

証 研

レポート

No.1602

2002年1月

新規参入業者に見るビジネスモデル 二上季代司（1）

オーストラリアとシンガポールの取引所間リンク
～クロスボーダー・ネットワークの試み～ 吉川 真裕（13）

中国上場企業のパフォーマンス 王 東明（25）

米国の機関投資家と取引コスト 三木 まり（34）

財団法人 日本証券経済研究所

<http://www.jsri.or.jp>

新規参入業者に見るビジネスモデル

一上季代司

1 はじめに

九八年一二月に免許制から登録制に代わって満三年が経過した。この間、証券業への新規参入が増加した反面、自主廃業などの退出や合併再編が進められ、業界の新陳代謝・流動化が生じている。証券市場それ自体が構造的な変革過程にあり、既存の「ビジネスモデル」が有効性を失いつつある一方で、新しいビジネスモデルの実験が多様な形で進められていると理解した方がよいだろう。それが、業界再編のかたわらで、市場低迷にもかかわらず新規参入がとまらない理由とおもわれる。

もつとも、新しい「ビジネスモデル」がすべて有効であるとは限らない。新規参入組の中には早くも退出を余儀なくされた業者もでているのである。また、その中でどれが望ましいもので生き残っていくのか、もまだわからない。それは競争の中で淘汰、選択されていくのである。以下では、この三年間に生じた証券界の新陳代謝、流動化について紹介かたがた整理しておく。

表1 国内証券会社の新規参入・合併・廃業等による増減

	新規参入	合併など	自廃等
1993年	5	- 1	
1994年	8		
1995年	4	- 1	
1996年	2	- 1	
1997年	4	- 2	- 1
1998年	16	- 7	- 9
1999年	21	- 10	- 7
2000年	24	- 10	- 2
2001年	16	- 7	- 3

(注) 1. 93年から96年までの新規参入19社は金融制度改革法に基づく銀行系証券子会社設立によるもの。

2. 営業譲渡による廃業は合併に含む。

3. 自廃等は協会脱退時点。

(出所) 日本証券業協会『証券業報』『協会通知』などより作成。

2 新規参入の動向

まず、新規参入、退出の動向を見ておこう。表1によると、新規参入は登録制移行の約一年半ほど前の九七年夏ごろからはじまっており、そのころから免許制の運用が弾力化されたことが窺える。一方、自主廃業、合併、営業譲渡などの形で退出していく業者も同じころから増えている。なお、外国証券会社は従来、東京支店開設という形で進出してきたが、最近では日本法人を設立して国内証券会社として参入するケースも見られるようになった。

それでは、実質的に新規参入が始まった九七年夏から二〇〇一年末までの四年半についてどのような業者が参入してきたのか。それをみたものが表2である。

これによると、新規参入業者は参入分野・業務を絞ってきているのがわかるし、多様なビジネスモデルの実験を試みていることが窺える。もっとも新規参入業者だけが新しいビジネスモデルの担い手ではない。しかし、過去のビジネスモデルを引きずっていないだけにより鮮明に新しいビジネスモデルを体現していることは言えるだろう。そこで新規参入業者を取りあげて新しいビジネスモデルを整理してみると次のようになる。

(1) オンラインブローカー

まずリテールビジネスから見ると、第一に挙げられるのがオンラインブローカーである。九九年一〇月の手数料全面自由化の前後からオンラインブローカーへの新規参入が増加し始める。また、既存の証券会社の中でもむしろ業態転換の軋轢の小さい中小証券の一部（松井やイー・トレード＝旧大沢など）でオンラインブローカー専門への業態転換が計られ、これらが従来の中小証券の主要顧客層であった売買回転の早い信用取引顧客を吸引し

表2 新規参入業者一覧（1997年以降）

日本証券業協会加入年月	社名	備考
【1997年】		
1997年7月	トウキョウフォレックス（現ガーバン東短）	東京短資系、2000年10月ガーバンインターナショナル証券を譲受しガーバン東短に商号変更、債券、先物・オプションの仲介、2001年1月、債券PTSの認可を受ける。
	日短ブローカーズ	セントラル短資系、債券売買、先物・オプションの仲介
1997年8月	ディーブレイン	未公開株の仲介、経営者は会計士出身
1997年10月	上田短資	上田短資系、債券売買仲介、2001年10月営業休止、12月解散。
【1998年】		
1998年2月	エンゼル	未公開株の売買仲介、経営者は会計士出身
	アクシーズジャパン	機関投資家向け。韓国企業とのM&A、ベンチャー投資コンサルティング。
	八木インターナショナル	八木短資系、債券売買仲介、1999年10月営業休止、11月会社解散
1998年6月	メリルリンチ日本証券	全米最大メリルリンチ証券が旧山一證券の店舗、従業員の一部を承継しリテールビジネスの拠点として設立、資産管理型営業を導入。2001年3月、ホールセール部門のメリルリンチと統合。
	日商岩井証券	総合商社日商岩井の100%子会社。オルタナティブ投資、証券化、IPO業務。
	スパークス証券	投資運用会社スパークスグループの100%子会社。
1998年8月	日本インベスターズ証券	独立系FA支援による投信販売
1998年9月	アイティーエム証券	中堅・ベンチャー企業受けの資産運用・投資銀行ビジネス、各種証券化商品・私募投信開発、経営者は山一出身
	コアパシフィック山一証券	旧山一香港現地法人、98年1月に香港コアパシフィックが買収。中国系企業の引き受け業務などに強み。
1998年11月	山根ブレボン	山根短資（現セントラル短資）とブレボンとの合併。一般債、店頭デリバティブなど。
	未来	大手ベンチャーキャピタルの日本アジア投資系。未公開株の売買仲介およびIPO業務
	中泉	静岡県磐田市中泉に設立
1998年12月	トゥエンティ・トゥエンティ証券（現ウェストウッド）	ウェストウッドに商号変更。
	ブリヴェチュリーヒ	投資銀行業務、ファンド組成など
	日本電子証券	大阪証券取引所の関連会社。2000年8月小林洋行が買収、商品先物を組み合わせた投資スキームの提案。
	伊藤忠キャピタル	伊藤忠商事グループ、ファンド組成販売
【1999年】		
1999年1月	日立クレジット	日立キャピタルの100%子会社、証券化商品の組成、販売
	野村ファンドネット	インターネットで投信販売
	大和リテール準備（現大和証券）	持株会社化に伴い、旧大和証券のリテール部門を譲受。旧大和証券は廃業し、現大和証券グループ本社。
	大和SCBM	旧大和証券のホールセール部門を譲受。

1999年4月	日本ティピーピー 三菱商事証券	三和銀行(現UFJ)とパートナー投信との共同出資によるサードパーティプロバイダー(投信注文受付、口座管理、帳簿作成の代行)三菱商事の証券子会社。オルタナティブ投資の組成販売など
1999年5月	ブルームバーグトレードブックジャパン	情報配信会社ブルームバーググループ。証券取次業務
	ゲット	オンラインブローカー
	ディーエルジェーディ レクトエスエフジー	オンラインブローカー
	アドバーザーテック	独立系FA支援による投信販売、2001年11月日興コーディアル証券に営業譲渡
1999年6月	パンタレイ	
	ビーエスアイ	
1999年8月	スターフューチャーズ マネックス	商品先物「国際トレーディング」が証券業に参入し商号変更 オンラインブローカー、2001年6月、セゾン証券を吸収合併
	日興ビーンズ	日興グループ。オンラインブローカー。2001年3月、同業のインターネットトレーディングを吸収合併。
1999年9月	日本オンライン(現カ ブドットコム証券)	伊藤忠商事系、オンラインブローカー。2001年4月、同業のイーウィング証券と合併。
	サザレ	中堅企業向け資金供給、2001年3月営業休止、5月廃業。
	安田火災シグナ	安田火災と米シグナとの合併。確定拠出年金運営管理機関としてプラン導入・運営の支援業務
1999年10月	シュワブ東京海上	オンラインブローカー。チャールズシュワブと東京海上との合併。2002年2月廃業(予定)
1999年11月	エルピーエル日本	独立系FA支援による投信販売
	ソフトバンクフロンティア	ソフトバンクグループ。未公開企業の資金調達支援

【2000年】

2000年1月	セブンキャピタル	
2000年2月	イーウィング(現カブ ドットコム証券)	三和銀行(現UFJ)系、オンラインブローカー。2001年4月、同業の日本オンライン証券と合併。
	ジェット	オンラインブローカー、ミニ株取り扱いに特徴。
	スターツ	不動産スターツグループ、不動産の証券化など。
	ウィットキャピタル	オンラインブローカー、ネットIPO業務。オンラインブローキングはカブドットコム証券に移管しネットIPO業務に特化、2001年11月投資会社アントファクトリージャパンが買収。
2000年3月	ブルデンシャルファイナ ンシャルアドバイザーズ	米生保ブルデンシャルグループ、投信ラップなど。
	インターネットトレー ディング(現日興ビーンズ)	オンラインブローカー、富士通と日興との合併、日興ビーンズに吸収。
	トレーダーズ(現トウキョウ フォレックストレダーズ)	インターネットで外為などの受注・執行。2001年5月トウキョウフォレックストレダーズに商号変更。
	グローバルネットトレード	海外株のオンラインブローカー(現在、リテールは停止)
2000年4月	ウェストバック	2001年4月営業休止、5月廃業
2000年5月	イー・ボンド	ソフトバンクファイナンスとリーマンブラザーズとの合併。債券PTS業務。2001年4月営業休止、5月廃業

	東京三菱ティディーウォーターハウス	東京三菱とTDウォーターハウスとの合併、日本株と米国株のオンラインブローカー
2000年9月	オリエント証券 アイ・キャピタル	商品先物「オリエント貿易」の証券子会社 投資事業組合への出資・仲介
	コンセーユ・アクモス	店頭上場アクモスの系列、未公開株ファンドの組成販売・管理業務
2000年10月	エムティーエスジャパン	債券PTS業務
	ファイナンシャルプランナーズ・リンク	独立系FA支援による投信販売
	プライベート証券マネジメント	UFJ系、プライベートバンク客向け業務
2000年11月	ひまわり ジェイ・ナイト	商品先物「ダイワフューチャーズ」が証券業に参入、商号変更 日興とナイトジャパンの共同出資、マーケットメイカー業務。
	ジェービック	未公開株ファンドの組成販売
2000年12月	日本ファースト	IPO支援業務
	トヨタファイナンシャルサービス	トヨタ自動車の金融部門トヨタファイナンシャルサービスの100%子会社、投信販売など。

