

Title	体制転換と金融システムの構造変化 (VI) : チェコ共和国の場合
Sub Title	Systemic transformation and structural changes in the banking system (VI) : 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.3 (2022. 8) ,p.11- 22
JaLC DOI	
Abstract	<p>本論文は , バウチャー方式民営化の資本市場育成機関として設立されたRM-Systemの生成プロセスについて , 次の3つの側面からアプローチする。第1は , RM-Systemの仕組みとの特徴と取引構造 , 第2は , その経営組織と事業活動 , 第3は , RM-Systemの衰退要因とその後の展開である。RM-Systemの設定された社会的枠組みの変化を踏まえて , 各項目を説明し , 検討する。</p> <p>This Paper approaches formation process of the RM-System from three aspects, which was established as a capital market development institution for voucher privatization. The first is the characteristics and transaction structure of the RM-System mechanism, the second is management organization and business activities, and the third is decline factors of the RM-System and its subsequent development. Changes in the social framework of the RM-System are also being considered.</p>
Notes	論文
Genre	Journal Article
URL	<a href="https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN00234698-20220800-0011">https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN00234698-20220800-0011</a>

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 (VI)

—チェコ共和国の場合—

Systemic Transformation and Structural Changes in Banking System (VI)

—In the Case of the Czech Republic—

赤川 元章(Motoaki Akagawa)

本論文は、バウチャー方式民営化の資本市場育成機関として設立された RM-System の生成プロセスについて、次の3つの側面からアプローチする。第1は、RM-System の仕組みと特徴と取引構造、第2は、その経営組織と事業活動、第3は、RM-System の衰退要因とその後の展開である。RM-System の設定された社会的枠組みの変化を踏まえて、各項目を説明し、検討する。

This Paper approaches formation process of the RM-System from three aspects ,which was established as a capital market development institution for voucher privatization. The first is the characteristics and transaction structure of the RM-System mechanism ,the second is management organization and business activities ,and the third is decline factors of the RM-System and its subsequent development. Changes in the social framework of the RM-System are also being considered.

## 体制転換と金融システムの構造変化（Ⅵ）

—— 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ー・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『三田商学研究』第65巻第2号(2022年6月))
13. バウチャー方式民営化に直結した付随的資本市場育成の限界——RM-System 挫折への道程——(以上 本号)

### <要 約>

本論文は、バウチャー方式民営化の資本市場育成機関として設立された RM-System の生成プロセスについて、次の3つの側面からアプローチする。第1は、RM-System の仕組みとの特徴と取引構造、第2は、その経営組織と事業活動、第3は、RM-System の衰退要因とその後の展開である。RM-System の設定された社会的枠組みの変化を踏まえて、各項目を説明し、検討する。

### <キーワード>

バウチャー（クーポン）方式民営化、RM-System、店頭取引（OTC）、証券センター（SCP）、定期取引、連続取引、インヴェスチチュニー・ア・ポシュトヴニー・バンカ（IPB）、人民資本主義

## 13. バウチャー方式民営化に直結した付随的資本市場育成の限界 ——RM-System 挫折への道程——

### （1）RM-System の仕組みの特徴とその取引構造

1991年2月26日、チェコスロバキア連邦共和国の議会で可決され、同年4月1日より効力を発する「国有財産を他人へ譲渡する条件に関する法律」（略称：大規模民営化法）の実施過程でバウチャー（クーポン）が国民に販売された。このバウチャーは、民営化された企業の株式を取得出来る権利を保証するものであり、これと同時に、バウチャー方式民営化の担い手として設立された「投資基金」会社に新たな市場が開かれ、各国民の私的金融資産に取り入れる企業の選択権を買い取ることが可能となった。第1波民営化ラウンドでは943企業、帳簿価値で2060億コルナが民営化され、大部分（72%）が「投資基金」会社によって引き受けられ、第2波ラウンドでは、861企業、帳簿価値1550億コルナであった。これらの証券の大部分は、「取引所」ではなくて、特定の規則下にある、いわゆる RM-System (registrační místo, 略称 RM) で取引された。<sup>1)</sup>

このような事業内容を体現した RM-System は、バウチャー方式民営化によって再建された「プラハ証券取引所」と競合する付随的資本市場でもあり、小規模投資家が容易かつ直接に参加しうる「理念」(Idee) に基づくアングロ・アメリカン型の「店頭取引」(Over The Counter = OTC) システムとして設置された。また、この市場で取引される民営化企業の株式は、「証書」(Urkunde) 形式ではなく、「証券センター」(Středisko Cenných Papírů, 略称 SCP) の「登録機関」にある「覚書」(Vermerk) 形式の非実体的「記帳」(Verbuchung) 株式であった。このような証券発行は、「著しく安価」という「経済的観点」のみならず、株式所有者への「株式の迅速な譲渡」を可能としたからである。

