

証 研

レポート

No.1596

2001年7月

個別株先物取引と信用取引 二上季代司（1）

M & A 会計とITバブル 伊豆 久（11）

ナスダック・ヨーロッパとvirt-x
～ヨーロッパでの新たな試み～ 吉川 真裕（21）

上海証券取引所のコーポレート・ガバナンス調査（3）
～重役の選任、報酬および従業員の変化を中心に～ 王 東明（36）

NYSEの特別委員会報告書より 三木 まり（47）

個別株先物取引と信用取引

一上季代司

1 はじめに

アメリカでは個別株先物取引 (single stock future transaction) は「シャド・ジョンソン協定」により禁止の対象 (一九八二年先物取引法) とされてきたが、昨年末に「商品先物取引近代化法」が成立、正式に解禁が決まった。これにより、今年の八月から機関投資家に、一二月からは個人投資家にも個別株先物取引が認められることとなった。こうした規制緩和を受けて、アメリカを始め各国の取引所は米国株の先物取引開設に向けて大きく動き始めている。最初に動いたのは、イギリスのLIEFFEである。今年一月にはマイクロソフト、インテル、シテイグループなど米国株七銘柄を含む二五銘柄の個別株先物取引を上場した。三月には米店頭市場のNASDAQがLIEFFEのシステムと接続して世界的規模での個別株先物取引を展開することで提携の合意が成立した。

続いてアメリカ国内では五月に、株価指数先物取引最大手のCME、個別株オプション取引最大手のCBOE (シカゴ・オプション取引所) のほかCBT (シカゴ先物取引所) も参加して個別株先物の専用取引所を設立することで合意した。三つの取引所の会員がシステムを通じて売買注文を流し、電子的に取引する仕組みとされる。この三社連合に、CHX (シカゴ証券取引所) も参加を検討中とのことである。このほか、大手ECN (電子取引ネットワーク) のアーキペラーゴやAMEX (アメリカン証券取引所) も準備を始めているようである。

とりわけシカゴのCMEとCBTは互いにライバルとして新商品上場でしを削ってきただけに一転、共同

事業を始めるという動きは意外感をもって受け止められた。それだけ、個別株先物取引に対する取り組みが生半可なものではないということである。アメリカの各取引所がこのように個別株先物取引の解禁に大きな期待を抱く背景としては、世界的規模での市場間競争が激化していること（長年、デリバティブ取引世界一の座を誇ってきたシカゴ勢はスイス・ドイツ連合のユーレックスにその座を脅かされている）、個別株先物が今世紀最大の先物商品といわれているからである。

ところで、わが国証券取引法にはアメリカの「シャド・ジョンソン協定」のような個別株先物取引を禁止している条項はない。しかし市場関係者の間では「信用取引」との競合を懸念する向きがあるようである。振り返ってみれば、昭和二〇年代半ば、仮需給導入の手段として、わが国証券界は信用取引導入派と先物取引復活派とに真二つに割れ、前者が勝つて昭和二六年、信用取引制度が創設されたという歴史的経緯がある。そこで以下では、個別株先物取引が信用取引といかなる意味で競合しているのか、その関係を簡単に整理してみた。

2 論点

最初に信用取引と個別株先物取引との競合が懸念されるという場合の論点、検討の視角を明確にしておく必要がある。

第一は流動性、価格形成上の観点である。信用取引は約定段階では「普通取引」（四日目決済）として執行され、現物取引と区別されることはない。一体となって市場流動性を構成し、価格形成に参加するのである。従って、個別株先物取引の創設により仮需給が信用取引から先物取引にシフトするのかもしれないのか、仮にシフトした場合に、その現物市場における流動性、価格形成上の問題点を明らかにする必要がある。

第二は、市場間競争の観点である。信用取引の「信用」たる所以は、ブローカーが顧客に信用を供与する（融資、貸株）点に着目しているからである。すなわち、ブローカーにとって信用取引は固有のビジネスチャンスを構成している。さらに、信用取引は証券取引所内では現物取引と同様に執行・決済されるので、その執行・決済機能を提供する証券取引所にとってもビジネスチャンスを構成する。従って、信用取引が個別株先物取引と競合し、信用取引のビジネスが後者に吸収される否かという問題は、個別株先物取引の市場運営者とブローカーあるいは信用取引の市場運営者との競争関係をどう評価するかという問題に帰着するのである。

3 市場流動性、価格形成の観点

まず前者から見よう。信用取引は、約定段階では現物取引と区別されることなくこれと一体となって執行される。というより、取引所市場では信用取引であるか否かは区別されず、すべて「普通取引」（四日目決済）として執行・決済されるのである。これに対して、個別株先物取引は、現物取引（及びこれと一体となって執行される信用取引）とは別個に執行・決済される、すなわち別の市場である。したがって、個別株先物取引が創設された場合の信用取引に与える流動性、価格形成上の影響は、信用取引だけ採りあげても意味はなく、これと一体となった現物取引の流動性、価格形成に与える影響として検討しなければならない。

（1）信用取引の機能

信用取引はブローカーが信用を供与することにより顧客の資力以上の取引を可能にするので、レバレッジが働きやすく仮需給の導入が可能な取引である。それは現物取引と一体となって約定・執行されるため、現物取引に

対して直接、仮需給が投合される効果をもち、そのことを通じて現物価格の継続性と安定性が維持され、現物株式の円滑な流通と公正な価格形成に資すると期待されるのである。

他方、過当投機や不正取引に対する措置としては、信用取引が外部からの信用に依存していること（顧客会員業者 証券金融会社あるいは金融市場等）⁽²⁾、また現物取引との一体的な管理体制が可能であることから、比較的、監視しやすい、措置が施しやすいといえよつ。

(2) 個別株先物取引の機能

これに対し、個別株先物取引は現物取引とは別個に約定・執行される別の市場である。それは原資産取引に対して多様なリスク・リターン特性を提供する。信用取引はレバレッジが大きい分、ハイリスク・ハイリターンとなるが、そのリスク・リターン特性は基本的には現物取引のそれと異なるものではない。

これに対して、浅野幸弘⁽³⁾は以下のようにいう。先物取引は全体としてはゼロサムゲーム（損益ゼロ）であり、ハイリスクに見合つたりリターンが得られていないように見える。しかし実際には、先物取引のあるものは期待収益がプラスである一方、他のものはマイナスになっており、マイナスとなるような取引は現物の株式ポートフォリオではリスク低減となっているのである。具体的にいえば、現物ポートフォリオの保有者が先物でヘッジすると、先物を含めた保有ポートフォリオは低リスク・低リターンとなる。そのカウンターパートにはハイリスク、ハイリターンとなるものがおり、それがスペキュレーターなのである。このように、先物取引の機能は現物取引のリスクを再配分するということにある。（こつした因果関係はオプションの場合により明確である。オプションの買いによってリスクが回避できる代わりにプレミアム分だけリターンが低下することが誰にもわかるからで

ある。

効率的な先物市場が創設されれば、現物と先物とのさまざまな複合的組み合わせや投資技法によりリスク再配分を低コストで広範囲かつ容易に行われるようになる。その国民経済的意義はよりリスク負担能力の高い人によりリスクが適切に配分されることで国民経済全体のリスク負担能力が高まるという点にあるのであって、これは信用取引によっては得られないであろう。

(3) 個別株先物取引と現物市場の流動性、価格形成

このように信用取引と個別株先物取引とはその機能において根本的な違いがあるのだが、にもかかわらず両者が競合すると考えられているのは、どちらも個別株ベースでレバレッジの高い取引（すなわちスベキュレーション）を可能にする「投機信用」であるからである。このように顧客が利用する投機信用という観点から見ると、個別株先物取引は信用取引と比べていくつかの利点があることが指摘できる。

まず、先物取引は取引者相互に与える内部信用であるため、⁽⁴⁾信用取引のように外部から融資資金や貸株を調達する必要がなく信用にかかるコストが低いことである。第二に「空売り」が比較的容易にできる。このようにみると、投機的取引が信用取引から個別株先物にシフトする可能性があるわけである。その場合、現物取引の市場流動性、価格形成はどのような影響を受けるのであろうか。

まず、信用取引から個別株先物に取引がシフトすれば、その限りでは現物市場の流動性が減じ、継続的な価格形成機能が損なわれるようにみえる。しかし先物市場は現物市場と一定の価格関係を保っており、その価格関係は裁定取引を通じて維持・確保され、かつまたそのことを条件にしてヘッジ取引が可能になるという関係にある。

個別株先物取引の創設により、裁定取引という新たな需給要因、ならびにヘッジ手段の充実にディーラーによる実質的なマーケットメイキングの取引が現物市場に加わる可能性、最後に潜在的な現物取引ニーズがヘッジ手段の充実によって顕在化し新たにそれが需給に加わる可能性がでてくることになる。つまり現物市場において、信用取引に代表される仮需給に代わって異なる質の市場流動性が加わり、異なった経路での価格形成要因が加わるだけであろう。

ただし、市場管理の観点から言えば、信用取引とは違って、現物市場と異なる市場運営者が担当する可能性があり、その場合には、情報開示、不正取引の防止等の観点から両市場の運営者間の緊密な協調と平仄のあった監視体制が不可欠であることはいうまでもない。市場管理もまた異なる体制が要請されるわけである。もっとも、そうした新しい管理体制作りは、すでに個別株オプションの創設により経験済みであり、懸念することは無いのではないか。

(4) 信用取引は個別株先物取引にシフトするか

では、個別株先物市場が創設された暁には、実際にどの程度信用取引がそこへ吸収されると考えられるのか。信用取引の利用者は主として個人投資家であるが、現行税制上の理由から、個人投資家による取引シフトの可能性はきわめて小さいと考えられる。信用取引によるキャピタルゲインは分離課税が可能であるが、個別株先物取引の場合は雑所得として総合課税の対象とされる。個人投資家サイドからすると税率や手続きの面で個別株先物取引を手がける人は多くないと見られる。

事実、商品設計から見て個人投資家のニーズにマッチしていると思われる個別株オプションの取引がわが国で

は極めて停滞しているが、その第一の理由が税制にあるとの指摘もある⁽⁵⁾。従って個別株先物市場が創設されても、個人投資家のシフトは現状では極めて限定的であり、当面の市場利用者は持合い株解消売りニーズの強い法人機関投資家、証券会社ディーラーということになるのではないか。

4 ビッグバンと市場間競争

このように個別株先物市場が創設されても、現行では信用取引からのシフトは今のところ限定的と考えられるが、信用取引との競争を懸念する向きには市場流動性、価格形成上の観点とは異なるものが潜んでいる。すなわち競争の観点である。次にそれを見よう。

(1) ブローカーと信用取引

信用取引における「信用関係」、「債権債務関係」（融資、貸株）は顧客と受注先ブローカー会員業者との間に存在する。この信用関係の大きさは証券金融会社との貸借取引や外部の金融市場へのアクセスの容易さに左右される。すなわち信用力の大きい証券会社ほど信用取引は供与しやすくなり、そのビジネスチャンスも大きくなるため、信用取引は個別株先物と比べ証券業者間の集中促進要因として働きやすい。また外部信用に依存しているということは規制当局から見れば投機を抑制しやすいうようにもみえる。こうした効果は資金不足の時代により一層あてはまることはいうまでもない。昭和二〇年代後半の先物取引復活運動における利害関係は規制当局（関東）対自由主義派（関西）、大証券対中小証券という構図であった。すなわち先物取引復活派は、投機抑制手段をもちたい政府・日銀および銀行融資や投資信託を通じて豊富な資金を持つ大手証券により「過当投機抑制」の名目