【2001年】

2001年1月	バンガード・インベストメンツ・ジャパン	バンガードの投信を販売している証券会社の支援業務
2001年2月	ブライト	実業証券を廃業後の受け皿、投信販売、株式営業。
2001年4月	ファースト・メイク タイコム	商品先物「タイセイコモディティ」が証券業に参入、商号変更。
	新生	新生銀行の証券子会社、プティック型ボンドハウス、債券、デリバティブ仕組債、証券化。
	ブラウン・ブラザーズ・ハリマン証券・投資顧問 フリート	
2001年5月	ジャパン・クロス	日興SSBとインスティネットの合併。海外投資家向けに日本株のPTS業務
	静銀テーエム	静岡銀行の証券子会社、投信販売
2001年6月	ステートストリート	世界最大のカストディバンク、ステートストリート銀行グループ。トラジションマネジメント業務（年金基金の資産配分変更を内部クロスなどにより取引コスト最小で行う）
2001年8月	エンサイドットコム エスピーシー	野村、大和、日興、ドイツ、東京三菱、みずほ証券などの円債主要取り扱い業者による合併会社、債券PTS業務 不動産証券化。
2001年9月	インベスコ	インベスコの投信を販売している証券会社の支援業務
2001年10月	ワンアジア	中国人相手、中国株の売買仲介、アイティエム証券と提携
2001年12月	アクセス（旧大中証券） スーパージーク	商品先物「日本ユニコム」の証券子会社、独立系FA支援による投信販売。 ジーク証券渋谷支店が独立、M&A、IPO、私募投信など

（注）下線は合併・営業譲渡・自主廃業などにより退出した業者。

（出所）各社ホームページ、新聞報道などより作成。

ていった。そして、いまやオンラインブローカーは個人顧客の注文の四割（金額ベース）を獲得したといわれている。オンラインブローカーは確固たるビジネスモデルとして定着したといつてよい。同時に上位数社への集中度は高まっている。オンラインブローカーへの新規参入は一段落しており、逆に自主廃業、合併による退出も進んでいる（日本オンライン、シュワブ東京海上、インターネットトレーディングなど）。

（2）IFAブローカー

第二に、外務員資格をもつ会計士、税理士、ファイナンシャルプランナー、生保代理店などと委任契約を結んで彼らに証券営業（主として投信販売）を外部委託するIFA（Independent Financial Adviser）支援ブローカーである。この業態は店舗を持たずに営業網を拡大でき、人件費が変動費に切り替わる点、中立の立場からコンサルタントサービスを提供する独立のプランナーに営業を委ねている点などに新味がある。もっともビジネスモデルとして確立したとはまだ言いがたいだろう。なにより相場の低迷で投信の純資産が増えず、目論見書の郵送費用や顧客管理システムのリース料などを収入でカバーできていないからである。

しかし、中長期的な観点から資産形成目的で証券投資を行う投資家層が潜在的には成長すると目されていること、また証券業務システムの開発・運営それ自体が独立したビジネスになってきたことによるバックオフィス専門業者の出現、証券会社における人材の流動化などを背景に、IFAブローカーのようなネットワーク型ビジネスモデルへの期待はなお薄れていないのである。その結果、このビジネスモデルへの新規参入は続いているし、既存の証券会社の間で部分的にIFA課のようなセクションを設けるところも出始めているのである。

(3) 資産管理型営業

メリルリンチ社がアメリカで定着させた「資産管理型」営業をそのまま日本に持ち込んだのがメリルリンチ日本である。これを既存の証券会社（大手、準大手証券、一部の中堅証券など）も導入し、これまでのリテール営業を「資産管理型」営業に転換しようとしてきた。このビジネスモデルの有効性の度合いは、預かり資産から生み出される収入（投信代行手数料など）でもって固定費をどの程度カバーできるかによって図られる。この尺度から見ると、定着したと言つことはできない。預かり資産の積み上げは新規資金の導入と株価上昇に依存するが、ここ数年、株価は下落し新規資金導入の効果を大きくそいできたからである。

また、この営業手法は顧客に適した投資提案（適正ポートフォリオなど）を作成するためあらかじめ個人情報（家族構成や年収、資産額など）を顧客から聞き出す必要がある。リスク許容度を見るためであるが、これを嫌がる顧客が多かったといわれている。日米の個人顧客の証券商品に対する認識や経験、証券会社への信頼度の差などが、その背景にあるともいわれている。

そうした困難はあるものの、資産管理型営業の将来性にはなお高い期待がある。少子高齢化や年金制度改革、日本の雇用慣行の修正などの構造変化とともに、個人による自律的で戦略的な資産形成へのインセンティブが高まるなかで、値鞘稼ぎの回転売買ではなく中長期の観点から資産形成目的で証券市場に参加する個人顧客は将来的には増えてくると思われる、こうした顧客に対してはコンサルタントベースの資産管理型営業は最も適した営業手法と考えられるからである。

(4) 投資銀行業務

他方、ホールセールでは投資銀行業務およびブローカーズ・ブローカー業務などにおいて新規参入業者による多様な展開が見られる。

第一に未公開株の仲介、公開支援のコンサルタント、株式公開業務（IPO）、未公開株ファンドの組成・販売などに力点を多く業者の参入である。いわゆるITバブルの崩壊で当該業務への新規参入は一段落しているものの、この業務の裾野は広い。公認会計士が兼業として行うケースが見られるほか、公開支援のコンサルタントなどは証券業の登録を必要とせず、参入障壁は無いに等しいからである。また、新興三市場におけるIPOは、金額ベースでは大幅減少したものの件数としては前年水準をキープしており、全体として小型化しつつなお公開意欲は衰えていないのであるが、このことは小規模IPOに適したブティック型の業者にとつて有利な状況ともいえる。IPOの引受幹事は既存の大手証券、準大手証券、銀行系証券子会社、大手外資系証券が獲得しているが、その周辺業務では新規参入業者が活躍する余地も広がっているのである。

第二に、少数の機関投資家向け（あるいは富裕層向け）にオルタナティブ投資ファンドの組成・販売に注力することに専念する業者の参入が見られる。ヘッジファンド、商品ファンド、不動産ファンド、プライベートエクイティファンド等のような、伝統的な株式や債券、投信とはひと味違った金融商品はオルタナティブ投資（代替的投資）と総称されるが、こういったファンドをオーダーメイドで私募投信の形で提供するのである。これは、空前の低金利と資金運用難のなか機関投資家に絶対利回り追求への根強いニーズがあるので少数のプロフェッショナルが手がける余地があるのである。こうした業態では証券出身者のほか、国内外の投融資に携わつて種々のファンドの取り扱いになれている総合商社系の参入が見られるのである。

第三は、不動産等の証券化商品の販売に専念する業者の参入である。もっともこのビジネスでは、証券化商品の販売マージンは大きくない。それを仕組む過程でのコンサルタント、オリジネート（起案）、原資産の管理業務（不動産の管理、維持、賃料回収）などにマージンの源泉があるとされる。それゆえ、すでに不動産事業やリース業を行っている親会社が販売までの一貫したビジネスを囲い込むために参入したケースがみられる。

金融機関の不良債権、破綻企業債権の処理が本格化していること、また東証に不動産投信（REIT）市場が創設されたことなどから、不動産の証券化ビジネスの成長性は高いと思われる。このビジネスでは不動産事業と金融技術を融合させた米系投資銀行が先行しているのだが、日本の不動産ベンチャー企業のなかにこうしたビジネスモデルを踏襲するケースも見られる。

（５）ブローカーズ・ブローカー

債券のブローカーズ・ブローカー業務は日本相互証券が最大手であったのだが、その分野への新規参入は当初、短資会社が証券子会社を作って参入するケースが多かった。しかしこの動きはすでに一段落し、最近では電子取引システムを利用し執行コストを安くして競争力を高めようとする業者がブローカーズ・ブローカー業務に新規参入する動きが見られるようになった。同じことは株式の分野でもおきているのである。なかにはP.T.S.⁽²⁾の認可を受けたケースもある。

IT技術の発展と市場集中義務の撤廃、ならびに機関化の進展がこうしたビジネスに息吹を与えつつある。参入の親母体は大手証券、外資系証券が多いのだが、情報配信会社、カスタディアンバンクなど近縁業務から参入するケースも見られる。

(6) 商品先物業との融合

この他、特に最近多く見つけられるのが、商品先物業者が証券業の登録を取得し、商号変更を経て参入するケースである。商品先物業界では手数料自由化の本格化を迎え、近接分野である証券ブローカー業務に参入して多角化をはかろうという意図があるものと思われる。

3 業界の再編

最初の方で見たように、九七年ごろから新規参入の一方で合併・営業譲渡・自主廃業などの形で退出する件数も多くなった。これを一覧すると、表3のようになる。経営破たんによる退出は九八年ごろまでに一段落しており、最近では営業譲渡、合併が多い。それは主としては銀行系証券子会社および銀行系準大手証券において進んでおり、銀行の統合にからだ系列証券会社の集約ならびに証券戦略（ホールセール）証券子会社、リテール系列準大手証券の役割分担の一環と考えられる。このほか、大手証券も持株会社に移行し、経営形態に大きな変化が生じている。

総じて新規参入業者ならびに既存業者による新しいサービス・商品・ビジネスモデルはまだ模索の段階であり、オンラインブローカーを除くと確固としたものに定着したとはいえない状況である。

表3 国内証券の合併・営業譲渡・自主廃業（1997年以降）

	営業譲渡	合併	自主廃業
1997年8月			小川（会社解散）
1997年10月		丸宏+大華（丸宏大華） 大山+日の丸（大山日の丸）	
1997年11月			三洋（営業停止、99年12月解散） 山一（営業停止）
1997年12月			丸莊（営業停止）
1998年1月	安田信証券（3月に 富士証券へ譲渡）		越後
1998年4月		アルプス+長野山田（アルプス）	松彦（営業休止、7月会社解散）
1998年6月	長銀証券（現UBSウォ ーバーグ証券へ譲渡） 不二（東洋証券へ譲渡）		北海道拓殖証券（解散） 中村証券（営業停止）
1998年7月		堂島+関東（堂島関東）	日新（営業休止）
1998年8月			東宝（営業休止）
1998年9月			丸莊 石塚（営業休止、99年2月解散）
1998年10月		偕成+日本+山加（日本グローバル）	昭和（営業休止） 山吉（営業休止） 中村
1998年11月			日本店頭（廃業） 東京フラワー（営業休止） 共済（営業休止）
1998年12月			東洋信（営業休止） 三井信（営業休止）
1999年1月			和歌山（営業休止） 中井（営業休止）
1999年3月			あさひ（営業休止、4月解散） 横浜シティ（営業休止、4月解散）
1999年4月	住友キャピタル（大 和SBCMへ営業譲渡） 大和（大和リテール 準備へ営業譲渡）	菱光+大七（東京三菱パーソナル） ワールド+日榮（ワールド日榮） 明光+ナショナル（明光ナショナル） 岡宮+松本（岡宮松本） 東海丸万+内外（東海丸万） 今川+三沢屋（今川三沢屋、現リテ ラ・クレア）	仲立（営業休止、5月解散）
1999年5月			五福（営業休止、12月廃業）
1999年7月	三菱信証券（東京三 菱証券へ営業譲渡） イセキ（水戸へ営業 譲渡）		

1999年10月		明倫社+大盛(キングコモディティ証券)	八木インターナショナル(営業 休止、11月解散)
2000年3月			名古屋共栄(営業休止、解散)
2000年4月		新日本+和光(新光) ユニバーサル+太平洋+東和+第一 (つばさ) 山種+神栄石野(さくらフレンド)	住友信証券(営業休止、6月解散)
2000年10月		勸角+公共(みずほインベスター) 東海丸万+東京(東海東京) 岡宮松本+諏訪(長野) 興銀+第一勧業+富士(みずほ)	
2001年3月		日興ビーンズ+インターネット・トレ ーディング(日興ビーンズ)	サザレ(営業休止、5月廃業)
2001年4月	さくら証券(大和 SBCMへ営業譲渡)	千代田+山文(あさひリテール) みずほインベスターズ+大東(みずほ インベスターズ) イーウィング+日本オンライン(カブ ドコム)	実栄(廃業) イー・ボンド(営業休止、5月 廃業)
2001年6月		マネックス+セゾン(マネックス)	
2001年7月		三和+東海インターナショナル(ユー エフジェイキャピタルマーケット証券)	

