

Title	体制転換と金融システムの構造変化 (V) : チェコ共和国の場合
Sub Title	Systemic transformation and structural changes in the banking system (V) : in the case of the Czech Republic
Author	赤川, 元章(Akagawa, Motoaki)
Publisher	慶應義塾大学出版会
Publication year	2022
Jtitle	三田商学研究 (Mita business review). Vol.65, No.2 (2022. 6) ,p.45- 81
JaLC DOI	
Abstract	<p>「プラハ証券取引所」の事業基盤は、ハプスブルク帝国時代にズデーテン諸州チェコ領域へ進出したオーストリア・ドイツの大銀行に支えられた経済発展に遡る。だが、同取引所は、第一次・第二次両世界大戦を通して再開と閉鎖、その後の社会主義体制下における長年の閉鎖、そして1989年のビロード革命を経て、1992年、旧国家銀行の民営化によって成立した大銀行を中心に再建される。</p> <p>本稿では、このような体制転換の過渡期における国有企業民営化によって市場経済体制の確立・発展の推進力となった資本市場において、「プラハ証券取引所」は如何なる事業活動を展開したのか、EU市場経済との関係強化の下で現在に至るまでのプロセスを検討対象としている。</p> <p>以下の3点から構成される。</p> <p>第1は、再建「プラハ証券取引所」の各組織の権限と職務を明らかにした後、取引所取引の運用・清算・情報などの各システムに言及する。そのうえで、再開された証券市場の事業活動の内容およびその動向について、各市場の特徴とその変化および取引システム方式、株価指数、証券取引高などを景気局面と関連づけて分析する。</p> <p>第2は、リーマン・ショックを契機として世界的に波及した金融恐慌により順調に発展してきた「プラハ証券取引所」も、国際化への対応と電子証券取引化が焦眉の課題となる。「ウィーン証券取引所」傘下の子会社化を選択し、CEE証券取引所グループ (CEESEG) に参加する。この新たな環境下での、中・東欧証券取引所の再編成の実態、子会社化した「プラハ証券取引所」の経営組織およびその問題点などを検討する。</p> <p>第3は、「プラハ証券取引所」が「ウィーン証券取引所」の子会社としてEU市場への適合するための前提条件、「連結財務諸表」作成への会計基準、「国際財務報告基準」IFRSへの調和化とチェコ会計基準との関係について考察する。</p> <p>The business foundation of the Prague Stock Exchange dates back to economic development supported by the large Austrian and German banks that expanded into the Czech territory of the Zudeden states in the Hapsburg Empire.</p> <p>However the Exchange was reopened and closed throughout the World War 1 and 2, followed by many years of closure under the socialist regime. After the 1989 Velvet Revolution, it was reconstructed by the old state-owned banks that were privatized.</p> <p>What kind of business activities did the Prague Stock Exchange develop in the capital market, which was the driving force the establishment and development of the market economy system ? In this paper, under the strengthening of relations with the EU market economy, the process up to the present is being considered.</p>
Notes	論文
Genre	Journal Article
URL	https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN00234698-20220600-0045

慶應義塾大学学術情報リポジトリ(KOARA)に掲載されているコンテンツの著作権は、それぞれの著作者、学会または出版社/発行者に帰属し、その権利は著作権法によって保護されています。引用にあたっては、著作権法を遵守してご利用ください。

The copyrights of content available on the Keio Associated Repository of Academic resources (KOARA) belong to the respective authors, academic societies, or publishers/issuers, and these rights are protected by the Japanese Copyright Act. When quoting the content, please follow the Japanese copyright act.

体制転換と金融システムの構造変化 (V)

—チェコ共和国の場合—

Systemic Transformation and Structural Changes in Banking System (V)

—In the Case of the Czech Republic—

赤川元章(Motoaki Akagawa)

「プラハ証券取引所」の事業基盤は、ハプスブルグ帝国時代にズデーデン諸州チェコ領域へ進出したオーストリア・ドイツの大銀行に支えられた経済発展に遡る。だが、同取引所は、第1次・第2次両世界大戦を通して再開と閉鎖、その後の社会主義体制下における長年の閉鎖、そして1989年のビロード革命を経て、1992年、旧国家銀行の民営化によって成立した大銀行を中心に再建される。

本稿では、このような体制転換の過渡期における国有企業民営化によって市場経済体制の確立・発展の推進力となった資本市場において、「プラハ証券取引所」は如何なる事業活動を展開したのか、EU市場経済との関係強化の下で現在に至るまでのプロセスを検討対象としている。

以下の3点から構成される。

第1は、再建「プラハ証券取引所」の各組織の権限と職務を明らかにした後、取引所取引の運用・清算・情報などの各システムに言及する。そのうえで、再開された証券市場の事業活動の内容及びその動向について、各市場の特徴とその変化及び取引システム方式、株価指数、証券取引高などを景気局面と関連づけて分析する。

第2は、リーマン・ショックを契機として世界的に波及した金融恐慌により順調に発展してきた「プラハ証券取引所」も、国際化への対応と電子証券取引化が焦眉の課題となる。「ウィーン証券取引所」傘下の子会社化を選択し、CEESEGに参加する。この新たな環境下での、中・東欧証券取引所の再編成の実態、子会社化した「プラハ証券取引所」の経営組織およびその問題点などを検討する。

第3は、「プラハ証券取引所」が「ウィーン証券取引所」の子会社としてEU市場への適合するための前提条件、「連結財務諸表」作成への会計基準、「国際財務報告基準」IFRSへの調和化とチェコ会計基準との関係について考察する。

The business foundation of the Prague Stock Exchange dates back to economic development supported by the large Austrian and German banks that expanded into the Czech territory of the Zudedden states in the Hapsburg Empire.

However the Exchange was reopened and closed throughout the World War 1 and 2, followed by many years of closure under the socialist regime. After the 1989 Velvet Revolution, it was reconstructed by the old state-owned banks that were privatized.

What kind of business activities did the Prague Stock Exchange develop in the capital market, which was the driving force the establishment and development of the market economy system ?

In this paper, under the strengthening of relations with the EU market economy ,the process up to the present is being considered.

体制転換と金融システムの構造変化（V）

—— チェコ共和国の場合 ——

赤川元章

序論 ベルリンの壁崩壊からビロード革命へ

1. ビロード革命へのプロセスと移行戦略をめぐる2つの潮流
2. 旧共産主義体制下における金融システムの構造
3. チェコスロバキアにおける「連邦解体」の問題点
4. 体制転換＝市場経済化における両共和国改革派政権の求心力について
(以上『三田商学研究』第58巻第5号(2015年12月))
5. 単一（一層式）銀行システムの構造と体制転換後の民間銀行システム成立時の状況
6. 株式会社銀行コメルチニー・バンカ（Komerční banka, a.s. Praha）KBの事業展開と単一（一層式）銀行システムの負の遺産
7. チェコスロバキア国家銀行（Státní Banka Československá）SBČSの解体分離によるチェコ国民銀行（Česká Národní Banka）ČNB（中央銀行）の成立
(以上『三田商学研究』第59巻第3号(2016年8月))
8. 金融システムの構造変化と主要銀行の軌跡
 - (1) 二層式銀行システムの確立直後における銀行セクターの状況
 - (2) 上位中堅銀行、アグロバンカ Agrobanka Praha とジヴノステンスカ・バンカ Živnostenská banka の推移
 - (3) 旧国有大銀行の事業活動の生成・展開と外国金融機関と連帯した民営化の特徴
(以上『三田商学研究』第62巻第5号(2019年12月))
9. 体制転換移行期における国民経済の変化と銀行セクターへの作用
10. 金融システムの再編成——二重構造への対応と外国資本の進出——
11. 金融システムにおける支配構造の変遷と課題—— EU市場経済と国民国家チェコ共和国の相克——
(以上『三田商学研究』第63巻第6号(2021年2月))
12. チェコ証券市場の生成過程における「プラハ証券取引所」の役割と経営システムの変容および経営方針の大転換とEU化
(以上 本号)

<要 約>

「プラハ証券取引所」の事業基盤は、ハプスブルク帝国時代にズデーテン諸州チェコ領域へ進出したオーストリア・ドイツの大銀行に支えられた経済発展に遡る。だが、同取引所は、第一次・第二次両世界大戦を通して再開と閉鎖、その後の社会主義体制下における長年の閉鎖、そして1989年のビロード革命を経て、1992年、旧国家銀行の民営化によって成立した大銀行を中心に再建される。

本稿では、このような体制転換の過渡期における国有企業民営化によって市場経済体制の確立・発展の推進力となった資本市場において、「プラハ証券取引所」は如何なる事業活動を展開したのか、EU市場経済との関係強化の下で現在に至るまでのプロセスを検討対象としている。

以下の3点から構成される。

第1は、再建「プラハ証券取引所」の各組織の権限と職務を明らかにした後、取引所取引の運用・清算・情報などの各システムに言及する。そのうえで、再開された証券市場の事業活動の内容およびその動向について、各市場の特徴とその変化および取引システム方式、株価指数、証券取引高などを景気局面と関連づけて分析する。

第2は、リーマン・ショックを契機として世界的に波及した金融恐慌により順調に発展してきた「プラハ証券取引所」も、国際化への対応と電子証券取引化が焦眉の課題となる。「ウィーン証券取引所」傘下の子会社化を選択し、CEE証券取引所グループ(CEESEG)に参加する。この新たな環境下での、中・東欧証券取引所の再編成の実態、子会社化した「プラハ証券取引所」の経営組織およびその問題点などを検討する。

第3は、「プラハ証券取引所」が「ウィーン証券取引所」の子会社としてEU市場への適合するための前提条件、「連結財務諸表」作成への会計基準、「国際財務報告基準」IFRSへの調和化とチェコ会計基準との関係について考察する。

<キーワード>

プラハ証券取引所、ウィーン証券取引所、ドイツ証券取引所、取引所理事会、取引所監査役会、UNIVYC、上場証券、一部市場、二部上場、自由市場、新市場、自動取引方式、ブロック取引方式、SPADシステム方式、株価指数、PX-50、PX-Index、クセトラ(Xetra)、CEE証券取引所グループ(CEESEG)、国際財務報告基準(IFRS)、単独決算、連結決算、連結財務諸表、企業集団、監査法人アーンスト・アンド・ヤング(EY)、チェコ会計基準(CAS)

12. チェコ証券市場の生成過程における「プラハ証券取引所」の役割と経営システムの変容および経営方針の大転換とEU化

(1) 初期「プラハ証券取引所」誕生の時代的背景

1) チェコスロバキア共和国の成立と経済発展の特徴

第一次世界大戦終了後の1918年10月28日、ハプスブルク帝国(古きオーストリア・ハンガリー君主制)の崩壊によってチェコスロバキア共和国が誕生した。当時、この新生国家の領域は、ボヘミア、モラビア、シレジアのいわゆる「ズデーテン諸州」(Sudetenländer)およびスロバキアとカルパト・ロシアを含めた「カルパト諸州」(Karpathenländer)から成立していた。だが、数十年來、緊密な結合体制として一体化してきた「大国家同盟」(grosser Staatenverband)から産業の高度に発達した領域を政治的に切断することは、必然的に経済的諸関係の弛緩を引き起こす

第1表 チェコ領域におけるチェコ・ドイツ・ウィーンの銀行業の株式資本金

(単位: 100万コルナ)

年度	チェコ	ドイツ	ウィーン
1890	7.8	24.0	358.2
1900	29.1	49.9	337.5
1910	169.0	102.7	742.4
1913	225.0	135.7	888.7

出所) Rudolph, R., *Banking and Industrialization in Austria-Hungary*, CAMBRIDGE UNIVERSITY PRESS, Cambridge, London · New York · Melbourne, 1976, p.130.

結果となる。若きチェコスロバキア共和国にとって、貨幣・資本市場はこれまでウィーンの強い影響下にあったから、極めて重要なことであった。その中でも、特に、「ズデーテン諸州のチェコ領域では、全経済はウィーンによって先導され、管理されていた¹⁾」からである。

しかし、ウィーン銀行業の圧倒的支配下の中で、20世紀に入ると、チェコ銀行業はドイツ銀行業も凌駕して急成長していく(第1表参照)。

その背景には産業工業化の進展があり、具体的な指標として農林業対鉱工業の構成比で示すと、1890年の48.8%対34.8%から1910年には38.9%対39.9%へと大きく変化している。この指標を同時期の全オーストリアと比較すると、1910年でさえも53.1%対22.6%であった。その意味では、ズデーテン諸州(チェコ領域)は、ハプスブルク帝国内での産業先進地帯へと変貌していくのである。

90年代から君主制末期に至るこの時期について、ルードルフ(Rudolph, R.)によれば、「チェコ銀行業は、醸造業、砂糖・澱粉・農業機械およびその他の農業用製品の製造業、同様に機械製造業の一部など広範囲にわたって影響力を拡大した」ばかりでなく、「従来、大銀行(Great Banks)や民間大企業の所有下にあった石炭業や冶金業における新設中小企業の取得にも成功し」、その中でも「チェコ諸州の産業促進とチェコ銀行業において、最も有力であったのは、4銀行であった²⁾」と分析している。

当時、1914年の時点ではあるが、ズデーテン諸州の銀行業の状況に関するベルグマン(Bergmann, M. I.)の依拠した『チェコスロバキア貨幣制度年報(Almanach des tschechoslowakischen Geldwesen)』(1918年刊, プラハ)と『銀行と取引所(Bankovnictví a bursovnictví)』(1923年刊, プラ

1) Bergmann, M. I., *KREDITBANKEN IN DER TSCHECHOSLOWAKEI*, Diss., Jos. Dvořák's Sohn, Strakonice, 1932, S.3.

2) Rudolph, R., op. cit., pp.40 and 134. 「実際には、チェコ領域の産業企業と関係を有した信用機関は、2グループ存在する。一方には、オーストリア・ハンガリー銀行(Österreichisch-ungarische Bank, 発券銀行)を含むチェコ領域に多数の支店を擁する9行のウィーンの大銀行(Great Banks) [例えば, Wiener Bank-Verein, Anglo-Österreichische Bank, Österreichische Länderbank など]。他方には、チェコ領域に所在地を有する多くの銀行、このグループは主としてチェコによって統括された銀行とドイツに指導された銀行とに区分された」(Rudolph, R., op. cit., p.4.)。したがって、チェコ領域の産業企業に大きな影響力を及ぼした「大銀行」とは、ウィーンの大銀行を指す。

ハ)によれば、営業していたチェコの地場銀行は23行、その内15行はチェコ系、8行はドイツ系の経営管理にあり、合計の支店数は125に及んだ。これに対してウィーン系9行の「大銀行」は、合計で94の支店数を維持していたのである。確かに、チェコの銀行は産業発展に対応して急成長してきたとしても、なお、依然としてウィーン大銀行の影響力が絶大であったことをこの調査は示している。³⁾

このようなチェコスロバキアにおける銀行制度の特徴は、第1に、ドイツ型の「信用銀行」(Kreditbank)であったこと、第2に、同国の「地理上の領域には多くの産業および商業地帯があるにも拘わらず、信用銀行の所在地がプラハに集中していたこと」にあった。しかも、プラハは全信用銀行の総株式資本の約90%を包括し、その中でも4銀行が特別に重要であった。⁴⁾

以上のようなチェコ銀行業の特殊な編成は、ハプスブルク帝国支配下で形成された経済構造の反映でもあったが、またチェコ領域自体の銀行発生史の状況も作用していた。

「プラハ取引所」(Prague Bourse)の開設された1871年以降、数年間にわたって帝国内の他地域でも盛んとなった企業設立と投機のブームに連動して、新銀行の設立が突如起こり、1872年には32行の新銀行が誕生した。ところが、1873年の「ウィーン取引所」の大暴落の直撃を受け、その殆どの銀行が存続出来なかった。しかし、その厳しい状況下でも、1878年、ウィーンの「アングロ・オーストリア銀行」(Anglo-Österreichische Bank)がプラハに支店を開設する。1890年代には不況期に入るが、ウィーンの主要銀行は、チェコ領域に続々と事業活動を展開し、支店網を拡大していく。したがって、チェコ銀行業は後の4銀行に含まれるような少数の銀行を除いて、本格的に設立されたのは、90年代後半の「第2の会社設立ブーム時代」(second Gründerzeit)以降であった。チェコスロバキア共和国を構成するもう一つの地域「カルパート諸州」は、商工業の未発達な農業地帯であり、「事業領域が都市の境界を殆ど越えることのない」「ミニチュア銀行(Miniaturbank)と呼ばれる信用機関が存在していた」。この諸州の「国家領域における経済生活に対して自国の銀行よりも大きな影響力を有したのはブタペストの信用機関(Budapester Institut)であり、7銀行が5支店と6出張所(Nebenstelle)を開設していた」。この「カルパート諸州」では、4行の銀行が設立され、その内1行はプラハの銀行であった。⁵⁾

だが、チェコスロバキア共和国の独立後、状況は大きく転換していく。その動因は、1920年9月13日、共和国政府の定めた「政令」(Verordnung)であり、「国内において法的に現存が認知され、この政令の規定に従う事業経営には許可」が必要という「帰化法」(Nostrifikationsgesetz)が

3) Bergmann, M. I., a.a.O., S.5-6.

