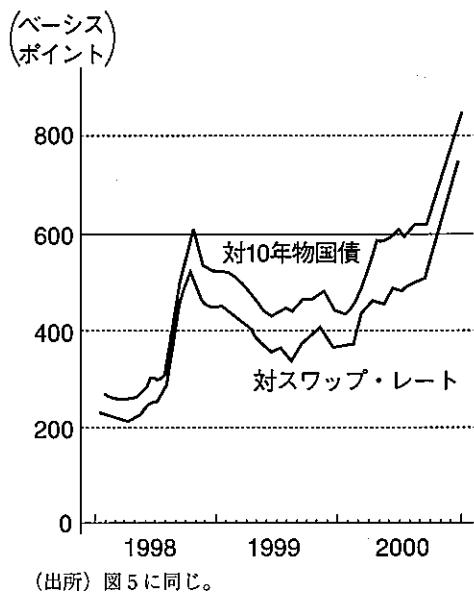


うに解釈すればよいのであろうか。株価の上昇を裏付けるROEの上昇は、利潤率の上昇のみではなく、外部資金の積極的な取り入れによる総資本の拡大、つまりはテコの原理に依存するところが大きい。その結果生じる自己資本比率の低下が信用リスクを高めているのである。そして、相反する両者をつなぐ役割を果たしていたのがIT革命という「神話」だということになろう。財務の脆弱化は「神話」の実現によつてカバーされると信じるもののは、株価の上昇を確信し、「神話」に疑問を感じるものは、信用リスクの上昇という現実を重視しているということであろう。

おわりに

現在までの成長が、たとえ設備投資主導型であつたとしても、それが、急激な信用リスクの上昇を伴うものであり、しかも、そのギャップを埋める「神話」があくまで「神話」にすぎないとすれば、現在の貿易赤字は、企業の赤字との「双子の赤字」として残つてしまつことになるのではないか。企業債務の増大に着目する議論は、こうした懸念を指摘しているのである。

図6 ハイイールド債の利回り格差



よう。

注

- (1) 経常収支とは何かを確認しておこう。経常収支は、①貿易収支、②サービス収支、③所得収支、④経常移転収支の四

に分かれる（国際収支の見方については日本銀行国際収支統計研究会『入門国際収支』東洋経済新報社、1000年参照）。①貿易収支は、財の輸出と輸入の差であり、米国は一九七一年以降、ほぼ一貫して赤字となっている。②サービス収支は、旅行、旅客輸送、特許使用料、金融サービス、コンサルタント収入などの収支。米国の経常収支では唯一の黒字項目で、しかも拡大基調にある。特に、コンサルタント、データベース、金融サービス関係の収入の伸びが大きい。③所得収支は、対外金融債権債務の利子・配当などの受払いの収支。米国は八八年から純債務国に転落して以来、(赤字)から(黒字)へ、九八年以降、この項目も赤字となっている。④經常移転収支は、政府の公的援助が中心である。米国は、通常、赤字であるが、九一年は湾岸戦争にからむ協力資金四二五億ドルの受け取りがあったため例外的に黒字となつた。

(2) 一九九年八月に第一回会議をもいた同委員会は、昨年一一月一四日より1100頁を超える報告書を発表した。同委員会のウェブサイト (www.usitrc.gov/index.html) には、報告書全文のほか多くの関連文献が掲載されており有益である。

(3) U.S. Trade Deficit Review Commission, *The U.S. Trade Deficit*, Nov. 2000, pp. 41-83.

(4) 一方、専門家による議論投資増大に貿易赤字の原因を求める見解についても、多くの文献を参考。Jack L. Hervey and Loula S. Merkel, "A record current deficit: Causes and Implications", *Economic Perspectives* (FRB of Chicago), Fourth Quarter 2000; Michael R. Pakko, "The U.S. Trade Deficit and the New Economy", *Review* (FRB of St. Louis), Sept./Oct. 1999; Paul Bergin, "Should We Worry about the Large U.S. Current Account Deficit?", *Economic Letter* (FRB of San Francisco), Dec. 22, 2000.

(5) Pakko, "The U.S. Trade Deficit", p.19.

(6) 記載不足感じのこゝは、例えば "Survey Corporate Finance", *Economist*, Jan. 27, 2001.

(7) ショット・カーネギー・リバウンド

ドイツ取引所の新たな戦略

／IPOと情報提供拡充／

吉川 真裕

二〇〇一年一月五日、ドイツ取引所はスウェーデンのOMグループ、オーストラリア証券取引所、香港取引所、シンガポール取引所に続いて自らの市場に株式を上場し、新規株式売り出し（IPO）をおこなった。IPOでは約三〇%の株式が売り出され、公募価格はブックビルディングの上限である一株三三五ユーロ、初値は三六二ユーロであり、約八%のプレミアムをつけた。この結果、ドイツ取引所は九億八〇〇〇万ユーロの現金を手に入れ、時価総額ではロンドン証券取引所の約三倍、OMグループの約一・五倍の規模に達する取引所が誕生した。さらに、ドイツ取引所は二月一三日にノイアマルクト・ドットコムと名付けた投資家への情報提供サイトを立ち上げ、翌二月一四日には情報利用料の大幅な引き下げを発表した。二〇〇〇年九月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、OMグループによるロンドン証券取引所の買収提案を傍観する形となつたドイツ取引所は、この株式上場を機に再びヨーロッパ株式市場統合という舞台に返り咲こうとしている。

本稿では、ドイツ取引所とヨーロッパ株式市場統合をめぐる動きを振り返つた後、ドイツ取引所のIPOと情報提供拡充策について紹介し、ドイツ取引所とヨーロッパ株式市場統合の行方について考察する。

1 ドイツ取引所とヨーロッパ株式市場統合

ドイツにはフランクフルト、デュッセルドルフ、ミュンヘン、ハンブルク、シュトゥットガルト、ベルリン、ハノーバー、ブレーメンの八カ所に証券取引所が存在し、ドイツ証券取引所連合会が組織されていたが、一九八六年にはこの組織が改編され、新たな取り組みが開始された。一九八七年には第二部市場が創設され、一九八八年にはドイツ先物取引所（DTB）が設立され、フランクフルトとデュッセルドルフの計算センターが合併してドイツ証券計算センター（DWZ）が誕生し、一九八九年には七つの証券保管振替機関が統合され、ドイツ証券保管振替機関（DKV）が設立された。一九八九年には大手銀行の依頼を受けてDWZが開発した銀行間情報表示システムIBISを利用した取引がオプション上場の予定されていた一四銘柄の株式で開始された。さらに、一九九〇年にはDTBで個別株オプション取引が開始され、一九九一年にはDAX指数を構成する二〇銘柄と長期国債を含めた二八種類の債券を対象として執行機能を備えた改良版IBISが導入された。

イギリスのビッグバン直後からフランクフルト証券取引所を核としてドイツの証券取引所を再編成するという考えがブンデス銀行や大手銀行（ドイツでは銀行が証券業務をおこなえる）をはじめとした金融市場関係者の間では広まつておき、旧IBISの導入はこうした動きを背景としていた。そして、一九八九年のベルリンの壁崩壊、一九九〇年の東西ドイツ統一はドイツ金融市场の再編成による国際競争力向上という空気を一気に盛り上げることになつた。国内で三分の二のシェアを持つフランクフルト証券取引所はこうした流れにいち早く対応し、一九九〇年七月に取引所の運営会社としてフランクフルト証券取引所AGを株式会社として設立した。そして、フランクフルト証券取引所AGの株式の八九%は銀行、残る一一%が仲立人に保有されることになつた。ドイツの証券取引所は各州の商工会議所等が運営しており、迅速な意志決定や革新的な行動が取りにくかつたといふこ

ともあるが、証券市場の主体である大手銀行の意向を反映しやすいように改編したというのが実状のようである。さらに株式会社化と同時にフランクフルト証券取引所はドイツ統一取引所構想を発表した。

一九九三年一月にはフランクフルト証券取引所AGを母体としてドイツ取引所AGが誕生し、フランクフルト証券取引所、IBIS、DTB（一九九四年から）の運営にあたることになった。このほかにもドイツ取引所はDKV（ドイツ取引所清算会社に改名後、セデルとの合併時にクリアストリーム・ドイツチエランドと再改名）、DWZ（現在のドイツ取引所システム会社）、FBF（中東欧取引所・金融市場育成会社）を傘下におさめ、地方取引所が株主となることによってドイツ証券取引所連合会もドイツ取引所に引き継がれ、フランクフルト証券取引所のドイツ統一取引所構想の実現へと近づいた。なお、ドイツ取引所の株式の八一%は銀行、一〇%は地方取引所、残る九%が仲立人によって保有されることになった。⁽¹⁾

一九九六年、ドイツ取引所はIBISに代わる新たな電子取引システムの開発に着手し、アンダーセン・コンサルティングの調査結果を受け、DTBのシステムをベースとして新取引システムの開発を進めた。そして、一九九七年六月にはXETRAリリース1と名付けられたフロント・オフィス・ツールが導入され、一一月にはXETRAリリース2へと移行し、IBISを通じて取引されていた一〇九銘柄の株式はXETRAを通じて取引されるようになった。

一九九八年七月、ドイツ取引所とロンドン証券取引所は将来の共通プラットフォーム開発を目指して戦略的提携を結び、パリ証券取引所をはじめとするヨーロッパの証券取引所を驚かせた。⁽²⁾当面の計画は一九九九年からドイツ取引所の会員はロンドン証券取引所の電子取引システムSETSを通じて取引ができる、ロンドン証券取引所の会員はドイツ取引所のXETRAを通じて取引を可能にすることであったが、ヨーロッパの三〇〇銘柄程度のターフェイスの開発へと合意は後退した。

そこで、DTBとスイス金融先物オプション取引所（SOFFEX）が一九九八年に合併して誕生したEUR EXがシカゴ商品取引所（CBOT）を追い越して世界一の先物取引所となり、フランクフルト証券取引所が一九九七年に開設したベンチャーブル株式市場ノイア・マルクト（Neuer Markt）がヨーロッパ最大のベンチャーブルードと改めるという独自路線を一度は打ち出した。しかし、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の合併計画が発表され、ドイツ取引所は戦略の見直しを迫られることになり、五月二日にはロンドン証券取引所と対等合併し、新取引所は取引システムとしてXETRAを採用すること、ヨーロッパへの進出を計画していたアメリカのNASDAQとの間でベンチャーブル市場を共同子会社として設立すること、そしてマドリード証券取引所とミラノ証券取引所も新取引所に参加する覚書に調印していることが発表された。⁽³⁾

かくして、ヨーロッパの株式市場統合は再び英独取引所を中心として進展するものと思われたが、二〇〇〇年九月にはストックホルム証券取引所を傘下に持つOMグループに敵対的買収をしかけられた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、ヨーロッパ株式市場統合は再び振り出しに戻ることになった。⁽⁴⁾

2 ドイツ取引所の新たな戦略

OMグループによるロンドン証券取引所の敵対的買収に際しては、ドイツ取引所がホワイト・ナイトとしてロンドン証券取引所に対して買収提案をおこなうのではないかという見方が有力であったが、結局、ドイツ取引所は動かなかつた。しかし、水面下ではOMグループに対して英独取引所合併に加わるように交渉していたとも伝えられている。

