

証 研



レポート

No.1593

2001年4月

投資信託は郵貯資金を吸収したか？ 二上季代司（1）

米国への資本流入は持続的か 伊豆 久（12）

ナスダックの新たな戦略
～L I F F Eとの提携とイースダックの買収～ 吉川 真裕（23）

上海証券取引所のコーポレート・ガバナンス調査（1）
～株主総会と董事会を中心に～ 王 東明（37）

D T Cの行うリスク管理
～取扱い証券による違いはあるか～ 福本 葵（50）

投資信託は郵貯資金を吸収したか？

二上季代司

資産管理型営業が一九九七年秋に野村証券によって提唱されて以後、投信を始め貯蓄型金融商品の販売強化に力を入れる証券会社が増えてきた。この営業スタイルは三年余を経た今日、わが国証券業界の経営トップ層の間で市民権を得たと言つて良いと思われる。また、大手証券を始め多くの証券会社では、国内大手および外資系の生命保険会社と提携して仕入れルートを確認、今春から変額年金の本格的な販売に乗り出そうとしている。日本版四〇一Kプランの導入を見据え、契約期間の長い商品を少しでも品揃えしておきたいということであろう。今後資産管理型営業定着にむけて、商品・サービスだけではなくさまざまな面において整備が進められていくであらう。

そこで、この間の資産管理型営業の実績はどうであったか、ここで一度、振り返ってみよう。特にこの一年は、一〇年前に高利率（約六％）で預入された定額郵便貯金の大量満期を迎え、その満期資金を投信など証券商品によってどの程度、証券市場に導入できたか、資産管理型営業の実績を評価する上でも注目されてきたのであった。そこで、満期定額貯金の払戻資金に関する動向から見てみよう。

1 満期郵便貯金の動向

昨年（二〇〇〇年）四月から今年二月末までの定額貯金の満期払戻額（利子込み）は実績ベースで四八兆八千

表1 満期定額貯金の再預入状況
(2000年4月～2001年2月末) (単位：億円)

満期定額貯金の払戻額	再預入額（定額・定期貯金）	再預入率	再預入勧奨対象額（推計）に対する最預入率	
			定額・定期貯金	定額・定期・通常貯金
488,321	268,945	55.1%	72.2%	80.0%

(注) 通常貯金は前年度同期の通常貯金純増額に対する増加額をもって再預入額とみなす。

(出所) 郵政企画管理局調べ

億円強であり、そのうち再び定額貯金または定期貯金に預入された額が二六兆九千億円であった。満期払戻額四八兆八千億円のうち、利子課税額は三兆九千億、郵便貯金の限度額を超えるため再預入できない額が七兆七千億円あるため、郵貯当局は差し引き三七兆三千億円を再預入勧奨対象額ととらえ、再預入目標率を七割と置いていた。

さて、結果はどうであったか。表1に見られるように、定額・定期貯金による吸収率が七二・二％、これに通常貯金への預入額（推計——純増額約三兆円でもって代替）を加えると八割となり、郵貯当局の当初の目標を大きく上回ることになった。

すなわち、国庫に吸収される利子課税額を除く約四五兆円のうち定額・定期貯金に二七兆円、通常貯金に三兆円、合計で六七％が郵貯に再び廻った計算になるのである。これは貯蓄広報中央委員会「貯蓄と消費に関する世論調査」（平成一二年版）の数字とも整合的である。同調査には「定額郵便貯金の満期到来について」と題する調査項目があるが、そのなかで、すでに満期を迎えた世帯については、その六七％が「郵便貯金に全額預けたままである」と答え、今後満期を迎える世帯についても、その五六％が「郵便貯金に全額預ける予定」と答えている（『同調査』八ページ）。

したがって、消費や郵便貯金以外の金融商品への預け替えに廻った金額は、残る一五兆円という計算になる。そのうち証券市場にはどの程度の額が流入したのであろうか。とりわけ投資信託に向かった金額はいくらだったのか。もちろん、投信の購入資金の源泉は郵便貯金だけではない。そこで次に、この間の投信残高増減の推移についてみておこう。

表3 株式投資信託の純資産総額の推移と要因内訳

(単位;百万円)

	純資産総額 (末)	資金純流出入額 (期中)	運用増減額 (期中)
1999年9月末	13,387,018		
2000年3月末	16,693,791		
1999年度下期 (純増額)	3,306,773	(+) 1,809,010	(+) 1,497,755
2000年9月末	16,269,102		
2000年度上期 (純増額)	(-) 424,689	(+) 2,315,774	(-) 2,740,462
2001年2月末	14,114,000		
2000年度下期 (2月まで、純増額)	(-) 2,155,102	(+) 532,201	(-) 2,687,304
2000年度累計 (2月まで、純増額)	(-) 2,579,791	(+) 2,847,975	(-) 5,427,766

表2に同じ

表4 公社債投資信託の純資産総額の推移と要因内訳

(単位;百万円)

	純資産総額 (末)	資金純流出入額 (期中)	運用増減額 (期中)
1999年9月末	18,137,956		
2000年3月末	19,155,520		
1999年度下期 (純増額)	(+) 1,017,564	(+) 1,017,791	(-) 226
2000年9月末	22,755,050		
2000年度上期 (純増額)	(+) 3,599,530	(+) 3,587,132	(+) 12,397
2001年2月末	24,673,917		
2000年度下期 (2月まで、純増額)	(+) 1,918,867	(+) 1,887,131	(+) 31,736
2000年度累計 (2月まで、純増額)	(+) 5,518,397	(+) 5,474,263	(+) 44,133

表2に同じ

2 投資信託の残高推移

表2は、投資信託の純資産総額の推移とその増減の内訳を、九九年度下期以降について見たものである。

これによると、二〇〇〇年度は前年度と打って変わって純資産総額が減少している(二月までの累計では四兆二千億円の純減)。その原因の内訳をみると、株価下落等による運用評価損、五兆三百億円のマイナスが一番響いており、設定額から解約・償還額を差し引いた資金流入額は二〇〇一年二月までの累計でむしろ一兆一九百億円のプラスになっている。すなわち資金純流入の傾向は前年度から継続しているのである。

もっとも、この数値の中には法人資金も含まれており、今問題にしている個人資金の動向によるものだけではない。とりわけMMFの残高の七割から八割は法人資金によって占められており、その残高は日銀のゼロ金利政策やその撤廃など短期金利動向に大きく左右されている。そこで株式投信、公社債投信(MMFを除く)を取り出して、残高推移とその要因内訳についてみたのが次の表3、4である。

これによると、資金純流入の二〇〇〇年度(二月まで)累計

表2 投資信託の純資産総額の推移と要因内訳

(単位;百万円)

	純資産総額 (末)	資金純流出入額 (期中)	運用増減額 (期中)
1999年9月末	50,205,536		
2000年3月末	54,873,335		
1999年度下期 (純増額)	(+) 4,667,799	(+) 3,170,263	(+) 1,497,529
2000年9月末	53,225,026		
2000年度上期 (純増額)	(-) 1,648,309	(+) 1,079,908	(-) 2,728,216
2001年2月末	50,677,125		
2000年度下期 (2月まで、純増額)	(-) 2,547,901	(+) 107,663	(-) 2,655,565
2000年度累計 (2月まで、純増額)	(-) 4,196,210	(+) 1,187,571	(-) 5,383,781

(注) 資金純流出入額は、この期間中の設定額から解約・償還額を差し引いたもの。運用増減額はこの期間中の運用によって得られた資産増減額。

(出所) 投資信託協会「投資信託」より作成。

表6 販売チャネル別資金純流入額 (推計)

(単位;百万円)

	証券会社経由		銀行窓販		直 販	
	資金純流 出入	運用損益	資金純流 出入	運用損益	資金純流 出入	運用損益
2000年4月	292,953	-801,424	130,259	-66,337	58,509	-30,340
5月	373,708	-1,105,396	181,101	-102,639	28,822	-42,937
6月	209,327	534,504	104,157	52,864	-10,009	20,069
7月	74,773	-1,063,620	180,566	-117,800	20,529	-41,226
8月	159,765	590,780	135,083	70,490	9,363	23,035
9月	101,136	-561,806	263,135	-76,828	2,586	-21,853
2000年度上期	1,211,661	-2,406,961	994,300	-240,249	109,799	-93,251
10月	59,855	-926,565	41,023	-128,899	25,525	-37,587
11月	20,031	-234,944	155,524	-35,446	-16,493	-9,218
12月	-96,986	-519,682	121,413	-83,990	29,638	-21,762
2001年1月	-120,437	191,529	158,961	33,798	-10,835	7,928
2000年度下期 (1月まで)	-137,538	-1,489,661	476,922	-214,538	27,835	-60,639
2000年度累計 (1月まで)	1,074,124	-3,896,623	1,471,222	-454,787	137,634	-153,890

(注) ①各販売チャネルの運用評価損益=(月中運用増減額)×(その月の販売チャネルの残高シェア)、
 ②各販売チャネルの資金純流入額=(各販売チャネルの純資産純増減額)-(その月の運用評価損益)として計算。

TOPIXに連動していることがわかる。すなわち、株価が上がると純資産額が増え、株価が下がると純資産額は減っているのがわかる。⁽²⁾

ところで、そうした傾向は、証券会社経由の純資産額に規定された動きであり、銀行等金融機関経由の純資産残高は、一〇月を除き一貫して増えているのである。すなわち、株価が上がる月はもちろん、株価下落により基準価格が下がる月でも、それを上回る資金が金融機関経由で流入しているのである。

二〇〇〇年度(二〇〇〇年四月から二〇〇一年一月まで)の実績を見ると、証券会社経由の純資産額は二兆八千億円の純減であるのに対して、銀行等窓販は一兆円強の純増を記録しているのである。

そこで、この間の運用評価損益(累計四・五兆円のマイナス)を残高シェアに応じて各販売チャネルに割り当て、ここから資金純流入額を逆算し、販売チャネルごとの資金純流入額と運用評価損益を計算し直したのが表6である。

額は株式投信で二兆八五百億円、公社債投信で五兆四七億億円、合計八兆三二億円のプラスになっている。ただし下期になるほど、純流入額は細っており、純流入額の多くは上期に集中していることがわかる。これらの資金流入はどのルートを通っているのか。証券会社か、銀行等の金融機関窓販か、直接販売か、それが次の問題となる。そこで、チャネル別の内訳についてみよう。

3 販売チャネル別の純資産動向

(1) 株式投信の純資産動向

表5は、販売チャネル(販売体)別残高が開示された一九九九年一月以降の数字に基づいて株式投信の販売チャネル別の残高推移を見たものである。

これによると、株式投信の月中における純資産増減額は、全体として株価指数とりわけ

表5 株式投信の販売チャネル別純資産増減額の推移

(単位;百万円)

年(月)中	証券会社	銀行等 (登録金融機関)	直 販 (投資信託会社)	合 計	(参考) 株価指数			
					TOPIX	上 昇 (下落) 率	Nikkei225	上 昇 (下落) 率
12月	1,190,049	131,930	-48,614	1,273,365	1,722.20	4.91%	18,934.34	2.03%
2000年1月	-275,809	69,953	-158	-206,014	1,707.96	-0.83%	19,539.70	3.20%
2月	1,512,289	139,527	20,850	1,672,666	1,718.94	0.64%	19,959.52	2.15%
3月	-528,481	118,799	-59,569	-469,251	1,705.94	-0.76%	20,337.32	1.89%
99年度下期累計 (ただし12月から3月まで)	(+) 1,898,048	(+) 460,209	(-) 87,491	(+) 2,270,766				
4月	-508,471	63,922	28,169	-416,380	1,648.87	-3.35%	17,973.70	-11.62%
5月	-731,688	78,462	-14,115	-667,341	1,522.84	-7.64%	16,332.45	-9.13%
6月	743,831	157,021	10,060	910,912	1,591.60	4.52%	17,411.05	6.60%
7月	-988,847	62,766	-20,697	-946,778	1,453.15	-8.70%	15,727.49	-9.67%
8月	750,545	205,573	32,398	988,516	1,511.44	4.01%	16,861.26	7.21%
9月	-460,670	186,307	-19,267	-293,630	1,470.78	-2.69%	15,747.26	-6.61%
2000年度上期	(-) 1,195,300	(+) 754,051	(+) 16,548	(-) 424,701				
10月	-866,710	-87,876	-12,062	-966,648	1,379.96	-6.17%	14,539.60	-7.67%
11月	-214,913	120,078	-25,711	-120,546	1,362.66	-1.25%	14,648.51	0.75%
12月	-616,668	37,423	7,876	-571,369	1,283.67	-5.80%	13,785.69	-5.89%
2001年1月	71,092	192,759	-2,907	260,944	1,300.23	1.29%	13,843.55	0.42%
2000年度下期累計 (ただし1月まで)	(-) 1,627,199	(+) 262,384	(-) 32,804	(-) 1,397,619	1,241.48	-4.52%	12,883.55	-6.93%

(注) 純資産増減額は当月末の純資産残高から前月末の純資産残高を差し引いて計算。
 (出所) 表2に同じ

これを見ると、証券会社経由の資金は二〇〇〇年二月以降純流出に転じているが、銀行等窓販経由では一貫して純流入となっている。また銀行等窓販経由ではTOPIXが下がると、むしろ純流入額が増え（四月、五月、九月、十一月、十二月）、上がると純流入額が減る（六月、八月）という傾向が明瞭に見られる。これに対し、証券会社経由の場合にはそうした傾向を打ち消す形で、昨秋以降の相場の傾向的な下落基調に規定されて純流入額が減りつづけ、ついに二月以降、純流出に転じている。こうしてみると、中長期的な視点に立ち、株価が下がったときにこそ買い増して買いコストを下げようという逆張りでかつ長期性の資金は、むしろ銀行窓販を経由して投信市場に入ってきている、と解釈できる。この結果、株式投信の残高シェアは、二〇〇一年一月末現在、証券会社経由八二・一％（二〇〇〇年三月末比、七・九％下落）、銀行等窓販一四・五％（同、七・七％上昇）と大きく変化している。

