

証 研

レポート

No.1595

2001年6月

個人金融資産の動向について 二上季代司（1）

インスティテットのIPO
～ECN初の株式会社公開～ 吉川 真裕（13）

上海証券取引所のコーポレート・ガバナンス調査（2）
～監事会、経営陣および意思決定の在り方を中心に～ 王 東明（28）

動き出した国債のRTGS（2）
～現状と問題点～ 福本 葵（41）

個人金融資産の動向について

二上季代司

1 はじめに

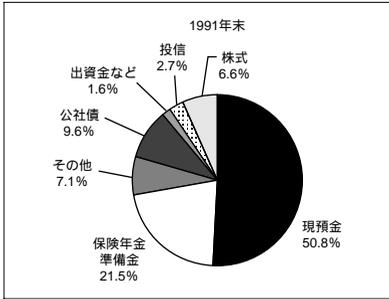
証券市場を通じる資金の流れの拡大を図ることが今後の経済運営にとって極めて重要であることはいうまでもない。金融ビッグバンと呼ばれる一連の金融改革はそうした直接金融・市場型間接金融の比重の拡大を図ることに主眼があった。では、そうした方向に日本の金融は向かっているのだろうか。

今年四月に発表された財務省のレポート（二一世紀の資金の流れの構造改革に関する研究会報告書「家計の貯蓄率と金融資産選択行動の変化及びそれらのわが国の資金の流れへの影響について」）は、少子高齢化の進展、金融システム改革の進展、社会保障制度のあり方、情報技術の革新等、経済・社会の構造が大きく変容する中で、家計貯蓄率の今後の動向、家計による金融資産選択行動の今後の変化、等について非常に興味深い分析・検討を行っている。そこで、この報告書を手がかりに、最近の個人金融資産の変化について、その持つ意味を考えてみよう。

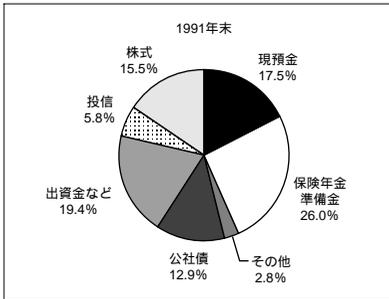
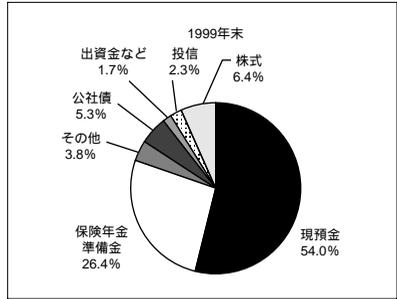
2 個人金融資産の一般的動向

まず、個人金融資産の運用対象別内訳についてごく大雑把な国際比較およびこの一〇年間の変化についてみておこう。図1は日米英独の四カ国における個人（非営利団体含む）の金融資産の内訳につき、この一〇年間の変

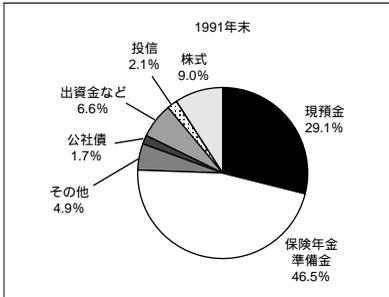
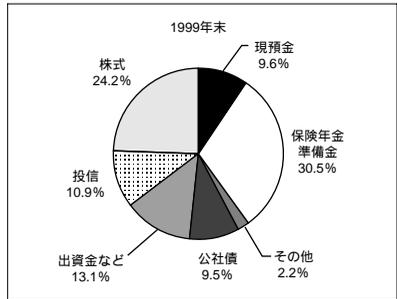
図1 日米英独の個人金融資産構成



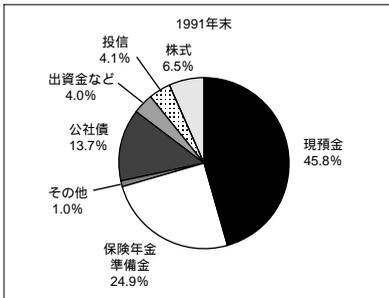
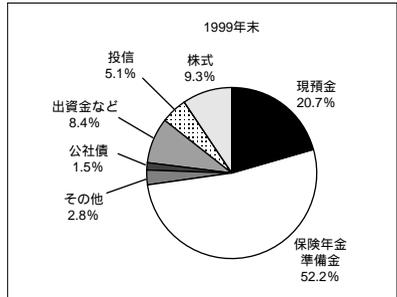
日本
35.17%
増加
株・投信
26.28%
増加



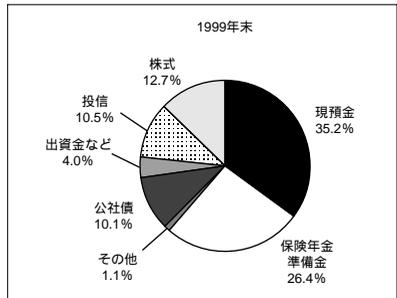
米
114.96%
増加
株・投信
253.92%
増加



英
120.53%
増加
株・投信
186.33%
増加



独
77.96%
増加
株・投信
289.66%
増加



(出所) 日本銀行「国際比較統計」より作成。日本の1991年のみ年度末
(注) 四捨五入のため、合計しても100%にならない。

化を見たものである。これによると、日本は依然として現預金の比重が高く、むしろ九〇年代を通じてその比重を高めている事がわかる。これに対し、株式・出資金、投信、公社債などの有価証券は九一年度末二〇・五%であったものが九九年末には一五・七%にまで低下（このうち株式と投信の合計では九・三%から八・七%の低下）となっている。

すなわち、日本の特徴の一つは、有価証券の比率が米、英、独の三カ国ではこの間、上昇しているのに、日本だけ低下していることである。言い換えれば米、英、独の三カ国では個人金融資産総額の増加率を上回る率で株・投信の保有額が増えているのである。すなわちアメリカでは個人金融資産総額が二・一倍に増えたが、株・投信は三・五倍、イギリスでは二・二倍に対して二・九倍、ドイツでは一・八倍に対して三・九倍となっている。特に間接金融偏重と思われていたドイツにおいて個人金融資産に占める株・投信の保有額が著しく増加していることは注目点である。このような違いの原因の一つとして日本だけ株価が低落、株式評価額が低迷していたことがあげられるが、それだけではなく、やはり資金がそこへ向かわなかったことが最大の原因であろう。

第二の大きな特徴は、現預金において、郵便貯金の比重が上昇していることである。例えば現預金のほとんどを占める定期性預金だけとしてみると、郵便局の定額貯金等が個人金融資産に占める割合は一三%から一八・七%へ上昇しており、民間金融機関の定期性預金の比重はむしろ低下しているのである。同様に保険・年金準備金についても、簡易保険の比重が上昇している（五・五%から八・三%へ）。すなわち、確定利付き資産についても「民」から「公」へのシフトが見られるのである。

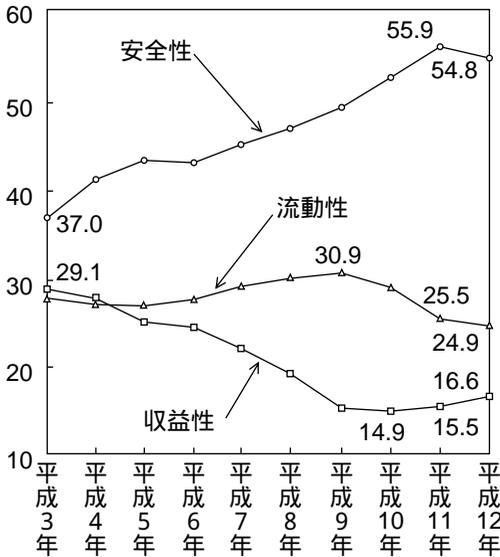
3 最近の変化

個人の金融資産にみられる現預金の比重増大、その中でも「官」の比重上昇（九九年末で個人金融資産の実に四分の一以上を占める）という変化は、いずれにしてもビッグバンが期待している方向とは逆である。しかしながら、これは九一年と比較してみた二時点間の数字の変化である。この間において変化のベクトルが変わっている可能性は充分にありうる。そこで個人の金融資産の選択行動においてこの間に見られる変化を個別的に挙げてみよう。

（1）金融商品の選択基準

金融広報中央委員会は毎年、貯蓄と消費に関する世論調査を行っているが、そのなかで、金融商品選択の際に最も重視している項目を、「安全性」、「流動性」、「収益性」の三つの基準に括ってみると、安全性、流動性、収益性の順序になってきていることに変わりがないのだが、図2に見られるように、平成九年（一九九七年）を境にして、流動性基準が低下、安全性基準もその二年後から低下、代わって収益性基準が上昇、約二ポイントのアップとなっている。

図2 金融商品の選択基準



（出所）「貯蓄と消費に関する世論調査」
（平成12年、金融広報中央委員会）

(2) 預貯金の变化

そこで安全性・流動性資産の典型とされる預貯金について見ると、最近の特徴として、定期性預金の伸び悩みと流動性預金へのシフトが挙げられる。例えば一九九九年三月末と二〇〇〇年九月末を比較すると、表1に見られるように、個人預金の残高は四・三%増えているが、定期性預金残高はわずか〇・〇九%しか増えておらず、一千万円超の大口については五・二八%の減少を見ているのである。この傾向は各業態に共通している。昨今の低金利で定期性預金の利子が僅少のため、流動性を犠牲にして定期性預金しておく必要性が薄いこと、来年度からのペイオフ解禁を目前にして、預け先・投資先を選別中の待機資金が要求払預金として滞留していること等があげられよう。もっとも、この動きは先の図1にみられる「流動性基準」の低下と逆行しているように見えるので、これと整合的な説明が必要であろう(後述)。

他方、九〇年代を通じて個人金融資産に占める比重を高めた郵便貯金は昨年度より純減に転じている。もっとも

表1 個人預金(1000万円超)の最近の動向(国内銀行分)

[億円]

	要求払預金	定期性預金	合計
1999年3月末	767,842	1,998,976	2,777,831
1999年9月末	792,510	2,002,830	2,812,684
2000年3月末	844,194	1,996,128	2,862,360
2000年9月末	868,837	2,000,747	2,897,246
増減率(対99年3月末比)	13.15%	0.09%	4.30%
うち1千万超			
1999年3月末	143,041	696,275	845,415
1999年9月末	153,732	683,883	846,085
2000年3月末	173,603	664,288	848,634
2000年9月末	179,374	659,504	852,559
増減率(対99年3月末比)	25.40%	-5.28%	0.85%
同上比率			
1999年3月末	18.63%	34.83%	30.43%
1999年9月末	19.40%	34.15%	30.08%
2000年3月末	20.56%	33.28%	29.65%
2000年9月末	20.65%	32.96%	29.43%

(出所) 日本銀行「経済統計月報」より作成

表2 定額貯金の再預入状況

(単位：兆円)

2000年4月～2001年3月末(実績)					
満期定額貯金の払戻額 (元利合計額)	利子課税額	限度超過額	再預入	郵貯国債窓販	残額
54	4.1	8.6	33	2.9	5.4
2001年4月～2002年3月末(見込み)					
48	4.0	7.0	26	3.9	7.1

(注) 郵貯流出額は18.1兆円、うち対市中流出額は14兆円。(2002年度見込み、14.1兆円)

(出所) 郵政企画管理局調べ

もその減り具合は予想よりも穏やかである。郵政企画管理局調べによると、一〇年前の高利率で預入された満期定額貯金の払戻額は元利合計で五四兆円、うち利子への源泉徴収税が四・一兆円、元利合計で預入限度額を超える金額が八・六兆円、郵政当局は、残る四一・三兆円を再預入勧奨対象額ととらえ、その七割、二九兆円を再預入目標額に置いていた。結果は表2に見るように、目標を大きく上回る八割、二三兆円を再び郵貯で、加えて郵便局での国債窓販で二・九兆円を吸収できたのであるから、依然として郵便局の資金吸収力の強さを思い知らされたわけである。しかし郵貯残高が年間一〇兆円規模で減少することは極めて異例なことである。また、定額貯金は半年後、随時引き出し自由というプットオプション付き定期預金であり、再預入後の利子率が低金利であることを勘案すると、預け先を選別中の待機資金として滞留しているという意味合いが強いように思われる。つまり、先ほど国内銀行における個人預金についてみたのと軌を一にした傾向と指摘できるだろう。