OMグループによるロンドン証券取引所の敵対的買収が成功すると見ていた向きは少ないが、OMグループは英独取引所合併計画を破談に追い込んだことで目的は十分に達せられたと見る向きは多い。OMグループは二〇〇〇年二月にモルガン・スタンレー・ディーン・ウイッターフとともにクロスボーダー小口ECNとも言えるJIWAYの開設を発表しており、二〇〇〇年一月に予定していたJIWAYの成功のためにはヨーロッパの株式市場統合の核になる英独取引所合併は障害と見られていたに違いないからである。また、OMグループはアドバイザリー料として支払った六億円程度で世界中にOMの名前を売り込んだのであるから、極めて効果的なPRであったという見方もある。しかし、OMグループの希望の星であったJIWAYは二〇〇〇年一月のスタートから期待されたほどの取引は集められてはいない。⁽⁵⁾

とはいっても、JIWAYが提唱したクロスボーダー小口取引というコンセプトはこれを独自に追求するライバルを数多く生み出した。ゴールドマン・サックスはプライム・アクセス(PrimeAccess)というクロスボーダー小口取引サービスを二〇〇〇年九月から開始しており、メリルリンチも二〇〇〇年一〇月からMLXマーケット・エッジ(MIX MarketEdge)というクロスボーダー小口取引サービスをヨーロッパで開始している。さらにJIWAY導入直後にはドイツ取引所とロンドン証券取引所もクロスボーダー小口取引への取り組みを表明していた。

二〇〇〇年一二月五日、ドイツ取引所は次のような小口投資家のためのサービス拡充パッケージを明らかにした。①二〇〇一年第1四半期に小口投資家の執行価格、執行時間、市場の透明性を向上させるため、売り買いそれぞれ最良気配から五番目までの注文をインターネット上で閲覧できるXETRAライブと名付けたサイトを導入する、②二〇〇一年第1四半期にフランクフルト証券取引所のフロアでの執行価格を向上させるために規則変更をおこなう、③二〇〇一年中にフロアでの株式取引の価格決定の責任は執行価格パフォーマンスに応じてブローカーに委ねる、④二〇〇一年第2四半期にはXETRAでの低流動性銘柄の流動性を向上させるため、指定スponsサー(Designated Sponsor)を導入する、⑤現在の問い合わせ窓口を小口投資家のためのセントラル・サービス・ホットラインに一本化する、⑥二〇〇一年にはインターネット上で小口投資家のためのワークショップをおこなう。⁽⁶⁾

さらに、一二月一日にはドイツ取引所の監査役会でロンドン証券取引所との合併計画のために中止した株式上場が再び決議された。今回はユーロボードへの名称変更はおこなわず、ノイア・マルクトではなく、フランクフルト証券取引所(XETRAを含む)のメイン・ボードへの上場が一月中旬の株主総会での承認を経て二〇〇一年二月中旬に計画されていることが報じられた。⁽⁷⁾二〇〇〇年九月にパリ取引所、アムステルダム取引所、ブリュッセル取引所の合併によって誕生したユーロネクストも株式上場を目指していたが、ドイツ取引所に先を越される形となり、あわてて二〇〇一年第2四半期の上場計画を発表した。OMグループによる買収提案に際して持ち株制限の四・九%を撤廃しなかつたロンドン証券取引所は上場計画をいまだ明らかにしておらず、ヨーロッパの主要な取引所の中ではドイツ取引所が一番先に上場を果たすことになり、小口投資家向けサービスの拡充と合わせて、再びドイツ取引所がヨーロッパ株式市場統合で注目を集めることになつてている。

3 ドイツ取引所のIPO

ドイツ取引所はIPO計画の発表後、一八七六万ユーロの資本金を、剩余金の五四三九万ユーロと二〇〇〇年第三四半期までの利益から見込める二二二六万ユーロを繰り入れてIPO前に九五四二万ユーロとして株式分割し、さらにIPOによって三八一七万ユーロ追加する計画も明らかにしていたが、二〇〇一年一月一八日と決定された株主総会までに二〇〇〇年の会計監査を完了することが困難であることから見送られた。この決定の背景にはパリ取引所を中心として三つの取引所が合併してできたユーロネクストが二〇〇〇年の会計監査の結果を用いて二〇〇一年五月のIPOを決定しており、ドイツ取引所は先行利益を得るために一月五日にIPOを実施したかったからであると伝えられている。⁽⁸⁾

一月一八日におこなわれたドイツ取引所の株主総会では七〇九万票のうち反対は一〇票だけという圧倒的な多数でIPO計画が承認され、二月五日の上場へ向けての準備が急ピッチで進められた。⁽⁹⁾ IPOの引受主幹事は前回と同様にドイツチエバンクとゴールドマン・サックスであり、引受シンジケートに参加した業者によるドイツ取引所の評価は二九億ユーロから四三億ユーロという広いレンジで伝えられていた。一月二二日に発表されたブックビルディングのレンジは、売り出し株数をグリーンシュー・オプション（既存株主による株式発行請求権）の三九万株と既存株主による売却可能株数の一六万四〇〇株を合わせて最大二九三万六〇〇株という前提で、一株二八五ユーロから三三五ユーロと決定され、これによればドイツ取引所全体の評価は二九億ユーロから三四億ユーロということになった。そして、一月二二日から二月二日までの九営業日に一四〇回にも及ぶIPO説明会が精力的におこなわれた。

前回のIPO計画では外国の有力業者や機関投資家に優先的に割り当て株主層を国際的に広げるということが意図されていたが、今回のIPOでは最低購入株式数を五株とし、既存株主以外には割り当てをおこなわなかつたので、個人投資家からの応募も殺到し、IPOのブックビルディングは活発におこなわれた。ブックビルディングの期間中にもすでに一〇倍を越える申し込みがあったとか、二〇倍を越えることは明らかであるとも伝えられ、IPO市場全体が世界的に一時ほどの盛り上がりを欠いている中でドイツ取引所のIPOは注目を集めた。また、グレー・マーケット（店頭の相対市場）ではすでにドイツ取引所株の取引が開始されており、ブックビルディングの人気を反映して上限価格の三三五ユーロを上回る価格が伝えられた。

二月四日には外国の機関投資家からの需要が大きく、合計二三倍以上の申し込みがあり、売り出し価格は上限価格の三三五ユーロとなることが明らかにされた。既存株主の応募株数四一万九六七六株とドイツ取引所の従業員に対する二万七七四一株を除いた二七五万株が外部応募者に割り当てられることになり、この結果、ドイツ取引所は九億八〇〇〇万ユーロの現金を手に入れ、時価総額でロンドン証券取引所の約三倍、OMグループの約一・五倍の規模に達する取引所が誕生することになった。なお、この公募株式割り当ての内訳は小口投資家二〇%に対しても機関投資家八〇%、国内投資家二三%（このうち小口投資家六%、機関投資家一七%）に対して外国投資家七七%となり、イギリス（一八%）、アメリカ（一一%）、イタリア（九%）、スイス、スペインといった外国からの応募が多かつたと伝えられている。⁽¹⁰⁾

二月五日の初値は、フランクフルト証券取引所のフロアで三六二ユーロで成立し、公募価格から八・一%の値上がりであり、引け値は三七三ユーロで公募価格から一一・三%の値上がり、初値からでも三・〇%の値上がりであった。前日に二三倍の応募が伝えられていたことから初値での売り抜けが予想され、三五五ユーロ（六%の値上がり）はつけられないと見られていたが、こうした予想を覆す旺盛な買い注文が集まつたようである。

4 ドイツ取引所の情報提供拡充策

二月一二日、ドイツ取引所は子会社であるノイア・マルクト・ドットコムAGが提供するノイア・マルクト・ドットコムと名付けられた投資家への情報提供サイトを同日から立ち上げることを発表した（インターネットのアドレスは <http://www.neuermarkt.com>）。このノイア・マルクト・ドットコムは二〇〇〇年一二月にドイツ取引所が発表した小口投資家のためのサービス拡充パッケージには含まれてはいなかつたが、小口投資家の関心の強いフランクフルト証券取引所のベンチャーブル株式市場であるノイア・マルクトを中心とした情報をより詳しくインターネット上で基本的に無料（リアルタイム情報と過去のリサーチのダウンロードは有料）で提供することにより機関投資家との情報格差を減らし、米国NASDAQ市場の低迷を受けて人気が薄れつつあるヨーロッパ最大のベンチャー株式市場であるノイア・マルクトを活性化させようとするものである。

このサイトではダウジョーンズ・ユーロSTOXX、ノイア・マルクト、NASDAQ、S&P500の株式価格や売買高をほぼリアルタイムで表示し、主要な投資銀行によるリサーチやバックグラウンド・レポート、分析ツールを提供するほか、ダウジョーンズ・ニュースワイアーズ、ロイター、VWD、ベルゼン・ツァイツング、FAZ、フィナンシャルタイムズ・ドイツチエランド、ウォールストリート・ジャーナル、ヨーロッパからのニュースも提供される。さらに、コムディレクト、エントリウム・ディレクト・バンカース、ディレクト・アンラーゲ・バンク、eQオンライン、一八二三ディレクト、の五つのオンラインブローカーを通じて取引をおこなうことも可能となっており、二〇〇一年第二四半期からはドイツ・テレコムのTオンライン・インターナショナルAGとも提携することになっている。⁽¹¹⁾なお、このノイア・マルクト・ドットコムはドイツ取引所が計画していたXETRAライブをはじめて導入しており、売り・買いとも五番目までの板情報が閲覧可能となっている。⁽¹²⁾

翌二月一四日、ドイツ取引所は小口投資家に対する情報利用料を二月一五日から大幅に引き下げる⁽¹³⁾ことを発表した。これまでユーラー当たり一ヶ月三〇ユーロであったXETRAのリアルタイム情報料を売り・買いとも五番目までの板情報で一二マルクに六〇%引き下げ、ノイア・マルクト銘柄に限った板情報はユーラー当たり一ヶ月一八ユーロであつたものを八マルクに五六%引き下げる⁽¹⁴⁾ことがその内容である。この措置によって、XETRAライブの小口投資家への普及をはかり、XETRAライブをはじめて導入したノイア・マルクト・ドットコムの普及にも役立てようというのがその狙いである。

ドイツ取引所のインターネット・サイトにはXETRAライブのデモ・バージョンが見られるページ (http://www.xetra.de/INTERNET/XETRA/xetralive_ueberblick_e.htm) があり、DAX指数とNEMAX五〇指数（ノイア・マルクトの五〇銘柄からなる指数）構成銘柄の一五分遅れの情報が提供されている。情報切り替えボタン、コード記号、最良気配とその数量、直近の取引価格・数量・取引時刻、現在の取引フェイズ、前日引け値、前日からの変化と変化率、寄り付き価格、当日高値と当日安値、直近オーフショントレード価格、累積売買高、累積売買回数、ストップ・バイ・アラート、ストップ・ロス・アラート、が各銘柄ごとに横一列に並んだマーケット・オーバービューが画面の真ん中に表示され、その上にDAX指数、NEMAX五〇指数、MDAX指数、ダウジョーンズ・ユーロSTOXX五〇指数のリアルタイム・グラフ（三カ月、六カ月、一年に切り替え可能）が表示されている。説明によれば、マーケット・オーバービューに表示される銘柄群（最大二〇銘柄）は三種類まで登録することができ、情報切り替えボタンをクリックすると売り・買いとも五番目までの板情報が表示される。⁽¹⁵⁾また、小口投資家のためのサービス拡充パッケージで計画されていたセントラル・サービス・ホットラインとオンライン・セミナー (<http://trainingscenter.deutsche-boerse.com>) も一月末には導入されている。⁽¹⁶⁾