4) Bergmann, M. I., a.a.O., S.2. ただし、4銀行に関して、ルードルフは第一次世界大戦前、ベルグマンは戦後のチェコスロバキア共和国成立後を対象としている。前者はジヴノステンスカー・バンカ (Živnostenská banka), チェスカー・ブルーミスロヴァー・バンカ (Česká průmyslová banka, ドイツ名 Böhmisches Industrialbank in Prag), プラズスカー・ウーヴェルニー・バンカ (Pražská úvěrní banka, ドイツ名 Prager Kreditbank), スポロバンカ (Sporobanka, ドイツ名 Zentralbank der Böhmisches Sparkassen, Prag) を挙げている (Rudolph, R., op. cit., pp.72-3.)。後者は、ジヴノステンスカー・バンカとチェスカー・ブルーミスロヴァー・バンカの2行は共通であるが、他の2行は、Böhmisches Escompte-Bank und Kredit-Anstaltと Union-Bank に代えている (Bergmann, M. I., a.a.O., S.35.)。

5) Bergmann, M. I., a.a.O., S.4-6.

制定された。この「政令」によって、ウィーンの「大銀行」は、チェコ領域で活動していた支店を手放し、撤退していった。例えば、「アングロ・オーストリア銀行」は29支店を全て手放し、これらの支店は「国際条約に基づき、新たに設立されたアングロ・チェコスロバキア銀行」(Anglo-Tschechoslowakische Bank)が引き受けた。また、「オーストリア商工信用銀行」(Die Österreichische Kreditanstalt für Handel und Gewerbe)の10支店は、「ボヘミア・エスコンプテ銀行」(Böhmische Escompte-Bank in Prag)が併合し、同行はその目的のために資本金を拡大し、名称も「ボヘミア・エスコンプテ・クレディト・アンシュタルト」(Böhmische Escompte-Bank und Kredit⁶⁾Anstalt)へと変更し、チェコ4銀行の一つとなった。

2) 「プラハ取引所」の誕生と閉鎖

プラハにおいて取引所の創設計画が問題となったのは、女帝マリア・テレジア (Maria Theresia) の統治時代に遡るが、この試みは結実しなかった。「プラハ証券取引所」『年次報告書』(1993年度刊)では、後年、「プラハ商品および証券取引所」(Prague commodity and stock exchange)となる前身組織が、1855年、暫定的な取引を開始したと記述しているが、実際には、1871年に至って、当時の「オーストリア財務・商業省」(Österreichische Ministeriums für Finanzen und Handel)の免許の下でようやく設立されたのである。取引所の開設には、プラハ経済界の主要な人々、その中でも砂糖の卸売業、アロイス・オリヴァ (Alois Oliva) が中心となり、設立と運営のための資金が調達された。「プラハ取引所」は、「ウィーン取引所」に先行して、設立当初から証券および全ての種類の商品(穀物、その他の農作物を含む)を取り扱い、特に砂糖取引の中心地として成功し、オーストリア・ハンガリー帝国内でも中心市場となった。

第一次世界大戦の開始時に、「プラハ取引所」はハプスブルク帝国領域内の他の取引所と共に閉鎖され、また、活動は禁止された。大戦後の1921年2月3日に再開され、当時の財務大臣、ラシーナ博士 (Dr. Rašína) の経済戦略に沿って、取引所は急速に発展・拡大した。ところが、第二次世界大戦が開始された1939年、「プラハ取引所」は再び閉鎖され、その後は「公的には」(officially) 廃止されなかったが、再開されることはなかった。⁷⁾

6) Bergmann, M. I., a.a.O., S.7-8.

7) Prague Stock Exchange, Annual Report 1993, p.8, Hager, M., "Tschechische Republik" in: Kapitalmärkte in Mittel- und Osteuropa - Aktien, Renten und Banken der aufstrebenden Märkte -, Frankfurter Allgemeine Zeitung GmbH, Informationsdienste, 1994. S.78 and Prague Stock Exchange - History (<http://www.pse.cz/burza/historie.asp>). 当初の「プラハ取引所」のモデルは、女帝マリア・テレジアの下で1771年9月2日設立された「ウィーン取引所」であった。同取引所は、完全に崩壊した国家財政の支援を債券取引で融資する目的で設立された「世界で最も古い強制取引所 (Zwangsbörse)」の一つであった。また、ウィーンでは、1830年以前から穀物と小麦粉についても、取引所と類似の取引が行われており、1842年以降では、穀物商人が水曜日と土曜日に毎週定期的に「グリュンガー街」(Grünangergasse)に集まり、コーヒーハウスで取引した。1860年には、一般的「商品取引所法」(Warenbörsengesetz)によって、ウィーン「生産物取引所」(Produktenbörse)が組織的に形成されたが、当局は、1867年の「商品取引所および仲買人法」(Warenbörse- und Sensalegesetz)の改訂においても、「商品取引所および証券取引所」(Waren- und Effektenbörsengesetz)の統一は、認可しなかった。1873年の取引所恐慌は、商品への市場調整に関する全ての努力を打ち砕いた。1876年8月1日、これまで自立していたウィーン商品取引所は、「ウィーン取引所」(Wiener Börse)の商品部門に統合された (Schmit, J., Die Geschichte der Wiener Börse, Wien; Bibliophile

(2) ビロード革命を出発点とした再建「プラハ証券取引所」の組織構造

1989年のビロード革命後の1990年初頭、金融界内部にプラハ所在の「取引所」再建の議論が起り、「プラハ証券取引所設立準備委員会」(Přípravný výbor pro založení pražské burzy)が、当時のチェコスロバキア主要金融機関によって組織され、同委員会は、1991年、名称を「プラハ証券取引所・事業連盟」(Burza cenných papírů Praha, 略称 BCPP, zájmové sdružení)に変更した。

1992年7月24日、会社法に基づき、チェコスロバキアの銀行12行と証券会社5社を設立関係者とする新たな株式会社「プラハ証券取引所」が資本金1億2000万コルナで誕生し、同年11月24日に商業登記簿に登録され、1993年4月6日より取引を開始した。設立関係者の主要メンバーには、旧国家銀行を解体して民営化し、再出発した大銀行、コメルチニー・バンカ (Komerční banka), チェスカー・スポシテルナ (Česká spořitelna), チェコスロヴェンスカー・オプホドニー・バンカ (Československá obchodní banka, 略称 ČSOB), インヴェスチチュニー・バンカ (Investiční banka) などが含まれていた。そして、取引所会員は、1992年末には23社、翌1993年末には、さらに21社の会員が追加され、結局、この時点では、「プラハ証券取引所」は、38社の株主と62社の会員から構成され、33社が銀行、29社が銀行以外の会社であった。⁸⁾

営業開始年次の『年次報告書』(1993年度版)によれば、取引所理事会の理事長はコメルチニー・バンカのザルツマン (Salzmann, R.), 副理事長はČSOBのカヴァーネク (Kavánek, P.), 両者はいずれも出身銀行の代表取締役であり、16名の理事の内銀行出身者は14名に上り、また監査役会議長はジヴノステンスカ・バンカ (Živnostenská banka) のクリル (Kryl, M.), 他4名も全員銀行出身者であり、両組織とも記述の大銀行出身者が含まれ、その意味では、「プラハ証券取引所」は完全に大銀行主導の経営システムであった。⁹⁾

「プラハ証券取引所」の組織としての全体的な法的秩序の構造について、ジェジチ (Dědič, J.) とノヴァーク (Novák, T.) は、『チェコ共和国における資本市場』(2002年刊)で、次のように解説している。組織構造の中核「取引所機関」(Börsenorgane)は、「有価証券取引所および取引所秩序に関する法律」(das Gesetz über die Wertpapierbörse und die Börsenordnung)によって規制され、「株主総会」(Generalversammlung der Aktionäre), 「取引所理事会」(Börsenkammer)と「監査役会」(Aufsichtsrat)とから構成され、また、「取引所機関」と区別された組織として「取引所事務局」(Börsengeneralsekretäre)と「取引所委員会」(Börsenausschüsse)があり、これら各組織の権限と職務を明らかにする。

まず、「株主総会」が最高の「取引所機関」であり、「取引所理事会」や「監査役会」の構成員を選任する権限を持つ。そして、年度末には、「利益配分」(Gewinnverteilung)あるいは「損失補填」(Verlustdeckung)に対する提案、「取引所」の企業活動や取引所の資産状態に関する報告、並びに次年度の財務諸表の基盤となる活動および経済運営の原則などの認可、さらには、「取引所法」(Börsengesetzgebung)の観点から、「定款」, 「取引所仲裁裁判所秩序」

↘ Edition, 2003, S.29, 30 und 105.)。

8) Prague Stock Exchange, Annual Report 1993, pp.8-9.

9) Prague Stock Exchange, Annual Report 1993, pp.5-6.

(Börsenschiedsgerichtsordnung) および「仲裁手続き手数料」に関する規定、などの許認可を行うとする。これは、「取引所取引」に対する「訴訟」問題に対応するためであった。

次に、「取引所理事会」は、取引所の名称で活動し、その事業を統轄する「定款による機関」と規定し、その職務を実施するため、3年の任用期間で新理事が選任される。理事は、また「取引所事務局」も兼務するが、たとえ兼務しない場合もその会議に参加し、助言する機会を持つ。「取引所理事会」の職務は、「取引所の秩序」(Börsenordnung)、「取引所規則」(Börsenregeln)、「取引所事務局」構成員の「任命と解任」(Ernennung und Abberufung)、有価証券または取引所市場のカテゴリーに属さない「投資手段」(Investitionsinstrumenten)の購買と販売に対する権限の付与、さらには「取引所仲裁」の開設、「取引所取引」(Börsengeschäft)の参加者、および「取引所売買」(Börsenhandel)に上場される有価証券の発行などに関する許認可を行うことである。

「監査役会」の職務は、「取引所理事会」の権限の行使および「取引所の活動」それ自体を監督することにあり、6人の監査役が3年の在職期間で選任される。

また「取引所機関」外の組織、「取引所事務局」の事務長は、「取引所の経営」を統轄するが、その「任命と解任」は「取引所理事会」の権限下にある。そして、もう一つの組織、「取引所委員会」は、「取引所理事会」によって設置され、活動領域の相違、すなわち「取引所会員問題」(Mitgliederfragen)¹⁰⁾、「上場認可」(Kotierung)および「取引所取引」の各事業領域に分かれて3つの委員会がある。

以上のような組織構造の下で設立された「プラハ証券取引所」には「取引所取引」の清算を保証する機関が不可欠であり、「取引額の清算」は、「フランスを見本とした純粋なコンピューター取引所(Computerbörse)として組織され¹¹⁾」、「証券取引の成約と清算が完全に自動化され」、100%所有の子会社として「有限責任会社」形態で設立された「証券取引登録所(Exchange Registry Securities)によって行われた」。ここでは「交換取引は、支払いに対する証券引き渡し成約日の3日後に清算される。証券取引登録所に維持する当事者の保有口座間の譲渡規則に従い、これと並行処理して、変更不可能な資金譲渡の指示に基づく引き渡しが、中央銀行(Česká Národní Banka, 略称 ČNB)の「清算センター(Clearing Center)によって決済された」のである。

この子会社「証券取引登録所」は、1996年10月、「株式会社」形態の「ユニバーサル調整センター(Univerzální vypořádací centrum, 略称 UNIVYC)¹²⁾」へと改組される。

同社の機能は、取引所取引の清算、証券に関する記録の保持とその安全管理、会員企業の保有口座の維持にあった。UNIVYCはまた「証券取引所保証基金」(Stock Exchange Guarantee Fund)¹³⁾も管理していた。取引所取引の清算から生ずる債務保証とリスクへの保険担保のためであった。

10) Dědič, J. und Novák, T., Der Kapitalmarkt in der Tschechischen Republik, Arbeitspapiere, Nummer 90, Oktober 2002, Forschungsinstitut für mittel- und osteuropäisches Wirtschaftsrecht (FOWI), S.10-11. なお、「プラハ証券取引所定款の英語版」を添付し、組織概要を記した「資料」に山田廣己「プラハ証券取引所」『産大法学』33巻3・4号(2000年2月刊)がある。

11) Hager, a.a.O., S.78.

12) Prague Stock Exchange, Annual Report 1993, p.13 and 1996, pp.7-12.

13) PRAGUE STOCK EXCHANGE, Welcome to the official PSE pages, 1998, pp.4/22-5/22.

それ以外に、1995年2月27日に「証券取引所」の主導の下に、資本市場で活動する企業に関する最新情報、それに加えてFINEST、INVESTVISIONとARIADNAの3情報システムを提供する子会社、「チェコ資本市場興信所」(ČESKÁ KAPITÁLOVÁ INFORMAČNÍ AGENTURA, 略称ČEKIA)が設立された。もともと、この会社は、記述の2大銀行、コメルチニー・バンカ(Komerční banka)とチェスカー・スポシテルナ(Česká spořitelna)の共同事業として設立され、チェコ資本市場の透明性を改善し、広範囲な投資家への経済・金融情報の提供・普及を目的としていた。同社は、新「株式会社」として出発し、持分の50%を「証券取引所」、30%を新規に参加したスイスの金融情報サービス会社、テレクス(TELEKUS)、各10%を2大銀行が保有した。¹⁴⁾

(3) 事業活動の再開と証券市場の形成

1) 再開時の事業活動の内容

「プラハ証券取引所」は、1993年4月6日から取引を開始し、最初に取り扱ったのは、7証券(内訳は、政府債：1、その他の債券：3、投資信託：2、株式：1)のみであった。その後、バウチャー方式民営化の第1波から6月22日に622社、続く第2波から7月13日に333社の株式が登録され、7月22日を契機に「プラハ取引所取引に真の大変動」をもたらした本格的な株式取引が開始されていく。¹⁵⁾

翌年の1994年、バウチャー方式民営化において、株式会社化された旧国家企業とバウチャー(=投資クーポン)の所有者である国民の間で媒介的機能を果たす目的で設立された「投資基金」会社の株式および新設株式会社の社債も初めて証券市場で取引された。だが、資本市場として成立間もない「プラハ証券取引所」の「特別市場」(The prestigious market)に上場された証券は、「厳格な選別基準、正確な情報開示義務」などを経て登録された企業・銀行・「投資基金」会社の28の株式と13の債券に過ぎなかった。実際に、「証券取引所」において取り扱われる証券の大半、すなわち、企業株式：935、投資信託証券：4、「投資基金」会社株式：55、債券：14は、この時点では非上場の売り出しの部類に属し、その意味では、「プラハ証券取引所」は、さしあたり、2グループの市場システムを作り出したのである。¹⁶⁾

1995年、この「上場市場と非上場市場」(The Listed and Unlisted Markets)とに二分された「プラハ証券取引所」市場は、登録された株式証券の発行の急拡大によって「証券取引所」システムの新たな再構築が不可避となり、同年9月、優良銘柄の「上場市場」は「一部市場」(Main Market)と「二部市場」(Secondary Market)に区分され、「非上場市場」は、「自由市場」(Free Market)と名称が変更された。その結果、同年末、「3つの取引グループ」に分割された「証券取引所」の取り扱い証券の総体は、「一部市場」に株式数62、債券数20、「二部市場」に株式数6、¹⁷⁾そして「自由市場」に株式数(投資信託を含む)1,648、債券数28に分類された。

14) PRAGUE STOCK EXCHANGE, Welcome to the official PSE pages, 1998, p.5/22 and Prague Stock Exchange, Annual Report 1994, p.14 and 1995, p.16.

15) Prague Stock Exchange, Annual Report 1993, pp.9 and 15.