(3) 保険契約の動向

次に個人金融資産に占める比重が預金について高い保険・年金準備金についてみると、簡易保険の比重がアップした反面、民間生命保険会社の資産が最近になって純減になったことが注目される。すなわち、運用資産ベースで民間生保は一

九九七年一〇月をピーク（一九〇兆円）として、二〇〇一年一月には一七五兆円へと落ち込み、一五兆円の減少を見ている（日本銀行「経済統計月報」）のである。九七年の日産生命を皮切りに民間生保の破綻が相次いだことがその背景にあるが、ここにきての特徴は、東京生命のように、とりたてて乱脈経営に陥ったわけでもないのに契約者が保険会社の財務内容に不安を抱き、解約の殺到（一種の取り付け）で資金ショートを起こし破綻するケースが出てきたことである。

（4）価格変動商品の動向

他方、価格が変動するリスク性金融資産の保有動向はどうか。最近の特徴の一つは、以前にも触れたことであるが、「投資信託は郵貯資金を吸収したか」本誌一五九三号、二〇〇一年四月）、基準価格の下落にもかかわらず株式投信に資金流入が続いていることである。昨年二月以来、今月までの一六ヶ月間、株式投信は連続して資金流入を記録しており、昨年度（二〇〇〇年四月～二〇〇一年三月）実績を見ると累計で二兆九七億円の資金流入を見ている（同期間に株式投信は累計五兆二千億円の運用損を計上している）。戦後日本の証券市場史において値段の下がる商品に継続的に資金が投せられると言うことは久しくなかったことであるが、これが今、株式投信に起きていたのである。特に銀行窓販経由の資金流入には根強いものがあり、同期間で一兆八千億円の資金が流入している。（これに対して販売額では圧倒的シェアを誇る証券会社経由ではこれを下回る一兆四百億円の資金が流入したに過ぎない。以上は投資信託協会「投資信託」巻末資料より算出。）

では株式についてはどうか。冒頭で見たように、株価が下がっているために個人金融資産にしめる株の比率は下がっているのだが、別の角度から、すなわち株式所有にしめる個人株主の比率を見ると、一九八八年にボトム

(二二・四%)を付けて以来、上昇に転化、九八年から上昇のテンポを速め、この二年間で一・八ポイントの上昇を見ている(九八年二四・六% 二〇〇〇年二六・四%、全国証券取引所協議会「株式分布状況調査」)。

また、預貯金でも為替リスクのある外貨預金、外貨建てMMFが急速に増えており、九九年以降にそれが顕著になっていることも注目点である。⁽¹⁾

4 今後の家計貯蓄率と金融資産選択行動を規定する要因

さて、はじめに見たように、九〇年代の初頭と比べれば、個人の金融資産選択行動は、直接金融・市場型間接金融とは逆の方向に向いているように見えるが、より詳しく見ると九七年ぐらいからそのベクトルを反転させる動きも見られるのである。問題は、この反転の背景、要因は何かである。それが一時的なモノであるのか、それとも構造的なモノであるのか、ということに、ベクトルの反転がそのまま中期に継続しうるか否かが掛かって来よう。

ところで、冒頭で引用した財務省の報告書は、今後の貯蓄率や個人金融資産選択行動を左右する要因として、少子高齢化、社会保障制度改革、日本的雇用制度の改革、外為法改正を皮切りとする金融システム改革、IT革命、投資家教育の進展、預金のペイオフ解禁、等を挙げている。このなかで最も重要な要因として少子高齢化に代表される人口動態的な変化を挙げておきたい。

(1) 家計の金融資産選択を左右する「団塊の世代」

「団塊の世代」と呼ばれる五〇歳代前半はこれまで住宅資金や教育資金などの負担が多く金融資産に比べて相

対的に金融負債が多かったのである。ところが、ようやく住宅ローンを払い終え、子ども達も成人を迎えて教育資金の負担からも開放される時期に差し掛かっている。従来は金融負債が多く、その返済のために流動性資金を準備しておかなくてはならなかったのであるが、その必要性が徐々に減じているのである。この世代は日本の人口の約一割、一千万人を数え、家計の資産選択行動に与えるインパクトは大きい。前掲図1にもあるように九七、八年頃から、選択基準として、「流動性」の意義が低下していることもこのことと整合的である。

しかし、低金利やペイオフ解禁などと時期が重なったため、むしろ流動性預金が増大しているが、これは上記のことと矛盾しない。すなわち、この流動性預金は、預け先・投資先選別中の待機資金であり、ケインズの言う「投機的動機」の資金にあたり、金融情勢の如何によって大きく浮動する性格のモノなのである。これに対し口
「返済用の準備金は「予備的動機」の資金であり、予備的動機が薄れるにつれて減少していく。⁽²⁾ 団塊の世代が老齢化して行くにつれて社会全体としては高齢化が進展し、貯蓄率は低下するが、資産選択行動としては、投資信託、外貨預金、株式などのリスク性・収益性の金融資産への比率を高めて行くであろう。

さらに、団塊の世代に続く世代は少子化傾向を強めており、その少ない子ども達に相続・贈与が集中するため、持ち家比率が高まる一方、負債は減少するという傾向が中長期的には続くことになろう。このことも、貯蓄率の低下の反面、リスク許容度を高めてリスク性・収益性資産への比率を高めて行くこと。

(2) 年金制度改革、日本的雇用慣行の見直し

今一つの重要な要因は、年金制度改革である。公的保険制度の財源難が誰の目にも明らかとなり、年金の給付条件の再検討（給付開始時期の繰り下げ、給付水準のカット等）が取りざたされているが、このことは現役世代

に公的年金への不公平感、制度存続への懸念をかきたて、貯蓄率を高める一方、私的年金、長期の資産形成へのインセンティブを高めさせて行くであろう。

同様に、日本の雇用慣行の中では老後の資産形成の中で退職金、企業年金のもつ意味が大きかったのであるが、このことは老後の資産形成を会社任せにしていることを意味し、個人による自律的で戦略的な資産形成を妨げていた。従って、日本の雇用制度の見直し（例えば退職金や企業年金相当額の月例給与への前倒し支払いなど）は私的年金、長期の資産形成へのインセンティブを高めさせて行く。四〇一Kの導入等も、その有力な投資対象とされる投信への学習効果を高め、投資家教育を通じて上記の傾向を助長するだろう。

（3）金融ビッグバンの効果

こうした中長期性の資金が投信市場に継続的に入り込んでいることについて、銀行窓販の効果が働いていることは否定できないし、外貨預金、外貨建てMMFの増大も外為法改正が寄与したであろう。すなわち、金融ビッグバンによる一連の改革が資金の流れに影響を与えたことはまちがいない。ただし、それは前記の要因に比べればそれほど大きなインパクトをもつモノとは言えないのではなからうか。

5 小括

従来、預貯金偏重と思われてきた個人の金融資産選択行動に九〇年代後半からこれを反転させる傾向が見え始めている。その要因として注目したいのは、少子高齢化、年金制度改革、日本の雇用制度の見直し、金融ビッグバンによる一連の改革等である。個人の金融資産選択行動は徐々に証券市場を通じる資金の流れを拡大させる兆

しがみえる。ただし、ここで注意してもらいたいのは、だからといって資金需給の面から株価の押し上げ効果が働くという発想をしてはならない、ということである。株式投信に見るように、株価が下がっても資金流入が続くという従来とは違った動きがこの一年見られたのであるが、それは株価がようやく底を打ち、いずれは上昇に反転するという期待があるからである。

株は上がってみて初めて、儲かるという実感が湧き、ではもっと買ってみようか、という気になるのである。今以上に株式市場に資金を吸引したいのであれば、発行会社が経営改革に真剣になって収益率を高めることが必要条件であろう。九〇年代を通じ、米、英、独の三カ国で個人金融資産に占める株・投信の比重が上昇したことを見たが、株式投資のパフォーマンスが良かったことが最大の要因なのである。株式のみならず、およそ品物は値段と比較して質が良いから買われるのである。

では株式の品質とは何か。それは、企業情報が投資家に十分よく伝わっていること（透明性あるディスクロージャー）、投資収益率が高いことの二つであろう。その意味で最大の対策はコーポレートガバナンスの改革である。企業経営者が株主重視の経営改革に着手し、機関投資家が外部取締役を派遣して企業経営者を監視する、という経営改革へのエンフォースメントが働くことが必要である。そうやって初めて自己資本利益率が高まり、それに裏付けされて株が上がり、今以上に株や株式投信に資金が吸収されていくことになろう。

注

(1) 外貨預金の個人保有残高は、九七年度末（一兆一九四二億円）、九八年度末（一兆八八三八億円）、九九年度末（三兆一〇七九億円）、二〇〇〇年末（三兆八三七八億円）と増加している（日本銀行「資金循環動向」）。他方、外貨建てM

M Fは九七年度末(三二七五億円)、九八年度末(六五一億円)、九九年度末(一兆六二億円)、二〇〇〇年末(一兆二七三四億円)となっている(ただし、法人・個人の別は不明、日本証券業協会調べ)

(2)

ケインズは、その名著『雇用・利子及び貨幣の一般理論』一三章「利子率の一般理論」のなかで、人々が流動性を選好する理由として、次の三つ、取引動機(個人及び企業が行う交換の経常取引のための現金需要)、予備的動機(資産総額のある割合を将来現金の形で持つとする安全確保の欲求)、投機的動機(将来起こることについて市場よりもよりよく知ることから利益を得ようとする目的)、を挙げ、それぞれ区別している。(ケインズ全集 第七巻所収)

()にかみ きよし・主任研究員

インスタネットのIPO

～ ECN初の株式会社公開～

吉川 真裕

二〇〇一年二月八日、ドイツ取引所がスウェーデンの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た三日後に、取引所類似施設の草分けであり、最大のECN (Electronic Communications Network) であるインスタネットが新規株式公開 (IPO) をおこない、ナスダック市場に上場することを申請した。四月三日には二九五〇万株が新規に一株一ドルから一四ドルを目安に売り出される計画が発表されたが、四月二六日には売り出し価格の範囲が一株一ドル五〇セントから一三ドル五〇セントへと狭められた。しかし、ナスダック市場が底堅さを見せ、一〇倍を超える応募が集まった結果、五月一七日の売り出し価格は売り出し株数を二五〇万株追加した上で一株一四ドル五〇セントとなり、インスタネットの時価総額は三五億ドルとドイツ取引所に匹敵する大きさとなった。さらに、翌五月一八日のナスダック市場での初値は一株一七ドル、引け値でも一株一七ドル六五セントと堅調に推移し、インスタネットの時価総額は四二億ドルに達し、公開されている世界最大の取引所であるドイツ取引所を上回ることになった。

本稿では、インスタネットの歩みと事業内容を紹介した後、今回のIPOをめぐる事態の経過を振り返り、インスタネットとECNの将来性について考察する。

1 インステイネットの歩み

アメリカでは一九六〇年代後半から固定手数料制のもとでニューヨーク証券取引所（NYSE）上場株式の取引が地方証券取引所や店頭市場（この市場はNYSE、地方証券取引所に次ぐ市場として第三市場と呼ばれた）に手数料の実質的な割引を求めて流出した。一九六八年から手数料は段階的に引き下げられたが、一九七五年五月に完全自由化するまでこうした動きは続いた。

インステイネットはかつて私設取引システム（PTS）と呼ばれた取引所外取引システムの一つであり、一九六九年一二月に取引を開始した。インステイネットは取引システム名であり、これを運営していたのはニューヨークに本社を置くインステイテューショナル・ネットワーク社（一九八五年六月にインステイネット社に改名）であり、四一歳のハーバート・ベレンス（Herbert R. Behrens）氏が社長兼会長を務めていた。インステイネットの狙いはその名があらわしているように機関投資家の取引ネットワークを確立し、取引所やブローカー・ディーラーを介さずに取引を実行することであり、そのために当時の取引所がまだ採用していなかったコンピュータのスクリーン上に注文板を設け、注文の付け合わせをおこなうという画期的な方法を採用した。そして、取引主体が明らかになることを嫌う機関投資家に配慮して匿名性を維持する仕組みが工夫され、匿名のまま取引相手と交渉できるという仕組みも当初から備えていた。