で葬り去られたのであった。⁽⁶⁾

しかし、時代は変わった。構造的な金余り時代を迎え、かつてのような外部からする資金供給調節は投機抑制という点ではとんど効き目がなくなっているのである。さらに信用取引供与の最大手は中小証券であつて証券業者間の集中促進手段という意味も全く消失している。今や利害関係、競争関係において考慮すべきは、個別株先物取引の市場運営者と信用取引供与者であるブローカー会員業者との競争をどう評価するか、という問題に変わっているのである。

(2) 証券取引所と信用取引

また、しばしば言及したように信用取引は現物取引と一体となつて執行され、決済される。加えて、いわゆる「制度信用取引」では、ブローカー会員業者が信用取引供与に必要な資金、株券を調達するため証券金融会社と貸借取引を行う場合があるが、その決済をも証券取引所の清算機構を利用することになっている。信用取引はその執行および決済機能を提供・運営している証券取引所にとつてもビジネスチャンスを生んでいるのである。したがつて、個別株先物市場を創設すれば、信用取引に絡むビジネスチャンスを奪われるのではないか、という懸念をつむことにもなる。

(3) ビッグバンと市場間競争

しかし、上記のような懸念は、いわゆる「ビッグバン」の理念とは相容れない守旧的な考え方である。ビッグバンは市場間競争を容認にし、むしろそれを促進する措置を盛り込んでいる。証券取引所間においても「テリト

「⁷⁾リー制」が撤廃され上場会社獲得競争が本格化している。各種市場の創設を通じた取引誘致競争も活発である。証券取引所間の競争はすでに始まっている。市場間競争によって生じるかもしれない市場の分裂に対しては情報通信手段を利用した情報の統合によりその悪影響は除去可能である、というのが市場のコンセンサスになっている。

他方、取引所間競争のみならず、証券取引所と会員ブローカーとの競争も容認されている。取引所集中義務の撤廃やPTSの解禁は多様な執行手段を容認することで投資家の多様な執行ニーズに応えようとするものである。これは会員業者による多様なやり方での店内執行を解禁するものであり、会員業者と証券取引所との利害対立も公然と容認されているのである。証券取引所の多様なガバナンス構造の容認（会員組織から株式会社組織へ）はその延長上にあると解すべきであろう。株式会社組織の証券取引所のガバナンスは理論的には株主の側にあり、会員業者（正確には取引参加者）の利害から離れるのである。

いずれにせよ、投資家ニーズのあるところにビジネスチャンスがある。そう考える証券会社なり、証券取引所が、多様なサービスを展開し、市場全体としての質を高めることが肝要である。個別株先物取引導入に関して法はこれを禁止していない。加えて、信用取引との競合を懸念する理由も根拠薄弱である。とすれば、これを導入する障害は無い、と考えるべきだろう。

注

(1) この間の経緯については、差し当たり、東京証券業協会『証券外史』一九七一年一〇月、一五九ページ以下を参照。

(2) 顧客は会員業者から信用を受けるが、会員業者はまたその融資資金（あるいは貸付株券）を証券金融会社あるいは外

部の金融市場、貸株市場から調達する。

(3) 浅野幸弘「先物市場は本来の機能を發揮したか」、『インベストメント』四七巻五号、一九九四年一〇月。同論文は、株価指数先物取引について述べたものであるが、基本的には、個別株先物取引についても妥当する。

(4) 買い手は売り手に対して買い付け代金を猶予してもらっている一方、売り手は買い手に対して売りつけ株式の引渡しを猶予してもらっている。

(5) 岩谷賢伸「低迷するわが国株式オプション市場の現状と問題点」野村総研『資本市場クォーター』、四巻三号、二〇〇一年冬号。他方、個別株オプションと実質的にはリスクリターン特性が全く同様の「カバードワラント」が税制上は同じく総合課税であるにもかかわらず、主としてオンライン取引を通じて個人投資家に広く受け入れられている。従って、個別株オプションが個人投資家に受け入れられていない理由について、税制だけではなくその商品性、証券会社の営業姿勢等について再考する必要がある。

(6) 川合一郎『株式価格形成の理論』(同著作集第三巻、一九八一年)、一五六ページ。

(7) テリトリイ制とは、例えば関東の企業は東証に、関西の企業は大証に上場するということのように証券取引所間で上場を調整しあう紳士協定である。

()にかみ きよし・主任研究員

M & A 会計と IT バブル

伊豆 久

はじめに

M & A の会計処理をめぐる議論が高まっている。米国では、FASB (財務会計基準審議会) が九六年に企業結合会計を見直すためのプロジェクトを発足させ、(後述するような紆余曲折はあったものの) 今年七月から新しい会計基準が適用されることになった。G 4 + 1 も九八年一二月には M & A に関する提案 (ポジションペーパー) を発表しており、その問題意識は IASB (国際会計基準委員会) にも共有されつつある。そして日本でも、昨年九月から企業結合会計を審議する企業会計審議会第一部会が開かれ、本格的な議論が進められている。

世界的な M & A の広がりを受けて、関連する企業会計 (企業結合会計と呼ばれる) のあり方を整理しようというもので、議論の大勢は、これまでの 持分フリーリング法とパーチェス法の併用 から、持分フリーリング法の廃止・パーチェス法への一本化 へと向かっている。

こうした動きが、M & A 市場や株式市場に与える影響は小さくない。特に、米国では、九〇年代後半からの IT ブームの中で、ハイテク企業は M & A を駆使して急成長を遂げてきたのであるが、そこでは主に持分フリーリング法が用いられており、パーチェス法であれば認識されるはずのコストが計上されてこなかったとの指摘がなされている。持分フリーリング法の乱用によって、会計上の利益、さらには株価がかさ上げされていたのではないかと批判もある。だとすれば、M & A に支えられた IT 革命やニューエコノミーをどう見るかについても再検討

しなければならぬであろう。あるいは、昨年からのエーエ銘柄の株価急落という形で、それはすでに現実のものとなりつつあるのかもしれない。

こうした観点から、以下、最近の企業結合会計をめぐる米国での議論を紹介することとしよう。

1 持分プーリング法とパーチェス法

M & Aの会計処理方法として、米国では、持分プーリング法 (pooling-of-interests method) とパーチェス法 (purchasing method) の二つの方法が並存してきた。二つを比較してみよう。

会社Aが、純資産一〇億円の会社Bを一〇〇億円で買収したと仮定しよう。正確には、プーリング法では買収ではなく二つの会社の合併だと考える。そのため、二つの会社の持分 (interests) が、そのまま合算 (pooling) され、具体的には、それぞれの貸借対照表と損益計算書がそのまま結合される。被買収企業の留保利益もその期の利益もそのまま引き継がれる。

対照的にパーチェス法 (購入法) では、文字通り、A社がB社を一〇〇億円で買ったと見なされる。ここでは、B社は個別の資産の集合体にすぎず、それらは可能な限り公正価値 (非時価) で再評価される。その結果、例えば簿価で一〇億円だった純資産が六〇億円で評価されたとすると、さらに買収価格との差額 (この場合四〇億円) についても「のれん」資産として計上することが求められる。計上された資産は、原則として減価償却されていくことになる。また、パーチェス法では、被買収企業の利益は利益としては引き継がれず、留保利益は払込剰余金となる。

つまり、持分プーリング法の場合、実際の買収価格と簿価との差額である九〇億円は買収後のA社のバランス

シートには現れない。資産は再評価されず、のれんも発生しないため、減価償却費を計上する必要がない。いわば、A社は九〇億円分の価値を持つ資産を、(帳簿上は)タダで手にすることができ、来期以降そこから上がる収益は、元手のかかっていない収益として会社Aの利益を大きく押し上げることになるのである。資産が実際よりも小さくしか認識されないため、ROA、ROEが上昇することになる。

同時に、利益に関してはそのまま引き継がれるので、特に株価収益率の低い会社を買収する場合には、株価の急騰が可能となる。高PERの会社に一定額の利益が注入され、それが高い倍率で換算されれば、株価は上昇し、実態に何も変化がなくても、高成長企業としてのイメージを市場に与えることができるのである。

ところがパーチェス法であれば、二つの会社がそのまま合併したのではなく、A社が一〇〇億円の資産を買ったと見なされ、その分、バランスシートが膨らむとともに、来期以降生じる償却費が利益を圧縮していくことになる。

この二つの会計処理方法に関して、経営者による恣意的な選択は認められない建前となっている。単純化すれば、前述のように、合併には持分プリーング法が、買収にはパーチェス法が適用される。米国では、一九七〇年のAPB(会計原則審議会・FASBの前身)オピニオン一六号によって、M&Aの会計処理はパーチェス法を原則とし、例外的に、結合前の企業の特質や結合の方法に関する一二の要件をすべて満たす場合のみ持分プリーング法を適用することとなっていた。二つの方法は選択可能なものでなく、客観的な条件によってどちらか一方の適用が自動的に決まるはずなのである。しかしながら、株式交換方式による買収が一般化すると、株式交換＝合併、現金による株式の取得＝買収、という図式は崩れ、両者の区別は事実上意味を失つ。そして、経営者には、当然のことながら持分プリーング法を適用しようとする傾向が強く、その乱用が指摘されるに至ったのである。

2 シスコ・システムズ社の場合

では、この二つの会計処理によって、会計上の数値はどのように違っているのか、シスコ・システムズ社を例に見てみよう。同社は、昨年三月には時価総額で世界最大（五五〇〇億ドル）となったIT革命を象徴する企業であるが、同時に、その積極的なM&Aによっても知られている。ところが、昨年一〇月、金融誌『バロンズ』に同社のM&A会計に対する批判論文が掲載され、持分プリーリング法見直しの最中ということもあいまって、市場の注目を集めるという「事件」が生じた。⁽²⁾ 同論文をもとに、シスコ社のM&Aがどのように会計処理されているのか見てみよう。

二〇〇〇年七月期の年次報告書によれば、同社の直近一年間のM&Aは、一九件、総額二一〇億ドルに及ぶ（内、現金で支払われたのは一億五千万ドルにすぎず、残りはすべて株式交換による）。同社の総資産は九九年七月末で一四七億ドルであるから、一年間にそれを上回る買収が行われているのであり、ここからだけでも同社のM&Aの規模とスピードがいかに桁はずれであるかがわかる。

そして、この一九件二一〇億ドルのうち、パーチェス法で処理されているのは七件五〇億ドル分にすぎず、残りの二二件一六〇億ドル分は持分プリーリング法で処理されている。それぞれがシスコ社のバランスシートにはどのように記載されているのか、見てみよう。

パーチェス法による買収は、買収額四九億七千万ドルが、そのまま資本金及び資本剰余金（capital stock and additional paid-in-capital）の増加として示されている（四一億六千万ドル⁽³⁾）。また、この買収による買入れのれんは、総額二九億三千万ドルに達している。