16) Prague Stock Exchange, Annual Report 1994, p. 15. なお、バウチャー民営化に関しては、拙稿「チェコスロバキアにおけるバウチャー方式民営化の構造と問題点」『三田商学研究』第47巻第3号(2004年8月刊)参照。

1996年末、「商法典」、「証券法」、「投資会社および投資基金法」の改正と関連して「証券取引所規則」の改正が行われ、「一部市場」と「二部市場」で取引される企業に対して「経済情報」(ekonomických informací)を四半期毎に提供することが規定された。この改正規則は、翌年1月1日に発効され、所定の情報義務違反の証券「発行者」には、特別な「制裁」(sankce)が課されることとなり、その目的は「市場の透明性(transparentnosti)を高め」「投資家が十分な情報を得ることの可能な」措置であった¹⁸⁾。1997年、チェコ議会は「証券委員会法」(zákon o Komisi pro cenné papíry)を承認して「証券委員会」が発足し、翌年4月1日より活動を開始した。「プラハ証券取引所」『年次報告書』(1997年度版)の「序文」で前年に交代した「取引所理事会」新議長イェジェク(Ježek, T.)は、同「委員会」の設立に関して「証券取引所」も「重要な役割を果たした」と報告しているが、その背景は「チェコ経済の実績が確実に低迷し、証券取引所も指数値の下落によって影響をうけている」状況に直面していたからである。このような厳しい状況下で出発した独立の国家監督機関、「証券委員会」の任務は、「資本市場における投資証券の投資家および発行者の信頼を高める」ことにあり、「法令上の目的」(statutory aims)として、「1. 投資家の保護、2. 資本市場発展への寄与、3. 資本市場における教育の促進」を掲げていた²⁰⁾。「証券委員会」は、また具体的施策として、1999年初頭から「有効」となる「証券取引所」への勧告も作成していた。その内容は「証券取引所で取引される一切の証券に適用される」「基準」(standards)、すなわち「一部市場・二部市場に上場されている全ての企業にたいしても拘束力をもつ」規則の設定であった。この規則が「証券取引所への高度の透明性を要請する圧力」となり、特に「自由市場における厳格な質的必要条件の導入に反映され」、「取引所事務局」は、「必要条件」に応じて直ちに「自由市場」を対象に検討し、「条件を充足しない流動性不足企業」を取り上げ、4期に区分して「大々的な排除」を実施した。1997年3月20日に100、4月1日に391、6月2日に509、10月1日に301、合計で1,301が排除され、自由市場で残った証券は274、一部市場・二部市場の証券と併せて412の銘柄のみが取引を認可される根本的な「証券取引所」改革であった²¹⁾。

2) 有価証券の上場と証券市場の動向

チェコ証券市場の形成期の初期段階後半で実施された「自由市場」上場証券の大量廃止の衝撃に関して、ハノウセク(Hanousek, J.)とフンガコヴァ(Fungacova, Z.)は「民営化された全ての会社が大規模民営化に応じて直接的に、当局によって無条件(simply)に市場で証券取引が行われるようになった事実」にその原因を求め、「廃止に至る決定の大部分は、民営化以前および民営化期間と関連している」とし、この状況の帰結として当局の「廃止決定」の「最も共通した理

17) Prague Stock Exchange, Annual Report 1995, pp.12-3.

18) Prague Stock Exchange, Annual Report 1996, p.11.

19) Prague Stock Exchange, Annual Report 1997, p.4.

20) CZECH SECURITIES COMMISSION, An outline of the capital market in the Czech Republic, Prague, September 17, 2003, p.26.

21) Prague Stock Exchange, Annual Report 1997, p.11.

第2表 「プラハ証券取引所」で取引された有価証券全体の動向（1998～2001年度）

(単位：銘柄数)

年度	1998		1999		2000		2001		2002	
	株式	債券	株式	債券	株式	債券	株式	債券	株式	債券
一部市場	10	33	8	30	5	30	5	28	5	20
二部市場	96	3	81	3	60	11	48	14	42	18
自由市場	198	62	106	62	86	53	49	42	35	38
種類別小計	304	98	195	95	151	94	102	84	82	76
合計	402		290		245		186		158	

出所) BURZY CENNÝCH PAPIRŮ PRAHA, A.S., STATISTICKÁ ROČENKA, PRAHA 2000, p.52 and 2001, p.52, Prague Stock Exchange, Annual Report 2001, p.16 and Dědič, J. und Novák, T., a.a.O., S.13より作成。但し、株式の欄に投資信託を含む。

由」は、「不十分な証券の流動性：80%」および「発行者による決定：8%」に基づく分析している。²²⁾

「プラハ証券取引所」改革を断行した翌年の1998年から2002年までの5年間における株式（投資信託を含む）と債券から構成される有価証券の動向を検討すると、まず、株式の分野では「一部市場」で10銘柄から5銘柄、「二部市場」で96銘柄から42銘柄とほぼ半減したのと比較して、「自由市場」では徹底的に廃止され、198銘柄に絞られたにも拘わらず、35銘柄と5分の1以下に激減している。他方、債券の分野では、減少傾向にあるとはいえ、逆に「二部市場」では増加しており、「自由市場」でも半減にとどまっている。但し、全体的には、402銘柄から158銘柄まで厳選し、「プラハ証券取引所」「上場証券」への信頼獲得の志向が伺えるであろう（第2表参照）。

「プラハ証券取引所」への有価証券上場には、まず、「上場の前提条件」の「義務」を実現したうえで、発行者または発行者に依頼された取引所会員が「取引所上場委員会」（Der

22) Hanousek, J. and Fungacova, Z., "Determinants of Firm Delisting on the Prague Stock Exchange" in: Prague Economic Papers, 2014(4), pp.353 and 363. ハノウセクとフンガコヴァは「証券取引所」への「上場廃止」(Delisting) 問題への総括として「新興国証券市場に影響を及ぼす民営化プログラムに関する政府の決定は、周到な注意を要し」、「民営化する企業の選択」および「この企業の証券が市場で取引される必要な基準(criteria)の選択」の重要性について強調している(Hanousek, J. and Fungacova, Z., op. cit., p.363.)。また、「プラハ証券取引所」の上場廃止企業の理由に関して調査している。

年度	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
当局の決定	0	0	1	11	1210	1	65	4	13
発行者の決定	6	7	12	37	10	6	11	14	17
破産	3	3	6	13	5	4	3	10	4
合計	9	10	19	61	1225	11	79	28	34

出所) Hanousek, J. and Fungacova, Z., op. cit., p.353より作成。

この表の期間内では、1997年度の上場廃止が圧倒的に多く、次いで「証券委員会」の「勧告」が「有効」となる1999年度にも廃止数が多い。「上場廃止の決定」は、当局による場合が88%、発行者による場合が8%で、破産の場合は極めて少数であった。

第3表 「プラハ証券取引所」へ上場するための条件

	一部市場	二部市場	新市場
資本金	5億コルナ	2.5億コルナ	0.2億コルナ
公募発行量	2億コルナ	1億コルナ	10万株
公募発行割合	25%	25%	15%
企業事業継続期間	3年	3年	1年
取引所手数料（1度）	5万コルナ	5万コルナ	1,000コルナ
取引所年賦課金	発行証券量の0.05% 最大：30万コルナ	発行証券量の0.05% 最大：8.5万コルナ	1,000コルナ

出所) Dědič, J. und Novák, T., a.a.O., S.14-20. 但し、各項目の数値は、いずれも必要最低限の数値を示す。

Börsenausschuss für die Kotierung) へ申請書を提出する。その「前提条件」とは、2002年の時点では、第3表のような基準であった。²³⁾

なお、「新市場」(Neuer Markt) は、1999年末、設立間もない有望企業に「資本市場での公募によって成長のための資金源と技術革新の促進」を「主要目標」(Hauptziel) として創出された市場であるが、2002年では、まだ「有価証券取引の実績はない」。²⁴⁾

「プラハ証券取引所」改革の主要な対象であった「自由市場」であるが、「一定の情報義務」は課せられるにせよ、上記3市場のように「広範囲にわたる情報義務」の制約もない。だが、「自由市場」への証券の「登録」(Registration) は、取引所会員によって提出される申請に基づき「取引所事務局」によって決定され、また「証券登録への必要条件」は、1999年では、最低発行量5000万コルナ以上であり、「有価証券上場の取引費用に関して1度5,000コルナを支払う」²⁵⁾だけでよかった。

(4) 証券市場取引システム方式の特徴、特に SPAD システム方式について

「プラハ証券取引所」は、証券売買に従事する会員企業の注文と指図とを自動的な処理に基づいて取引する「電子取引所」(an electronic exchange) である。この近代化され、自動化された取引システムは、「オープン・クライアント・サーバー・システム」(open client-server system) として進化し、クライアント企業のソフトウェア環境と取引所の自動化された取引システムとを直接的に相互に連結することが可能となった。²⁶⁾

「チェコ証券委員会」の報告書は、同「証券取引所」における「取引所取引」を以下のように3方式に区分し、簡潔に記述している。

23) Dědič, J. und Novák, T., a.a.O., S.14-9.

24) Dědič, J. und Novák, T., a.a.O., S.18.

25) Dědič, J. und Novák, T., a.a.O., S.20-1 and Prague Stock Exchange, Annual Report 1999, p.16.

26) BURZY CENNÝCH PAPÍRŮ PRAHA, A.S., STATISTICKÁ ROČENKA, PRAHA 1999, p.23.

1) 「自動取引」(Automatic transaction) 方式

この方式は、相互に匿名の取引当事者間で行われ、証券の供給と需要の競争売買の決定に基づき、予め決定された値幅内でのみ実行される。「自動取引」方式は、いわゆる「競売方法」(auction mode) と「継続取引」(continual trading) から構成される。

まず、「競売」段階では、注文は取引所会員から集められる。この段階が終了すると、注文は合致され、最大可能数量の証券が売却される。「競売方法」は、価格優先に基づく、すなわち、より高い買値またはより低い売値の注文が他に対して優先される。

「継続取引」は、1996年3月より、「変動価格における継続取引」(Kontinuální burzovní obchodní system, 略称 KOBOS) とされ、「競売方法」の後に継続する方法である。取引は、「競売方法」で確定した終値を始値として開始され、許容された値幅、上・下5%内において継続的に申し込まれた証券の売りと買いの注文を合致・約定させて終了する。その意味では、「競売方法」の補完的役割も果たしている。注文について、最初は価格優先、次は時間優先に基づく(同一値段の場合は、早い注文を優先する)。最新の需要と供給に関する情報は、継続的に公表される。

2) 「ブロック取引」(Block transactions) 方式

この取引方式は、少なくとも、取引所取引システムに登録している「プラハ証券取引所」会員の参加を必要とする。「自動取引」方式とは相違し、「ブロック取引」方式は、匿名ではなく、実名で行われ、取引所の公定相場、取引数量、決済日などの制限を受けないが、取引登録日 T + 1 から T + 15 までに執行・処理しなければならず、また、「証券取引所」の「保証基金」(The Guarantee Fund)²⁷⁾ は適用されない。通常は、機関投資家相互間の大口売買注文に用いられる。

3) 「株式および債券市場サポート・システム取引」(Obchodování v systému pro podporu trhu akcií a dluhopisů, 略称 SPAD)²⁸⁾ 方式

SPAD システムは、「証券取引所」と有効契約を結んだ取引所会員であるマーケット・メーカー(証券業者)の参加に基づく方式である。この方式では、マーケット・メーカーは、選別された優良証券の売り値・買い値の相場決定および特定単位量の証券売買の履行を義務付けられる。SPAD システムの取引は、オープン段階とクローズ段階から構成される。

SPAD システムの取引構造に関して「プラハ証券取引所」の刊行した『統計年報(1999年度版)』(STATISTICKÁ ROČENKA, 1999)²⁹⁾ では、両段階を具体的に解説している。

27) CZECH SECURITIES COMMISSION, op. cit., p.10. および BURZY CENNÝCH PAPÍRŮ PRAHA, A.S., STATISTICKÁ ROČENKA, PRAHA 1999, pp.24-5で補完。

28) 略称の SPAD は、チェコ語表記に基づくが、CZECH SECURITIES COMMISSION の英語表記では、取引主体に力点をおき、<transaction with the participation of market makers> とされ、「プラハ証券取引所」『年次報告書』(1999年度版)では、<a System for Support of the Share and Bond Market>、そして Dědič, J. und Novák, T. のドイツ語表記では <System zur Unterstützung des Market für Aktien und Schuldschreibungen> であり、後の二者はチェコ語表記に近い。本稿でも、この表記を用いている。

29) BURZY CENNÝCH PAPÍRŮ PRAHA, A.S., STATISTICKÁ ROČENKA, PRAHA 1999, pp.23-4.

オープン段階は、9:30に開始、16:00に終了。マーケット・メーカーは標準的条件下で選別された証券に対して「売り値・買い値」(offer and bid prices)の相場を継続的に維持する義務があり、相手方のマーケット・メーカーが全体的に「最良の相場」(the best quotation)(最も高い買い値および最も低い売り値)と評価した場合に、取引を契約する。そのため、相手方は各時点で、その相場を変化させる権利を有し、各証券のこれらの相場は、リアル・タイムで取引所システムを通して公表される。取引は、許容される値幅、「最良の価格」の上・下0.5%内に限定され、取引に同意した指図では、5秒以内の履行が義務付けられる。このSPADシステムの値幅以外の相場での契約を取引所は禁止し、このシステム下で取引所会員は、証券売買に参加することになる。

クローズ段階は、オープン段階の終了した16:00以後に開始され、有効な「最良の相場」で取引契約が認可される。この場合、取引契約は、特定売買単位量と値段で指図をインプットすることを条件とする。SPADシステム方式で契約された取引の決済は、撤回不可能であり、「自動取引」方式と同様に「取引所」の「保証基金」によって保証される。決済日は、原則的には、2002年の時点でT+1日からT+5日の範囲内に規定されているが、当事者間の取り決めによっては、T+15まで延長も可能である。³⁰⁾

SPADシステム方式の運用が始動し、1999年度の1年間の取引活動の成果を示したのが第4表である。

第4表に掲載された選別・優良株式は、この時点では9企業に限定され、中でも、全取引高の50%弱を占めるSPT TELECOMは圧倒的存在であり、また、上位6企業で96.3%に達している。このSPADシステム方式と比較して、既存の先行したKOBOSシステム方式(SPADシステムに選別された企業もこのKOBOSシステムの上位10企業に殆ど含まれ、全取引高の71.18%を占める)では、取引高は上位40企業の総計で44億9700万コルナ(全体の98.37%)であり、前者の1352億9120万コルナの3.3%に過ぎず、このことから、チェコ株式市場は、既存市場を包含しつつ、完全にSPADシステムに転換したのである。³¹⁾

SPADシステム方式の「最初のサンプル期間、1999年3月から2001年12月まで」のデータに基づいて「市場の透明性の拡大と投資家の取引費用低下の目的を伴った最も流動的なチェコ証券」の実態を分析した共同論文、ハノウセクとパドピエラ(Hanousek, J. and Padpiera, R.)の「マーケット・メーカー取引システムに基づくチェコの経験」³²⁾(2003年12月刊)は、その取引の具体例を

30) Dědič, J. und Novák, T., a.a.O., S.35. 但し、「チェコ証券委員会」の2004年刊の「報告書」では、決済日はT+3日と変更され、若し、当事者の片方がこの義務を履行しない場合、3日間の限度で決済猶予を認めるが、この限度を超えた場合には、取引は取り消されるとし、規則は変更されている(CZECH SECURITIES COMMISSION, op. cit., p.14.)。

31) BURZY CENNÝCH PAPÍRŮ PRAHA, A.S., STATISTICKÁ ROČENKA, PRAHA 1999, p.46.

32) 同論文の「問題意識」は、上で述べたSPADシステム方式の目的が実現したか否か、およびチェコ証券市場において、このシステムはどのような役割を果たしているか、を検証することにあつた。その背景には、「新興国・開発途上国の多くの証券市場は、低い流動性、不十分な透明性、高い取引費用の問題で厳しい状況に直面している。SPADの導入が、——若し、成功すれば、——この方式の取引システムが他の諸国に対しても有益な例証として役立つ」という期待も込められていた(Hanousek, J. and Padpiera, R., "Czech

第4表 SPAD システム方式における選別された企業の取引高 (1999年度)

選別された企業名	取引高 (単位: 100万コルナ)	割合 (%)
SPT TELECOM	63,410.3	46.87
ČEZ	17,929.9	13.25
KOMERČNÍ BANKA	16,909.8	12.50
UNIPETROL	12,583.3	9.30
ČESKÁ SPOŘITELNA	9,748.7	7.21
Č. RADIOKOMUNIKACE	9,705.6	7.17
RIF	3,809.0	2.82
IPS PRAHA	894.3	0.66
IPB	300.2	0.22
総計	135,291.2	100.00

出所) BURZY CENNÝCH PAPIRŮ PRAHA, A.S., STATISTICKÁ ROČENKA, PRAHA 1999, p.46.