こうしてインステイネットは取引所外取引システムの草分けとして誕生したわけであるが、取引所における手数料の引き下げや自由化によって取引費用の削減というメリットが薄れる一方、大口取引をマーケット・インパクトを抑えて取引所で執行するアップステアーズ取引と呼ばれる相対型取引が増加し、当初に予想されたほどの拡大を遂げることなく、一九七〇年代後半には取引は停滞していた。

ところが、一九八〇年代に入って機関投資家どうしの直接取引というコンセプトに加えてマーケットメーカーや取引所への注文回送による迅速な注文執行というサービスを追加したことで、とりわけナスダック上場銘柄の取引においてインステイネットは急速に取引を拡大することになった。この戦略転換を推進したのは後にオプティマークという注文付け合わせシステムを開発したウィリアム・ルピアン（William A. Lupien）氏であった。⁽²⁾

ルピアン氏はパシフィック取引所のスペシャリストを務める証券会社に所属し、パシフィック取引所の代表として全米市場システム（NMS）の構築にも関与した経歴を持ち、市場間の注文回送に関する専門家でもあった。一九八三年二月にルピアン氏がジェネラル・パートナーを務めるウエスト社がインステイネットに五〇〇万ドルを出資し、ルピアン氏がインステイネットの社長に就任すると同時に、一〇〇〇株以下の注文の自動執行に向けてのマーケティングを開始した。ルピアン氏の交渉相手はアメリカ国内に止まらず、イギリス、フランス、スイスへもシステムの売り込みを試み、こうしたマーケティング活動の結果、一九八四年一月にはインステイネットの端末設置台数は三〇〇台を越え、一年余りの間に倍増した。そして、この間、ルピアン氏は一九八三年八月には最高経営責任者に、一九八四年七月には会長に就任し、名実ともにインステイネットの顔となっていた。

一九八五年四月、インステイネットとイギリスの通信社であるロイターはインステイネットのシステムを世界的に広めるためにインステイネットのアメリカ以外でのアメリカ株・ADR・アメリカ物オプションの営業権をロイター社が引き受けるという契約をおこなった。インステイネットにとってはロイターの世界的なネットワークは大きな魅力であり、ロイターにとってもテレレートやクオートロンとの競争上、インステイネットの技術力は大きな魅力であった。そして、六月にはロイターがインステイネットの株式の二〇%を取得し、残る三一%を取得する権利を得るという買収交渉が両者の間で開始された。結局、この買収交渉は難航し、一九八六年四月に

ロイターの出資と引き替えに八〇万株（六・六％）の株式と四二〇万株の株式買い取り請求権をインスティネットが与えることで一端は決着した。しかし、一九八六年一〇月二四日にはロイターがインスティネットの株式を一株七・二五ドル（三八％のプレミアム）の現金またはロイターのADRで買い取るという買収提案をおこない、一一月一〇日には買い取り価格を一株八・五ドルに引き上げた。一二月三日にはインスティネットの設立者であり、株主でもあるペーレンス氏から買い取り価格が安すぎるとして訴訟が起こされたが、ロイターはインスティネットの株式の四九％を取得した。そして、一九八七年五月一二日の株主総会でロイターによるインスティネットの買収提案が可決され（買い取り条件は一株八・五ドルのロイターのADRとの交換）、インスティネットはロイターの一〇〇％子会社となった。

この買収劇ではインスティネットの株主に一部の反対はあつたものの、経営陣や多くの株主はロイターの傘下入りはインスティネットの拡大に好都合であると考えており、敵対的買収という言葉は当てはまらない。ロイターはインスティネットの主要経営陣の留任を約束していたが、一九八八年三月にはルピアン会長兼最高経営責任者とファインバウム社長兼最高業務責任者がインスティネットを去り、ルピアン氏によるインスティネットの再建という一時代も終わりを告げるようになった。

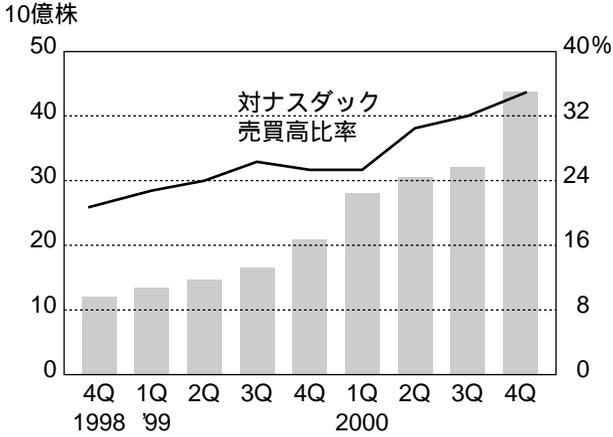
ルピアン氏が推進した小口注文の自動執行や注文回送というサービスと上場銘柄からナスダック銘柄へのターゲットの変更はその後も引き継がれ、一九九〇年代にはナスダック市場の急拡大とともにインスティネットも急成長することになった。また、一九八六年には他市場での引け値や最終気配の中値で取引を執行するクロツシグ・ネットワークを導入し、一九九一年からはNYSEに上場されているアメリカ株式をアメリカ東部時間の朝八時三〇分に売買高加重平均価格で執行するマーケット・マッチというサービスも導入されている。³⁾

一九九〇年代に入ると、機関投資家の執行コストに対する関心が高まり、とりわけマーケットメーカーにスプレッドを支払わなければいけないナスダック市場を避けて、PTSで取引がおこなわれる傾向が強まった。米国証券取引委員会（SEC）の報告書『マーケット二〇〇〇』（一九九四年）によると、一九九三年上半期におけるPTSの売買高シェアはNYSE上場銘柄で一・四〇%、ナスダック上場銘柄で一三・四六%であり、一九九七年五月の取引所規則に関するSECのコンセプト・リリースではNYSE上場銘柄で四%、ナスダック上場銘柄で二〇%と推計されている。

注文の発注・取引成立の通知・決済情報の伝達といった作業を投資家がコンピューターを通じておこなえるPTSの多くは取引の自動執行機能も備えており、取引所の将来像を先取りしている面もあって、ECNという名称で自動執行機能を持たないPTSとは区別されている。ECNは一九九六年のオーダー・ハンドリング・ルールの施行に伴って最良気配の公表を義務づけられたが、この規則を通じてナスダックのマーケットメーカーやブローカー/ディーラーからの注文が急増し、二〇〇〇年にはECNのナスダック市場での取引シェアは三〇%に達したとみられている（図1）。そして、このECNの最大手は取引所外取引システムの草分けであるインステイネットであり、一九九〇年代に誕生した新興ECNを寄せ付けない強さを見せている（図2）。

一九九九年四月に施行された代替的取引システム（ATS）規制によってATS（かつてのPTS）が取引所となる道も開かれ、アイランド、アーキペラゴウ、ネクストレードという三つのECNはSECに取引所申請をおこなっているが、インステイネットにその気配は見えない。しかし、インステイネットも他のECNへの対抗上、従来の専用回線を利用した注文回送からインターネットを利用した注文回送への転換を目指し、インステイネット・ドットコムというサイトの立ち上げを計画したが、二〇〇〇年二月にその計画は撤回された⁵⁾。

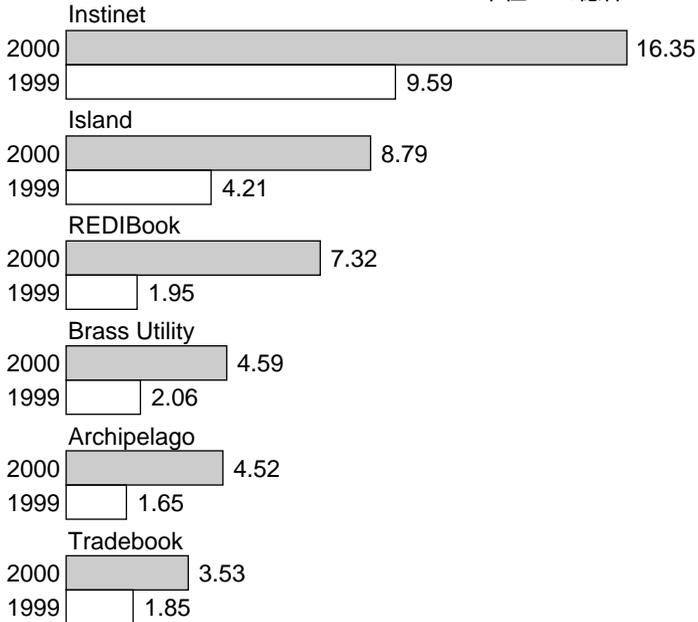
図1 ECNの総売買高



(出所) Wall Street Journal Interactive Edition, 18 May 2001

図2 主要ECNの第4四半期売買高*

単位：10億株



*取引1回を片道計算で調整

(出所) Wall Street Journal Interactive Edition, 18 May 2001

2 インステイネットの事業内容⁽⁶⁾

インステイネットの事業の中心は株式の委託売買業務であり、マーケットメーカーとして自己売買業務はおこなってはいない。世界中で二〇の取引所（北米⁹、ヨーロッパ⁸、アジア太平洋³）の会員であり、世界の四〇の市場で取引をおこなっており、二二五〇人（北米一六〇〇人、ヨーロッパ五五〇人、アジア太平洋一〇〇人）の従業員のうち三三二人（北米一五七人、ヨーロッパ一三二人、アジア太平洋三三人）は株式セールス・トレーダーである。顧客ベースを見ると、アメリカ国内では計一〇・七兆ドルを管理する上位五〇〇社の機関投資家のうち九八%や七〇〇以上のブローカー/ディーラーをはじめとして約一九〇〇の顧客があり、アメリカ国外でも約二二〇〇（ヨーロッパ九〇〇、アジア太平洋三〇〇）の顧客を有している。二〇〇〇年の売戻回数ベースではアメリカ株が八二四万回、非アメリカ株が五一八万回であり、近年非アメリカ株の成長は著しいが、アメリカ株のシェアが九四%と圧倒的に大きい（アメリカ株の取引のうち八〇%以上は他の市場には回送されず、インステイネットの中で執行されている）。そして、アメリカ株の取引を株数ベースで見ると、ナスダック上場銘柄が五七三九万株、NYSE上場銘柄が九三二万株であり、ナスダック上場銘柄のシェアが八六%にも達している。

多くのECNが注文執行のみをおこなっているのに対して、インステイネットはさまざまなサービスを顧客に提供している。注文執行に関してだけでも、大口取引、ポートフォリオ取引、クロッシング取引、夜間取引、顧客の注文入力に対する技術的サポート、時間をかけての顧客注文の預かり執行（working order）といったサービスを提供しており、株式に限らず、債券やオプションの注文執行もおこなっている⁽⁷⁾。また、四〇〇〇以上の投資信託へのアクセス、証拠金取引（信用取引）や個人退職勘定（IRA）の口座管理、企業情報や取引確認・目論見書の電子的送付、自動振替口座・小切手口座・デビットカードといった銀行サービスの提供もおこなっている。

そして、リサーチに関しては独自のリサーチ部門のサービスに加え、子会社であるリンチ・ジョーンズ&ライアン社のリサーチやサード・パーティのリサーチをソフト・ダラーとして機関投資家に提供している。さらに、受け渡し・決済に関してモインスタイネット・クリアリング・サービスという子会社を通じてさまざまなサービスを提供している。

インスタイネットは売り出し目論見書の中で自らが次のような四つのコア・バリューに基づいて活動していることを強調している。

独立性と中立性

自己売買業務はおこなわず、委託売買業務に徹することによって、マーケットメーカーやスペシャリストのように顧客と自らの間に利益相反が生じることを回避する。そして、注文回送に対する直接的なキックバックであるオーダーフロー・ペイメントも用いない（ただし、ソフトダラーは提供している）。