なお、直販の場合には、相場が回復する度に純流出に転じている（六月、十一月、二〇〇一年一月）。直販の多くは、ノーロード（販売手数料ゼロ）であり、売買コストが低い。そのうえインターネットで注文を受け付けている場合が多いことから、基準価格の動きをにらんだ利食い狙いの短期回転資金が多く入り込んでいるように思われる。

（2）公社債投信（MMF除く）

では公社債投信の場合はどうか。表7は、同様に公社債投信（MMFを除く）についても販売チャネル別に純資産の月別増減額をみたものである。

公社債投信は、月末に配当金が自動的に累積投資される商品設計が多く、これは運用増ではなく資金純流入と

表7 公社債投信の販売チャネル別純資産増減額の推移
(単位：百万円)

年(月)中	証券会社	銀行等 (登録金融機関)	直 販 (投資信託会社)	合 計
1999年12月	86,629	85,890	-80,613	91,906
2000年1月	-67,729	61,071	59,549	52,891
2月	416,953	78,417	-127,941	367,429
3月	-164,162	43,434	-10,481	-131,209
99年度下期累計 (ただし12月から 3月まで)	271,691	268,812	-159,486	381,017
4月	748,980	76,507	113,642	939,129
5月	925,091	93,106	-1,625	1,016,572
6月	1,054,797	74,110	3	1,128,910
7月	766,053	76,502	-24,105	818,450
8月	201,679	43,373	-2,760	242,292
9月	-502,860	61,485	-104,442	-545,817
2000年度上期	3,193,740	425,083	-19,287	3,599,536
10月	-184,633	32,118	30,301	-122,214
11月	429,053	42,207	-7,042	464,218
12月	676,470	67,114	-23,059	720,525
2001年1月	697,251	42,207	15,811	755,267
2000年度下期 (1月まで)	1,618,141	183,646	16,011	1,817,796
2000年度累計 (1月まで)	4,811,881	608,729	-3,276	5,417,332

表5に同じ

みなされるため、運用増減は統計的に多くなく、先ほどみた株式投信のような修正は無意味である。そこで、純資産増減額から販売チャネル別にどのような資金の出入りがあったか、類推してみよう。この表を見ると、直販からはわずかに資金流出が見られるが、証券会社経由の資金流入はどの月を見ても全体の九割以上を占めて、二〇〇〇年度累計（一月まで）で四兆八千億円を吸収している。これに対し、銀行窓販経由は六千億円強である。その結果、証券会社経由の残高シェアは、前年三月末九三・六％から今年一月末九二・六％とほとんど変わらず、銀行窓販の残高シェアは三・三％から五・〇％の上昇となっている。

すなわち、証券界は、満期郵貯資金

に対して、預貯金類の公社債投信でもって吸収しようとしてきたように見える。とりわけ公社債投信は組み入れ債券の時価評価替えを迎え、これまでの含み益を吐き出す必要があったため、一部の大手証券では、郵貯資金の満期が集中する時期をその益だしのタイミングと狙いを定めて営業攻勢をかけた向きもあったように思われる。

4 小括

さて、冒頭の問題に帰ろう。この一年、証券界は高利率で払い戻される郵貯資金を吸収することに一つの主目標をおいてきた。しかし、国庫に吸収される利子課税額を除く払戻資金の三分の二は再び郵貯に吸収され、証券界は残る三分の一に相当する一五兆円を巡って営業活動を行ってきたことになる。折悪しく、このころから株式相場が崩れ、証券商品への資金吸収にとつて悪環境であつたことは不幸なことであつた。

ところで、相場の善し悪しは証券商品を販売する側にとつて共通することである。もちろん、個々の業者によつては違いがあつただろうが、全体として言えることは証券界が吸収できたのは公社債投信によつてであり、株式投信については銀行窓販に劣後していたのではないかということである。この点は今後の証券界における資産管理型営業を推進する上で無視できないことである。公社債投信はこれまで時価評価が行われてこず、含み益を温存して、預貯金類似の商品として売り込んできたのであつて、これからは継続できないこうした商品コンセプトで資金を吸収できたとしても、今後の資産管理型営業推進の展望を占うものとはなりにくいのである。

したがって注目すべきは株式投信の販売動向である。なにより長期的には株式の予想収益率が短期資金はもちろん債券利回りを上回っている実績があり、長期の資産形成には向いているからである。そして満期を迎えた郵

貯資金は一〇年間の運用に耐えてきた長期性の資金である。長期性の資金でもって資産形成を行うための基本的な投資戦略は、いうまでもなく①リスク分散と②長期保有である。

この場合、リスク分散には「銘柄分散」のほかに「時間分散」がある事を忘れてはならない。業種や銘柄によつては種々のイベント（金利や為替などの経済環境の変化）に対して株価が逆に感応するものがある。だからこそ、複数業種、複数銘柄に分散投資すればリスクを抑えることができるのであり、これが銘柄分散の効果といわれるものである。その原理を応用し、分散の技法をプロにお任せしたものが株式投資信託なのである。

ところがリスク分散にはもう一つ、「時間分散」がある。投資のタイミングによつては高値掴みということもあるのであつて、一挙に資金を投ずるのではなく、投資時期を分散するのである。相場が下向きなときに継続的に買い進むことで買いコストを低めることができる。もちろん、相場の底値を確かめることは難しい。そのような投資時期の分散に関するアドバイスも資産管理型営業における重要なサービスの一つであるはずだ。

他方、そうしたアドバイスなしで、毎月一定の日に定額づつ機械的に買い進める、恣意を排した方法もある。これを「ドル・コスト平均法」という。金融機関はもちろん証券会社においても、この種の累積投資サービス（預金引き落としによる投信の定額自動購入サービス）が提供されているが、銀行窓販には累積投資が多いのである。銀行は決済口座を提供しておりもともとこの種のサービスを手がけやすいということもある。

最近の株式投信の主流は単位型ではなく追加型であり、それも信託期間が長期あるいは無期限というものが多く、追加型であるからこそ後日の買い増しが可能であり、信託期間が長期であるからこそ長期保有に向くのである。追加型株式投資信託は、もともと長期保有、投資の銘柄間分散・時間分散に最適な商品コンセプトなのであり、販売努力もこうした商品コンセプトに即したものでなければならぬ。

では、銀行の営業サイドでこうした営業努力をしているのかと言えば、そうとも思えない。先程述べたように銀行窓販の多くはアドバイスなしの累積投資サービスを提供しているだけ、というのが多いように見受けられるからである。しかしいずれにせよ、相場の下局面で投信の買い増しという教科書通りの運用が銀行窓販には多く見られることを無視するわけに行かないだろう。

今後、証券界は四〇一Kプランの解禁を迎え、変額年金など長期性の貯蓄商品の品揃えにも目を向けている。こうした商品戦略は正しい。営業戦略もまた、そうした商品コンセプトにマッチしたものでなければならぬ。

注

(1) 米国の変額年金残高は二〇〇〇年現在、九、七〇〇億ドルであり、一〇年前の六倍にまで成長している。その変額年金の残高は、銀行および証券会社経由が各二八%のシェアであり、証券会社は有力な販売チャネルといわれている。

(2) 昨年二月の純資産の増え方が、株価上昇が穏やかな割には多いように見える。これは大手証券系投信運用会社が一兆円規模の旗艦ファンドを設定した月であり、例外的なケースである。

(にかみ きよし・主任研究員)

米国への資本流入は持続的か

伊豆 久

はじめに

本誌前月号拙稿（「米国の貿易赤字について」）では、米国の貿易赤字増大をめぐる議論を整理した。本稿では、続いて国際資本フローを取り上げる。

史上最長の好景気を持続させてきた米国経済も、今年に入って、その変調が明らかとなってきた。連銀は矢継ぎ早に金融緩和策を打ち出しているものの、株価は不安定な動きを続けている。米国経済は転換期に入ったと言えるだろう。

だとすれば、米国経済の国際面での最大の課題は、史上空前の規模に達した貿易赤字をどうするか、である。言い換えれば、ドル高政策を支えてきた資本の流入は今後も持続するのか、あるいはドル高政策からの転換はあるのか、という問題である。前月号でも述べたように、貿易赤字（経常収支赤字）は資本収支の黒字と同義であり、これまで米国景気を支えてきた資本流入が縮小すれば、ドル安政策への転換という選択も現実味を帯びてくる。本稿では、こうした関心から九〇年代末の米国への資本流入の特徴を検討する。

1 民間ベースの資本流入の増加

表1は、九〇年代の資本収支の推移をまとめたものであるが、まず、ここから九〇年代末の特徴を拾い出して

表1 米国の資本収支

	1991年	1992年	1993年	1994年	1995年
経常収支	6,616	-47,724	-82,681	-118,605	-109,457
米国保有	合計	-64,388	-74,410	-176,056	-352,376
海外資産	公的資本	8,687	2,234	4,956	-10,726
の増加 ¹⁾	民間資本	-73,075	-76,644	-181,012	-341,650
(資本輸出)	直接投資	-37,889	-48,266	-80,167	-98,750
	証券投資	-45,673	-49,166	-60,309	-122,506
	非銀行部門	11,097	-387	-36,336	-45,286
	銀行部門	-610	21,175	-4,200	-75,108
外国保有	合計	110,808	170,663	282,040	305,989
在米資産	公的資本	17,389	40,477	71,753	39,583
の増加 ²⁾	民間資本	93,420	130,186	210,287	266,406
(資本輸入)	直接投資	23,171	19,823	51,362	46,121
	米国国債投資	18,826	37,131	24,381	34,274
	証券投資 (国債を除く)	35,144	30,043	80,092	56,971
	米国通貨	15,400	13,400	18,900	23,400
	非銀行部門	-3,115	13,573	1,302	59,637
	銀行部門	3,994	16,216	25,063	104,338
その他資本収支 ³⁾	-4,479	612	-88	-469	372
誤差脱漏	-48,557	-49,141	1,281	-10,859	-4,223

	1996年	1997年	1998年	1999年	2000年
経常収支	-123,318	-140,540	-217,138	-331,479	-435,377
米国保有	合計	-413,923	-488,940	-430,187	-553,349
海外資産	公的資本	5,679	-942	11,498	-425
の増加 ¹⁾	民間資本	-419,602	-487,998	-441,685	-552,344
(資本輸出)	直接投資	-91,885	-105,016	-150,901	-161,577
	証券投資	-149,829	-118,976	-128,594	-123,606
	非銀行部門	-86,333	-122,888	-92,328	-156,988
	銀行部門	-91,555	-141,118	-69,862	-110,173
外国保有	合計	571,706	756,962	482,235	753,564
在米資産	公的資本	126,724	18,876	-20,127	42,864
の増加 ²⁾	民間資本	444,982	738,086	502,362	710,700
(資本輸入)	直接投資	86,502	106,032	186,316	275,533
	米国国債投資	154,996	146,433	48,581	-20,464
	証券投資 (国債を除く)	130,240	197,892	218,075	331,523
	米国通貨	17,362	24,782	16,622	22,407
	非銀行部門	39,404	113,921	-7,001	34,298
	銀行部門	16,478	149,026	39,769	67,403
その他資本収支 ³⁾	693	350	637	-3,500	680
誤差脱漏	-35,158	-127,832	69,702	11,602	35,616

1) 増加：- (マイナス) 表示

2) 増加：+ (プラス) 表示

3) 移民の持込財産など。

(出所) 米商務省経済分析局 (www.bea.doc.gov/bea/dil.htm)

みよう。最も大きな変化は、民間資本を中心とした資本流入の増大である。民間資本の比率は、九五年の七六・四％から昨年には九六・二％にまで上昇している（逆に、外貨準備等からなる公的資本は二三・六％から三八％に低下）。そして、民間資本の内訳を見ると、第一に直接投資の急増が目立つ。九一年では二三・二億ドル、九五年でも五七八億ドルに過ぎなかった海外からの対米直接投資は、九七年には一、〇〇〇億ドルを超え、昨年には三、一六五億ドルに達している。この結果、米国からの対外直接投資を差し引きした直接投資収支を見ると、米国は九七年から入超に転じ、二〇〇〇年は一、五四九億ドルの受入れ超過となっているのである。第二の特徴は、海外からの米国国債投資がマイナス（買付けを上回る売却）に転じる一方で、株式や社債など「国債以外の証券投資」が大幅に伸びていることである。財政収支の黒字化を反映して、海外からの米国債購入額は大幅に減少、九九年から二年続けて売却額が購入額を上回るマイナス投資となっている。その一方で、国債以外の証券（主として株式と社債）への投資が増加し、その額（二〇〇〇年で四六五九億ドル）は、九一年の一三億、九五年と比較しても五倍になっているのである。

このように、九〇年代末の資本収支黒字の特徴は、海外民間資本による米国民間部門への投資となっている点にあるが、このことが、へ九〇年代末の米国国際収支に問題はないとする見解の有力な根拠ともなっていた。すなわち、へ貿易赤字は資本収支黒字の反映であり、その流入資本が民間主体であるのは、米国企業の期待収益率の高まりが外国民間資本を呼び寄せたということである。その結果としてのドル高・貿易赤字は、市場メカニズムに沿った世界的な資本の最適配分の結果にはかならず、米国経済の弱さではなく強さを反映したものであるとの見方である。しかしながら、こうした主張も、企業業績の下方修正が続く現在の状況からすれば、その前提が揺らいできたと言えるかもしれない。