示している。

同論文によれば、マーケット・メーカーが、各取引日のオープン段階で選別された各株式の売買単位に確定相場を付ける期間を通して取引は履行される。「売買単位 (lots) の規模は200株 (PHILIP MORRIS ČR: タバコ製造企業) から200,000株 (UNIPETROL: 石油企業, ČEZ: 電気企業) と様々であり、この規模は株式の価格動向で屢々変化する」。これらの「株式の1回の売買単位の取引値段は、50万コルナから530万コルナに及ぶが、平均では200万コルナを若干下回り、支障もなく取引された」。「サンプル期間を通して、上位6企業の株式は極めて頻繁に取引され、平均して1日当たり40回取引、残りの株式は9回前後であり、……SPAD システム全体の1日の平均取引高は7億コルナであった」。但し、「価格動向には、共通のパターンは存在せず、……唯一の共通の特徴は、2000年初期に著しい増大がみられた」ことにあった。

だが、この論文によると、上位6企業以外の他の4企業、すなわち RIF (投資基金会社)、IPS (建設企業)、IPB (銀行)、PHILIP MORRIS ČR (タバコ製造企業) は、「最初のサンプル期間」の始動時点以降に追加され、しかも、IPS PRAHA は外国投資家により吸収合併されて取り下げられ、PHILIP MORRIS ČR は2000年10月に組み入れられたと追加説明している³³⁾。したがって、1999年度の「企業取引高」の状況も踏まえて、「選別された企業株式」は、どのような「選択基準」によって決定されたのか、かかる問題の不明確さはジェジチ (Dědič, J.) とノヴァーク (Novák, T.) の2002年10月の調査「選別された企業株式の売買単位とその取引限度量」(第5表) と重ねて比較検討することによって明らかとなる。1年間という短い期間内で4企業が取り下げられ、新た

↘ Experience with Market-Maker Trading System”, December 2003, [PDF] home.cerge-ei.cz, p.3.)。

33) Hanousek, J. and Pádpiera, R., op. cit., pp.6-8.

第5表 選別された企業株式の売買単位とその取引限度量

(2002年10月)

選別された企業名	売買単位 (1口の株数)	最大取引限度量 (株数)
Č. RADIOKOMUNIKACE	3,000	156,000
ČESKÝ TELECOM	5,000	145,000
ČEZ	20,000	460,000
Erste Bank	500	21,000
KOMERČNÍ BANKA	2,000	24,000
PHILIP MORRIS ČR	200	4,000
UNIPETROL	20,000	1,260,000

注) ČESKÝ TELECOM は、2000年度に会社名を変更した SPT TELECOM
出所) Dědič, J. und Novák, T., a.a.O., S.30.

に2企業、特に、外国銀行の Erste Bank も加えられ、確かに、チェコ株式市場の画期的取引様式として機能したとしても、なお、内的再編成の不可欠な取引システム方式であった。

チェコ国民銀行 ČNB (中央銀行) 理事、トムシーク (Tomšík, V.) は、2008年3月の講演のテーマに「チェコ共和国の資本市場」と題して、1989年以降の成立過程を総括し、1996年までの期間を「訓練期間 (learning period) だったとし、そのうえで、発足時の難点の原因は、「経験不足 (経営者および小口株主) と国民の関心の低さ」にあったと分析する。この問題を克服するため、1997年2度にわたり合計700株式を証券市場から除去し、これを新たな起点として「資本市場の透明性を高める取り組みと先進国取引所に適用されている諸原則の導入」を志向し、その制度上の所産が1998年における「チェコ証券委員会の設立」と「SPAD システムの取引 (ブルー・チップス、すなわち優良株取引) の開始であった、と論じている。³⁴⁾

(5) 証券市場の展開と景気局面との関係

1) 株式市場測定ツール=各種株価指数作成とその動向

バウチャー方式民営化政策に基づく国有企業の株式会社化は、資本市場の迅速な創出と表裏一体であり、その制度的システムとして再開されたのが、「プラハ証券取引所」と新設の「RM-System (次回に詳述)」であった。問題は、新規の、しかも大量に発行され、上場される株式について記述したように、それらの売買取引を可能・促進するシステムのみならず、市場参加者の拡大および市場機能の明瞭化のため、価格動向に対応する株式市場測定ツールもまた不可欠であったことにある。元々、バウチャー方式民営化によって株式会社化された企業は、「バウチャーの点数の株式評価を反映する株価水準から出発していた」から、「バウチャー計画で設定

34) Tomšík, V., "The Capital Market in the Czech Republic: Development, Regulation, Supervision and Corporate Governance", Sustainable Compliance Seminar GRC Oracle, Prague, 18th March 2008, pp.11-2. (http://www.cnb.cz/export/site/cnb/en/public/media_service/conferences/speeches/download/tomsik_20080318_oracle.pdf)

された適正価格と取引所におけるその後の株価の間」に、どの位の差異が生ずるのかは、当然の疑問となった。1995年のメイストシーク他2名の共同論文「バウチャー民営化企業における企業統治と株価」では、「回帰分析」(regression analysis)のフレームワークのデータ分析を用いて、「適正価格」と取引所の事業開始以後の初期の株価との間には、「強固の対応関係があり、両価格の弾力性(multivariate)は、0.4と評価された」とする分析結果を提示している。このような調査は後日実施されることになるが、1993年4月6日、「プラハ証券取引所」は、債券取引主体から始動し、第1波・第2波のバウチャー方式民営化を経て、同年12月16日には、すでに982証券(株式：969、債券：11、投資信託：2)が上場されるに至った。³⁵⁾

「プラハ証券取引所」事業開始日の1年後、1994年4月5日、最初の開業記念日において「取引所」の「最も重要な公式株価指数」PX-50が導入された。このPX-50は、「国際金融公社IFC(International Finance Corporation)が新興国を対象に開発した方法論に準拠して作成され」、「時価資本金総額(market capitalization)によって選択された50株式から構成され、指数の開業価値は、1,000ポイントであった」。

PX-50の公式は、以下の式から算出される。

$$PX(t) = K(t) \times \frac{M(t)}{M(0)} \times 1000$$

M(t) = t時点の時価資本金総額
M(0) = 開始時点の時価資本金総額
K(t) = t時点の調整係数(ベースの変更を考慮)

この場合、指数ベースは「証券取引所株価指数管理委員会」(Exchange Indices Administration Commission)によって、半年毎に更新された。³⁷⁾

このPX-50が登場する以前にも、既に銀行や証券業者の作成した様々な株価指数が存在していたと前置きしたうえで、ハガー(Hager, H.)は、その中で2つ、HN-Wood-30-IndexとKB-40-Indexを取り上げる。前者、HN-Wood-30-Indexについては、「上場企業の時価総額に応じて期間毎に変更される30株式から構成される」が、「業種の重要性への顧慮が欠如しているため、金融市場の代表的概観を表示するものではない」としつつも、実際には、1993年9月7日には最初の1,000ポイントの指数をもって開始され、その後数か月かけて修正され、翌年9月には2,000ポイントを表示したと紹介している。次に、後者KB-40-Indexについては、「業種の重要性を顧慮しているため、全体市場をより明瞭に表示し」、「プラハにおける最も古い株式指数とみなされ」、

35) Laštovička, R., Marcinčin, A. and Mejstřík, M., "Corporate Governance and Share Prices in Voucher Privatized Companies" in: THE CZECH REPUBLIC TRANSITION IN EASTERN EUROPE (Edited by Svejnar, J.), ACADEMIC PRESS, 1995, pp.200-9および拙稿「チェコスロバキアにおけるバウチャー方式民営化の構造と問題点」『三田商学研究』第47巻第3号(2004年8月刊)60-5頁参照。

36) Prague Stock Exchange, Annual Report 1993, p.15.

37) Prague Stock Exchange, Annual Report 1994, p.11 and BURZY CENNÝCH PAPÍRŮ PRAHA, A.S., STATISTICKÁ ROČENKA, PRAHA 2000, pp.26-7.

「民営化第2波の実施より、『プラハ証券取引所』開業以前から期待された」と評価し、「1993年6月26日の1,000ポイントから開始され」その後の株価指数の動向を図式によって翌年の9月までを追跡している³⁸⁾。

「プラハ証券取引所」は、PX-50以外にも、早くも1994年9月30日を算定開始日として、新たな株価指数PX-GLOBを導入した。PX-GLOBの特徴は、「総体的な株価指数 (ein globaler Preisindex) であり」、「先行する立合取引日に有効な相場 (ein gültiger Kurs) を定める」方式として作成された。ここには、「取引所に登録されている投資基金会社の株式や投資信託証券も含む全ての株式証券が一体化され」、「公式の終値」つまり次の「立合取引にとっては、最新」の株価指数としても機能することになった³⁹⁾。

そして、「チェコ共和国資本市場の訓練期間」を経て、1998年12月16日、取引所会議は、「デリバティブ取引の原資産」(underlying asset for derivatives trading) となる株価指数PX-Dを承認した。PX-Dは、同年5月25日に取引を開始したSPADシステムを前提とし、ここに組み入れられた一部市場・二部市場の優良株式銘柄(ブルー・チップス)の6株式の時価資本額の合計額から構成され、1999年1月4日の始業時点の価値は1,000ポイントと設定された。当初7株式で構成されていたが、全体の時価資本金総額の割合で35%を超過した株式を除去するという規定によって、その内、旧SPT TELECOMの会社名を変更したČESKÝ TELECOM(2000年度、39.62%)は、翌2001年から取り除かれることになる。「PX-D指数は、最も活気ある取引所証券の価格動向を表す重要な株価指数となった」⁴⁰⁾。

2006年3月20日、「プラハ証券取引所」は、株価指数として12年間の歴史を有するPX-50をSPADシステムに基づくPX-Dのベースとなる上場株式再編成の実状に応じて修正し、PX-50の価値を継承する新たな取引所公式株価指数、名称「PX-Index」と取り換えた。このPX株価指数は、「1年間に4回、最新情報で更新され、時価資本金額ベースの株式の25%を超過しない」という規則の下で、当初価値、1,554.60ポイントが算定され、始動した。2007年3月19日には、この株価指数をベースに主要優良企業11社が組み入れられ、既述のSPADシステムを構成していた6企業以外に次の5企業、ZENTIVA、ORCO、CETV、REGAS NONWOVENS、ECMが新たに加えられた⁴¹⁾。「プラハ証券取引所」は、PX-Indexの開始日と同時に、「公式の配当指数」(the official dividend index) PX-TRを公表する。この指数は「課税前の配当支払いとその他の所得を反

38) Hager, M., a.a.O., S.81-2. ハーガーは、HN-Wood-30-Indexは、具体的には「CEZ, Česká spořitelna, Komerční bankaの3大株式に指数の50%以上を組み入れ、Čokoládovny, Tabak, Česká pojišťovna, Investiční bankaに各5%、残りの約30%を23企業に各2%以下で割り当て」、1994年2月には、最高ポイントの3,805に達したと説明している。この指数に対して、KB-40-Indexは、同時期には2,200ポイントを表示し (ebenda)、両指数間の格差が極端に大きく、また同年4月から1,000ポイントで開始されたPX-50と比較しても、変動の激しいKB-40-Indexに消極的評価が与えられたと思われる。

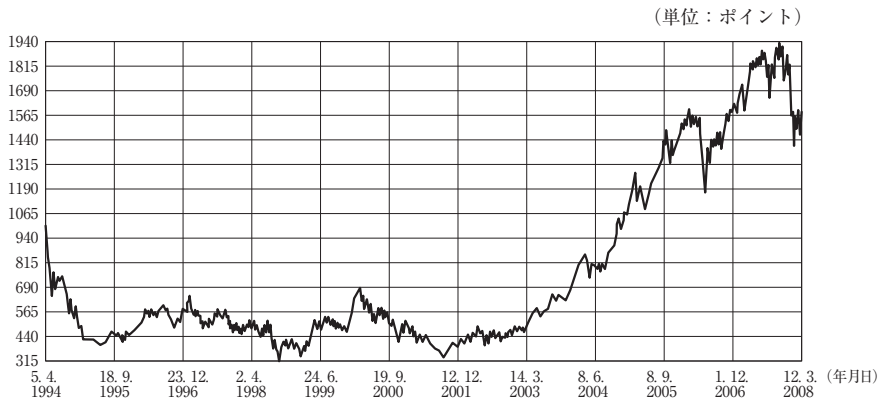
39) Dědič, J. und Novák, T., a.a.O., S.41.

40) BURZY CENNÝCH PAPIŘŮ PRAHA, A.S., STATISTICKÁ ROČENKA, PRAHA 2000, p.27.

41) BURZY CENNÝCH PAPIŘŮ PRAHA, A.S., STATISTICKÁ ROČENKA, PRAHA 2000, p.27. PX-Dに本年組み入れられた株式会社は、ČESKÉ RADIOKOMUNIKACE, ČESKÁ SPOŘITELNA, ČEZ, KOMERČNÍ BANKA, ČESKÝ TELECOM, UNIPETROL、以上の6社である (ibid.)。

42) Prague Stock Exchange, Annual Report 2006, pp.2, 13 and 15.

第1図 「プラハ証券取引所」 株価指数 PX-50から PX-Index の動向 (1994年4月5日～2008年3月12日)



出所) Tomšík, V., "The Capital Market in the Czech Republic", op. cit., p.17.

映する指標として」設定され、PX-Index と連動する関係にあった。⁴³⁾

第1図は、PX-50からさらにPX-Indexへと継承した公式株価指数の動向を表示したグラフである。

1994年4月5日の1,000ポイントを端緒に、以後下落した低水準下での変動を繰り返す。2003年に至って漸く上昇傾向に転換していく。以下、『年次報告書』からPX-Indexの動向が、その指数変化を基軸として各時点における当時の株式市場を如何に反映していたのかを摘記する。まず、「2003年は、主として資本市場の年度であり、極めて順調であった。株式の総取引高は前年よりも30.4%増加し、プラハ証券取引所史上において2番目の最高額に至った⁴⁴⁾」。この趨勢は一段と強まり、翌年には、「株式市場は、明白に価格上昇を記録している。……2004年度は、公式PX-50指数の価値が56.6%上昇し、歴史上最大の1,032ポイントで終えた⁴⁵⁾」。そして、『年次報告書』は2005年の「緒言」において、「PX-Indexも取引高の両方とも歴史的最高水準に達した。この状況は、明らかに利潤にも大きな影響を及ぼし、初めて総利潤が1億コルナを超過した」と記載し、PX-Index 1,473.0ポイントを明記した後、かかる株式市場活性化について「小口投資家が一段と重要な役割を演じ始めた投資家構成の変化」にあったと付言している⁴⁶⁾。だが、2007年になると、「取引所の公式株価指数PX-Indexは、1,815.1ポイントで終了し、年間成長率は14.24%であった」が、「株式市場の歴史上では2番目に高い取引高にとどまり、トップの2005年よりも2.7%下回った⁴⁷⁾」と記し、株価指数と取引高は必ずしも比例的に連動していない事実を指摘している。

2002年を発端とし、2007年にピークとなるPX-Indexの持続的かつ急速な上昇傾向は、同時に

43) Prague Stock Exchange, The Rules for the PX-TR and PX-TRnet Indices of the Prague Stock Exchange, June 2020/Version 2.3, pp.3 and 7. 同資料によれば、1994年4月5日のPX-50の開始日の「時価資本金総額」は379,786,853,620コルナであり、また2006年3月20日のPX-Indexの開始日の「時価資本金総額」は、974,253,348,625.2コルナで、基準価値として1554.60ポイントと算定された (ibid., pp.6-7参照)。

44) Prague Stock Exchange, Annual Report 2003, p.8.

45) Prague Stock Exchange, Annual Report 2004, pp.52-3.

46) Prague Stock Exchange, Annual Report 2005, pp.10-11.

47) Prague Stock Exchange, Annual Report 2007, p.19.