二〇〇〇年九月のロンドン証券取引所によるドイツ取引所との合併撤回以後、ロンドン証券取引所に対する買収提案やJ I WAYの開設によって売買高はかならずしも大きくはないOMグループの存在感がヨーロッパでは強まつた。一時はEUR EXやノイア・マルクトの成功で自信をつけ、ユーロボードという名の下にヨーロッパ株式市場統合の台風の目となると見られ、ロンドン証券取引所との合併計画ではパリ取引所に一泡吹かせたドイツ取引所の存在感は逆に後退するかと思われた。しかし、IPOと小口投資家のための情報提供拡充策によって再びドイツ取引所の存在感はじわじわと強まつてゐる。

さらに、三月一日には機関投資家の利便性向上のためにXETRA・XXLと名付けたブラック取引制度を導入し、POSITやeクロスネットといったクロッキング・ネットワークへの挑戦も試みている。XETRA・XXLはDAX指数とMDAX指数構成銘柄を対象として、一〇時、一四時、一七時の一日三回、XETRAの気配値の中値で大口取引（最低注文額は流動性に応じてMDAX指数構成銘柄では五〇万ユーロと一〇〇万ユーロ、DAX指数構成銘柄では三〇〇万ユーロ、五〇〇万ユーロ、七〇〇万ユーロ）をおこなう取引システムであり、XETRAとは独立した注文板は公開されず、注文の情報漏洩が防止される一方、受け渡し・決済はドイツ取引所経由で安全におこなわれるという利点を有している。⁽¹⁵⁾

また、二〇〇一年二月二六日にロンドン証券取引所がロンドン・クリアリング・ハウス（LCH）とクレーストと協力し、セントラル・カウンター・パーティ（CCP）を導入（ただし、ネットティングは二〇〇一年一月以降）したことに対抗して、二〇〇一年四月末にはXETRAリリース六・〇を導入し、二〇〇一年第3四半期の CCP導入を計画している。⁽¹⁷⁾

とはいゝ、ロンドン証券取引所との提携・合併を二度までも試みたことからも明らかなように、ドイツ取引所は独自路線でヨーロッパの株式市場統合を実現できるとは考へてはいられないはずである。ザイフェルト・チームによる分析でもロンドンがあらゆる面でフランクフルトやパリを圧倒的に引き離しており、その差が縮まる可能性が小さいことは明らかだからである。⁽¹⁸⁾ ロンドン証券取引所がOMグループから敵対的買収をかけられたときには買収を試みなかつたのも、ロンドン証券取引所やその会員業者、ひいてはイギリス国民から反感を買い、将来にわたる決定的な決裂を避けたかったからではないかとも考えられる。IPOで手に入れた莫大な資金の使い道についてもドイツ取引所のザイフェルト最高経営責任者は買収資金として用いることもあるとしながら、ロンドン証券取引所を買収するつもりはないと述べている。さらに、二〇〇〇年九月に辞任したロンドン証券取引所のケイシー最高経営責任者の後任として、ようやく二〇〇一年二月に就任したファース女史（元Liffe副理事長）との話し合いを楽しみにしているとも述べている。

ただし、ザイフェルト氏が注目しているのはシティというインフラであつて、かならずしもロンドン証券取引所であるとは限らない。スイス取引所がトレードポイントを取り込んだような形でドイツ取引所がロンドンへ進出する可能性も否定はできない。⁽¹⁹⁾ セデルと傘下のドイツ取引所クリアリングが対等合併して誕生したクリアストリームを買収するのではないかという見方もあるが、ザイフェルト氏は否定している。ドイツ取引所がIPOで手に入れた莫大な資金をどのように使うのか、五月に予定されているユーロネクストのIPOでどれだけ資金が調達されるのか、残されたロンドン証券取引所はいつIPOを実施するか、ユーロクリアとクリアストリームの決済機関の統合はありえるのか、LCHとクリアネット、EUR EXクリアリングのCCP統合はありえるのか、これらがヨーロッパ株式市場統合をめぐる当面の焦点であろう。

- (一) 電子取引システムXETRAの詳細について、拙稿「マイク証券取引所のXETRA」(『証券経済研究』第117号、11000年9月)を参照。

(2) 英独取引所の戦略的提携について、拙稿「英独証券取引所による戦略的提携の意味であるか――ED統合後の証券取引所の行方」(本誌1156号、11998年11月)を参照。

(3) 英独取引所の合併計画について、拙稿「XETRA英独取引所合併計画」(本誌1158号、11000年6月)を参照。

(4) 合併撤回に至る事態について、拙稿「英独証券取引所の合併計画撤回～OMグループによるED統合後の証券取引所の行方」(本誌1156号、11998年11月)を参照。

(5) →WAY-O-MEGAのクロスボーダーへEDONへ (本誌1158号、11000年11月)を参照。

(6) Deutsche Börse, "Package of measures for even greater liquidity and transparency/Potthoff Increase leading edge against competitors," *Xetra Information*, 5 December 2000 (http://www.xetra.de/INTERNET/XETRA/x4_public.nsf/X_Information_e/16BE319F3B042D65412569AC0042D319?OpenDocument)

(7) William Wright, "Deutsche Börse forges ahead with IPO," *eFinancial News*, 11 December 2000 (<http://www.efinancialnews.com/story.cfm?passedref=14500000000005398&xsection=16>)

(8) Miles Gregory, "Deutsche Börse to vie with Euronext for IPO," *eFinancial News*, 18 December 2000 (<http://www.efinancialnews.com/story.cfm?passedref=1450000000005602&xsection=16>), "Deutsche Börse drops capital increase plans ahead of IPO," *eFinancial News*, 11 January 2001 (<http://www.efinancialnews.com/story.cfm?passedref=1450000000007637&xsection=16>)

(9) "ROUNDUP Deutsche Boerse IPO approval paves way for acquisitions," *AFX News*, 18 January 2001 (http://www.europeaninvestor.com/EIC/Toolkit/Print_Story/1,2292,CD|LG=EN|NID=2604511,00.html)

(10) Carmel Crimmins, "Deutsche Boerse debut to grab European centre stage," *Reuters*, 4 February 2001 (http://biz.yahoo.com/rf/010204/10447422_6.html)

(11) Deutsche Börse, "NeuerMarkt.com AG startet Investmentportal Für Privatanleger," *News*, 13 Februar 2001 60 Percent," *News*, 14 February 2001

(12) Deutsche Börse, "Deutsche Börse Reduces Costs for Distribution of Real-Time Prices to Private Investors by as much as 60 Percent," *News*, 14 February 2001

(13) "マイク取引所は11月11日からヘッタ・ツハーツバウアントの東田篤と黒森義人による「→WAY-O-MEGAのクロスボーダーへEDONへ」用11月11日より発表します。Deutsche Börse, "Xetra Live bis 31. März kostenlos unter www.neuermarkt.com," *Xetra Information*, 23 Februar 2001 (http://www.xetra.de/INTERNET/XETRA/x4_public.nsf/X_Information/08D9d84EA6A601BD412569FC004B5&37?OpenDocument)

(14) メルマガ「証券取引所の戦略的提携によるED統合後の証券取引所の行方」(本誌1156号、11998年11月)を参照。

(15) Deutsche Börse, "Neues Lernportal im Internet bietet Schulungsprogramm für Börseninteressierte/ Xetra Live im Internet verfügbar über www.xetra.de/INTERNET/XETRA/x4_public.nsf/X_Information/0CBF4FB5B15B144D341256A0" http://www.xetra.de/INTERNET/XETRA/x4_public.nsf/X_Information/0CBF4FB5B15B144D341256A0_e.htmを参照。

100379FDA?OpenDocument)

(16) Deutsche Börse, "Xetra XXL offers first exchange-based, fully electronic block trading facility/ Avoids negative price effects and increases process efficiency/ Market launch on March 2, 2001" Xetra Information, 28 Februar 2001

(http://www.zetra.de/INTERNET/XETRA/x4_xdlnsf/WebMaskenformelnEnglish/2F11F3119A96AEE41256AA02004636FB?OpenDocument)

(17) Deutsche Börse, "Xetra: Xetra Release 6.0 Provides More Functions," Reporter, February 2001 ([http://deutsche-boerse.com/INTERNET/EXCHANGE/ex_services.nsf/WebDownloadReporter/e4746F48D6F13A9A4412569F50049F188/\\$FILE/Reporter_01_01_E.pdf](http://deutsche-boerse.com/INTERNET/EXCHANGE/ex_services.nsf/WebDownloadReporter/e4746F48D6F13A9A4412569F50049F188/$FILE/Reporter_01_01_E.pdf))

(18) Werner G. Seifert, Ann-Kristen Achleitner, Frank Mattern, Clara C. Streit and Hans-Joachim Voth, European Capital Markets, Mcmillan, 2000.

(19) ベイビー取引所がトーナメント方式で、ポートフォリオが誕生するに必要な総額以上の資金、総額「ポートフォリオのローバルマーケット」(本拠地内八国町、11000年八月)を終盤。

(もしかね もぐらね・相思寡歡)

(29)

中国の漸進的経済改革について ～市場育成アプローチの紹介を中心～

王 東明

1 はじめに

中国の経済改革つまり計画経済体制から市場経済への移行は、既に二〇年以上の歳月を経過した。現在のことろ、少なくとも統計数字から見れば、経済は年平均で九・五%前後（GDP）の成長率を達成し、世界第二位の外資導入国（直接投資）と外貨準備国となり、近年では「低インフレ、高成長」という経済の軟着陸（ソフト・ランディング）も実現し、「中国の奇蹟」⁽¹⁾といわれるようになっている。しかし、市场化の進展に伴って、経済改革は現在企業のリストラによる失業やレイオフ（「下崗」・一時帰休）、貧富格差の拡大と腐敗の蔓延、国有企業の赤字と不良債権問題、「現代企業制度」の確立、所有制改革、財政・金融制度改革および社会保障制度の整備などの難問にも直面している。

この二〇年間の経済改革を振り返って見ると、東大の中兼和津次教授は三つの構造転換と総括している。⁽²⁾すなわち、経済発展ないし開発という構造転換、体制移行という経済制度全体の転換および近代化という社会構造そのものの転換である。しかも、この三つの構造転換は相互促進的な関係にあり、改革は「基本的には漸進主義的な、しかし時には急激な計画体制から市場体制への移行が見られる」と教授は指摘する。

一方、中国式の漸進主義的改革に對して、旧ソ連や旧東欧諸国はIMF主導の急進主義的「ショック療法」の改革を推進し、経済の低迷や高インフレ、闇経済など様々な混乱が起り、期待どおりの成果が生まれなかつた。しかし、中国の成功経験を他の体制移行国に応用できるかどうか、つまりその普遍性を持つてゐるかどうか、「漸進主義か、急進主義か」といった改革の方法や移行政策をめぐつて様々な議論を呼んでゐる。