2 九〇年代半ばの資本収支

九〇年代末の特徴をさらに明らかにするために、九〇年代半ばと比較してみよう。というのは、九〇年代前半は米銀危機の影響が強く、現在との違いが大きすぎるが、九〇年代半ばは、すでに米国内においては長期好景気が本格化しており、かつ対外的にはアジアや中南米が新興市場ブームに沸き、米国を軸とした国際的な資金循環が注目された時期だからである。⁽¹⁾

具体的に、まず、九〇年代半ば当時の銀行ルートでの資本輸出の動きを見てみよう。銀行からの資本輸出は、九二年、九三年と連続して回収超過（国際収支表ではプラス表示）となっていたが（米銀危機）、九〇年代半ばになると様相は一変、九五年には七五一億ドル、九六年九一六億ドル、九七年一、四一一億ドルと海外向け融資が急速に拡大している。⁽²⁾

また、直接投資も、米国からの対外投資が海外からの対米投資を上回っており、その出超額は、九四年には三四〇億ドル、九五年には四一〇億ドルに達している。米国からの積極的な資本輸出が見られるのである。

次に、こうした米国の対外投資をファイナンスしていた海外から米国への資本の流れを見てみよう。ここで大きなウエイトを占めていたのは、公的資本と米国債投資である。九五年時点で流入資本の二三・六%、九六年で二二・二%を公的資本が占めている（すでに述べたように、その後、公的資本の流入額は減少し、流入資本に占める比率は、九九年で五・七%、二〇〇〇年で三・八%に低下している）。これは、当時、ドルが、九五年春のドル八〇円一一・三五マルクという安値を付けた直後の時期にあたり、大量のドル買い市場介入が行われた結果、海外通貨当局の保有ドルが増加したためである。また、民間部門を見ても、九五年、九六年とも国債投資がそれ以外の証券投資を上回っており、九〇年代末と対照的である。

すなわち、九〇年代半ばの米国の対外資本取引は、単純化すれば、海外諸国の通貨当局によるドル準備の積み増しや民間部門による米国債投資の形で資金を集め（それによってドル・レートを引上げ）、それを（自国の経常収支赤字のファイナンスに用いる他）銀行融資や直接投資として海外に還流するものだった、ということになる。

これをIMFの九七年の世界資本市場報告は次のように表現している。「こうした資本フローは、合衆国はグローバルな資金仲介者の役割を果たしているとの見解と一致している。すなわち、合衆国は、合衆国政府債や高格付社債などの相対的に安全で流動性の高い金融資産を、相対的に高い利回りで提供することによって国際的資本を引き寄せ、そうした資本を、国際的市場を通じて、高い利回りの得られる流動性の低い資産に投資しているのである」⁽³⁾。

つまり、マクロ的に見ると、米国は、外貨準備や国債といったリスクが小さく流動性の高い資産を提供して海外資本を集め、それを直接投資や銀行融資などリターンは高いが、流動性は低く、リスクの大きい資産に投資しており、いわば「世界の銀行」としてリスク転換機能、流動性転換機能を果たしているというわけである。

米国の投資先を具体的に見てみよう。表2は、銀行部門を通じた米国からの資本輸出を地域別に見たものである。ここから、九〇年代半ば、経営危機から回復した米国の銀行の対外融資のかなりの部分が、中南米やアジアといった新興市場向けになされていたことがわかる。中南米とアジアを合計すると九六年のシェア（二五・一%）は、英国を除いた欧州地域のシェア（二一・六%）を上回っている。カリブ海や英国のオフショア市場を経由した資金も多くが新興市場に投資されたと推測される。

確かに、この点だけからすれば——それらが、結果的には九七年夏から始まるアジア通貨危機を予測できず、さらにはその一因ともなったことは、ここでは措くとして——、米国が、グローバルな資金仲介機能を担っていたと言うことも可能であろう。しかしながら、米国がそうした機能を果たせたのは、IMFの前掲報告書が言う

ような「合衆国の機関投資家とグローバルな金融機関が、世界の高収益市場への投資に関して先進的な知識、専門性、グローバルな拠点を保有していると広く認識されている」⁽⁴⁾からだけではない。というのは、当時の米国への流入資本において大きなウェイトを占めている海外通貨当局によるドル買い市場介入は、その多くが、為替切上げ圧力に直面した新興市場諸国とドル安円高を回避するための日本によるものだからである。つまり、大量の直接投資が流れ込んだタイを初めとする新興市場は、固定相場制を維持するためにドル買い介入を行っており、米国の金融仲介機能は、こうした新興市場諸国による為替リスク負担によって初めて機能しえたのである。そして、よく知られているように、こうした周辺諸国における為替リスクの負担は、これまでのドル本位制において不可欠の要素であ

表2 在米銀行の対外債権の増加

(100万ドル)

	1995年	1996年	1997年	1998年	1999年	2000年 (1-9月)
工業国	-44,402 (59.1%)	-49,030 (53.6%)	-57,876 (41.0%)	-36,776 (103.4%)	-63,433 (90.8%)	-73,451 (151.2%)
西欧	-32,230 (42.9%)	-38,333 (41.9%)	-60,757 (43.1%)	-50,296 (141.4%)	-105,283 (150.7%)	-60,168 (124.8%)
英国	-13,842 (18.4%)	-18,566 (20.3%)	-25,628 (18.2%)	-14,984 (42.1%)	-36,433 (52.1%)	-25,395 (52.3%)
西欧 (英国を除く)	-18,388 (24.5%)	-19,767 (21.6%)	-35,128 (24.9%)	-35,312 (99.8%)	-68,850 (98.6%)	-35,223 (72.5%)
日本	-10,033 (13.4%)	3,396 (-3.7%)	5,656 (-4.0%)	36,548 (-102.7%)	20,917 (-29.9%)	-7,281 (15.0%)
カリブ海 金融センター	-25,311 (33.7%)	-17,358 (19.0%)	-66,891 (47.4%)	-13,944 (39.4%)	-20,423 (29.2%)	25,735 (-53.0%)
その他	-5,395 (7.2%)	-25,166 (27.5%)	-16,351 (11.6%)	15,148 (-42.6%)	13,994 (-20.0%)	-858 (1.8%)
中南米	-2,517 (3.4%)	-11,096 (12.1%)	-16,301 (11.6%)	1,587 (-4.5%)	6,197 (-8.9%)	586 (-1.2%)
アジア	-6,407 (8.5%)	-11,932 (13.0%)	3 (-0.0%)	16,156 (-45.4%)	6,990 (-10.0%)	-1,002 (2.1%)
合計	-75,108 (100%)	-91,555 (100%)	-141,118 (100%)	-35,572 (100%)	-69,862 (100%)	-48,574 (100%)

(出所) Survey of Current Business 各号より作成。

り、その意味で、それが明確に現れている九〇年代半ばは、一つの典型的な時期と言えるのである。

3 九〇年代末のドル本位制

しかし、今日の資本フローは、以上のような九〇年代半ばの循環構造と大きく異なる。銀行部門を見ると、アジア通貨危機以降低迷していた対外融資は、九九年、二〇〇〇年と再び増加に転じているが、その融資先は、ヨーロッパに偏っている。というより、米国の銀行は、アジアや中南米、日本からも資金を引き上げてそれをヨーロッパに集中させているのである(表2参照)。この欧州向け資金供給の急増について、米商務省の資料は次のように説明している。「(銀行の海外資産の)増加の多くは、銀行による海外支店への貸出しによるもので、それは、M&Aおよび米国株式や社債への投資のためのドル資金需要の高まりを反映している。在米外国銀行が最大の貸し手で、カリブ海地域の自行支店への貸出しが大きく、西欧の拠点への貸出しがそれに続く。米銀による貸出しは小さい」⁽⁵⁾

つまり、九〇年代末の銀行部門による海外貸出しの増加は、自らの積極的なリスク・テイクというより、企業買収を中心とした対米直接投資や株式・社債投資に付随する、いわば従属的な資金供給にすぎない。リスクを負担しているのは欧州企業であり、案件をまとめるのは投資銀行であり、ただそれに必要な資金を米国に所在する欧州系銀行が提供しているだけなのである。⁽⁶⁾九〇年代半ばの対外貸出しとは性格が大きく異なっている。

そして、直接投資や証券投資に関しては、すでに確認したように、米国は受入れ超過となっているのであるから、その点では、資金仲介機能の担い手は米国から欧州に移ったとも見なせる。米国は、(資金仲介機能の担い手)というより(仲介された資金の投資先)としての性格を強めたのである。この変化は、今後の国際的資本フ

ローヤドルの安全性にどのような影響を与えるのだろうか。

4 〈資金仲介者としての米国〉と〈投資対象としての米国〉

もちろん、こうした変化は一時的なものに過ぎないと考えることもできる。

九〇年代末は、①新興市場向け投資は、アジア・ロシア・ブラジルと広がった経済危機の影響が深刻で、本格的に再開させることができず、②国内的にも、ヘッジ・ファンド危機によってリスク・テーク機能の低下が否めない。③それに何より、米国株価の高騰によって、米国自身が世界最大の投資先となったために、それまで対外投資に回っていた資金も国内回帰し、④さらに欧州からの投資資金を引き寄せたにすぎない、と見ることも可能である。米国は資金仲介機能を低下させたのではなく、従来の仲介機能の上に、投資対象としての役割が一時的に積み上げられたのであって、そのために仲介機能の役割が相対的に低下して見えるだけなのかもしれない。

しかしながら、投資対象としての魅力が高まった時期に、同時に資金仲介のあり方そのものにも不可逆的な変化が生じたのではないだろうか。九〇年代半ばまでの米国は、厚みのある国債市場を世界に提供し、集めた資金を直接投資・証券投資・銀行融資の形で世界に還流させてきた。ところが九〇年代末になると、国債残高は減少しはじめ、米国企業が世界の投資対象となったのである。そのことは、第一に、対米資本フローの規定要因において、米国の金利政策のウエイトが低下し、代わって企業の期待収益率の比重が高まったことを意味する。⁽⁷⁾へ永続的な景気拡大^①がうたわれた米国経済も景気循環が避けられないとすれば、それに応じて、流入資本も変動することになるであろう。直接投資は、ストックとしては長期的な資金であるが、フローの持続性という点では、米

国経済、特に株価の動向次第によっては大きな変動を避けることはできない。株式交換方式では、その傾向はさ

らに強まる。貿易収支も景気循環とあわせて変動するが、資本移動は、期待にもとづくため、一般的にその振幅は貿易収支よりも大きくかつ急激である。そのような時にも、資金流入チャネルが金利商品から株式へと移行しているために、金融政策によって資金を引き寄せることは難しくなっているのである。その時、ファイナンスされない貿易赤字を調整する役割は、為替レートが担うほかないであろう。

第二に、仲介機能の中心的な担い手が銀行から投資銀行に移っていることもこの間の大きな変化である。米国全体としてのマクロ的な仲介機能が以前に比べて低下したとはいえ、仲介業者をミクロ的に見ると、米国系金融機関のプレゼンスは、低下するどころか、ますます高まっている。欧州から米国への直接投資、その大きな部分を占めるM&Aにおいて仲介業務(アドバイザー)を担っているのは、圧倒的に米系投資銀行である。欧州における最近のM&Aブームの主な理由が、単一通貨導入を契機とする欧州企業の再編の加速という内在的要因にあることは間違いないが、他方、そうした動きが米国の投資銀行によってサポートされ、さらにはリードされていることも無視できない。⁽⁸⁾しかし、証券会社は、文字通りの仲介者・アドバイザーであって、(引受けリスク等、一時的なリスク負担はあるとはいえ)銀行と違ってリスク・テーカーではない。また、銀行自身も、信用リスクのオフバランス化、自身の投資銀行化を進めている。八〇年代までとは、ドル資金の循環を仲介するメカニズムが変化しているのである。この変化は、ミクロ的には米系金融機関の優位のもとで進行しつつあるが、米国のマクロ的な資金仲介機能に対しては、それを不安定化させる方向に作用するのではないだろうか。

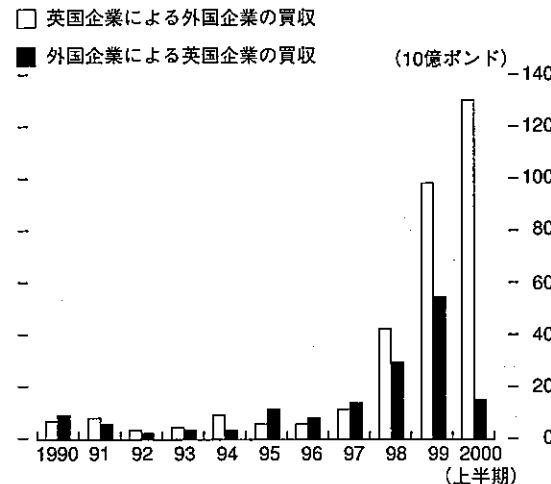
注

(1) 九〇年代半ばに「アメリカによるドル信用連鎖形成の『復活』」「ドル体制の『回復』」が見られたとの指摘もある。奥

田宏司「一九九〇年代のアメリカ国際収支構造とマネーフロー」『立命館国際研究』一二巻二号一九九九年。

- (2) 表1、表2における銀行部門の対外取引は、正確には「銀行により報告された対外債権・対外債務」で、銀行自身の債権・債務のほか、銀行顧客の取引等を含む。例えば一九九九年の対外債権増加分六九億ドルの内、銀行自身の取引は四五億ドル（六五・五％）である。便宜上、本稿では、すべてを含めて銀行の債権・債務としている。
- (3) IMF, *International Capital Markets*, Nov.1997, p.3.
- (4) *ibid.*, p.3.
- (5) *Survey of Current Business*, Jan.2001, p.53. この引用は一九九九年第3四半期に関するものであるが、九八年からの三年間を通じてあてはまる指摘である。
- (6) ただし、九〇年代末の欧州からの対米直接投資においては、M & Aの比率が高く、かつそこでは株式交換方式が多く用いられている。資金ニーズはその分、差し引かれることになる。また、株式交換の結果、欧州側からすると、米国居住者による株式保有（ポートフォリオ投資）が増えることになる。例えば、英国の場合、英国企業による外国企業買収は九〇年代末に急増し（図1）、それを主たる背景として、英国株式市場の非居住者保有比率が、九四年の一五％未満から九九年末には三〇％超（価格ベース）へと上昇し

図1 英国企業による外国企業買収



(出所) Bank of England Quarterly Bulletin, Nov.2000, p.357.

