

**証 研**

# レポート

No.1598

---

2001年9月

ロンドン証券取引所の株式上場 吉川 真裕（1）

上海証券取引所のコーポレート・ガバナンス調査（4）  
～上場企業のガバナンス文化を中心に～ 王 東明（16）

CPのペーパーレス化（1）  
～日本初の不発行化（dematerialization）～ 福本 葵（29）

オプティマーク市場休止が意味するもの 三木 まり（39）

# ロンドン証券取引所の株式上場

吉川 真裕

二〇〇一年七月一九日の臨時株主総会において四・九%の保有株式制限条項の撤廃を決めたロンドン証券取引所は翌七月二〇日に自らの市場で株式上場を果たした。ロンドン証券取引所の株式上場は二〇〇一年二月五日のドイツ取引所の株式上場、二〇〇一年七月六日のフランスノオランダノベルギーの合併取引所ユーロネクストの株式上場に次いで、ヨーロッパの主要証券取引所の株式上場としては最後になったが、新規の資金調達（株式売り出し）を伴わないイントロダクションという形での上場であり、ドイツ取引所やユーロネクストの上場の際ほど注目を集めることはなかった。<sup>(1)</sup>しかもロンドン証券取引所の株式は二〇〇〇年七月二四日からカザノブ社を通じて取引が開始されており、四・九%の保有株式制限条項が撤廃され、一〇倍の株式分割が行われたことを除けば、株式上場前と何のかわりもなかった。実際、カザノブ社を通じた取引が開始された二〇〇〇年七月二四日にはロンドン証券取引所の株式の初値は二八ポンド、その日の安値は二〇ポンド、引け値は二二ポンドと乱高下していたが、二〇〇一年七月一九日のカザノブ社での引け値は三九・七五ポンド、二〇〇一年七月二〇日のロンドン証券取引所での引け値は三・六五ポンド（一〇倍分割前では三六・五ポンド）と小幅な値動きに止まった。

本稿ではロンドン証券取引所の歩みを振り返った後、二〇〇〇年の脱相互組合組織化（demutualisation）とその後の推移、二〇〇一年の株式上場の詳細を紹介し、取引所の脱相互組合組織化と株式上場について考察する。<sup>(2)</sup>

## 1 ロンドン証券取引所の歩<sup>(3)</sup>

ロンドンでは一六九〇年代から証券取引が活発化し、当初は他の商品取引と同様に王立取引所で取引が行われていたが、一七六〇年に王立取引所から追い出された約一五〇人の株式ブローカーは隣接するエクステンジ・アレイのコーヒーハウスに場所を移して取引を行っていた。そして、一七七三年七月二日にスウィーティングス・アレイにストック・エクステンジと名付けられた新たな建物が開設されたのがロンドン証券取引所の起源とされている。ただし、一七七三年には取引場所が移ったというだけであり、一八〇一年三月一日にストック・サブスクリプション・ルームと改名し、会員資格審査が導入されたこと、そして一八〇二年三月二七日に制定された定款を設立根拠とする任意団体となったことが、今日のロンドン証券取引所につながる画期と言われている。

一九世紀半ばにイギリスでは各地にロンドン証券取引所をまねた証券取引所が開設されていたが、政府やローカル企業の発行した証券を取引すること、重複上場銘柄の値鞘を稼ぐということがその存立基盤となっていた。しかし、電信や電話の普及とともにその存立基盤を失い、一九七三年三月二五日にアイルランドのダブリン証券取引所を含めた約二〇の証券取引所がロンドン証券取引所に統合され、ザ・ストック・エクステンジを正式名称とすることになった。

一九八六年のビッグバンにおいて、会員に対する出資制限の撤廃（三月）、手数料の自由化（一〇月）、単一資格制度の廃止（一〇月）、自動気配表示システムSEAIQの導入（一〇月）が行われ、外国証券業者が中心となつて外国株やユーロ債の取引をロンドンで行っていたISRO（International Securities Regulating Organization）との年内の合併を控えて、一一月一九日にはロンドン証券取引所の定款が変更され、連合王国・アイルランド共

和国国際証券取引所 (The International Stock Exchange of the United Kingdom and the Republic of Ireland) という名称で一九八五年会社法に基づく有限責任私会社 (private limited company) としてイングランドノウエールズで登記された。そして、この定款の変更によって会員資格は無限責任の個人会員から有限責任の法人会員へと変更され、それまでの個人会員には所有権・議決権・取引参加権はなく、六〇歳になれば一万ポンドで償還されるA株が交付され、個人会員によって結成された会員商社には所有権・議決権・取引参加権を伴うB株が交付された。また、会員の対顧客業務を監督する自主規制機能は一九八六年金融サービス法に基づいて設立された証券業協会 (The Securities Association 後のSecurities and Futures Association) に移管された。

一九八八年四月には金融サービス法に基づく公認投資取引所として認定され、一九九一年には取引所の執行機関は理事会 (The Council of the Exchange) から取締役会 (Board of the Directors) に変更された。その際、取締役会の定員は三二人から二五人へと七人削減され、メンバー構成も会長、最高経営責任者、三名の常任役員のほか、非常任役員には会員以外の銀行や上場企業、資産運用業者も加え、ニューヨーク証券取引所と同じような形となった。

なお、EU加盟国は自国の法規制を有すべしというEU投資サービス指令の発効を一九九六年に控えてアイルランド証券取引所が分離独立し、一九九五年二月九日には正式名称はロンドン証券取引所リミテッド (London Stock Exchange Limited) に変更されている。

一方、一九九二年には株式オプション部門LATOMをロンドン国際金融先物取引所 (LIFFE) に移管、一九九三年には株式受け渡し・決済システムTAURUSの導入を断念 (一九九七年にはイングランド銀行が尽力したCRESTに株式決済部門を移管) し、ピーター・ローリンス最高経営責任者は引責辞任、一九九五年一二

月には電子株式オークション取引システム（一九九七年一〇月導入のSEIS）の採用を決定したが、一九九六年一月には電子取引システムの導入を強行したマイケル・ローレンス最高経営責任者は解任<sup>(4)</sup>、一九九八年七月にはヨーロッパ統合株式市場を目指してドイツ取引所と戦略的提携の締結<sup>(5)</sup>、二〇〇〇年一月の上場承認権限の金融サービス機構（Financial Services Authority）への移管、二〇〇〇年五月のドイツ取引所との合併／ナスダックとの提携計画発表<sup>(6)</sup>、二〇〇〇年八月のOMグループによる買収提案、二〇〇〇年九月のドイツ取引所との合併／ナスダックとの提携計画撤回、ギャビン・ケイシー最高経営責任者の引責辞任、二〇〇〇年一二月のOMグループによる株式公開買付（TOB）失敗、二〇〇一年四月の南アフリカ共和国のヨハネスブルグ証券取引所との相互取引計画発表など、ロンドン証券取引所を取り巻く重大事件は目白押しであった。

他方、この間のロンドン証券取引所の一貫した方向性は会員業者の利害からの独立であり、個々の事例においては必ずしも成功してはいないが、一九九九年七月三〇日には当時はナスダックやニューヨーク証券取引所も目指していると伝えられた脱相互組合組織化の方針を打ち出し、二〇〇〇年三月一五日の臨時会員総会での承認を経て、二〇〇〇年六月八日にはロンドン証券取引所、ビーエルシー（London Stock Exchange plc）という公開会社に組織変更されている。そして、かつてのB株保有者に対して一〇万株が割り当てられた株式の取引が二〇〇〇年七月二四日にはカザノブ社を通じて開始された。

OMグループによるTOBのさなかの二〇〇〇年一〇月一九日には株式会社への移行の経過措置として設けられた四・九%の保有株式制限条項の撤廃が臨時株主総会で投票にかけられたが、四分の三の賛成は得られなかった。ロンドン証券取引所の上場規則ではこの条項を撤廃しなければ上場できず、二〇〇一年七月一九日の投票で撤廃されたことを受けて、翌七月二〇日にロンドン証券取引所は自らの市場に上場することとなった。

## 2 二〇〇〇年の脱相互組合組織化

一九九九年七月三〇日、ロンドン証券取引所の取締役会は相互組合的組織形態から株式公開会社の組織形態へ移行するという方針を発表した。<sup>(7)</sup> この提案はそれまでの一会員一票という相互組合的組織形態から保有株式数に応じた決定権を持つ組織形態へ移行するということであり、同時に取引所の所有権（議決権・配当請求権）と取引所での取引参加権を分離するということを意味する。そして、プレスリリースでも述べられているように、この所有権と取引参加権の分離は電子取引が普及した市場の要求に応えるためであった。

ヨーロッパでは一九九三年に制定され、一九九六年から施行されているEU投資サービス指令によって、あるEU加盟国の規制当局によって認可された金融機関は他のEU加盟国における活動を当該国の規制当局の認可なしに行うことができるようになった。その結果、国内での活動拠点の設置を認可の要件としてきた従来の規制体系は無意味となり、当該国に活動拠点を持たずに活動することも可能になった。そして、規制当局の監督のもとに会員の自主規制を行ってきた取引所も国内拠点の有無を会員資格取得の条件とすることはできなくなった。折からの電子取引システムの普及と相まって、遠隔地会員制度がアムステルダム証券取引所（後のアムステルダム取引所、現ユーロネクスト・アムステルダム）やストックホルム証券取引所（現OMストックホルム取引所）、ドイツの金融先物取引所DTB（一九九八年にスイスの金融先物取引所SOFEXと合併して現在は世界最大の先物取引所ユーレックス）などで採用されることになった。取引所の電子化は物理的な制約を最大の原因として会員数を制限してきた取引所にとっては、一定の資格要件を満たせば新規会員を排除する理由が見当たらないという意味で伝統的な取引所の会員組織に変革を迫ることになったのである。また、電子取引システムの採用がこうした会員組織の変更を伴うことから会員権が高く、既得権益の大きい会員を要する取引所ほど、電子取引シ

システムの採用が遅れることにもなった。

ロンドン証券取引所は一九八五年にいち早く自動気配表示システムSEAQインタナショナルを導入し、一時はヨーロッパ諸国の株式取引を一手に担うほどの勢いであった。しかし、一九九〇年代に入ってヨーロッパ諸国が証券市場改革を進めるとともに取引所の電子化に乗り出したのに対して、ビッグバン以前のジョバー制度との類似性を備えた気配表示システムに固執したロンドン証券取引所は自動執行機能を有したオークション形式の電子取引システムで遅れをとり、ロンドン証券取引所の一人勝ちという状況は失われてしまった。しかもイギリス政府が共通通貨ユーロの導入を決意しないことで、ユーロ導入国の取引はユーロ導入国に拠点を見出すのではないかという見方も広がった。ドイツ取引所が一躍ヨーロッパの主要市場として注目されるようになった背景にはこうした要因も働いていたものと考えられる。

二〇〇〇年二月二日、前年七月の取締役会の決定を受けてロンドン証券取引所の脱相互組合組織化に関するインフォメーション・メモランダムがB株所有者（法人会員）に配布された。<sup>8)</sup> インフォメーション・メモランダムでは脱相互組合組織化のメリットとして、顧客ニーズに対する明確なフォーカス、効率的な意思決定、ビジネス環境の変化に対するフレキシビリティ、完全な商業ベースでの運営、の四つを上げており、当面は四・九%を越える株式の保有を禁止し、株式市場に関しては今後の検討課題とすること、二〇〇〇年三月一五日の臨時株主総会で投票総数の四分の三で可否を決すること、減資に対する裁判所の承認を待つて早ければ二〇〇〇年五月からカザノブ社を通じて毎日二時から二時三〇分の間オークション形式で株式の取引を開始すること、脱相互組合組織化後には正式名称をロンドン証券取引所ビーエルシーに変更すること、この脱相互組合組織化のアドバイザーはシュローダー社（J. Henry Schroder & Co. Limited）であること、などが説明されていた。