(注) 年月は証券業協会からの脱退時点。

(出所) 表1に同じ

注

(1)

昨年の新規上場企業(新興三市場)は、一四七社(前年比一〇社減)、公募増資額二九六九億円(前年比四七%減)である。

(2)

証券取引法ではPTSを「電子情報処理組織を利用して多数顧客の証券取引を媒介する業務」と規定し、その業務を行う場合には「認可」を要する、としている。

(にかみ きよし・主任研究員)

オーストラリアとシンガポールの取引所間リンク

くクロスボーダー・ネットワークの試み

吉川 真裕

二〇〇〇年三月、オーストラリア証券取引所（ASX）とシンガポール取引所（SGX）は取引・決済リンクに向けての協議を開始すると発表し、六月には二〇〇一年七月を目途にこの計画を実現することで合意に達したと発表した。その後、取引所間リンクの実施時期は二〇〇一年第3四半期から二〇〇一年中へと延期されたが、二〇〇一年一月九日には取引対象銘柄（ASXの五一銘柄、SGXの五〇銘柄）が公表され、一月二三日には二月二日からの取引開始が発表された。初日の取引はわずかなものであり、その後もクリスマスから新年にかけての休暇時期と重なって取引状況は伝えられてはいない。ナスダックが二四時間取引構想を提唱し、ニューヨーク証券取引所がグローバル・エクイティ・マーケット（GEM）構想を提唱した際にはその先駆けとして注目されたクロスボーダー取引所間リンクであるが、その後の市場の低迷やテロ事件／アフガニスタン戦争の発生によってほとんど注目を集めるには至っていない。しかし、オーストラリアとシンガポールの取引所間リンクが活発に利用されないとしても国境を越えた取引所間のネットワークという試み自体が無意味であるとは必ずしも言えないはずである。

本稿では、ASXとSGXの取引所間リンクの経過と仕組みを紹介した後、クロスボーダー取引所間リンクの意義とその将来性について考察する。

1 ASXとSGXの取引所間リンクに至る経緯

ある取引所から別の取引所へ注文が回送されるという形での取引所間リンクはこれまでも存在し、アメリカの証券取引所を結ぶ市場間取引システム（ITS）が有名である。しかし、ITSは同一国内での取引所間リンクであり、規制上の問題が生じることもなければ、アメリカでは決済機関が統合されていることから決済上の問題が生じることもなかった。また、ITSは基本的にスベチャリスト（マーケットメーカー）による注文回送装置であり、回送される注文には時間優先原則が適用されてはいなかった。他方、国境を越えた取引所間リンクということでは、かつてシンガポール証券取引所（現SGX-ST）とクアラルンプール証券取引所の間で重複上場銘柄（主としてマレーシア銘柄）の注文回送がおこなわれていたことがあり、その際の決済は母国の決済機関でおこなわれていたという事例もある。ただし、シンガポールは独立前まではマレーシアの一部であり、シンガポール証券取引所でのクアラルンプール証券取引所上場株式の勝手相場を許可していたことから両取引所での取引価格の乖離を防止することがその狙いであり、クアラルンプール証券取引所が取引流出を回避しようとしたことからこの取引所間リンクは停止された。

一九九七年にフランク・ザーブ氏がナスダックとナスダックを運営する全米証券業協会（NASD）の会長兼最高経営責任者に就任して以来、ナスダックの海外戦略に変化が現れ、一九九八年にはオーストラリア証券取引所、香港証券取引所と提携をそれぞれ結び、一九九九年五月には香港証券取引所でナスダック銘柄の取引が開始され、同年六月にはソフトバンクの孫正義会長とナスダック・ジャパンという新市場を日本で開設し、ナスダックとリンクさせる計画が明らかにされた。そして、同年一月にはヨーロッパにも新市場を開設し、アメリカ、日本、ヨーロッパという三極を結んでナスダック銘柄の二四時間取引を実現させるというグローバル構想が提唱

され、ロンドンにナスダック・ヨーロッパと名付けた新市場をソフトバンク、フランスのヴィヴェンディ、ルパート・マードック氏の率いるeパートナーズと合併で二〇〇〇年第四半期に開設する計画が発表された。こうして国境を越えた取引所間リンクはグローバル化時代の取引所の新たな戦略として注目を集めることになった。

こうした中でシンガポール証券取引所は当初は香港証券取引所（現香港取引所）との取引所間リンクを働きかけていたが、一九九七年の中国への復帰以後、これまでの香港を基盤とした取引所から中国本土を含めた取引所への脱皮を目指した香港証券取引所はシンガポール証券取引所との取引所間リンク交渉を棚上げにしたので、シンガポール取引所はオーストラリア証券取引所へと交渉相手を切り換えた。そして、二〇〇〇年三月、オーストラリア証券取引所とシンガポール取引所は取引・決済リンクに向けての協議を開始すると発表し、六月には二〇〇一年七月を目途にこの計画を実現することで合意に達したと発表した。⁽¹⁾

この間にも二〇〇〇年三月にはフランスのパリ取引所、オランダのアムステルダム取引所、ベルギーのブリュッセル取引所が合併計画を発表し、これを受けて同年五月にはロンドン証券取引所とドイツ取引所の合併計画／新取引所とナスダックとの共同ベンチャー株式市場設立（ナスダック・ヨーロッパの計画変更）も発表されていた（同年九月に撤回）⁽²⁾。さらに、ナスダックが火をつけた取引所間のグローバルな株式市場統合構想は世界第二位にまで成長したナスダックをライバルとする世界最大のニューヨーク証券取引所にも新たなグローバル戦略の必要性を認識させ、同年六月にはグローバル・エクイティ・マーケット（GEM）構想と名づけられた異なる時間帯の取引所を結ぶ計画も打ち出されることになった。⁽³⁾ ニューヨーク証券取引所が提唱したGEM構想は、ニューヨーク証券取引所、トロント証券取引所、メキシコシティ証券取引所、サンパウロ証券取引所、東京証券取引所、香港取引所、オーストラリア証券取引所、パリ取引所、アムステルダム取引所、ブリュッセル取引所という

一〇取引所を結んで注文板を共有し、二四時間取引を実現させるといふものであり、これは同年五月に発表されたロンドン証券取引所とドイツ取引所の合併計画に対抗するためにパリ取引所のテオドル会長がニューヨーク証券取引所のグラッソ会長に働きかけたのがきっかけと見られている。ロンドン証券取引所、ドイツ取引所、ナスダックという組合せに対して、パリ取引所がニューヨーク証券取引所、パリ取引所、アムステルダム取引所、ブリュッセル取引所という組合せで対抗しようとしたものに、ニューヨーク証券取引所が東京証券取引所をはじめとする他の取引所に参加を働きかけたのが実状のようである。したがって、この構想を提唱したニューヨーク証券取引所自体にグローバル戦略を推し進めるナスダックへの対抗意識以上の具体的な構想はなく、その後の協議も進展していない模様である。

その後、オーストラリアとシンガポールの取引所間リンクの実施時期は当初予定していた二〇〇一年七月から二〇〇一年第三四半期、そして二〇〇一年中へと延期された。具体的な取引所間リンクの仕組みについては当初の計画発表時のプレス・リリース以降、公表されていなかったが、二〇〇一年一〇月一五日にオーストラリアの監督当局であるオーストラリア証券投資委員会（ASIC）からコンサルテーション・ペーパーが発表され、ようやく細部が明らかになった。⁴ 一月九日には両取引所での取引所間リンク対象銘柄がASXの五一銘柄（うち二銘柄は上場投資信託）、SGXの五〇銘柄であることが公表され、一月一五日にはASICによる取引所間リンクの最終認可とブローカーによるパイロット・テストの開始が明らかになった。⁵ ただし、この時点でも取引所間リンクの開始期日については明らかにされておらず、二月一三日になって二月二〇日から取引所間リンクを開始することが発表された。⁶ そして、二月二〇日には二〇〇〇年六月の計画発表から一年半を経て、ようやく電子的なクロスボーダーの取引所間リンクは開始された。

2 ASXとSGXの取引所間リンクの仕組み⁽⁷⁾

(1) ポータル・ディーラー

電子取引が普及した現在、外国の取引所に注文を出し、取引を実行することはそれほど困難ではないが、この場合には取引所に注文を回送できるのはその取引所の会員または取引参加者として認可されている者に限られ、決済も通常はその取引所の所在国でおこなわれている。かつては会員となるためには会員権を購入する（または借り受ける）ことが必要であったが、遠隔地会員制度の普及と取引所の株式会社化によって注文の回送権を取得することは以前ほど困難ではなくなっている。したがって、取引所間リンクがなくても多くの取引所の注文回送権を取得しているブローカーを利用すれば外国取引所での取引は可能である。それにも関わらず、取引所間リンクが意味を持つとすればブローカー経由よりも取引所間リンクの方がメリットが大きいことが必要であり、端的に言えば費用が安くなければならないはずである。そして、この費用の削減を取引所間リンクがどこでおこなうかと言えば、個々のブローカーが取引参加者となる代わりに取引所が取引参加者となることであり、また多くのブローカーの決済を代行し、一括清算（ネットイング）によって決済費用を削減することである。ただし、従来取引所は取引所自身がブローカー業務や決済代行業務をおこなうことを想定されておらず、この問題をクリアすることが必要となる。ASXとSGXの取引所間リンクは取引所がこつした業務をおこなうポータル・ディーラー（Portal Dealer）と呼ばれる子会社を相互に設立するという形でこの問題に対処している。

ASXの完全子会社としてAIS（ASX International Services Pty Ltd）、SGXの完全子会社としてSGXリンク（SGXlink Pte Ltd）がそれぞれ設立され、ASXからの注文はAISを経由してSGXリンクへと回送され、SGXリンクで決済がおこなわれる一方、SGXからの注文はSGXリンクを経由してAISへと回送され、A

ISで決済がおこなわれるという仕組みである。

(2) 情報提供

取引参加者は取引所に注文を回送できるだけでなく、板情報（気配値と数量）や取引情報（取引価格と取引数量）、上場企業の会社情報などを得ることができる。取引所によってはこうした情報を取引参加者以外にも提供しているところもあるが、ASXとSGXの取引所間リンクではこうした情報がすべて提供されるわけではない。会社情報等は取引参加者と同じの情報提供されるが、板情報は最良気配とその数量に限られ、取引情報は直前取引価格と累積取引株数・累積取引価格、寄り付き価格と当日の最高値・最安値に限られる。

(3) 取引対象・取引時間・注文形態

ASXとSGXの取引所間リンクでは取引対象を当面は一部の優良銘柄に制限しており、株価指数の構成銘柄であるかどうか、流動性、時価総額、知名度などといった点からASX上場一五〇〇銘柄（時価総額は約二四五〇億ドル）中五一銘柄（うち二銘柄は上場投資信託）、SGX上場四九一銘柄（時価総額は約一九八〇億ドル）中五〇銘柄を取引対象としている。