しかし、未発達な株式市場に上場される企業は、現実の、そして将来の収益力に関する適切な

1) Fries, R. & Diederich, S., "Das tschechische Bankensystem" in: Bankensysteme in Ostmitteleuropa (Hrsg. Hein, M.), BERLIN VERLAG, Arno Spitz GmbH, 1995, S.165および拙稿「チェコスロバキアにおける国有企業の民営化プロセスについて」『三田商学研究』第43巻第6号（2001年2月刊）および「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）41-6頁参照。

シグナルが映し出されないという大きなリスクも有していた<sup>2)</sup>。

資本主義市場経済への体制転換の根本的課題の中に位置づけられたこの RM-System は、移行プロセスが進展し、基本的役割の終了時期を迎えるにつれて、新たな市場システムに適合する事業内容に変化していく。その意味では、RM-System は、チェコスロバキアにおける体制転換の「申し子」でもあったと言えよう。

RM-System は、同名の「商号」(Handelsfirma) を有した一株式会社であり、「証券取引所場外取引」(off-Exchange securities trading) 制度として、1993年1月に商業登記され、資本金は1500万コルナ、創業者はクーポン方式民営化の第1波と第2波の技術面を担当した単独株主のPVT社であり、RM-System においても技術管理を引き受け、保証した。

RM-System は、1993年3月に免許が認可され、同年5月後半より取引を開始した。同社の証券取引の仕組みは、事業店舗と「証券センター」(SCP) に顧客が口座を登録することによって、「証券会社の業務を利用することなく、手数料のみで証券取引、すなわち証券の売買注文と支払決済を行う方式である<sup>3)</sup>」。RM-System の仕組みについては、「チェコ証券委員会」(Komise pro cenné papíry) の刊行した『チェコ共和国における資本市場外観』において簡潔に説明されている。

その仕組みの特徴は「完全に自動化された電子証券市場 (fully automated electronic securities market) であり、取引は瞬時に決済される」。したがって、「取引自体は、継続的競売 (continuous auction) の形式を有し、その期間の株価は継続的な売買注文に基づいて変化する。最高値・最低値の値幅が、取引日の当日に設定され、取引決済は DVP (Delivery Versus Payment = 証券の受け渡しと資金の決済を同時に行う方式) で実施される」。「RM-System はまたいわゆる直接取引、すなわち取引に同意した二人の当事者間の取引として登録され」、この「競売取引の清算は、各注文を処理する場合、RM-System によって行われる手続きを管理し、保守する事前的な取引認証 (pre-transaction validation) によって保証される。証券の売り注文は「証券センター」において認証され、証券の買い注文は RM-System のコルナ口座の登録簿において認識される<sup>4)</sup>」。

以上のような証券取引を実施する RM-System の会社組織は、プラハの本社、24か所の地方都市の地域コンピューター・センター、それから各地の「証券営業所」(share shop : 1993年度・334店、94年度・242店、95年度・205店) から構成されており、本社を中核として全施設、全店舗がネットワークで連結されていた。

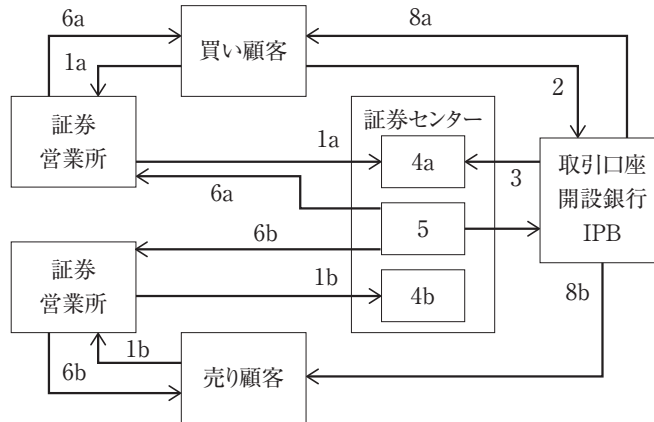
1995年末、本社は親会社 PVT によって建てられた新ビルディングへ移転した。このことによって、PVT のデータ処理本部と技術管理販売部門とが緊密かつ効果的な関係に入り、RM-System の全システムの機能は、一段と単一化・迅速化することになった。翌96年末、PVT サー

2) Némec, J., *Ausländische Direktinvestitionen in der Tschechischen Republic*, Tübingen, Mohr, 1997, S.92-3.