これらの体制移行に関する議論のなか、特に、注目されているのは「開発経済論」や「中国経済論」の大家である石川滋（一橋大学名誉教授）の「市場育成アプローチ」ないし「市場経済発展促進的アプローチ」（以下、石川アプローチと略す）である。⁽⁴⁾ 石川アプローチは、一九九六年実施されたOECF開発援助研究所の「東アジア移行経済（中国とベトナム）の国有企业改革」の調査⁽⁵⁾に基づいて、「開発政策論」としての政府の役割を強調し、途上国の経済システムの特性つまり市場経済の低発達や、それを補完する資源配分システムとしての慣習経済の根強い存続を配慮したうえでの政策志向の重要性を主張している。

以下は、石川論文（「中国の国有企业改革—市場育成アプローチによる研究」⁽⁶⁾）に沿つて、世界銀行のアプローチ（以下、世銀のアプローチと略す）や中国社会科学院のアプローチ（総合的アプローチ）と比較しながら、石川アプローチの主な内容を紹介し、中国の漸進的経済改革の成功経験と教訓を整理し、体制移行の問題点と今後の課題を考えてみたい。

2 国有企業改革への三つのアプローチ

石川論文では三つのアプローチを取り上げて国有企业改革を分析している。すなわち、世界銀行のアプローチ（機能的アプローチ⁽⁷⁾とも呼ぶ）、中国社会科学院のアプローチ（総合的アプローチ）および石川アプローチである。なぜ市場経済化という大目的は一致しているのに、各々のアプローチが違うのか。まず世銀のアプローチの論点から整理する」といふ。

（1）世銀のアプローチ

世銀のアプローチに関して、石川教授は世界銀行の中国およびモンゴル局から出された二つの文献⁽⁸⁾を取り上げて論点を整理した。

まず第一の文献（China: Reform of State-Owned Enterprises）では、中国国有企业の現在の最も重大な問題は、国有企业による資源の誤配分とマクロ経済の不安定への寄与であると現状分析した。ここで資源の誤配分の原因は、（1）投資資金は市場ではなく、信用計画と地方政府によって配分される。そのため、資本がいつも最も生産的な部門に投資されるわけではない。（2）社会的サービスは企業にしばりつけられるため、サービスの供与は非能率であり、労働者は容易に企業間を移動することができないとこうことである。

また、マクロ経済の不安定の原因是国有企业の赤字にあり、国有企业の投資はその利潤率が低いため自力でわずかしか支弁できず、主に銀行借入に依存し、国家銀行システムの不安にもなりかねない。

これらの問題に対しても、世銀は次の政策オプションを提言する。すなわち、（1）成績改善の強いインセンティブを与える政策枠組みをつくること。主な政策として、信用力のない企業に借り入れ経路を制限すること、競争を促進することおよびコーポレート・ガバナンスの強化を図ることである。（2）再組織のプログラムは、社会サービスを政府に移すこと、小企業を非国有部門に移すこと、成長性のある大企業のリストラを図ることおよび成長性のない赤字企業を清算することが含まれる。

第二の文献 (China's Management of Enterprise Assets: the State as Shareholder) では、国有企业改革の法的側面の基本問題が（1）経営自主権の導入、（2）国有企业の法人化、（3）国有企业所有権者としての国家の役割の明確化、（4）経済の規制者としての国家の役割の明確化であると述べられ、この四つの側面での改革・改善を中心的な課題とし、政策オプションを求めている。

またロシア・東欧諸国の全面的な民営化と異なり、中国における国有企业改革の公式目的は、基幹的国有企業に対する国家所有権者を維持し、その経営成績を市場志向のインセンティブ確立によつて改善することにある。しかし、この核心問題の改革の進展が緩慢で、また新しい困難も創出している。例えば、資産窃盗、脱税、資本取り崩し、賃金ごまかしなどである。そして大量の投資資金が非効率な国有部門に集中され、成長のエンジンとなつた非国有企業の投資が押し出されている。弱体な国有銀行システムが経営危機に陥る。

これらの問題に対する政策提言は、（1）法的枠組みおよび国有企业財産権、（2）組織改革、（3）コーポレート・ガバナンス、（4）財務会計制度および統制という四つの側面にわたつていて、

以上の世銀のアプローチに対して、石川教授は世銀のアプローチの特色と問題点をまとめている。つまり「世銀アプローチ」の最大の特色は成熟した経済（米英の市場経済）および企業モデル（近代的法人、株式会社制度）を物差しとして中国の国有企业を分析することである。モデルと中国の現実との距離測定において精緻であり、参考価値が高い。

しかし、問題は距離の発生原因を途上国政府の統制主義的な市場（「人工的な歪み」）への政策介入の事実に求め、市場の低発達の諸要因（慣習経済的諸要因：「生まれつきの歪み」）の重要性を認めようとしないことにある。また、この認識に基づいて出された世銀の処方箋はモデルと現実との距離をなくすための「即時民営化」（ビッグバン）である。しかし統制主義を排除した後、市場経済の強化育成のための何らかの中間的なステップを介在させることが殆ど考慮されていないことが問題であると石川教授は指摘する。

(2) 総合的アプローチ

中国社会科学院のアプローチは総合的アプローチと見なされ、中国社会科学院工業經濟研究所の「大幅欠損企業の欠損原因⁽⁹⁾」という論文からアプローチの論点が抽出されている。総合的アプローチは世銀のアプローチと比べ、「特定の理論に発する視点からではなく（理論的には多分折衷主義的に）、包括的に要因を取り上げること」が特徴であると石川教授は指摘する。

具体的な欠損原因リストについては、経済システム的要因と生産力の側からする要因で構成されている。まず前者の場合は、企業内要因（政企関係および所有と経営の関係）と企業外要因との違いが重視されている。企業外要因としては旧段階から受け継いでいる制度的遺制（「残りかす」）、旧経営管理方式および経営観念、過剰人員、社会福祉負担、債務負担などを取り上げることができる。そして経済の初期条件や政府の政策からの特殊なインパクトが重視されている。また後者の場合は、生産力の側からする要因として成長産業・衰退産業の別、比較優位構造の変化などを取り上げることができる。

総合的アプローチは特定の理論で進む際にありうるべき重大な事実要因の見逃しを避けることができる。しかし、「これらの諸要因がどのようにして最終的成績をもたらすかの説明が容易でない。かくては、現状分析の帰結から的确に政策提言を導くことも困難となろう」と石川教授は分析している。

(3) 石川アプローチ

石川アプローチは「市場経済発展促進アプローチ」と称し、世銀のアプローチよりはるかに総合的アプローチ（中国社会科学院のアプローチ）に近い。世銀のアプローチとの大きな違いは、市場経済形成の不完全性という事実を、それぞれのアプローチによって立つ理論の前題として加えるかどうかという点にあると教授は解説している。また、総合的アプローチとの類似点は「成績決定因の探究に際して、市場経済の未形成や発展段階の継続をも視野に入れた事実把握の包括性にある。しかし、あまりにも多くの要因を取り込むことによる分析上の困難は、回避することが望ましい」。これに対して、石川アプローチは「国有企业そのものを含む市場経済システムの育成強化にならなければならない」という認識の上に立って、要因の再編成を企てている」。

① 現状分析の総枠組み

石川教授は国有企业研究の総枠組みとして三つの研究ステップを考えた。すなわち、国有企业発展段階モデルの立案、そのモデルにおける現段階の特定および現段階に適合する処方箋の立案である。また、中国にふさわしい国有企业発展段階モデルとして五段階が立案された。これはa. 家産制国有企业（中華人民共和国以前の段階）、b. 計画経済的国有企业、c. 経済自主権強化の国有企业（現段階）d. 法人化（典型的には株式会社化・少数）、e. 民営化（小企業のみ）である。

② 現状分析

石川教授は以上の現状分析の枠組みをもつて市場育成アプローチを展開している。まず第一の課題としては、

統計的に把握できる企業成績を検討する必要がある。第二の課題としては、
しては、国有企业の制度的安定ないし段階移行の進展についてみると
ことが必要である。現段階では、自主権強化および法人化の進展度
および問題点をみると重要である。そして、個別研究としては
国有企业自体の制度・組織・技術、労働市場と企業および財政シス
テム・金融市場環境と企業の三つに分けて分析することである。個
別研究の主な内容は次のように要約する。

(i) 国有企業自体の制度・組織・技術

ここでは国有企业の経営自主権の強化および法人化（特に株式会
社化）の導入という政策目標を立て、国有企业の法制度の改革およ
び企業の内部組織や技術の革新という課題がどのように進んでいる
かを見ることが重要である。計画化段階の「工廠制」（国の統一領
導・統一計画に従う、政府の「絶対的支配」）において、国有企业は
政府行政機関の付属物であり、経営自主権が殆どなかった。経営自
主権強化の段階（一四項目）においては、人事権、投資決定権およ
び資産処分・購入権を十分に与えていない（表1、表2）。九三年以
降の法人化段階においては、国の「企業支配」が続く、「会社法」が

表2 経理の任命方法

任命方法	比率(%)
主管部門の任命	86.6
企業労働者選出	3.7
董事会任命	8.6
公開の競争的選出	1.1

(出所) 海外経済協力基金開発援助研究会編纂『東アジアとベトナムの現行経済の国有企業改革』(OECF, research papers, no.24), 要約表10。

施行され、「現代企業制度」という用語を用いはじめたが、複数の所有権者（ライセンシーストリーム）が存在することで、責任の所在が依然不明確である。そして、企業の成績決定要因として企業の技術・組織の水準が重要視されている。九〇年代以降、外資系企業と国有企业の間の競争は激化している。

(ii) 労働市場と企業

国有企业セクターの「聖域化」は、終身雇用と身分的に「丸がかえ」で維持され、現在では過剰人員やレイオフ（「下崗」）がもはや他人のことではない。八五年以降、「賃金総額・経営効率リンク制」が実施され、交渉の際に、企業は情報のうえで有利な地位にあり、変数を操作し、インサイダー・コントロールの一種であると見られている。また「職務・技能賃金制度」も実施された。労働力流動化の傾向が出ており、賃金決定の平均主義排除の動きは労働市場の形成発展にとって新しい有利要因となっている。しかし、過剰労働の存在、社会保障制度の未整備、「企業と社会の未分離」という慣習的意識が依然強く、企業内の労働力は容易に移動せず、賃金は生活給的、平均主義的な特徴から脱出することは難しい。

(iii) 財政システム・金融市場環境と企業

計画経済期において、金融は受動的であったが、現在は「裏方」から「主役」へと移行した。財政面の改革では、利潤留保の許容、「利改税」（利潤上納から税金へと切り替え）、「撥改貸」（財政投融資から銀行融資へと切り替え）および「予算外資金」などの変化があった。銀行システムは中央銀行と商業銀行を分け、「商業銀行法」も施行された。財政システム分権化とその効果は「撥改貸」、「分税制」、「予算外資金」および「財政請負制」などをもたらした。それと同時に、「攤派」（税外負担の強制割り当て）、「集資」、「企業支配」、「地方主義」、「非生産目的」の建設および「重複投資」などの弊害も出てきている。また、銀行システムと不良債権について、單一銀行システムの「二層化」（七八年～八四年）から始まり、九〇年代は中央銀行、四大国有商業銀行、国有政策金融銀行、民間商業銀行および都市合作銀行などの市場経済にふさわしい金融システムが出来上がった。それに伴って、「預金獲得競争」、「金利競争」および「貸付け競争」なども生じ、「銀行経営の失敗と国有企业の経営の失敗」とが結びついて悪循環を形成し、銀行の不良債権と企業の不良債務との相乗的増加が招来されている」とことである。国有銀行の地位は、国有企业と同じように、依然として政府の付属物以上に出ない。そして債務消却ための「破産申請」（事実上そのまま存続）を申し立てる企業も出ている状況である。