オーストラリア（東部時間、冬季）とシンガポールの間には三時間の時差があり、SGXの取引には昼休みがあるので、ASXからSGXに注文を出せるのはオーストラリア時間の一一時三〇分から一一時五九分（プレオープンング）、一二時から一五時三〇分（前場）、一七時から二〇時六分（後場）であり、SGXからASXに注文を出せるのはシンガポール時間の六時三〇分から七時（プレオープンング）、寄り付き直後から一三時五分

(場中)となっている。

注文形態は指値注文だけであり、有効期限は当日のみであり、空売りは認められていない。

(4) 決済

ASXとSGXの取引所間リンクではリンク先の取引所では相手方ポータル・ディーラーのオムニバス口座として現地決済機関で現地通貨建ての決済をおこなない、国内ではポータル・ディーラーが国内決済機関を通じて個々の投資家と決済をおこなうという二段階の決済をおこなっている。そして、ASXからSGXへの取引についてはオーストラリア国内ではオーストラリア・ドル建てで個々の投資家の決済がおこなわれるのに対して、SGXからASXへの取引についてはシンガポール国内ではオーストラリア・ドル建てまたはシンガポール・ドル建てで個々の投資家の決済がおこなわれる。また、リンク先取引所での決済は両国における通常の取引と同様に三営業日後(T+3)の決済がおこなわれ、それぞれの国内での投資家の決済は、買い手の代金支払いは二営業日後(T+2)、所有権の受け取りは四営業日後(T+4)、売り手の所有権引き渡しと代金の受け取りは四営業日後(T+4)の同時振替(DVP)がおこなわれる。なお、ASXとSGXの取引所間リンクでは現物の受け渡しはおこなわれず、預託機関への預け入れという形を取り、議決権を行使することはできない。

(5) 費用

通常の預託費用に加えて一〇ベシスポイントの取引・決済追加費用(単位未満の取引では四〇ベシスポイント)がブローカーに課され、外国為替換算費用としてオーストラリア・ドル/シンガポール・ドルの業者間取

引レートに三〇ベースポイントが課される。

3 クロスボーダー取引所間リンクの意義とその将来性

一二月二〇日の取引所間リンクの開始時間はSGXからASXへの注文はシンガポール時間の九時三〇分、ASXからSGXへの注文はオーストラリア東部時間の一二時三〇分からであり、初日の取引所間リンクを通じて取引はASXで三九件、三九万九八八四株（約七四万三〇〇〇オーストラリア・ドル）、SGXで二万二〇〇〇株（約三万七〇〇〇シンガポール・ドル）であり、合計株数の四二万一九八六株（合計金額は約三九万六〇〇〇ドル）は両取引所の取引株数合計約二四億株の〇・〇五%にも満たなかった。⁸⁾ 事前の市場関係者の予想でもあまり盛り上がることはないと思われるが、とりわけASXを通じてのSGXでの取引は株数でSGXを通じてのASXでの取引の一八分の一と少なかった。この原因としては、SGXでは全会員に取引所間リンクの利用を認めていたのに対して、ASXではパースにある二つの会員にしか取引所間リンクの利用を認めていなかったということが伝えられている。その理由についてASXのスポークスマンはコメントせず、クリスマスから新年にかけての時期であり、ブローカーもサービス契約を徐々に申請中で、ゆっくりとした立ち上げを予想していたとだけ語っており、取引所間リンクに関する情報提供においてはASXの方がSGXよりも積極的であるだけにASXの真意ははかりかねるところである。⁹⁾

両取引所から繰り返し取引所間リンクの準備は順調に進んでいると発表されていたが、一月一〇日時点でもシンガポールのブローカーから取引所間リンクの仕組みは不透明であり、自分が顧客の注文を回送できるのかどうかもわからないと報じられていたし、一月一四日時点でもほとんどのシンガポールの個人投資家はオースト

ラリアの会社名を三つ以上知らないともらしていた。⁽¹⁰⁾ 他方、この取引所間リンクは個人投資家には費用削減になるかもしれないが、最低一五ベースポイントという費用は機関投資家にとっては必ずしも費用削減にはならぬ。注文入力から取引成立まで二、三秒かかる現在の取引所間リンク・システムではブローカーが提供しているベンダー・システムに見劣りするといふコメントも取引初日に寄せられている。⁽¹¹⁾

このように今のところ鳴り物入りで始まったASXとSGXの取引所間リンクは盛り上がり欠けているが、今後の見通しはどうであろうか。伝えられているように注文入力から取引成立まで二、三秒もかかるとすれば、現在の取引所間リンク・システムでは機関投資家の利用は限られたものとなるであろう。しかも保有株式は各国の預託機関に預けられることになり、カスタディアンに一括して預託することを好む機関投資家にとっては便利だとは言えない。そうすると個人投資家の利用が中心ということになるはずであるが、個人投資家の取引自体が先進国では限られたものであり、しかも外国株式に対する個人投資家の投資は多くはない。したがって、ASXとSGXの取引所間リンクが活発に利用される可能性は大きくはないと言えよう。

しかしながら、国境を越えた取引所間のリンクが成立したという意義は大きく、こうした取引所間リンクの拡大がネットワーク効果をもたらす可能性は否定できない。とりわけ、個人投資家が好むような国際優良銘柄を数多く持つ取引所が取引所間リンクに参加すれば、取引所間リンクのネットワーク効果は格段に増すであろう。その意味で、SGXは東京証券取引所と取引所間リンクを結ぶ可能性を追求しており、他のアジアの取引所やヨーロッパの取引所にも可能性を示しており、ASXはイギリスのロンドン証券取引所とドイツのドイツ取引所、アメリカのパシフィック取引所の名前をリンク交渉相手として挙げている。⁽¹²⁾ ナスダックの目指す二四時間取引構想もニューヨーク証券取引所が提唱したグローバル・エクイティ・ネットワーク構想も実はこうしたネットワーク

効果を見越したものではあるが、それぞれのネットワークはアメリカ株式を中心としており、相対的により取引が増えるのは人気銘柄を数多く持つ大取引所ということになるだろう。

ASXにしる、SGXにしる、より多くの取引を外国から得ようとして取引所間リンクを結んでいるわけであるが、相対的にはより大きな取引所ほどネットワーク効果のメリットは大きく、早晚、世界の主要取引所がネットワーク形成に積極的になるものと考えられる。規模の経済と言つべきか、弱肉強食と言つべきか、グローバル市場において生き残りをかけた中小取引所の取引所間リンクは大取引所の参加無くしてはほとんど機能しないというのが現実である。ネットワーク効果を通じた大取引所の取引取り込みという一人勝ちの構図を回避する可能性としては、同規模で比較的大きな取引所どうしが取引所間リンクを結ぶことが考えられ、この想定に最も適した対象としては、ロンドン証券取引所、パリ取引所（ユーロネクスト）、ドイツ取引所というヨーロッパの三大取引所の取引所間リンクが挙げられる。これらの取引所はヨーロッパの中心市場という一人勝ちのシナリオを持つて相互に競い合っているが、いずれかの取引所が他の二つを出し抜いて中心市場となるとことは考えにくいので、取引所間リンクによる共存の道を選ぶことが他のいずれの取引所に比しても相応しいと思われる。

他方、アジア・太平洋を眺めてみれば、この地域では東京証券取引所が圧倒的に大きく、取引所間リンクは東京証券取引所にとって相対的に有利な結果をもたらすことになる。二〇年、三〇年先には中国の取引所が東京証券取引所を脅かすことになるかもしれないが、それまでにこの地域の中心としての地位を確保し、ネットワークを確立していれば、イギリスが人口や経済規模ではドイツに劣りながらもヨーロッパの金融センターであるように、この地域の中心であり続けることも可能であるかもしれない。

ASXとSGXの取引所間リンクはこうした今後のさまざまな動きの第一歩となる可能性を秘めている。

注

- (1) Australian Stock Exchange, "Australian Stock Exchange and Singapore Exchanges to establish Equity Trading and Settlement Links," *ASX announcements*, 6 June 2000 ([http://www.asx.com.au/shareholder/13/AA060600_A\\$3.shrm](http://www.asx.com.au/shareholder/13/AA060600_A$3.shrm))
- (2) 三井物産の合併計画について、拙稿「ノーロケクスロー三びやサネのローロパ株在中場」(本誌一五八一号一〇〇〇年四月) 英独取引所の合併計画をめぐりなスタックとの提携計画について、拙稿「エクス英独取引所の合併計画」(本誌一五八三号一〇〇〇年六月) 英独取引所の合併計画についてを終端について、拙稿「英独証券取引所の合併計画について」(本誌一五八七号一〇〇〇年八月) 一〇〇〇年一〇月) を参照。
- (3) New York Stock Exchange, "10 Leading Equities Exchanges Jointly Announce Global Equity Market Partnership Talks," *Press Releases*, 7 June 2000 (<http://www.nyse.com/press/NT0005EFEA.html>)
- (4) Australian Securities & Investment Commission, "01/367 Public comment invited on ASX-SGX market-link proposal," *Media and Information Releases*, 15 October 2001, *ASX-SGX MARKET LINKAGE PROJECT (Public Consultation Paper): Overview of the Australian Stock Exchange/Singapore Exchange Link*, October 2001 ([http://www.asic.gov.au/asic/pdffib.nsf/add907be1c70842ca256aca00074465/8d379367a74edfc256afb00182bea/\\$FILE/ASX-SGX_paper.pdf](http://www.asic.gov.au/asic/pdffib.nsf/add907be1c70842ca256aca00074465/8d379367a74edfc256afb00182bea/$FILE/ASX-SGX_paper.pdf))
- (5) Australian Stock Exchange, "SGX and ASX launch final stage of co-trading link," *ASX Announcements*, 9 November 2001 (<http://www.asx.com.au/shareholder/pdf/sexasxmou091101.pdf>), "ASX and SGX Commerce Live Testing for Co-Trading Link," *ASX Announcements*, 15 November 2001 (<http://www.asx.com.au/shareholder/pdf/asxsgx151101.pdf>)
- (6) Australian Stock Exchange, "ASX-SGX Link To Go Live," *ASX Announcements*, 13 December 2001 (<http://www.asx.com.au/shareholder/ASXSGXlaunch131201.pdf>)

- (㉞) 証券取引所の Australian Securities & Investment Commission, ASX-SGX MARKET LINKAGE PROJECT (Public Consultation Paper). Overview of the Australian Stock Exchange/Singapore Exchange Link, October 2001 ([http://www.asic.gov.au/asic/pdffile.nsf/add907belc70842ca256aca0007465/8d379f367a74ed1ca256ab00182bea/\\$FILE/ASX-SGX_paper.pdf](http://www.asic.gov.au/asic/pdffile.nsf/add907belc70842ca256aca0007465/8d379f367a74ed1ca256ab00182bea/$FILE/ASX-SGX_paper.pdf)), Australian Stock Exchange, ASX World Link: ASX's International Trading and Settlement Service - Singapore Market (Edition 1), December 2001 (<http://www.asxonline.com/Participants/products/fnl/.pdf>) 12-46°
- (㉟) Hugh Chow, "Quiet start to SGX-ASX trading link," *The Straits Times INTERACTIVE*, 21 December 2001 (<http://straitstimes.asia.com.sg/storyprintfriendly/0,1887,92158-1008971940,00.html?>), Shamin Adam, "AUSTRALIA, SINGAPORE STOCK TRADING LINK OFF TO SLOW START," *Bloomberg News*, 21 December 2001
- (㊱) Shamin Adam, "AUSTRALIA, SINGAPORE STOCK TRADING LINK OFF TO SLOW START," *Bloomberg News*, 21 December 2001
- (㊲) Azhar Khalid, "Singapore investors can soon deal in 51 Aussie stocks," *The Straits Times*, 10 November 2001, Ling Su Ann, "SGX, ASX co-trading link to go live on Dec 20," *The Business Times Singapore*, 14 December 2001
- (㊳) Teh Hoot Ling, "SGX in co-trading talks with Tokyo," *The Business Times Singapore*, 21 December 2001
- (㊴) "Singapore, Australian stock exchange launch trading link," *Japan Economic Newswire*, 19 December 2001, Richard Owen, "ASX tells why it's simply the best," *Courier Mail*, 8 November 2001