このほかにインフォメーション・メモランダムでは以下のようなことも明らかにされていた。ロンドン証券取引所には一九九九年九月三〇日時点で二億一三〇万ポンドの株主ファンドがあり、このうち一四七〇万ポンドはA株所有者（個人会員）、一億九六六〇万ポンドはB株所有者（法人会員）に属する。ロンドン証券取引所の資本金一〇〇〇万ポンドは五六〇一株のA株と一万四三九九株のB株（各五ペンス）から成っている。そして、A株は所有者の希望に応じて一株一万ポンドで二〇〇二年一月三十一日までロンドン証券取引所によって買い戻される予定であり、二〇〇〇年一月三十一日時点ではすでに四五三八株が買い戻され、一〇六三株しか存在していない。他方、B株は二〇〇〇年二月二日時点で一万四三九九株存在し、株式信託基金（Share Trustee）を通じて移転されてきたが、株式信託基金の所有するB株に議決権は認められていない。

今回の提案では、A株は非発行分も含めてすべて償却され、減資が実施される日にA株所有者は一万ポンドを支払われること、株式信託基金が所有するB株は一ポンドでロンドン証券取引所に移転され、償却されること、B株は普通株に転換されること、授權資本金は三九九万八五六〇一株の追加普通株の発行によって二〇〇万ポンドに引き上げられること、株式信託基金保有B株の移転・償却後、普通株保有者は九万九九九株の普通株式を付与される（保有株式と合わせると一社一〇万株となる）ことが予定されており、その結果、授權資本金は四〇〇〇万株で二〇〇万ポンド、払い込み資本金は二九八〇万株で一四九万ポンド（各五ペンス）となる。

二〇〇〇年三月一五日の臨時株主総会では脱相互組合組織化が可決され、六月九日にはロンドン証券取引所はロンドン証券取引所ピーエルシーとしてドイツ取引所やパリ取引所（当時）に先駆けて公開会社となり、七月二四日からはカザノブ社を通じた取引が開始された。<sup>9)</sup>



### 3 脱相互組合組織化後の推移<sup>(10)</sup>

二〇〇〇年五月三日に発表されたドイツ取引所との合併／ナスダックとの提携計画ではロンドン証券取引所とドイツ取引所がともに持ち株会社に所有される形が計画され、ロンドン証券取引所に残る四・九%の保有株式制限条項の撤廃がその前提条件となった。九月一四日に予定されていた臨時株主総会で合併計画の承認と合わせて保有株式制限条項の撤廃が投票される予定であったが、株式取引開始が遅れたこともあって株主構成は小口ブローカーの株主が多い状態で推移し、重要決定事項に対する四分の三という決議条項も災いして、八月後半には合併計画の承認を危ぶむ声が強まっていた。そして、ストックホルム証券取引所を傘下に持つスウェーデンのOMグループは八月二五日にロンドン証券取引所に対して買取提案を行い、これが拒否されたことを受けて八月二九日にロンドン証券取引所の株主に対して株式公開買付を宣言した。これもロンドン証券取引所が公開会社となつたからこそ可能となったことであり、脱相互組合組織化「公開会社化」もたらした結果であった。

結局、ロンドン証券取引所はOMグループの敵対的買収への対応に専念するという名目で九月一二日のドイツ取引所との合併／ナスダックとの提携計画を撤回したが、OMグループが公開買付を宣言しなかつたとしても予定通り、ドイツ取引所との合併計画が株主によって承認されていたかどうかは定かではない。九月一四日の臨時株主総会は経営陣に対する中小株主の不満が爆発し、翌九月一五日にはケイシー最高経営責任者がロンドン証券取引所の最高経営責任者としては三人続けて任期中に交替することになった。小口ブローカーの不満が高まったことを受けて一〇月七日の講演でロンドン証券取引所のドン・クルックシャンク会長は、諮問会議を設置し、政策決定に利用者の声を反映すること、大口の国際的市場と並んで国内の小口市場のニーズにも応えること、

未上場株市場であるAIM (Alternative Investment Market) とテクノロジー銘柄を集めたテックマーク

(techMARK)を国際的な市場として再編成し、ヨーロッパのベンチャー株式市場をロンドンに作り上げることなどを明らかにした。他方、一〇月一九日に開かれたロンドン証券取引所の臨時株主総会では四・九%の株式保有制限の撤廃が投票にかけられたが、四分の三の賛成は得られず、OMグループによる公開買付は絶望的となった。そして、一月一〇日の公開買付最終期限までにロンドン証券取引所の株式の六・七%（一九七万九七四九株）しか応募を得られず、OMグループによる証券取引所の敵対的買収という前代未聞の試みは失敗に終わった。

二〇〇一年一月二四日にはケイシー前最高経営責任者の辞任以来、クルックシャンク会長が兼任してきた最高経営責任者に元LIEF&F副会長のクララ・ファース女史が二月五日に就任することが発表され、ファース女史は最高経営責任者の指名直後にロンドン証券取引所の上場はロンドン証券取引所の新たな戦略の一つであると語ったと伝えられた。三月五日にはファース最高経営責任者がAIMとテックマークの国際的なプロモーションを開始することを発表し、三月二三日にはこうしたマーケティングを重視した戦略に合わせて、ロンドン証券取引所の経営構造も大幅に見直されることになった。そして、四月二日にはロンドン証券取引所は南アフリカのヨハネスブルグ証券取引所（JSE）に電子取引システムSEETSSを提供し、将来的にはロンドン証券取引所のSEETSS対象銘柄とJSEのSEETSS対象銘柄を相互に取引できるようにする予定であることを明らかにした。また、四月には外国株電子マーケットメーカー市場であるインターナショナル・リテイル・サービス（IRSS）、SEAQインターナショナルで取引されてきたエマーシング・マーケット株式の預託証書の取引をSEETSSによるオークション取引に変更したSEAQインターナショナル・オーダーブック（IOB）、SEAQ銘柄のクロス取引を行うSEAQクロスシーズ（SEAQ Crosses）といったSEETSS（Trading Services Enhancements April 2001）と名付けられた一連の取り組みもロンドン証券取引所で行われた。

#### 4 二〇〇一年の株式上場

二〇〇一年五月一日、二〇〇一年三月末の年次報告を行う五月二四日にファース最高経営責任者がロンドン証券取引所の四・九%の保有株式制限条項撤廃を提案し、株式上場を宣言するという噂が流れた<sup>(11)</sup>。そして、ロンドン証券取引所自身の時価総額はドイツ取引所やユーロネクストには及ばないことから再び買収提案を受ける可能性があり、それを見越して株価は五月一日(金)の二九・八ポンドから五月二一日(月)には三三・九ポンドまで値上がりし、最高値を更新した<sup>(12)</sup>。五月二四日、ロンドン証券取引所は七月中に株式を上場することを発表したが、その際に株式売り出しに伴う資金調達は行わないことも明らかにした。その代わりに一〇倍の株式分割を行い、流動性を高めるとクルックシャンク会長は語り、ファース最高経営責任者はヨーロッパの株式市場間競争で優位に立つためには買収も辞さないという強気の発言をしたと伝えられている<sup>(13)</sup>。

六月一日には上場目論見書が発行され、七月一九日に四・九%の保有株式制限条項の撤廃投票を行い、七月二〇日に自らへの上場が計画されていることが明らかになった<sup>(14)</sup>。上場目論見書では株式上場のメリットとして、

脱相互組合組織化後、ロンドン証券取引所は株主価値の最大化という方針で運されてきたが、これをさらに押し進めるためには株式の完全上場が必要であること、株式の完全上場は資本調達を容易にし、グローバルな資本市場のリーダーに必要な戦略的フレキシビリティをもたすこと、株式の完全上場は広範囲の企業がロンドン証券取引所に投資することを可能にすることが上げられており、戦略的目標を達成するためには財務的フレキシビリティを可能にする強固なバランス・シートが必要であり、現在のキャッシュ・バランスのもとでは新株売出しによる資金調達が必要でないことも明らかにされていた。なお、この戦略的目標とは、ヨーロッパ時間帯における中心市場となること、サービスを拡充し、多様な商品(上場投資信託、カバード・ワラント、非株式

商品)を提供すること、技術提供、コネクティビティ拡大、EITサービスへの参入など、グローバルなリンク、パートナーシップ、サービス関係を通じてビジネスの範囲と規模を拡大すること、ロンドン証券取引所の実績、ブランド、評判を高め、取引費用の削減を促進し、資本市場を効率化させること、の四つと説明されている。

脱相互組合組織化後の資本金は二〇〇〇年四月二日に個人会員所有のA株をすべて買い戻し消却した後、法人所有のB株を普通株(五ペンス)に転換し、一〇万倍の株式分割によって二九七〇万株、一四八万五〇〇〇ポンドとなっていた(脱相互組合組織化のインフォメーション・メモランダムでは二九八〇万株、一四九万ポンドが予定されていたが、一〇万株/五〇〇〇ポンド少なく、一法人会員が消滅したようである)。今回の上場計画では、授權資本金を五億株、二五〇〇万ポンドとし、普通株式を一〇倍に株式分割することによって、払い込み資本金は二億九七〇〇万株で一四八五万ポンドとすること、そしてロンドン証券取引所での上場要件となる四・九%の株式保有制限条項を撤廃することが予定されていた。

七月一九日の臨時株主総会では賛成一五〇〇万票以上、反対六三〇票の大差で四・九%の保有株式制限条項の撤廃が決まり、翌七月二〇日にロンドン証券取引所は自らの市場で株式の上場を果たした。<sup>(15)</sup>すでにロンドン証券取引所の株式は二〇〇〇年七月二四日からカザノブ社を通じて取引が開始されており、四・九%の保有株式制限条項が撤廃され、一〇倍の株式分割が行われたことを除けば、株式上場前と何のかわりもなかった。実際、カザノブ社を通じた取引が開始された二〇〇〇年七月二四日にはロンドン証券取引所の株式の初値は二八ポンド、その日の安値は二〇ポンド、引け値は二二ポンドと乱高下していたが、二〇〇一年七月一九日のカザノブ社での引け値は三九・七五ポンド、二〇〇一年七月二〇日のロンドン証券取引所での引け値は三・六五ポンド(一〇倍分割前では三六・五ポンド)と小幅な値動きに止まった。<sup>(16)</sup>

## 5 取引所の脱相互組合組織化と株式上場

ロンドン証券取引所の株式上場は二〇〇一年二月五日のドイツ取引所の株式上場、二〇〇一年七月六日のユーロネクストの株式上場に次いでヨーロッパの主要証券取引所の株式上場としては最後になり、新規の資金調達（株式売り出し）を伴わないイントロダクションという形での上場であり、かつすでに公開され、株式の取引が行われていたことからドイツ取引所やユーロネクストの上場ほど注目を集めることはなかった。しかし、ドイツ取引所が二九%、ユーロネクストが二七%の株式上場に止まったのに対してロンドン証券取引所は一〇〇%の完全上場であり、同じ株式上場といっても他の取引所の上場とは意味合いが大きく異なる。

その一つの例としては、二〇〇〇年八月にスウェーデンのOMグループがすでに試みているように、株式市場を通じたロンドン証券取引所の買収が可能であるという点である。かつてロンドン証券取引所のクルックシャンク会長が語っていたように、ドイツ取引所は上場しているといってもドイツ取引所の株式は市場を通じては二九%までしか取得できず、上場されていない株式の移転についてはドイツ取引所の認可が必要となっている。株式会社化した他の取引所でも多かれ少なかれ、保有株式制限条項や政府機関等による株式所有によって実質的には買収が困難である仕組みになっている。昨今の株価指数の見直しにおいては上場株式時価総額加重平均が市場実勢をあらわすものとして評価を高めており、世界的にこうした形で株価指数の見直しが進めば株式持ち合いが多く、株式上場比率の低いわが国企業のウエイトが下がるのではないかという心配もなされている。実際、ドイツ取引所はDAX指数の選定に当たって売買高と株式時価総額に加えて、株式上場比率を参考基準としている。上場企業に対しては株式上場比率の引き上げを推奨しながら、自らはその意思が無いというのは、自らは他の企業と異なる特別な存在であるとしていることであり、そうであればその理由を明らかにし、個々の上場企業につ