匿名性

取引の匿名性は大口取引をおこなう投資家や市場に影響を及ぼすおそれのある投資家にとっては重要であり、匿名性を維持することは投資家の取引費用を削減することに役立つ。

平等な直接アクセス

直接アクセスは注文執行時間を短縮させ、平等なアクセスは投資家の取引意欲を高めることになり、この両者が相まってより透明な市場を実現する。

顧客満足

顧客が目的を達するために役立つ技術の開発に努める。

3 インスティテットのIPO

二〇〇〇年九月、ロイターがインスティテットの上場をクレディ・スイス・ファースト・ボストン(CSFB)に依頼したという報道が流れ、インスティテットの時価総額は六六億ドルで、ロイターは二五%の株式を売却すれば一二億ドルが得られるというアナリストの評価も流れたが、ロイターとCSFBは即座にこれを否定した。⁽⁸⁾しかし、一〇月二〇日にロイターのジョブ会長はインスティテットの株式を上場し、二〇%未満の保有株式を売却すること、そして投資銀行によるインスティテットの評価は二〇億ポンドから四〇億ポンドであることを明らかにした。⁽⁹⁾そして、ドイツ取引所がスウェーデンの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た三日後の二〇〇一年二月八日、インスティテットはIPOをおこなない、ナスダック市場に上場することをSECに申請した。

四月三日には全株式二億三六一〇万株の一四%にあたる二九五〇万株をロイターが放出し、一株一ドルから一四ドルを目安に売り出される計画が明らかにされた(共同主幹事はかつて噂の流れたCSFBとドイツチェ・バンク・アレックス・ブラウン、その他の幹事証券会社はベア・スターンズ、JPMオルガン・チエース、メリルリンチ、ソロモン・スミスバーニー、WRハンプレヒト)。一株一ドルではインスティテットの時価総額は二六億ドル、資金調達額は三億二五〇〇万ドル、一株一四ドルでもCSFBの四四二万五〇〇株のオーバー・アラケーション・オプションを含めて時価総額三三億ドル、資金調達額は四億七五〇〇万ドルであり、かつてのアナリストの評価額の半分程度に過ぎないものとなった。これはナスダック市場が軟調に推移し、IPOも一年前に比べて激減している状況の下でのことであり、おそらく当初の計画額を大幅に下回るものと考えられた。したがって、この時期にあえてインスティテットがIPOをおこなうことについては否定的な評価が目立った。⁽¹⁰⁾

四月二〇日にはインスティネットの第一四半期の売り上げが四億三〇〇万ドル、純利益は五〇〇万ドルであることが明らかにされ、四月二六日には売り出し価格の範囲が一ドル五〇セントから一三ドル五〇セントへと狭められた。しかし、その後はナスダック市場が底堅さを見せ、インスティネットのIPOに二〇倍を超える応募が集まった結果、五月一七日の引け後に発表されたインスティネットの売り出し価格は売り出し株数を二五〇万株追加して三二〇〇万株とした上で一株一四ドル五〇セントと決まり、CSFBのオーバー・アロケーション・オプションを除く資金調達額は四億六四〇〇万ドル、時価総額は三五億ドルとドイツ取引所に匹敵する大きさとなった。⁽¹¹⁾ この規模はPOSIETというATSを運営するITGの時価総額一七億ドル、米国マーケットメーカー最大のナイト・トレーディング(Knight Trading)の二〇億ドル、NYSEのスペシャリストであるラブランシュ(LaBranche)の二億ドルばかりでなく、三月にヘルマン・フリードマンが出資した金額から計算したナスダック(二〇〇二年に上場予定)の予想時価総額二四億ドルをも上回るものであった。⁽¹²⁾

インスティネットの株式は五月一八日のナスダック市場の初値を前にロンドンのグレイマーケットで取引が開かれ、カンター・インデックスでの気配値は売り一六ドル/買い一六・五ドル、シティ・インデックスでの気配値は売り一六・一ドル/買い一六・六ドルと堅調に推移していた。⁽¹³⁾ ナスダック市場での初値はロンドンのグレイマーケットを上回る一株一七ドル、公募売り出し価格からは一七%高で寄り付き、一時は一九・五ドル(二〇・一五ドルの取引が一度表示されたが、後にキャンセルされた)まで値上がりしたが、引け値でも一株一七・六五ドルと公募売り出し価格からは二二%の値上がりであった(売買高は四〇四万株)。⁽¹⁴⁾ この一七・六五ドルの引け値ではインスティネットの時価総額は四二億ドルに達し、公開されている世界最大の取引所であるドイツ取引所をも上回ることになった。

4 インステイネットとECNの将来性

インステイネットは売り出し目論見書の中で、事業活動をおこなう上では少なくとも今後一二月間に運転資金等について不足が生じるとは予想していないと述べている。その上で、調達する資金のうち一億五〇〇万ドルはロイターからの借入金一億ドルの返済に充て、その他は運転資金等や買収資金として使用することを明らかにしている。そして、四月三〇日にロイターがブリッジ・インフォメーション・システムの買収提案をおこなっており、ブリッジのブローカー/ディーラー部門とソフトダラー部門をインステイネットが買収することもありうると目論見書の中で述べている。また、五月一〇日には個人投資家を対象とするプロトリーダー・グループとの合意が成立しており、一億五〇〇万ドル(うち一億ドルは新規に発行する株式を充当する予定)で買収する準備を進めていることも明らかにしている。

インステイネットのIPOは予想外の成功であったと言えようが、この時期にあえてIPOをしなければならなかった理由はそれほど明らかではない。取引所が次々と株式会社化し、IPOを進めていることは当然インステイネットのIPOの背景にもあったはずである。ドイツ取引所のザイフェルト最高経営責任者が語っていたように先行者利益を得られるということは無視できなかったに違いない。ナスダックも株式会社化を進めており、その公開は時間の問題と見られていたし、アイランドやアーキペラゴウといったECNもいずれは公開に踏み切ることは明らかであった。インステイネットはECN初のIPOという形でライバルの機先を制したと言えるであろう。

しかし、インステイネットによるこの時期のIPOの理由はそれだけであるうか。目論見書の中にはリスク要因という項目があり、インステイネットが今後遭遇するかもしれないリスク要因について冒頭の要約に続いて説

明されている。そして、その中には規制の変更がインターネットにもたらずかもしれないリスク要因として次の六つが上げられている。ナスダックによる新取引システム（スーパーモニタージユ）の導入、二〇〇一年五月から施行されている注文執行状況公開ルール、一〇〇分の一刻みへの移行、NYSEのルール三九〇撤廃、取引所間を繋ぐ市場間取引システム（ITS）の変更ないし撤廃、SECと全米証券業協会（NASD）が進めているECNのアクセス・フィー（場口銭）に対する規制。この中でもスーパーモニタージユの導入とアクセス・フィーの変更がおそらく最も大きな影響を持つものと考えられる。

スーパーモニタージユはナスダックが一九九九年一月にSECに申請して以来、ECNの反対から九度の修正が加えられ、二〇〇一年一月にようやくSECから認可が下りた取引システムであり、売り買いとも三番目までの最良価格がスクリーン上に集計して表示され、注文の自動執行もおこなわれるナスダックの新取引システムである（導入は二〇〇二年に計画されている）。最良気配の注文以外はスーパーモニタージユに回送する義務はないが、これはまさしくナスダックのECN化とも言われており、これまでマーケットメーカーが受けた指値注文を回送されて拡大してきたECNにとっては存在意義を脅かされかねない脅威であろう（これまでのナスダックのさまざまなシステムの性能から考えればそれほど優れたものができあがるはずはないという見方もある）。加えて、スーパーモニタージユではECNの気配値はアクセス・フィーを加えて表示されることになるので、これまでよりも不利になることは間違いない。

他方、ECNのアクセス・フィーに対するSECとNASDの規制はECNの利益に直結する問題であり、マーケットメーカーがスプレッド以外に手数料を徴収していないことから派生している。取引所はどこでも場口銭という形で利用料を徴収しているのであるから、ECNにだけ利用料の徴収を制限することはおかしいと思うが、

アメリカではSECもECNのアクセス・フィーを問題としている。

このスーパーモニタージュとアクセス・フィーの問題はECNの出来高に極めて大きな影響を与えるものと考えられ、これまで拡大を続けてきたECNが今後も拡大を続けられるかどうかは不確かな状況に直面している。ある意味ではECNは現在曲がり角にきているのかもしれない。この時期にインスティネットがIPOを実施したのはこうしたビジネス・リスクを株主に転嫁しようというのがその狙いではなかったであろうか。もちろん、ロイターは引き続き八六%の株式を保有し続けているのであるから売り抜けとは言えないであろうが、ECNを取り巻く状況が変わった場合にいち早く方向転換するためにIPOをおこなったとは考えられないであろうか。

目論見書によれば、過去五年間のインスティネットのナスダックでの取引シェアは一五・七%、一五・七%、一四・二%、一三・〇%、一三・〇%と低下傾向にあり、NYSEでの取引シェアは一・八%、二・〇%、二・五%、二・四%、三・〇%と上昇はしているが、二〇〇〇年五月には会員に市場集中義務を課したNYSEのルール三九〇が撤廃されているのにも関わらず、それほど大きくインスティネットのシェアは上昇してはいない。ECN最大のインスティネットが頭打ちに陥るとすれば他のECNもおそらく同じであり、これまで続いたECNの拡大が今後も続くのかどうかは明らかでない。

BRUTとストライクが合併し、現在、アメリカで株式を取引するECNは八社となった。以前から言われていることではあるが、取引市場が八カ所も存在することは競争を促進するという効果を考慮した上でも必要である。したがって、今後は合併によるかどうかはともかくとして取引市場はもう少し絞られてくることになるだろう。ただし、その場合にも中小ECNは他市場に注文回送をおこなう中継基地となることもありうるし、独自のサービスを提供してニッチを見出すこともありうるであろう。

注

- (1) 「機関投資家のコンピュータによる株式の直接取引の構想」『インバーストメント』二二巻二号、一九六九年四月（原文はウォール・ストリート・ジャーナル一九六九年三月六日号）『Instinet: Fourth market』The Economist, 29 April 1972（邦訳「インスティネットの第四市場」『インバーストメント』二五巻三号、一九七二年六月）。
- (2) オフティマークについては、拙稿「始動した新世代の取引システム～パシフィック取引所のオフティマーク～」(本誌一五六八号、一九九九年三月)を参照。
- (3) 中村寛・今給黎成夫「米国における市場が取引システムの現状とその影響」『証券』一九九二年二月。
- (4) アーキペラゴウは後にパシフィック取引所の株式取引部門との合併を申請し、単独での取引所申請は撤回している。
- (5) Thor Olavsrud, "Instinet Pulls Back from Retail Brokerage Plans", *InternetNews*, 20 December 2000 (http://www.internetnews.com/fina-news/article/0,5_541231,00.htm)
- (6) 「この記述は主要なインターネットのホームページ (http://www.instinet.com/corp_info/about.shtml) と売り出し目録書による。この目録書はフリーエドガーネット (<http://www.freedgar.com>) またはWRHネットのホームページ (<http://www.wrhanbrecht.com/offerings/auctions/instinet/inet2001046.pdf>) から入手可能である。
- (7) 二〇〇〇年九月には債券取引のプラットフォームを導入し、米国債二〇銘柄、ユーロ建て国債三〇銘柄、独モーゲーシ債(ファンデブローフ)二六〇銘柄の取引もあじなっている。
- (8) Miles Gregory-Costello, "Reuters plays down Instinet float and CSFB hire", *eFinancialNews*, 25 September 2000 (<http://www.efinancialnews.com/story.cfm?passedref=1200000000003772&xsection=16>)

- (6) Stephen Kahn, "Reuters to float US electronic broker arm", *Daily Express*, 21 October 2000 (<http://www.iineone.net/express/00/10/21/city/c0100splash-d.html>), Philippa Jones, "Job to float part of Instinet", *eFinancialNews*, 23 October 2000 (<http://www.efinancialnews.com/story.cfm?passedref=1250000000003803&xsection=16>)
- (7) "Reuters files Instinet IPO", *CNN Financial Network*, 3 April 2001 (<http://www.cnnfn.com/2001/04/03/deals/instinet/index.html>), William Wright, "Reuters Instinet IPO under pressure", *eFinancialNews*, 4 April 2001 (<http://www.efinancialnews.com/story.cfm?passedref=16000000000013043&xsection=16>)
- (8) James Mclean, "Reuters spins off Instinet arm", *This is London*, 18 May 2001 (<http://uk.biz.yahoo.com/010518/27/bqlv.html>)
- (9) Mark Weinraub, "Instinet IPO litmus test for trading systems", *Reuters*, 18 May 2001 (http://www.biz.yahoo.com/rt/010518/n18582635_2.html)
- (10) Emma-Kate Symons, "Instinet raises \$464mln on eve of Nasdaq debut", *Reuters*, 18 May 2001 (http://www.biz.yahoo.com/rt/010518/n17303865_4.html)
- (11) Emma-Kate Symons, "Instinet debut bodes well for IPO market", *Reuters*, 18 May 2001 (http://www.biz.yahoo.com/rt/010518/n18624985_4.html), Chris Kraeuter and Matt Andrejczak, "Instinet leaps in market debut: Global Power also soars, as IPO market begins to stir", *FT Market Watch*, 18 May 2001 ([http://www.ftmarketwatch.com/news/story.asp?guid=\[75705AB4-FBC3-4CC9-947D-2C1C864FA467\]](http://www.ftmarketwatch.com/news/story.asp?guid=[75705AB4-FBC3-4CC9-947D-2C1C864FA467]))