(ちんねん ねんねん・せいせき)

中国上場企業のパフォーマンス

王 東明

1 はじめに

中国の株式市場は九〇年代の初頭から形成され、この一〇年余りで市場経済化の波に乗って急成長した。二〇〇一年末現在、中国の上場企業は一、一六〇社になり、時価総額は四三、五二二元（約六五兆円）に達し、うち市場で売買できる流通株の時価総額は一四、四六三元（約二兆円）で、全体の三分の一を占める⁽¹⁾。市場規模から見れば、現在ではアジアで日本に次ぐ第二位になった。また、二〇〇〇年末までに、累積した資金調達額は六、五六〇元（約一〇兆円）にのぼった⁽²⁾。直接金融は次第に重視されるようになってきている。

では、現在千社を超える上場企業の財務状況はどうなっているのか、また、どんな産業、どんな業種の企業パフォーマンスが良いのか、企業業績に影響する要因はなにか。小稿では、「中国上場企業基本分析（二〇〇一）」⁽³⁾に基づいて、近年上場企業の財務状況を紹介し、産業別・業種別の企業業績を整理して、企業パフォーマンスの影響要因をみることにしよう。

2 上場企業の財務状況

近年の上場企業の財務状況は表1が示している。すなわち、上場企業数が年々増えることによって、全体としては資産と利益が増えている。また、近年、宝山鋼鉄、北京首鋼、東方航空および上海汽車などの大型企業の上

場が相次いでおり、一社当りの平均資産、平均売上高および平均営業利益は増えている。但し、一社当り平均純利益について、九八年の数字は前年度より減った。

上場企業の負債比率は、この四年間に四五％～四七％を維持し、九六年以前の五〇％台と比べると、一段と下がった。⁽⁴⁾ また、上場企業の負債比率は国有企業の七〇％前後の高い負債比率と比べれば、⁽⁵⁾ かなり低いことがわかる。

また、近年の売上利益率は二〇％前後で、二〇〇〇年度（一九・九二％）はやや減った。ROE（株主資本利益率）は七％～九％であるが、九六年以前五年間のROE指標（一四・二八％、一四・五〇％、一三・九八％、一〇・八〇％、九・六二％）と比べると、⁽⁶⁾ 段々減っていることが一目瞭然である。

そして、BPS（一株当り純資産）は大きな変化が見られない。しかし、近年のEPS（一株当り純利益）は〇・二元前後であるが、九六年以前五年間のEPS（〇・三七元、〇・三五元、〇・三三元、〇・二五元、〇・二三元）と比較すれば、より低下していることがわかる。

以上のように、ROEとEPSが低下する原因は、近年市場競争が激しく、競争の結果として上場企業の収益力を落していることを表わしているのではないかと考えられる。

表1 中国上場企業の主要財務指標

時期(年)	1997	1998	1999	2000
上場企業数(社)	744	851	949	1,088
総資産(億元)	9,389	12,003	14,654	18,767
純資産(億元)	4,761	6,184	7,519	9,731
売上高(億元)	5,120	6,218	7,878	10,398
営業利益(億元)	1,039	1,238	1,588	2,071
純利益(億元)	451	455	606	731
1社当り平均総資産(億元)	12.62	14.10	15.44	17.25
1社当り平均純資産(億元)	6.40	7.27	7.92	8.94
1社当り平均売上高(億元)	6.88	7.31	8.30	9.55
1社当り平均営業利益(億元)	1.40	1.45	1.67	1.90
1社当り平均純利益(億元)	0.61	0.53	0.64	0.67
負債比率(%)	47.27	46.20	46.31	45.44
売上利益率(%)	20.30	19.90	20.16	19.92
ROE: 純資産利益率(%)	9.48	7.36	8.06	7.52
BPS: 1株当り純資産(元)	2.47	2.47	2.47	2.60
EPS: 1株当り純利益(元)	0.23	0.18	0.20	0.20

(注) 数字は四舎五入。
(出所) 『中国上場企業基本分析(2001)』より。

表2 中国上場企業の産業別企業業績

時期(年)	1997	1998	1999	2000
工業類(社)	481	564	637	667
総資産(億元)	7,287	8,638	10,417	11,785
売上高(億元)	4,672	4,958	6,114	7,107
純利益(億元)	410	367	464	448
負債比率(%)	48.30	46.23	45.70	44.21
売上利益率(%)	19.90	20.20	20.18	19.81
ROE:純資産利益率(%)	11.25	8.22	8.55	7.13
EPS:1株当り純利益(元)	0.26	0.19	0.21	0.18
商業類(社)	85	85	99	115
総資産(億元)	652	758	970	1,284
売上高(億元)	605	606	702	798
純利益(億元)	30	24	27	46
負債比率(%)	48.24	48.63	51.14	45.65
売上利益率(%)	14.38	14.51	18.12	19.16
ROE:純資産利益率(%)	9.07	6.36	6.02	7.09
EPS:1株当り純利益(元)	0.23	0.15	0.13	0.19
不動産(社)	26	26	27	28
総資産(億元)	517	503	523	589
売上高(億元)	135	123	126	134
純利益(億元)	10	-8	6	15
負債比率(%)	51.69	52.44	54.44	55.06
売上利益率(%)	26.99	24.89	20.53	25.52
ROE:純資産利益率(%)	4.28	-3.61	2.85	6.22
EPS:1株当り純利益(元)	0.11	-0.08	0.06	0.13
金融類(社)	3	3	4	4
総資産(億元)	64	71	93	129
売上高(億元)	8	8	11	11
純利益(億元)	1.5	2.4	2.2	1.9
負債比率(%)	78.02	74.20	78.22	77.45
売上利益率(%)	34.76	48.09	32.95	27.74
ROE:純資産利益率(%)	10.77	13.12	10.89	6.64
EPS:1株当り純利益(元)	0.23	0.28	0.18	0.15
公共事業(社)	63	69	83	90
総資産(億元)	1,400	1,705	2,026	2,515
売上高(億元)	476	513	644	794
純利益(億元)	96	105	113	129
負債比率(%)	47.41	44.83	44.15	44.29
売上利益率(%)	30.56	31.07	30.68	28.82
ROE:純資産利益率(%)	13.89	11.82	10.61	9.82
EPS:1株当り純利益(元)	0.29	0.27	0.26	0.27
総合類(社)	120	131	160	179
総資産(億元)	1,127	1,457	1,865	2,465
売上高(億元)	759	906	1,176	1,555
純利益(億元)	68	59	83	91
負債比率(%)	47.90	47.47	50.01	47.37
売上利益率(%)	17.39	16.83	17.22	15.71
ROE:純資産利益率(%)	12.15	8.21	9.49	7.52
EPS:1株当り純利益(元)	0.30	0.21	0.22	0.21

(注)数字は四舎五入。

(出所)『中国上場企業基本分析(2001)』より。

3 産業別の状況

上場企業の業績(表2)を六つの産業に分けてみると、次の幾つかの特徴を表わしている。

すなわち、工業類では、上場企業数が最も多いため、他の産業と比べると、総資産と純利益は最大である。

負債比率および他の収益力指標（売上利益率、ROE、EPS）は、他の産業と比べると中位である。しかし、九八年と二〇〇〇年の純利益は前年度より減つたため、ROEも低下した。

商業類について、九八年と九九年の純利益は低下し、その影響で、ROEとEPSも低迷した。しかし、二〇〇〇年度の純利益は回復し、前年度を大きく上回った。ROEとEPSもアップした。

不動産について、九〇年代半ば頃の不動産バブルの影響で、業績は低迷し、九八年度は赤字に転落した。ROEとEPSは六つの産業中最も低かった。しかし、売上利益率は二〇%以上を保ち、比較的高い。

金融類について、負債率（七〇%以上）は最も高いことが特徴である。九九年以前の売上利益率は他の産業と比べると一番高かったが、二〇〇〇年は低下した。しかし、上場企業数（四社）が最も少ないため、金融業全般の状況を反映しているとはいえない。

公共事業について、六つの産業中、優等生として、業績が最も安定している産業である。負債率は最も低い水準を保ち、収益力を示す指標（売上利益率、ROE、EPS）は比較的高い水準を維持している。公共事業に関しては、有料高速道路、鉄道、電気・ガス・水道などのインフラ・公共サービス関連の企業が多いため、収益の安定性を示している。

総合類について、EPSは比較的高い。業績全般は他の産業と比較して、中位である。

以上のように、近年上場企業の業績は、九七年アジア金融危機の影響があった。また九八年以降の三大改革（行政機構、国有企業、金融制度の改革）が進展することによって、企業の吸収・合併やストラが増え、消費が冷え込み、一部の産業に一定の影響を与えたと考えられる。六つの産業を分けてみる限り、一般的には収益指標であるROEとEPSは低下している。産業別の特徴をいえば、公共事業は業績の安定性があり、企業

のパフォーマンスを示している。しかし、公共事業の市場参入は制限されており、競争が少ないため、寡占的な市場であると言わざるを得ない。また、不動産、商業の業績は一時的に低迷したが、この二年間は回復している。工業類と総合類の業績は目立った特徴がなく、全般的に中位である。次に、より詳しい業種別の状況をみることにしよう。

4 業種別の状況

「中国上場企業基本分析(二〇〇一)」は上場企業を二二の業種に分類している。これらの業種をみると、企業の収益状況(表3 1、表3 2)は次の特徴になっている。

すなわち、利益率の高い業種は採掘、木材・家具、電気・ガス・水道、交通・運送・倉庫、公共サービス、マスコミ・文化および不動産などである。これらの業種は木材・家具と不動産を除けば、市場の参入が制限され、寡占的な業種であることがわかる。逆に、利益率の低い業種は、石油・化学・プラスチック、金属・非金属および建築などである。これらの業種は重厚長大の企業が多い。特に、石油・化学などの業種は九〇年代横行している密輸入の打撃を受けたため、利益率が比較的低い。

また、ROEの比較的高い業種は採掘、金属・非金属、農業、木材・家具、電気・ガス・水道、建築および通信・情報などである。低い業種は石油・化学・プラスチック、機械・計器、不動産および総合などである。そして、EPSの高い業種は農業、採掘、食品・飲料、電気・ガス・水道および建築などである。低い業種は石油・化学・プラスチック、機械・計器、卸売・小売・貿易、不動産および総合などである。ROEとEPSからみても一定の業種別の特徴を示している。