つつ。Stephen Senior and Robert Westwood, "The external balance sheet of the United Kingdom: implications for financial stability?", *Bank of England Quarterly Bulletin*, Nov.2000, p.359. 同様に、欧州は、米国からのポートフォリオ投資と米国への直接投資を交換しているのである。かつては米国が果たしていた機能である。

(7) 「対米投資が財務省証券からコーポレート物にシフトしたことにより、米国の社債市場と株式市場が活性化し、為替市場（特にユーロとドル）では、金利差の為替への影響力が低下し、株価の為替への影響力が強まる方向にある」澤田真理子「米国のマネーフロー構造と金融引締め・株価調整の影響について」『経済・産業の動き』（日本興業銀行調査部）二〇〇〇年七月、二二頁。

(8) 米国よりもむしろ日本に近いとさえ言われてきた欧州大陸の企業風土も、市場統合、単一通貨の導入、グローバル競争の激化によって大きく変化し、これまで例外的であった敵対的買収をも含む、米国流の企業再編が進められている。その過程でM & A市場および、それに関連するレバレッジド・ローン市場、ハイ・イールド債市場も誕生・拡大している。そしてそこでは、米系投資銀行が圧倒的な強みを発揮しているのであるが、それは、単純に米系が強いというより、米系投資銀行が、米国でのノウハウをそのまま欧州に持ち込み、市場を作りあげているのである。進行しているのは「欧州資本市場のアメリカ化」である。対米直接投資の急増は、むしろその一環である。Danielle Robinson, "The Americanization of Europe", *Investment Dealers' Digest*, Jan.24 2000; Judy Radler Cohen, "M&A Goes Continental", *Investment Dealers' Digest*, July 19, 1999.

(ごま ひさし・主任研究員)

ナスダックの新たな戦略

～LIEFFEとの提携とイースダックの買収～

吉川 真裕

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たことによって、ロンドン証券取引所とドイツ取引所による新取引所iXとヨーロッパへの進出を計画していたアメリカのナスダック(NASDAQ)がベンチャー株式市場ナスダック・iXを共同子会社としてフランクフルトに設立する計画も挫折した。二〇〇〇年一月にOMグループによるロンドン証券取引所の敵対的買収が失敗した後、ナスダックがロンドン証券取引所に提携の働きかけを強めていると伝えられたが、ドイツ取引所との合併計画が株主(会員業者)の反発を招いたことを重視したロンドン証券取引所は独自路線を追求する姿勢を強め、ナスダックのヨーロッパ進出計画は宙に浮いたままであった。しかし、二〇〇一年一月末にはナスダックが汎欧州ベンチャー株式市場イースダック(EASDAQ)と買収交渉を開始したという報道が流れ、三月三〇日のイースダックの株主総会でその決定が下されると伝えられていた。三月二六日、ナスダックはロンドン国際金融先物オプション取引所(LIFFE)と提携し、翌三月二七日にはナスダックがイースダックを買収する計画が正式に発表され、三月三〇日のイースダックの株主総会で買収提案は予想通り可決された。

本稿では、イースダックの歴史を通してヨーロッパのベンチャー株式市場の歩みを振り返り、ナスダックのヨーロッパ戦略の推移を紹介した後、LIEFFEとの提携とイースダックの買収計画について検討する。

1 イースダック

ヨーロッパにおけるベンチャー株式市場の歴史は、アメリカのナスダックの成功に触発され、一九八〇年代に各国の証券取引所がジュニア・マーケットを設立したことに遡る。一九八〇年にロンドン証券取引所が開設したUSMを皮切りに、コペンハーゲン証券取引所のBORS3(一九八二年)、パリ取引所のドゥディエンヌ・マルシェ(一九八三年)、アムステルダム証券取引所のバラレル・マーケット(一九八四年)、フランクフルト証券取引所のゲレーゲルター・マルクト(一九八七年)などが相継いで開設されたが、取引所の第二部市場という位置づけであり、いずれも成功と呼べるものではなかった。

一九九〇年代に入って、ナスダックでハイテク・ベンチャー企業の上場が相継ぐ中、ヨーロッパでもベンチャー・キャピタルを中心としてハイテク企業に特化したベンチャー株式市場の必要性が叫ばれ、共通通貨の導入が現実味を帯びるにつれてヨーロッパ全体を対象としたベンチャー株式市場が構想されることになった。一九九四年一月には欧州ベンチャー・キャピタル協会やEU委員会の後押しで欧州証券ディーラー協会(EASD)がブリュッセルに設立され、ナスダックを手本とした汎欧州ベンチャー株式市場イースダックが一九九六年一月から取引を開始した。折しも一九九六年からは欧州投資サービス指令(ISV)が施行され、あるEU加盟国で承認を受けた金融機関は他のEU加盟国でも活動することが認められ、汎欧州ベンチャー株式市場という仕組みが容易になり、ISVの施行を目指してイースダックの開設も進められていた。

イースダックはISVで規制市場として位置づけられた証券取引所であり、ブリュッセルに本部を置いてベルギーの規制に従っているが、マーケットメーカーの提示する気配を表示したり、実行された取引を報告するシステム(ISMAの開発したTRAX)はロンドンにあり、受け渡し・決済はスイスのインターセトル(後にはユ

ヨーロッパとセデルII現クリアストリーム)を通じておこなうという仕組みになっていた。

経済通貨統合、ISV、共通通貨の導入といった事態のもとでは、国境に区切られた株式市場よりも域内を統合した株式市場が望ましいことは誰もが認めるところであるが、ヨーロッパの証券取引所間の統合がなかなか進まないのと同様に、ベンチャー株式市場においても汎欧州ベンチャー株式市場というイスダックの試みはコンセプトとしては申し分ないものの、現実には上場企業も取引も集まらず、苦戦を続けることになった。その最大の原因は、各国の証券取引所がベンチャー株式市場を開設し、実績のない後発取引所であるイスダックの魅力が薄れたところにある。

イスダックの開設に最も積極的であったのはベンチャー・キャピタルであり、ヨーロッパにおけるベンチャー・キャピタルの中心は株式市場と同じくロンドンであった。ロンドン証券取引所は当初から汎欧州ベンチャー株式市場に対して否定的であり、自らの存立基盤を危うくする可能性があるものと見なしていた。そして、USMの閉鎖が一九九六年に迫っているのを前にして、AIM (Alternative Invest Market) と名付けた新市場を一九九五年六月に開設した。AIMはハイテク・ベンチャー企業に特化した市場というよりもUSMの廃止に伴う受け皿という側面が強かったが、USMと同様な優遇税制を受けられることから、イギリス企業のイスダック上場を妨げることになった可能性は高い。

他方、パリ取引所はヨーロッパ株式市場統合に積極的であり、汎欧州ベンチャー株式市場構想にもナスダックと並んで当初は積極的に関与していたが、ロンドン証券取引所がAIMの開設を発表してから方針転換をおこなった。この方針転換の理由としては、ロンドン証券取引所への対抗意識、イスダックにおいてイニシアティブを発揮できないことに対する不満、ロンドン証券取引所と同様に存立基盤の維持などが考えられるが明らかでは

ない。一九九五年始めにパリ取引所が独自の新市場を検討していることが報じられ、同年九月にヌーボー・マルシェ (Nouveau Marché) と名付けられたハイテク企業に特化した新市場の計画が公表され、一九九六年三月にはイスダックに先駆けて取引が開始された。また、同じ三月にブリュッセル証券取引所もヌーボー・マルシェと同様な市場を開設し、両市場をリンクするというユーロNM構想が発表され、この計画に賛同したフランクフルト証券取引所も一九九七年三月にはノイア・マルクト (Neuer Markt) と名付けた同様の新市場を開設した。

イスダックの当初の計画では最初の一年間で五〇銘柄、三年間で二〇〇銘柄、五年間で五〇〇銘柄の上場を目標としていたが、取引開始一年後の一九九七年一月には二三銘柄 (時価総額五〇億ECU)、一九九八年末で三九銘柄 (時価総額一三二億ECU) の上場にすぎなかった。これに対して、ユーロNMに加盟するフランスのヌーボー・マルシェ、ベルギーのユーロNMベルギー、ドイツのノイア・マルクト、オランダのNMAXを合わせた上場企業数は一九九八年一〇月末で一四四銘柄 (時価総額二四〇億ECU) であり、イギリスのAIMは一九九八年末で二六〇銘柄 (時価総額八五億ECU) であった。そして、一九九九年にはノイア・マルクトが外国企業の上場も含めて急拡大し、欧州ベンチャー株式市場の時価総額の七〇%、売買代金の八〇%を占めるに至っている。

こうした中で、イスダックも方向転換を迫られるようになり、資金調達場としての市場から他市場に上場している銘柄を重複上場し、ベンチャー株式のワン・ストップ・ショップとしての市場へと変わってきている。二〇〇〇年一月からはナスダックの主力一五銘柄、同年四月からはユーロNMの四銘柄の取引を開始し、その後も上場銘柄数を拡大し、二〇〇一年三月現在では上場銘柄数も六二銘柄となっているが、売買代金はそれほど大きくはない。

2 ナスダックのヨーロッパ戦略

ナスダックの海外戦略は近年までニューヨーク証券取引所と同様、海外の企業を自らの市場に上場させ、取引をおこなうというものであった。当該企業の母国市場が小さいほど、そしてリスクの高いベンチャー企業が上場対象であることから当該企業の母国市場がベンチャー企業への投資に熱心ではないほど、外国企業はナスダックを目指し、ナスダックで認知されることによって母国市場へも凱旋帰国するというのが典型的なパターンであった。したがって、一九九〇年代前半からヨーロッパではナスダックをモデルとしたベンチャー株式市場の設立が計画され、それがイースダックという形で実現することになったわけであるが、ナスダックのイースダックに対する関与は限られたものであった。

ところが、一九九七年にフランク・ザーブ氏がナスダックとナスダックを運営する全米証券業協会(NASD)の会長兼最高経営責任者に就任して以来、ナスダックの海外戦略にも変化が現れだした。一九九八年にはオーストラリア証券取引所、香港証券取引所と提携を結び、一九九九年五月には香港証券取引所でナスダック銘柄の取引が開始され、同年六月にはソフトバンクの孫正義会長とナスダック・ジャパンと名付けた新市場を日本で開設し、ナスダックとリンクさせる計画が明らかにされた。そして、同年一月にはヨーロッパにも新市場を開設し、アメリカ、日本、ヨーロッパという三極を結んでナスダック銘柄の二四時間取引を実現させるというグローバル構想が提唱され、ロンドンにナスダック・ヨーロッパと名付けた新市場をソフトバンク、フランスのヴィヴェンディ、ルバート・マードック氏の率いるeパートナーズと合併で二〇〇〇年第4四半期に開設する計画が明らかにされた。⁽¹⁾このときには長年ナスダックと関係を持ってきたイースダックを、ナスダック・ヨーロッパとして再編するということはナスダックによって選択されず、独自に新市場を開設することがめざされた。

しかし、証券取引所と同様、ヨーロッパに乱立するベンチャー株式市場をまた一つ追加することになるとして、ナスダック・ヨーロッパは大手金融機関から敬遠されていたと伝えられている。そして、後発取引所はイースダックの二の舞になる可能性が高いという批判もあつて、ナスダック・ヨーロッパは実際には動き出しはしなかった。二〇〇〇年三月のフランス、オランダ、ベルギーの三取引所の合併によるユーロネクストの設立計画を受けて、ロンドン証券取引所とドイツ取引所が合併交渉に入り、五月三日の新取引所iX設立計画の発表の際には新取引所とナスダックが半分ずつ出資し、ナスダック・iXという新市場をフランクフルト証券取引所のノイア・マルクトをベースとしてフランクフルトに設立することがザーブ会長も臨席した記者会見で明らかにされた。⁽²⁾これによって、ナスダック・ヨーロッパはナスダック・iXという形で開設されることになったが、二〇〇〇年九月のロンドン証券取引所による合併計画撤回によってナスダック・iX計画も立ち消えとなった。⁽³⁾

二〇〇〇年一月にOMグループによるロンドン証券取引所の敵対的買収が失敗した後、ナスダックがロンドン証券取引所に提携の働きかけを強めていると伝えられたが、ドイツ取引所との合併計画が株主(会員業者)の反発を招いたことを重視したロンドン証券取引所は独自路線を追求する姿勢を強め、ナスダックのヨーロッパ進出計画は宙に浮いた形となった。しかし、二〇〇一年一月二十九日にはナスダックがイースダックと買収交渉を開始したという報道が流れ、すでにイースダックの大口株主は買収提案に合意しており、手続き上の問題で最終決着までには六週間から七週間が必要という関係者のコメントが寄せられていた。⁽⁴⁾そして、三月二日には三月三〇日のイースダックの株主総会で買収決定が下されるとも伝えられていた。⁽⁵⁾三月二十七日にはナスダックがイースダックを買収する計画が正式に発表され、三月三〇日のイースダックの株主総会ではナスダックによるイースダックの買収提案が全会一致で可決された。⁽⁶⁾