上海証券取引所のコーポレート・ガバナンス調査（2）

～ 監事会、経営陣および意思決定の在り方を中心に～

王 東明

1 はじめに

同誌四月号で上海証券取引所のコーポレート・ガバナンス調査に関する株主総会と董事会（取締役会）の調査結果を紹介した。^{（1）}今回は監事会、経営陣、企業の間接組織および意思決定の在り方などの内容を見ることにしよう。

2 監事会と監事

中国の監事会制度は、会社の財務を検査し、取締役と経営陣の行動をチェックするという機能的な面から見れば、日本の監査役会制度と近い。しかし、監事会メンバーに必ず従業員の代表を含まなければならないという法規定（「会社法」第二二四条）があるため、日本の制度と異なる。

今回の調査は、まず監事会メンバーの昇進経路から見れば、内部昇進者が多いことがわかる。企業内昇進の監事会主席は七三・四％で、監事会副主席と一般監事の絶対多数も企業内昇進者である。

また、監事会メンバーの学歴を見れば、監事会主席は短大卒が最も多く五〇・三％で、半数以上の監事会副主

席も短大卒である。但し、監事会メンバー全員の短大卒の比率は半数以下である。監事の資質は董事（取締役）と比べるとかなり低く、しかも法律、会計および技術などの専門的な知識を持たない「政工幹部」（党委員会や労働組合の幹部）が多いため、董事会と経営陣の経営ミスや自利行為をチェックすることはそもそも無理だと取引所は指摘する。また監事会メンバーの指名やポストの選定および報酬などが一般的に董事会と経営陣のトップによって決められており、従って、監事会の企業経営に対するモニタリング機能が実際に発揮されているかどうか疑問視されている。

今回の調査では個人調査の三、九七八人のうち、監事は全調査対象の二四・八％にあたる九八七人である。その内訳は監事長・副監事長が全体の二六・八％、一般監事は七二％、監事会秘書は一・二％である。また、監事メンバーのうち、勤める期間が三年を超える監事は二八・八％、三年以下は七一・三％である。殆どの監事（九二・六％）の任期は九七年～九九年の間から開始し、また九四・三％の監事は二〇〇〇年以降の三年の間に任期を満了する予定である。

取引所の成立から既に一〇年を経たが、上場開始以来調査企業の監事会の会議は平均で八・三七回を招集し、年平均で二・三回という計算になる。九六年から九八年までの三年間の年平均招集回数はそれぞれ一・八回、一・八回、三・七回であり、平均の参加人数は五人である。

以上のように、監事会メンバーの人事権は実際には董事会と経営陣のトップによって握られており、監事の大部分は専門的な知識を持たない党・組合幹部や従業員代表などから構成されるため、監事会は実際に経営のモニタリング機能を発揮せず、形骸化の恐れがあると指摘されている。

3 経営陣

(1) 經理の昇進経路

今回の調査では、經理（社長、「総經理」とも呼ぶ）の昇進経路を見ると、総經理（社長）の七九・一％が内部昇進者である。その結果は筆者が九九年実施した二三八社上場企業の調査における上海企業の数字（八〇・五六％）とほぼ同じである。⁽²⁾ また、絶対多数の副総經理（副社長）も内部昇進者である。さらに、総經理と副総經理を含む上級管理者（経営陣）の出身を見ると、基本的には上場する前の企業（特に国有企業）から昇進した者が圧倒的に多く、他の法人や外部からの招聘は比較的少ない。

(2) 經理の学歴

經理の学歴を見れば、六九・二％の総經理（社長）は大卒以上の学歴を持っている。この数字は前回紹介した董事長の学歴（大卒以上…六七・七％）と近く、九九年に筆者が実施した二三八社調査における上海企業の総經理の学歴（九六年～九九年の平均の大卒以上…六〇・五五％）より増えた。⁽³⁾ 九九年末の時点で、総經理の資質がアップしていることがわかる。また、大卒以上の副総經理のいる企業はサンプル企業の半数以下で、筆者が実施した二三八社の調査でも四割前後で半数を超えなかった。⁽⁴⁾

(3) 兼任状況と任期

今回回収された個人調査三、九七八人のうち、董事や監事以外に、上級管理者（経営陣）のポストを兼任する者は一、〇四六人で、全体の二六・三％、有効回答の三一・七％を占めている。董事や監事以外に上級管理者を

兼任しない者は有効回答の六七・三％に達した。その意味で、上級管理者（経営陣）は董事会（取締役会）との間に一定の距離を保ち、ある程度の独立性を持っていると取引所は分析している。しかし、調査された兼任者一、〇四六人のうち、総経理、常務副総経理、副総経理および総経理補佐のポストを持つ者は一、〇一六人、総経理と副総経理の比率は全体の九〇・三％に達する。上級管理者を兼任する董事や監事は全体の二六・三％とはいえ、殆どの兼任者は経営権を握るポストに就くことになっている。⁽⁵⁾

また、上級管理者のポストを持つ董事のうち、三三％は上級管理者の任期が三年を超え、三年以内の者は六八％である。九七年〜九九年の三年間に、上級管理者の兼任が始まる董事は八八・五％になっている。間に、上級管理者の任期を満了する董事は八八・五％になっている。

(4) 経理の責任対象

経理は誰に対して責任を持つかという質問に対して、「董事会」と答えた経理は半数（五七・七％）を超える。また、「株主全員」と「経理層」を選んだ経理はそれぞれ一三・一六％と一一・二％になる（表1）。この回答から見れば、半数以上の経理は責任対象を「董事会」に選んだが、全体として「董事会」に責任を持つ意識がまだまだ薄いと考えられる。

表1 経理は誰に対して責任を持つか

項目	回答数(人)	%
派遣された株主	228	6.9
株主全員(中小株主を含む)	447	13.6
董事会	1,901	57.7
経理層	405	12.2
従業員	210	6.4
証券監督管理部門	3	0.1
政府主管部門	71	2.2
最終顧客(製品とサービス)	28	0.8
製品とサービスの販売先	1	0.0
長期相対取引先	1	0.0
貸付銀行	2	0.1
合計	3,297	100.0

(出所) 1999年上海証券取引所の調査。

4 企業の間接組織と関連子会社のガバナンス

(1) 企業の間接組織のガバナンス

企業の間接組織である各生産管理部門は、人事や報酬というガバナンスの面においてどのような影響力を持っているのか。まず従業員の採用や解雇に関しては、企業の各業務部門には一定の影響があり、人事部門はその決定力を持っている。また人事部門は採用や解雇以外の人事と報酬関連の決定にも一定の権限を持っている。そして、経営陣は企業内の人事や報酬に関して決定的な影響力または全ての権限を持ち、特に、中間管理層以下の任命、報酬および評価について、その権限を握っている。董事会は全額出資の子会社、多数出資の子会社および資本参加企業に対して、人事の任命、報酬および評価の全ての決定権または決定的な影響力を持っている。

(2) 関連子会社のガバナンス

サンプル企業の全額出資子会社の大部分は株主会、董事会および監事会を設置していない。しかし、サンプル企業の多数出資子会社、資本参加企業、本社所在地子会社および本社所在地以外の子会社の大部分は、株主会、董事会および監事会を設けている。また、サンプル企業の海外子会社の大部分は監事会を設置していない。

そして、サンプル企業が上場する前には、その子会社および資本参加企業には株主会と監事会がなく、董事会だけを設けている。上場後は、新設の子会社は「新三会」（株主会、董事会、監事会）を設置している。

サンプル企業は海外の子会社に経理（社長）や財務責任者を派遣していないが、大部分は国内の子会社に董事、経理および財務責任者を派遣している。

また、支社のトップについて、大部分のサンプル企業は支社の総経理、副総経理および財務責任者を派遣して

いる。しかし、本社所在地の支社と海外支社を除けば、大部分は支社の人事責任者、技術責任者および市場責任者は派遣していない。新しく買収した支社に対して、一部の企業は副総経理と人事責任者を派遣せず、一部の企業は派遣している。

5 意思決定の在り方

(1) 最も権限を持つ機関はどこか

「会社法」は、株主総会は会社の意思決定機関（「権力機構」）であると規定している（第一〇二条）。しかし、会社の最も権限を持つ機関がどこかという質問に対して、株主会（五七・二%）、董事会（四二%）および党委員会（〇・八%）という回答の順番が出た（表2）。

また、企業の効率の向上と競争力のアップに関して、どんな機関が最も影響力を持つかという質問に対して、董事会（七一・七%）、株主会（二七・一%）、従業員代表大会（〇・八%）および党委員会（〇・四%）という調査結果も出た。

中国の株式会社ないし上場企業は、旧国有企業時代の「老三会」（党委員会、従業員代表大会、工会・労働組合）と株式会社化という企業制度改革の後で設けた「新三会」（株主総会、董事会、監事会）が併存することが一般的である。今回の調査では、「老三会」と「新三会」のうち、大部分の企業においては最も頻繁に衝突しているのは董事会と党委員会である。

表2 最も権限を持つ機関

項目	回答企業数(社)	比率(%)
株主会	143	57.2
董事会	105	42.0
党委員会	2	0.8
合計	250	100.0

(出所) 1999年上海証券取引所の調査。

(2) 董事会における董事長の権限および経理弁公会(経営会議)における総経理の権限

董事会と経理弁公会(経営会議)との関係について、個人調査の三分の一は両機関の間に常に激しい論争が生じていると回答した。しかし、九五%は最終的に意見の一致を達成することができると認識している。

董事会において意見の一致が達成されないうとき、どのように対応すべきかという質問について、個人調査の六五%は董事会メンバーの投票により決定、一七・八%は董事長により最終決定、七・九%は問題を株主会に持ち出して裁定してもらうと回答した。

また、経理弁公会(経営会議)において意見の一致が達成されないうとき、どのように対応すべきかという質問に対して、五四・二%は総経理が最終決定、一八・四%は問題を董事会に持ち出して裁定してもらう、一三・二%は董事長により裁定、九・九%は経理弁公会(経営会議)により投票で解決すべきという回答を得た。

以上の回答から、総経理の場合は、経理弁公会(経営会議)において比較的大きな意思決定権を持っており、一方、董事長は董事会において、その影響力が比較的弱いと取引所は分析している。

(3) 企業の発展戦略

企業の発展戦略および戦略的な業務計画があるかという質問に対して、今回の個人調査では、六三・三%の調査対象者が自分の企業は正式な発展戦略および戦略的な業務計画を持っていると答えた。二〇%は非正式あるいは文書化されていない業務計画があり、三・九%は会社の戦略的な業務計画が全くないと答えた。

また、誰が企業の発展戦略を策定するかについて、五〇・三%は董事会、四四・一%は経営陣、五・六%は株主会、二・五%は大株主を選んだ。この回答から、基本的に董事会と経営陣は企業の発展戦略を策定していると

考えられる。しかし、企業の発展戦略の策定はそもそも董事会の重要な仕事の一つであり、「会社法」第一二一条）、ここで四割以上の回答が経営陣を選んだことで、その原因は董事会の機能が十分に発揮されていないか、または経営陣が自らの権限を超えて董事会の機能を代行するか、ということについて、さらに検討する必要があると取引所は指摘する。

(4) 投資権限

会社の投資権限について、サンプル企業の五五・一％は総経理に一定の投資権限を与えておらず、八五・四％は董事長に一定の投資権限を与えていない。しかし、九五・七％は董事会に一定の投資権限を与えた。ここで投資の選択と決定に関する権限について、董事会が最も重要な役割を果たしていることを表わしている。

(5) 会社の内部関係

表3が示すように、董事会と党委員会は最も頻繁に衝突している内部機関である。また、株主会と董事会、株主会と従業員代表大会、董事会と従業員代表大会および董事会と監事会の間は比較的衝突しやすいところである。