ところが、持分プリーリング法の二二件に関連する貸借対照表の変化を見ると、資本金及び資本剰余金がわずか

に二億八千万ドル増え、留保利益が一億五千万ドル減少しているだけである。つまり、シスコ社は、一六〇億ドルで二社を買収したものの、それは会計上は二億八千万ドルの買収として記帳されているのである。被買収企業の簿価がそれだけしかなかったからである。また、買収価格と簿価との差額からしても、実際には一〇〇億ドル前後ののれんが存在していたはずであるが、前述のように持分プリーング法ではのれんは認識されず、その償却が利益を圧迫することはない。つまり、シスコ社は、M & A案件の多くを持分プリーング法で処理することにより、資産の伸びとそれに伴う償却コストを抑制でき、ROE、ROAの引き上げなど、会計面からも利益の増大を図ることができたのである。

改めて言うまでもないが、こうしたシスコ社の会計処理は米国の会計原則に何ら違反するものではない。しかし、こうした持分プリーング法のメリットは、米国の経営者に強く意識されており、その乱用が批判を呼ぶことになったのである。

3 FASBの改訂理由

米国では、すでに述べたように、この二つの会計処理方法のうち、パーチェス法を原則とし、一定の条件を満たす例外的な場合にのみ持分プリーング法が適用されることになっている。しかしながら、M & Aブームの中で、持分プリーング法の条件を満たすよう結合のスキームを意図的に作り出すケースが多数現れるようになったと言われている。そこでFASBは、九九年九月に会計基準の改定草案を発表し、持分プリーング法を廃止し、パーチェス法に一本化する、従来四〇年まで認められていたのれんの償却期間を最長二〇年に短縮する、との方針を明らかにしたのである。産業界・議会からの反発もあり、当初の予定から大幅に遅れ、のれんの償却に関す

る部分の修正を経て、ようやく今年七月から新しい基準が適用されることになった。

FASBは、持分プリーング法の廃止、パーチェス法への一本化を提案した理由を以下のように説明している。⁽⁶⁾

第一に、M & Aが増加する中で、のれんの発生等にもなう利益の圧縮を避けるために、持分プリーング法適用の要件を満たすべく取引のスキームを調節し、パーチェス法の適用を逃れている企業が増えている。どちらを適用するかに関して企業に裁量の余地はないはずであるが、実際には、企業による恣意的な選択がなされている。

第二に、そうになると、実質的には同様の企業買収であっても、ある案件は持分プリーング法、別の案件はパーチェス法によって処理され、会計上は、大きく異なったものとして扱われるといった事態が生じている。こうした現状は、会計の信頼性や企業間の比較可能性を損なう恐れがある。

第三に、国際的な資本移動、M & Aが増加している中で、企業結合会計の国際的な調和を図る必要性が高まっている。

4 持分プリーング法廃止への批判

しかしながら、パーチェス法への一本化が実現されれば、米国でのM & Aは大きな影響を受けると予測される。そのため、今回の会計基準変更に対しては産業界を中心に激しい反対論が主張された。ここでは、その一つとしてSECのコミッショナーを務めたこともあるウォルマン氏らによる批判を紹介しよう。⁽⁷⁾

現在の米国経済の担い手であるハイテク企業は知識集約産業であり、そこでは機械設備ではなく専門的知識をもった人材や知的財産、ブランドなどの無形資産が極めて重要となっている。しかも、そうしたニューエコノミ

ーでは中小企業が多く、かつ、そうした企業はM & Aを通じて成長している。そうした現状にパーチェス法への一本化が強制されれば、中小ハイテク企業は、莫大なのれん償却を余儀なくされ、その負担は極めて大きい。それは、米国経済の活力を殺ぐ極めて危険な措置である、との批判である。

こうした批判は、事実認識としては正しいであろう。ハイテク産業、無形資産、ベンチャー企業、M & Aは現在の米国経済を語る上で最重要のキーワードである。しかしながら、その会計処理が歪んでいたとすれば、それは、米国のニューエコノミー・ブームが歪んだ会計処理の上に立つ幻だったことを意味する。すなわち、今日の経済において無形固定資産やM & Aが重要な意味をもつからこそ、それに関しても忠実性や比較可能性によりすぐれた会計処理方法が求められている、というのが、最近の議論の方向である。

また、他にも、パーチェス法の問題点として、被買収企業は公正価値（時価）で再評価されるにもかかわらず買収企業は簿価で評価されるという非対称性が存在すること（その結果、例えば買入れのれんは資産計上されるものの、自己創設のれんは認識されない）等が指摘されている。しかしそれは、自己創設のれんは原価が測定不可能であるのに対して、被買収企業の資産は、買収という取引を経ており原価を確定させることができるという違いがもともと存在するためである。また、両者の非対称性は、対等合併を前提とするために生じる問題であって、一方が他方を買収すると考えれば必ずしも問題ではない（しかし、そのためパーチェス法の場合には、必ず、一方を買収側、他方を被買収側と認定する必要がある）。

おわりに

企業結合会計は、古くて新しいテーマであると言われており、もちろん、パーチェス法にも様々な問題が指摘

されている。

ただ、米国では、M & Aのブームが起こるたびに⁽⁸⁾その会計処理への批判が強まり、会計基準の改正、さらには会計基準設定主体の改編などが行なわれてきた。事態の推移は今回も同様である。ただし、九〇年代後半のM & Aブームの特徴は、株高を利用した株式交換方式にあり、例えば八〇年代の第四次ブームでLBOが注目を集めたのと対照的である。

株価の上昇は、言い換えれば純資産の時価の膨張であり、自己創設のれんの増大である。それは資産計上されず償却もされないが、株式交換という形で自社株を貨幣化すれば、会社は、貸借対照表に反映されない時価ベースの企業価値を利用することができる。しかも、そうして行なった買収を持分プリーング法で処理すれば、買入れのれんも計上する必要はない。その結果、資産の簿価を抑制することができ、利益率は上昇し、それはさらに企業の時価である株価を押し上げることになる。EITブームの中にはそうした会計バブル的な側面もあったのではないかと持分プリーング法の廃止に向かう最近の議論の背景には、こうした共通認識があるのかもしれない。

注

- (1) G4+1は、米国のFASBの他、イギリス、カナダ、オーストラリア、ニュージーランドの会計基準設定主体とIASB(国際会計基準委員会)からなり、情報・意見の交換を目的としている。ただし、九八年二月の報告書は、単なる意見交換の域を越え、持分プリーング法の廃止とパーチェス法への統一を各国に勧告する内容となっている。

- (2) Abraham J. Brillhoff, "Pooling and Fooling", *Barron's*, Oct. 23, 2000.

- (3) 買収額との差額は、買収額には、被買収企業が役員等に付与していたストック・オプションの引受分が含まれるためだと推測される。
- (4) 持分プリーング法による貸借対照表の変化は、以下のようにして確認できる。同法では、被買収会社が当該年度以前から買収されていたかのように扱ったため、二〇〇〇年度中に実施された買収の結果は、九九年年度の貸借対照表を書き換えるという方法で記帳される。したがって、二〇〇〇年度における買収は、九九年年度年次報告書における九九年年度末株主持分と二〇〇〇年度年次報告書における(修正された)九九年年度株主持分を比較することによって知ることができる。ただし、重要でない(not material)案件に関しては、遡及して修正されることはなく、二〇〇〇年度中の株主持分の変化として記帳される。
- (5) 一方、二〇〇〇年度中のパーチェス法による買収は、当該年度中の変化として、二〇〇〇年度末の年次報告書に記載されている。
- (6) 二〇〇〇年一二月の審議会で、のれんについては償却せず、減損処理することとなった(改訂草案二〇〇一年二月発表)。
- (7) FASB, "Business Combinations and Intangible Assets", Sept.9 1999.
- (8) Steven Wallman, Kathleen Wallman, and Geoffrey Aronow, "Pooling-of-Interests Accounting and High Growth Economy Companies: A Paper Examining the Practical and Theoretical Shortcomings in the Case for Altering Current Accounting Practices.", December 9,1999 (www.wallman.com/resources/resource_papers.html)
- (9) 米国の四次にわたるM&Aブームについては、松井和夫『M&A』講談社新書 一九九一年参照。
- (9) 例えば、一九六〇年代末の第三次M&Aブーム(ロングロマリット型M&Aブーム)における会計処理への批判につ

いては、佐々木利充『合併財務会計政策』九州大学出版会、一九八七年、A・J・プリロフ（熊野実夫他訳）『現代企業と不正経理』マグロウヒル社、一九八〇年参照。

（いず ひさし・主任研究員）

ナスダック・ヨーロッパとバーテックス

ヨーロッパでの新たな試み

吉川 真裕

二〇〇一年五月二日の株主総会でロンドン証券取引所は七月に上場する計画を明らかにし、パリ取引所、アムステルダム取引所、ブリュッセル取引所が合併したユーロネクスト (Euronext) も当初予定した五月から延期してきた上場計画をロンドン証券取引所よりも先に実施することを明らかにした⁽¹⁾。

他方、二月に株式上場を終えているドイツ取引所はダウ・ジョーンズ社と提携し、ダウ指数構成銘柄を含めた二〇〇銘柄のアメリカ株式の取引を九月から開始し、アメリカでの取引開始前にドイツ取引所での取引価格からダウ指数を計算して報道する計画を五月三一日に発表している。

六月八日にはベルギーの汎欧州ベンチャー株式市場イースダック (Easdaq) がアメリカの店頭市場ナスダック (Nasdaq) に買収されて組織変更したナスダック・ヨーロッパがナスダックの取引システムを模倣した電子取引システムを導入した⁽²⁾。そして、六月二五日にはイギリスのトレードポイント (Tradepoint) がスイス取引所に出資を受けて組織変更したバーテックス (Virtx) がスイス取引所の電子取引システムを導入して取引を開始した⁽³⁾。

本稿では、新たな取引システムを導入したナスダック・ヨーロッパとバーテックスの仕組みを、取引システムを中心として紹介し、その将来性について考察する。

1 ナスタック・ヨーロッパ

(1) 新取引システム導入に至る経緯

ナスタックを手本とした汎欧州ベンチャー株式市場イースタックは一九九六年一月に取引を開始した。しかし、ヨーロッパ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ースタックは五年間で五〇〇銘柄という当初の上場計画にはほど遠く、二〇〇一年三月時点で六二銘柄の上場に止まっていた。

イースタックはもともとナスタックを手本として上場基準やマーケットメーカー制が導入されていたが、ナスタックにある匿名の交渉システム（セレクトネット）や小口注文自動執行システム（SOES）は備えておらず、注文執行は電話やファックスを通じておこなわれていた。ヨーロッパ各国の証券取引所が電子取引システムの導入を進める中でイースタックの取引システムに問題のあることはイースタック自身も承知していたが、採算のとれない小さな取引所が電子取引システムを導入することは困難であった。システム開発費を自ら負担することなく、システムを利用した取引から使用料をシステム開発会社が徴収するという苦肉の策で電子取引システムの導入をイースタックは計画していたが、この計画も度重なる延期の後について実現することはなかった。

三月二七日に発表されたナスタックによるイースタックの買収計画では、ナスタックがイースタックの株式の過半数を取得してナスタック・ヨーロッパとして再編し、取引システムはナスタ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、第一段階として二〇〇一年五月か六月にETTS（European Trading System）と名付けられた現在のナスタ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での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ことが明らかにされた。また、二〇〇一年第4四半期にはマーケットメーカーの気配に

匿名の注文板が組み合わされ、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ことも明らかにされていた。

(2) 新取引システム⁽⁴⁾

六月八日に導入された新取引システムは現在のナスダックの取引システムとほぼ同じものであり、マーケットメーカーの気配での自動執行やブローカー間での電子媒体を使った交渉を可能とした。