③ 現状分析の要約と政策含意

経済改革の開始以後、「工廠制」から「経営自主権強化」段階に大きく移行した。また法人化段階に向けての「公司法」も制定された。しかし、政・企関係の分離ができず（国の「絶対支配」が残る）、国企所有権が不明確である。そして自主権の強化がある点以上に進まない（とくに、人事権、投資決定権。攤派拒否権はほとんどゼロ）。経営側のインサイダー・コントロール類似の出来事が盛行し、財産の流出、純産出に対する労働分配率の増大（資本分配率の減少）などが見られる。

企業の過剰労働の負担が重く、労働者の平均主義の賃金体系への執着が依然強く、労働力の大部分も「聖域」を離れようとしない。また、金融仲介機能が発達しない。借り手の信用観念が育っていないため、不良債権問題

は深刻である。

企業活動成績としては、利益最大化に基づく資源配分を行う条件が整っていない。九〇年代以後、「経営自主権強化」段階の制度的停滞期（「制度疲労」期）に対し、「市場育成アプローチ」による打開策を求めている。次の「発展段階」の諸制度（現代企業制度・株式会社、有限会社）はそれに対応する株式・債券市場、より商業的な銀行システムおよび社会保障制度の創設などが必要である。また、株式会社の創設に関してはコーギボレー・ガバナンスの貫徹、余剰人員の整理および合理化措置が不可欠で、職員労働者の反発が強く、社会保障制度のより急速な発展がない限り、法人化は困難である。

④ 政策提案

以上の分析に基づいて、石川教授は次のような政策を提案した。すなわち、企業の制度・組織については、所有権の明確化とそれを行使する特定機関の決定、技術組織の近代化である。また、労働市場は社会保障制度の強化、企業内・企業間の賃金・給与の平均（平等）主義の漸進的排除、雇用の契約化および労働力市場の漸進的流動化である。財政・金融については、中央・地方間の財政・収支関係のより一層の近代化・ルール化。企業収入への直接的依存を断つ。銀行の金融仲介の独立性、熟練、能率の強化および資本市場育成による家計貯蓄の追加的動員という政策提案である。

3 むすびにかえて

以上、市場育成アプローチ（石川アプローチ）の紹介を通して、中国の漸進的経済改革の様々な側面を見てきた。石川アプローチは国有企业改革における研究分析の枠組みと方法論を提示し、移行経済の国において、市場の低発達や慣習経済の根強い存続（「残りかす」）と中間的なステップの重要性を強調し、それを認識したうえでのアプローチの方法として評価すべきである。ある意味で石川アプローチは漸進的改革の理論的根拠を与えていられると思われる。

しかし、石川論文は、企業・政府の意思決定の在り方について、特に、企業ガバナンスにおける党組織の機能と役割について、明確な提言を示していない。旧發展段階の「残りかす」として政府の慣行、党組織の慣行はどういうに変化したのか、企業のチェック体制、責任体制の明確化・明文化および基準化は、移行経済において、今後重要なステップになると考えられる。九六年のOECFの国有企业改革の調査は、少なくとも中国とベトナムにおいて、国有企业の民営化を急ぐのではなく、国有企业を近代的な株式会社へと変化させ、優先課題の一つとしては企業統治（コーポレート・ガバナンス）の確立を図ることが重要であるというメッセージージを出している。

また、新しい制度を確立するには、一定の時間と条件が必要で、体制移行における「漸進主義か、急進主義か」という二分法（ディコトミー）は必ずしも適切な分類法とはいえない。⁽¹⁰⁾ 例えば、九八年からスタートした三大改革（国有企业、金融システム、行政改革の三年内達成）については、企業のリストラや行政機構の統廃合および中央、地方政府職員の半減計画が実行された。それによって、大量の余剰人員がレイオフ（「下崗」）された。今回の措置はかなり大胆的かつ急進主義的な手法を探っているのではないかと考えられる。しかし、もしこれらの余剰人員を吸収する受け皿を用意せず、また社会保障制度も整備されない状況でレイオフを実行すれば、社会的不安にもなりかねない。その意味で、体制移行の様々な初期条件や旧慣行、そして経済発展と移行コストとの

バランスも十分に考えたうえでの政策の立案が必要になるのではないかと思われる。

注

- (1) 林毅夫・蔡昉・李周（一九九四）『中国的奇蹟：發展戰略与經濟改革』上海三聯書店、上海人民出版社。日本語訳・林毅夫・蔡昉・李周（一九九七）『中国の経済発展』（渡辺利夫【監訳】、杜進【訳】）日本評論社。
- (2) 中兼和津次（一〇〇〇）「漸進主義的経済改革の再検討」、中兼和津次編『現代中国の構造変動2、経済—構造変動と市場化』東京大学出版会、四頁～五頁を参照。
- (3) 漸進主義的改革方式と急進主義的改革方式に関する議論は、中兼和津次（一〇〇〇）、丸川知雄（一九九六）、長岡貞男／馬成三／S・アラギンスキイ（一九九六）、林毅夫・蔡昉・李周（一九九四）、ノートン（一九九五）およびサックス等（一九九四）を参照されたい。
- (4) 石川滋（一九九七a）「市場経済発展促進的アプローチ—理論的位置づけと応用—」『開発援助研究』、第四卷第四号、一九九七年。石川滋（一九九七b）「中国の国有企业改革—市場育成アプローチによる研究—」『開発援助研究』、第四卷第四号、一九九七年を参照。
- (5) OECD開発援助研究所は一九九六年に中国社会科学院経済研究所とベトナム経済管理中央研究所と共同で実施した国有企业改革の調査である。中国の国有企业は約八〇〇社、ベトナムの国有企业は約二〇〇社である。同調査は主に国有企业の経営と財務に焦点を当てたものである。海外経済協力基金開発援助研究所編纂（一九九八）『東アジア移行経済（中国とベトナム）の国有企业改革』（OECD research papers, no.24）。『開発援助研究』の「東アジア移行経済（中国とベトナム）の国有企业改革」の論文特集、第四卷第四号、一九九七年を参照。
- (6) 石川滋（一九九七b）「中国の国有企业改革—市場育成アプローチによる研究—」『開発援助研究』、第四卷第四号、一九九七年。
- (7) 市場経済低開発の途上国において、世界銀行の「機能的アプローチ」とは、国有部門を公共財や公共財的サービスの供給に限定し、その他の部分は民間セクターに譲り渡すとする方針である。
- (8) 世界銀行の「」の論文は、China: Reform of State-Owned Enterprises, China and Mongolia Department, World Bank, 1996 と China's Management of Enterprise Assets: the State as Shareholder, China and Mongolia Department, World Bank, 1997 である。
- (9) 中国社会科学院「嚴重欠損国有企业研究」課題組、「嚴重欠損国有企业原因剖析」『管理世界』（第七〇期）一九九七年第一期。
- (10) 中兼和津次（一〇〇〇）「漸進主義的経済改革の再検討」、中兼和津次編『現代中国の構造変動2、経済—構造変動と市場化』東京大学出版会を参照。
- 参考文献
- (1) 石川滋（一九九〇）『開発経済学の基本問題』岩波書店、一九九〇年。
- (2) 石川滋（一九九七a）「市場経済発展促進的アプローチ—理論的位置づけと応用—」『開発援助研究』、第四卷第四号、一九九七年。
- (3) 石川滋（一九九七b）「中国の国有企业改革—市場育成アプローチによる研究—」『開発援助研究』、第四卷第四号、一九九七年。

- (4) 海外経済協力基金開発援助研究所編纂（一九九八）『東アジア移行経済（中国とベトナム）の国有企业改革』（OECD research papers; no.24）。
- (5) 中兼和津次（一〇〇〇）「漸進主義的経済改革の再検討」、中兼和津次編『現代中国の構造変動と、経済・構造変動と市場化』東京大学出版会。
- (6) 丸川知雄（一九九六）「市場経済移行のプロセス—中国電子産業の事例から—」『トシト経済』第三十七巻第六号、六月。
- (7) 長岡貢男／馬成三／ス・ハ・ギンスキ－編（一九九六）『中国とロシアの産業変革—企業改革と市場経済』日本評論社。
- (8) 林毅夫・蔡昉・李周（一九九四）『中国的奇蹟：發展戦略与経済改革』上海三聯書店、上海人民出版社。（渡辺利夫〔訳〕、杜進〔訳〕『中国の経済発展』日本評論社、一九九七年）
- (9) 張維迎（一九九九）『企業理論与中国企业改革』北京大学出版社。
- (10) Barry Naughton (1995), *Growing Out of the Plan-Chinese Economic Reform 1978-1993*, Cambridge University Press.
- (11) Peter Nolan (1995), *China's rise, Russia's fall-Politics, Economics and planning in the transition from Stalinism*, ST. MARTIN'S PRESS, INC.
- (12) Sachs, Jeffrey and Wing Thye Woo (1994), *Reform in China and Russia, Economic Policy*, April.

（四） 人間社会・社会科学）

ナスダック市場と顧客指値の保護について

清水 葉子

はじめに

アメリカの店頭市場ナスダックが、「スーパー・モンタージュ」と呼ばれる次世代システムの導入を計画しており、導入のための規則変更⁽¹⁾がSECによって認可された。現在のナスダック・システムは、マーケット・メーカーの提示する売買の気配値を表示・伝達するためのシステムを基本として、付加的にSelectNetやSOSIなどを呼ばれる注文回送や執行のためのシステムを拡充したものである。このため、基本となる気配表示のシステムと、注文の回送のシステム、執行のシステムがそれぞれ完全には連結しておらず、参加者にとって使い勝手が悪い面があったとされる。

また、ナスダック・マーケット・メーカーは、一九九七年のオーダー・ハンドリング・ルール導入以降、自らの気配より優れた価格・数量の顧客指値注文を受け取った場合、これを自己資金で執行したり、自らの気配として閲示するなど一定の責任を負うことが義務付けられたが、これは売買スプレッドを収益として業務を行つているマーケット・メーカーにとつては収益の減少につながるため不利である。このため、マーケット・メーカーは自らの気配より優れた指値注文を受けた場合、それをECNに回送することで注文取扱いの責任を合法的に回避するようになった。これは個別のマーケット・メーカーとしては合理的な行動であるが、ナスダック市場全体としてはマーケット・メーカーの取引がECNに流出することにつながるため、ナスダックの危機感は強かつた。

これに対し、新しいシステムであるスーパー・モンタージュでは、第一に気配や注文の表示、回送、執行がシステム上で統合される。このため、システム参加者にとって気配表示、注文回送、執行に関わるシステムの使い勝手は大きく向上することが期待できる。第二に、スーパー・モンタージュでは、個々のマーケット・メーカーは、モンタージュ画面上に自らの気配とは別建てで顧客指値を表示することができるようになる。このため、スプレッドの縮小をさけるためにECNに回送せざるを得なかつた顧客指値をスーパー・モンタージュの画面上に別建て表示し、自らの気配はそのまま維持することができるので、顧客指値を受けてもスプレッドが縮小する」とはなくなる。

このような新システムが計画されたことの最大の理由は、ナスダック銘柄の取引がECNのようなオーパーショーン型の電子取引システムへ流出したことであると考えられるが、さらにこの取引流出の原因となつたのは、ディーラー市場における顧客指値の保護が市場規制上の問題として取り上げられるようになつた結果、マーケット・メーカーの気配より顧客指値を優先するような規制が導入されたことにある。本稿では、ディーラー市場における顧客指値の保護について考察したい。