ここで人事や党・政府の方針の貫徹などの権限を持つ企業内党委員

表3 最も頻繁に衝突している内部機関

項目	回答数(人)	%
董事会と党委員会	14	21.5
株主会と董事会	12	18.6
株主会と従業員代表大会	11	16.9
董事会と従業員代表大会	10	15.5
董事会と監事会	8	12.3
董事会と労働組合(工会)	3	4.6
従業員代表大会と労働組合(工会)	3	4.6
株主会と党委員会	1	1.5
董事会と党政联席会	1	1.5
企業内党委員会と従業員代表大会	1	1.5
株主会と労働組合(工会)	1	1.5
合計	65	100.0

(出所) 1999年上海証券取引所の調査。

会は企業の業務執行の意思決定機関である董事会との間で最も衝突しやすい。意思決定に関しては二つの権力中枢が企業内に存在しているのではないかと考えられる。その意味で、中国の政治体制と社会制度の下で、コーポレート・ガバナンスの核心的な問題は董事会と党委員会との関係が今後如何にスムーズに調整されるかということになるであろう。

(6) 内部の制約

企業内部からの最も重要な制約要素は董事会(二九・二%)である。また管理層(経営陣)の自己制約は二位(二五・八%)、株主会からの制約は三位(一九・九%)となった(表4)。逆に、党組織と労働組合(工会)からの制約は後からの順位二、一となった。企業制度改革後は、内部制約に関する董事会、経営陣および株主会の役割を増やし、一方、党組織と労働組合(工会)の役割を後退させ、内部制約の勢力が変化していることを表わしている。

(7) 外部の制約

外部からの制約要素について、七九・一%は製品の市場(消費者)を選んだ。それを消費者を選んだ三・三%と合わせれば、消費者に関する比率は八割(八二・四%)を超え、外部制約の基軸になった(表5)。これは二〇年余りの「改革開放」政策と市場経済への転換による大きな成果の一つであり、これから企業は計画当局の指令による経営行動ではなく、市場と消費者の需要に合わせて生産やサービスを提供する時代に入ったと言えるの

表4 会社内部の制約要素

最も重要な要素	%
董事会	29.2
管理層の自己制約	25.8
株主会	19.9
主管部門	13.2
地方政府	5.4
監事会	3.4
従業員	1.7
党組織	1.3
労働組合(工会)	0.1

(出所) 1999年上海証券取引所の調査。

表5 会社外部の制約要素

最も重要な要素	%
製品の市場（消費者）	79.1
株式市場（流通株の保有者）	4.8
ローンの獲得（銀行）	2.7
重要な設備と原材料の提供企業	1.3
労働市場（優秀な人材の獲得と留保）	4.0
経営者市場（董事と經理の名誉と個人の将来）	4.5
マスコミ	0.3
消費者	3.3
合計	100.0

（注）流通株とは、株式市場で自由に売買できる株式をいう。国家株および法人株などは現時点では一般流通できないため、非流通株に分類している。

（出所）1999年上海証券取引所の調査。

である。

また、株式市場（流通株の保有者）、⁽⁶⁾経営者市場および労働市場による外部制約は二位（四・八％）、三位（四・五％）、四位（四％）で、投資家の判断、有能な経営者および優秀な人材の獲得はより重要な外部制約の要素になった。しかし、マスコミによる外部制約は最も少なく（〇・三％）、マスコミの監視力がまだまだ小さいと言えよう。

（8）党組織の役割

企業内党組織の役割は経営の意思決定、人事任命、董事や經理の行為の監督、従業員インセンティブおよび管理層と従業員の関係の調整という広い範囲にまで及んだ。党組織の役割を

發揮していないと答えたのはわずか二・三％であった（表6）。

このように企業の意思決定、人事および監督などの重要な面で、党組織の役割は全面開花したことがガバナンスの現状であり、それは殆どの上場企業（九五％前後）が国有企業から組織変更して株式会社になつてから上場を果たしたことで、国有企業時代のガバナンスは上場企業にそのまま「現状依存」しているのではないかと考えられる。

中国の社会・企業環境において、党組織は従業員のインセンティブや管理層と従業員

表6 党組織の役割（％）

項目	肯定	否定
経営の意思決定	98.8	1.2
人事任命	99.7	0.3
董事、經理の行為を監督する	99.5	0.5
従業員のインセンティブを引き出す	99.9	0.1
管理層と従業員の間を調整する	99.8	0.2

（出所）1999年上海証券取引所の調査。

の関係の調整に非常に重要な役割を果たし、会社の内部関係の調整に欠かせない存在であると考えられる。しかし、企業経営において、党組織は具体的に何を管理すべきか、その権限の範囲はどこまで含まれるかが明確化・明文化される必要があると思われる。

(9) 意思決定における外部顧問の役割

今回の調査では、調査対象の五八・七％は所属する企業が外部顧問を招聘し、戦略的な意思決定をしたことがあると答えた。外部顧問の招聘機関について、表7が示すような結果が出たが、その大部分は董事会と経営陣による招聘である。また、外部顧問の役割について、役割が「大きい」と答えたのは三割(二九％)に近い。「普通」と答えたのは六三・四％、「小さい」と「なし」と答えたのはそれぞれ六・二％、一・三％である。

6 むすびにかえて

以上、監事会、経営陣および意思決定の在り方の内容を紹介した。今回の調査から、監事会の機能が形骸化する恐れがあり、今後、監事会の経営に対するモニタリング機能を改善する必要がある。また、企業の外部制約の基軸は市場と消費者に変化したことで、市場経済化と企業改革の成果をここから見る事ができる。さらに、企業内党組織の存在は中国コーポレート・ガバナンスの最大の特徴とも言つべきで、今後党組織と董事会などの他の内部組織との関係が如何にスムーズに調整されるか、そして党自身の改革がどのように進めるか、が重要な課題になるであろう。

表7 外部顧問の選任とその役割

何処が外部顧問を招聘するか	%	外部顧問の役割	%
董事会	55.7	大きい	29.0
経営陣	36.3	普通	63.4
大株主	4.4	小さい	6.2
株主会	3.5	なし	1.3

(出所) 1999年上海証券取引所の調査。

- (1) 拙稿「上海証券取引所のコーポレート・ガバナンス調査(一)」(株主総会と董事会を中心に)、『証券レポート』(No. 一五九二)・二〇〇一年四月。
- (2) 二三八社上場企業(上海:一三三三社、深圳:二〇五社)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「目論見書」(『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。上海上場企業の総経理の内
部昇進者は八〇・五六%、深圳上場企業の場合は八一・一一%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』(第三号)・二〇〇〇年一月、拙稿「企業調査から見た中国のコーポレ
ート・ガバナンス(二)」(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。
- (3) 同上二三八社の調査。上海上場企業の大卒以上の総経理は六〇・五五%、深圳上場企業の場合は五三・二六%であ
る。
- (4) 同上二三八社の調査。上海上場企業の大卒以上の副総経理は四五・七八%、深圳上場企業の場合は四一・七二%であ
る。
- (5) 兼任に関して、取締役、経理および会計責任者は監事を兼任することが禁止されている(『会社法』第二二四条)。
- (6) 流通株とは、株式市場で自由に売買できる株式をいう。国家株および法人株などは現時点では一般流通できないため、
非流通株に分類している。現在、非流通株は発行済株式の六割前後を占め、一般流通株できる株式は全体の三割前後
である。

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』二〇〇〇年一〇月一八日。
- (3) 上海証券取引所『中国上市公司治理國際研討会』二〇〇〇年二月二日至三日。
- (4) 王保樹、崔勤之『中国公司法原理』社会科学文献出版社 一九九八年。

(おつ とつめい・主任研究員)

動き出した国債のRTGS(2)

（現状と問題点）

福本 葵

1 はじめに

二〇〇一年一月四日、我が国において国債のRTGS（Real time gross settlement、即時グロス決済）が稼動した。RTGSとは、一件一件の個別の資金、証券の受渡を、ファイナリティを付与して、即時に行う決済方法である。RTGSによって、国債決済はシステムミック・リスクから遮断される。前号では、動き出した国債のRTGSの制度概要について述べた。本号では、国債RTGSの現状および問題点について考察したい。

2 運営の実態

(1) 手控え

まず、RTGSの運営の実態を見てみよう。国債決済のシステムミック・リスクを遮断するために、数年前から計画されていたRTGSが、二〇〇一年一月四日稼動した。初日は目立ったシステムトラブルもなく、順調な滑り出しであるように見受けられる。また、新発十年国債発行の一月二五日も注意を要する日とされていたが、この日も大きな混乱はなかった。初日は混乱が生じる恐れがあるため、市場関係者が初日の決済を極力回避したこ

とが背景にある。⁽¹⁾ また、一月二五日の決済分についても同様に、その日の受渡を翌日以降にするなどの措置が取られたと言われている。

日本銀行が発表する一月の決済動向をみると、国債の振替口座振替の振替金額が二八兆円であり、それ以前の九ヶ月間連続して四〇兆円を超えていたのに比べると減少している。(表1)。このように見ていくと、初日や要注意日に限らず、国債の売買が手控えられていたというのが一月の傾向である。

当初見られた手控えは、二月、三月になると回復している。先ほどの決済動向を見ても、二月の国債振替決済口座振替金額は四一兆円、三月は四〇兆円となっており、RTGS導入前の水準まで、概ね回復したと見られる。

(2) フェイル

RTGSの導入とともに、フェイルを行うことも認められることとなった。日本においては、RTGS導入以前、フェイルは認められていなかったが、RTGS導入に際し、フェイルを認める必要性が生じた。そこで、RTGS導入とともに、売り方からのフェイルのみが認められることとなった。日本証券業協会がRTGS導入に際し発表したガイドライン、「国債の即時グロス決済に関するガイドライン」において、「フェイルとは国債の受け方がその渡し方から予定されていた決済日が経過したにもかかわらず、対象債券を受け渡されていないことをいう」と定義されている。⁽³⁾

導入後の一月一九日には内外の証券会社、銀行、短資会社、二〇社が関係するフェイルが発生した(図1)。⁽²⁾ この日のフェイルで、受渡が不能となった銘柄は二〇〇〇年八月発行の一〇年国債、二二三回八月債であった。

表 1 決済動向（平成13年 3月）

（件数） 件、（ ）内は前年比%

	振 決 口 座 振 替			移 転 登 録	
	振 替 件 数	うちDVP	うち同時担保受払	請 求 件 数	うちDVP
10年	3,133 (+9.4)	1,618 (+28.0)	… (…)	4,935 (+2.7)	3,599 (+31.9)
11	4,281 (+36.6)	2,686 (+66.0)	… (…)	3,902 (-20.9)	2,768 (-23.1)
12	8,361 (+95.3)	5,718 (2.1倍)	… (…)	578 (-85.2)	225 (-91.9)
12/ 3月	7,259 (2.3倍)	4,757 (2.9倍)	… (…)	1,021 (-78.0)	494 (-85.3)
4	8,879 (2.6倍)	5,980 (3.1倍)	… (…)	703 (-85.6)	330 (-90.8)
5	8,911 (2.2倍)	6,037 (2.6倍)	… (…)	610 (-87.9)	230 (-93.9)
6	8,697 (2.1倍)	5,984 (2.4倍)	… (…)	497 (-89.0)	201 (-93.9)
7	9,159 (2.1倍)	6,584 (2.4倍)	… (…)	361 (-91.8)	107 (-96.8)
8	8,679 (2.1倍)	6,205 (2.4倍)	… (…)	303 (-92.7)	69 (-97.7)
9	8,152 (+79.5)	5,650 (+99.0)	… (…)	257 (-92.5)	29 (-98.7)
10	9,113 (+45.2)	6,265 (+38.1)	… (…)	236 (-89.7)	26 (-97.9)
11	9,366 (+47.5)	6,556 (+42.6)	… (…)	268 (-85.4)	15 (-98.4)
12	8,673 (+75.2)	5,529 (+70.8)	… (…)	290 (-75.7)	18 (-96.8)
13/ 1	7,930 (+39.2)	5,326 (+41.7)	5,207 (…)	116 (-89.5)	2 (-99.6)
2	11,560 (+52.3)	8,098 (+56.0)	7,949 (…)	163 (-87.9)	5 (-99.3)
3	11,779 (+62.3)	8,427 (+77.1)	8,252 (…)	176 (-82.8)	2 (-99.6)