いてもその業種なり、地域なりの特殊性を考慮することも必要となるであろう。

一人一票の議決権を持つ会員による相互組合組織的取引所から所有株数に応じて議決権が得られる株式会社取引所への移行はその組織形態そのものではなく、実質的な意思決定がどのような形で行われるのかという点が重要である。組織形態においては日本銀行は株式会社であり、株式をジャスダック市場で公開していることになっているが、だれも日本銀行を他の株式会社と同じようには考えていないであろう。取引所も同じであって、相互組合組織的取引所からの離脱の行き着く先の一つは株式を完全上場した取引所であり、ロンドン証券取引所は今回世界で初めてこれを実現したのである。その意味でロンドン証券取引所の株式上場はドイツ取引所やユーロネクストの株式上場よりも画期的であると言えるよう。

しかしながら、すべての取引所がロンドン証券取引所のように株式の完全上場を果たすべきであると考えるところとは早計であろう。従来の相互組合組織的取引所における問題点を克服するために生まれたのが脱相互組合組織化の流れであり、その多くは現在、株式会社化、株式上場へと向かっている。中にはニューヨーク証券取引所のように一度は株式会社化を唱えながらウターンした例もあるが、ニューヨーク証券取引所を除けば主要な取引所で明確に株式会社化を当面の検討課題としていない取引所は見出しがたい。とはいえ、現実の事業活動においては株式会社以外の形態で運営されている企業も存在し、株式会社形態、株式上場のみを取引所の将来像として描くことには問題があるよう。そもそも取引所は株式会社形態が適した組織なのであるうか。かつてはどうであったのか。取引所はいつからその存在意義を変えたのか。取引所の脱相互組合組織化という試み自体に反対するものではないが、十分に考慮することなく、流行に乗って失敗するということも考えておくべきであろう。

中立・公正を求められる審判が利益を追求しても試合はうまく運ぶのであろうか。

- (1) ドイツ取引所とユーロネクストの新規株式公開（IPO）については、拙稿「ドイツ取引所の新たな戦略」IPOと情報提供拡充」（本誌一五九二号、二〇〇一年三月）、「ユーロネクストのIPO」ドイツ取引所のIPOとの明暗」（本誌一五九七号、二〇〇一年八月）を参照。
- (2) 取引所の脱相互組合組織化（＝株式会社化）の意味については、二上季代司「証券取引所の株式会社化の意義」（本誌一五九七号、二〇〇一年八月）が詳しい。
- (3) 以下の記述は、Ranald Michie, *The London Stock Exchange: A History*, Oxford University Press, 1999, 『図説イギリスの証券市場』（一九九七年版）『日本証券経済研究所、二上季代司「証券取引所の組織構造」』（本誌一五八八号、二〇〇一年一月）、「CHRONOLOGY: Long, winding road to LSE Plc.」*Reuters*, 19 July 2001, 等にもある。
- (4) ロンドン証券取引所における電子取引システム導入の経緯については、拙稿「ロンドン証券取引所における新取引システムの導入（上）」『証券経済研究』一一号、一九九八年一月）を参照。
- (5) ロンドン証券取引所とドイツ取引所の戦略的提携については、拙稿「英独証券取引所による戦略的提携の意味するもの～EU統合後の証券取引所の行方」（本誌一五六五号、一九九八年二月）、「ロンドン証券取引所における取引制度変更～ユーロツパ統合株式市場へ向けての第二歩」（本誌一五七三号、一九九九年八月）、「ユーロネクスト」三つどもえのヨーロッパ株式市場」（本誌一五八一号、二〇〇〇年四月）を参照。
- (6) ロンドン証券取引所とドイツ取引所との合併／ナスダックとの提携計画については、拙稿「iX」英独証券取引所合併計画」（本誌一五八三号、二〇〇〇年六月）を参照。
- (7) London Stock Exchange, "London Stock Exchange To Adopt New Structure," *Press Release*, 30 July 1999

- (http://www.londonstockexchange.com/press/releases/30-07-99.asp)
- ( 8 ) London Stock Exchange, "Exchange Announce Proposed Changes To Ownership Structure: Vote on demutualisation set for 15 March," *Press Release*, 2 February 2000 (http://www.londonstockexchange.com/press/releases/02-02-00.asp), *Information Memorandum*, February 2000 (http://www.londonstockexchange.com/dealing/pdfs/demutualisation.pdf)
- ( 9 ) London Stock Exchange, "Exchange Votes To Demutualise," *Press Release*, 15 March 2000 (http://www.londonstockexchange.com/press/releases/15-03-00.asp)
- ( 10 ) シュリン取引所の合併計画撤回 オムグループにも影響 敵対的買収回避 ロンドン証券取引所の建つ直ぐ後には、拙稿「英独証券取引所の合併計画撤回～オムグループにも影響～」(本誌一五八七号、二〇〇〇年一〇月)、「ロンドン証券取引所の巻物返り策～海外キャンペーン・ジョーシ| | | | |」(本誌一五九四号、二〇〇一年五月)を参照。
- ( 11 ) Alen Mattich, "LSE Seen Calling Poll To Lift 4.9% Shareholder Limit," *Dow Jones Newswires*, 18 May 2001
- ( 12 ) Camilla Reed, "Sink or swim for LSE flotation?," *Reuters*, 21 May 2001
- ( 13 ) Margareta Pagano, "London Stock Exchange will float in July", *eFinancialNews*, 24 May 2001 (http://www.efinancialnews.com/story.cfm?passedref=1650000000014322&xsection=16)
- ( 14 ) Alen Mattich, "London Stock Exchange Confirms July 20 Listing Plan," *Dow Jones Newswires*, 18 June 2001, London Stock Exchange, *Introduction to the Official List Sponsored by Schroder Salomon Smith Barney*, 18 June 2001
- ( 15 ) Martin Flanagan, "LSE vote ends share cap," *The Scotsman*, 20 July 2001
- ( 16 ) Geoff Gibbs, "Exchange shares stall on debut," *The Guardian*, 21 July 2001



# 上海証券取引所のコーポレート・ガバナンス調査（４）

（上場企業のガバナンス文化を中心に）

王 東明

## 1 はじめに

企業のカバナンス制度は国ごとに多様であるが、それをベースにした企業のカバナンス文化も各国が異なる。企業のカバナンス文化はそれぞれの国の歴史的・経済的・文化的な諸条件によって形成され、また各国の法制度、株式所有構造および経営慣習などの側面とも密接に関連していると考えられる。一般的に西側先進国の公開企業のカバナンスの文化的な特徴は、おおざっぱにいえば二つのタイプがある。その一つは「株主重視」と「市場志向」的な米英企業のカタイプである。もう一つは「従業員重視」と債権者、取引先および株主の長期的な関係を維持する「内部志向型」・「関係指向型」の日独企業のカタイプが存在している。

しかし、経営環境が大きく変わると、それに対応する企業のカ经营理念やカバナンス文化も変化していくと考えられる。例えば、バブル経済崩壊以後の日本の状況を見れば、長引く不況の中、産業の空洞化、倒産、失業および企業のリストラが進み、戦後の高度成長で形成されたいわゆる「日本的経営（終身雇用、年功序列、企業別組合）」は大きな転換期を迎えている。企業のカ经营理念やカバナンス文化もこのような厳しい経営環境の下で、「株主重視」や「市場志向」的な方向へと変化しつつあり、近年の相互持ち合いの解消、年俸制やストックオプション

ン制の導入および日本版金融ビッグバンの実施などがその傾向を現わしているのではないかと考えられる。

一方、中国の場合は、周知のように、ここ二〇年余りの「改革・開放」政策が実施された結果、経済が高成長を遂げ、企業の経営環境も大きく変化した。しかし、経済システム全体は依然計画経済から市場経済への移行段階におかれているが、大部分の国有企業または国有株が支配的な立場にある企業は、計画経済時代の様々な旧慣行や意思決定の在り方が以前そのまままで存続し、政府と企業の関係および責任体制も必ずしも明確にされておらず、企業発展の阻害要因となっていると考えられる。

今回は、企業制度改革の「先頭部隊」といわれている上場企業から、とりわけ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ガバナンス文化の部分を紹介し、企業の意思決定の在り方とガバナンス文化の特徴をみることにしよう。

## 2 経営目標

企業経営の最も重要な目標は何かという質問に対して、「利益」という回答は四割、「利益と市場シェアの両方」の答えは五六・五%であった。両者を合わせれば九六・五%となり、その意味で利益が極めて重要な経営目標であり、また利益と市場シェアのバランス関係も経営目標として欠かせない。一方、「市場シェア」だけまたは「株価の維持」を経営目標として求めるのは極めて少ない（表1）。

そして、企業が利益を追求する目的は何かという質問に対して、

表1 企業経営の最も重要な目標

項目	比率 (%)
利益	40.0
市場シェア	3.3
利益と市場シェアの両方	56.5
株価の維持	0.2
合計	100.0

(出所) 1999年上海証券取引所の調査。

表2 企業が利益を追求する目的

項目	比率 (%)
株主の配当	61.3
元本と利息の返済	1.8
従業員の賃金と福利厚生の上アップ	9.6
内部保留の増加	11.0
増資できる条件の確保	16.3
合計	100.0

(出所) 1999年上海証券取引所の調査。

表3 企業が市場シェアの拡大を求める目的

項目	比率(%)
株価の上昇	5.9
貸付し易くなる	0.5
企業イメージのアップ	9.2
継続的な競争力の維持	84.4
合計	100.0

(出所) 1999年上海証券取引所の調査。

また、企業は市場シェアの拡大を求める目的が何かという質問について、八四・四％は「継続的な競争力の維持」のためであると答えた(表3)。近年、市場環境が大きく変化し、経営者は市場競争の意識が高まったことは一目瞭然である。

### 3 企業効率の推進力と阻害力

今回の調査では、企業の成功および高い効率を維持するための主な推進力として董事会(四八・五％)、經理層(経営陣)(三四・四％)、大株主(一一・七％)という順になっており(表4)、逆に、株主総会(五・一％)と監事会(〇・二％)が企業の成功と効率に果たす役割は比較的少ない。

また、企業の経営不振の影響要素(阻害力)として經理層(経営陣)(四九・二％)、董事会(二五・二％)、大株主(一一・九％)という責任の順になっている(表5)。

表4 企業の成功及び高い効率を維持するための主な推進力

項目	比率(%)
大株主	11.7
株主総会	5.1
董事会	48.5
監事会	0.2
經理層(経営陣)	34.4
合計	100.0

(出所) 1999年上海証券取引所の調査。

六割(六一・三％)以上の回答は「株主の配当」を選んだ(表2)。しかし、現状では、一部の企業は利益があっても配当をしないという「無配現象」が存在し、投資家は配当に対する期待よりキャピタル・ゲインを求める傾向があると取引所は分析している。また、「増資できる条件の確保」(一六・三％)は二番目に多い回答であった。この結果は、有償増資の条件として株主資本利益率(ROE)を一定の水準に保つことと密接に関連し、今後の増資と関わる「増資できる条件の確保」が如何に重要であることがわかる。逆に、「従業員の賃金と福利厚生の上昇」(九・六％)という回答は比較的少ない。