表3 - 1 中国上場企業の業種別収益状況

時期(年)	1997	1998	1999	2000
1. 農業(社)	15	19	23	29
売上利益率(%)	21.69	25.65	26.41	21.75
ROE: 純資産利益率(%)	12.60	13.63	12.77	8.06
EPS: 1株当たり純利益(元)	0.30	0.35	0.33	0.22
2. 採掘(社)	6	8	14	14
売上利益率(%)	43.11	44.62	44.67	49.06
ROE: 純資産利益率(%)	23.62	12.92	11.37	13.51
EPS: 1株当たり純利益(元)	0.37	0.26	0.25	0.37
3. 食品・飲料(社)	32	42	48	52
売上利益率(%)	23.51	25.18	27.33	26.83
ROE: 純資産利益率(%)	16.18	10.88	10.99	8.32
EPS: 1株当たり純利益(元)	0.37	0.30	0.31	0.25
4. 紡績・アパレル(社)	32	41	52	58
売上利益率(%)	22.21	22.13	19.68	21.01
ROE: 純資産利益率(%)	11.90	8.58	8.17	8.60
EPS: 1株当たり純利益(元)	0.27	0.23	0.22	0.25
5. 木材・家具(社)	1	1	1	2
売上利益率(%)	31.55	29.08	33.92	31.53
ROE: 純資産利益率(%)	10.04	10.25	13.51	8.84
EPS: 1株当たり純利益(元)	0.18	0.21	0.28	0.32
6. 製紙・印刷(社)	13	18	20	21
売上利益率(%)	23.01	22.43	25.18	22.05
ROE: 純資産利益率(%)	13.31	10.30	8.89	7.29
EPS: 1株当たり純利益(元)	0.32	0.26	0.23	0.22
7. 石油・化学・プラスチック(社)	88	100	116	121
売上利益率(%)	19.04	16.80	17.04	14.05
ROE: 純資産利益率(%)	10.41	6.49	7.25	5.40
EPS: 1株当たり純利益(元)	0.21	0.14	0.17	0.14
8. 電子(社)	16	18	21	22
売上利益率(%)	21.07	19.54	21.12	21.05
ROE: 純資産利益率(%)	12.43	8.46	11.72	9.28
EPS: 1株当たり純利益(元)	0.31	0.19	0.32	0.24
9. 金属・非金属(社)	68	77	93	100
売上利益率(%)	15.21	15.93	16.05	17.55
ROE: 純資産利益率(%)	10.04	8.92	9.17	9.54
EPS: 1株当たり純利益(元)	0.22	0.20	0.20	0.21
10. 機械・計器(社)	118	141	158	171
売上利益率(%)	19.93	20.90	20.46	19.51
ROE: 純資産利益率(%)	10.66	6.90	7.79	4.69
EPS: 1株当たり純利益(元)	0.25	0.17	0.20	0.13
11. 製薬(社)	41	44	53	59
売上利益率(%)	24.21	23.45	27.16	29.69
ROE: 純資産利益率(%)	9.19	5.35	8.22	8.27
EPS: 1株当たり純利益(元)	0.21	0.12	0.20	0.23

(注) 数字は四舎五入。

(出所) 『中国上場企業基本分析(2001)』より。

表3 - 2 中国上場企業の業種別収益状況

時期(年)	1997	1998	1999	2000
12. その他製造業(社)	7	9	12	15
売上利益率(%)	26.59	26.76	24.50	21.60
ROE: 純資産利益率(%)	8.83	3.24	11.52	8.81
EPS: 1株当り純利益(元)	0.21	0.06	0.29	0.25
13. 電気・ガス・水道(社)	32	32	37	41
売上利益率(%)	35.72	37.03	38.12	35.85
ROE: 純資産利益率(%)	14.01	15.79	12.85	11.54
EPS: 1株当り純利益(元)	0.33	0.39	0.34	0.33
14. 建築(社)	12	15	18	18
売上利益率(%)	10.21	12.54	13.44	12.28
ROE: 純資産利益率(%)	14.93	12.68	11.52	8.34
EPS: 1株当り純利益(元)	0.37	0.37	0.33	0.24
15. 交通・運送・倉庫(社)	27	30	37	41
売上利益率(%)	30.22	30.03	34.35	31.23
ROE: 純資産利益率(%)	10.92	6.71	9.83	7.91
EPS: 1株当り純利益(元)	0.22	0.14	0.22	0.21
16. 通信・情報(社)	41	44	50	54
売上利益率(%)	23.19	24.65	20.91	19.20
ROE: 純資産利益率(%)	18.12	14.27	8.44	7.73
EPS: 1株当り純利益(元)	0.53	0.42	0.25	0.25
17. 卸売・小売・貿易(社)	83	84	91	96
売上利益率(%)	11.87	10.91	11.96	11.64
ROE: 純資産利益率(%)	11.18	7.03	3.75	4.65
EPS: 1株当り純利益(元)	0.31	0.18	0.09	0.12
18. 金融・保険(社)	4	4	4	4
売上利益率(%)	25.67	33.43	24.23	20.83
ROE: 純資産利益率(%)	12.32	12.61	7.70	6.50
EPS: 1株当り純利益(元)	0.35	0.35	0.19	0.16
19. 不動産(社)	29	30	31	31
売上利益率(%)	30.96	28.99	24.94	27.09
ROE: 純資産利益率(%)	7.78	1.11	5.35	7.06
EPS: 1株当り純利益(元)	0.21	0.03	0.13	0.17
20. 公共サービス(社)	28	31	37	39
売上利益率(%)	30.32	30.26	29.98	30.72
ROE: 純資産利益率(%)	10.73	7.77	7.75	7.82
EPS: 1株当り純利益(元)	0.23	0.15	0.16	0.20
21. マスコミ・文化(社)	9	10	10	10
売上利益率(%)	24.57	22.44	28.92	34.57
ROE: 純資産利益率(%)	12.00	6.52	9.05	6.90
EPS: 1株当り純利益(元)	0.28	0.17	0.22	0.22
22. 総合(社)	76	79	84	85
売上利益率(%)	23.36	25.13	22.87	20.65
ROE: 純資産利益率(%)	5.96	3.38	7.34	5.51
EPS: 1株当り純利益(元)	0.13	0.07	0.15	0.12

(注) 数字は四舎五入。

(出所) 『中国上場企業基本分析(2001)』より。

5 むすびにかえて

以上、上場企業の産業別、業種別の企業業績をみてきた。その結果として、インフラ関連と公共サービスなどの公共事業、採掘および通信・情報などの業種は企業のパフォーマンスが良い。逆に、石油・化学・プラスチック、機械・計器、卸売・小売・貿易および不動産などの業種は業績が低迷していることが明らかになった。そして、企業パフォーマンスの影響要因は様々であるが、基本的には市場競争と企業の経営努力と関連し、または各業種の特徴、つまり各業種に置かれている競争状況および市場参入状況とも密接に関連しているのではないかと考えられる。

中国は既にWTOに正式に加盟した。これから市場は段階的に開放され、国内企業だけではなく、外国企業の市場参入も拡大し、市場障壁を無くすことで、今後競争が益々激化することが予想される。その意味で、企業努力は勿論のこと、企業ガバナンスの改革にも緊急課題として取り込む必要があるだろう。

注

- (1) <http://61.129.103.17/openwindow/tz20011231.htm>. <http://www.chinfo.com.cn>. 国家株、法人株などの株式は非流通株式に分類され、株式市場で売買できない。
- (2) 資金調達額は海外投資家向けB株と海外上場のH株などを含む。中国証券監督管理会編『中国証券期貨統計年鑑』百家出版社、二〇〇一年版。
- (3) 中国誠信証券評估有限公司・中誠信國際信用評級有限責任公司編『中国上場企業基本分析(二〇〇一)』中国財政經濟出版社。

- (4) 九二年～九六年までの上場企業の負債比率はそれぞれ六五・〇二%、四七・五九%、五一・六九%、五二・三二%、五一・六二%であった。中国誠信証券評估有限公司編『中国上場企業基本分析』中国科学技术出版社、九六年版、八五頁、九七年版、六五頁を参照。
- (5) 全国三三万社国有企業(予算内)の負債比率は七一%である。『人民日報』一九九六年五月七日。
- (6) 中国誠信証券評估有限公司編『中国上場企業基本分析』中国科学技术出版社、九六年版、八五頁、九七年版、六五頁を参照。ROEは中国では純資産利益率とも呼ぶ。

(おつ) とつめい・主任研究員)

米国の機関投資家と取引コスト

三木 まり

1 はじめに

インターネット上で展開する商取引のメリットとして、取引にかかるコストが大幅に削減できるといわれている。取引コストについて、最初に注目したのは、R.H. Coaseである。取引を行うには費用がかかり、その額は、取引の性格と取引をどうアレンジするかによって異なると述べた。証券取引にかかる取引コストは、委託手数料や税金など明示的コストとマーケット・インパクト（取引に伴う価格変化）を代表とする目に見えない変動的コストに大別される。

ここでは、近年の米国における機関投資家の取引コスト低減のニーズについて検討、分析を行う。まず、次節では、機関投資家における取引コストの位置付けを確認し、3では、一九八〇年代以降の機関投資家を取り巻く環境変化と取引コストについて検討を行う。終わりに、今後の機関投資家の取引コストの研究課題について若干述べることにしたい。

2 機関投資家における取引コストの位置付け

機関投資家における取引コストの位置付けを考察するにあたって、まず、機関投資家と個人投資家の特徴を比較することによって整理しておきたい。

個人投資家と比較して、機関投資家の資金量は大規模である。そのため機関投資家の場合、分散投資が可能になるとともに、その保有資産全体（ポートフォリオ）の収益最大化を目指した運用が行われる。また、機関投資家は、証券投資の専門家であり、情報収集やその分析、処理において個人より優位な立場に立つ。具体的な投資行動の違いとしては、多数の銘柄の取引を一括して行うバスケット取引や、ポートフォリオの組替え、プログラム・トレーディングが挙げられる。さらに、機関投資家は、他者の資金を運用することから生ずる委託者に対する責任を有する这一点で個人投資家と異なっている。

このような特徴を有する機関投資家にとって、受託者責任⁽¹⁾の下でその保有資産（ポートフォリオ）の収益最大化を目指す資産運用が目的となる。すなわち運用機関の役割は、ポートフォリオの効用を最大化することにある。

ポートフォリオの効用関数は、 $U_p = R_p - \lambda \cdot \sigma_p^2 - C$ として示される。

U_p : ポートフォリオの効用関数

R_p : ポートフォリオの期待リターン

λ : リスク拒否度係数

C : ポートフォリオのリスク（分散）

C : 取引コスト

上記のポートフォリオ効用関数から、ポートフォリオの効用関数の最大化を目的とする機関投資家にとって、取引コスト低減が重要なファクターの一つであることがわかる。また、この関数から投資のパフォーマンスは、ポートフォリオマネージャーの投資戦略によってもたらされるリターンと、この戦略を実施するにあたって被る