3) RM-System, *The Czech Securities Exchange, ANNUAL REPORT 1995*, pp.9 and 11.

4) CZECH SECURITIES COMMISSION, *An outline of the capital market in the Czech Republic*, Prague, September 17, 2003, p.15. 「証券委員会」は1998年4月1日にチェコ共和国の国家行政中央機関として設置された。同委員会の任務は、資本市場に対する国家監督の実施であり、主として、投資家の保護、資本市場の発展、国民への啓蒙であった。2006年3月にその活動は ČNB (中央銀行) に引き継がれた (Komise pro cenné papíry, WIKIPEDIA, <https://cs.wikipedia.org/wiki/Komise>, 2021/02/19)。

第1図 RM-Systemの取引構造



(取引経路の説明)

1 a → 買いの指図, 1 b → 売りの指図, 2 → 証券センター口座への支払い,  
3 → 支払いの確認, 4 a → 口座資金で保証される買い注文の認可, 4 b → 登録  
株口座の株式に保証される売り注文の認可, 5 → 株式の需要と供給への対応  
と均衡価格の計算, 6 a → 買い指図執行の計算書, 6 b → 売り指図執行の計  
算書, 8 a → 残額に関して買い顧客への支払い (下回る相場で買った場合, 又  
は買わなかった場合), 8 b → 売り顧客への支払い (売りが執行された場合)

出所) Laštovička, R., Marcinčin, A. and Mejstřík, M., "Privatization and Opening  
the Capital Markets in the Czech and Slovak Republics", Working Paper  
Series 54, CERGE-EI Prague, April 1994, p.26.

ビス・センターの株式取引店がチェコ全域にわたって RM-System のネットワークと接続された。<sup>5)</sup> この両社のネットワーク統合の目的は、小規模および不適合な店舗の整理にあった。

1997年、RM-System によって構築された、資金決済までを含めた証券取引の関係構造は、具体的には、次のように編成された。RM-System のオペレーションは DEC 社の最新コンピューター・テクノロジーを、取引のコンピューター処理および「証券センター」(SCP) と「銀行」との直接的連結に活用し、証券取引に係る全ての資金流通は、「銀行」すなわち、旧国家銀行の民営化によって設立されたインヴェスチチュニー・ア・ポシユトヴニー・バンカ (Investiční a Poštovní banka, a.s., 略称 IPB) を仲立ちにして履行された。全ての顧客は、RM-System の開設した特別大口口座 (the special "jumbo" account) の「副口座」(sub-account) としての登録を利用するか、IPB 自体に個人口座を開設するか、どちらかを選択する必要があった。購買した証券は「証券センター」にある所有者の財産勘定口座に記録され、他方、売却した証券の代金は、RM-System 仲介の取引で IPB に開設された売り手の口座の現金残高に加算された。<sup>6)</sup>

RM-System は、市場経済の進展と共に変化していくが、事業活動を開始した当初の取引構造

5) RM-System, The Czech Securities Exchange, ANNUAL REPORT 1995, pp.10, 13, 18 and 1996, p.21.

6) Traskalík, M., OTC-MARKET IN THE CZECH REPUBLIC AND ITS COMPARISON WITH SOME OTHER CENTRAL EUROPEAN OTC-MARKETS, in: www.opf.slu.cz/vvr/akce/turecko/pdf/Traskalik.pdf, pp.515-7.



について、ラシュトヴィチカ・マルツインチン・メイストシーク (Laštovička, R., Marcinčin, A. and Mejstřík, M.) 等は、図解 (第1図) を用いて、売買注文から支払決済に至るまでの場所と時間との関係を踏まえて説明している。

当時、小投資家の証券取引を意図した制度にも拘わらず、取引には相当の費用を要した。注文の登録には、35コルナの均一料金に加えて、取引手数料が2%必要であった。投資家は、まず「証券営業所」へ注文を出し、購入の場合には、RM-System と連結する銀行、インヴェスチチュニー・バンカ (Investiční banka, 1993年に郵便銀行, Poštovní banka, a.s. と合併して、略称 IPB を設立) に特別な取引口座を開設し、預金する必要があった。当初、RM-System によって採用された価格メカニズムは、公的には知られていなかったが、慢性的に株価は「プラハ証券取引所」と比較して、過小評価される傾向にあった。「1993年後半期には、RM-System の相場は下落し、プラハ証券取引所の同一証券の相場は上昇した。(そのため) 9月以降、RM-System における株式需要は、著しく上昇し、……4週間取引 (the four-week trading period) は、2週間取引に切り替え、その後 RM-System は、定期取引 (periodic auction) から継続的オンライン取引 (continuous online auction) へ取引システム方式を変更した<sup>7)</sup>」。この変更は、中央銀行 ČNB の『報告書』でも注目され、「1992年2月2日以降、取引はいわゆる連続 RM-System 取引 (running RM-S auction) として可能となった<sup>8)</sup>」とし、RM-System の『年次報告書』(ANNUAL REPORT) にも、「RM-System 市場で1995年度に見られた重大な出来事は、定期取引、すなわち1993年度・1994年度に施行されていた主要な取引方法の終焉であった」と記載する程の大きな取引システム改革であった。