表5 企業の経営不振の影響要素

項目	比率(%)
大株主	11.9
株主総会	5.9
董事会	25.2
监事会	7.8
経理層(経営陣)	49.2
合計	100.0

(出所) 1999年上海証券取引所の調査。

一方、経営不振の責任を监事会(七・八%)と株主総会(五・九%)に求める声は比較的小さい。やはり経営不振の責任は主に経理層(経営陣)の陣頭指揮と業務執行に関わる意思決定や経営幹部を選ぶ董事会にあるという調査結果が出た。

#### 4 意思決定の在り方

企業の意思決定の在り方について、「誰が最も権限を持つべきか」という質問に対する回答は、株主総会(六七・五%)、董事会(三一・一%)、従業員代表大会(〇・四%)と超えたとはいえず、依然弱いと考えられる。

「誰が最も権限を持つと企業効率と競争力のアップに有利になるか」という質問に対して、上の質問と逆に、董事会(七一・七%)は七割、株主総会は二七・一%という結果が出た(表7)。この結果は日常経営などの業務執行の意思決定権と関連するが、企業効率と競争力に関することは株主総会より董事会の権限が強い方が有利になるということになっている。

「董事会と経理層(経営陣)のどちらが最も有効な意思決定機関になるか」という質問に関して、董事会(四九・三%)は最も有効な意思決定機関となっている(表8)。董事会は業務執行の意思決定機関

表6 誰が最も権限を持つべきか

項目	サンプル数	比率(%)
株主総会	168	67.5
董事会	80	32.1
従業員代表大会	1	0.4
合計	249	100.0

(出所) 1999年上海証券取引所の調査。

表7 誰が最も権限を持つと企業効率と競争力のアップに有利になるか

項目	サンプル数	比率(%)
株主総会	65	27.1
董事会	172	71.7
党委員会	1	0.4
従業員代表大会	2	0.8
合計	240	100.0

(出所) 1999年上海証券取引所の調査。

表8 董事会と経理層のどちらが最も有効な意思決定機関になるか

項目	サンプル数	比率 (%)
董事会	1,674	49.3
経理層 (経営陣)	1,075	31.6
両者同じ	649	19.1
合計	3,398	100.0

(出所) 1999年上海証券取引所の調査。

表9 董事会または経理層 (経営陣) の権限はどちらが強化して会社に有利になるか

項目	サンプル数	比率 (%)
董事会の権限の強化	794	24.2
経理層 (経営陣) の権限の強化	539	16.4
権限を明確にして同時に強化する	1,950	59.4
合計	3,283	100.0

(出所) 1999年上海証券取引所の調査。

としての認識が定着しつつあると考えられる。

「董事会または経理層 (経営陣) の権限はどちらが強化して会社に有利になるか」という質問に対して、「董事会の権限の強化」(二四・二%) は「経理層 (経営陣) の権限の強化」(一六・四%) より大きく、しかし「権限を明確にして同時に強化する」回答は大半(五九・四%) を占め、董事会と経営陣の機能を同時に強化する必要があるという調査結果が出ている(表9)。

そして、会社制約の主な要素に関して、市場、政策・法規といった外部制約(二九・八%) は内部制約(八・五%) より影響が大きく、「内部制約と外部制約の両方」(六一・七%) が重要であることがわかる(表10)。

また、会社発展にとって最も有効な制約が何かという質問に対して、上の質問とほぼ同じように、外部制約は内部制約より影響が強く、「内部制約と外部制約の両方」(六〇・二%) が重要であることになっている(表11)。

内部制約の最も有効な機関は何処かという質問に関して、「管理層の自己制約」(三七・七%) という回答は最も多く、その次に、董事会(二六・七%)、株主総会(一八・八%)、監事会(六・三%)、従業員(四・七%)、主管部門(二・八%)、地方政府(二・二%)、党组织(〇・七%)、工会(労働組合)(〇・一%) という順になっている(表12)。ここで管理

表10 会社制約の主な要素

項目	サンプル数	比率 (%)
内部制約	267	8.5
市場、政策・法規の外部制約	931	29.8
内部制約と外部制約の両方	1,933	61.7
合計	3,131	100.0

(出所) 1999年上海証券取引所の調査。

表11 会社発展にとって最も有効な制約

項目	サンプル数	比率(%)
内部制約	308	10.2
市場・政策・法規の外部制約	892	29.6
内部制約と外部制約の両方	1,817	60.2
合計	3,017	100.0

(出所) 1999年上海証券取引所の調査。

表12 内部制約の最も有効な機関

項目	サンプル数	比率(%)
株主総会	556	18.8
董事会	790	26.7
主管部門	83	2.8
地方政府	65	2.2
党組織	22	0.7
工会(労働組合)	4	0.1
従業員	138	4.7
管理層の自己制約	1,117	37.7
監事会	186	6.3
合計	2,961	100.0

(出所) 1999年上海証券取引所の調査。

表13 外部制約の最も有効な要素

項目	サンプル数	比率(%)
製品の市場(消費者)	1,716	56.5
株式市場(流通株の保有者)	172	5.7
ローンの獲得(銀行)	91	3.0
重要な設備と原材料を提供する企業	48	1.6
労働市場(優秀な人材の獲得と確保)	540	17.7
経営者市場(董事と経理の名誉と個人の将来)	303	9.9
マスコミ	3	0.1
消費者	166	5.5
合計	3,039	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。

表14 董事として主に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	335	10.5
株主全員(中小株主を含む)	2,467	77.5
董事会	358	11.2
経理層	3	0.1
従業員	20	0.6
最終顧客(製品とサービス)	3	0.1
合計	3,186	100.0

(出所) 1999年上海証券取引所の調査。

層の自己制約が最も重要で、経営のチェック機関である董事会と監事会の影響力が比較的低いことがわかる。また、計画経済時代の主な監督機関である主管部門と政府は、現在内部制約に対する影響力がかなり低下したと考えられる。

外部制約の最も有効な要素が何かという質問について、「製品の市場(消費者)」「(五六・五%)」という回答は半数を超え、それを「消費者」(五・五%)という回答を合わせれば、市場と消費者の回答は六割(六一%)を超え、近年、市場と消費者を重視する傾向が現われている。その次に、「労働市場(優秀な人材の獲得と確保)」「一

七・七％)、「経営者市場(董事と経理の名誉と個人の将来)」「(九・九％)、「株式市場(流通株の保有者)」「(五・七％)が外部制約の要素として比較的重要であることがわかる。逆に、銀行、取引先およびマスコミは外部制約の要素として影響力が低いこともわかる(表13)。

## 5 董事会(取締役会)の独立性

「利益が衝突する際、貴方は誰の利益を優先するか」という質問に対して、「会社の利益」を選んだのは六八・九％、「董事が代表する株主の利益」を選んだのは三一・一％であった。会社利益を優先する役員は大半を占めている。

また、「董事として主に誰に対して責任を持つか」という質問について、「株主全員(中小株主を含む)」「(七七・五％)の回答は最も多く、株主全員に対する責任を強めていることがわかる。「董事会」「(一一・二％)と、「派遣された株主」(一〇・五％)の回答も比較的多い(表14)。

そして、「上級経理層として主に誰に対して責任を持つか」という質問については、「董事会」(六五・六％)、「株主全員(中小株主を含む)」「(二五％)、「経理層」(五％)……という順番で(表15)、基本的には上級経理層の責任対象は董事会および株主全員という認識になっている。

外部董事あるいは独立董事制度の導入について、「賛成」は七四％(一、六三一人)、「反対」は二五・五％(五七五人)、「会社の具体的な状況による判断」は

表15 上級経理層として主に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	62	1.9
株主全員(中小株主を含む)	827	25.0
董事会	2,169	65.6
経理層	164	5.0
従業員	64	1.9
証券監督管理部門	2	0.1
政府主管部門	3	0.1
最終顧客(製品とサービス)	13	0.4
合計	3,304	100.0

(出所)1999年上海証券取引所の調査。

○・五％（一人）という調査結果が出た。

外部董事制度の導入に賛成する理由は、主に「外部董事の専門知識を活かし、様々な意見を吸収して董事会の意思決定の水準を高めることができる」（四五・七％）、「利益の影響を受けず、公正的な立場に立ち、客観的、独立的な意見を述べる事ができる」（一七・一％）および「董事会の監督機能を履行し、会社の内部董事と管理層に対して外部の監督を実施し、インサイダー・コントロールを回避して全株主の利益を維持できる」（一六・六％）に集中しており（表16）、ここで賛成の理由は外部董事の専門知識、公正的な立場、外部の監督およびインサイダー・コントロールの回避に集約していると考えられる。

また、外部董事制度の導入に反対する理由は、主に「彼らが業界の経験に欠け、会社の内部事情を知らず、良い意思決定ができない」（四二・四％）と「彼らの利益と会社の利益が一致せず、

表16 外部董事あるいは独立董事制度の導入に賛成する理由

項 目	人数(人)	賛成人数に占める比率(%)
0. 理由なし	57	3.5
1. 外部董事の専門知識を活かし、様々な意見を吸収して董事会の意思決定の水準を高めることができる	746	45.7
2. 董事会の監督機能を履行し、会社の内部董事と管理層に対して外部の監督を実施し、インサイダー・コントロールを回避して全株主の利益を維持できる	270	16.6
3. 大株主の董事会のコントロールを回避し、企業運営の透明性を高め、中小株主の利益を保護することができる	99	6.1
4. 利益の影響を受けず、公正的な立場に立ち、客観的、独立的な意見を述べる事ができる	279	17.1
5. 政府の干渉を回避し、特に国有株が支配的状況の下で、その支配力を弱めることができる	11	0.7
6. 外部あるいは第三者という立場から、企業の問題を発見し、企業の発展に有利になる	97	5.9
7. 外部董事制度を導入することによって、董事会の構成が変化し、董事会メンバーの多元化となり、考え方の多様化に貢献することが可能である	43	2.6
8. 会社の信頼性を高め、外部宣伝も拡大し、会社のイメージアップに有利になる	11	0.7
9. 外部董事あるいは独立董事の所属する「単位」（機関または企業）との協力関係を持ち、企業の対外関係の発展に有利になる	7	0.4
10. 会社法と証券監督管理委員会の規定による	3	0.2
11. 株主との間の利益を調整する	6	0.4
12. 「よそ者がモノ言いやすい」、中国の国情に合う	2	0.1
合 計	1,631	100.0

(出所) 1999年上海証券取引所の調査。



インセンティブを引き出すのは困難である。一方、内部董事は会社利益と密接に関連し、より会社利益を維持し、従って、企業経営は内部人員によるのが最も好ましい(二二・六%)ということになっている(表17)。ここで外部董事が業界の経験、内部事情、会社利益およびインセンティブとの関連に欠けていることから反対の理由になった。

そして、董事長と総経理の兼任に關しては、多数の董事(八一%)、監事(八三・一%)、および経理(八二・一%)が兼任に反対しているが、少数の董事(一九%)、監事(一六・九%)、経理(一七・三%)は兼任を賛成している。