3 ナスダックのLIFFEとの提携

三月二十六日、ナスダックはロンドン国際金融先物オプション取引所(LIFFE)と提携し、世界の主要株式を対象とした個別株先物市場を、LIFFEの電子取引システムであるLIFFEコネクトを用いてアメリカに開設する計画を発表した。⁽⁷⁾ ナスダックによるイースダックの買収が近いということに関心が集まっていた時期であったので、この予期せぬ提携の発表は驚きを持って迎えられた。ただし、市場の形態や出資比率等に関しては具体的に何も明らかにされておらず、本年八月からアメリカの機関投資家に、一二月からはアメリカの個人投資家にも認められることになっている個別株先物取引にナスダックが参入し、その市場でLIFFEコネクトを用いて電子取引をおこなうということだけしか今のところは明らかではない。

アメリカでは株式および現物オプションを管轄する証券取引委員会(SEC)のシャド委員長と先物および先物オプションを管轄する商品先物取引委員会(CFTC)のジョンソン委員長が一九八二年に個別株先物の当面の禁止と株価指数先物の共同監督に合意したいわゆるシャド・ジョンソン・アコードによって、これまで個別株先物は取引を禁止されてきた。しかし、近年の個別株オプション取引の活況と金融先物取引の伸び悩みの中で、シカゴ商品取引所(CBOT)とシカゴ・マーカンタイル取引所(CME)が個別株先物の解禁を議会に積極的に働きかけ、二〇〇〇年の商品先物取引法の改正に際してはこれに反対するニューヨーク証券取引所やナスダック、シカゴ・オプション取引所(CBOE)との間で議論が盛り上がっていた。個別株先物の解禁に関しては二〇〇〇年七月にはほぼ見通しがついていたが、店頭デリバティブの規制に関してはCBOTやCMEの規制強化の要望がグリーンズパン連邦準備制度理事会議長やレビットSEC委員長(当時)、サマーズ財務長官(当時)によって反対され、議会での調整は難航していた。そうした中で二〇〇〇年九月にLIFFEがアメリカ株を含

めた個別株先物取引を開始する計画を発表したことから、LIFFEに先を越されることに對する不安が高まり、店頭デリバティブに対する規制強化は見送られる形で二〇〇〇年一二月によく法案は可決された。

今のところ、SECとCFTCの両機関が監督すること、証拠金率等は個別株オプションと整合的であること、証券業者と先物業者の両方が取り扱い可能であること、証券取引所、オプション取引所、先物取引所、ECNのいずれもが市場を開設できることなど以外には具体的な話は伝えられてはいない。取引開始日についても法律では定められているが、監督当局のゴーサインがでなければならぬことも十分に考えられる。

これまでのところ、個別株先物解禁を長らく要望してきたCBOTとCME、個別株先物の解禁には反対していたCBOE、そしてパシフィック取引所の株式取引部門を移管されることになっているECNのアーキペラゴウが個別株先物導入の名乗りを上げていたが、今回のLIFFEとの提携でナスダックも個別株先物に参入することが明らかになった(ニューヨーク証券取引所に参入の気配は見えない)。今回のナスダックのLIFFEとの提携は、すでに本年一月から個別株先物取引を開始しているLIFFEのノウハウをいち早く手に入れ、アメリカ国内の競争相手に遅れをとるまいとするのが眼目であり、当面はヨーロッパや他の地域での個別株先物とリンクさせるという計画はない模様である。⁽⁸⁾ したがって、この提携は外国の取引所と提携したといってもLIFFEがヨーロッパで試みているような外国株を対象とした展開をかならずしも意図しているわけではなく、競争相手となる国内の先物取引所やオプション取引所からシステムを含めた先物取引のノウハウを得ることが難しく、後れをとるわけにもいかないということからLIFFEに技術支援を要請したという意味合いが強い一方、LIFFEのアメリカ株を対象とした個別株先物に国内市場を席卷されないように先手を打ったところであるう。

4 ナスダックによるイースダックの買収

三月二七日に発表されたナスダックによるイースダックの買収計画では、ナスダックがイースダックの株式の五八%を取得し、ナスダック・ヨーロッパとしてイースダックを再編するが、これまで通り、ベルギーの規制に服する規制市場であり続けることが明記されている。⁽⁹⁾ただし、ナスダックによる株式保有比率は最大一〇・四三%まで八社の大手金融機関からの出資を募ることで五一%まで低下する可能性があり、二〇〇億ユーロの劣後債を発行する計画もあるとされているが、ナスダックがイースダックの株式を一株いくらずで取得するのか、現金で取得するのかどうかについては明らかにされていない。ナスダックはブランド使用量等を含めて七〇〇万ユーロの投資をおこなうことになる⁽¹⁰⁾と述べたと伝えられているが、関係者の話ではナスダックが支払う現金は約一四〇〇万ユーロであり、八社の大手金融機関による出資額もほぼ同程度であるとも報じられている。⁽¹¹⁾

ナスダック・ヨーロッパの取引対象はナスダックやナスダック・ジャパンとのリンケージを通じてヨーロッパ株式、アメリカ株式、アジア株式のほか、上場投資信託(ETF)やワラントも含めた幅広い商品となる予定であると発表されている。そして、当面はヨーロッパとアメリカの主要株式を取引対象とし、アメリカ株式についてはナスダック銘柄だけではなく、五〇銘柄程度のニューヨーク証券取引所上場銘柄も取引対象とするとナスダックやイースダックの役員が語ったとも伝えられている。⁽¹²⁾

ナスダック・ヨーロッパの取引システムはナスダックが導入を計画しているスーパーモニタージュと類似の取引システムの導入をめざすが、まず第一段階として二〇〇一年五月か六月にETS(European Trading System)と名付けられた現在のナスダックと同様な取引システムが導入され、マーケットメーカーの気配値で自動執行やブローカー間での電子媒体を使った交渉が可能となり、取引報告も同一のシステムでおこなわれることになる

説明されている。そして、二〇〇一年第4四半期にはマーケットメーカーの気配値に匿名の注文板が組み合わせられ、電子的な交渉装置が拡充されるとともに、セントラル・カウンターパーティを含めた受け渡し・決済システムとシームレスに統合されることになる予定であると発表されている。⁽¹³⁾なお、第一段階として導入が計画されているETSはロイターの子会社であるTIBCOファイナンス・テクノロジがTIBエクスチャンジというシステムに基づいてイースダックのために開発を進めてきたものであり、もともとイースダック・トレーディング・システムの頭文字からETSと名付けられていた。⁽¹⁴⁾

ナスダック・ヨーロッパの受け渡し・決済はアメリカの中央証券保管振替機関(CSD)であるDTCC(Depository Trust and Clearing Corporation)のシステムに基づいて新たなセントラル・カウンターパーティを設立し、このセントラル・カウンターパーティを介して既存のCSDや国際証券保管振替機関(ICSD)を利用することが計画されている。このセントラル・カウンターパーティは複数の市場での取引や取引所外取引にも対応し、取引ギャランティーを提供することに加えて、セトルメント・ネットティング・ファシリティーの利用を選択することもでき(セントラル・カウンターパーティを利用しないこともでき)、顧客のニーズに最も適したCSDやICSDを利用することによってクロスボーダー取引を国内取引と同程度に簡略化すると説明されている。ただし、当面はイースダックと同様に会員業者の指定によってユーロクリアか、クリアストリームに直接インストラクションを送ることになっている。⁽¹⁵⁾なお、国内取引と同じT+3でクロスボーダー取引を決済する関係上、ナスダック・ヨーロッパでの取引でもイースダックでの取引と同様に投資家はブローカーにノミニー口座を開設する必要があることになっている。⁽¹⁶⁾

5 ナスダックのイースダック買収が意味するもの

イースダックの買収によってナスダックはようやくヨーロッパに二四時間取引の三番目の拠点を開設することになった。しかし、今回のヨーロッパにおけるナスダックの拠点はブリュッセルであり、一九九九年一月にロンドンで開設すると発表されたナスダック・ヨーロッパや二〇〇〇年五月にフランクフルトで開設すると発表されたナスダック・iXとはやや異なるものとなっている。これまでの計画ではナスダック・ジャパンと同様に、ヨーロッパにおける資金調達場としてのベンチャー株式市場がめざされていたが、今回はこれに加えてヨーロッパやアメリカの主要株式の重複上場による取引も視野に入れており、トレードポイント（六月からはバーテックス）やJIIWAYと競合する性格も合わせ持っていると言えよう。⁽¹⁴⁾ ナスダックのイースダック買収計画を聞いたノイア・マルクトのライナー・レイス氏は、これはヨーロッパにおけるベンチャー株式市場の開設というよりもイースダックを援助し、JIIWAYのようなECNに改造する計画に過ぎないと述べている。⁽¹⁵⁾

かつてナスダック・ヨーロッパをロンドンに新設する計画は市場関係者から敬遠され、ノイア・マルクトをベイスとしたナスダック・iXに計画を変更したように、また英独取引所の合併計画撤回後、ロンドン証券取引所にしきりに働きかけたように、ナスダック自身もロンドン証券取引所かドイツ取引所、あるいはユーロネクストといったヨーロッパの主要取引所と提携しない限り、ヨーロッパにおけるベンチャー株式市場の成功はおぼつかないと考えているはずである。その証拠に、イースダックの買収計画のプレスリリースの冒頭には「優れた汎欧州プラットフォームの開発のためのパートナーシップ」と並んで「潜在的なヨーロッパのパートナーとの協議は継続中」という一文が強調されており、ヨーロッパの大きな市場と提携することは今でもナスダックの方針であるとザープ会長が語ったとも伝えられている。⁽¹⁶⁾

ナスダック・ジャパンが二〇〇〇年六月に取引を開始したにも関わらず、ヨーロッパにおけるナスダックの拠点は主要取引所間の対抗関係もあって定まらず、汎欧州ベンチャー株式市場という優れたコンセプトを掲げてきたものの存続さえ危ぶまれてきたイースダックを、ヨーロッパ進出の足がかりとして安値で買い受けたというのが今回のナスダックによるイースダックの買収の真相であろう。イースダックの買収でヨーロッパの主要取引所との今後の交渉を有利に進めようというのがその狙いと考えられる。なお、ナスダックは本年一月に株式を会員業者等に五億一六〇〇万ドルで売却して資金を手に入れているし、イースダックの買収計画を発表した翌日の三月二八日にはヘルマン&フリードマンというサンフランシスコのプライベート・エクイティ・ファームに二億四〇〇〇万ドルの転換社債（すべて転換されればナスダックの株式の九・八％）を発行することで合意している。⁽¹⁶⁾

ところで、今回の買収計画で最も注目すべきところは新たなセントラル・カウンターパーティーの設立であろう。クリアリング業務をおこなうイギリスのロンドン・クリアリング・ハウス、ドイツのEUR EXクリアリング、フランスのクリアネットという三つの機関の統合は、セトルメント業務をおこなうユーロクリアとクリアストリムの統合と並んで、ヨーロッパの受け渡し・決済業務の効率化にとっては不可欠のものと言われている。しかし、欧州証券フォーラム（ESF）が三つのクリアリングハウスに統合交渉を迫ったにもかかわらず、三者間の話し合いは進展せず、二〇〇〇年一二月にはDTCCがヨーロッパにおけるクリアリング業務の連結・統合を働きかけたが、やはり支持は得られなかった。ナスダックはこうしたクリアリングハウスの統合をめざすのではなく、新たなクリアリングハウスの設立を計画しており、この計画がうまくいけばヨーロッパの決済業務の統合が大幅に進展するものと考えられる。イースダックをナスダック・ヨーロッパに衣替えるだけでは成功はおぼつかないであろうが、ナスダックのヨーロッパ進出は今後のヨーロッパ株式市場統合にも影響を及ぼしそうである。

注

- (1) "Nasdaq Announces Joint Venture To Create A Pan-European Securities Market Nasdaq-Europe Targeted to Open Fourth Quarter 2000", *Nasdaq-Amex Press Release*, 5 November 1999 (http://www.nasdaqnews.com/news/pr99/ne_section99_258.html)
- (2) 英独取引所の合併計画およびナスダック・Euronext開設計画に関する、拙稿「Euronext英独取引所合併計画」(本誌一五八三号、二〇〇〇年六月)を参照。
- (3) 英独取引所の合併計画撤回に至る経緯については、拙稿「英独証券取引所の合併計画撤回―OMグループによるEuronextの買収提案―」(本誌一五八七号、二〇〇〇年一月)を参照。
- (4) Ian Brown, "Nasdaq to take over Easdaq", *eFinancialNews*, 29 January 2001 (<http://www.efinancialnews.com/story.cfm?passedref=1450000000012062&xsection=16>), Ian Brown, "Easdaq gives nod to Nasdaq", *eFinancialNews*, 5 February 2001 (<http://www.efinancialnews.com/story.cfm?passedref=1450000000012374&xsection=16>)
- (5) "Nasdaq expected to acquire majority stake in Easdaq", *Wall Street Journal Europe*, 21 March 2001
- (6) "Easdaq Shareholders Approve Nasdaq Taking Majority Stake in Easdaq", *Nasdaq Press Release*, 30 March 2001 (http://www.nasdaqnews.com/news/pr99/ne_section01_099.html)
- (7) "LIFPE and Nasdaq Form Partnership to Offer Single Stock Futures In U.S. and Europe", *Nasdaq Press Release*, 26 March 2001 (http://www.nasdaqnews.com/news/pr2001/ne_section01_086.html)
- (8) Euronextの個別株先物については、拙稿「Euronext・ストック・フューチャーズ―個別株先物によるEuronextの巻物取引―」(本誌一五九一号、二〇〇一年二月)、「個別株先物の将来性」(『先物オプション・レポート』一三巻)