ナスダック市場のシステム

現在のナスダック・システムは、一九七一年に稼動した店頭市場の気配表示システムが基本となつてゐる。周知のように、アメリカでは一九六〇年代から店頭市場での取引が拡大したが、店頭市場には公正な取引のための規制が十分整備されていなかつた。店頭市場でディーラーが相対で顧客との取引を行う場合、価格などに関する情報が不十分であると、不利な価格での執行や詐欺的な行為などの不正が横行するおそれがある。これを危惧し

たSECが店頭市場の相場報道の改善を勧告したことを受けて、個別の店頭市場ディーラーの気配を統合表示するためのシステムが設計された。これがナスダック・システムの原型である。

ナスダック市場では、自己資本規制などの一定の資格を満たした店頭市場ディーラーのみが登録マーケット・メーカーとして気配入力を許される。登録マーケット・メーカーは、マーケット・マイクする銘柄について、継続的に売りと買いの両方の確定気配を提示する義務を持つ。すなわち、提示した気配に基づいて取引を行つた場合には、すみやかに気配の更新を行つて常に売り買い両方の気配を提示し続けなければならないことに加えて（継続的な気配の提示）、提示している気配に対して注文を受けた時には、最小売買単位までは必ずその注文に応じなければならぬ（確定気配義務）。マーケット・メーカーは、自己資金で顧客との相対取引を行つて、売りと買いの価格の差額（スプレッド）を自らの収益としている。

このように、ナスダック市場とそのシステムは、クオート・ドリブンのディーラー市場としての機能に基礎をおいてゐる。ディーラー市場では、顧客からの成行注文がマーケット・メーカーの提示する気配に対しても執行されることによつて取引が成立するよう設計されているのであるから、原理的には顧客指値の取扱いが問題となることは想定されていないと考へられる。

ところが、近年のオンライン取引の活発化などの要因によつて、指値注文を出す個人投資家が増加し、アメリカの証券市場全体として指値注文の割合が高まつてゐる。SECによると、指値注文の割合は、ニューヨーク証券取引所の全システム注文の三分の二を占めているが、ナスダック市場においても同じく全注文の三分の二を占めているとされ、⁽²⁾ ディーラー市場であるナスダック市場にもオークション市場と同程度の指値注文が出されてゐることが指摘されている。こうした市場環境の変化を受けて、ナスダック市場でも顧客の指値注文の取扱いが問

題となり始めたと考えられるのである。

指値注文の取り扱い問題

SECが一九九四年に発表したアメリカ証券市場に関するサーベイ「マーケット二〇〇〇⁽³⁾」では、ナスダック市場の顧客の指値注文の取り扱いに関する透明性の低さが指摘されている。とりわけ、ナスダック市場には顧客注文をディーラーの自己注文より優先させるための規制が不十分であることが指摘された。

「マーケット二〇〇〇」が発表された当時のナスダック市場では、マーケット・メーカーが顧客の指値注文を受け取つても即座に執行せず、マーケット・メーカーの気配が変化してその顧客指値と一致するまで放置されることがしばしばあった。そのうえ、指値注文を受けたマーケット・メーカーが、顧客の指値注文を執行するよりも、その指値より有利な価格で自己勘定で売買するということも行われた。SECは、「マーケット二〇〇〇」の中で、こうした慣行は、顧客の指値注文の保護という観点から好ましくないだけでなく、顧客の犠牲の上にディーラードが利益を得る慣行であるとして批判している。

もともと、店頭市場は流動性の低い店頭銘柄の取引を、ディーラーの自己売買によつて実現してきた市場である。このため、店頭市場はディーラー（マーケット・メーカー）の積極的な売買関与によつて維持されており、マーケット・メーカーの自己売買が顧客の指値注文に優先される慣行はやむをえないこととして認識されてきた面があつたと考えられる。しかしながら、「マーケット二〇〇〇」が発表された頃には、すでにナスダック市場が取引所市場と遜色のない水準まで成長しており、銘柄によつては十分な流動性も確保されているのであるから、顧客注文の保護をおろそかにしてまでマーケット・メーカーの活動を優先することは容認できないといふ考えが示されたと言えるだろう。

さらに、「マーケット二〇〇〇」発表直後の一九九四年五月、ナスダックのマーケット・メーカーがスプレッドを広く維持するために談合を行つている可能性があることを指摘する論文⁽⁴⁾が発表された。「ナスダックのマーケット・メーカーはなぜ奇数の呼び値を避けるのか？」と題されたこの論文では、マーケット・メーカーが共謀して呼び値の刻みを人為的に広くとり、売買スプレッドを拡大することで不当な収益を得ている可能性が指摘された。マーケット・メーカーの談合本質は、この論文の指摘を受けて大きな社会問題となり、司法省による調査も開始された。⁽⁵⁾一連の調査の中で、先述したような顧客注文の取扱いに関するマーケット・メーカーの不透明な慣行も改めて明らかとなつた。

オーダー・ハンドリング・ルールの導入

SECはこうした事態を受けて一九九五年から取引所スペシャリストも含めた市場ディーラーの注文取扱いに関するルールの検討を開始し、一九九七年一月からいわゆるオーダー・ハンドリング・ルールを施行した。

オーダー・ハンドリング・ルールは表示ルール（Display Rule）と気配ルール（Quote Rule）からなつていて、第一の表示ルール（規則IIACI-4）では、マーケット・メーカーが自分の出してゐる気配より価格・数量いづれかの面で優れた顧客指値を受けた場合、次のいづれかの方法でそれを公衆気配に反映させる）ことを義務付けた。すなわち、マーケット・メーカーは価格・数量で優れた顧客指値を受け取つた場合、①自らが指値の価格で執行する、②自らの気配をその指値の条件に更新する、③他のマーケット・メーカーに回送する、④公衆気配を表示できるECNに回送する、のいづれかの措置をとらなくてはならないと定めた。第二の気配ルール（規則IIACI-

」では、マーケット・メーカーが私的な取引システムに公衆気配より優れた気配を出すことを禁じた。

これら二つのルールによつて、マーケット・メーカーは気配より優れた指値注文を受けた場合に、以前のよう

に執行せずに放置することも、また自己売買で先回りして取引を行つたりすることも禁じられた。

このルールは、自己資金を投入せずにオーパークション方式でナスダック銘柄の取引の場を提供するECNに対し、全く逆の二つの影響を及ぼした。ひとつは、ECNにおけるマーケット・メーカーの自己売買の減少である。すなわち、これまでナスダック市場で顧客指値の保護規制が緩やかなのをよいことに共謀してスプレッドを広くとる一方、ECNで有利に自己ポジションを処分してきたマーケット・メーカーの行動がオーダー・ハンドリング・ルールで封じられたため、ECNにおけるマーケット・メーカーの取引は大きく減じた。もうひとつは、これとは逆に、顧客指値保護の強化をうけてマーケット・メーカーが受けとった指値注文を規制回避の目的でECNへ回送することが増大した。というのは、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取った場合に、自分で執行したり気配を更新したりすると収益を減じることになつて不利である。このため、ナスダックシステムに接続していく公衆気配の表示が可能なECNに注文を回送することで、オーダー・ハンドリング・ルールに違反することなく指値注文の取扱い責任から逃れることができるからである。

このように、オーダー・ハンドリング・ルールの導入は、ディーラー市場であるナスダック市場に顧客指値の保護を義務付けることによつて、ディーラー市場から、オーパークション市場であるECNへの取引の流れの中身を大きく変える帰結となつたと考えられるのである。

ディーラー市場の設計と顧客指値保護

しかし、店頭市場で顧客の指値注文の保護が不十分であったのは、先に見たようにディーラー市場の原理からすればやむを得ない面がある。というのは、店頭市場は、もともと独立して売り買いの気配を表示するディーラーに対しても、顧客が相対で売買注文を出して取引を執行する仕組みとなつていて、ナスダック・システムは、このディーラーの気配値の検索を効率化するために、登録マーケット・メーカーの気配を統合画面に表示したものにすぎない。

したがつて、ある銘柄の気配を表示している複数のマーケット・メーカーの中から、最良気配を提示しているものを探索して注文を入れるのは基本的に投資家の責任であつて、ディーラーには劣後執行の責任は「原理的に生じないと考へることもできる。このため、顧客注文を劣後執行から保護したり、指値の取り扱いを厳格に定めたりする規則は、オーパークション市場にくらべて緩いものであつたのはやむを得ないと考へられる。たとえば、ある銘柄について五十ドルの買い気配と五二ドルの売り気配を提示しているマーケット・メーカーに対して、五一ドルの買い指値注文が入力されたとしても、そのマーケット・メーカーが売りに応じる最低価格は五二ドルなのであるから、第一義的にはこの顧客注文に応じる必要はない。しかしながら、オーパークション市場的な指値注文の保護という理念の下では、このマーケット・メーカーは自らの五十ドルの買い気配より優れた五一ドルの買い指値注文を受け取つたのであるから、少なくともこの指値を開示してより有利に証券を売りたいと思つてゐる市場参加者に提供しなければならないことになると考へられる。

ディーラー市場とオータンマーケット

このように、ディーラー市場はマーケット・メーカーによる相対市場が寄り集まつた構造となつてゐるのであるから、基本的にはマーケット・メーカーひとつひとつが独立した市場を形成している。店頭市場の流動性を維持するのは、それぞれのマーケット・メーカーが提示する気配値であり、気配値に対して出された注文にマーケット・メーカーが自ら資金で売買に応じることで市場が成立している。また、一銘柄に複数のディーラーがマーケット・メーカーとして登録し、競争的に気配を提示するなどして市場の競争環境が保たれていく。

したがつて、ディーラー市場では、異なるマーケット・メーカー間で価格優先や時間優先などの顧客注文の保護が保証されていることは「原理的には」なく、顧客側が少しでも有利な気配を提示していくマーケット・メーカーに対して注文を出すことで市場の競争的な価格付けが機能する。とはいものの、ディーラー市場で全く顧客注文の保護を行わないわけにはいかないので、マーケット・メーカーには市場における最良気配での執行、もしくは最良気配を提示しているマーケット・メーカーへの注文回送が義務づけられるなど、ディーラー市場でも一定程度の顧客注文の保護が機能している。これはディーラー市場の基本設計にオータン市場的な修正が加えられていくと考えてよいだらう。

これに対して、オータン市場はディーラー市場とは基本設計が大きく異なつていて、オータン市場の流動性は、顧客の指値注文によつて支えられており、基本的にはディーラーが取引に関与することはない。オータン市場は、それ自体が統合された市場であるので、一つのオータン市場内では厳密な価格・時間優先の原則のもとで付け合せが行われる。とはいえ、オータン市場でも取引の継続に困難が生じるような事態の下ではディーラーによる関与が定められており、取引所スペシャリストは自ら資金によつてディーラーとして

売買に關与する上で取引の円滑な執行に寄与するなどが義務付けられている。⁽⁵¹⁾これは前述のダーティ市場とは逆に、オータン市場にディーラー市場的な修正が加えられていると考えられるだらう。