兼任に賛成する理由は「董事会の

表17 外部董事あるいは独立董事制度の導入に反対する理由

項目	人数(人)	賛成人数に占める比率(%)
1. 大株主が董事会の権利を掌握することで、董事会の運営を規範されず、独立董事の役割を發揮できない	49	8.5
2. 彼らが業界の経験に欠け、会社の内部事情を知らず、良い意思決定ができない	244	42.4
3. 彼らの利益と会社の利益が一致せず、インセンティブを引き出すのは困難である。一方、内部董事は会社利益と密接に関連し、より会社利益を維持し、従って、企業運営は内部人員によるのが最も好ましい	130	22.6
4. 現在、外部董事の行為を規範する基準に欠け、彼らは責任感に欠け、利益に駆り立てられ易く、独立性を喪失している	28	4.9
5. 内部人員から構成される董事会は意思決定の一致を達成し易く、外部董事の参加は意思決定に関する対立を発生し易く、意思決定の迅速化に不利になる。現在、董事会の運営は外部董事の参加の必要がない	41	7.1
6. 董事は内外の区分が存在しない、重要なことは董事の素質を高めることである	1	0.2
7. 会社の企業秘密が外部に知られない	5	0.9
8. 彼らは董事会との意思疎通が不調である	9	1.6
9. 外部董事あるいは独立董事制度の導入は国情と会社の状況に合わない。中国は董事市場が欠け、招聘の基準の確定も難しく、招聘制度が不健全である	37	6.4
10. 彼らは精力的に会社の仕事を取り込むのは難しい	7	1.2
11. 董事は招聘ではなく、株主の指定によるもので、董事会メンバーの制限がある	7	1.2
12. 会社法が規定せず	3	0.5
13. 独立董事の経験と知識を利用できない	1	0.2
14. 外部董事を多くに招聘すると、大株主の利益に配慮できず、内部董事の権限を放棄することになる	8	1.4
15. 董事は株主を代表し、内外の区分をしないが、株主の代表でもない場合、如何に権利を行使するか	4	0.7
16. 一人が多くなると、利益も増える	1	0.2
合計	575	100.0

(出所) 1999年上海証券取引所の調査。

意思決定を貫徹し、意思決定の執行に関する干渉を減らし、管理の効率を高める」(七四%)、「董事長と総経理は支配的な国有株主による派遣で、その兼任は人的関係の矛盾を避けることができる」(八・六%)および「国有持株の下で、兼任は国情に合い、集権は改革をさらに促進することになる」(六・二%)に集中し(表18)、意思決定のスピードと効率性を重視する回答になっていると思われる。

一方、反対の理由は主に「董事長と総経理の各々の職務機能を発揮し、董事長はより企業の意思決定に重点を置く、総経理は具体的な経営に力を入れるべきである。また董事会の監督機能を十分に発揮でき、責任の不明瞭と管理の混乱を避けることができる」(三七・五%)、「分設は相互の牽制を図り、権力の集中を避けることができる。董事長は株主の代表として経理層のインセンティブを引き出すと同時に、その制約も働かせることができる」(三〇・八%)および「所有権と経営権の分離を実現すべきで、そうすれば、より

表18 董事長と総経理の兼任に賛成する理由

項 目	人数(人)	賛成人数に占める比率(%)
1. 董事会の意思決定を貫徹し、意思決定の執行に関する干渉を減らし、管理の効率を高める	352	74.0
2. 所有者と経営者の有機的な結合をさせることが可能である	7	1.5
3. 人材の育成に有利になる	7	1.5
4. 董事長と総経理は支配的な国有株主による派遣で、その兼任は人的関係の矛盾を避けることができる	41	8.6
5. 董事長は真の意味の出資者ではなく、兼任は董事長の権限を強めることができる	3	0.6
6. 総経理は董事長を兼任すべきである。総経理は会社の業務に最も精通し、視野も広い	3	0.6
7. 兼任者をもっと責任を持つべきである	17	3.6
8. 国有持株の下で、兼任は国情に合い、集権は改革をさらに促進することになる	29	6.2
9. 目前、董事長は総経理を兼任することが最適である	2	0.4
10. 能力があれば、兼任できるが、力が足りない場合は分設すべきである。経営者が大量の株式を持つと、兼任ができ、そうじゃない場合は、兼任しない方がよい	7	1.5
11. 企業の設立段階で、兼任すべきである。大企業は分設すべきで、小企業は兼任すべきである	4	0.9
12. 経験から、兼任は企業の発展にとって有利であることを証明している	2	0.4
13. 董事長と総経理の権限を区別できない	1	0.2
合 計	475	100.0

(出所) 1999年上海証券取引所の調査。

専門的な総経理の招聘が可能になり、企業の発展に有利になる。董事長は経営に干渉せず、意思決定の独立性とその質を保つことができる(一三・六%)という三点に集約している(表19)。ここで董事長と総経理の権限と責任の明確化、相互牽制、董事会の監督機能の強化および業務執行の独立性を強調することで、反対の理由があつたと考えられる。

## 6 ストックオプション

ストックオプションの導入について、「すぐ実施すべき」の答えは二七・一%で、「静観してから決めよう」という答えは六割(六一・四%)を超えている(表20)。ストックオプションの導入に慎重な態度を採っているのが大半であることがわかる。

表19 董事長と総経理の兼任に反対する理由

項目	人数(人)	賛成人数に占める比率(%)
1. 分設は相互の牽制を図り、権力の集中を避けることができる。董事長は株主の代表として経理層のインセンティブを引き出すと同時に、その制約も働かせることができる	576	30.8
2. 董事長と総経理の各々の職務を発揮し、董事長はより企業の意思決定に重点を置く、総経理は具体的な経営に力を入れるべきである。また董事会の監督機能を十分に発揮でき、責任の不明瞭と管理の混乱を避けることができる	701	37.5
3. 権力を集中し、意思決定の誤差と腐敗現象が出てくる可能性が高い、分権は他人を智慧を吸収でき、意思決定の水準を高めることができる	70	3.7
4. 董事長は株主を代表し、総経理は会社を代表し、両者の利益を統一できない	17	0.9
5. 所有権と経営権の分離を実現すべきで、そうすれば、より専門的な総経理の招聘が可能になり、企業の発展に有利になる。董事長は経営に干渉せず、意思決定の独立性とその質を保つことができる	257	13.6
6. 会社法、会社規定、15回4中全会、証券法、証券監督管理委員会などの要求による	67	3.6
7. 国有持株がない企業と大企業は分設すべきである	4	0.2
8. それぞれのインセンティブを引き出すことができる	9	0.5
9. 一人の精力には限界があり、意思決定と経営の両方に配慮することができない	64	3.5
10. コーポレート・ガバナンスと現代企業制度の要求に従って、分設は両権限の分離に有利になる。またインサイダー・コントロールを避け、持株株主の関係を薄め、株主利益の保護に有利になる	96	5.2
11. 国際慣習に合う	5	0.3
12. 企業状況から分設すべきである	2	0.1
13. 兼任は株主の利益だけを重視し、会社の利益を無視する	1	0.1
合計	1,869	100.0

(出所) 1999年上海証券取引所の調査。

## 7 むすびにかえて

以上、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ガバナンス文化の部分を紹介した。上場企業のガバナンス文化の特徴として、近年市場環境が大きく変化しているなか、基本的には市場競争の意識が高まり、市場と消費者を重視する「市場志向」的な方向へとシフトしている。また董事会（取締役会）の機能と独立性を強調するようになり、意思決定と業務執行の責任の明確化、監督機能の強化および経営者のインセンティブの重視などの面で変化がみられる。そして、計画経済の時代で強調されている政府の経済と企業ガバナンスを直接にコントロールする仕組みが大きく変化し、今回の調査結果から見れば、政府の企業のガバナンスに対する影響力はかなり低下し、企業制度改革の成果の一つとしてみることができないのではないかと考えられる。一方、国有株という大株主を重視する傾向があり、中小株主軽視、株主総会と監事会の形骸化および企業利益を優先することにも留意する必要がある。

### 注

- (1) 寺本義也編著『日本企業のコーポレート・ガバナンス』生産性出版、一九九七年、首藤恵「アングロアメリカン型企業統治と機関投資家の役割」米国型と英国型の比較』『経済学論纂』第四一巻、第三・四合併号、二〇〇〇年二月を参照。

表20 企業がストック・オプションに対する認識

項目	%
すぐ実施すべき	27.1
静観してから決めよう	61.4
中国の情況と合わない	3.5
はっきりしない	8.0
合計	100.0

(出所) 1999年上海証券取引所の調査。

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』二〇〇〇年一月二日至三日。

(おう とうめい・主任研究員)

# CPのペーパーレス化(1)

～日本初の不発行化(dematerialization)～

福本 葵

## 1 法案提出

二〇〇一年五月二四日、コマーシャルペーパー(以下、CP)のペーパーレス化を謳った法案「短期社債等の振替に関する法律案」が提出され、六月二〇日、衆参両議院での審議が終了、可決された。この法律は、二〇〇一年六月二七日に公布された。施行は、二〇〇二年四月一日である。

法案提出前の今年四月六日に経済対策閣僚会議から発表された緊急経済対策には、「証券のペーパーレス化や決済期間の短縮等を図るため、社債、CP、国債等について振替制度を創設する等、所要の法整備を図る」ことが盛り込まれていた。しかし、このたび通過した法案には、国債、社債のペーパーレス化は含まれておらず、これらのペーパーレス化はひとまず見送られることとなった。つまり、期待されていたような、国債や債券を含む横断的な振替制度を構築するための法整備はできなかった。とはいっても、例えばCPのみであったとしても、わが国の証券で、初めて本格的な不発行化によるペーパーレス化が実現するということは、やはり評価すべきことであろう。

CPのペーパーレス化によって、決済にかかる時間は格段に短縮すると予想される。短縮化が進みCPの当日

決済が実現されると、短期金融商品としてのＣＰの利便性は当座預金にも匹敵し、当座預金に補充的、または代替的な役割を担うことが期待される。資金不足の企業にとつては、ＣＰを発行することによって、当座貸越に代替する機動的な資金が得られる。一方、資金余剰の企業にとつて、それまで流動性確保のために、当座預金に無利子でプールしておかなければならなかった余剰資金をＣＰへの投資に振り替えることも可能となるであろう。ＣＰ決済期間の短縮は、ＣＰに利便性をもたらし、延いては、ＣＰ市場の発展にも結びつくものである。

現在、日本においても、決済機関や決済制度の統一化、証券の不発行化等、決済制度改革の議論が盛んであるが、この法案が通過したことによって、ＣＰの不発行化が他の証券よりも先行して実施されることとなった。このたびは社債の決済制度改革までは到らなかつたが、社債の決済制度は多くの問題を包含しており、早急な改革が求められている。これを押し進める上で、先行しているＣＰの決済制度改革が及ぼす影響は大きい。

本稿では、このたびの法案ではじめて本格的に実現した証券の不発行化とは何か、また、ペーパーレス化にあたり、従来考えられていたＣＰの法的性質をどのように捉え直したかについて考察したい。また次号では、現在のＣＰ市場の仕組みはどのようなものであるか、ＣＰ決済制度には、どのような問題があつたか、それが法律の施行後、どのように改善されるか、最後に日本の証券決済制度に残された課題について考察したい。

## ２ ペーパーレス化の形態

ＣＰのペーパーレス化を考える前に、そもそも証券のペーパーレス化とは何かについて考えてみたい。証券のペーパーレス化には、証券の不動化（immobilization）と証券の不発行化（dematerialization）とがある。不動化とは、一旦発行した証券を物理的に動かすことなく、移転させる制度であり、後者の不発行化とはそもそも証券

の発行を行わない制度である。現行の日本の株券等の保管振替制度は、証券の発行を前提としているもので、不動化といえる。保管振替制度では、一旦発行された証券を保管振替機関に預託し、保管振替機関が管理する帳簿上の振替によって証券の移転に代える。ここでは物理的な券面の移動はなく、移転に伴うリスクを回避することができる。保管振替制度は物理的な券面を不動化させる典型的な例である。

証券の大券化や不所持制度も不動化に含まれる。まず、大券化であるが、現在、日本における証券の多くは流通単位を一〇〇〇株としている。このような株券を一万株券や一〇万株券といった大券に統合することを大券化という。保管振替制度の中でも大券化は行われている。保管振替機関では、投資家から株式の預託を受けるとそれを保管振替機構名義に名義書換をする。そして、預託を受けた一〇〇〇株券を大券化して保管している。<sup>(1)</sup>