表1 機関投資家の取引銘柄の時価総額と取引コスト（単位：％）

	取引所上場株式				店頭市場株式	
	取引コスト	間接的	直接的	サンプル数	取引コスト	サンプル数
買い発注						
大型	0.31	0.17	0.13	10,960	0.24	1,155
2	0.43	0.28	0.17	7,989	0.51	1,934
3	0.64	0.41	0.24	4,137	0.92	2,929
4	1.00	0.70	0.30	2,115	1.52	2,720
小型	1.78	1.35	0.42	834	2.85	1,801
売り発注						
大型	0.26	0.11	0.15	10,901	0.16	960
2	0.63	0.41	0.23	4,738	0.85	853
3	1.02	0.72	0.30	2,296	1.18	1,517
4	1.33	0.92	0.41	1,112	1.73	1,613
小型	2.03	1.36	0.67	568	2.91	1,106

（注）1991年1月～1993年3月までの21の機関投資家の普通株取引の平均取引コストを測定している。1991年12月時点のNYSE銘柄の時価総額に基づいて五分位の区切りを作成し、この区切りを基準にして銘柄の規模を分類している。

（出所）Keim and Madhavan (1998)

表2 機関投資家の投資スタイルと取引コスト（単位：％）

	取引所上場株式				店頭市場株式	
	取引コスト	間接的	直接的	サンプル数	取引コスト	サンプル数
買い発注						
バリュー	0.30	0.12	0.18	5,610	0.37	1,201
テクニカル	0.71	0.48	0.23	10,922	1.39	5,373
インデックス	0.37	0.23	0.14	9,693	1.27	4,025
トータル	0.49	0.31	0.18	26,225	1.23	10,599
売り発注						
バリュー	0.08	- 0.10	0.18	6,388	0.61	1,052
テクニカル	0.87	0.61	0.25	10,876	1.68	4,624
インデックス	0.38	0.25	0.13	2,296	0.79	412
トータル	0.55	0.34	0.22	19,560	1.43	6,088

（注）1991年1月から1993年3月までの期間の21の機関投資家の普通株取引の投資スタイル別の平均取引コストを測定している。

（出所）Keim and Madhavan (1997)

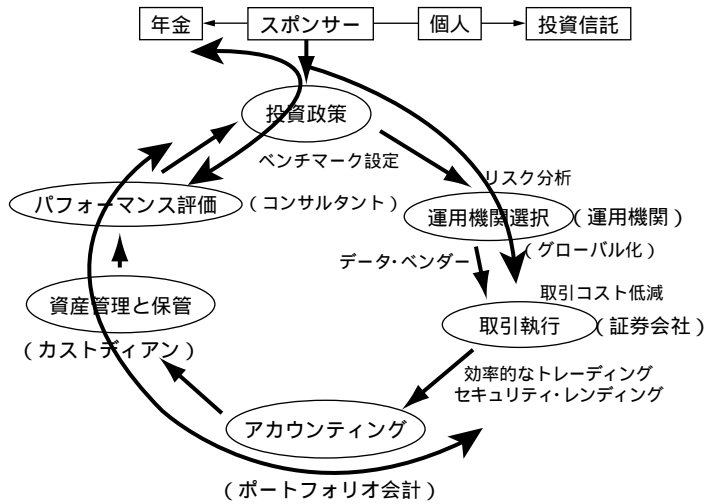
取引コストを反映していると理解できる。従って、取引コストは期待リターンの実現に関する難易度の尺度として見ることもできる。

表1と表2では、機関投資家の銘柄選択や投資スタイルによって生じる取引コストの差異が示されている。表1では、小型で一般的に流動性が乏しいため売買の執行が困難と考えられる銘柄ほど、取引コストが高いという傾向が見られる。⁽²⁾表2では、投資スタイル別に取引コストが異なることが示されている。投資スタイルが積極的であるほど、また取引が完了するまでの許容時間が短い投資スタイルほど、取引コストが高くなることを示唆している。⁽³⁾

以上のKeim and Madhavan (一九九七)、(一九九八)の調査からも明らかのように、機関投資家の取引コストの比較は、運用スタイル別に行う必要があるといえる。このことは、同じペーパー・ポートフォリオ上の期待リターンであれば、その投資行動においてより小さな取引コストが受託者責任の観点から求められることを示しているともいえる。

さらに、一九八七年のマーケット崩壊以降、機関投資家(特に年金基金)の受託者責任について活発に議論されるようになった。年金基金の受託者責任に関しては、一九七四年のERISA法(Employee Retirement Income Security Act of 1974)によって規定されている。ERISA法には、受託者の受給者に対する忠実義務(duty of loyalty)や分散投資の必要性とともに、プルーフデントマン・ルール(prudentman rule)が規定されている。⁽⁴⁾その目的遂行のための具体的な行動方針として、アクティビズム(株主行動主義)と最良執行義務の追求がある。この二つの行動方針は、図1が示すように年金基金の資産管理と資産運用のそれぞれの側面から受託者責任の遂行として見ることもできる。

図1 運用と管理業務の分化と統合（スキル、サービス、コストの関係）



(原資料) ステート・ストリートに加算。

(出所) 増井克行「機関投資家からみた最良執行について」資本市場研究会資料、1997年。

機関投資家のアクティビズムは、コーポレート・ガバナンスにおけるマーケット取引ベースでのシステムから政策的モデルへの展開である。具体的には、機関投資家が株式保有している企業の収益の収益改善に向けて株主総会に申し出を提出するなど、積極的に投資先企業へ働きかけていくというものである。

一方、機関投資家の最良執行の追求とは、市場において取引可能な最良価格での執行のみならず、リサーチ等の裏付けを持つ付加価値に対して適切なコストを支払う妥当性を含むものである。⁽⁵⁾ 受託者責任に基づく最良執行義務から、取引コストの最小化を機関投資家は求められることになる。しかし、取引コストの発生要因やコスト削減方法及びその効果を明らかにするためには、取引コストの計測や評価が必要になることは言うまでもない。また、取引コストの測定には、事前と事後の二通りの測

定方法がある。事前の取引コストの見積もりに関しては、一九九七では、瞬時に取引コストを見積もることが可能なソフトウェアが開発されている。⁽⁶⁾

事後的な取引コストは、ベンチマークと執行価格との乖離として測定されている。その代表的なベンチマーク

の一つに、VWAP（出来高加重平均株価：Volume Weighted Average Price）があり、以下のような算式で計算される。

出来高加重平均株価＝（約定価格×約定株数）／（約定株数）

＝ 売買代金／約定株数

VWAPは、一日の約定価格のすべてを約定ごとの出来高ウエイトで平均し、当日の平均約定価格を算出したものである。始値や終値、あるいは高値と安値の平均といった株価指標に比べて、VWAPは各価格での約定量を考慮しているので、トレーダー（証券会社）にとってもフェアなベンチマークといえよう。⁽⁷⁾ このように計測された取引コストを用いて、年金基金はマネー・マネージャーを評価するようになった。ただし、取引コストの評価においてどのようなベンチマークを用いようとも、ファンド・マネージャーによる特定の指標を対象にしたゲームの可能性や、ファンド・マネージャーに対しての評価の偏りを生む可能性が存在する。⁽⁸⁾ そこで、ファンド・マネージャーの取引コストに関する評価には複数の指標を用いる必要性がある。

VWAPは、取引コストの測定におけるベンチマークとして利用が普及している。市場並の執行リスクであるVWAPに可能な限り近い価格での取引執行、あるいはそれより有利な価格での執行という投資家の希望を満たす執行方式となっている。⁽⁹⁾

このような最良執行の追及とその評価は、ファンド・マネージャー個人に対しても取引コスト低減へのインセンティブを高めていると考えられる。

3 一九八〇年代以降の機関投資家を取り巻く環境変化と取引コスト

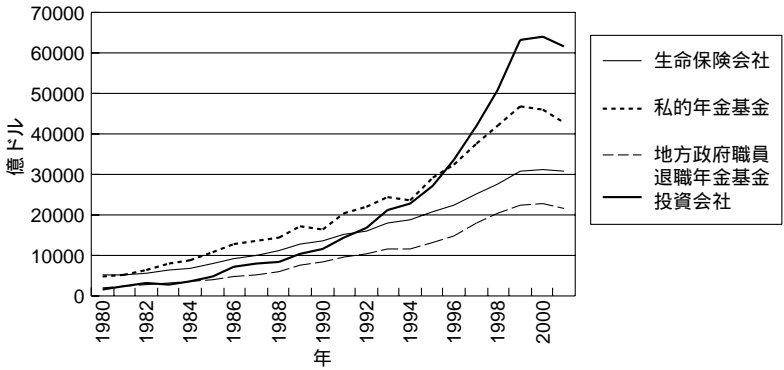
前節の分析によつて、機関投資家の受託者責任の観点から、取引コストの最小化が機関投資家にとつて重要な課題であることが理解できよう。しかし、機関投資家の受託者責任に関しては、ERISA法が制定された一九七四年以降の課題である。したがつて、この要因のみによつて近年の機関投資家の取引コスト低減へのニーズの高まりを説明することはできない。むしろ、機関投資家の取引コスト低減へのニーズの高まりは、一九八〇年代以降の機関投資家を取り巻く環境の変化に対応するものと考えられる。

近年の機関投資家を取り巻く環境変化として、現代ポートフォリオ理論の高度化と情報通信技術の発達、機関投資家の運用資産の拡大、取引チャネルの多元化と取引手法の多様化がある。

まず、現代ポートフォリオ理論の高度化と情報通信技術の発達によつて、機関投資家によるリスクとリターンの計量の精緻化が可能になった。これによつて、一九八〇年代以降、明確なコンセプトに基づく洗練された運用戦略が機関投資家に定着するようになった。機関投資家の運用戦略は、単にパフォーマンス上優れた個別銘柄選択の追及から戦略的アセット・アロケーションへと転換し、機関投資家の資産運用の中心形態もインデックス運用へとシフトしている。パッシブ運用を行うファンド（平均株式売買回転率が一五%以下と定義）の方が、最もアクティブに運用されるファンドよりもパフォーマンスが優れているという実証分析や「市場に勝つことはより難しくなっている」という見解の普及は、より多くの年金基金のポートフォリオをインデックス化へと向かわせる誘因となった。¹⁰このような傾向のもとで、機関投資家は、リターンの向上にある程度の限界を感じ、「コスト（取引コスト）の低減化へその対応を移行させたと思われる。

次に、機関投資家の運用資産の拡大に伴う大口取引の増加と近年の取引コスト低減化へのニーズの高まりとの

図2 主要機関投資家の資産残高推移



(注) 2001年度は第一四半期末。

(出所) FRB, *Flow of Funds Accounts*より作成。

(2) 全ての注文が小口である。

(3) 市場において各市場参加者の希望するそれぞれの価格で注文が集められ、購入が求められている総株式数と

関連性を見ることにする。通常、投資家が特定の銘柄の大口注文を出すと、全ての注文が執行されるまでに株価が変動する。この変動した価格は、執行に伴うコスト（執行コスト）を意味する。図2に示されているように、機関投資家の資産は一九九〇年代に入って大幅に増大している。特に、私的年金基金と投資会社の資産の巨大化は著しく、市場で大量の売買を行うようになった。また、機関投資家のアクティブ運用も資産の拡大とともに相対的に大口化する傾向にある。したがって、近年の機関投資家における運用資産の拡大によって、取引コストが無視できない規模へと増大し、その削減へのニーズを高めたと考えられる。