チェコ共和国経済の安定・成長を映した明確な証左を示す指標でもあった。当該時期の全般的な経済構造の状況について、ユニ・クレディ・グループ（バンク・オーストリア・クレディタンシュタルト）の『CEE 報告書』（2006年刊）は、この6年間の代表的経済統計指標を用いて検証し、その成長要因を次のように解説している。「チェコ共和国の国民総生産は、2005年には、全体として過去に類例のない高い水準、6.0%に上昇した。この目覚ましい発展は、殆ど、純輸出額改善の寄与した結果であった。全体として、同年、個人消費は適度に増大（2.6%）し、他方、総固定資本形成の成長（3.7%）は、大部分、在庫品の減退（Abbau der Lagerbestände）によって相殺された。政府部門消費は、2005年、比較的低く0.8%であった。成長構造は、海外需要によって堅実かつ健全であった。商品とサービスの輸出は11%増加し、これに反して輸入は5%弱に過ぎなかった」と。検出された成長要因を貿易構造に求めた分析は、チェコ通貨、コルナの為替相場上昇とも確実にリンクしていた。⁴⁸⁾

PX-Indexの動向は、また株式市場の上場企業数と株式取引高の実態を直接的に反映する指標でもあった。

2) 株式市場別取引高の変化

第6表は、第1図の趨勢を前提とし、特別に変化した時期を選択して、一部市場・二部市場・自由市場に区分し、各市場の上場企業数と株式取引高、とりわけ2004年以降の株式市場の盛況、2005年の1兆417億7千万コルナ、2007年の1兆130億2千万コルナの圧倒的に増大した取引高を示している。

他方、上場株式数における1997年の変化は、自由市場を主軸として大幅な削減を断行した既述の「証券取引所」改革の結果であった。また、2000年を契機とする二部市場の漸次的減少は、「取引所上場委員会」（The Exchange's Listing Committee）による「一部市場・二部市場における証券取引の認可」決定、すなわち両市場は「認可手続きと企業内容の開示義務」では、「同一地位」に属し、「1日の平均取引高が年間を通して100万コルナ以上」という決定に基づく事情からであった。⁴⁹⁾ この決定は、二部市場上場の優良企業が一部市場へ移行した変化も表している。

48) UniCredit Group (Bank Austria-Creditanstalt), CEE-Report 04/2006, S.18-9.

チェコ共和国の選抜経済指標

(単位: %, コルナ)

年度	2002	2003	2004	2005	2006	2007
国民総生産	1.5	3.2	4.7	6.0	5.4	4.5
工業生産高	1.9	5.5	9.6	6.7	8.1	4.7
総固定資本形成	3.4	4.7	5.3	3.7	4.8	5.1
消費者物価	1.8	0.1	2.8	1.9	2.7	2.9
対ユーロ相場	30.8	31.8	31.9	29.8	28.8	27.9

出所) UniCredit Group (Bank Austria-Creditanstalt), a.a.O., S.18.
但し、2007年度は予想値。

49) Prague Stock Exchange, Annual Report 2000, p.21.

第6表 市場別上場株式発行の数量および取引高の動向（1994～2008年度）

(単位：10億コルナ，%)

年度	1994			1995			1996			1997		
	株数	取引高	割合	株数	取引高	割合	株数	取引高	割合	株数	取引高	割合
一部市場	34	27.852	65.3	62	78.715	62.6	44	149.769	59.9	45	197.946	80.3
二部市場				6	0.214	0.2	52	36.638	14.7	58	19.095	7.8
自由市場	994	14.742	34.7	1,648	46.714	37.2	1,574	63.528	25.4	217	29.26	11.9
合計	1,028	42.594	100.0	1,716	125.643	100.0	1,670	249.935	100.0	320	246.301	100.0
年度	1999			2000			2002			2004		
	株数	取引高	割合	株数	取引高	割合	株数	取引高	割合	株数	取引高	割合
一部市場	8	136.618	83.6	5	213.718	80.9	5	174.68	88.5	6	440.57	91.9
二部市場	81	21.545	13.2	60	45.846	17.4	41	6.6	3.3	29	9.76	2
自由市場	106	5.294	3.2	86	4.581	1.7	33	16.12	8.2	20	29.33	6.1
合計	195	163.457	100.0	151	264.145	100.0	79	197.4	100.0	55	479.66	100.0
年度	2005			2006			2007			2008		
	株数	取引高	割合	株数	取引高	割合	株数	取引高	割合	株数	取引高	割合
一部市場	8	1,004.61	96.4	10	829.91	97.8	21	1,003.62	99.4	17	847.17	99.4
二部市場	19	0.92	3.5	11	0.51	0		0				
自由市場	12	35.65	0.1	11	18.47	2.2	11	9.4	0.6	11	4.87	0.6
合計	39	1,041.17	100.0	32	848.9	100.0	32	1,013.02	100.0	28	852.04	100.0

出所) BURZY CENNÝCH PAPIŘŮ PRAGA, A.S., STATISTICKÁ ROČENKA, PRAHA, 2000, p.30 and 2010, p.7より作成。

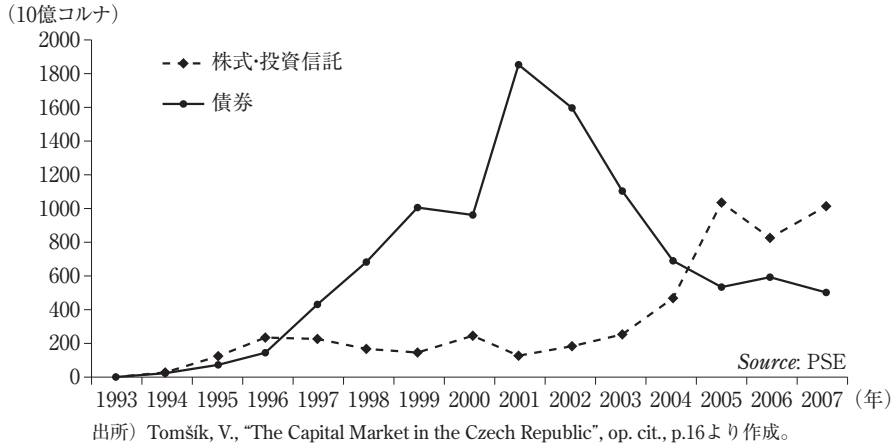
「プラハ証券取引所」の事業分野は、株式・投資信託以外にも債券にも及び、むしろこの債券市場の取引高は、第2図で明らかな通り、低迷する株式市場と比較して圧倒的に凌駕する傾向を示している。1997年に始まり、2004年に至るまで、証券市場はまさに債券取引が主要事業として牽引していたと評価してよい。

各発行主体の債務証券として上場された債券は、国債、地方債、社債、金融債、抵当証券とに類別され、第7表においては、1994年から2010年までのこれらの各種債券取引高の動向が、区別された当該年度の取引高および各債券の全体に対する割合＝構成比によって表示されている。

債券取引高の中で、1997年までは、社債と金融債などの企業の債務証券が60%以上を占め、国債は40%にも満たなかった。ところが、それ以後に急増し、最大取引高に達する2001年では金融債も増加したにも拘わらず、それを遥かに上回るまで拡大し、70%強に至る。この時点を超えると、債券取引高は、なお高い水準を維持しながら、低下傾向を示していく。だが、構成比の内容を見ると、国債の割合が格段に増大して、債券市場は、言わば国債市場へと変貌したかのような様相を呈する。債券市場のこのような変移は、チェコ共和国移行期における経済発展局面に対する財政政策の対応に起因していた。

1990～2002年の移行期の経済政策を検討したコルマノヴァ (Kolmanova, M.) は、この時期について「チェコ共和国の国内総生産 (BIP) の発展」の観点から、「4局面」、すなわち「1990～

第2図 株式・投資信託と債券の取引高の動向 (1994~2007年度)



第7表 「プラハ証券取引所」における各種債券取引高の動向 (1994~2010年度)

(単位：100万コナ，%)

年度	国債		地方債		社債		金融債		抵当証券		合計	
	取引高	割合	取引高	割合	取引高	割合	取引高	割合	取引高	割合	取引高	割合
1994	7,004.02	36.0	205.17	1.1	8,468.74	43.6	3,754.36	19.3	0.00	0.0	19,432.30	100.0
1997	159,533.78	36.8	4,968.92	1.2	112,250.90	25.9	156,054.43	36.0	427.57	0.1	433,235.60	100.0
2001	1,351,850.63	72.7	9,474.10	0.5	189,645.54	10.2	286,216.10	15.4	21,193.29	1.2	1,858,379.66	100.0
2005	477,300.36	89.5	293.82	0.0	13,429.94	2.5	12,487.23	2.4	29,729.64	5.6	533,240.99	100.0
2010	510,495.30	96.3	698.81	0.1	6,044.08	1.2	8,241.61	1.6	4,427.80	0.8	529,907.60	100.0

出所) BURZY CENNÝCH PAPIŘŮ PRAGA, A.S., STATISTICKÁ ROČENKA, PRAHA 2010, p.22より作成。

1992年の移行期危機局面，1993~1996年の漸次的好転局面，1997~1999年の新たな危機局面，2000年以降の経済成長復活局面」と区分し，国債取引高の急増していく「第3局面」について，次のように解説する。「当初，輸出生産物の増大によってBIPの減退は緩和されたかのように見えた。このシナリオは，通貨価値の切り上げで妨げられることとなった。消費だけでなく，生産も縮小し，インフレーションの低下には作用したが，失業は明白に増加した。この3年間でBIPは累積的に2.3%も下落した」と。そのうえで，「この経済危機は，また，ある程度，経済的に好影響も与えた」とし，具体例として「幾つかの企業の再建促進，チェコ大銀行2行の民営化の早期繰り上げ」を取り上げた⁵⁰⁾。しかし，次の「復活局面」の2000年以降，特に2001~2003年の3年間は，赤字財政に基づく財政支出の大幅拡大作用も加わって，景気上昇へと急転していく。例えば，銀行セクターの純利益は，1998~1999年の両年ともに最大赤字幅の約400億コナを計上するが，2000~2001年には，プラスに一転し，2002年には，300億コナ近くまで増大する⁵¹⁾。銀行

50) Kolmanova, M., Die neuen Bundesländer und die Tschechische Republik - Ein wirtschaftspolitischer Vergleich der Transformation 1990-2002, Tectum Verlag, Marburg 2006, S.58-61.

51) Tüma, Z., Banking Reform: The Case of the Czech Republic, High-level Seminar on Central Modernization

セクターにみられるコルマノヴァの「復活局面」の指摘とも重なるが、ČNB（中央銀行）は、チェコ大銀行3行について、次のように報告している。

「3銀行の資本に関しては、増資が不可欠であったし、各行のポートフォリオは『プラハ整理再興銀行（KOB）』へ不良債権（bad debts）を移転することによって清算された。国家は自分の保有株を売却した。……これら銀行の民営化優先事業で支払った集計純費用（The aggregate net costs）は850億コルナに達した⁵²⁾。国家の総収入が漸次増大していく「回復局面」下における赤字額急拡大の3年間、「経常支出合計」（Total current expenditure）項目と比較して、特段に拡大したのは、銀行セクターの事例のような「資本的支出合計」（Total capital expenditure）の項目であった⁵³⁾。

そして、これらの政府債務を支えたのは、主として、政府債務ホルダーの金融機関と保険会社に集積された国民の資金であった⁵⁴⁾。

（6）「プラハ証券取引所」のEU化と経営方針の大転換

1）「ウィーン証券取引所」を基点とした中・東欧証券取引所の再編成プロセス

『年次報告書』（2007年度版）は最初の部分「2007年度のハイライト」項目において、1月22日の「PX指数は、2006年12月18日に上った1,628ポイントの旧最高値を超えて、1,635ポイントで終了した」を出発点とし、4月16日には「1,814ポイントで終了」、さらに6月9日には「歴史上で初めて1,900ポイントを超えて、1,903ポイントで終了した」と記載し、チェコ株式市場の空前の躍進を時系列的に強調している。このプロセスの中で、6月1日、「プラハ証券取引所」は証券市場の一部上場市場と二部上場市場の統合を実施する⁵⁵⁾。

↘ and Banking Reform, Spain, Toledo, 2nd-3rd November 2006 (https://www.cnb.cz/en/export/sites/cnb/en/public/galleries/mediaservice/conferences/speeches/download/tuma_20061102_panelsko.pdf) および拙稿「体制転換と金融システムの構造変化（Ⅳ）」『三田商学研究』第63巻第6号（2021年2月刊）50-2頁参照。

52) CZECH NATIONAL BANK, Czech National Bank 1993-2003, p. 25.

53)

年間政府財政統計

（単位：100万コルナ）

年度	2000	2001	2002	2003	2004
年間赤字額	-85,325	-148,546	-170,914	-193,633	-72,963
総収入	889,402	968,470	1,030,830	1,193,227	1,230,282
経常支出合計	810,713	876,566	955,128	1,028,451	1,075,459
資本的支出合計	164,014	240,450	246,616	358,409	227,786

出所) Ministry of Finance of the Czech Republic, Annual Government Finance Statistics FSA 2010より作成。

54) 2001年、中央政府の債務を引き受けたのは、銀行および投資ファンドなどの金融機関と保険会社であった。債務ホルダーとして、前者の引き受け比率は約70%、後者のそれは20%弱で、その限りでは国有企業民営化＝市場経済化に対する政府財政支援もまた、これらの政府債務ホルダーを媒介とした国民の資金であった（Ministry of Finance of the Czech Republic, Central Government Debt 2001, Department 20 - Management of National Debt and Financial Assets.）

55) Prague Stock Exchange, Annual Report 2007, p.6. ↗

ところが、翌年の『年次報告書』（2008年度版）は、唐突に冒頭の「会社プロフィール」項目において、「プラハ証券取引所は、法的に株式会社であり、ウィーン証券取引所（Wiener Börse AG）が、92.739%の株式を保有する取引所の最大株主となる」と報告し、次に「2008/9年度のハイライト」項目では、11月7日「ウィーン証券取引所によるプラハ証券取引所の株式購入協定が調印され」、12月8日「過半数の株式の移行が……首尾よく実施された」とその具体的経緯を説明する。

2008年、この「プラハ証券取引所にとっての劇的変化」、すなわち「当初より15年間継続した市場参加者の株式所有構造を根本的に改変し、中央ヨーロッパ証券取引所連合（Central European stock exchange alliance）の一メンバーとなる⁵⁶⁾」という経営方針の大転換が決定される。

「プラハ証券取引所」史上最高の、2007年の画期的な繁栄は、2008年9月のリーマン・ショックを契機に世界的に波及した金融恐慌によって、ドイツ3大銀行の一つ、ドレスナー銀行でさえも倒産に追い込まれる程の激変から、僅か1年で忽ち崩れ去った。この激変は、各国の「証券取引所」もまた世界市場の一環を形成し、その事業経営は、国際化への対応が深刻な焦眉の課題となったことを示す転機ともなった。そして、「プラハ証券取引所」においても、既に2000年、最大株主チェスカー・スポシテルナ（Česká Spořitelna）が「ウィーン証券取引所」の最有力株主エアステ・バンク（Erste Bank）の傘下に編成され⁵⁷⁾、しかも、エアステ・バンク自体もまた「プラハ証券取引所」へ株式を上場し、2002年にはSDADシステムに組み込まれており、その意味では、「ウィーン証券取引所」の主導する「中央ヨーロッパ証券取引所連合」へ参加する内的・外的前提条件が存在していたと言えよう。

このようなプロセスを背景にして、2008年、「プラハ証券取引所」『年次報告書』の「理事長の序論」項目で、コブリク（Koblic, P）は、経営方針の大転換の理由について「株主」に対し「2つの抜本的シナリオ（two essential scenarios）」を提起する。

第1のシナリオは「地域市場の発展を目的とし、同一規模の証券取引所との共同関係を基盤と

「プラハ証券取引所」の主要商品に関する動向（2006～2009年度）

（単位：株式・社債10億コルナ）

年度		2006	2007	2008	2009
株式	年間取引高	848.9	1,013.0	852.0	463.9
	PX 指数	1,588.9	1,815.1	858.2	1,117.3
社債	年間取引高	598.9	508.9	643.2	585.7
	新規発行数	110	132	121	116

出所) cee stock exchange group, Annual Report 2009, p.72より作成。但し、プラハ証券取引所において、リーマン・ショックの打撃は、株式市場に対して株価下落で深刻な影響を与えたが、社債市場には、殆ど変化を与えなかったといえよう。

56) Prague Stock Exchange, Annual Report 2008, pp.4-5 and 11.