大券化の代表的な例として、アメリカにおいては、B E O (Book entry only) 債がある。これは発行の総量にあたる証券が一枚のみ発行される。個々の投資家はそのうちの持分権を有しているが、持分の券面発行請求権は認められていない。つまり、個々の投資家は、債券を券面で持つことはできず、全てが帳簿上で所有されることになる。

株券の不所持制度とは、株主が株券の所持を欲しない場合に利用される制度である。不所持制度を利用したい株主は、その旨を会社に申し出る。既に発行された株券があるときは、この株券を会社に提出する。このような請求を受けた場合、発行会社は株券を発行しない旨を株主名簿に記載するか、株券を銀行か信託会社に寄託し、かつその記載または寄託をしたことを株主に通知する。会社がこのような記載をしたときは、株式の発行ができない。会社に提出された株券は無効となる(商法二二六条ノ二)。証券の大券化、不所持化とともに、証券の発行を前提としている。



また、これらのほかの不動化に登録制度がある。国債や社債の登録制度では、一旦証券が発行されるが、証券を登録すると、その券面は効力を失う。登録制度においても証券の存在を前提としているが、投資家が発行の段階から登録制度を利用する場合もある。このときは発行そのものがなされない（社債登録法第四条第一項）。

このように証券の不動化は一旦発行された証券を不動化することであり、現在の保管振替制度や大券化、不所持化などがその例として挙げられる。では、証券の不発行とはどのようなものであるか。今回のCPのペーパーレス化は日本ではじめて本格的な不発行化を法制化したものである。次号で述べるように、いくつかの条件を満たして、CP（短期社債）と認められると証券の発行そのものがなされない（短期社債等の振替に関する法律第四十五条第一項<sup>(2)</sup>）。フランスは一九八四年より、全面的な証券不発行化を実施している。フランスでは、預託機関であるSICOVAMの口座の記帳、振替が証券の発行、移転と認められる。その他、アメリカは国債について不発行化を行っている。

### 3 日本のCP市場開設

次に、このたびペーパーレス化法案が通過したCPとは何かについて考えてみたい。CPとは、事業法人等が短期の資金を調達するために発行する一定の期限を持った無担保の約束手形である。CPは一八世紀、アメリカで誕生し、当時の未熟な銀行制度を補完するものとして発達したといわれる。アメリカ以外では、カナダ、ユーロ市場、フランス、イギリス、オーストラリアなどで発行されている。

日本国内のCP市場が開設される以前の一九七〇年代初めから、日本企業、特に大手総合商社の中に、アメリカの現地法人によって銀行保証付きのCPを発行するものが見られた。総合商社がCPの発行に熱心であったの

は、物流にともなう短期の資金が必要であるからである。その後、これらの現地法人の中には、高格付けを取得し、銀行や親会社の保証の付かないCPを発行するものも現れた。昭和五九年四月には、海外で発行されたCPの国内での売買が自由化されるに到る。そこで、海外でCPを発行していた総合商社を中心に産業界では、国内のCP市場の開設を求める要請が上がった。当時日本の短期金融市場では、機動的で安価な資金調達が難しかった。昭和五七年四月、産業構造審議会産業金融問題小委員会は、「今後の望ましい産業金融のあり方」と題した報告書を発表した。ここではCPのメリットとして、実質的資金調達コストの低減、機動的、弾力的な資金調達手段の整備、間接金融の効率化の促進、投資家にとっても運用対象を多様化するなどをあげる一方で、CP導入はわが国金融秩序の根幹に触れる問題なので、一層の検討を期待するとしている。

また、経済団体連合会は、六一年二月、資本対策部会を設置し、CP創設を要望している。このようにCP市場開設を求める声が高まる中、大蔵省は、銀行局と証券局と共同でCP導入について検討を開始している。六二年四月、大蔵省は骨子案を学識経験者で構成されるCP懇談会に提出し、CP懇談会は産業界の意見を踏まえて五月二〇日、CP導入案を証券取引審議会および金融制度調査会に提出した。このような経緯を経て、日本のCP市場は、一九八七年一月二日に開設された。

#### 4 CP発行の規制緩和

日本におけるCP市場が開設された一九八七年当時、発行者には数値基準や格付基準などの適格基準が課されていた。このため、CPを発行できるものは、優良事業会社および証券会社であった。これらの基準は順次緩和され、一九九八年の規制緩和によって現在は取り除かれている。CP市場開設当時課されていた数値基準とは、

純資産額を三千億以上、一一〇〇億以上、五五〇億以上の三段階に分け、それぞれについて、自己資本比率や純資産倍率、一株当たり配当金等の五つの項目について数量的な基準を設け、段階ごとに一定数の項目の条件を満たさなければならないとするものであった。また、当所の格付基準とは、A A格格付以上の企業、または純資産額が五五〇億円以上でA格以上の格付を取得している企業でなければC Pを発行できないとするものであった。これらの基準は、段階を経て徐々に規制緩和されてきた。C P市場が開設された翌年の一九八八年より既に、大蔵省はC P発行適格企業の拡大を行うことを発表し、C Pを発行できる企業は一九九〇年の証券会社解禁からノンバンク、保険会社と広がっている。また、一九九一年四月より順次、C P発行の適格基準は緩和されており、一九九八年には、完全に撤廃された。アメリカにおいては元々このような適格基準がなかったが、格付けの制度が定着していない日本においてC P導入する際に必要とされた。適格基準は撤廃されたが、C P発行のために格付けを取ることは、現在も実質的に必須である。

適格基準以外にもC P市場開設当時、C Pの期間は一ヶ月以上六ヶ月以内となっており、額面についても一億円以上とされていた。これらの制限についても一九九八年の大蔵省の通達廃止によって撤廃されている。

また、C Pは、一九九三年の証券取引法改正で、有価証券の一種となった。つまり、有価証券が何かを定義する証券取引法第二条八号が定められた。証券取引法第二条八号は一定の要件を満たす有価証券のうち定義省令一条で定めるものは有価証券とすると規定するものである。これはC Pを念頭に置いた規定である。

## 5 C Pの法的性質

### (1) 社債か約束手形か

前述のように、現在のC Pは、法的には、約束手形として位置付けられている。それが、短期社債等の振替に関する法律では、短期社債として位置付けられることになった。C Pの法的性格をどのように捉えるかについては、一九八七年、日本においてC P市場を開設する際にも議論となったものである。ここでは、国内C P開設当時どのような議論がなされたか概観する。

C Pの法的性格をどのように捉えるかの選択肢は、三つあった。一つは約束手形とすること。二つ目は、社債とすること、三つ目は約束手形でも社債でもない新たなものとするのであった。

国内C P市場の開設の議論が盛んであった当時、既に一部の企業は海外のC P市場を利用して、C Pを発行していた。更に、海外で発行されたC Pが日本の投資家によって売買されていた。このような現状が先行する中で、国内C P市場の早期の開設が発行サイドから切望されていた。約束手形でもない社債でもないものとするためには、新たに法律を作らなければならない。新たな法律ができあがるのを待って、C P市場を開設することは、時間的に難しかった。C P市場の早期開設のためには、C Pを当時の法律の枠組みの中で捉える必要があった。そこで、約束手形として捉えるか、社債として捉えるかの二者択一となった。

### (2) 社債と捉える場合の問題点

社債と捉える場合には、商法や証券取引法上、いくつかの問題点があった。商法上の問題としては、C Pを社債として構成すると、発行の都度取締役会決議が必要であり(商法二九六条)、機動的に発行できないことにな

る。また、社債には申込証を作成する必要があり（商法三〇一条）、これによってもCP発行の機動性に支障がきたされる。更に、一九九三年の商法改正で完全に撤廃されているが、当時の商法には、社債の発行限度が規定されていた（旧商法二九七条）<sup>3</sup>。証券取引法に関しては、社債は、発行の度に有価証券届出書の提出が必要であり（旧証券取引法三条、現証券取引法五条）、提出後は三〇日を経過しなければ募集を開始することができない（旧証券取引法八条、現証券取引法八条では、一五日に変更）、銀行などが取扱う際に、私募形式の斡旋に限られることなど（証券取引法六五条）の不都合があった。

### （3）約束手形として捉える場合

そこで、CPは約束手形として構成されることとなった。しかし、約束手形と捉えることについては、いくつかの問題点が指摘されていた。まず、約束手形は相対取引を前提として振り出されるものであり、CPのように不特定多数の投資家の存在を予定しているものではないこと、CPの大量発行は商法二六〇条に規定する「多額の借財」に該当し、これには取締役会の決議が必要であることなどである。また、前述のように、大量の投資家に向けて発行されることを前提としている社債には、発行のために必要な書類を徴求している。社債に類似の証券を約束手形として構成することは、社債に関する法規制の逸脱になるのではないかとする問題もあった。更に、開設当時の批判には、CPは融通手形であるので、危険であり、簡単には認められないとすることがあった。

これらの批判に対して、様々な対抗策を講じて、CPを約束手形と構成して発行することに漕ぎつけている。大量発行の度に、多額の借財として取締役会の決議を必要としないように、予めCPの発行金額の枠を取締役会で決議するという方法を認めた。また、社債との性格の違いを明確にするために、CPの最長期間を六ヶ月とし

た。これによって、長期の資金調達手段である社債と峻別され、CPは短期の資金調達という性格が明確になった。制度発足当時あったCPの最長期間を六ヶ月とする制限および発行単位に対する制限制限については、一九九八年六月、これを定めていた大蔵通達が廃止された。

CPは商取引の裏付けを伴わない融通手形であり危険であるので、簡単には認められないという批判に対しては、CPの発行者に一定の基準を設け、優良事業会社でないと発行できないこととすることによって危険を回避した。

## 6 少括

今年の通常国会に提出された「短期社債等の振替に関する法律案」が両議院を通過し、法律は二〇〇二年四月一日より施行される。これによって日本のCPはペーパーレス化されることとなった。証券の移転の段階においてのみの不動化（immobilization）ではなく、発行そのものを行わない不発行化（dematerialization）が日本で初めて本格的に行われる運びとなった。また、今回の法案で、CPは短期社債として捉えられることに変更になったが、それまでは約束手形として捉えられていた。本稿では、日本におけるCP市場の歴史を概観し、導入から今までCPがどのように変化してきたか、また導入当初、なぜ約束手形として捉えられることとなったかについて考察した。

次号では現行のCPの発行、流通、決済を説明し、それらがどのような問題を抱えていたか、このたびの法案成立によって制度はどのように変化するかについて見て行くこととする。

注(1) 預託した投資家は自己の持分について株券の交付を請求する権利を持っている(株券等の保管及び振替に関する法律

第二八条第一項)。株券交付請求権に機動的に対処するため、いくらかは一〇〇〇株券のまま保管しなければならぬ。

(2) 「短期社債については、社債券を発行することができない。」

(3) 旧商法二九七条社債は資本および準備金の総額を超えてこれを募集することを得ず

最終の貸借対照表により会社に現存する純資産額が資本および準備金の総額に満たざるときは社債はその資産額を超えてこれを募集することを得ず

旧社債償還のためにする社債の募集については、その旧社債の額は社債の総額中にこれを算入せず、この場合において、払込期日、もし数回に分かちて払込をなさしむるときは、第一回払込の期日より六月内に旧社債を償還することを要す

社債の限度額は九〇年代に規制緩和が行われ、一九九三年の商法改正において、社債の発行限度額規制は完全に撤廃された。

#### 【参考文献】

金融法委員会「証券の振替決済にかかる法制に関する中間論点整理」について、平成一二年四月三日。

<http://www.fib.go.jp/publication06-j.htm>

大蔵省証券局資本市場課 天谷知子「動き出したCP」税務研究会出版局、昭和六三年四月。

川村雄介『CP』『コマーシャル・ペーパー 企業ニーズに因應の新調達手段』、有斐閣 一九八七年六月。

日本経済新聞社編『短期金融市場』、日本経済新聞社、昭和六二年五月。(ふくもと あおい・研究員)