二四号、二〇〇一年三月)を参照。

- (9) "Nasdaq Agrees to Acquire Majority Ownership in Easdaq as Part of European Strategy", *Nasdaq Press Release*, 27 March 2001 (http://www.nasdaqnews.com/news/pr2001/ne_section01_089.html), "Nasdaq Europe Fact Sheet", *Nasdaq Press Release*, 27 March 2001 (http://www.nasdaqnews.com/news/pr2001/eu_fact.html)
- (10) Silvia Ascarelli, "Nasdaq to Buy Majority Stake in Easdaq In a Move to Expand Its Reach in Europe", *Wall Street Journal*, 28 March 2001
- (11) Nasdaq, *Nasdaq Europe*, 27 March 2001 (http://www.nasdaqnews.com/asp/nasdaq_eu.pdf)
- (12) EASDAQ, "EASDAQ Trading System", 2000 (<http://www.easdaq.be/services/technology.htm>), "Trading System and Settlement System", 2000 (http://www.easdaq.be/services/member_trading.htm)
- (13) Nasdaq Europe, "Investors Resources", 2001 (http://www.nasdaq-europe.com/investors/i_publications.htm)
- (14) トレーダーポイント(バーナックス)については、拙稿「バーナックス―ヨーロッパ第三の道―」(本誌一五八五号、二〇〇〇年八月)、「J-WAYについては、拙稿「J-WAY―OMとMSDWによるクロスボーダー小口ECN―」(本誌一五八九号、二〇〇〇年十二月)を参照。
- (15) Huw Jones, "Nasdaq Takes Majority Stakes in Easdaq", *Reuters (Yahoo News)*, 27 March 2001 (http://dailynews.yahoo.com/h/nm/20010327/bs/eupore_nasdaq_doc1.html)
- (16) "Nasdaq Announces \$240 Million Investment by Hellman & Fierdman, Leading Private Equity Firm", *Nasdaq Press Release*, 28 March 2001 (http://www.nasdaqnews.com/news/pr2001/ne_section01_094.html)

上海証券取引所のコーポレート・ガバナンス調査(1)

株主総会と董事会を中心に

王 東明

1 はじめに

昨年末、上海証券取引所は、取引所成立の一〇周年記念イベントとして「中国上場企業のコーポレート・ガバナンス(企業統治)」というテーマでの国際シンポジウムを開催した。このシンポジウムで、上海証券取引所は一九九九年末に北京中和応泰管理諮詢有限公司と共同で実施された上場企業のコーポレート・ガバナンスのアンケート調査の結果を発表すると同時に、上場企業のコーポレート・ガバナンス原則(草案)も公表し、各方面の意見を求めている⁽¹⁾。

中国の株式市場は、八〇年代後半の株式会社制度の導入と店頭市場の創設という実験的過程を経て、九〇年代初頭の上海、深圳証券取引所の誕生によって形成された。取引所誕生から一〇年後の二〇〇〇年末現在、両取引所の上場企業は一、〇〇〇社(一、〇八八社)を超え、時価総額は四兆八、〇九一億元(一元約一五円)に達し、アジアで第三位の市場規模になった。また、全国の投資家は五、七九七万人(登録口座数)にのぼり、累積で五、〇〇〇億元以上の資金を調達した⁽²⁾。計画経済体制から市場経済へと転換する中国経済において、株式市場の形成は直接金融としての資金調達の役割ばかりではなく、国有企業の法人化、株式会社化という企業制度改革にも貢献した。

しかし、国有企業から組織変更して株式会社ないし上場企業に变身した企業において、そのガバナンスの在り方はどのように変化したのか。一部の上場企業は資金調達のみ(「圈錢」)を重視し、肝心な抜本的な企業制度改革にあまり関心を持たず、「換湯不換薬」(湯を換えても薬は取り換えない)という形式的な改革に止まる現象を表わしている。近年では、経営者の腐敗現象が深刻で、チェック機能の不在と経営者モラルの欠如が問題視され、「インサイダー・コントロール」ともいわれるようになり、コーポレート・ガバナンスの在り方は重要な関心事となっている。

企業制度改革のモデルとしての上場企業において、株式会社組織に合わせて形成された株主総会、董事会(取締役会)および監事会(監査役会)という「新三会」は一体実際に機能しているかどうか。「新三会」と国有企業の既存組織である企業党委員会、従業員代表大会および工会(労働組合)という「旧三会」との関係はどのように調整されているのか。現在、国有株(国家株と国有法人株)が発行済株式の五〇%以上を占める上場企業において、そのガバナンスの実体はどうなっているのかを明らかにする必要がある。

小稿では今回の上海証券取引所と北京中和応泰管理諮詢有限公司と共同で実施された上場企業のコーポレート・ガバナンスのアンケート調査の主な内容を紹介し、上場企業の視点から中国型コーポレート・ガバナンスの特徴と問題点を整理することしよう。

2 調査対象と内容

一九九九年末に、上海証券取引所(上場部と研究センター)と北京中和応泰管理諮詢有限公司の共同調査は、

上海証券取引所の上場企業を対象にコーポレート・ガバナンスのアンケート調査を実施した。調査内容は上場企業の株式所有、意思決定の在り方、奨励制度および外部環境が上場企業のガバナンスに与える影響、また情報開示、系列取引および中小株主の利益保護などが含まれている。

今回のアンケート調査は、上海証券取引所の上場企業四八〇社を対象に、企業の董事（取締役）、監事（監査役）および上級管理者に延べ一万五六〇件のアンケート調査票を配った。そのうち、企業調査は四八〇件、董事会の秘書は回答、財務調査は四八〇件、財務責任者は回答、個人調査は九、六〇〇件、董事、監事および上級管理者は回答することになっている。

調査の回収状況について、企業調査は二五七件を回収し、回収率は五三・五四％、財務データ調査は二四二件を回収し、回収率は五〇・四二％、個人調査は三、九七八件を回収し、回収率は四一・四四％であったが、比較的高い回収率を得た。

また、有効回答二五〇社の企業は四四の業種に均等に分布した。業種の前一〇位は総合、商業、機械製造、製薬、紡績、建材、冶金鋼鉄、化学工業、交通運送および電子であり、計一一〇社の上場企業で、全サンプルの四四％を占める。そして、会社登録地の有効回答二五三社の企業は、三〇の省・直轄市・自治区に分布し、省・直轄市・自治区の前一〇位は計一七〇社の上場企業があり、全サンプルの六七％になっている。さらに、サンプル企業の上場時期は一九九二年から一九九八年までの間に比較的均等に分布している。

3 調査企業の外部環境

調査企業の外部環境について、有効回答を得た二三五社のうち、「主管部門がある」と答えた企業は一四五社で、サンプル企業の六一・七％を占める。「主管部門がない」と答えた企業は八九社、全体の三七・九％である。「その他」と答えた企業は全体の〇・四％である。多数の企業は依然として行政主管部門の支配下にあることが分かる。

主管部門がある一四五社について、その主管部門の内訳は、国务院または部委（日本の省庁に相当）・部級公司主管が全体の八％、省政府または省級総公司主管が三七％、地・市政府または地・市級総公司主管が四五％、区・県政府主管が全体の六％、集団公司主管が四％である。

しかし、上場企業の大株主について、その「主管部門がない」と答えたのは全体の七・九％である。その意味で、上場企業自身が「主管部門がない」と言っても、その支配的立場にある大株主（国家株主、国有法人株主）が依然に「主管部門がある」ことを示している。

今回の調査から、上場企業の主管部門の内訳は、上場企業の大株主の主管部門の内訳と非常に似ていて分布も近い。上場企業あるいは大株主は何らかの形でその主管部門のコントロールの下にあり、「政企不分」（政府と企業の不分離）の現象が依然存在し、企業の独立性が欠けていることが明らかである。但し、計画経済の時代では、企業は政府の「付属物」であり、経営自主権を殆ど持っていなかった。これに対して、現在国有企業から組織変更して株式会社ないし上場企業になった企業において、政府は企業経営に直接介入する現象が減り、国家株主または国有法人株主の立場が変わって、大株主（所有者）として株主総会や董事会（取締役会）を通じて企業の意思決定や重役の人事などのガバナンスの面に影響を与えていることが、企業の外部環境の大きな変化とも言えるであろう。

4 株主総会

調査企業は上場開始から一九九九年末までの間に、平均で五・八回の株主総会を招集した。各年の平均参加人数は一二九人、最高人数は二一三人、最低人数は五一人である。また、『中国証券報』の調査によると、投資家の一六％は株主総会に出席、二％は他人に委任して出席、八二％は欠席という結果が出た。株式会社の最高意思決定機関としての株主総会は、欠席する株主は八割を超え、特に中小株主の出席が極めて少なく、株主総会は「大株主の総会」あるいは「国有株主の総会」と言われ、「形骸化」していると指摘される。

このような状況は、少なくとも国有株（国家株と国有法人株）が上場企業の発行済株式の五〇％以上を占め、しかも現時点では一般流通できないという株式所有構造と密接に関連しているのではないかと考えられる。

5 董事会と董事

（一）董事会の規模と構成

「会社法」の一二条では、株式会社の董事会のメンバーは五人から一九人によって構成されたと規定されている。調査企業の状況は平均で一〇人前後で、その時期的変化は表1で示されている。現在、董事の人数は一〇人前後で、合理的な人数であるかどうか、もし専門の委員会が設置されれば、現在の人数は足りないと取引所は分析している。

また、調査企業の執行董事（Executive Director：執行取締役）は董事の五割（五三・七四％）

表1 調査企業の董事会（取締役会）の平均人数

時期（年）	上場時	1996	1997	1998	1999
董事会の平均人数	10.30	10.10	9.96	9.90	9.88

（出所）1999年上海証券取引所の調査。

表2 調査企業の執行董事の平均人数

（単位：人）

時期（年）	上場時	1996	1997	1998	1999
執行董事の人数	6.00	6.40	5.90	5.48	5.31
執行董事の比率（％）	58.25	63.37	59.23	55.35	53.74

（出所）1999年上海証券取引所の調査。

題解決のための「万能薬」ではないと疑問視する学者もいる。⁽⁶⁾

さらに、董事の出身母体つまりどこから派遣されているかについて、表3が示している。すなわち、董事の七割前後は上位三位の大株主から派遣され、筆頭株主からの派遣は五割を超えている。この構図は現在発行され

を超え、その殆どは社内取締役と見られる（表2）。しかし、社外取締役と見られる独立董事（Independent Director）はわずか八人で、有効回答二、九二八人の〇・三％でしかない。この状況はアメリカ大企業の社外取締役が大多数（七割以上）を占めることと違って、社外取締役からの経営チェックと牽制を期待できず、「インサイダー・コントロール」の傾向が強いといわれている。近年、監査役制度がある日本でも社外取締役の起用に関する議論が高まっており、今年三月に法務省は会社の経営機構に関する商法改正素案をまとめ、会社や子会社と雇用関係などが一切なかった「社外取締役」を一人以上登用（強制）し、条件付きで監査役制度の廃止も認める方針を打出した。⁽⁵⁾しかし、中国においては、独立董事制度の導入をめぐる、それは問

表3 調査企業の董事の派遣元（出身母体）

（単位：人）

時期（年）	上場時	1996	1997	1998	1999
大株主からの派遣	7.07	6.60	6.49	6.81	6.92
筆頭株主からの派遣	5.10	4.51	4.66	4.97	5.33
第2位株主からの派遣	1.50	1.37	1.38	1.42	1.56
第3位株主からの派遣	1.02	0.96	0.94	0.95	0.99
政府部門からの派遣	1.37	1.26	0.97	0.74	0.64
銀行からの派遣	1.08	1.28	1.16	1.06	0.84
非銀行金融機関からの派遣	2.21	2.32	1.98	2.06	2.04
関連会社からの派遣	4.45	3.78	4.38	4.59	4.81
非関連会社からの派遣	2.92	3.39	3.09	3.17	3.09
業界の主管部門からの派遣	0.85	0.67	0.77	0.81	0.70

（出所）1999年上海証券取引所の調査。

表4 調査企業の董事の資質

(単位:人)

時期(年)	上場時	1996	1997	1998	1999
40歳以下の董事人数	2.51	2.11	2.01	2.15	2.35
大卒以上の董事人数	5.96	5.70	5.98	6.33	6.37
男性董事人数	9.21	8.99	8.93	8.93	8.88
党員董事人数	9.40	10.19	9.02	9.09	9.12

(出所) 1999年上海証券取引所の調査。

ている株式の約七割が一般流通できない国家株と法人株という株式所有構成によって大きく影響され、株式所有が上位三位の大株主(特に筆頭株主)に集中していることを物語っている。

(2) 董事の資質

董事会は經理の任命権を持ち、業務執行の意思決定機関として位置づけられ、そして董事長が業務執行の監督の責任を負うと「会社法」は定めている⁽⁷⁾。従って、董事の資質は会社経営にとって極めて重要な要素であると考えられる。