57) 拙稿「第3章 ドイツ、5. エピローグ——2007年～09年の金融恐慌の波及に連鎖したドイツ銀行業の状況と展望」『金融の世界現代史』（国際銀行史研究会編）、一色出版、2018年刊参照。

58) エアステ・バンクの2006年時点の持株比率は、ウィーン証券取引所では10.1%、チェスカー・スポシテルナでは98.0%であった（ERSTE BANK, Geschäftsbericht 2006, S.159 und 161.）。

するウィーン、ブダペスト、リュブリャナの証券取引所と地域連合を設立すること」、第2のシナリオは「大西洋取引所連合 (a transatlantic stock exchange alliance) の小規模パートナーとなること」である。この「中央ヨーロッパ証券取引所間の取引締結」の開始による「強固な共同性」は、「証券取引所の経済状況の分野のみならず、技術的観点」、「特に、新たな有益な電子取引技術情報」をもたらすことになるとし、「チェコ資本市場に対する高度の積極的効果」という「将来の発展へ期待する大局観」から「採択された選択」であったと記載した末尾で、「2009年が安定化の1年となり、グローバル資本市場の大洪水が沈静化し、平常状態に復帰することが希求される」と結んでいる。⁵⁹⁾

当時、既に欧米諸国の証券取引所は、電子証券取引化を積極的に推し進め、また証券取引所間の国際的再編成が始まっていた。典型的には、2000年、パリ、アムステルダム、ブリュッセルの3証券取引所の合併によって設立されたユーロネクストが2006年には、ニューヨーク証券取引所 (NYSE) と統合し、また「果敢」な経営を展開していた「ドイツ証券取引所」はロンドン証券取引所との合併を追求していた。⁶⁰⁾ 世紀の転換点を契機に証券取引所の直面した国際情勢の変転に対して、中・東欧諸国は、対応が若干時期遅れとはいえ、「ウィーン証券取引所」を中核に統合を推進していた。

だが、1980年代当時、オーストリア資本市場は、国際的な比較をすれば、若干立ち遅れており、現在の「ウィーン証券取引所」は、「全てのマーケット部門を包括した現代的組織システム」を確立するために、1997年12月、「ウィーン証券取引所会議所」(Wiener Börsekammer) と「オーストリア先物・オプション取引所」(Österreichische Termin- und Optionbörse, 略称 ÖTOB) の合併によって「官営」(Behörde) から「銀行以外に産業家も参加する株式会社」として「民営化された」企業である。⁶¹⁾ そして、早くも翌年、1998年には「フランクフルト証券取引所」を母体にして誕生した「ドイツ証券取引所」(Deutsche Börse AG.) と協力協定を締結し、1999年には、この「ドイツ証券取引所」の「発達した取引システム」「完全電子化プラットフォーム」であるクセトラ (Xetra) を導入する。そのうえで、「多くのヨーロッパ取引所における合併熟考 (Fusionsüberlagung) の時代的通念に応じて、2000年秋には、両取引所の共同で『ウィーン証券取引所』を基点とした東欧諸国の取引所への接近を開始する」。⁶²⁾ 「中央ヨーロッパ証券取引所連合」結成への傾向は、以上のようなオーストリア・ドイツの両証券取引所協定による先行的な実践的発現でもあった。

2004年5月、中・東欧諸国の証券取引所間のネットワーク構築は、「ウィーン証券取引所」によるブダペスト証券取引所の株式12.5%の取得を皮切りに開始され、2008年6月12日には50.45%に高められ、さらに同年6月20日にはリュブリャナ証券取引所の株式が81.01%取得され、その

59) Prague Stock Exchange, Annual Report 2008, p.11.

60) 菅原歩「第16章 国際金融市場——世界の取引所再編」『金融の世界現代史』(国際銀行史研究会)、一色出版、2018年刊参照。

61) Schmit, J., Die Geschichte der Wiener Börse, Wien; Bibliophile Edition, 2003, S.230および Bruckner, B./Stickler, R., Österreichs Bankwirtschaft: Struktur, Wirtschaftlichkeit und internationaler Vergleich, Bank Verlag, Wien, 2000, S.142参照。

62) Schmit J., a.a.O., S.230 und Bruckner, B./Stickler, R., a.a.O., S.140参照。

後、既述のように、リーマン・ショック後の11月7日に「プラハ証券取引所」の株式92.74%が取得された。そのうえで、翌年の2009年9月17日、まず、「中央ヨーロッパ証券取引所連合」は「公的な発足日の商標」としての組織「CEE証券取引所グループ (cee stock exchange group, 略称CEESEG)」を立ち上げ、同日には「2つの株価指数 CEETX と CEESEG 合成指数を始動させた」。同年11月5日、「ウィーン証券取引所」の監査役会は、この「国際的戦略の要請に対応する組織構造」、すなわち「ウィーン、ブダペスト、リュブリャナ、プラハの4証券取引所を子会社として調整する一中央持株会社」の設立議案を採択し、同議案は同年12月17日に「株主総会」で承認された。⁶³⁾そして、翌年の2010年1月、商標通りの名称で「CEE証券取引所グループ」は「内的統合の作業を継続しつつ」正式に発足し、「持株会社は、経営戦略と財務管理、運用投資管理を担当し」、「4証券取引所の地域経営役員会は、4市場の事業活動に対する責務を継承する」という事業分担が決定され、いずれの証券取引所も時期は異なるが、「ドイツ証券取引所」の電子取引システムのクセトラ (Xetra) を導入することになった。

「同グループの規模は、中・東欧諸国の時価資本金額の半分および株式取引高の3分の2を占め」、さらに、ウィーン証券取引所の株価情報を含むデータ送信先にはバニャルカ、ブカレスト、マケドニア、サラエボなどの証券取引所も含まれ、言わば「国際的証券界の新たな強力なアクターとして参入することとなった」。⁶⁴⁾

2) 「ウィーン証券取引所」の子会社としての「プラハ証券取引所」の経営組織の再編成

「CEE証券取引所グループ」の子会社として改変された「プラハ証券取引所」の経営組織は、必然的に短期間で大々的に改革・再編されることになる。この大統合事業を推進するためには、先ず、機構改革が不可欠であり、法制上、最高の意思決定機関たる「株主総会」を構成する株主メンバーとその員数の縮減、さらに「株主総会によって選任され、取引所の経營業務執行を統轄する理事会」メンバー、その業務および全体的な業務も含めて監督する機構としての「監査役会」メンバーの大幅な交代が実施された。⁶⁵⁾

2007年度の「プラハ証券取引所」の株主数は、全体で27社（第8表では、上位10社のみを掲載）、上位10社で95.87%、その内上位5社で76.69%を占めていた。ところが、2008年度では、株主数は10社に減少し、しかも上位9社の株式は、「ウィーン証券取引所」への一極集中に転化してい

63) The CEE Stock Exchange Group and its Capital Markets, Annual Report 2009, pp.4-7 and 9 参照。ウィーン証券取引所のブダペスト証券取引所に対する持株は、オーストリア・コントロールバンク (Oesterreichische Kontrollbank) の持株を加えると、68.8%を占めるに至った。また、持株会社、「中・東欧証券取引所グループ」のウィーン証券取引所に対する持株は100%である。

CEETX 指数は、CEE証券取引所グループの中で最も活発でかつ高い時価を持つ25株式の価格動向の趨勢を表示した指数である。また CEESEG 合成指数は CEE証券取引所グループ各国の主要な株価指数、ATX (ウィーン)、BUX (ブダペスト)、PX (プラハ)、SBICOP (リュブリャナ) から構成され、この指数は投資家には業務上の基準として、また全グループの資本市場の情勢を表示する手段として機能した (ibid., pp.6, 8 and 10.)。

64) The CEE Stock Exchange Group and its Capital Markets, Annual Report 2010, pp.4 and 6参照。

65) The CEE Stock Exchange Group and its Capital Markets, Annual Report 2009, p.82 and 2010, p.40参照。

第8表 「プラハ証券取引所」の株主構成

2007年度		2008年度	
株主名	株数	株主名	株数
Patria Finance, a.s.	65,901	Wiener Börse AG	245,958
Česká spořitelna, a.s.	38,908	GE Money Bank, a.s.	17,388
Tiger Holding Four S. a.r.l.	35,903	GES INVEST, a.s.	1,000
PPF banka, a.s.	32,140	Moravia Banka, a.s.	500
Komerční banka, a.s.	30,529	Brněnská obchodní, a.s.	100
UniCredit Bank Czech Republic, a.s.	21,967	CAPITAL PARTNERS, a.s.	100
GE Money Bank, a.s.	17,388	Fio burzovní společnost, a.s.	100
Burza cenných papírů praha, a.s.	4,500	ICEBERG A. S.	40
WOOD & Company Financial Services, a.s.	3,997	Merx, a.s.	20
ING Bank N.V.	3,000	EASTBROKERS	10

出所) Prague Stock Exchange, Annual Report 2007, p.38 and 2008, p.30より作成。

る。2007年度の上位5社の中には、フランスのソシエテ・ジェネラル傘下のコメルチニー・バンカ (KB)⁶⁶⁾、ベルギーのKBC銀行グループのチェコスロヴェンスカー・オブホドニー・バンカ (ČSOB) の子会社、パトリア・ファイナンス (Patria Finance, a.s.)、チェコ大手保険会社チェスカー・ポイシュチョヴナ (Česká pojišťovna, a.s.) を中核とする PPF グループの PPF・バンカ (旧 プルヴニー・ムニェストスカー・バンカ První městská banka, a.s., 2004年に名称を変更)⁶⁷⁾、さらに2016年に解散したルクセンブルクのタイガー・ホールディング・フォア (Tiger Holding Four S. a.r.l.)⁶⁸⁾ などが含まれていた。この大統合事業の推進について、パリ・ブリュッセルの2「証券取引所」との関係性を有する大銀行の系列下でありながら、ユーロネクストではなくて、何故、チェスカー・スポシテルナ (ČS) の大株主エアステ・バンク (Erste Bank) の「ウィーン証券取引所」が選択されたのか、『年次報告書』においては、定かではない。

そして「プラハ証券取引所」の株式の92.739%を保有し、それを実質的支配下にある「CEE証券取引所グループ」に移管した「ウィーン証券取引所」は、同時に「プラハ証券取引所」の機構改革を全面的に着手する。

第9表は、「理事会」と「監査役会」のメンバーについて、2007年度の改革前と子会社化され、新体制として定着した2009年度を比較し、如何なる交代が実行されたのかを提示したものである。

66) 拙稿「体制転換と金融システムの構造変化 (IV)」『三田商学研究』第63巻第6号 (2021年2月刊) 64-8頁参照。

67) PPF Banka-WIKIPEDIA (https://en.wikipedia.org/wiki/PPF_Banka) 参照。

68) TIGER HOLDING FOUR JOBS, S. a.r.l., Luxembourg (<https://opencorporates.com/companies/lu/B144171>)

第9表 「プラハ証券取引所」の「理事会」・「監査役会」のメンバー構成

	2007年度	2010年度		2007年度	2010年度
理事会	Petr Koblic	Petr Koblic	監査役会	Zdeněk Bakala	Jan Klenor
	Jan Klenor	Michael Buhl		Martin Roman	Daniel Heler
	Daniel Heler	Hannes Takacs		Jaroslav Míl	Jaroslav Míl
	Petr Milev	Ludwig Niessen		Jiří Michal	Martin Roman
	Peter Palečka	Halena Čacká		Milan Šimáček	Milan Šimáček
	Aleš Barabas	David Kučera			

出所) Prague Stock Exchange, Annual Report 2007, pp.32-4, and cee stock exchange group, Annual Report 2010, p.50より作成。

まず、「理事会」の構成では、2004年以來、「理事長」に就任し、その後2度再任されたコプリク Koblic, P. (Prague Stock Exchange) は、そのまま、「理事長」としての任務を継続するが、2009年度から「副理事長」として「ウィーン証券取引所」(Wiener Börse) のブール Buhl, M. と主として東欧資本市場を対象とした「ウィーン証券取引所」のコンサルタント会社 (CAPMEX) のタカツ Takacs, H. の両名が就任する。その他に3名、ニーセン Niessen, L., チャツカー Čacká, H. とクチュラ Kučera, D. が新理事として加えられ、「プラハ証券取引所」の有力株主で、また会員企業でもあった3名の理事、ミレヴ Milev, P. (PFF banka, a.s.), パレチカ Palečka, P. (Komerční banka, a.s.) およびバラバス Barabas, A. (UniCredit Bank Czech Republic, a.s.) は退任し、その結果、新「理事会」体制は、完全に「ウィーン証券取引所」の方針の貫徹する業務執行システムへと編成されたのである。

次に「監査役会」では、2007年度には、「理事会」の「副理事長」であったクレノア Klenor, J. (Patria Finance, a.s.) とヘラー Heler, D. (Česká spořitelna, a.s.) の両名が、2009年度からこちらに移籍し、その他にロマン Roman, M. (ČEZ, a.s.), ミール Míl, J. (Industrial and Transport Union of the Czech Republic) および財務省のシマーチェク Šimáček, M. (Ministry of Finance of the Czech Republic → Exportní garanční a pojišťovací společnost, a.s.) の3名は、継続して再任され、ミハル Michal, J. (Zentiva, a.s.) は2009年およびバカラ Bakala, Z. (RPG Advisors, a.s. and KD, a.s.) は2010年に退任する。その限りでは、「監査役会」は、そのまま「プラハ証券取引所」を対象とした業務監査システムの機関として機能することになる。

なお、2007年度には理事であったパレチカ Palečka, P. (Komerční banka, a.s.) は、翌年に「取引所会員委員会」(Exchange Membership Committee) の議長に選出された。⁶⁹⁾

69) 「プラハ証券取引所」の『年次報告書』として刊行された2008年度版では、「理事会」および「監査役会」のメンバーについても、各人とも職位、出身母体の職位、生年月日、最終学歴、就任時の年月日が明記されている。ところが、「CEE証券取引所グループ」として刊行された2009年度版の「プラハ証券取引所」の箇所では、この方式は踏襲されず、「理事会」のメンバーに関して、職位、生年月日、就任時の年月日のみが記載されている。したがって、2009年度に就任した新理事に関しては、出身母体は不詳である (Prague Stock Exchange, Annual Report 2008, pp.26-7 and CEE Stock Exchange Group and its Capital Markets, Annual

持株会社「CEE証券取引所グループ」の子会社として編成された「プラハ証券取引所」の変化は、2009年度以降の『年次報告書』の記載内容に明確に反映されてくる。

子会社として出発した2009年度より2013年度の5年間、CEE Stock Exchange Group and its Capital Marketsの表題の下で『年次報告書』が刊行され、その内容は、親会社の報告から始まり、続いて子会社化された4証券取引所の共通項目に関する各社の報告があり、その後に従来の形式に沿った「プラハ証券取引所」の報告が記載されていた。ところが、2014年度・2015年度の2年間、「プラハ証券取引所」が表題に復帰し、表紙の下端に小さく小文字で cee stock exchange group と印刷され、内容には、親会社、他の子会社の報告の記載は全く見られない。また、2015年度までは「財務区分」(Financial section)の一項目として報告されていた「連結財務諸表」(Consolidated financial statements)の「連結」部分を2016年度以降、表題として用い、『連結年次報告書』(Consolidated annual report)へと前面に出し、報告内容の形式も大幅に変更されている。⁷⁰⁾

このような『年次報告書』の形式上の変化は、近々僅か10年間にも満たない期間に、「ウィーン証券取引所」を中心に結束した東欧3証券取引所の結合関係の変化を体現した姿でもあった。

「CEE証券取引所グループ」の表題を小文字表記に切り替えた後の2015年11月、子会社の2社、「ブタペスト証券取引所」(Budapesti Értéktőzsde)と「リュブリャナ証券取引所」(Ljubljanska borza)が、同時に、同グループから離脱する。

前者の場合、親会社 CEESSEG の持株の50.45%、オーストリア・コントロールバンク (OeKB) の持株の18.35%が、既に6.95%を保有している中央銀行の「ハンガリー国立銀行」(Magyar Nemzeti Bank)に売却され、⁷²⁾ また、後者の場合、CEESSEG の持株、100%がクロアチアの「ザグレブ証券取引所」(Zagrebačka burza)に同じく売却され、その系列下に入った。⁷³⁾ しかし、両取引所のいずれも、CEESSEG からの離脱後においても、「ウィーン証券取引所」とパートナーシップ協定の締結によって関係を継続し、「取引システム・ソフトウェア・専門的知識」などを共有していくことになる。