# オプション市場休止が意味するもの

三木 まり

## 1 はじめに

大阪証券取引所において、六月末をもって、電子取引システムを利用したオプション市場が、株式取引の売買が低調なために休止された。オプション市場は、平成一〇年二月一日に施行された改正証券取引法において、証券取引所による複数の有価証券市場が可能になったことを受けて、昨年二月一日に開設されたものである。オプション市場の創設にあたっては、機関化現象の進展に伴う投資手法の多様化に対するニーズに応えること、及び、現物市場の流動性と価格発見機能を向上させることが目的であった。また、オプション市場は、機関投資家向けの市場で、売買成立まで注文情報が漏れない独自の価格形成が特徴であった。

しかし、主な参加者として見込まれていた機関投資家の参加が少なく、今年二月一三日に取引対象銘柄をそれまでの大証取引所一部上場銘柄から、ナスダック・ジャパン市場銘柄を含む同取引所上場全銘柄に拡大したが、半年の累計売買高は、八万五〇〇〇株と低調で、売買の活発化する見込みが少ないため休止された。<sup>(1)</sup> オプション・システムが開発された米国においても、ナスダック、パシフィック証券取引所ともに二〇〇〇年九月二一日付けでオプション市場の取引を休止し、これをもって開発したオプション・テクノロジー社は株式売買の付合わせ業務から撤退している。

本稿では、機関投資家の潜在的需要はあったものの、開設後半年あまりで休止に至ったオプション市場に



ついで、その休止の要因と電子取引システムの持つ課題について検討することにした。

## 2 オプティマーク市場の概要

オプティマーク (OptiMark) は、コロラドのオプティマーク・テクノロジー社 (OptiMark Technologies, Inc.) が一九九六年九月に発表し、一九九七年一月一八日に米国特許庁から特許を得た取引システムである。オプティマーク・システムでは、従来の価格、サイズ (株数) という発注方法に加えて、「優先度」という新たな注文尺度が付け加えられた。優先度は、○から一の間の○・一刻みの数値で指定される。一は絶対に取引を成立させたいという売買意思を、○は全く取引を成立させたくないという売買意思を表す。その際、優先度は視覚的に色別で表示される。例えば、優先度○は黒、さらに優先度が上がるにしたがって紫・青・赤・黄、優先度一は白となる。また、価格は縦軸、数量は横軸でディスプレイされていた。取引時間帯については、午前八時二〇分から午後四時の間に一五分間隔でコールが行われた。

オプティマーク市場は、各投資家の優先度をそれぞれの価格、サイズの組み合わせごとに掛け合わせ、掛け合わされた優先度の高いところから取引をマッチさせていくものである。<sup>(2)</sup> 従来は、価格、サイズの二次元の要素で構成された注文形態を、投資家が証券会社に伝えていた。通常、投資家は市場状況に応じて価格変化をどの程度許容するか、取引サイズをどのように変更するかといったトレーディング・インタレストを口頭で証券会社に伝えている。これに対して、オプティマークは、それまで口頭でしか伝えられてこなかった複雑で微妙な発注の二要素を、価格、サイズ、優先度という三次元のプロフィールの形態で電子化したといえるだろう。このように、オプティマークは、独自の先進性をもった取引システムであったといえる。

加えて、オプティマークは、機関投資家のニーズである 匿名性が保持されること、自分の注文の価格やサイズが知られないこと、市場にすぐにアクセスでき、また注文を取り下げることができること、価格発見機能があること、などを満たした取引システムであった。これらの特徴を考慮すると、機関投資家の潜在的なニーズは存在したはずである。しかし、なぜ、このように機関投資家のニーズを満たす先進性をもった取引システムが、これほどの短期間で取引の休止につながったのだろうか。このことについて、次節において検討してみたい。

### 3 オプティマーク・システム休止の要因

大阪証券取引所においてオプティマークが休止した理由について主に三点が挙げられている。まず第一に、機関投資家の取引需要が掘り起こせなかった点、第二に、証券会社の幅広い協力が得られなかった点、第三に、売買の不振でシステムを提供する日本オプティマーク社（JOS）の経営状況が悪化した点<sup>(3)</sup>であるといえる。

まず、機関投資家の需要について検討していきたい。機関投資家は、既存の株式市場で大量の売買を執行すると、自らの注文が市場に伝わって株価が不利に変動するマーケット・インパクトが避けられない。取引の匿名性が保証されるオプティマーク市場は、執行コストが引き下げられると前評判を呼んでいた。したがって、機関投資家の潜在的需要はあつたはずである。

しかし、オプティマーク・システムを生かすには、銘柄、株数、株価だけでなく、売買の優先度合いや発注方法などの条件を入力する必要があつた。このように取引手法が複雑であつた上、その匿名性がゆえに、注文状況がわからず手探りで注文することを機関投資家は強いられたといえるだろう。このことが、売買高の低調につな

がった第一要因といえる。

現実の市場では、情報を持たないトレーダーたちも市場の動向を見て、情報を持ったトレーダーたちの持つ情報がいかなるものかを推測しようとする。例えば、A社の株式が買われ始めたとなると、そのとき、情報を持たない通常のトレーダーは、「A社に何か自分の知らない好材料があるのかもしれない」と考えるだろう。一部のトレーダーが買っているうちは、その信憑性に対する評価は半信半疑の状態であろう。しかし、買ったトレーダーの数が増加するにつれて、信憑性は高まっていき、自分も機を逸しないようにA社の株式を買おうとするだろう。他方、情報を持つトレーダーも、自分が買えば「周囲のトレーダーは、自分がA社に関して好材料を持っていると考えるだろう」ということは十分承知しながら売買するに違いない。そのような情報をいつまでも独占し利益を享受し続けられないことは充分認知しているはずである。このように、互いに相手の行動や反応を読み合いながら合理的に意思決定を行うトレーダーによって、市場で売買が進行していくと想定する方が極めて自然であろう。これに対して、オプティマークは、参加者全員にとって匿名性が維持されるかわりに、機関投資家が投資判断を行う際に情報不足につながったといえる。機関投資家は、匿名性の保持と引き換えに、価格形成が行われている市況を全く知ることが出来ず、特に、情報を持たない機関投資家は手探りの状態で売買の意思決定を行うことを強いられたといえる。

また、生命保険会社などの機関投資家は、ほぼ同じ指数を用いて売買を判断しており、売り買いの思惑が一致するケースが多い。既存市場では、様々な見方をする個人投資家が、機関投資家とは別の注文を出し需給のバランスをとっている面がある。そういった点で、オプティマーク市場は、機関投資家のみを対象にしているだけに、需給のバランスをとることが難しく、実際の参加者が広がらず、市場はさらに細るといふ悪循環に陥ったと考え

られる。

次に、オプティマーク市場が休止した第二の要因について検討していきたい。オプティマーク市場の拡大には、証券会社の幅広い協力が不可欠だったといえる。しかし、実際には、大手を中心に、機関投資家の大口注文を仲介することは重要な収入源とみなされており、オプティマーク市場は、むしろ競合相手とみなされた観がある。取引システムを開発した米国のオプティマーク社が、昨年、株式売買の付け合わせから撤退した背景にも、米国証券会社の協力が得られなかったことが背景にあるという。

米国には、オプティマーク市場と競合する取引方法にアップステアズ取引（upstairs trading）という大口注文取引がある。アップステアズ取引とは、売り注文（買い注文）に対する買い注文（売り注文）を証券会社が見つけ出し、売り買い両方をそろえた上で約定のため形式的に取引所に回送するものである。<sup>(4)</sup> アップステアズ市場の存在理由は、言うまでもなくマーケット・インパクトを避けるためである。例えば、機関投資家が大口注文を取引所にそのまま発注した場合、価格の大幅な変動を招き、執行コストの増大という機関投資家にとって好ましくない事態を招くことになる。それを回避するために、証券会社に対当注文の探索を依頼するのである。この点に関しては、オプティマークも同一で、独自の価格形成によってマーケット・インパクトを回避できた。しかし、結果的に、なぜアップステアズ市場の方が優位に立ったかという点、証券会社が機関投資家の相手方として、流動性を供給する役割を果たした点に他ならない。まず、証券会社は、相対注文を集めるために投資家を直接勧誘することができる。次に、証券会社は、投資家を直接勧誘することができることによって、流動性の供給者という役割に加えて、情報の管理・伝達機関として機能しうることである。例えば、大口の売り注文の場合、それが、何らかの発行会社に関する情報に基づくものではなく、投資家自身の流動性要因によるものであると、買い方に

説明することが可能である。或いは、売り手がおおよその株数と希望価格を証券会社に伝えることによって、それに対する注文がどのくらいあるかを調べさせることが可能である。また、アップステアズ市場の場合、基本的に相対取引であるため、評判による規律によつて、顧客情報へのフリーライダーのインセンティブは小さい。こうした点が、オプティマーク市場に対して、アップステアズ市場が優位となりえた理由であろう。また、アップステアズ取引は、証券会社にとつて、重要な収入源であり、オプティマークが競争相手と見なされた理由でもあると思われる。

一方、米国のアップステアズ取引に対して、機関投資家の大口取引として、日本では、クロス取引、あるいは、決め商いがこれに相当する。しかし、日本の機関投資家（生保、投資信託、投資顧問など）は、米国に比べてその数が極端に少なく一社当たりの運用額が非常に大きい。そのため、その売買動向は均質で、米国のアップステアズ取引のように、証券会社が対当注文をアレンジすることは難しく、対当注文を出すのは証券会社だけにならざるを得ない。こうした状況が、オプティマーク市場の日本における短期の休止につながった第二の要因であるといえるだろう。このような運用スタイルが、オプティマークに限らず、一九九八年一二月から株式売買の証券取引所への集中義務がなくなり、その後、誕生したPTSなどの電子取引市場の苦戦が続く理由でもあろう。こうした現状は、効率的な取引システムの構築には、単に新しい取引システムを導入することを意味するのではなく、市場参加者の構成や執行ニーズを考慮したインフラ整備と、継続的な改革、改善の必要性が示唆される。こうした意味において、大阪証券取引所のオプティマーク休止への迅速な意思決定は評価されるだろう。

#### 4 おわりに

本稿では、導入後、半年あまりで休止に至ったオプティマク市場の特徴とその休止の要因を検討した。オプティマク市場の特徴としては、機関投資家のニーズを実現した匿名性と、トレーディング・インタレストである従来の価格、サイズに優先度を加えた三次元のマトリックスで提示し、取引意向をマッチングさせる点にあった。これまで、機関投資家が証券会社のトレーダーとの間で「サイズがこのくらいなので価格がいくらまで動いても良い」といった意向を口頭で示してきたが、そういったニュアンスを優先度の付与によって、明確に、しかも匿名で提示できたのがオプティマクである。

しかし、完全な匿名性が逆に機関投資家のトレーディング・ストラテジーを提示する際に、情報不足をもたらした。また、複雑な発注方法が、機関投資家に十分に定着することもかなわなかった。加えて、日本の機関投資家は、少数で運用額が非常に大きく、運用スタイルが均質なため、流動性の不足にもつながった。さらに、オプティマクは、決め商いやクロス取引を重要な収入源とする証券会社から競合相手とみなされ、証券会社からの十分な協力が得られなかった。以上のような点が、オプティマク市場が短期間で休止に至った理由であるように思われる。

このように新しい取引システムの導入とその失敗は、新しい取引システムの整備だけでは必ずしも効率的にそのシステムが機能しないことを意味している。このことは、新しいシステムの導入は、そのシステムを提案する交渉力をもつ人々或いは集団の利益に役立つよう作られているが、システムを利用する投資家の構成や運用スタイルを考慮しなければ必ずしも成功するとは限らないことを示しているといえるだろう。特に、日本のように機関投資家の数が少数で資産規模が極端に大きく均質な運用スタイルをとる場合、単に電子システムの導入だけで