（金額） 億円、（ ）内は前年比%

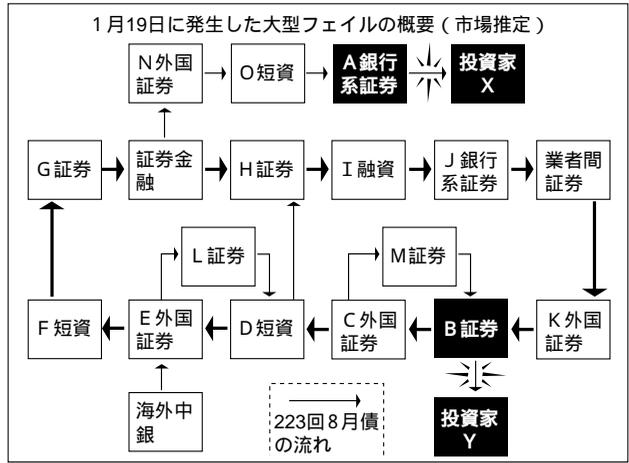
	振 決 口 座 振 替			移 転 登 録	
	振 替 金 額	うちDVP	うち同時担保受払	請 求 金 額	うちDVP
10年	174,005 (+17.9)	83,397 (+32.2)	… (…)	169,277 (+21.4)	132,073 (+40.1)
11	252,240 (+45.0)	131,425 (+57.6)	… (…)	117,574 (-30.5)	93,747 (-29.0)
12	419,178 (+66.2)	257,756 (+96.1)	… (…)	17,975 (-84.7)	9,526 (-89.8)
12/ 3月	354,739 (+90.1)	196,637 (2.3倍)	… (…)	30,652 (-77.8)	18,754 (-82.8)
4	435,214 (+99.8)	250,279 (2.4倍)	… (…)	27,671 (-81.5)	14,948 (-87.5)
5	451,318 (+75.7)	272,342 (+98.8)	… (…)	27,281 (-82.3)	16,063 (-87.5)
6	431,655 (+60.3)	277,177 (2.1倍)	… (…)	21,665 (-84.7)	12,441 (-89.4)
7	448,697 (+57.3)	292,743 (+96.7)	… (…)	12,006 (-90.9)	4,674 (-95.7)
8	476,431 (+72.1)	294,708 (2.1倍)	… (…)	8,520 (-93.1)	3,173 (-96.9)
9	401,543 (+43.7)	269,989 (+88.9)	… (…)	7,045 (-92.2)	1,133 (-98.4)
10	453,778 (+32.0)	288,818 (+41.6)	… (…)	4,911 (-92.8)	684 (-98.5)
11	476,441 (+42.8)	317,152 (+63.6)	… (…)	4,842 (-91.2)	235 (-99.4)
12	426,028 (+70.1)	269,962 (2.1倍)	… (…)	5,053 (-84.5)	180 (-99.2)
13/ 1	280,387 (-0.2)	157,567 (+7.5)	153,661 (…)	1,486 (-95.0)	8 (-100.0)
2	410,051 (+7.6)	248,836 (+19.9)	244,899 (…)	1,625 (-95.7)	38 (-99.8)
3	402,716 (+13.5)	252,296 (+28.3)	247,418 (…)	1,225 (-96.0)	31 (-99.8)

（注1）振決口座振替とは、日銀にある国債振替決済制度の参加者帳簿における口座振替を指し、移転登録とは、国債登録簿における登録記名社の変更のことを指す。同時担保受払とは、日銀が提供する国債DVP同時担保受払機能を用いた口座振替を指す。

（注2）本統計の計数は国債代用証書に係る振決口座振替および移転登録を除くベース（以下の計表についても同様。但し、12年12月迄は国債代用証書に係る振決口座振替および移転登録を含むベース）。

（出所）日本銀行、<http://www.boj.or.jp/seisaku/99/seisaku.P.htm>

図 1



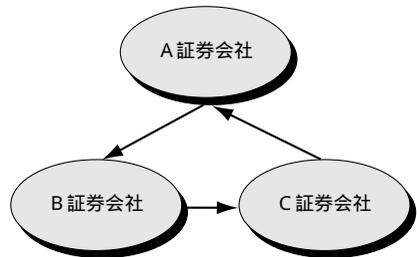
（出所）2001年2月6日付 日経金融新聞

ープによるフェイルはこのような単純なものではなく、多くの参加者が関与するものであった。ループ取引は国債に限ったことではなく、他の債券についても発生し得る。現在、社債の中継機関である株式会社債券ネットワ

ークの主たる業務の一つにループ取引発生解消がある。国債にはこのような役割を果たす機関が存在しないので、別の方法によって解消しなければならない。ループ取引となった場合であっても、証券の手当てができればフェイルにはならない。前記の例でいえば、A・B・C証券会社のうち一社がレポ市場等、外部から売買対象と

一月一九日に発生したフェイルはループ状のものである。ループとは取引が円状に閉じてしまふものをいう。例えば、図2のように、A証券会社はB証券会社に国債を売却する契約をしたとする。B証券会社はその国債をC証券会社に売却する契約をしていた。しかし、実は、A証券会社は当該国債をC証券会社から購入することによって手当てする予定をしていた場合、ループが発生する。ループの場合、売買の対象となる国債が存在しないにもかかわらず、取引が次々に行われることになってしまう。一月一九日に発生したル

図 2
ループ



なる証券を手当てすればよい。一月一九日発生のフェイルにおいても、翌日にはレポ市場からの調達によって、ループを解消している。

(3) レポ市場

推奨すべきではないとされているフェイルの発生を最小限に食い止めるためには、整備されたレポ市場の存在が不可欠となる。売買の対象となっている国債をレポ市場から調達することができれば、フェイルの発生率は低下する。そのためにはレポ市場において、高い流動性が保たれなければならない。しかし、昨年末から一頃まで債券の貸借取引は縮小傾向にあった。日本証券金融の成約額（額面金額）は、昨年一月、一兆一〇三六億円であったのに比べ、一二月は五兆一四四五億、一月は三兆五六七四億となっている（表2）。このように、一月は、機関投資家は、保有する債券をレポ市場で貸出する取引を控えていたことが読み取れる。機関投資家の保有する債券が減少し、自らがフェイルを招くことに危機感を持っていたからである。しかし、二月に入ると状況が変化している。債券貸借取引は成約額で一〇兆二千九四一億と昨年十一月のペースに迫る勢いで回復している。続く三月においても、九兆七千三八九億円と回復傾向は持続している。

4 国債RTGSの問題点

(1) 国債市場懇談会

では、次に国債RTGSの問題点を考える。昨年、「国債の消化を一層確実かつ円滑なものとする」とともに、国債市場の整備を進めていくため、市場関係者・有識者等から意見を聴取する。」ことを目的として、大蔵省に

表2 日証金債券貸借取引状況

申込日基準

単位：億円

年度・月中	成約額（額面金額） （A）	うち現金担保付取引 （B）	構成比 （B / A）
4(1992)	135,573	51	0.0%
5(1993)	268,270	75	0.0%
6(1994)	303,162	180	0.1%
7(1995)	418,821	21,909	5.2%
8(1996)	449,378	159,949	35.6%
9(1997)	463,762	261,394	56.4%
10(1998)	569,623	320,186	56.2%
11(1999)	469,754	383,304	81.6%
12(2000)	884,105	848,090	95.9%
11(1999)上期	226,942	169,814	74.8%
4月	38,196	23,511	61.6%
5月	21,907	15,389	70.2%
6月	33,294	24,187	72.6%
7月	53,099	42,529	80.1%
8月	43,555	33,957	78.0%
9月	36,891	30,241	82.0%
11(1999)下期	242,812	213,490	87.9%
10月	47,128	41,599	88.3%
11月	34,765	31,183	89.7%
12月	24,624	20,898	84.9%
1月	35,831	32,310	90.2%
2月	55,971	51,808	92.6%
3月	44,493	35,692	80.2%
12(2000)上期	344,687	324,788	94.2%
4月	41,298	37,170	90.0%
5月	46,398	44,142	95.1%
6月	45,588	41,238	90.5%
7月	56,309	53,340	94.7%
8月	72,095	68,883	95.5%
9月	82,999	80,015	96.4%
12(2000)下期	539,418	523,302	97.0%
10月	130,933	127,284	97.2%
11月	121,036	118,587	98.0%
12月	51,445	47,750	92.8%
1月	35,674	35,594	99.8%
2月	102,941	99,273	96.4%
3月	97,389	94,814	97.4%

(注) 現金担保付取引の金額は、平成9年度以前は下記算式により算出。

$$\text{普通取引成約額} \times \frac{\text{普通取引現金担保残高積数}}{\text{普通取引貸出残高積数}} + \text{現金担保付取引成約額}$$

(出所) 証券金融 平成13年4月 No502より

発足した国債市場問題懇談会は、財務省に引き継がれた。二〇〇一年三月二七日、国債市場問題懇談会は、数回に渡る関係会社からの報告をもとに、「国債の流通市場における流動性向上のための提言」を整理した。これは、現在の国債流通市場の問題点をまとめたものである。問題点は、A、「発行当局が取組みについて、速やかにスタンスや方向性を示せるテーマ」B、「発行市場についての議論も踏まえ、更に掘り下げて議論していく必要があるテーマ」C、「関係方面に検討を依頼すべきテーマ」の三つに分類されている。⁽⁴⁾ 国債市場問題懇談会では、流通市場全般に関わる問題点を取り上げているが、その中で決済に関係する問題のみを拾い上げると、まず、Aに保有形態の簡素化とある。これは、現物国債、登録国債、振込国債と現在、三つに分かれている保有形態を振込国債に一本化し、かつペーパーレス化していこうというものである。⁽⁵⁾ さらに、Cに分類されている清算機関の創設、フェイル・ルールの整備、RTGSの完全化はまさに決済制度の問題を取り上げたものである。

(2) フェイル慣行の定着

フェイルとは

フェイルは言いかえれば決済の繰り延べを行うことである。アメリカ、イギリス、フランス、イタリア、カナダといった国においてフェイルの慣行が見られる。これらの国では、一般に、売り方フェイルと買い方フェイルの両方がある。売り方側からのフェイルとは、決済日になっても売買の対象となっていない証券を渡すことができない場合に生じる。買い方側のフェイルとは、代金を支払うことができない場合に生じる。フェイルが慣行として行われている国において、フェイルは必ずしも失策ではなく、市場の安全策の一つであると認識されている。例えば、フェイルはスクイーズ対策として機能する。スクイーズとは、投機的な債券の買占めを意味する。フェ

イルが認められていないことを逆手に取り、需要の高い債券の銘柄を意図的に買い占めて品薄にし、価格が高騰したところで売り抜けるものである。日本の国債市場においては、一九九九年九月五日にスクイーズが発生した。この時は、九六年九月限の先物の最割安銘柄であった一〇年一六〇、一六三債の現物をあらかじめ買い集め、それとともに先物にも買いをしかけておいて、決済用の物件を手当てできない投資家に高値で売却、または先物を買い戻させたものであった。⁶⁾ フェイルはスクイーズ対策の一つである。フェイルを実行できると、その日の決済を繰り延べできるため、高騰した価格での債券購入を回避することができる。

しかし、RTGSが導入されるまで、日本の市場においてフェイルは認められていなかった。これまでの国債の決済方法である「一般処理」は、午後三時に一日の受渡をネットイングするネットイング決済であり、一つの参加者の決済不履行が参加者全体に波及するシステムミック・リスクを包含していた。フェイルを認めることは、参加者の決済の繰り延べであり、決済日当日は決済を不履行とするため、他の参加者にフェイルが波及する怖れがあった。

これがRTGSの稼動と同時に認められることとなった。RTGSは決済の請求を一件一件行うので、システムミック・リスクを遮断することができる。また、フェイルが認められなければ、決済のために大量の債券の在庫を抱えなければならぬか、そうでなければ、例えば割高となっても、債券市場で必ず調達しなければならぬ。

RTGSの導入前の二〇〇〇年一二月に、日本証券業協会は、「国債の即時クロス決済に関するガイドライン」を発表した。この中でフェイルについてもガイドラインを設けている。フェイルについては、「国債の受け方が、その渡し方から予定されていた決済日が経過したにもかかわらず、対象証券を受け渡されていないことをいう。」と定義している。つまり、売り方から行うフェイルのみを認め、買い方からのフェイルはRTGS導入後も認め