システム上で取引がおこなわれるのは欧州中央時間の九時から一七時までで、八時から九時までのプレオープンと一七時から一八時三〇分までのアフターマーケットにはマーケットメーカーの気配が表示されるが、システム上での取引はおこなわれず、電話等を通じて取引をおこない、取引報告をシステムに入力することはできる。

マーケットメーカー以外の者がシステム上で出せる注文は、マーケットメーカーの気配で自動執行される気配執行注文⁽⁵⁾ (Hit & Take)、最良気配よりも有利な値段での執行をマーケットメーカー全員に請求する電子交渉注文 (Inside BBO)、最良気配を提示していないマーケットメーカーに対して最良気配での注文執行を請求するプリファレンシング注文 (At BBO) の三種類に限られる。このうち、気配執行注文はナスダックの SOES に、電子交渉注文とプリファレンシング注文がナスダックのセレクトネットに対応し、電子交渉注文とプリファレンシング注文は一括執行 (All or None) の条件付注文に限られる。なお、ブローカーやマーケットメーカーに電話等を通じて注文を預ける形で指値注文を出し、マーケットメーカーの気配が指値に達した際にシステム上で執行されたり、システム外での執行という形で取引をおこなうことはできるが、ナスダックで ECN が果たしているような形でシステム内に指値注文を預かる仕組みは存在しない。

マーケットメーカーは最小気配サイズ（一〇〇株ないし五〇〇株）以上の売り・買いの気配の提示を義務づけられているが、自動リフレッシュ機能を用いれば気配執行注文を執行すると自動的に提示数量が引き下げられ、最小気配サイズを下回ると自動的に事前に指定したティック数だけ気配が変更される仕組みになっている。

（3）決済システム

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、当面はナ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（Euroclear）か、クリアストリーム（Clearestream）にインストラクションを送ることになっている。システム上で成立した取引はすべて建値の通貨で三営業日後の受け渡し・決済（T+3）が義務づけられ、ユーロクリアまたはクリアストリームに電子的なダイレクト・リンクが自動的におこなわれる（ただし、イギリス株についてはダイレクト・リンクはおこなわれていない）。他方、システム外で成立した取引については、標準外受け渡し・決済期間（最大二〇営業日後まで）、建値以外の通貨での決済、標準外受け渡し・決済ロケーションの選択も可能となっている。⁽⁶⁾

(4) 導入後の状況

ナスダック・ヨーロッパで新取引システムが導入された六月八日、メイドフ (Bernard L Madoff)、BNPパリバ、クレディ・スイス・ファースト・ボストン、フォルティス (Fortis Bank)、ゴールドマン・サックス、リーマン・ブラザーズ、シュローダー・ソロモン・スミスパーニー、サンタンデール (Santander Central Hispano Investment) の八社がナスダック・ヨーロッパに出資することが発表された。⁽⁷⁾ これはナスダックによる買収計画で最大一〇・四三%まで八社の大手金融機関からの出資を募る可能性がある⁽⁸⁾と発表されていたものであり、イースタックの株主であったナイト・トレーディングとともにこれら八社がナスダック・ヨーロッパを支援することをあらわしている (ただし、メリルリンチは六月五日にナスダックのマーケットメーカーから撤退している⁽⁹⁾)。

六月八日にニューヨークで開かれたプレス・コンファレンスではナスダックのシモンズ社長兼最高経営責任者 (ザープ会長は欠席) がナスダック・ヨーロッパの新取引システム導入をナスダックのヨーロッパにおける新たな一歩と位置づけていたが、早急な取引の拡大は期待しておらず、むしろドイツ取引所、ロンドン証券取引所、あるいはユーロネクストとの提携もありうるという発言をして注目を集めた。⁽⁹⁾

六月八日のナスダック・ヨーロッパでの取引は一四四銘柄 (上場申請しているのは五七銘柄) のうち一割で取引が成立したに過ぎず、イギリスのソフトウェア会社オートノミー (Autonomy) で一二万九〇〇〇株の取引がおこなわれたことを除けば、新取引システム導入前と変わらなかったと報じられている。⁽¹⁰⁾ ナスダック・ヨーロッパのホームページにある週間ファクトシートでは六月一日から一五日までの第二四週以降、数字は更新されていないが、これによればこの週の売買代金は二五六万ユーロ (過去四週間の平均二五二万ユーロ)、売買株数は三六七万株 (三九一万株)、取引回数は二二〇二回 (一五五二回) であり、大きな変化は見られていない。⁽¹¹⁾

2 バートテックス

(1) 新取引システム導入に至る経緯

トレードポイントは一九九五年九月に四〇〇銘柄のイギリス株式を対象として五〇社の参加者で取引を開始したイギリスの公認投資取引所であり、ヨーロッパ投資サービス指令のもとでの正式取引所である。トレードポイントでのヨーロッパ主要株式の取引開始が予定されていた二〇〇〇年七月一〇日、ロンドンとチューリッヒで同時にプレス・コンファレンスがおこなわれ、スイス取引所がトレードポイントに出資する形で新たな取引所バートテックスを設立する計画が発表された。

スイス取引所は一九九三年にジュネーブ、バーゼル、チューリッヒの三つの証券取引所を統合するために設立され、一九九五年に三取引所を統合すると同時にスイス金融先物オプション取引所を傘下におさめた。一九九五年一月には外国株市場に電子取引システムEBS (Electronic Bourse System) を導入し、一九九六年八月には他の上場商品にもEBSを導入して、電子取引への移行を完了していた。

二〇〇〇年三月のパリ、アムステルダム、ブリュッセルの三取引所統合計画(ユーロネクスト)、同年五月の英独取引所合併計画(iX)の発表によってスイス取引所はヨーロッパ株式市場統合に対する戦略を求められ、それまでイギリス株を対象として苦戦してきたトレードポイントへの出資、主力銘柄と取引システムの移管によって新たなヨーロッパ統合株式市場への道のりを歩み出すことになった。トレードポイントも既存の取引所に対抗して流動性を獲得することの難しさを痛感しており、スイス取引所から主力銘柄の取引を移管されることで、スイス株を取引するためにはバートテックスにアクセスせざるを得ないという形でアクセスを高め、他のクロスボダー取引を取り込もうという狙いが両者の間で一致したことがこの提携の底流にあった。

(2) 新取引システム⁽¹²⁾

六月二五日にスイス(二九銘柄)とイギリス(二〇〇銘柄)の主要株式を対象として取引を開始したバーテックスの取引システムはスイス取引所の取引システムであるEBSであり、オークション形式の電子注文板で自動執行がおこなわれる。取引対象銘柄は七月二日からはDJユーロ・ストックス五〇とDJストックス五〇指数構成銘柄に拡大され、七月七日にはヨーロッパの株式時価総額の八割に相当する六一三銘柄の株式が取引されることになる(六月二九日でトレードポイントの取引は停止され、イギリス株の多くは取引対象ではなくなる)。

システム上で取引がおこなわれるのはイギリス時間の八時から一七時までで、八時と一七時にはアंकロッシング(板寄せ取引)がおこなわれ、その間には継続オークション(ザラバ取引)がおこなわれる。五時から八時までのプレオープニングと一七時から二二時までのアフター・アワーズ・トレーディングには指値注文の入力をおこなえるが、システム上で注文の付け合わせはおこなわれず、電話等を通じて取引をおこなった場合には取引報告をシステムに入力することはできない。

システム上で出せる注文は、価格指定のない成り行き注文(market order)と価格指定のある指値注文(limit order)からなる標準注文(normal order)、二〇〇万ユーロ以上の注文数量の一部(最低一〇〇株)だけが開示される部分開示注文(hidden size order)、注文板で可能な限り執行し、未執行注文が注文板に残らないヒット注文(accepted order)、注文全部ができない限り執行されず、注文板に残らない一括執行条件付注文(fill or kill order)の四種類に分類される。

最小値幅(ティック・サイズ)はスイス株で〇・〇一から五・〇まで六種類、イギリス株では〇・二五と〇・五の二種類、ユーロ導入国株では一律〇・〇一、デンマーク株/ノルウェー株/スウェーデン株では〇・二五

○・五、一・〇の三種類と定められており、値動きに伴う取引中断措置はスイス株で直前の参照価格から〇・七五％（一銘柄）ノ一・五％（一八銘柄）変動した場合に五分間、その他の国の株式では直前の参照価格から五％変動した場合に五分間取引を停止することになっている。

(3) 決済システム⁽¹³⁾

システム上で成立した取引は建値の通貨で三営業日後の受け渡し・決済（T+3）が義務づけられており、スイス株はセガインターセトル（SIS）、イギリス株とアイルランド株はクレスト（Crest）、その他の株式はユーロクリアを通じて資金と預託口座振替の同時決済（DVP）がおこなわれるが、この三つの機関がリンクすることによってパーテックスでは仮想単一セトルメント・システムを実現している。その結果、利用者は三つのCSDのうち一つに口座を持つだけですべての株式のセトルメントをおこなうことができる（複数のCSDに口座を持つことも可能）。

パーテックスでは二〇〇二年はじめにロンドン・クリアリング・ハウス（LCH）をセントラル・カウンターパーティとしたネットティング・ファシリティーを導入する予定であり、このネットティング・ファシリティーの導入後は統合リスク管理、取引やセトルメントに伴う匿名性の確保、選択的ネットティング（ネットティングをおこなわないことも可能）が利用可能となる。ただし、セントラル・カウンターパーティを導入するまではカウンターパーティ・リスクを削減する手段が存在しないので、パーテックスではデフォルト・リスクに対する保険または積み立て基金を準備している。また、セントラル・カウンターパーティが導入されるまでは取引の両当事者が合意した場合には先の三つのCSD以外のCSDでセトルメントをおこなうことも認められている。

(4) 導入後の状況

取引開始を五日後に控えた六月二〇日、パーテックスは米国証券取引委員会（SEC）からトレードポイントが受けていた登録免除取引所としてのノー・アクション・レターをスイス株以外の取引について取得したことを明らかにした。⁽¹⁴⁾ これによってアメリカの投資家はスイス株以外のパーテックスでの取引をアメリカ国内から直接おこなうことが可能となり、ヨーロッパの他の取引所よりパーテックスは有利な立場に立つことになった。

六月二五日、スイス株二九銘柄、イギリス株二〇〇銘柄を対象としてパーテックスでの取引が開始された。初日の取引は取引回数で一万九八八回（うちイギリス株五六六回）、売買株数で三九二七万株（一二六〇万株）、売買代金で一五億三二〇〇万ポンド（八〇〇〇万ポンド）であり、イギリス株ではグラクソスミススクラインがロンドン証券取引所の電子取引システムSEETSの二二%（ロンドン証券取引所の二二%）、ブリテックス・ペトリウムが一四%（七%）、シェル・トランスポート&トレーディングが一〇%（五%）、アピー・ナショナルが五%（三%）、ボーダーフォンとブリティッシュ・テレコムが各三%（二%と一%）であったが、イギリス株全体ではロンドン証券取引所の一・六%に過ぎなかった。⁽¹⁵⁾ しかし、一五〇以上のイギリス株で終日売り・買い双方の気配が提示され、予想を上回るでであったという評価が多く、ロンドン証券取引所の未上場株市場（AIM）で取引されているパーテックスの株価も前日の七八ペンスから八八ペンスへと一三%値上がりしていた。