その結果、2016年度より CEESSEG は2子会社のみ残存する組織となるが、2020年度、「ウィーン証券取引所」は、コスト削減のために、実質的にはその管轄下にあった親会社 CEESSEG と合併し、この組織再編成に基づいて「プラハ証券取引所」の株式の99.54%が「ウィーン証券取引所」へ移管され、その傘下の子会社として組み入れられたのである。⁷⁴⁾

↘ Report 2009, pp.82-3 and 2010, p.50.) 参照。

70) 親会社の報告内容は、グループ内子会社の各証券取引所の事業計画やその進行状況の紹介、経済情勢の概観、株式保有で系列下されたグループ全体の組織構造、グループ内証券取引所に上場されている外国企業の各国別統計、データ送信等により CEE 証券取引所グループと連携関係にある他国証券取引所との事業、など。また、子会社の4証券取引所の共通項目に関する報告内容は、各所在国のマクロ経済概観、資本市場の現状分析、証券取引所の主要統計、上場大企業の紹介など (CEE Stock Exchange Group and its Capital Markets, Annual Report, 2009-12の4の報告内容 (Table of Contentsの当該箇所) 参照)。

71) Prague Stock Exchange, Annual Report, 2014-2015 and Consolidated annual report, 2016-2020参照。

72) Vienna Stock Exchange News (<https://www.wienerborse.at/en/news/vienna-stock-exchange-news/ceeseg-and-oekb-sell-stakes-in-budapest-stock-exchange-to-hungarian-nation>)

73) Vienna Stock Exchange News (<https://www.wienerborse.at/en/news/vienna-stock-exchange-news/ceeseg-to-sell-stake-in-ljubljana-stock-exchange-to-zagreb-stock-exchange/>)

3) 「プラハ証券取引所」と系列子会社との関係

2020年、「ウィーン証券取引所」の子会社へ再編成された「プラハ証券取引所」は、持株100%の子会社の2社、すなわち「中央有価証券預託会社」(Centrální Depozitář cenných papírů, a.s., 略称 CDCP) と「エネルギー清算カウンターパーティ社」(Energy Clearing Counterparty, a.s., 略称 EnCC), および持株33.33%の関連会社、すなわち「電力取引所中央ヨーロッパ」(POWER EXCHANGE CENTRAL EUROPE, a.s., 略称 PXE) を従来通りに自己の系列下に組み込んで活動を継続する。「プラハ証券取引所」を基軸としたこの4社体制は、2016年度以降、たとえ親会社が CEESEG から「ウィーン証券取引所」へ変更されたとしても、なお同一構造を維持しつつ、『連結年次報告書』⁷⁵⁾を公表してきた。

そして、関連会社「電力取引所中央ヨーロッパ」(PXE) との関係であるが、同社の前身「プラハ・エネルギー取引所」(Energetické burza Praha) は、2007年、ヨーロッパ電力市場の自由化に対応し、「プラハ証券取引所」と CDCP と EnCC の3社が各200万コルナ(登録資本金6000万コルナ)を共同出資し、エネルギー製品としての電力とガスの効率的な市場取引を行う目的で設立された子会社であった。2008年、市場で規則的に取引されるこのような市況商品は、投資商品とみなされ、中央銀行 ČNB の免許が必要とされたため、翌年にはこれを取得し、社名を現行の PXE へ変更する。

「プラハ証券取引所」もまた、エネルギー市場という「市況商品の派生商品市場」(commodity derivatives market) の新たな領域を開拓したのであり、PXE の主たる顧客は、自治体、企業、政府関係機関等であった。その後、2016年、PXE は、CDCP 社と EnCC 社の持株をドイツ・ライプチヒの「ヨーロッパ・エネルギー取引所」(European Energy Exchange AG, 略称 EEX) へ売却し、提携関係に入った。その目的は、「中央・東ヨーロッパの電力市場」への「エネルギー製品の供与」による取引にあり、EEX は、既に先行して同地域に「取引システムのプラットフォームを有していたからである」。

ところが、PXE を傘下に組み込んだ EEX は、「証券取引所」の関係業務を中軸とし、主として欧米市場を基盤とする国際金融センター・ドイツ⁷⁶⁾証券取引所」(Deutsche Börse AG) が75%の持株を有する系列子会社である。

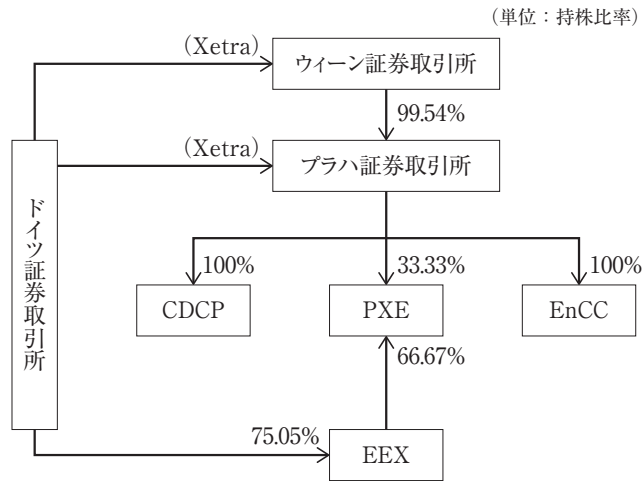
74) CEE Stock Exchange Group, WIKIPEDIA (https://de.wikipedia.org/wiki/CEE_Stock_Exchange_Group)

75) Prague Stock Exchange, Consolidated annual report 2016, pp.22-4 and 2020, pp.61-3参照。

「中央有価証券預託会社」(CDCP) は、2009年に「ユニバーサル調整センター」(UNIVYC) から社名を変更し、2010年より ČNB の免許を取得し、有価証券の保管振替活動も開始し、ペーパーレス化して預託された有価証券の記録・振替も可能となった。登録資本金は1億コルナ、同社の基本事業は、証券取引所のシステムの運営、店頭取引の決済、証券の貸出、担保資金の管理、投資証券の保護預かりと管理などである。また、「エネルギー清算カウンターパーティ社」(EnCC) は、2008年に設立され、2016年に、「中央カウンターパーティ社」(Central Counterparty, a.s.) と「中央清算カウンターパーティ社」(Central Clearing Counterparty, a.s.) の資産と負債を継承し、登録資本金は200万コルナ、基本事業は、不動産・居住者・非居住者へのリースおよび電力取引である (ibid.)。

76) POWER EXCHANGE CENTRAL EUROPE, a.s., Annual Report 2020, pp.3-4 and p.18. PXE の登録資本金は、EEX へ売却された同年末、50%の3000万コルナに減資された。また、PXE との提携関係から、EEX の取引参加者は、西ヨーロッパだけでなく、チェコ、スロバキア、ポーランド、ハンガリー、ブルガリア、ルーマニア

第3図 「プラハ証券取引所」グループと「ウィーン証券取引所」および「ドイツ証券取引所」との持株関係



そして、既述のように、「ウィーン証券取引所」は1999年度以後、「ドイツ証券取引所」の電子トレーディングシステム、Xetra（クセトラ⁷⁷⁾を導入、2012年度からは「プラハ証券取引所」もこのXetraを運用しており、このような脈絡に立つと、「プラハ証券取引所」グループの動向は、正しく、オーストリア・ドイツの両証券取引所との関係枠内で事業活動の方向性を選択したことを意味し、以上の持株関係を集約すると第3図のようになる。

そして、この関係構造の構築こそ、正しくチェコ共和国がその一地域であったハプスブルク帝国時代における経済基盤への回帰路線を選択したことに他ならない。

「プラハ証券取引所」を含めて『連結年次報告書』に記載された3社は、このような関係構造を背景にして事業活動を展開するが、市場領域としてはいずれの会社も外国に支店を設置することなく、また、EU市場における有価証券のペーパーレス化に対応して、まず、2015年12月に、同時にCDCPとPXE、翌年12月には「プラハ証券取引所」自体も「紙形株式の帳簿記入方式」(paper to book-entry form)⁷⁸⁾へ移行した。

さらに、「プラハ証券取引所」は、状況に応じて、様々な証券流通市場の機構改革を志向していく。「一部市場」(Main)、「二部市場」(Secondary)および「自由市場」(Free)という三層構造で定着してきた証券流通市場は、2007年に「一部市場」に「二部市場」を統合し、「主要市場」(Main)と「自由市場」の二層構造へと単純化される。そして、CEESEGへの編成が一段落した

76) ニア、スロベニア、セルビアなどへも進出可能となった (ibid.)。および Deutsche Börse Group, Geschäftsbericht 2020, Inhalt, S.274-6も参照。

77) Xetra (trading system), WIKIPEDIA ([https://en.wikipedia.org/wiki/Xetra_\(trading_system\)](https://en.wikipedia.org/wiki/Xetra_(trading_system))) 参照。

78) Prague Stock Exchange, Consolidated annual report, 2016, pp.23-4参照。なお、2016年に2社の資産と負債を継承して新会社となったEnCCに関しては、2019年の同社の『年次報告書』では「2019年12月31日、商業登記簿に記録されている登録資本金は、200万コルナであり、1株1,000コルナの名目価値の物的形式で2,000枚から成り立っている」(Energy Clearing Counterparty, a.s., Annual Report 2019, p.15.)とある。同社は、この時点では、まだペーパーレス化していない。

第10表 証券流通市場の構造変化に対応して各市場に上場された会社数

(単位：社数)

年度	主要市場	優良市場	自由市場	標準市場	創業市場	合計
2011	14		12			26
2012		14		14		28
2016		15	2	8		25
2020		11	30	6	8	55

出所) Prague Stock Exchange, Statistics Files, Monthly Statistics 2011, 2012, 2016, 2020の各年度12月刊行より作成。

2012年、同グループの取引システムと連携するため、Xetra（クセトラ）取引プラットフォームの開始を契機として、「ウィーン証券取引所」の証券流通市場に準じて、市場名称の変更を行い、「主要市場」は「優良市場」（Prime）に、「自由市場」は「標準市場」（Standard）に改称され、これに加えて、「資本調達を要望する中小企業を対象とした」「創業市場」（Start）が新設された。そして、2016年、「多国間取引ファシリティ（Multilateral Trading Facility、略称MTF）市場＝非規制取引所市場」が、再び「自由市場」という名称で創出され、外国企業およびその投資商品の上場も可能となり、「プラハ証券取引所」は以後、四層構造の証券流通市場として編成される。この「自由市場」は、当初、2社の上場であったが、2020年には、ドイツ銀行、フォルクスワーゲン、ドイツテレコム、ヴィナーベルガー、ユニリーバ、シュル、ボルボ、ノキア等ドイツを中心としたヨーロッパの大企業の上場によって30社に急増する。証券流通市場の構造変化に対応して各市場に上場された会社数は、第10表の通りである。⁷⁹⁾

(7) 「プラハ証券取引所」財務諸表報告におけるEU化と会計基準IFRSへの調和化

1999年、「プラハ証券取引所」理事長、ブディンスキー（Budinský P.）は、「ヨーロッパ資本市場グローバル化の一部の新興市場」として「チェコ共和国のヨーロッパ連合（EU）加盟」へ向け、「チェコ経済の発展状況に対応し、我々の市場（資本市場）をEU基準（EU standards）へ接近させる」取り組みの必要性を強調し、同年、「初めて、国際会計基準（International Accounting Standards、略称IAS）に準じて、キャッシュ・フロー計算書や比較情報を除去した連結財務諸表（The consolidated financial statements）の準備を開始した」。そして、翌年、世界最大の監査法人デロイト（Deloitte）に依頼した監査報告によって、IASに適合した「連結貸借対照表」（Consolidated Balance Sheet）と「連結損益計算書」（Consolidated Income Statement）を公表する。⁸⁰⁾

そして、EU加盟の前年、2003年に「プラハ証券取引所」は、『年次報告書』の表紙の次頁で「2001年6月からヨーロッパ証券取引所連盟（the Federation of European Securities Exchanges、略称

79) Prague Stock Exchange, Annual Report 2012, p.34, Consolidated annual report, 2016, p.8, Statistics, Files, Monthly Statistics December 2020, pp.4-6 and About the Market (Free Market) 参照。

80) Prague Stock Exchange, ANNUAL REPORT 1999, pp.9 and 37, and Annual Report 2000, p.47-8参照。

FESE)の準会員であったが、2004年5月より正会員となる」と記載する。そのうえで、「監査人報告(連結)」頁の「株主への報告」欄で、「国際監査基準(International Standards on Auditing)に応じて監査を行った」結果、「連結財務諸表は……国際財務報告基準(International Financial Reporting Standards, 略称IFRS)に基づき、公正であると認定する⁸¹⁾」とし、連結子会社はまだCDCPの前身、UNIVYC 1社のみであったが、焦眉の課題であった上場企業の「親会社によって作成される」⁸²⁾「連結財務諸表」の適用を義務付けたEUによるIFRSへの対応の制度的条件を確立し、公開したのである。

「プラハ証券取引所」会員の諸企業は、外国金融機関の子会社のみならず、外国銀行傘下のチェコ大銀行を中心に構成されており、事業活動の展開にとって会計報告システムのEU化は必然であったからである。とくに、「IFRSに準じて作成される財務諸表の一般的目的」は、「既存および潜在投資家、貸手、さらに債権者などにとって企業へ資源供与の意思決定を行う有用な企業報告に関する財務諸表の提供⁸³⁾」にあった。そして、ドイツでは、EC「会社法指令」(Company Law Directive)における1978年の「個別決算書」に関する第4号、1983年の「連結決算書」に関する第7号⁸⁴⁾に応じて、1985年、会計制度の国際的調和を意図し、「財務諸表指令法」(Bilanzrichtliniengesetz)の成立をもって、「商法典」(Handelsgesetzbuch)が大幅に改正された。このようなドイツ会計システムの国際化は、既に、1980年代前半には、ドイツの代表的な有力企業の21社が様々な様式で企業集団(コンツェルン)、例えば、クルップ(Krupp)社、フォルクスワーゲン(Volkswagen)社、バイエル(Bayer)社などは持株会社として連結決算書の「営業報告書」⁸⁵⁾を外部に開示しており、この会計報告規定の改正を契機として、ドイツの固有制度から脱却し、EU諸国との調和化を一段と推進するものであった。ドイツ語圏諸企業、とくにオーストリアとの連携を深めた「プラハ証券取引所」にとって、IFRSに準拠する会計報告規定の整備は不可欠の課題だったのである。

2009年に「ウィーン証券取引所」の傘下でCEESEGの子会社として新たに出発した「プラハ

81) Prague Stock Exchange, Annual Report 2003, p.0 and 54-66参照。

82) Hommel, M. and Zicke, J., "Germany. The Influence of IFRS on the German Accounting System: The Half-Hearted Reforms of the German Accounting Law Modernization Act" in: IFRS in a Global World (Editors, Bensadon, D. and Praquin, N.), Springer, 2016, p.283参照。

83) Baetge, J., Panzer, A. and Flügel, A., "Germany. German Accounting and IFRS: Limitation in the Convergence Potential of German National Accounting Standards Towards International Accounting Standards" in: IFRS in a Global World (Editors, Bensadon, D. and Praquin, N.), Springer, 2016, p.268参照。このようなIFRSの規定解釈は、IASBの「財務報告の概念枠組み(Conceptual Framework)の第1章」(ibid.)に基づく。

84) 但し、「指令は、直接にはその名宛国たる加盟国をのみ拘束するものであり、しかも当該加盟国を拘束するのはその達成すべき結果についてだけであって、その履行の方式の選定に関しては、加盟国が管轄するところに属している。……それゆえ、指令は、国内法として制定されるまでは、加盟国において効力を生じないのが原則である」(山口幸五郎編『EC会社法指令』、同文館出版、1984年刊、10頁参照)。

85) 郡司によれば、ドイツ企業集団の連結決算書の開示状況(1982・83年度)については、①国際連結決算書のみ公表：8社、②国際連結決算書・国内連結決算書の双方を公表：7社、③国内連結決算書のみ公表：5社、④連結決算書非開示(個別決算書のみ開示)：1社で合計21社(郡司健『連結会計制度論——ドイツ連結会計報告の国際化対応』、中央経済社、2000年刊、3-6頁)参照。なお、IFRSの各分野への適用に関してドイツ語圏諸国が研究対象となった調査については、潮崎智美「<わが国におけるIFRSの適用をめぐる研究の棚卸しと展望>」に関する議論『国際会計研究会年報』2019年度第1・2合併号を参照。