注

- (1) 清水葉子「NASDAQのスーパーヤンタージュ構想」『証券ホームページ』第一五九一号、11001年1月。
- (2) Securities and Exchange Commission, "Report Concerning Display of Customer Limit Orders" May 4, 2000.
- (3) Securities and Exchange Commission, "Market 2000" January 1994. 「マーケット2000」報知新聞「証券」一九九四年四月。
- (4) William G. Christie and Paul H. Schultz, "Why do NASDAQ Market Makers Avoid Odd-Eighth Quotations?", 49 Journal of Finance, 1994.
- (5) この問題に関する法省の調査やその後の経緯については村田淑子「米国証券業の自主規制機関による不当な競争制限の防止(1), (II)」『京都学園法律』一九九七年第二号、一九九八年第一号、6(1)に詳しく述べる。

(のみや もへじ・主任研究員)

倒産法とデイストレス投資

松尾 順介

はじめに

米国におけるディストレス投資は、現行の一九七八年連邦倒産法の施行によつて飛躍的に拡大するとともに、投資行動にも質的な変化が生じた。例えば、旧法に比べると現行倒産法のもとでは、処理手続きが当事者主導型で行なわれるようになつたが、これによつて倒産投資家はアクティブな投資行動をとるようになつた。つまり、大量の債権を買い集めて大口債権者になると、更生計画案の策定過程において強い発言力を有することができ、最終的に自ら有利な更生計画を締結できるからである。このため倒産投資家は投資ファンドを組成し、大量の債権を購入するための巨額資金を調達するようになつたのである。

米国のディストレス投資は、一方では機関化現象といわれるような機関投資家の成熟なしにはありえなかつたが、他方で現行倒産法に大きく支えられたことも否定できない。その意味では、日本においてこのようなディストレス投資が成立しなかつたのは、投資家側の要因やメインバンク制度による救済行動といった要因だけではなく、倒産法ないし倒産手続きのあり方にも要因があり、倒産投資家が入りこむ余地がなかつたことが大きく影響していると思われる。

したがつて、今回の民事再生法の施行が、日本におけるディストレス投資にどのような影響を及ぼすのか興味深い。したがつて、本稿では米国的新旧連邦倒産法を概観した上で、民事再生法による倒産処理の変化を考察する。

1 米国的新旧連邦倒産法

現行の一九七八年連邦倒産法の前身は、一八八四年および一八九三年の恐慌を契機として制定された一八九八年連邦破産法であり、同法制定によつて、債務者は容易に免責されるようになるとともに、管財人や債権者委員会の制度も整備されたものとなり、恒常的な破産法が実現した。その後、同法は一九三〇年代の恐慌を契機として一九三八年に大改正され、これによつて第X章会社更生、第XI章和議、第XII章不動産和議、第XIII章賃金生活者債務整理などが定められた（チャンドラー法）。

しかし、その後の倒産件数の増加、とくに七〇年代の景気後退によつて、さらなる倒産法制の整備が求められ、一九七八年連邦倒産法が制定された。これが現行の倒産法であるが、新旧の相違点は以下である。

第一に、占有を継続する債務者（debtor in possession; DIP）の制度が導入された点である。旧法では会社再建のためには、第X章会社更生か第XI章和議のいずれかを選択することとなつていたが、実際には、和議を選択する場合が大半であった。というのは、負債総額二十五万ドル以上の会社が第X章を選択した場合、旧法では管財人が選任され、この管財人が会社経営権と財産管理処分権とを掌握するため、旧経営陣は会社経営から排除されたためである。しかし、新法では再建手続きが第一章としてひとまとめにされた上で、DIP制度が導入された。つまり、再建手続きにおいて必ずしも管財人が選任されることを必要とせず、債務者会社の経営者はDIPとして経営を継続することが許されるようになつたのである。この制度が導入された背景として、①当時の企業倒産が景気後退によつてもたらされている場合が多く、必ずしも経営者の責任に帰することができないという点、②

経営陣の継続を許すことによって、早期の手続き開始を促し、会社更生を迅速化することが求められたという点が指摘されている。

第二に、更生計画案の認可要件が緩和された点である。旧法では、まず絶対優先の原則が厳格に適用され、上位の債権者が一〇〇%の弁済を受けるまで、下位のものは何ら弁済を受けることができなかつた。例えば、債務超過会社の場合、旧株主の権利は消滅し、オーナー経営者は大株主の立場で経営に関与することも許されなかつた。また、弁済額を確定するためには継続企業価値評価を行なうことが義務付けられており、この作業が煩瑣で費用がかかる上に紛糾の原因になりやすかつた。さらに、複数の債権者クラスがあるとき、すべてのクラスが合意することが認可要件となつており、反対するクラスがあると計画案は認可されなかつた。その上、各クラスの合意を得るために、債権者の一〇〇%合意を必要としていた。しかし、新法では、まず絶対優先の原則については、大幅に後退させ、これを適用させないことを原則とした。また、継続企業価値評価についても、後述のクラム・ダウン条項を発動する場合以外、原則不必要とした。さらに、クラム・ダウン条項が導入され、反対するクラスがあつても一定の要件（「公正衡平の原則」といわれる）を満たせば計画案を認可できるものとした。この要件として、担保付債権者クラスの反対を押し切つて認可する際には、当該担保権と等価の延払いを受領されるか、当該担保権と同等物を受領させるなどの条件が設けられた。また、無担保債権者の場合は、債権額の一〇〇%弁済を何らかの形（延払いや金銭以外の財産によつて弁済することも可）で受領されるか、より下位にある債権者クラスに対して何らの弁済も行なわないという条件が設定され、株主の場合は、残余財産請求権に基づく確定額ないし償還額、あるいは現在価値のうち最大のものを受領せるか、より下位にあるクラスに対して何らの弁済も行なわないという条件が設定された。最後に、旧法の一〇〇%合意については、実際に投票した債権者の金額にして三分の二以上であり、かつ債権者数にして過半数の賛成で合意が得られたものとした。

第三に、裁判所の権限を縮小した点である。破産裁判所の権限の範囲は、破産手続きに関する権限と破産手続きにおいて発生した訴訟が含まれるが、旧法下では後者に関する権限の範囲が曖昧であつたために、新法では後者も破産裁判所の権限に含まれることとし、破産裁判所の権限の拡張を行なつた。しかし、その一方で、手続きに関する権限を縮小した。つまり、旧法下では、破産裁判所の裁判官は、管財人の選任、管財人の雇用する弁護士・会計士等の承認、倒産管財業務の日常的監督などの権限を担つており、管財業務や再建では、事業経営に関する報告を受け、管財人と非公式に面談することも多く、指示や示唆を与えていたといわれている。⁽¹⁾ したがつて、旧法下では破産手続きにおける破産裁判官の役割はきわめて大きく、裁判所主導で手続きが進められた。しかし、新法では連邦管財官制度が導入され、これによつて司法長官の任命する行政官である、連邦管財官が管財人の選任監督や倒産事件管理の役割を担当することとなつた。しかし、連邦管財官の役割は司法判断的なものではなく、あくまでも事件の運営管理であり、具体的には管財人等の選任要求、債権者委員会の委員の任命、債権者集会の主催などが挙げられるが、実際には前述のDIPが経営を継続するため、通常管財人は選任されず、DIPと債権者委員会の交渉で手続きが進められていく。したがつて、新法においては、手続きを進める上での裁判所の権限は大幅に後退した。

第四に、裁判外での事前交渉を前提にした規定の新設である。米国では、連邦倒産法以外の倒産処理が認められており、ワークアウトないしターンアラウンドと呼ばれ、利用されるケースが多いが、新法ではこのワークアウトが連邦倒産法申請前に行なわれていることを前提とした規定が設けられた。すなわち、第一章申立以前に承認された再建計画であつても、それが適切な手続きに則つて行なわれたものであれば、申立後も承認とみなさ

れるという規定である。これによつて、ワークアウト後に第一 chapter申請する、いわゆるプリパッケージド・チャプター・イレブンが可能となつた。

2 連邦倒産法とディストレス投資

では、新連邦倒産法がどのようにディストレス投資を支援するものであつたかを考察しよう。

まず、DIPの制度が導入された点であるが、これは倒産法申請に対する経営者の態度決定を大きく変化させるものであつたと考えられる。旧法では、旧経営陣は申立と同時に、経営者としての地位を喪失し、事実上放逐されていたが、この制度によつて経営者は継続的に経営者であり続けられるので、倒産法申請に対する抵抗感は低下し、経営者による自発的な早期申請が促されたと考えられる。このことは会社再建という観点からすれば、ディストレス状態に陥つた企業経営者が早期に倒産法申請を行うことで、企業価値の劣化が回避され、再建の可能性が高まることを意味しており、倒産投資家にとつては当該企業に対する投資価値が高いうちに投資機会が得られることを意味していると考えられる。

次に、更生計画案の認可要件が緩和された点については、これによつて更生計画案の認否権を左右する権限を特定債権者クラスの大口債権者が有することになつた。つまり、倒産投資家は他の債権者から債権を買い集めて大口債権者となれば、自らに不利な更生計画案を否認し、逆に有利な計画案を押し通すことも可能となつた。したがつて、計画案を認否できる大口債権（いわゆるプロッキング・ポジション）を集めることができ、倒産投資家の重要な戦略となり、流動性の高い社債、あるいは金額的にまとまつた融資債権などは重要な投資対象となつた。そこでは倒産投資家は一種のアービトラージャーであるといえる。すなわち、計画案の認否権をもたない小口債権を安価で購入し、それをプロッキング・ポジションに束ねることで計画案の認否権を獲得し、債権価値を高めるわけである。いわば、企業買収者が実質的な会社支配権をもたない株式を購入し、それを束ねて支配権を獲得することで保有株式価値を高めるのと同様である。このような戦略を倒産投資家が採るために、多額の債権を短期間に買い集める必要が生じ、いきおい倒産投資家はそのための巨額の資金を調達すべくファンド組成（いわゆるバルチャー・ファンド）を行なうこととなつた。また、倒産投資家から再建案が出される場合には、新経営者の派遣といった形で経営参加や企業買収をも含むものとなることが多々あり、そうなるとディストレス投資には、企業価値や再建可能性を評価するアナリスト的なノウハウや倒産法に関連するリーガルなノウハウだけでなく、さらに会社経営そのもののノウハウをも必要とされるようになつた。

第三に、裁判所の権限の縮小についてであるが、旧法下で行なわれていた裁判所主導型の手続きでは、倒産投資家は倒産手続きに介入する余地は極めて小さく、投資戦略としては更生可能性の高い企業の債権に投資して、再建が行なわれるのを待つというパッシブなものでしかなかつた。したがつて、前述のような形でアクティブに倒産手続きに参加する可能性は低かつた。しかし、裁判所の権限が縮小し、DIPと債権者委員会を中心とした交渉によつて手続きが進められるようになると、自ずから当事者主導型となり、倒産投資家が介入する余地も拡大した。したがつて、倒産手続きの過程は、自らに有利な計画案を認可させようとする債権者たちが、さまざまな戦略を駆使して駆け引きするところとなつた。そして、倒産投資家はそのような駆け引きのプロフェッショナルであることを求められた。しばしば米国では認可された更生計画を「ディール」とよぶ場合があるが、これはまさに更生計画が駆け引きや交渉の産物であることをよく表している。