パーテックスの会員数は一一〇社で、この内訳はスイス六五社、イギリス三三社、ドイツ七社、フランス三社、オランダ/アイルランド/リヒテンシュタイン各一社であり、スイスの主要株式をスイス取引所から移管されたことよってスイスの会員が過半数を占めている。したがって、スイス株の取引ができるのは当たり前であり、イギリス株やユーロ同入国株の取引をどれだけ取り込めるかがパーテックスの鍵となる。

3 ナスダック・ヨーロッパとバーテックスの将来性

二〇〇一年六月八日にはブリュッセルでナスダック・ヨーロッパが、六月二五日にはロンドンでバーテックスがそれぞれ新しい取引システムのもとで取引を開始したが、いずれもイースダックとトレードポイント（取引システムとしてはスイス取引所のEBS）という前身があり、二〇〇〇年一〇月のNEWEX（ウィーン）や二〇〇〇年一月のJIEWAY（ロンドン）のように全く新たな取引所が誕生したというわけではない。¹⁶ その意味ではある程度の予想通り、これまでの前身母体の実績を反映した滑り出しを見せている。

ナスダック・ヨーロッパは自力での立て直しが困難となったイースダックがナスダックに再建の支援を要請し、ナスダックというブランド・ネームとナスダックのグローバル・ネットワークを利用して巻き返しをはかろうとしたのが真相である。他方、イースダックの要請に応えたナスダックはナスダック・ジャパンに続いてナスダック・ヨーロッパを新たな取引所としてロンドンに設立する計画を立てたが、取引所の乱立するヨーロッパに新たな取引所を設立することに対してヨーロッパの大手金融機関の支持を得られず、ロンドン証券取引所とドイツ取引所の合併計画が持ち上がった際にすでに実績のあるフランクフルト証券取引所のベンチャー株式市場ノイア・マルクト（Neuer Markt）を再編する形へとヨーロッパ進出計画をいったんは変更した。しかし、合併計画が撤回されたことよってナスダックのヨーロッパ進出計画は振り出しに戻り、その後はロンドン証券取引所に繰り返し新市場設立のための提携を申し入れたが断られており、イースダックの買収はもともナスダックのヨーロッパ進出計画の中では選択肢の上位にはなく、ロンドン、パリ、フランクフルトといった主要市場と提携するための地ならしに過ぎないと考えられているようである。こうしたナスダックの冷めた見方がナスダック首脳陣のコメントにもあらわれており、電子取引システムを導入するだけで取引が拡大するとはほとんど誰も予想し

ていなかっただけである。

バーテックスも多少事情は違つにせよ、トレードポイントからすれば後発取引所が既存取引所から取引を獲得することは極めて困難であることを痛感し、英独取引所の合併計画とその後株式市場の再編という差し迫つた事態の中で、自力での立て直しを諦め、スイス取引所に買収されることによつてスイスの主要銘柄の取引を獲得し、これを梃子にしてクロスボーダー取引の取り込みをはかつたという点では、ナスダック・ヨーロッパに似ていなくもない。一方、トレードポイントに出資して電子取引システムを提供する代わりに自らの主要株式の取引を完全にアウトソースしたスイス取引所も、やはり英独取引所の合併計画とその後株式市場の再編という差し迫つた状況のもとで大取引所に呑み込まれまいとして生き残りをかけて思い切つた提携を結んだわけであるが、合併計画がすでに撤回されていることを踏まえればこの提携にどれほど意欲的であるのかは不透明である。バーテックスの最高経営責任者であるフンティカー・エプネター女史（前スイス取引所最高経営責任者であり、現在もスイス取引所のグループ調整委員会の委員長を兼任）は一二カ月以内にヨーロッパの優良銘柄の株式取引の一〇%を獲得することがバーテックスの目標であると語っているが、これを實現できない場合にはスイス取引所はバーテックスから手を引くという密約が提携当初から存在しているという噂も囁かれて⁽¹⁷⁾いる。ヨーロッパの優良株式の取引のうちスイスの優良株式だけでも六%から七%は見込まれることから、残る三%から四%を獲得することがバーテックスの存続条件ということになるだろう。しかし、この数字はこれまでトレードポイントがイギリス株式でロンドン証券取引所の取引の二%を獲得できなかったことから考えれば生やさしいものではない。

ナスダック・ヨーロッパもバーテックスもセントラル・カウンターパーティを採り入れた決済システムの導入を計画しているが、トレードポイントはLCHをセントラル・カウンターパーティとしてネットティングをいち早く

採り入れていたにも関わらず、流動性を獲得することはできなかった。新たな決済システムを導入する前に流動性を獲得することは困難であるという評価が定着してしまえば、決済システムの良さを理由にして取引が増えるということは考えにくい。むしろ既存の流動性を持つ取引所が優れた決済システムを模倣して改良するという道を選ぶはずであり、ナスダック・ヨーロッパもバーテックスも今回の新取引システムの導入に決済システムの改良を間に合わせられなかったことは大きな問題であろう。また、決済システムという点に限って言えば、ルクセンブルグのクリアストリームに架空口座とマネーロンダリングの疑いが持たれ、ルクセンブルグ当局の検査が入り、前身のセデルから二〇年近く最高経営責任者を務めてきたアンドレ・ルツ氏は経営から離れている。ドイツ取引所のザイフェルト最高経営責任者はクリアストリームの買収に意欲を見せているが、利用者の賛同は得られておらず、むしろユーロクリアとの合併に強硬に反対してきたルツ氏の影響力の後退はユーロクリアとクリアストリームとの合併という可能性が高まっていると見られている。

ヨーロッパではリスボン証券取引所がユーロネクストとの合併交渉を進めており、ワルシャワ証券取引所も政府保有の株式売却によりユーロネクストとの関係強化を進めようとしている。ロンドン証券取引所とドイツ取引所の合併に加わるはずであったミラノ証券取引所（ボルサ・イタリアーナ）とマドリード証券取引所の態度は明らかではないが、デリバティブ取引ではユーロ・グローベックス（Euro Globex）でユーロネクストと提携している両取引所がユーロネクストに加わることであればロンドンとフランクフルトに対して劣勢であったパリの影響力が強まることになるであろう。ナスダック・ヨーロッパの今後の提携関係を含めてヨーロッパにおける取引所間の提携・合併・買収はドイツ取引所に続いてユーロネクストとロンドン証券取引所が上場することによってますます活発化する様相を呈している。スイス取引所はもともとトレードポイントではなく、ロンドン証券取引所

との提携を望んでいたとも言われており、今後もどいついた組み合わせが実現するのか目の離せない状況にあると言えよう。

注

- (1) ユーロネクストの新規株式売り出し価格の決定は七月五日、ユーロネクスト・パリ（旧パリ取引所）への上場は七月六日であり、ロンドン証券取引所は新規株式売り出しをおこなわず、七月二〇日に上場することが予定されている。
- (2) イースダックの歩みやナスダックによるイースタック買収の経緯については、拙稿「ナスダックの新たな戦略」―IEEEとの提携とイースタックの買収―（本誌一五九四号、二〇〇一年四月）を参照。
- (3) パーテックス誕生の経緯については、拙稿「パーテックス」ヨーロッパ第三の道」（本誌一五八六号、二〇〇〇年八月）を参照。
- (4) Nasdaq Europe, "Nasdaq Europe Trading Services Description", 2001 (http://www.nasdaqeurope.com/pdf_files/members/trading_services_description.pdf), *Nasdaq Europe Rule Book*, May 2001 (http://www.nasdaqeurope.com/pdf_files/rule_book/rulebook.pdf), "Nasdaq Europe's Trading System to Go Live on June 8 / Nasdaq Rule Book Approved", 4 June 2001 (http://www.nasdaqnews.com/news/pr2001/ne_section01_175.htm). なお、フォーニザー・インターフェイス・フロントエンドの画面はナスダック・ヨーロッパのホームページに例示されている（http://www.nasdaqeurope.com/members/trading_system/key_functionality.asp）。
- (5) 発注時点よりも発注者に有利な価格では執行されるが、不利な価格では執行されず、キャンセルされる。
- (6) Nasdaq Europe, "Nasdaq Europe Trading Services Description", 2001

- (7) Nasdaq Europe, "Eight major market participants agree to investment in Nasdaq Europe", 8 June 2001 (http://www.nasdaqeurope.com/includes/dualcontent/popups/press_release_080601.asp)
- (8) Shanny Basar, "Nasdaq Europe ambitions hit by Merrill Lynch withdrawal", *eFinancialNews*, 5 June 2001 (<http://www.efinancialnews.com/story.cfm?passedref=16500000000014927&xsection=16>)
- (9) Nasd, "Nasdaq Europe Telephone Press Conference Transcript", *Nasdaq News*, 8 June 2001 (http://www.nasdaqnews.com/asp/euro1_transcript.pdf)
- (10) Michael Hoare, "Nasdaq Europe sizes up challenge", *eFinancialNews*, 11 June 2001 (<http://www.efinancialnews.com/story.cfm?passedref=16500000000015085&xsection=16>)
- (11) Nasdaq Europe, *Weekly Factsheet*, Issue 217, Week 24 11-15 June 2001 (http://www.nasdaqeurope.com/pdf_files/week_fac_tsheet/Week_report_Issue.pdf)
- (12) virt-x, *The Rules of virt-x*, 30 March 2001 (http://www.virt-x.com/pdf_files/rule_book/rulebook.pdf), *virt-x Directive 4: Orders and their Attributes*, 30 March 2001 (http://www.virt-x.com/regulation/download/directive_4.pdf), "Frequently Asked Question", June 2001 (http://www.virt-x.com/members/faq2_en.html)
- (13) virt-x, "Clearing & Settlement: Overview", June 2001 (http://www.virt-x.com/settlement/overview_en.html), "Clearing & Settlement: The Future", June 2001 (http://www.virt-x.com/settlement/clearing_en.html), *virt-x Phase 1 Clearing & Settlement*, 28 February 2001, "Frequently Asked Question", June 2001
- (14) virt-x, "US Members' access", *London Stock Exchange Regulatory News Service*, 20 June 2001
- (15) virt-x, "First day of trading", *London Stock Exchange Regulatory News Service*, 25 June 2001, Alex Skorecki, "Fewer UK

blue chips on Virt-x," *Financial Times*, 27 June 2001

- (16) N E W E X と J I E W A Y については、拙稿「N E W E X と 独 塊 証 券 取 引 所 に よ る 共 同 東 欧 証 券 取 引 所」(本誌一六〇一号、二〇〇一年一月)、「J I E W A Y と O M と M S D W に よ る ク ロ ス ボーダー小口 E C N」(本誌一六〇二号、二〇〇一年二月)を参照。

- (17) William Wright, "SWX secures Virt-x get-out clause", *eFinancialNews*, 25 June 2001 (<http://www.efinancialnews.com/story.cfm?passedref=16500000000015788&xsection=16>)

(よしかわ まさひろ・主任研究員)

上海証券取引所のコーポレート・ガバナンス調査（3）

～重役の選任、報酬および従業員の变化を中心に～

王 東明

今回は引き続き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重役の選任、報酬・福利厚生および従業員の变化などの内容を紹介することにしよう。