証券取引所」は、どのような事情かは定かではないが、監査法人を従来のデロイトから2007年度と8年度の2年間、プライス・ウォーターハウス・クーパーズ (Price Waterhouse Coopers) へ、そして同年、KPMG へと変更し、その年度の『年次報告書』の「2009年12月31日年度末の連結財務諸表に関する注記」が、項目の(3)「財務諸表作成の基準」において、次のような少々煩雑な形式で記されている。

「同グループ (CEESEG) の連結財務諸表は、欧州連合 (EU) によって適用された国際財務報告基準 IFRS および国際会計基準審議会 (The International Accounting Standards Board, 略称 IASB) によって設定された国際財務報告基準 IFRS に準じて作成されている。IASB により設定され、そしてかかる連結財務諸表作成の時点において、有効な全ての国際財務報告基準 IFRS は、欧州委員会 (European Commission) によって提示された是認手続きを経て、国際会計基準 IAS 第39号『金融商品における認識と測定』を除去して、EU によって適用されていた」から、同グループの「付随する財務諸表もまた EU によって適用される国際財務諸表基準 IFRS および IASB によって公布された国際財務諸表基準 IFRS を満たす⁸⁶⁾」と。

2018年、「プラハ証券取引所」は、監査法人を KPMG からアーンスト・アンド・ヤング (Ernst & Young, 略称 EY) へと変更し、1992年の設立以降、今回の変更で世界4大監査法人の全てに監査を依頼したことになる。そして、ここで取り上げる最新の2020年度『年次報告書』は、これまで説明してきた方法、すなわち IFRS に準じて作成された、(a)「プラハ証券取引所」単独決算の「非連結財務諸表」と (b) 企業集団 (グループ) の親会社としての「プラハ証券取引所」連結決算の「連結財務諸表」の2種類を別々に掲載し、それぞれについて監査法人 EY の「独立監査人の報告書」(INDEPENDENT AUDITOR'S REPORT) の所見付きで明示している。

両報告共、「評価の根拠」として「監査役法 (the Act on Auditors) および国際監査基準 (International Standards on Auditing, 略称 ISA) であるチェコ共和国監査役会議所 (the Chamber of Auditors of the Czech Republic) の監査基準 (修正条項を含む) に準じて実施した」点は共通であった。そのうえで、(a)「プラハ証券取引所」単独決算の所見では「チェコ共和国で一般的に認容されている会計原則に応じて作成された同社の財務諸表を監査した」のに対し、(b) 企業集団 (グループ) の親会社としての「プラハ証券取引所」連結決算の所見では、「欧州連合 EU に採用された国際財務報告基準 IFRS に準じて作成された財務諸表を監査した⁸⁷⁾」と記述している。

国際的調和化の決算で求められる IFRS による財務報告では、また「報告企業の経営者等がそ

86) Prague Stock Exchange, the CEE Stock Exchange Group and its Capital Markets, Annual Report 2009, pp.152-3. なお、IAS 第39号の初版は、2000年6月にIASBに改組される以前の組織「国際会計基準委員会」(International Accounting Standards Committee, 略称 IASC) が1998年12月に公表に向けて承認した「暫定基準書」であり、ここでは金融商品は、種類によって取得原価、公正価値 (時価) を参照して測定する方式を採用していたが、実際にはまだ適用されていなかった。2001年には、「全面公正価値」の基準書への置き換えも問題になったが、2005年、IFRS への適用をめぐる、金融機関などの抵抗もあり、このIAS 第39号の原則主義としての「公正価値」測定の問題は常に検討対象となっている (ERNST&YOUNG, International GAAP 2005, 『国際財務報告基準の会計実務 (第2巻 金融商品)』(新日本監査法人訳)、レクシスネクシス・ジャパン株式会社、2006年刊、第1章参照。

87) Prague Stock Exchange, Consolidated Annual Report, 2020, pp. 49 and 102参照。

の経済的資源を利用する責任をどれだけ効率的かつ効果的に果たしたかに関する情報」, すなわち「経済的資源から生み出すリターン」の報告も重要視される。⁸⁸⁾

この業績評価は, 親会社, 子会社の単独決算だけでなく, グループ全体の総合的な連結決算の財務報告として開示される。「プラハ証券取引所」『年次報告書』(2020年度版)の財務報告は, 単独決算では「非連結財務業績(チェコ会計基準に準ずる)」(Non-consolidated financial performance (according to CAS))として総資産3億7021万1千コルナに対して「収益」(Revenue)2億5405万8千コルナを, 連結決算では「連結財務業績(EUに採用されたIFRSに準ずる)」(Consolidated financial performance (according to IFRS as adopted by EU))として総資産8億4814万コルナに対して収益5億9011万1千コルナを別々に計上している。⁸⁹⁾

そのうえで, 同年度『年次報告書』において, 単独決算の「貸借対照表」(BALANCE SHEET)借方では, 「非流動資産」(Fixed assets), 「流動資産」(Current assets)の順序の固定性配列法の下で「資産合計」が, 貸方では, 「資本」(Equity), 「引当金および負債」(Provision and Liabilities)の全体を「資本および負債合計」として, 他方, 連結決算の「連結財政状態計算書」(CONSOLIDATED STATEMENT OF FINANCIAL POSITION)の借方も同様な配列法の下で, 「非流動資産」(Non-Current assets), 「流動資産」, 「資産合計」が, また貸方では「株主資本金」(Shareholders' equity), 「非流動負債」(Non-current liabilities), 「流動負債」, それら全体が「負債および株主資本金」(Liabilities and Shareholders' equity)として表示されている。両財務諸表の特徴は, 「流動資産」勘定の中で, 「銀行預金」(Cash at bank)のウエイトが著しく高く, 単独決算では1億9799万2千コルナ, 連結決算では3億7408万9千コルナを占めている。以上の両財務諸表を共通の勘定項目に集約して表記すると, 第11表のようになろう。⁹⁰⁾

「プラハ証券取引所」がIFRSに準じて単独決算以外に企業集団(グループ)の親会社として連結決算を作成し, 開示した背景には, 「2001年1月1日より銀行およびその他の金融機関(保険会社を除く)は, IFRSの規則に基づいて財務状態を報告することが義務付けられ」, 実際, 「2005年には, 殆どのチェコ銀行部門は実施し」, 「金融セクターのチェコ会計基準(Czech accounting standards)は, このような経緯で完全に調和化され, IFRSの原則に依拠することになった」という事情が存在したのである。クビチコヴァー(Kubičková, D.)とジンドジホヴスカー(Jindřichovská, I.)によれば, 「ごく少数の大企業と銀行のみが, IFRSの適用を行った」「主要な理由は, 親会社の要請であった」(62ケースでサンプル90%)とし, このような帰結は, チェコの企業1,613社への「オンライン質問事項」(サンプル回収は258社, そのうち大企業は77社:30%)の調査に基づく事実であった。そのうえで, 結論として, 以下のように論究している。

「財務諸表に対して, IFRSの自発的採用の利点は, 外国企業との連結目的にある。このような帰結の論拠は, チェコ経済の多くの側面, すなわち, 会計規則の処理, 歴史的・文化的特質, 脆弱な資本市場および1989年のピロード革命以後, 所有権の移転による外国所有者統制下で生じた

88) 平松一夫監修『IFRS国際会計基準の基礎(第6版)』, 中央経済社, 2020年9月刊, 27-8頁参照。

89) Prague Stock Exchange, Consolidated Annual Report, 2020, pp.6-8参照。

90) Prague Stock Exchange, Consolidated Annual Report, 2020, pp.21-2 and 57.

第11表 「ブラハ証券取引所」 2020年度の単独・連結財政状態計算書

(単位：千コルナ)

会計規則	貸借対照表	連結財政状態計算書
非流動資産	124,108	387,893
流動資産	246,103	460,247
総資産合計	370,211	848,140
資本	323,038	669,581
非流動負債	16,551	32,442
流動負債	30,622	146,117
資本および負債合計	370,211	848,140

出所) Prague Stock Exchange, Consolidated Annual Report, 2020, pp.21-2 and 57
より作成。

経済の伝統的・支配的な産業構造の変化」などにあつたと。⁹¹⁾

参 考 文 献

- Baetge, J., Panzer, A. and Flügel, A., "Germany. German Accounting and IFRS: Limitation in the Convergence Potential of German National Accounting Standards Towards International Accounting Standards" in: IFRS in a Global World (Editors, Bensadon, D. and Praquin, N.), Springer, 2016
- Bergmann, M. I., KREDITBANKEN IN DER TSCHECHOSLOWAKEI, Diss., Jos. Dvořáks Sohn, Strakonice, 1932
- Bruckner, B./Stickler, R., Österreichs Bankwirtschaft: Struktur, Wirtschaftlichkeit und internationaler Vergleich, Orac Verlag, Wien 2000
- BURZY CENNÝCH PAPIŘŮ PRAHA A. S., STATISTICKÁ ROČENKA, PRAHA 1999-2000 and 2010
- CEE Stock Exchange Group, WIKIPEDIA (https://de.wikipedia.org/wiki/CEE_Stock_Exchange_Group)
- CZECH NATIONAL BANK, Czech National Bank 1993-2003
- CZECH SECURITIES COMMISSION, An outline of the capital market in the Czech Republic, Prague, September 17, 2003
- Dědič, J. und Novák, T., Der Kapitalmarkt in der Tschechischen 90 Republik, Arbeitspapiere, Nummer 90, Oktober 2002, Forschungsinstitut für mittel- und osteuropäisches Wirtschaftsrecht (FOWI)
- Deutsche Börse Group, Geschäftsbericht 2020, Inhalt
- Energy Clearing Counterparty, a.s., Annual Report 2019
- ERNST&YOUNG, International GAAP, 2005, 『国際財務報告基準の会計実務 (第2巻 金融商品)』(新日本監査法人訳), レクシスネクシス・ジャパン株式会社, 2006年刊

91) Kubičková, D. and Jindřichovská, I., "Comparability and Reliability of Financial Information in the Sector of Czech SMES (ten years of IFRS as a part of Czech accounting context)" in: European Studies, Volume XIX, Issue 4, 2016, pp.75-76参照。クビチコヴァーとジンドジホヴスカの調査対象では、181社が中小企業のカテゴリーに所属し、ここでは「チェコ会計基準 CAS が基準として適用されている。すなわち、CAS は、主として、外国事業者との関係が少なく、または関係を持つ意図がない中小企業に利用されている」。確かに、「親会社の要請による IFRS の利用は、前回実施された同種の調査 (2010年と2013年に実施) と比較すれば、16%から28%へ増大しているが、相対的には依然として少ない」。この「IFRS に準じた報告が行われない重要な理由は、調査対象の企業にとって何らの利点もないと見なされているからである」と (Kubičková, D. and Jindřichovská, I., *ibid.*, pp.74-5参照)。

- ERSTE BANK, Geschäftsbericht 2006
- Groupe Deutsche Börse, Geschäftsbericht 2020, Inhalt
- Hager, M., "Tschechische Republik" in: Kapitalmärkte in Mittel- und Osteuropa – Aktien, Renten und Banken der aufstrebenden Märkte –, Frankfurter Allgemeine Zeitung GmbH, Informationsdienste, 1994
- Hanousek, J. and Fungacova, Z., "Determinants of Firm Delisting on the Prague Stock Exchange" in: Prague Economic Papers, 2014 (4)
- Hanousek, J. and Padpiera, R., "Czech Experience with Market-Maker Trading System", December 2003, [PDF] home.cerge-ei.cz
- Hommel, M. and Zicke, J., "Germany. The Influence of IFRS on the German Accounting System: The Half-Hearted Reforms of the German Accounting Law Modernization Act" in: IFRS in a Global World (Editors, Bensadon, D. and Praquin, N.), Springer, 2016
- Kolmanova, M., Die neuen Bundesländer und die Tschechische Republik– Ein wirtschaftspolitischer Vergleich der Transformation 1990–2002, Tectum Verlag, Marburg 2006
- Kubičková, D. and Jindřichovská, I., Comparability and Reliability of Financial Information in the Sector of Czech SMES (ten years of IFRS as a part of Czech accounting context) in: European Studies, Volume XIX, Issue 4, 2016
- Laštovička, R., Marcinčin, A. and Mejstřík, M., "Corporate Governance and Share Prices in Voucher Privatized Companies" in: THE CZECH REPUBLIC TRANSITION IN EASTERN EUROPE (Edited by Svejnar, J.), ACADEMIC PRESS, 1995
- Ministry of Finance of the Czech Republic, Annual Government Finance Statistics FSA 2010
- POWER EXCHANGE CENTRAL EUROPE a.s., Annual Report 2020
- PPF Banka-WIKIPEDIA, https://en.wikipedia.org/wiki/PPF_Banka
- Prague Stock Exchange,
- Annual Report 1993–2008 and 2015
 - The CEE Stock Exchange Group and its Capital Markets Annual Report 2009–2013
 - Výroční zpráva 2014
 - Consolidated annual report 2016
 - Prague Stock Exchange – History (<http://www.pse.cz/burza/historie.asp>)
 - The Rules for the PX, PX-TR and PX-TRnet Indices of the Prague Stock Exchange, June 2020/Version 2.3
 - Welcome to the official PSE pages, 1998
 - Statistics Files, Monthly Statistics December 2020 and About the Market (Free Market)
- Rudolph, R., Banking and Industrialization in Austria-Hungary, CAMBRIDGE UNIVERSITY PRESS, Cambridge, London · New York · Melbourne, 1976
- Schmit, J., Die Geschichte der Wiener Börse, Wien; Bibliophile Edition, 2003
- TIGER HOLDING FOUR JOBS, S. a.r.l., Luxembourg (<https://opencorporates.com/companies/lu/B144171>)
- Tomšík, V. "The Capital Market in the Czech Republic: Development, Regulation, Supervision and Corporate Governance", Sustainable Compliance seminar GRC Oracle, Prague, 18th March 2008, pp.11–2 (http://www.cnb.cz/export/site/cnb/en/public/media_service/conferences/speeches/download/tomsik_20080318_oracle.pdf)
- Tůma, Z., Banking Reform: The Case of the Czech Republic, 2006
High-level Seminar on Central Modernization and Banking Reform, Spain, Toledo, 2nd–3rd November 2006 (https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/en/public/galleries/media_service/conferences/speeches/download/tuma_20061102_spanelsko.pdf)
- UniCredit Group (Bank Austria-Creditanstalt), CEE-Report 04/2006
- Vienna Stock Exchange News (<https://www.wienerborse.at/en/news/vienna-stock-exchange-news/ceeseg-and-oekb-sell-stakes-in-budapest-stock-exchange-to-hungarian-nation>)
- Vienna Stock Exchange News (<https://www.wienerborse.at/en/news/vienna-stock-exchange-news/ceeseg-to-sell-stake-in-ljubljana-stock-exchange-to-zagreb-stock-exchange/>)
- Xetra (trading system), WIKIPEDIA ([https://en.wikipedia.org/wiki/Xetra_\(trading_system\)](https://en.wikipedia.org/wiki/Xetra_(trading_system)))
- 赤川元章「チェコスロバキアにおけるパウチャー方式民営化の構造と問題点」『三田商学研究』第47巻第3号 (2004年8月刊)

- 赤川元章「第3章 ドイツ, 5. エピローグ——2007年～09年の金融恐慌の波及に連鎖したドイツ銀行業の状況と展望」『金融の世界現代史』（国際銀行史研究会編），一色出版，2018年刊
- 赤川元章「体制転換と金融システムの構造変化（IV）」『三田商学研究』第63巻第6号（2021年2月刊）
- 郡司健『連結会計制度論——ドイツ連結会計報告の国際化対応』，中央経済社，2000年刊
- 潮崎智美「くわが国における IFRS の適用をめぐる研究の棚卸しと展望」に關わる議論『国際会計研究学会年報』2019年度第1・2合併号
- 菅原歩「第16章 国際金融市場——世界の取引所再編」『金融の世界現代史』（国際銀行史研究会），一色出版，2018年刊
- 平松一夫監修『IFRS 国際会計基準の基礎（第6版）』，中央経済社，2020年9月刊
- 山口幸五郎編『EC 会社法指令』，同文館出版，1984年刊
- 山田廣己「プラハ証券取引所」『産大法学』33巻3・4号（2000年2月刊）