董事の資質は表4を見ればわかる。(1) 四〇歳以下の董事は減少する傾向があり、しかし、九七年以後は増え始めた。(2) 大卒以上の董事は増えており、全体の六割前後を占め、そのうち董事長の大卒以上の比率は六七・七%に達している。その結果は筆者が実施した二三八社上場企業資料調査の上海企業の数字(董事の大卒以上は五五・二二%、董事長は六三・一二%)と近く、やや増えていることもわかる。(3) 董事の九割前後は男性で、近年は少しづつ減っている。(4) 党員董事の比率は男性董事より多く、九九年は九二%である。殆どの董事が党員であることは、国有株主の存在および「党管幹部」(党は幹部を管理する)の原則と密接に関連し、中国的なコーポレート・ガバナンスの一つの特徴としてとらえることができるであろう。同時に、この特徴は中国社会の政治体制そのものを反映しているのではないかと考えられる。

(3) 董事の任期

調査された一、八九二人の董事は有効サンプル(三、九七八人)の四七・六%を占め、うち董事長・副董事長は全体の二一・三%、一般董事は七〇・五%、董事会秘書は八・二%になっている。有効回答のうち、勤める期間を三年を超える董事は三二・二%、三年以内は六七・三%である。また殆どの董事(九二・一%)の任期は七年〜九九年の三年間のうちから開始し、また九二・七%の董事は二〇〇〇年以降の三年間のうち、任期を満了する。董事の平均任期はおおよそ三年である。

(4) 董事の責任対象

董事は誰に対して責任を持つかという質問については、「株主全員(中小株主を含む)」と答えたのは約五割で、「派遣された株主」だけは二割を超えている。株主に合わせた回答は七割前後である。そして、董事会に対して責任を持つのは二割前後である。また、今まで国有企業の「主人公」である「従業員」と「親分」の「政府主管部門」と答えた比率は極めて少なく、それぞれ三・三%と一・九%で、董事の責任対象の意識が大きく変化している(表5)。

表5 董事は誰に対して責任を持つか

項目	サンプル数(人)	%
派遣された株主	702	21.8
株主全員(中小株主を含む)	1,567	48.7
董事会	707	22.0
經理層	47	1.5
従業員	107	3.3
地域社会	1	0.0
証券監督管理部門	7	0.2
政府主管部門	60	1.9
最終顧客(製品とサービス)	16	0.5
長期相対取引先	1	0.0
貸付銀行	2	0.1
合計	3,217	100.0

(出所) 1999年上海証券取引所の調査。

表7 董事会の決議件数

(単位: 件)

上場時			1996年			1997年			1998年		
平均	最小値	最大値	平均	最小値	最大値	平均	最小値	最大値	平均	最小値	最大値
6.8	0	26	7.4	0	32	8.8	1	35	11	0	39

(注) 原資料の上場時の最大値(2.6)を26に訂正した。

(出所) 1999年上海証券取引所の調査。

表6 董事の選任決定権

項目	サンプル会社数(社)	%
株主総会	195	79.3
董事会	26	10.6
大株主	21	8.5
董事長	4	1.6

(出所) 1999年上海証券取引所の調査。

うち、七九・三%は株主総会を選んだ。董事会からの選任は一〇・六%、大株主の自ら選任は八・五%である。有効回答の中から董事長が直接に決定する企業(四社、一・六%)も出ている(表6)。その他、董事の選任に関しては、二五〇社の有効回答から、大株主から指名推薦の企業は全体の五六・八%で、董事会から指名推薦の企業は全体の三四%である。以上の結果から、董事の選任は大株主の強い支配の下で行われ、大株主は直接に決定し、あるいは董事会と株主総会のコントロールを通じて選任することが多いと取引所は分析している。

(6) 董事会の専門委員会

今回の調査では、サンプル会社のわずか一四社(全体の五・四%)の董事会は専門委員会を設置した。そのうち投資または融資委員会は多く見られ、次に、審査委員会、財務管理委員会および戦略委員会は一般的である。各委員会のなか、執行董事が最も多いのは価格委員会、非執行董事が最も多いのは戦略委員会、独立董事が最も多いのは戦略委員会と会社体制改革委員会である。また、戦略委員会の董事数は一番多く、生産経営運営委員会の会議数は一番多いことになっている。ここで専門委員会の機能は主に重大な投資プロジェクトの企画運営に偏っており、専門委員会の重要な監督・審査機能はまだ「発展途上」にあると見られている。

(7) 董事会会議

董事会は株主総会の決議を執行し、業務執行の意思決定機関として、經理の任命や董事長の業務執行の監督な

どの責任を持ち、企業ガバナンスの中枢的存在であると考えられる。上場開始以来、サンプル企業は平均で一六・三回の董事会を開き、各年の平均は五・四回である。毎回の参加人数の平均は一二人である。董事会の招集は最も多い年は九九年の五・八回で、最も少ない年は九八年の三回である。

董事会の決議の件数は近年増える傾向があり(表7)、董事会の役割は益々重要視されていると見られる。

(8) M & Aによる影響

調査企業について、流通市場を通じての経営権の獲得を目的とする敵対買収はゼロである。有効サンプル企業二三五社(サンプル企業の九一・四%)について、その株主は流通市場を通じて株式を買収して董事会を改選したケースはゼロである。また、有効サンプル企業二六社(サンプル企業の九一・八%)について、株主以外の法人と個人は、流通市場を通じて株式を買収して董事会を改選したケースもゼロである。

流通市場を通じての敵対買収は極めて少ない。九三年九月の深圳宝安集団は延中実業を買収するいわゆる「宝延事件」⁽⁹⁾が初めてのケースである。九九年一月前後までに、流通市場を通じての敵対買収は一〇件で、そのすべてが五社の「三無企業」(発行済株式は全て流通できる)をめぐるケースである。⁽¹⁰⁾現在、上場企業のM & A(吸収・合併)は主に現時点ではまだ流通できない国家株と法人株の協議譲渡によって行われ、九九年のM & A件数は一九二件

である。⁽¹⁾

6 むすびにかえて

以上の調査結果から見てきたように、上場企業の外部環境は国有企業と比べると大きく変化した。しかし、「政企不分」（政府と企業の不分離）の現象が依然存在し、政府主管部門は「直接命令」ではなく、国家株主と国有法人株主という大株主の立場に変わって株主総会や董事会を通じて企業の意思決定や重役の人事などのガバナンスの面に影響を与えてくることになっている。従って、株主総会の形骸化、「インサイダー・コントロール」などが現れ、「党管幹部」（党は幹部を管理する）の原則が上場企業にも維持され、中国のコポレート・ガバナンスの一つの特徴となっている。そして、大株主の影響力は董事の責任対象の意識調査と董事の選任権に関する調査からも見ることが出来る。また、董事会の専門委員会の設置という新しい動きもあり、近年の董事会会議数と決議の件数も増えており、董事会は業務執行の意思決定機関として重要視されていることがわかる。

今回は株主総会と董事会に関する内容を中心に紹介したが、残る調査内容は別の機会で紹介することにしよう。

注

(1) 上海証券取引所「上市公司治理問卷調査結果与分析」、上海証券取引所「上市公司治理指引（草案）（征求意见稿）」

『上市公司』二〇〇〇年第二期。

(2) 『中国証券報』二〇〇一年一月八日。

(3) 『中国証券報』一九九九年六月二十六日。

(4) 九一年に米国の大規模な公開会社の社外取締役の比率は平均で七五％である。荒巻健二（一九九四）「コーポレート・ガバナンス（企業の統治の在り方）——米国の経験と我が国企業の実態、今後の課題——（上）」『ファイナンス』、一九九四年七月号を参照。

(5) 『日本経済新聞』二〇〇一年三月二十八日。

(6) 羅培新、毛玲玲「論独立董事制度」『証券市場導報』二〇〇一年二月号。

(7) 「会社法」の第一二二条、一一四条を参照。

(8) 「二三八社上場企業（上海・二三三社、深圳・一〇五社）」の資料調査は、一九九六年から一九九九年前半までの「上場公告書」と「目録見書」（『中国証券報』）の中の会社重役の履歴書を整理したものである。上海上場企業の董事の大半以上の比率は五五・二二％、董事長は六三・二二％である。深圳上場企業の場合は、董事は四八・八四％、董事長は六三・六四％である。拙稿「中国上場企業の株式所有構造とコーポレート・ガバナンスの実態」『証券経済研究』（第二三号）、二〇〇〇年一月。拙稿「企業調査から見た中国のコポレート・ガバナンス（2）——経営者の資質と昇進経路を中心に——」『証研レポート』（No. 一五八七）、二〇〇〇年一〇月号を参照されたい。

(9) 葛榮根「隔岸觀火『宝延事件』」『中国証券報』一九九八年一月二十六日。

(10) 「三無企業」とは国家株、法人株および外資株という「非流通株」のない企業をいう。その発行済株式は全て流通できる株式である。現在、上海証券取引所に上場している「三無企業」は方正科技（以前の延中実業、華晨集団（以前の中華実業）、愛使股份、興業房産、飛樂首飾の五社がある。伐木人「資産重組の深層思考」『中国証券報』一九九九年一月一日。林凌「拳牌——現在的公司不簡單——收購戰略、反收購戰略和公司治理」『上市公司』二〇〇〇年第九期。

林凌、董紅、詹凌蔚「股權結構与企業重組的互動研究」『證券市場導報』一九九九年第二期を参照。

(11) 陳崢嶸「要約收購…資産重組市場化的必然選択」『證券市場導報』二〇〇一年第二期を参照。

参考文献

- (1) 上海証券取引所「上市公司治理問卷調查結果与分析」『上市公司』二〇〇〇年第二期。
- (2) 上海証券取引所「公司治理…國際經驗与中国的实践」二〇〇〇年一月一八日。
- (3) 上海証券取引所「中国上市公司治理國際研討会」二〇〇〇年一月二日至三日。

(おう　とうめい・主任研究員)

DTCの行うリスク管理

～取扱い証券による違いはあるか～

福本 葵

1 決済制度改革

一九九九年七月二三日、自民党の債券小委員会によって証券決済制度改革試案が発表された。この試案を受けて、日本証券業協会は、同じく一九九九年七月二三日「証券受渡・決済制度改革懇談会」を発足させた。これに続いて、大蔵省は、金融審議会に一〇月八日、「証券決済システム改革ワーキンググループ」を設置している。

これらの改革に向けての話し合いの論点は多岐にわたる。最大のものは、現在のT+3からT+1への決済期間の短縮である。そしてもう一つは、それを達成するためのSTPの実現である。この他、大きな論点となっているのが、決済機関の統一化である。決済システム、決済機関については、これまでのところ、国債、債券、株式のそれぞれが異なったものとなっている。

代表的な証券の決済制度について概観してみよう。まず、国債には、現物債、登録債、振込債という三つの形態がある。このうち、登録債は、国債権者の請求に基づき、所有者、銘柄、残高を登録簿に登録し、その後の権利行使を国債登録簿上で行うものである。国債の登録制度の根拠法は「国債二関スル法律」である。また、国債のうち、振込債の決済制度においては、日本銀行が振替機関となっている。国債の保管振替制度は昭和五五年か

ら実施されているものである。制度の根拠となるものは、「国債振替決済制度に関する規程」であり、制度発足に当たって立法措置を講じていない。

債券は株式会社債券ネットワークが中継機関となっている。債券の決済制度は振替決済制度ではない。株式会社債券ネットワークは、登録機関を結ぶ中継機関であり、振替決済機関ではない。社債登録制度は、社債等登録法に基づく制度である。株式会社債券ネットワークは一九九六年一月に設立された。株式は、財団法人証券保管振替機構が振替機関、預託機関となっている。株式保管振替制度の根拠法は「株券等の保管及び振替に関する法律」である。保管振替制度は平成三年一〇月から実施されている。

以上は証券の預託機関、または登録機関の概要である。決済機関には、この他に清算機関が含まれる。清算機関については、現在、日本においては独立のものがない。株式の場合は東京証券取引所および大阪証券取引所が自らで行った取引分について清算機能を發揮している。国債および債券については、清算の機能を担っている機関が存在しない。

本稿では決済機関を統一するか、統一するとすればどのような問題があるかについて考えたい。統一するか否かについては未だ議論の最中である。統一によって担保を効率的に利用することができるなどの規模の利益が生まれるという利点と、競走が阻害されるという欠点がある。決済機関の統一そのものの是非の議論はまたの機会に譲るとして、ここで取り上げる問題は、仮に、これまで商品ごとに分かれていた決済機関を統一することになると、商品ごとの特性や商品を取扱う参加者の特性に応じたリスク管理が必要なのかということである。この問題を考える際、参考となるのがアメリカの証券集中預託機関、DTC (The Depository Trust Company) の行うリスク管理のシステムである。DTCがどのようなリスク管理を行っているか、取扱い商品に応じたリスク管理を行っているかについて概観することとする。

2 決済機関が行うリスク管理

本誌二月号では決済機関が行うリスク管理について、四つの主要素があることを述べた。この四つの主要素とは、リスク管理のインセンティブ、参加者の基準、信用リスクおよび流動性リスクに対する防護策、オペレーションのセーフガードであった。

本稿では、決済機関の中でも、預託機関であるアメリカのDTCのリスク管理について考察する。前半では、DTCの行うリスク管理について、特に、信用リスクおよび流動性リスクの防護策としてのネット・デビット・キャップやコラテラル・モニターについて見て行くこととする。後半では、DTCは果たして、取扱い商品の特徴によって、またはそれを扱う参加者の特性によって、リスク管理の方法を分けているかという着眼点によって考察する。

3 参加者の基準

DTCの参加者となるためには、以下の資格要件のうち、少なくとも一つを充たさなければならない。

- A. 一九三四年証券取引法に基づき登録された国法証券取引所または国法証券業協会の子会社で決済を営む会社
- B. 上記Aの会社の会員または会社法人
- C. アメリカ統一商法典八条および同様の法律の規定で認められ、証券取引または担保取引業務を営む会社
- D. 連邦または州の銀行法の管理下にある銀行、信託会社、銀行信託会社あるいはそれらの子会社