1 重役の選任と昇進状況

（1）重役の資質と出勤状況

今回の調査で回収された上場企業重役（董事、監事、經理層⁽¹⁾）の個人調査三、九七八人のうち、男性は八四・六％、女性は三七・二％を占める。全体の学歴について、短大卒以上は八九・一％に達する。また、様々な専門資格（「職称」）を見ると、中級以上の資格を持つ者は八九・四％を占め、そのうち上級資格を持つ者が四七・一％に達する。

専門分野から見れば、經濟管理は四〇・四％、エンジニアは二八・六％、会計は一六・一％であり、三分野を合わせれば、全体の八五・一％になっている。また「政工」（党政工作）専門は二二・四％である。董事、監事および經理の専門分野は經濟管理、技術および会計が中心になっており、基本的に重役の専門分野は適切である

と取引所は分析している。

重役の出勤状況を見れば、毎日出勤している者は七七・二%に達する。毎月上場企業から給料をもらっている重役は全体の七五・五%になる。この調査結果から、上場企業重役の大部分は常勤であり、非常勤あるいは兼職している者は全体の四分の一に過ぎない。

(2) 選任基準

会社の董事と上級経理は企業経営にとって最も重要なポストであり、その選任基準が極めて重要であると考えられる。重役の選任基準について、今回の調査は董事（八三・四%）と上級経理（八八・三%）の選任の明確な基準があると答えた。選任の要素について、その重要度は管理技能、専門技術および業界経験という順位になっており（表1）、経営能力が最も重要視されていることがわかる。

また、董事の選任基準を誰が決めるかについては、董事会（三九・五%）、株主会（二九・七%）、大株主（一四・一%）、主管部門（八・三%）、董事長（六・九%）、経理層（一・〇%）、総経理（〇・五%）という回答が出た。同じように、上級経理の選任基準を誰が決めるかについては、董事会（六五・三%）、董事長（八・三%）、主管部門（六・七%）、総経理（六・一%）、大株主（五・七%）、経理層（五・四%）、株主会（二・五%）という順位になっている。

ここで董事と上級経理の選任基準の決め方について、董事会の影響力が最も大

表1 董事と上級経理の選任基準

(%)

順位	董事の選任基準		上級経理の選任基準	
	1	管理技能	58.8	管理技能
2	専門技術	17.9	専門技術	22.3
3	業界経験	11.5	業界経験	5.6
4	社会的名声	6.0	社会的名声	1.7
5	持株数	1.9	会社トップとの関係	0.5
6	国有株主と法人株主のトップ あるいはその代表との関係	0.4	会社の長期発展と効率をもたらす	0.4

(出所) 1999年上海証券取引所の調査。

きく、逆に、株式会社の最高意思決定機関である株主（総）会の影響力が、董事について二位（二九・七％）、上級経理について最後位の二・五％であった。主管部門の影響力が国有企業と比べるとかなり後退し、企業制度改革の成果の一つとも言えるが、依然として一定の影響力（董事：四位、上級経理：三位）を持つことがわかる。また、大株主が董事の選任基準に一定の影響力（三位、一四・一％）があることもわかる。

（3）上級資格者の比率

調査企業の重役のうち、上級資格を持つ者は二七七人で、全体の七％、有効回答人数の九・三％を占める。上級資格者の内訳は、総工師（エンジニアの総責任者）は三三・三％、総会計士は四四・四％、総経済師は一四・四％および弁護士は二・九％である。

上級資格者の在任期間を見ると、三八・九％は三年を超えている。そのうち二三％は六年以上、五・六％は五年以上、一〇・三％は四年以上である。また、在任期間三年以下の上級資格者は六一・一％である。そして、九年、九八年および九九年の三年内に、専門分野の任期開始の上級資格者は八七・七％であり、また二〇〇〇年、二〇〇一年および二〇〇二年の三年内に、専門分野の任期満了の上級資格者は八六・四％に達する。上級資格者の専門分野の任期は比較的長いことが見られる。

（4）重役の兼任状況

調査された三、九七八人重役のうち、中間管理職および他の業務を兼任する者は一、四〇七人になる。その内訳は、人事部長は七・六％、財務部長は二二・九％、営業部長は二二・九％、他の中間部門の部長は三二・三％、

支社長は一二・九%、子会社社長は一二・二%および一般従業員は一〇・二%である。

ここで兼任者の一割以上が一般従業員であることは、恐らく監事メンバーのうち必ず従業員代表が含まれなければならぬという法的義務⁽²⁾と密接に関連していると考えられる。

(5) 党幹部の兼任状況

重役三、九七八人のうち、一、一二五人は各種の共産党・青年団幹部を兼任している。そのうち、党書記を兼任する比率は六八・七%に達する。その他には党副書記、党委員会委員および工会（労働組合）主席を兼任している。また、五二・九%の在任期間は三年未満で、四七・一%は三年を超えている。共産党・青年団幹部の在任期間は他より長く、その安定性が他業務より高いことがわかる。

(6) 社外兼任の状況

今回の調査は、重役の二七%は他社の董事を兼任している。他社の董事を兼任する重役は年平均三回〜四回程度で他社の取締役会に参加している。他社の取締役会に参加する重役のうち、董事、監事および經理の参加回数は年平均で各々四・四八回、三・四八回および三・三一回になる。

他社の意思決定に参加する内容は企業戦略と投資決定（九三・九%）が殆どであり、逆に、董事の指名、賃金・報酬政策の策定および会計監査士の招聘が極めて少ない（表2）。

表2 他社の兼任董事が他社の意思決定に参加する内容

意思決定の内容	%
企業戦略と投資決定	93.9
董事の指名	3.1
賃金・報酬政策の策定	1.9
会計監査士の招聘	1.1

(出所) 1999年上海証券取引所の調査。

(7) 重役を選任する株主（「股東単位」⁽³⁾）の状況

董事と監事の選任には以下の三つの特徴がある。すなわち、(1) 大部分の董事と監事は株主（「股東単位」）によって委任され、その比率は六〇％に達する。(2) 従業員による選挙も重要な方法の一つである。有効回答（二、九一八人）の一六・七％（四九一人）は従業員選挙によって選任され、二番目に多い選任方法である。その他、会社自らの招聘あるいは選任の比率は二二％である。(3) 独立董事の比率は極めて少なく、わずか八人であり、有効回答の〇・三％に過ぎない。

また、董事と監事を選任する株主（「股東単位」）を整理すれば、次の幾つの特徴が現われている。すなわち、(1) 董事と監事を選任する国有株主と法人株主の回答は一、六九六人に達し、有効回答（一、九三五人）の八七・七％を占める。しかし、流通できるA株（国内投資家向け）、B株（外国投資家向け）およびH株（香港上場の中国企業株）の株主による選任の回答はわずか五・七％である。⁽⁴⁾(2) 董事と監事を選任する株主（「股東単位」）の内訳は、国有企業は四八・四％、株式制企業は一四・五％、国有資産投資会社あるいは経営会社は一・二・六％、政府財政部門あるいは国有資産管理部門は七・一％を占める。これは中国上場企業の株式所有構造と密接に関連し、現在少なくとも五割以上の株式が国有株（国家株、国有法人株）⁽⁵⁾というかたちで国有企業あるいは政府の関連部門によって保有され、以上のような選任構図を現わしているのではないかと考えられる。(3) 董事と監事の選任は国内の株主（「股東単位」）による比率が九八・四％で殆どを占める。逆に、香港、マカオ、台湾および外国の海外株主による選任はわずか一・六％である。(4) 董事と監事を選任する株主（「股東単位」）の地域分布を見ると、経済発展の地域格差と関連している。経済発展の地域に選任された董事数および監事数は未発達地域より遙かに多く、東部地区は五七・二％、中部地区は二〇・四％、西部地区は二一・八％という分布

になっている。これは経済発達の地域から上場企業も多いことを現わしていると考えられる。(5) 董事と監事を選任する株主(「股東単位」)の業種別を見れば、商工企業は七一・六%(うち工業企業は五九・七%)、金融機関(銀行、証券会社、保険会社、信託投資公司)は五%を占める。これも上場企業の業種別の分布と関連しているだろう。

(8) 非株主(「股東単位」)から董事と監事を選任する理由

非株主(「股東単位」)から董事と監事を委任する人数は八五五人であり、調査対象(三、九七八人)の二・五%にも達する。そのうち従業員代表と優秀な管理者はそれぞれ四一・二%と四六・四%で大部分を占める。優秀な技術者は四・七%、独立董事は一・一%である。

董事と監事のうち、株主(「股東単位」)からの選任でもなく、会社の従業員でもない者が九四人、うち政府派遣は最も多く一七人(一八・一%)、会社の招聘顧問は一五人(一六%)、株主選挙は一四人(一四・九%)、銀行委任は九人(九・六%)を占める。しかし、董事と監事になる理由を聞くと、三〇・九%は専門技能、二六・八%は管理技能、一九・六%は社会的名声、九・三%は政府派遣によるという回答を得た。この回答から、現在上場企業の重役の選任と企業経営にとって、専門技能と管理能力がより重視され、例えば政府の派遣にしても、自分が専門技能と管理能力に基づいて昇進し、それを外部から評価されたい重役の心理状態が窺われる。

(9) 董事、監事および上級管理者の昇進経路

今回の調査で回収された重役三、九七八人のうち、二、六三一人(有効回答六九・六%)が上場の時にも会社に在職していた。上場の時に会社に在職していない重役について、会社の在職期間が三年を超える者は三三・

二%で、三年以下は六六・八%を占める。

上場企業の前身企業で勤めた重役は一、九〇八人で、有効回答の六一・三%になる。うち六一七人(有効回答二二%)は前身企業の工場長あるいは経理であった。二五六人(有効回答九・五%)は前身企業主管部門の幹部であった。ここから上場企業の重役は、その前身企業(特に国有企業)と深い人的繋がりがあつたと見ることができると見られる。

また、調査された三、九七八人のうち、株主(「股東単位」)から選任された重役(董事、監事および上級管理者)は二、八六一人、全体の七七・七九%にものぼる。そのうち一、三五〇人(有効回答四七・二%)は会社の株主(「股東単位」)の企業に勤めた経歴を持つ。上場企業は会社の株主(「股東単位」)企業と深い人事交流があることもわかる。

調査された董事、監事および上級管理者三、九七八人の経歴を見ると、うち同業種の他の企業で経歴を経験した重役は五〇五人、全体の二二・七%を占める。他の業種で経歴を経験した者は六七〇人、全体の二六・八%である。

そして、技術あるいはエンジニアの仕事を一年以上勤めた者は一、五二二人、全体の三八・三%、営業を一年以上経験した者は一、一四七人、全体の二八・八%、財務と監査を一年以上経験した者は九六八人、全体の二四・三%、人事と職業訓練を一年以上経験した者は七〇四人、全体の二七・七%、広報関係を一年以上経験した者は三五一人、全体の八・八%、総務とサービスを一年以上経験した者は一、〇〇一人、全体の二五・二%、研究と教育を一年以上経験した者は五一七人、全体の二三%、党・青年団の仕事を一年以上経験した者は一、三四六人、全体の三三・八%、政府のマクロ経済管理部門を一年以上経験した者は三二四人、全体の七・九%、政府