第四に、裁判外での事前交渉を前提にした規定については、これによつて前述のプリパッケージド・チ

ヤプター・イレブンが可能になった。この方式の長所は、①迅速さという点である。通常のチャプター・イレブンの場合、更生計画案の策定から認可までに相当の時間がかかるが、この方式を利用すると予め更生計画案が承認されてから手続きに入るの、裁判所内での手続き期間は短くなり、それに伴って費用も削減される。②反対債権者に対し強制できる点である。通常、ワークアウトにおいて債権者は何らかの譲歩を強いられるが、その際譲歩に反対しつづけることによつて、譲歩した債権者以上の利益を得ようとする債権者が現れる場合がある。これはホールドアウトあるいはフリーライドといわれるが、ホールドアウトした債権者は譲歩を強制されず、従来の条件の債権を保有しつづけることが出来るので、得をすることになる。しかし、プリパッケージド・チャプター・イレブンでは、一定数の債権者の承認によつて、反対する債権者を強制すること（例えば前述のクラム・ダウン）が可能なので、ホールドアウト問題は回避できる。③自動的停止、DIPファイナンス、否認権、衡平法上の劣後化など、チャプター・イレブンと同様の便益を享受することができる点である。さらに、④ワークアウト同様に、計画案策定が裁判所内でのチャプター・イレブンによる手続きよりも柔軟に行なえる点も挙げられる。しながら、プリパッケージド・チャプター・イレブンは、倒産投資家にとって、チャプター・イレブンでの投資戦略を使うことができるとともに、手続き期間の短縮化によつて期間収益率を高めることができるというメリットがある。実際、多くの倒産投資家が債務者企業をこのプリパッケージド・チャプター・イレブンに持つて行くような投資戦略を採用している。

3 日本の民事再生法の特長

旧和議法に代わつて、昨年四月に施行された日本の民事再生法は、利用しやすい再建型倒産処理の法的枠組を

提供するものとされているが、米国の七八年連邦倒産法がデイストレス投資を促進する上で果たした役割を同法が担えるかどうか注目される。そのために、まず民事再生法の特長のうち、デイストレス投資との関連で重要なと思われる点を列挙しておこう。

第一に、手続き開始申立ての要件が緩和された点である。旧和議法では申立ては破産原因と同一とされ、手続き開始要件が厳しく、また現行の会社更生法でも、実質的に支払不能や債務超過状態に陥らない限り開始が認められなかつたが、民事再生法では「債務者に破産の原因たる事実の生ずるおそれがあるとき」となつており、債務超過や支払不能に陥る前に申立てが可能である。これは早期の申立てを促すことで再建を速やかにする目的である。

第二に、DIP制度が導入され、旧経営陣の継続が可能になつた点である。日本の会社更生法は管理型手続きと呼ばれるように、管財人を選任して業務の遂行や財産の管理を行なわせるが、民事再生法では債務者が自己管理し、債務者に対して公平かつ誠実に業務の遂行や財産の管理を行ない、再生手続きを遂行する責務を負つものと定めている。もつとも、民事再生法でも管理型手続きを選択したり、あるいは後見型手続き（監督委員をおいて債務者が裁判所の指定する行為を行なうにつき監督委員の同意を必要とする）を選択することは可能であるが、基本はDIP型手続きである。これは、経営者の地位の継続を保証することで、早期の自発的な申立てを促すとともに、経営者のインセンティブや経営上のノウハウなどを再生に向けて最大限利用しようと企図したものである。

第三に、再生計画成立要件が緩和された点である。成立要件は、旧和議法では議決権総額の四分の三以上とされ、また会社更生法では、更生債権者の組では案のいかんをとわず議決権総額の三分の二以上、更生担保権者の

組では、期限猶予案の場合四分の三以上、減免案の場合五分の四以上、清算案の場合一〇〇%などと定められているが、民事再生法では議決権総額の二分の一以上と規定され、従来のいすれの規定よりも緩い要件となつている。これは可決要件を緩和することで、再生計画の開始を容易にする企図に基づくものである。

第四に、債務株式交換（デッド・エクイティ・スワップ）を行なうまでの前提として減資を規定した点である。従来の会社更生法では手続き内でこれは可能であったが、和議法のもとでは、減資の規定がなかつたために、減資は商法による株主総会特別決議を必要とし、減資を行なう上で障害となつていていた。つまり、和議によつて債権者は債権カットによる犠牲を強いられる反面、株主の損失負担は相対的に軽いという不公平があつた。しかし、実際に債務株式交換を行なうためには、旧来の株主に対しても、株主責任を明確化し、減資による負担を求める必要があり、民事再生法では資本の増減に関する再生計画案を提出することができるとし、減資の場合は、資本減少額と減資方法を計画案に定め、また授権株数に関する定款変更の場合は、変更内容を計画案に定めるものとしている。したがつて、減資については商法上の特別決議の必要はなくなり、逆に増資については再生計画で授権株数を定めておけば、商法上の取締役会決議で行なえるものとしている。これにより、増減資の機動性は高まつたといえる。

第五に、事件に関する文書の閲覧に関する手当がなされた点である。従来の更生手続きでは、情報開示が極めて不充分であり、米国でのそれが広範囲な記録公開を行なつていて⁽²⁾いるのと対照的であつた。情報開示が行なわれなかつた理由として、企業秘密の保護、連鎖倒産の回避、取引先保護などが指摘されており、会社更生手続きでは更生手続開始決定があるまで、債権者に対して申立書等の閲覧の権利は認められず、また管財人の作成する財産目録、貸借対照表、調査報告書等が閲覧できるのも条件が付けられ、裁判所の実務に委ねられていた。近年、裁判所に提出され、または裁判所が作成した文書その他物件の閲覧、謄写などを請求することができると定めている。

第六に、債権者委員会制度が導入された点である。債権者委員会制度は、従来日本の倒産制度では明文規定がなく、一部の任意整理でのみ設置されていたにすぎなかつたが、米国の倒産法において債権者委員会は重要な位置付けを与えられている⁽³⁾。民事再生法では、債権者委員会が、三名以上の債権者によつて構成されている場合、利害関係者の申立てにより、委員会が再生手続きに関与できるものとしている。ただし、再生債権者の過半数の同意を得ること、委員会が債権者全体の利益を適切に反映するものであること、などの条件が付され、整理屋の排除を企図している。また、債権者委員会は明確な法的権限を有するものではなく、債権者の代表として意見聴取・具申を行なう一方、債務者との調整的役割を果たすものと企図されている。

4 ディストレス投資に対する役割

以上の民事再生法の特長は、いすれもディストレス投資を行なう上で重要な役割を果たすものと考えられる。

まず、申立て要件の緩和、DIP制度の導入、および再生計画案の成立要件の緩和は、すでに米国の七八年連邦倒産法同様に、いすれも早期の申立てを促す要因となるものと考えられる。したがつて、継続企業価値が劣化する以前に再建が開始される可能性が高まり、ディストレス投資にはメリットがある。基本的にディストレス投資は企業の清算価値に投資するのではなく、継続価値に投資するので、継続企業価値が劣化すれば投資の可能性

は低下せざるを得ない。

次に、デッド・エクイティ・スワップは、米国の企業再建手続きで頻繁に利用されている手段である。これによつて債務者企業は債務を圧縮できる一方、債権を買い集めたバルチャード投資家は、債権の場合ならば順調に企業再建が完了しても、額面価値を超えて回収できないが、株式の場合は再建後の企業業績いかんで株価上昇による値上がり益も享受できるため、高い投資収益を獲得する可能性が得られる。したがつて、ディストレス投資にとって、デッド・エクイティ・スワップは重要な投資戦略を提供するものである。

第三に、情報開示については、ディストレス投資を行なう上で重要であることはいうまでもない。前述のように、現行の会社更生手続きでも、情報開示に対する裁判所のあり方は前向きになつております。また民事再生法では情報開示の明文規定が設けられているが、現場実務の対応で裁量的に変化する要素があることは否めないだろう。

第四に、DIP制度および債権者委員会制度の導入は、従来の管理型再建手続きから当事者主導型再建手続きへの変化を示すものと考えられる。前述のように、米国のチャプター・イレブンでは、DIPと債権者委員会の交渉で手続きが進められ、そこに倒産投資家が介入するわけである。したがつて、これらの制度の導入は、ディストレス投資にとってメリットがあると考えられるが、現実の効果は運用面で左右される要素があることも否めないだろう。

まとめ

以上、七八年連邦倒産法がディストレス投資に果たした役割を踏まえて、日本の民事再生法が同様の効果を發揮するかどうかを検討した。民事再生法も連邦倒産法を踏まえている部分が多くあり、その点ではディストレス投資にプラスに作用するのではないかと考えられる。ただし、実際にプラスに作用するためには大きく分けて二種類の課題があるだろう。まず、前述したように、情報開示や債権者委員会などの点では運用面の実務に左右される要素が大きく、法規定が実際にどのように実現されるかという点で課題が残されている。次に、本稿では触れなかつたが、DIPファイナンスなどについては、倒産法制だけではなく、担保制度が要因となつているものもある。したがつて、倒産法を含むより広い制度面の課題が残されている。

注

- (1) 高木新二郎著『アメリカ連邦倒産法』、商事法務研究会、一九九六年、九ページおよび二九八ページ。
- (2) 米国では、利害関係の有無を問わず、記録が公開されており、ディストレス投資を行なう上でも利用されている。
- (3) 債権者委員会は、七八年連邦倒産法で新たに規定されたものではなく、旧法下でも存在していたが、手続きの実務面での重要性は、七八年法施行以降高まつたと考えられる。

(付記)

本稿脱稿後、東京都立大学法学部・大杉謙一助教授より以下のコメントを頂戴しました。付記させていただくとともに感謝申し上げます。コメントの趣旨は以下です。

まず、七八年連邦倒産法でDIPが導入されたメリットとして、旧法では手続きにかかる時間が非常に長く、それが新法で短縮されたこと、経営者の経営能力という点では旧法の管財人より新法のDIPの方がすぐれていること、つまり旧法の手

続は、倒産企業を謹慎させるようなものであって、これでは投資家にとっての魅力が小さいこと、などの点を付け加える」とができると思われる。

次に、日本の民事再生法導入にともない、以下の変化や改正があつたことも付加できる。第一に、裁判所の運用が変わったことも指摘に値する。つまり、それまで会社更生にせよ和議にせよ、厳格な窓口指導が行われて、債務者が倒産手続の開始を申し立てても、裁判所は債権者の同意書を要求するなどして、申立の受理を拒むことが多く、そもそも倒産手続の利用を阻害してきた。しかし、民事再生法施行の少し前から、最低限の書類によって申立を受理し、またかなり早期に保全処分が発令され、債権者の権利執行が防止されるようになつてきている。第二に、旧和議法では、申立と同時に和議計画を裁判所に提出するとされており、通常和議計画は債務者と主な債権者との間の協議、交渉があつてはじめて作成可能なので、計画を水面下で作っている間には保全処分を受けることが事实上難しく、要するに再建にこれを利用することが非常に難しかつたことが挙げられる。第二に、旧和議法は、計画の履行確保の手段が皆無に近く、計画の承認によって手続が完全に終了してしまうので、債務者はまた債務不履行を繰り返して、しばしば和議法は「詐欺法」と呼ばれていた。民事再生法は、不履行の際には債権者が和議（による債務の減免）を取消すことができるようとした（また、常に、ではないが、履行が危ぶまれるときには、監督委員を選んで三年を上限として履行を監督させることも可能である）。これは、ディストレス投資家にとっても重要な点ではないかと思われる。

（まつお　じゅんすけ・兼任研究員）