また、この取引コストは、取引システムと深く関連したコストでもある。市場が以下のような構造をとるとき取引コストは存在しないからである。⁽¹⁾

(1) ある特定の株式の取引に関心を持つ全ての市場参加者が遅れず同時に接触し、彼らがそれぞれ許容しうる価格で売買するつもりである株数を正確に明らかにする。

売却のために提供された総株式数とが等しくなる価格に設定される。

しかし、現実にはこのような三つの条件を満たす市場は存在しない。そのため、取引コストは市場において存在し、市場の透明性、取引サイズ、流動性を含めて取引システムと深く結びついたコストであることがこのことから理解される。

最後に、近年の取引チャネルの多元化と取引手法の多様化の観点から、機関投資家の取引コスト低減化の二一
ズを検討する。機関投資家の取引チャネルの多元化やそれに付随する取引手法の多様化は、機関投資家に対して、
新たな取引の機会をもたらす一方、取引において直面する不確実性も増大させたといえる。取引の執行において
投資家の直面する不確実性は、注文が執行される価格に関する不確実性、注文が執行されるかどうかに関する
不確実性、指値注文、成行注文、裁量的注文 (not held order) など異なった注文方法、取引所フロア、アップス
テアズ、ATS など異なる市場、オープニング、立会い時間の終了間際、アフターアワーなど異なる時間におい
て執行されたであろう注文の価格の不確実性、の三つにまとめられる。

投資家は、上記のような不確実性に対処するための執行戦略が重要になる。個人投資家に比べて、機関投資家
の投資資金量は大規模であるため、機関投資家の直面する不確実性もそれだけ大きいものになる。これは、執行
戦略の重要性が個人よりも機関投資家において高いことを意味している。従って、機関投資家は、市場において
採用した執行戦略によって潜在的な利益やコストを被っているのである。

4 おわりに

以上のことから明らかなように、近年の取引コストの低減化へのニーズは、機関投資家の受託者責任にともな

う最良執行の追及に加えて、運用資産の拡大と市場環境の変化に伴う取引コスト削減に対するニーズの高まりによってもたらされたものであることが理解される。また、この取引コストは、取引システムと深い関連性を持つコストであることも示された。

そこで今後の研究課題としては、機関投資家の取引コスト低減化へのニーズが今日の取引システムにどのように関わり、また取引システム間の競争にどのような影響を及ぼしているかを考察するために、取引コストを構成する要素別に特徴を検討する必要があると思われる。この他に、日本の一部の証券会社でも手掛けられはじめたトランジクション・マネジメントについても今後の研究課題としたい。

注

- (1) 俊野雅司(一九九八)「取引コストの評価と管理」『大和投資資料』一〇月号では、運用機関の受託者責任について「アメリカでは、何らかの信託契約に基づいて顧客の資産を裁量的に運用する権限を与えられている者は、受託者責任と呼ばれているが、『受託者は資産運用のあらゆる場面で顧客のために忠実かつ効率的に行動しなければならない。』と「*the fiduciary duty*」を課している。
- (2) 詳細については Keim, D.B. and A. Madhavan (1998), "The Cost of Institutional Equity Trades," *Financial Analysts Journal*, July-August, pp.50-69 参照。
- (3) 詳細については Keim, D.B. and A. Madhavan(1997), "Transactions Costs and Investment Style: An Inter-Exchange Analysis of Institutional Equity Trades," *Journal of Financial Economics*, vol.46, pp.265-292 参照。
- (4) 一九七四年に制定された E R I S A 法の プルーデントマン・ルールに関する規定では、「受託者は、同様の能力を持ち

そのような問題に精通している慎重な人間が、同様の性格と目的を持つ資産の管理を行うと時に用いるであろう注意技術、慎重さ、及び勤勉さをもって義務を果たさなければならない」と述べている。

- (5) 川原淳次「年金基金のクオリティー―受託者責任と最良執行義務」『財界観測』一九九七年九月号によれば、「最良執行とは、多様化する選択肢（バスケット、他市場、分割発注、証券会社選択等）の中から、最大限の注意を払い、事前に見積もられる執行コストを最小にする方法を見出すことにある。更に、事後的な評価によって、その成功・失敗をフィードバックし、絶えず努力を怠らないことが最良執行義務の遵守といえる。」という。

- (6) 『日経金融新聞』一九九七年八月一四日。

- (7) 詳細については宇野淳（一九九五）「執行戦略と取引コスト」『機関投資家運用の新戦略』第三章を参照。

- (8) V W A Pの有効性と限界については、宇野淳（一九九八）「執行コストの分析の進め方―V W A Pの有効性と限界」『NQIREPORT』No.1を参照。

- (9) 日本ではV W A P取引は機関投資家を対象とした取引だったが、近年、個人投資家向けの取り扱いを始めている。

- (10) Walker, D.M.(1991), "The Increasing Role of Pension Plans in the Capital Markets and in Corporate Governance Matters," Sametz, A. W. ed. *Institutional Investing : Challenging and Responsibilities of the 21st Century*, New York University Salomon Center, p.36参照。

- (11) Schwartz,R.A and D.K.Whitcomb (1988), *Transaction Costs and Institutional Investor Trading Strategies*, Monograph Series and Economics, The Salomon Brothers Center for the Study of Financial Institution, New York University, p.29参照。

（みき まり・研究員）

証研レポート既刊目録

1588 (2000.11)	執筆者	1595 (2001.6)	執筆者
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
N E W E X	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 -		- E C N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)		1596 (2001.7)	
株価変動率の上昇について	伊豆	個別株先物取引と信用取引	二上
J I W A Y	吉川	M & A会計とITバブル	伊豆
- OMとMSDWによるクロスボーダー小口ECN -		ナスダック・ヨーロッパとvirt-x	吉川
企業調査から見た中国のコーポレート・ガバナンス(4) 王		- ヨーロッパでの新たな試み -	
- 企業の意思決定の在り方とチェック体制を中心に -		上海証券取引所のコーポレート・ガバナンス調査(3) 王	
アメリカのコール・オークション	清水	- 重役の選任、報酬および従業員の変化を中心に -	
米国のハイ・イールド債市場とディストレス市場	松尾	N Y S Eの特別委員会報告書より	三木
1590 (2001.1)		1597 (2001.8)	
投信販売の変化について	二上	証券取引所の株式会社化の意義	二上
国際資本市場の発達とIMFの変容	伊豆	自社株買について	伊豆
A S X	吉川	ユーロネクストのIPO	吉川
- 知られざるイノベーター -		- ドイツ取引所のIPOとの暗喩 -	
米国NASDの収入について	清水	アメリカ政府債の清算機関G S C C	福本
額面株式と無額面株式	福本		
1591 (2001.2)		1598 (2001.9)	
重要性を増すマーケティング戦略	二上	ロンドン証券取引所の株式上場	吉川
ユニバーサル・ストック・フューチャーズ	吉川	上海証券取引所のコーポレート・ガバナンス調査(4) 王	
- 個別株先物によるLIFFFEの巻き返し -		- 上場企業のガバナンス文化を中心に -	
中国の経営者報酬とインセンティブについて	王	C Pのペーパーレス化(1)	福本
ナスダックのスーパーモンタージュ構想	清水	- 日本初の不発行化(dematerialization) -	
決済機関の行うリスク管理	福本	オブティマーク市場休止が意味するもの	三木
1592 (2001.3)		1599 (2001.10)	
米国の貿易赤字について	伊豆	取引所の自主規制機能について	伊豆
ドイツ取引所の新たな戦略	吉川	ドイツ取引所の新たな戦略(2)	吉川
- IPOと情報提供拡充 -		- ユーロ建て米国株電子取引 -	
中国の漸進的経済改革について	王	中国最大の総合家電メーカー海爾集団の経営管理と企業文化 王	
- 市場育成アプローチの紹介を中心に -		- 「市場中心主義」と「顧客至上主義」をめぐって -	
ナスダック市場と顧客指値の保護について	清水	ナスダックにおける株価セント表示導入の影響	三木
倒産法とディストレス投資	松尾		
1593 (2001.4)		1600 (2001.11)	
投資信託は郵貯資金を吸収したか?	二上	信用取引とデリバティブ取引	二上
米国への資本流入は持続的か	伊豆	自主規制機能の分離・統合論	伊豆
ナスダックの新たな戦略	吉川	- S I Aの自主規制モデル案 -	
- LIFFFEとの提携とイースダックの買収 -		L I F F Eの決断	吉川
上海証券取引所のコーポレート・ガバナンス調査(1) 王		- ユーロネクストによる買収合意 -	
- 株主総会と董事会を中心に -		中国の外資導入における経済技術開発区の役割	王
D T Cの行うリスク管理	福本	- 天津経済技術開発区の紹介を中心に -	
- 取扱い証券による違いはあるか -		C Pのペーパーレス化(2)	福本
1594 (2001.5)		1601 (2001.12)	
構造改革と投資銀行業務	二上	最近の個人顧客の動向	二上
米国新興企業とストック・オプション	伊豆	インターネット取引の拡大について	伊豆
ロンドン証券取引所の巻き返し策	吉川	ユーロCCP	吉川
- 海外キャンペーンとT S E 2001 -		- D T Cの欧州クリアリング機関 -	
動き出した国債のRTGS(1)	福本	金庫株解禁の商法改正	福本
- 制度の概要 -		N Y S Eとナスダックのスプレッドの比較	三木

(財)日本証券経済研究所の ホームページのご案内

<http://www.jsri.or.jp>

Contents

JSRIについて	証券年表
TOPICS	証券関係文献目録
出版物案内	大阪研究所
講演会録	LINK集
証券図書館	証券経済学会

JSRIについて

当研究所の概要や事業活動を紹介しています。

TOPICS

「21世紀の証券市場懇談会」をはじめ、当研究所等に関する最近の動向や新刊書の案内等を掲載しています。

出版物案内

「証券レビュー」及び「証研レポート」の最近5カ月分の全文とともに「証券経済研究」の各論文要旨を掲載。また、定期刊行物のバックナンバー一覧、単行本の内容紹介と目次もご覧いただけます。

講演会録

平成12年12月以降に開催した講演会録をお読みいただけます。

証券図書館

証券図書館の利用案内や受入新着資料（最近3カ月分）を紹介しています。

証券年表

1996年から2000年までの記事を「証券」「金融」「一般」に3分類し、日付ごとに記事の一覧ができるとともに、探したい用語を含む記事の検索もできます。2001年以降については編集出来次第、逐次、月単位で追加する予定です。

証券関係文献目録

2000年に発行された単行本、雑誌の証券関係の文献を分類、文献名、著者名により検索ができます。

大阪研究所

大阪研究所に関する情報を掲載しています。

LINK集

他機関のウェブ・サイトにリンクして官公庁、証券関連機関、国内外のシンクタンク、全国の大学、各学会、図書館、出版社、報道機関、国際機関・主要国金融監督当局等、調査・研究に関連のあるサイトに容易にアクセスできるように設定しています。

証券経済学会

当研究所が事務局を引き受けている「証券経済学会」に関する情報を公開しています。学会の紹介、大会・部会のお知らせ、入会案内、機関誌の紹介・バックナンバー等を掲載しています。

証研レポート第一六〇二号
二〇〇二年一月十四日発行

(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

2002年 1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

<http://www.jsri.or.jp>

定価400円(本体381円)