の行政部門を一年以上経験した者は五二七人、全体の二三・二%、公安・検察・裁判所を一年以上経験した者は四八八人、全体の二・二%、文化部門を一年以上経験した者は三七七人、全体の〇・九%、研究部門と学校を一年以上経験した者は四九一人、全体の二二・三%、金融部門を一年以上経験した者は一九〇人、全体の四・八%、国有企業を一年以上経験した者は二、八六四人、全体の七二%、集団企業を一年以上経験した者は二九九人、全体の七・五%、民営企業を一年以上経験した者は一四八八人、全体の三・七%、私営企業を一年以上経験した者は七一人、全体の二・八%、外資系企業を一年以上経験した者は三一一人、全体の七・八%、軍隊を一年以上経験した者は三一四人、全体の七・九%、社会团体を一年以上経験した者は七六六人、全体の二・九%、他の上場企業を一年以上経験した者は一〇六六人、全体の二・七%、海外で外国企業を一年以上経験した者は四八八人、全体の二・二%を占める結果を得た。

以上のよつに、重役の昇進経路を見ると、国有企業から、党・政府部門から、技術・営業・財務・総務部門から昇進するケースが比較的多いことがわかる。

2 重役の報酬と福利厚生

(1) 董事、監事および經理の報酬

董事、監事および經理の報酬について、九八年は董事の五二・四%、監事の四四%、經理の五六・八%は一万元（一元は約一五円）未満である。そして、二三・一%の董事、三六%の監事および二七・三%の經理は一万元～三万元である。三万元～五万元の報酬をもらえる董事は一一・一%、監事は二〇%、經理は四・五%である。また、五万元を超える報酬を獲得した董事は二三・五%、經理は一一・四%であり、監事のなかで五万元を超え

る報酬を得る者がいなかった。全体として董事の報酬は監事と経理より比較的高いことが一目瞭然である。

(2) 重役の福利厚生

重役の福利厚生について、調査された三、九七八人のうち、上場企業から専属車を配属する重役は八二一人、全体の二〇・六%、社宅を与える重役は二、一八〇人、全体の二九・七%、クラブの会員カードを与える重役は二三人、全体の〇・三%、生命保険を与える重役は三八一人、全体の九・六%になっている。

3 従業員の変化

企業の重要なステイク・ホルダー（利害関係者）の一つである従業員の変化を見ると、一九九九年の中間決算は前年度と比べると、最も増えたのは営業人員数であり、次はエンジニアであった。一般の総務人員の減少は最も多く、その次に一般従業員の減少であった。

サンプル企業の上級管理者は平均で一・一三人であった。前年度と比べると、二八・六%サンプル企業の上級管理者数は増加、五〇・二%は変化なし、二一・二%は減少した。

サンプル企業の中間管理者は平均で七・一七人であった。前年度と比べると、三四・八%サンプル企業の中間管理者は増加、三〇・四%は変化なし、三四・八%は減少した。

サンプル企業の従業員数は平均で二、九五三人であった。前年度と比べると、四一・八%サンプル企業の従業員数は増加、一〇・九%は変化なし、四七・三%は減少した。

サンプル企業のエンジニアの平均人数は三六四・五二人であった。前年度と比べると、五二%サンプル企業の

エンジニア数は増加、二二・六％は変化なし、二五・三％は減少した。

サンプル企業の営業人員の平均人数は三〇七・五五人であった。前年度と比べると、六二％サンプル企業の営業人員数は増加、一六・九％は変化なし、二二・一％は減少した。

サンプル企業の財務関係者の平均人数は五六人であった。前年度と比べると、四一・三％サンプル企業の財務関係者は増加、三六％は変化なし、二二・七％は減少した。

サンプル企業の総務の平均人数は一八一・三八人であった。前年度と比べると、二七・七％サンプル企業の総務の人数は増加、二二・五％は変化なし、四九・八％は減少した。

サンプル企業の生産従業員の平均人数は二、〇六六人であった。前年度と比べると、三七・一％サンプル企業が生産従業員数は増加、一八・六％は変化なし、四四・三％は減少した。

ここで従業員の変化を見ると、営業人員、エンジニアおよび財務人員の増加が目立つ。逆に、総務、一般従業員および生産現場の従業員の減少が著しい。

残る上場企業のカバナス文化に関する調査結果は別の機会で紹介することにしよう。

注

- (1) 董事、監事、經理層は日本の取締役、監査役、社長・副社長に相当する。
- (2) 「中華人民共和国会社法」第二四条の規定による。
- (3) 株主（「股東単位」というのは、主に大株主である国家株主、国有法人株主、一般法人株主のことを指す）。
- (4) 国家株と法人株は現時点では一般流通できないため、非流通株という。流通できる株式は国内投資家向けA株、外国

投資家向けB株および香港上場の中国企業のH株である。但し、B株は今年の二月から国内の外貨を持つ投資家にも開放した。

(おう とつめい・主任研究員)

NYSEの特別委員会報告書より

三木 まり

1 はじめに

米国ではECNと呼ばれる電子取引ネットワークが台頭し、Nasdaq銘柄の売買高の約三割を獲得するなど、株式市場間の競争が活発化している。こうした中で市場の分裂に関する議論が再び生じてきた。つまり、複数の市場において取引が行われることで、株式市場全体の効率性や公正さが損なわれるのではないかという議論の台頭である。二〇〇〇年二月にSECは市場の分裂への対応策として六つの選択肢を提示した¹⁾。また、分裂への対応策について議会公聴会が開かれ、証券会社首脳を含む関係者による証言が行われた。

その一方で、二〇〇〇年四月六日に、NYSEの市場構造、ガバナンス、及び所有権に関するNYSE特別委員会による報告書がNYSEによって公表された。この報告書は、一九九九年一〇月に最近の証券市場を巡る急速な変化に対応するために中立的な意見を求めるという目的で、NYSEが諮問した内容に対する回答を取りまとめたものである。その中でNYSEは市場間取引システム(ITS)の廃止を含む改革案を提案した。そこで、以下では、この報告書の内容を要約することによって、ECNなど新しい取引システムの台頭やSECの市場統合策が提案される中で、NYSEはどのような方向性を見出そうとしているのか検討したい。

2 特別委員会

特別委員会は、フォード・モーターの元CEOであるアレックス・トロットマン氏と年金基金TIAA/CREFの元会長のクリフトン・ウォートン氏が共同議長を務め、合計二名のNYSE公益理事で構成された。またこの報告書は、一九九九年一〇月にNYSEが諮問した内容に対して、委員会が投資家、個人会員、会員組織、上場企業、業界専門家からの回答をふまえて取りまとめたものである。

報告書が取り上げる問題は主に以下の七つである。

- どのような市場構造が投資家に最も有益であるか。
- NYSEにとつて、真の競争上の脅威となるものは何か。
- エージェンシー・オークション取引モデルは、維持されるべきか、維持することができるか。
- NYSEのスペシャリストやフロアブローカーの役割は何か。
- NYSE上場銘柄に対して、NYSEはCLOB（Central Limit Order Book、統合指値注文板）の導入を支持すべきか。
- NYSEは会員による注文回送の店内化を促進するべきか。
- NMSは、市場の分裂を改善するのにどのような役割を果たせるのか。

3 NYSEの六つの原則

特別委員会は主に、上場企業及び、上場企業の所有者である投資家、さらに公衆一般の観点から市場構造問題を考慮している。その際のNYSEの基本原則は、以下の六つにあるとされた。

- (1) 最良執行原則 執行の質は、投資家の観点から判断されるべきであり、証券業界の仲介者からのものであってはならない。また、執行の質の要素としては、執行の価格、価格改善の機会、執行のマーケット・インパクト(この要素は、流動性の深さや匿名性の問題を含む)、執行の確実性、執行コストがある。最良執行原則を満たせるよう、NYSEは最新の技術を配備するべきである。また、最良執行が実現できるような規制の改正を、NYSEは支持するべきである。
- (2) 公平性の原則 投資家の信頼は証券市場の運営上、不可欠である。公平性は最良執行のように仲介者ではなく、投資家の観点から判断されなければならない。公平性は大口、小口を含めた全ての投資家に対して、強固な規制構造による保護や適切なアクセスを持つ市場構造を意味している。それはまた、ディーラーの取引への参加を最小限に抑えることを意味している。
- (3) 安定性の原則 ボラティリティの高い期間にも、継続的で秩序ある市場を提供する能力を、NYSEは確実に保持、或いは、強化していかなければならない。⁽²⁾
- (4) 流動性の原則 流動性は流動性を引き寄せる。NYSEは、執行ポイントまで最大の流動性を引きつける能力を強化するような市場構造提案を、採用すべきである。
- (5) 効率性の原則 NYSEは、執行コストを低下させたり、或いは、執行にかかる時間を減少することができ市場構造提案を支持すべきである。
- (6) 信頼性の原則 NYSEは、取引高が急増する時にも十分対処できる市場構造を保証しなければならない。

4 市場構造についての提案 (Market-Structure Recommendation)

つづいて報告書は、上述した市場構造問題の評価をベースとして、以下の提案を行っている。

- NYSEは、顧客のニーズを満たすような (a) 電子的な注文執行と (b) 市場情報の電子的伝達のシステム開発と導入を継続すべきである。これらのシステムは、NYSEトレーディング・フロアのクラウドの流動性を強化するよう設計されなければならない。
- NYSEは、現在の市場構造の優れた点は維持すべきである。すなわち、(a) 最良価格発見のために、大口、小口顧客の統合されたエージェンシー・オークションや、(b) 公平かつ秩序ある取引に対するスペシャリス³⁾トの肯定的また否定的義務の維持などである。
- NYSEは、CLOBの導入を支持しない。(a) 提案されたCLOBプラットフォームは、個人・機関投資家のニーズに見合っていない。(b) CLOB提案は、流動性を増加させるより、むしろそれを減少させるだろう。(c) CLOBは、市場間競争や革新を破壊するかもしれない。
- NYSEは、できるだけ早くマルチ・プラットフォーム構想を実行するべきである。(a) マルチ・プラットフォーム構想は、執行の幅を投資家に与え、流動性を増すことによって投資家のニーズを満たす。また、(b) マルチ・プラットフォーム構想は、激しい市場間競争を損なうことがなく、CLOBに存在するデメリットをもたない。
- NYSEは、顧客の注文の店内化 (証券会社が顧客の委託注文に自己で向かう行為) を促進しない。そこでは、価格改善の機会が奪われているからである。

NYSEは、一九七五年証券法改正やEITS以降、技術的な発達の中で市場間の注文回送リンケージの除去

を要求すべきである。

・ NYSEは、注文執行や市場構造問題について、投資家のためのコミュニケーション・プランを進めるべきである。

上記の提言に加えて、特別委員会は、「NYSEがこれまで行ってきた、技術上の、また、インターネット・ベースの進歩を統合することによって、フロアベースのエンジニア・オークション・モデルを継続すべきだ」と述べている。NYSEのフロアベースのオークションは、人的介入によって行われている。しかし、これらは進んだ技術によってサポートされている。例えば、Display Book（電子指値注文ブック、スペシャリストが受け取った指値、成り行き注文を表示する、またEISの取引の約定）、Broker Booth Support System（会員企業にフロア・オークションへの注文の流れを管理し、回送することを認めるコンピューターワークステーション）、e-Broker（ブローカー・ブース・サポート・システムやアップステアズ取引デスクと連結したワイヤレスの携帯コンピューターシステム）、Virtual NYSe（インターネットで投資家がリアルタイムで三次元の立会場にいるのと同じようにスペシャリストの管理する注文板上の様々な情報を見ることが出来る）、Display technology（フロアのあちこちにより進化したフラットパネルによってマーケット・データを提示）、Wireless communications（フロア上でワイヤレスボイスとデータの伝達）によってNYSEの基本構造は支えられているのである。