は、そのシステムが効率的に機能しないことは、オプティマークに限らず、一九九八年一二月から証券取引所の売買集中義務がなくなつて誕生したPTSなどの電子取引システムの苦戦からも伺われる。証券市場を活性化させる上でも、機関投資家に限らず、個人投資家の需給を吸い上げる取引システムの構築と改革、改善が今後の課題となるだろう。その際、ナスダックが導入しようとしているスーパー・モニタージユのような匿名性も希望により維持されつつ、売りと買いのそれぞれについて最良気配から三本までを価格優先、時間優先のもとに統合表示されるような個人投資家も発注しやすい取引システムの設計が有効かもしれない。<sup>(5)</sup>

一方で、年金基金を中心に機関投資家の運用競争は厳しさを増している。そこにおいては、ますますコスト競争が盛んになってきている。だが、日本における現状のコスト分析は、手数料などの固定コスト要因しか開示されていなのがほとんどであり、マーケットインパクトなどの変動のコストまで行っているのは一部の運用機関にとどまっている。今後、受託者責任の観点から、執行における変動のコストについても注目され、管理策が構築されていくことが見込まれる。その際、証券市場が、機関投資家の取引手法の高度化にともなつて、多様な取引を提供できることが望まれる。投資家における最良執行に向けての恒常的な努力が必要なのは言うまでもない。

注

(1) 『日本経済新聞』平成一三年六月六日付朝刊。

(2) オプティマーク市場のマッチングについての詳細は、吉川真裕「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プティマーク」『証研レポート』第一五六八号、一九九九年三月を参照。

- (3) 『日本経済新聞』平成一三年六月六日付朝刊。
- (4) アップステアズ取引についての詳細は、伊豆久「アップステアズ取引とは何か 大口注文場外付け合わせについて」『証研レポート』第一五五四号、一九九八年一月を参照。
- (5) スーパー・モニタージュについての詳細は、清水葉子「市場間競争とディーラー市場における顧客指値保護」『証券経済研究』第三二号、二〇〇一年五月を参照。

(みき まり・研究員)



# 証研レポート既刊目録

1585 (2000.8)	執筆者	1592 (2001.3)	執筆者
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)		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LSIE買収提案 -		- 海外キャンペーンとTSE2001 -	
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	1595 (2001.6)	
バルチャー・ファンドと企業再建	松尾	個人金融資産の動向について	二上
1588 (2000.11)		インスティテットのIPO	吉川
証券取引所の組織構造	二上	- ECN初の株式会社公開 -	
NEWEX	吉川	上海証券取引所のコーポレート・ガバナンス調査(2)	王
- 独塊証券取引所による共同東欧証券取引所 -		- 監事会、経営陣および意思決定の在り方を中心に -	
企業調査から見た中国のコーポレート・ガバナンス(3)	王	動き出した国債のRTGS(2)	福本
- 企業内党組織の役割と兼任状況をを中心に -		- 現状と問題点 -	
選択的情報開示に対するSECの規制について	清水	1596 (2001.7)	
有価証券の不発行化	福本	個別株先物取引と信用取引	二上
- フランスのSICOVAMの制度 -		M&A会計とITバブル	伊豆
1589 (2000.12)		ナスダック・ヨーロッパとvirt-x	吉川
株価変動率の上昇について	伊豆	- ヨーロッパでの新たな試み -	
JWAY	吉川	上海証券取引所のコーポレート・ガバナンス調査(3)	王
- OMとMSDWによるクロスボーダー小口ECN -		- 重役の選任、報酬および従業員の変化を中心に -	
企業調査から見た中国のコーポレート・ガバナンス(4)	王	NYSEの特別委員会報告書より	三木
- 企業の意思決定の在り方とチェック体制を中心に -		1597 (2001.8)	
アメリカのコール・オークション	清水	証券取引所の株式会社化の意義	二上
米国のハイ・イールド債市場とデストレス市場	松尾	自社株買いについて	伊豆
1590 (2001.1)		ユーロネクストのIPO	吉川
投信販売の変化について	二上	- ドイツ取引所のIPOとの暗喩 -	
国際資本市場の発達とIMFの変容	伊豆	アメリカ政府債の清算機関GSCC	福本
ASX	吉川		
- 知られざるイノベーター -			
米国NASDの収入について	清水		
額面株式と無額面株式	福本		
1591 (2001.2)			
重要性を増すマーケティング戦略	二上		
ユニバーサル・ストック・フューチャーズ	吉川		
- 個別株先物によるLIFFEの巻き返し -			
中国の経営者報酬とインセンティブについて	王		
ナスダックのスーパーモニタージュ構想	清水		
決済機関の行うリスク管理	福本		

(金額は本体価格で他に消費税がかかります。)

**詳説現代日本の証券市場** 2000年版

日本証券経済研究所編  
A 5判 292頁 2,500円 送料 310円

**図説アメリカの証券市場** 1998年版

日本証券経済研究所編  
A 5判 323頁 2,900円 送料 310円

**図説イギリスの証券市場** 1997年版

日本証券経済研究所編  
A 5判 220頁 2,200円 送料 310円

**図説ヨーロッパの証券市場** 2000年版

日本証券経済研究所編  
A 5判 299頁 2,800円 送料 310円

**図説EUの証券市場** 1999年版

日本証券経済研究所編  
A 5判 217頁 2,200円 送料 310円

**図説アジア・オーストラリアの証券市場** 1994年版

日本証券経済研究所編  
A 5判 294頁 2,330円 送料 310円

**図説中国・香港の証券市場**

日本証券経済研究所編  
A 5判 193頁 2,039円 送料 310円

**日本の金融持株会社**

金融持株会社研究会編  
A 5判 170頁 2,000円 送料 310円

**ユーロ導入と金融・証券市場**

EU 通貨統合と証券市場研究会編  
A 5判 300頁 2,900円 送料 340円

**機関投資家と証券市場**

ロンドン資本市場研究会編  
A 5判 290頁 2,900円 送料 340円

**Securities Market in Japan 2001**

日本証券経済研究所編  
菊判 347頁 3,200円 送料 340円

**証券会社の組織と戦略**

証券経営研究会編  
A 5判 291頁 2,800円 送料 340円

**金融市場の変貌と証券経営**

証券経営研究会編  
A 5判 238頁 2,300円 送料 310円

**金融システム改革と証券取引制度**

証券取引法研究会編  
A 5判 279頁 3,200円 送料 340円

**欧米における証券取引制度の改革**

証券取引法研究会国際部会編  
A 5判 253頁 3,200円 送料 340円

**証券取引における  
自己責任原則と投資者保護**

証券取引法研究会国際部会編  
A 5判 236頁 3,107円 送料 310円

**コーポレート・ガバナンス**

—アメリカ法律協会「コーポレート・  
ガバナンスの原理：分析と勧告」の研究—  
証券取引法研究会国際部会編  
A 5判 291頁 3,883円 送料 340円

**資産所得課税の理論と実際**

日本の資本市場と証券税制研究会編  
A 5判 279頁 2,800円 送料 340円

**業際問題を越えて**

—日米金融制度改革の研究—  
グラス＝スティーガル法研究会編  
A 5判 272頁 2,500円 送料 340円

**証券関係文献目録**(明治・大正・昭和)

小林和子監修 日本証券経済研究所編  
B 5判 346頁 5,825円 送料 380円  
(日本証券史資料 戦後編 別巻1 別装丁版)  
(以後各年度版発行)

**証券年表**(明治・大正・昭和)

小林和子監修 日本証券経済研究所編  
B 5判 1052頁 11,650円 送料 590円  
(日本証券史資料 戦後編 別巻2 別装丁版)  
(以後各年度版発行)

(金額は本体価格で他に消費税がかかります。)

## 日本証券史資料戦後編(全十巻、別巻)

志村嘉一監修 日本証券経済研究所編

- 第1巻 証券関係帝国議会・国会審議録(一)昭和20年-27年  
B5判1012頁 8,500円 送料 590円
- 第2巻 証券関係国会審議録(二) 昭和27-36年  
B5判 960頁 8,500円 送料 520円
- 第3巻 証券関係国会審議録(三) 昭和37-40年  
B5判1026頁 8,500円 送料 590円
- 第4巻 証券史談(一)  
B5判 714頁 8,500円 送料 520円
- 第5巻 証券市場の改革・再編  
B5判1094頁 10,500円 送料 590円
- 第6巻 証券市場の復興と整備  
B5判1008頁 12,000円 送料 590円  
小林和子監修 日本証券経済研究所編
- 第7巻 証券市場の成長と拡大期(一)  
B5判1112頁 13,592円 送料 590円
- 第8巻 証券市場の成長と拡大期(二)  
B5判1114頁 13,592円 送料 590円
- 第9巻 証券恐慌  
B5判1188頁 14,563円 送料 590円
- 第10巻 証券史談(二)・補遺他  
B5判 903頁 10,680円 送料 520円
- 別巻1 証券関係文献目録(明治・大正・昭和)  
B5判 346頁 6,796頁 送料 450円
- 別巻2 証券年表(明治・大正・昭和)  
B5判1052頁 12,621円 送料 590円  
(全巻セット特価 100,000円)

## 日本証券史資料戦前編(全十巻)

小林和子監修 日本証券経済研究所編

- 第1巻 証券関係元老院・帝国議会審議録(一)  
B5判1083頁 12,000円 送料 590円

## 総合商社の経営分析

日本証券経済研究所編

A5判 150頁 1,900円 送料 310円

## 日米自動車産業の経営分析

日本証券経済研究所編

A5判 193頁 2,233円 送料 310円

## 上位都市銀行の経営分析

日本証券経済研究所編

A5判 229頁 2,621円 送料 310円

## 戦後証券史を語る 上・下

志村嘉一監修 日本証券経済研究所編

菊判 上285頁各1,942円 送料 上310円(セット)  
下390頁各1,942円 送料 下340円(450円)

(日本証券史資料 戦後編 第4巻 普及版)

## 続 戦後証券史を語る

小林和子監修 日本証券経済研究所編

B5判 268頁 2,330円 送料 340円

(日本証券史資料 戦後編 第10巻 証券史談(二)の普及版)

## 外国証券関係法令集

日本証券経済研究所訳編

- アメリカⅠ 1933年証券法, 1934年証券取引所法  
[改訂版] A5判 179頁 2,427円 送料 310円
- アメリカⅡ 1933年証券法規則  
[改訂版] A5判 241頁 3,398円 送料 310円
- アメリカⅢ 1934年証券取引所法規則

絶版

- アメリカⅣ 1939年信託証券法, 1940年投資会社法  
[改訂版] 1940年投資顧問法, 1970年証券投資者保護法  
A5判 213頁 3,204円 送料 310円
- アメリカⅤ 連邦準備制度理事会規則(T,U,G,X 規則)  
A5判 62頁 1,000円 送料 240円
- アメリカⅥ ニューヨーク証券取引所設立証書,  
定款, 理事会規則  
A5判 66頁 1,200円 送料 240円
- イギリス 2000年金融サービス市場法  
A5判 385頁 4,300円 送料 310円
- 西ドイツⅠ 取引所法, 寄託法, 信用制度法(銀行法)  
A5判 83頁 1,456円 送料 240円
- フランス  
A5判 225頁 2,500円 送料 310円

## 現代企業と配当政策

日本証券経済研究所編

A5判 272頁 3,200円 送料 310円

## 財務リスク・マネジメント

—ALMの理論と実務—

日本証券経済研究所編

A5判 211頁 2,233円 送料 310円

## オフバランス取引

—実態と会計の対応—

日本証券経済研究所編

A5判 194頁 2,233円 送料 310円

証研レポート第一五九八号  
二〇〇一年九月十日発行

(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9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)