ないこととしている。先に述べたフェイルを慣行としている国においても、買い方フェイルは極力回避すべきものとされている(バッド・フェイル)⁽⁷⁾。

前述の「国債の即時グロス決済に関するガイドライン」の中で、「フェイルは、決して推奨すべき状態ではなく、また、フェイルの多発は取引の円滑化、市場流動性の確保という本来の目的に反することになりかねないことから、市場参加者はフェイルを可能な限り回避することが求められる。しかし、フェイル状態となつた場合には、取引当事者間で誠実に対応し、フェイルの早期解消に努めなければならないものとする。」としている。

フェイルのコスト

従来、フェイルが慣行とされている国においては、フェイルを行つた当事者に特段のペナルティを課してはいない。なぜなら、例えば、売り手がフェイルを行つた場合、売り手は債券を売却することによつて手に入るはずであつた資金を別の手段によつて調達しなければならない。資金調達にはコストがかかるので、これが実質的なフェイルのペナルティであつた。一方、フェイルをされた方の買い手は、債券が引き渡されるまで代金を支払ふ必要がなく、この資金を運用することができる。これらがフェイルを行つた当事者に特段のペナルティを課さなかつた理由である。

しかし、現在の日本のような超低金利下では、売り方のフェイルであるともフェイルのコストが非常に小さいため、フェイルが悪用される危険性が大きくなる。そこで、「国債の即時グロス決済に関するガイドライン」では、別途、暫定策が設けられている。つまり、フェイルのコストについて、遅延損害金等の授受を行わないことを市場慣行するものの、現状のような低金利下ではフェイルの多発といった事態の発生を懸念できないとして、暫定的には、フェイルをされた国債の受け方はフェイルをした渡し方に対して、フェイルされている国債を債券

貸借取引等で調達した場合等に要した費用を請求できることとしている。この暫定策は、十分経済合理性が働くと判断される時点まで継続することとなっている。

フェイルに関しては、RTGS導入前に、前述のガイドラインが作成された。しかし、一月一九日に発生したフェイルでは、ループ取引であったため、誰がフェイルを起こした渡し方であるかを特定することが困難となった。そこで、投資家に債券を渡すことのできなかった二つの証券会社は、当該債券をレポ市場から調達し、そのうち一つの証券会社は品借料を自ら負担した。このようにフェイルが発生しても、必ずしもガイドライン通りには運営されていない。一月は、市場参加者はフェイルの発生に危機感を感じており、フェイルを回避するため債券の確保できる売買のみを行う等、売買取引が縮小した。二月以降、売買は回復したが、今後もフェイルのルールを市場参加者が理解し、必要以上のフェイル回避が行われないようにする必要がある。また、レポ市場を活性化することによって、必要な銘柄が品薄とならず、いつでも手当てできるようにする必要がある。

フェイルを容認できない参加者

日本証券業協会が作成した「国債の即時クロス決済に関するガイドライン」はあくまでも市場参加者のガイドラインである。従って、これを直ちに全ての参加者に強制できるだけの拘束力を有してはいない。例えば、官公庁や銀行は実質的にフェイルを認めてはいない。参加者が相手参加者のフェイルによって、債券を手取できない場合は、自らもフェイルすることとなるが、この時、取引の相手方がフェイルを実質的に認めない者であった場合には、割高なレートであったとしても債券貸借市場によって債券を手当てしなければならない。一つの決済システムの中に、フェイルができる参加者と実質的にできない参加者が混在することは、複雑であり、実際はフェイルを極力回避することに帰結することになる。国債のRTGSの導入と同時にフェイルが導入されたが、

ファイルそのものを見直すというよりはむしろ、導入されたファイルについて参加者が順応し、広く利用されるようになることが必要である。

(3) RTGSの完全化

現在の国債取引は全てRTGS化されているのではなく、日本銀行が外国中央銀行等から保護預りしている国債の受渡、国債の発行・払込において、オンラインにより資金の払込を行う場合、長期国債オペ（国債買切オペ、国債レボオペ、国債現先オペ）等により、日本銀行が譲受人となるものなどの場合、「一般処理」が残っている。これらについても、早期のRTGS化が望まれている。国債発行・払込においてオンラインにより資金の払込を行う場合の国債取引は、平成一四年半ばを目途にRTGS化が実行される予定である。四月二四日、日本銀行では、この他についても、それぞれのRTGS化予定を発表している。⁸⁾

(4) 清算機関の創設

RTGSのデメリットは決済に大量の証券および資金を必要とするという点にあった。これを緩和するため、清算機関の設立を求める声が関係者から上がっている。⁹⁾ 清算機関の行う業務は基本的には、照合、ネットイングそして、決済の履行の保証である。ネットイングは決済を相殺し、ネット尻の資金や証券のみをやり取りする方法である。これは、RTGSと表裏の関係にあり、決済に必要な証券や資金が圧縮される一方でシステムミック・リスクを包含することになる。

次号では、アメリカにおいて国債、政府債の決済および、その清算会社であるGSCC（Government

Securities Clearing Corporation) の役割、機能を見て行くこととする。

5 まとめ

二〇〇一年一月四日よりRTGSが開始された。昨年からテスト運転が行われており、また、制度開始から数ヶ月が経過し、RTGSはようやく参加者に浸透し始めている。制度開始から一ヶ月間は、参加者による手控えも見られたが、それ以降は、決済される取引量も制度開始以前の水準に戻ったといえる。しかし、現行のRTGSシステムにはいくつかの問題点が指摘されている。

本稿では、現在までのRTGSがどのような現状にあるかを概観し、問題点として浮かび上がってきた、フェイルについて主に言及した。次号では、もう一つの大きな問題点である清算機関の設立について、アメリカの政府証券の決済制度、その中でも特に、清算機関であるGSCCを中心に考察する。

注

- (1) http://www.boj.or.jp/seisaku/99/saisak_f.htm「国債決済は、予定決済件数が極めて少な目となるなか、予定された決済は、午前中中心にはほぼすべて完了した模様である。」
- (2) 二〇〇一年二月六日、日経金融新聞。
- (3) 「国債の即時クロス決済に関するガイドライン」日本証券業協会、平成二二年二月。
- (4) <http://www.mof.go.jp/singikai/kokusai/top.htm>「国債市場懇談会(第七回)議事要旨」および「資料」より。
- (5) 拙稿「国債の保有形態 登録国債と振込国債」、『証研レポート』No. 一五八一、財団法人日本証券経済研究所、二

〇〇〇年四月。

(6) 前田秀紀「日本版債券レポ市場の現状と課題」『郵政研究所月報』一九九八年二月号参照。

(7) 二上季代司「債券取引におけるフェイルについて」『CAMRIレポート』No. 一九、一九九八年十一月。

(8) 「国債決済のRTGS化に関する追加措置等の実施スケジュールについて」、<http://www.boj.or.jp/seisaku/99/seisaku.htm>

(9) 野村証券、大和証券SMB Cをはじめとした大手証券会社などが国債の清算機関創設に向けて検討を始めることが報じられた。五月九日付け日本経済新聞。

(ふくもと あおい・研究員)

証研レポート既刊目録

1582 (2000.5)	執筆者	1589 (2000.12)	執筆者
販売チャネルの多様化とインデペンデントコントラクター	二上	株価変動率の上昇について	伊豆
米国における生保系証券会社と証券規制	伊豆	J I W A Y	吉川
米国株式市場統合策の行方	吉川	- O M と M S D W によるクロスボーダー小口 E C N -	
- レビット S E C 委員長の真意 -		企業調査から見た中国のコポレート・ガバナンス(4) 王	
中国の証券投資ファンド	王	- 企業的意思決定の在り方とチェック体制を中心に -	
敵対的買収とバルチャー・ファンド	松尾	アメリカのコール・オークション	清水
- ジャポニカによるアリゲニー社買収事例 -		米国のハイ・イールド債市場とディストレス市場	松尾
1583 (2000.6)		1590 (2001.1)	
証券販売チャネルの多様化	二上	投資販売の変化について	二上
- 証券代理店制度の検討 -		国際資本市場の発達と I M F の変容	伊豆
I C 提携型証券会社のビジネス展開	伊豆	A S X	吉川
i X	吉川	- 知られざるイノベーター -	
- 英独取引所合併計画 -		米 N A S D の収入について	清水
中国の「証券投資基金管理暫行弁法」について	王	額面株式と無額面株式	福本
欧州決済機関の統合	福本		
- イギリスを中心として -			
1584 (2000.7)		1591 (2001.2)	
ナスダック・インターマーケット	吉川	重要性を増すマーケティング戦略	二上
- E C N の取引所上場銘柄取引 -		ユニバーサル・ストック・フューチャーズ	吉川
中国の W T O 加盟と金融・資本市場の開放	王	- 個別株先物による L I F F E の巻き返し -	
I T S の全上場証券への拡大	清水	中国の経営者報酬とインセンティブについて	王
イギリスの決済機関 T A U R U S の失効	福本	ナスダックのスーパーモニタージュ構築	清水
グリーンシート銘柄について	松尾	決済機関の行うリスク管理	福本
1585 (2000.8)		1592 (2001.3)	
上場デリバティブ取引と清算機関	伊豆	米国の貿易赤字について	伊豆
V i r t - X	吉川	ドイツ取引所の新たな戦略	吉川
- ヨーロッパ第三の道 -		- I P O と情報提供拡充 -	
アメリカの市場間競争	清水	中国の漸進的経済改革について	王
- E C N のビジネスモデル -		- 市場育成アプローチの紹介を中心に -	
株式分割の制限(商法218条)の新解釈	福本	ナスダック市場と顧客指値の保護について	清水
プライベート・エクイティ・ファンドについて	松尾	倒産法とディストレス投資	松尾
1586 (2000.9)		1593 (2001.4)	
存在感高める外国証券会社	二上	投資信託は郵貯資金を吸収したか?	二上
証券取引所の国際化戦略	伊豆	米国への資本流入は持続的か	伊豆
- N Y S E と N A S D A Q の場合 -		ナスダックの新たな戦略	吉川
a / c / e	吉川	- L I F F E との提携とイースダックの買収 -	
- C B O T の新電子取引システム -		上海証券取引所のコーポレート・ガバナンス調査(1) 王	
企業調査から見た中国のコポレート・ガバナンス(1) 王	王	- 株主総会と董事会を中心に -	
- 経営者の意識変化、選任方法およびインセンティブを中心に -		D T C の行うリスク管理	福本
株式分割と保管振替制度	福本	- 取扱い証券による違いはあるか -	
1587 (2000.10)	執筆者	1594 (2001.5)	
会社型投資信託について	二上	構造改革と投資銀行業務	二上
ニューヨーク証券取引所と外国株式	伊豆	米国新興企業とストック・オプション	伊豆
英独証券取引所の合併計画撤回	吉川	ロンドン証券取引所の巻き返し策	吉川
- O M グループによる L S E 買収提案 -		- 海外キャンペーンと T S E 2001 -	
企業調査から見た中国のコポレート・ガバナンス(2) 王	王	動き出した国債の R T G S (1)	福本
- 経営者の資質と昇進経路を中心に -		- 制度の概要 -	
P T S 業務の定義をめぐる日米比較	清水		
バルチャー・ファンドと企業再建	松尾		
1588 (2000.11)			
証券取引所の組織構造	二上		
N E W E X	吉川		
- 独塊証券取引所による共同東欧証券取引所 -			
企業調査から見た中国のコポレート・ガバナンス(3) 王	王		
- 企業内党組織の役割と兼任状況をを中心に -			
選択的情報開示に対する S E C の規制について	清水		
有価証券の不発行化	福本		
- フランスの S I C O V A M の制度 -			

証研レポート第一五九五号
二〇〇一年六月十一日発行

(毎月一回第一月曜日発行)

昭和五十二年十一月十一日第三種郵便物認可

ホームページを開設いたしました
<http://www.jsri.or.jp/>

当研究所の出版物目録等を掲載しております
のでご利用ください。

2001年6月号

発行所

財団法人 **日本証券経済研究所**
大阪研究所

〒541-0041 大阪市中央区北浜2-1-5 大阪証券会館別館
電話(06)6201 0061(代表) Fax(06)6204 1048

定価400円(本体381円)