E. 州の保険法の帰省を受ける保険会社

F. 一九四〇年の投資会社法第八条に基づき登録された投資会社

G. 年金基金または従業員基金

H. AからGに該当しない場合、一九三四年証券取引法に基づき登録された証券会社（ブローカー、ディーラー）を含む金融機関であつて、DTCへの参加によつて便益を受けられるもの、である。

DTCの参加者は、具体的には、ブローカー、ディーラー、カストディアン銀行、機関投資家、取引所等となっている。

4 信用リスクおよび流動性リスクの防護策

(1) ネット・デビット・キャップ

DTCやその参加者が信用リスクや流動性リスクを被ることを回避する方法として、参加者がDTCに対して負う債務に上限（ポジション制限）を設ける方法がある。これは決済不履行によつて発生する損失を制限し、タイムリーな決済を保証する最も直接的な方法である。ポジションの制限を参加者ごとに設定するリスク管理方法は、決済機関に特有のものではない。通常、取引所においても参加者に対して課される。

DTCでは、ネット・デビット・キャップという債務上限を設けている。これは、参加者が決済機関に持つ純債務（参加者がその日にDTCに支払う予定の債務額から参加者がDTCから受け取る予定の債権額を引いたネットの債務額）に上限を設けるものである。ネット・デビット・キャップの計算方法は、参加者ごとの直近七〇日間の支払い額のうち、最大値三件の平均値にスライド式の係数（一から二までの係数）を乗じて算出する。平

均額が大きい場合は小さな係数が、平均額が小さい場合には大きな係数が適用される仕組みである。ネット・デビット・キャップは日々更新される。また、一参加者の上限があり、九億ドルとなっている。最低額は参加者フアンドへの最低預託額合計の二倍である。ネット・デビットの金額はリアルタイムで増減する。

デビット額が上限に達すると、それ以上の振替は行われない。この場合、更なる振替を実行するためには、参加者が銀行を通じてDTCの口座にフェドワイアー送金を行うことによつて、参加者のDTCに対する債務を減少させなければならない。

参加者のDTCへの支払い額がネット・デビット・キャップを超える場合には、解消されるまで受払いの請求がリサイクルされる。リサイクルとは、振替実行条件を充たさない振替請求があつた場合、その条件が充たされるまで、振替請求を順番待ちの列に並ばせて、実行されるのを待つことをいう。DTCの振替請求には二つの実行条件がある。二つある振替実行条件のうち、一つでも充たしていないDVP振替請求について、リサイクルの対象としている。振替条件の一つが、当該DVP振替指図が実行されたとしても、受方参加者のネット・デビット・キャップを超えないことである。もう一つが、そのDVP振替指図が実行されても、受方・渡方双方の参加者のコラテラル・モニター値（詳細後述）がマイナスにならないことである。

(2) 担保

① コラテラル・モニター

参加者のDTCへの債務額は常に、ヘアカット分（減価額）を差し引いて担保されている。担保が不十分であるときは、それ以上の振替が行われない。

参加者が決済を行うことができない場合、DTCは当該参加者から受け入れている担保を処分しなければならない。この場合、受け入れている担保の価格が受け入れ時点よりも低下するリスク（価格変動リスク）を負っている。そのためヘアカット分が差し引かれる。各証券のヘアカットは異なっている。株式は一〇パーセント、社債及び地方債は五パーセント、CPなどのMMI証券（詳細後述）は条件および格付けによって異なっている。これらのヘアカットも常に一定ではない。急激な価格変動があった有価証券について、評価の基準とする価格やヘアカットを日中変動させている。

参加者が差し入れる担保の価値を判断するものとして、DTCが取り入れているのがコラテラル・モニターである。コラテラル・モニターの額は、参加者が差し入れている担保の額からその参加者のネット・デビットを減じて計算させる。つまり、担保から債務を減じた額である。ネットの結果、債務よりも債権が超過している場合には、その額が加算される。

例えば、担保として差し入れている有価証券の価格が一〇、〇〇〇ドルであり、ヘアカットが一〇パーセント、ネット・デビットが八、〇〇〇ドルであったとする。コラテラル・モニターの額は一〇、〇〇〇×〇・九＝八、〇〇〇＝一、〇〇〇ドルとなる。

更に、各営業日の開始時に、各参加者の参加者ファンド拠出額が当該参加者のコラテラル・モニターに加算される。つまり、参加者ファンドに拠出している分だけ、担保の差し入れを減額できる。

コラテラル・モニターはリアルタイムで増減する。振替が行われると、渡方（証券を売却した参加者）のコラテラル・モニターが増加し、その分、受方（証券を購入した参加者）のコラテラル・モニターが減額する。証券を振替える際には、当該振替によって、受方、渡方双方のコラテラル・モニターがゼロにならないように行われている。

DTCは参加者口座内の証券又は資金を担保として指定し、十分でないときは、更に追加指定することができる（NSCCからの指図による振替には適用がない）。担保が十分に確保されるまで、振替請求はリサイクルされる。

参加者口座の全ての証券がコラテラル・モニターの対象となるわけではない。参加者口座にある証券の中で、既に他の者によって担保が設定されているものは除外される。証券をコラテラル（担保）とするか否かは参加者によって指定される。

② 参加者ファンド

各参加者は、最低一万ドルを預託することが必要とされている。更に追加的な預託を求めることもできる。追加預託額は過去七〇日間の日中最大値六件の平均を基準に毎月末計算される。ファンドの預託は現金でなければならない。他の決済機関の中には、米国債など、現金以外の担保受け入れを認めているものもある。しかし、他の決済機関でも、株式や債券での受け入れを認めているものは稀である。DTCの場合、参加者ファンドは、合計四億ドルとなっている。参加者ファンドの運用には、いくつかの規定があり、通常、翌日物レポで運用される。その運用益は預託参加者に交付される。

決済不履行が発生した場合は、第一義的には、決済不履行参加者の個別ファンドから、次に参加者ファンドの運用益、最後に基金そのものからの資金によって決済を完了させる。

(3) バンク・クレジット・ライン

参加者による決済不履行が発生した場合、当該参加者の担保を流動化するには暫くの時間がかかる。DTCはこのような事態に備えて、バンク・クレジット・ライン（銀行からの与信枠）を設けている。これは決済不履行が起っても、スケジュール通りに決済を行うための適切な資金源泉である。これによって、DTCは決済不履行参加者の担保資産売却までの流動化を補う。DTCの場合、バンク・クレジット・ラインの総額は七億ドルである。参加者口座と合計すると一億ドルの流動性を確保していることとなる。

5 DTCの取扱い証券

DTCは一九七三年の設立以来、取扱う商品（証券）を増やしている。設立当初は、NYSE上場の株式に限定されていた。これをまず、AMEX、NASDAQ上場株式も取扱うこととした。一九七九年の終わりまでには、公開市場で取引される国内普通株、優先株、社債、ADRおよび米国財務省証券、地方債等に拡大した。その後も拡大を続け、端株、ドル・セント建額面証券、中小企業管理機関銘柄、イスラエル国政府発行債券、その他、CPを含む短期金融市場商品等も取扱い銘柄となっている。預託適格銘柄は一九〇万程度となっている。日本における預託機関である証券保管振替機構の取扱い証券が取引所上場株式、店頭株式、転換社債等に限定されており、現在の取扱い銘柄が三、四〇〇程度であることと比べると、DTCは格段にバリエーション豊富な商品を扱っていることとなる（表1）。

表 1

Eligible for Services at DTC (as of 12/31/99)

Equities (96,826)	common stock, preferred stock, warrants, rights, auction rate preferreds, and tender rate preferreds
American Depositary Receipts and Global Depositary Receipts (3,175)	ADRs and GDRs
Asset Backed/Collateralized Mortgage Obligations (69,042)	ABSs and CMOs
Corporates (72,117)	bonds, notes, convertibles, debentures, and VRDOs
Mortgage Backed Securities (394,969)	GNMAs
Municipals (1,133,184)	bonds, notes, and VRDOs
Governments (25,499)	Treasury bonds, notes and government debt
Money Market Instruments (50,474)	medium-term notes, commercial paper, certificates of deposit and bankers acceptance
Trusts (40,139)	UITs and closed-end funds

(出所) <http://www.dtc.org/capabilities/SecuritiesEligible.asp>

6 取扱い証券ことのリスク管理

DTCは普通株から社債、米国財務省証券、CPを代表とする短期金融市場証券まで、多種多様な証券を取扱っている。これらの証券ごと、または、それを専門に扱う参加者ごとに異なるリスク管理を行っているであろうか。

結論から言うと、CPを含むMMI証券（Money Market Instruments）についての異なる取り扱い規定を設けている。それ以外は、株式であろうと社債であろうと同じ取扱いをしている。CPを含むMMI証券（短期金融市場証券のうち、DTC規則五によって適格証券と認められたもの）の取扱いの差異について具体的にみてみよう。

前述のように、DTCは参加者のDTCに対する債権債務をモニターしている。参加者がDTCに支払う債務額（ネット・デビット）が無限大に拡大することを防止している（ネット・デビット・キャップ）。ネット・デビットはDTCに対する債務の総

額であるが、債権の総額はネット・クレジットという。DTCはネット・デビットからネット・クレジットをマイナスした金額に依じて、参加者から担保を徴収する。ネット・クレジット（参加者がDTCから受け取ることになっている金額、参加者のDTCに対する債権）を計算する際、MMI証券以外の証券は全額その対象となる。しかし、CPを含むMMI証券については、発行者ごとに合計した額のうち最大が発行者の合計額（Largest Provisional Net Credit, LPNC、意味は最大で暫定的な純債権）を除いた額しか算入されない⁽¹⁾。つまり、デビット額からマイナスされない。その分、ネット・デビットが大きく計算され、従って、それに依じて課される担保もその分多く差し入れなければならない。

右記、MMI証券の取扱いの例を示す。例えば、IBM、その他二社、合計三社発行のCPが、ある参加者の口座にクレジットとしてあつたとする。この中でIBM発行のCPが最大額であつた場合、この参加者のネット・クレジットにIBM発行のCPの金額を加えない。IBM発行のCPの総額は、前述のLargest Provisional Net Creditであるからである。このようなMMI証券に関するリスク管理方法は、一九九〇年代の初期の段階から、SECの一次的な認可の下、行われている制度であつたが、一九九八年、SECから永久的な制度としての認可を得た。

MMI証券にのみ、このような差異を設けたのには理由がある。この差異はMMI証券の満期時における元本の支払いの取扱いに帰因するものである。MMI証券は、満期収益の支払い方法が、他の証券と比べ異なっているからである。例えば、社債や地方債のように、大半の証券は満期日に元金を払う。DTCは満期時に発行会社の支払代理人（paying agent）からFedwireを通じて満期収入を受け取り、満期金を受け取るまでは、参加者にこれらの満期金を返金しない（参加者口座に貸方記入しない）。ところが、MMIの場合、満期金の取扱いがこれ

ら大半の証券とは異なっている。発行会社の支払代理人はDTCの参加者でなければならないが、満期日の早い時間に、自動的に、満期収益は支払代理人の参加者口座に借方記入され、MMIのポジションを持っている参加者の口座に貸方記入される。しかしながら、午後三時まで、これらの記入は一次的なものである。なぜなら、CP発行会社の支払拒絶があるかどうか確定するのが午後三時であり、それまでは支払代理人がその資金を保持しているからである。発行会社が支払拒絶した場合、DTCはMMI発行者の決済不履行手続きを進める。決済不履行の手続きとは、発行者のMMIにおけるその日の全ての行動を取り消すこと（reversing）である。また、これにはその日の新規発行も含まれる。これらの取消はコラテラルやネット・デビット・キャップ・コントロールとは関係なく処理される。参加者のネット・クレジットから発行者ごとに合計した額のうち最大発行者の合計額（LPNC）を差し引く方法を、DTCではLPNCコントロールと呼んでいる。DTCがLPNCコントロールを設けたのは発行会社および参加者の決済不履行の複合から被るリスクを最小限とするためである。多くの種類の証券を扱うDTCにおいて、証券の特徴が反映されている方策を採用しているのは、MMI証券のみであり、その他の証券の取扱いに差異を設けていない。

7 まとめ

冒頭でも述べたように、現在、いくつかの委員会において、証券決済制度改革に関する議論が進行中である。これらには共通の議題があり、そのうちの一つが決済機関の統一である。更に、決済機関の統一の議題には、二側面あり、一つが、現在、商品（証券）ごとに複数に分かれている預託機関を統一するか否か、という問題であり、もう一つが統一の清算機関を設立するか否かという問題である。

日本における統一の是非を議論する際、預託機関についても清算機関についても統一が進んでいるアメリカの制度を考察することは、参考になることであると思われる。統一の清算機関を設けることは、どのような意義があるのかということについても引き続き考えなければならないテーマである。

注

(1) DTC規則四。

(2) DTC規則九(B)

本稿は平成一三年一月二五日、証券受渡・決済制度改革懇談会、DVP決済方式の推進と清算機能の活用等に関するワーキング・グループ(第七回)において報告したものの一部である。本稿作成にあたり、財団法人証券保管振替機構企画部長谷川光洋様、日本銀行信用調査機構室坂本哲也様にご指導いただいた。記して感謝の意を表したい。

【参考文献】

<http://www.bis.org/publ/cps20r3.pdf>, "Response to the disclosure framework for securities settlement system" the Depository Trust Company

(ふくもと あおい・研究員)