ECNは、NYSEにとって最も頻繁に指摘されるNYSEの競争上の脅威である。しかし、特に大口注文の執行コスト、執行率の点においてNYSEは優位性を保っている。それは、フロアブローカーが提供できる人的介入から引き出される利潤のためである。すなわち、その優位性は、情報の優位性、タイミングについての判断や注文公開の方法、そしてクラウドで発生する交渉からであるといえるだろう。

(1) CLOB (統合指値注文板)

次に、特別委員会は、市場全体の指値注文を単一の板に集中して時間・価格優先の原則のもとに注文を付け合せていくCLOBについて検討を加えている。そして、以下の理由からCLOBの導入に反対している。

第一に、CLOBはクラウドの中で発生する価格発見機能を排除し、その自動執行機能がゆえに大口注文に適さず、市場を大口と小口注文に分断するだろうという。要するに、CLOBの透明性は、それ自身、市場における実質的な透明性を低下させるというのである。第二に、CLOBの支持者は自分たちのビジネスモデルに有利であるため支持している可能性が高い点である。大手証券会社のCLOB擁護者の場合、CLOBの価格データを用いて、CLOB外で大口注文を処理する可能性がある。第三に、CLOBはボラティリティの高いときや需給の不均衡に対するスペシャリストの義務やその役割を無視している。また、CLOBは低流動性銘柄のスプレッドを拡大させる可能性がある。第四に、公的政策の観点から、CLOBは市場間競争の促進に反する。要するに、CLOBは、NYSE、地方取引所、NasdaqやECNを均質化し、単純な注文の導管になる可能性が高い。投資家の選択の欠如において、注文執行技術における革新のインセンティブや機会が事実上損なわれる。第五に、CLOBは、各市場の取引規制体制をベースにした活発な競争を除去するものと考えられている。第六に、CLOBは、米国経済において最も重要な財産である証券市場に、受け入れがたいリスクをもたらす。このことは“the Do No Harm Principle” (害になるものは行わないという原則) にそむくものである。

(2) ネットワークNYSE

次に、NYSEが取り組んでいる「ネットワークNYSE」について特別委員会は触れている。NYSEは

様々な投資家の願望に応えるため、Institutional XpressやNYSE Direct+など導入してきたが、委員会はこれを高く評価している。

- ・ Institutional Xpress (Xpress Information, Xpress Orders, Xpress Routing) とは、機関投資家とNYSEのトレーディング・フロアを直接、電子的にリンクするもので、二〇〇〇年六月より開始されている。会員企業や機関投資家の都合に合わせて改造可能な電子形式で情報を提供している。データはEITSの表示、寄付きや引けの不均衡や取引停止、取引遅延情報を含む。Xpress Ordersは、機関投資家の二万五〇〇〇株以上の気配が少なくとも三〇秒間表示されたとき、他の市場参加者によって注文が分割されることなくSuperDotを通じて注文が回送される新しい注文形式である。Xpress Routingは、会員企業への前もつての入金と注文サービスの枠内ならば匿名でSuperDotを通じて注文を提示するシステムである。
- ・ NYSE Direct+においては、顧客は、インターネット・ベースの二〇〇株未満の注文を自動的に執行することができる。NYSE Direct+によって、顧客は、オークション市場における価格改善の機会が自動執行によるスピードと確実性かを選択することができる。

(3) 店内化

NYSEは、店内化について、市場全体の透明性の低下や価格発見機能を低下させる要因として強く反対しており、店内化する際、ブローカー・ディーラーはNYSEの価格メカニズムにフリー・ライドしているとも指摘している。特別委員会は、最良執行、公平性、流動性の原則によって、店内化やペイメント・フォー・オーダー・フロー、プレファレンシングといった取引慣行に対する制限をSECに強く要求している。

(4) 市場間リンケージ

一九七五年の証券法改正以来、議会は市場間の競争を促進し、市場間の分断によって生じる潜在的な不利益を相殺するために、市場間の連結を促進してきた。しかし、特別委員会は、ITSについて、システム自体が古くスピードが遅いという点で、その存在を否定する見解を述べている。一九七五年以降状況は変化したのであり、情報通信技術の発達に鑑みれば、市場間注文回送システムがなくても、ブローカー・ディーラーは、注文ベースで最良執行を実現し受託者責任を果たすことができる。むしろ、今日ブローカー・ディーラー自身の発達した電子システムは、顧客注文が世界中の株式市場で執行されるようなグローバルなオペレーションになっている。もし、ITSを存続させるのであれば、ITSの公平性やITS参加者間における競争条件の平等を維持するために、ITS参加者は、自主規制機関（証券取引所や証券業協会）に限り、ECNは排除すべきである。

(5) 投資家教育

特別委員会は、一般にリテールの投資家は、その注文の執行方法を理解していないと指摘する。この知識の欠如が、投資家によるブローカー・ディーラーの非効率なモニタリングに繋がっているという。そして、投資家が執行の質を理解したり、ブローカーを注意深く監視するために、NYSEが注文執行や市場構造問題で投資家を教育するためのコミュニケーション・プランを進めることが提案されている。特別委員会が提案する市場構造は、投資家が自分の注文がどのように執行されるかについて、最終決定を行うことのできる柔軟な市場構造である。

5 おわりに

報告書の結論をまとめれば、資本市場構造については、上場企業やそれらの投資家、一般の投資家を代表して、公平で安定した最大の流動性を誘引し（最大の流動性は信頼できる価格発見機能をもたらす）、ディーラーの干渉なしに大口・小口注文が最適にマッチングする効率的な市場を要求するものである。特別委員会の市場構造に関する報告書は、このような市場構造を提供するというNYSEの目的と、技術革新のペースが市場構造の継続的な再評価を必要とすることを認識するために提出された。

そして、現在のNYSEのスペシャリスト、フロア・ブローカーといった人手を介した取引システムを基本的に維持し、CLOB構想には反対であること、「ネットワークNYSE」を高く評価する一方で、会員が店内化した注文をNYSEで執行する仕組みの導入に対しては否定的であること、ITSを廃止すべきであることを報告書は提案している。

以上のような報告書の内容は、SECがコンセプト・リリースで示した六つの選択肢や上院銀行委員会での議論に対する、NYSEとしての見解表明としてみるができるだろう。NYSEは、確かにネットワークNYSEによって取引システムの革新に着手してはいるが、いささか保守的な見解をとっていることは否めない。

今日、九つのECNが、Nasdaqで報告されている取引高の三分の一以上を占めているという。ECNはNYSE上場銘柄の注文についても、同様のシェアを占める可能性がある。だがこれをNYSEにとって健全な競争としてみる者もいれば、市場の分裂は、現在の流動性の深さを減少させ、それによって、株式市場の基盤を侵食すると恐れている者もいる。つまり、新しい市場連結の形態や新しい取引メカニズムは、この潜在的な分裂を示唆していると考える者もいる。

しかし、現在までのところ、ECNの脅威はNYSE銘柄にまで問題にされるほどには及んでいない。これは、エージェンシー・オークション制を採用するNYSEと、マーケット・メーカー制を採用するNasdaqとの取引メカニズムの違いであるかもしれない。また、NYSEに限ってみれば、既に多くの注文を取り込んでいる取引システムは、新たな取引システムより有利であることを示しているかもしれない。これはまさに、「ネットワークの外部性」からの恩恵であり、注文の流れが現在向かっているのは既存のシステムであるという理由からである。実際、新システムが、既存システムより自動化されており、かつ低コストであっても、最初に利用されていた既存システムのネットワークの外部性が直ちに低下することはないのである。

注

- (1) SECのコンセプト・リリースが提示した六つの選択肢とは、(1) 取引の執行と注文回送に関する情報の強化、(2) 注文の店內化とペイメント・フォー・オーダー・フローの制限、(3) 成り行き注文に関する価格向上機会の付与、(4) マーケット・メーカーによるフロントランニングに対する規制の強化、(5) 最良価格を向上させる指値注文や気配に対する市場間時間優先原則の導入、(6) 表示された全ての指値注文と気配等に対する価格・時間優先の原則の確立、である。
- (2) ここでいう「秩序ある市場」とは、規則性や取引行為に対する信頼があつて価格の連続性が保たれ、市場に深さがあつて過大あるいは不合理な価格変化が生じない状態を意味する。
- (3) スペシャリストは、公正かつ秩序ある市場を維持するために、価格の連続性が失われそうなとき、あるいは、需給の乖離が大きくなりそうなときに必要に応じて自己勘定で売買する義務が課されている。例えば、割当てられた銘柄に

ついて買注文がない場合には自己勘定でそれに見合う買注文を、売注文がない場合には自己勘定で売注文を市場に建て、肯定的 (affirmative) 義務とそれに反するようないな売買をしてはいけない否定的 (negative) 義務を課せられている。

(みき まり・研究員)

証研レポート第一五九六号
二〇〇一年七月九日発行

(毎月一回第二月曜日発行)
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7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)

証研レポート既刊目録

1583 (2000.6)	執筆者	1590 (2001.1)	執筆者
証券販売チャネルの多様化	二上	投信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IMFの変容	伊豆
IC提携型証券会社のビジネス展開	伊豆	ASX	吉川
iX	吉川	- 知られざるイノベーター -	
- 英独取引所合併計画 -		米国NASD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
- ECN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WTO加盟と金融・資本市場の開放	王	- 個別株先物によるLIFFEの巻き返し -	
IT 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TAURUSの失敗	福本	ナスダックのスーパーモニタージュ構想	清水
グリーンシート銘柄について	松尾	決済機関の行方リスク管理	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
Virt-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 -		- IPO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
- ECN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
- NYSEとNASDAQの場合 -		ナスダックの新たな戦略	吉川
a/c/e	吉川	- LIFFEとの提携とイースダックの買収 -	
- CBOT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ーポレート・ガバナンス(1)	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 -		DTCの行方リスク管理	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
- OMグループによるLS E買収提案 -		- 海外キャンペーンとTSE 2001 -	
企業調査から見た中国のコーポレート・ガバナンス(2)	王	動き出した国債のRTGS(1)	福本
- 経営者の資質と昇進経路を中心に -		- 制度の概要 -	
PTS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)		1595 (2001.6)	
証券取引所の組織構造	二上	個人金融資産の動向について	二上
NEWEX	吉川	インスティテットのIPO	吉川
- 独逸証券取引所による共同東欧証券取引所 -		- ECN初の株式会社公開 -	
企業調査から見た中国のコーポレート・ガバナンス(3)	王	上海証券取引所のコーポレート・ガバナンス調査(2)	王
- 企業内党組織の役割と兼任状況を中心に -		- 監事会、経営陣および意思決定の在り方を中心に -	
選択的情報開示に対するSECの規制について	清水	動き出した国債のRTGS(2)	福本
有価証券の不発行化	福本	- 現状と問題点 -	
- フランスのSICOVAMの制度 -			
1589 (2000.12)			
株価変動率の上昇について	伊豆		
JWAY	吉川		
- OMとMSDWによるクロスボーダー小口ECN -			
企業調査から見た中国のコーポレート・ガバナンス(4)	王		
- 企業の意思決定の在り方とチェック体制を中心に -			
アメリカのコール・オークション	清水		
米国のハイ・イールド債市場とディストレス市場	松尾		