また、同『年次報告書』においては、取引システム方式を運用する全体の取引構造の仕組みを取り上げて説明している。取引規定で認可された顧客は、大別して2つのグループ、「普通顧客」(Ordinary clients) と「特別顧客」(Special clients) に区分され、そのうえで各グループに対応した取引経路が示される。この仕組みでは、当初の取引対象であった「小投資家」の「普通顧客」は、各地に点在する「証券営業所」から「地域コンピューター・センター」を媒介として「本社」と連結しているが、他方「特別顧客」は、「地域コンピューター・センター」から「本社」、あるいは直接に「本社」と連結するグループとして編成されている<sup>9)</sup>。

設立以降わずか3年間で「小資本家の証券取引を意図した制度」は、その事業形態に「特別顧客」への新たな取引システムを設定する程大きく変貌したのである。

7) Laštovička, R., Marcinčin, A. and Mejstřík, M., op. cit., pp.22-6.

8) CZECH NATIONAL BANK, Report on Monetary Development in the Czech Republic for the 1st Quarter of 1994, p.33.

9) RM-System, The Czech Securities Exchange, ANNUAL REPORT, 1995, pp.4 and 12-3. 「チェコ共和国の OTC (店頭取引) 市場は、RM-System によって代表される」としたうえで、トジャスカリーク (Traskalík, M.) は、新たなグループとして編成された「特別顧客」について、「法人または自然人」の「専門ブローカー、投資会社、投資基金会社が含まれ、取引は各種の技術手段を利用する」とし、さらにこの「特別顧客」は、「コンピューター・ディスクを利用する D-顧客、モデムを利用する M-顧客、取引場所に設置されたオン・ライン・ステーションを利用する O-顧客」に分類されるとし、そのうえで「モデムまたはオン・ライン・ステーションは海外から取引を行うためには、特に適切であった」と付加し、海外投資家へ門戸開放したことについても触れている (Traskalík, M., op. cit., p.510)。

1997年、RM-System は共同プロジェクト“DERIVATE”を「ウィーン取引所株式会社」(Wiener Börse AG., 略称 WBAG) と共同で開始した。このプロジェクトの目標は、チェコの投資家に WBAG に上場されているオプションとフューチャーの取引を RM-System の市場を経由して実施することにあった。ところが、プロジェクトに対する「証券委員会」の見解は厳しく、2000年末、「有価証券法の更新」によって、「公的証券市場の共同事業として法的に明示された」。この事例は、当時まだ「証券業者に付与されるデリバティブ取引の免許取得と事業開始」が厳格に規制されていたことを示している。確かに、このプロジェクト事業は「チェコ共和国の国家領域における既に実在し、流動的な WBAG のデリバティブ市場の拡大であった」が、RM-System にとっても、デリバティブ顧客の WBAG 市場への新規参加を取り扱うことによって、事業領域の拡大という利点が生じたからであった。<sup>10)</sup>

## (2) RM-System の経営組織と事業活動の展開

1995年、RM-System の『年次報告書』によれば、取締役会のメンバー9人のうち、単独株主 PVT 出身者は3人、そのうち1人は1993年に就任した IPB の取締役であり、その他 PPF (První privatizční fond) 出身者が2人加わっていた。監査役会も3人のうち2人が PVT に属し、そのため、記述したように、事業活動のみならず、経営組織においても実質的には PVT の完全子会社であったが、大規模「投資会社」や大銀行も経営組織に深く関与していた。<sup>11)</sup> さらに、親会社 PVT 自体の株式もまた、大銀行コメルチニー・バンカ (KB) グループの「投資基金」会社 IPFKB によって17.39%、IPB の子会社 PIAS に経営管理が委託された「国有財産管理基金」(Fond Národního Majetku, 略称 FNM) 所属の民営化推進の国有「投資基金」会社 RIF によって19.97% が保有されており、PVT もまた大銀行の傘下に組み込まれた組織であった。<sup>12)</sup>

1997年、コメルチニー・バンカ (KB) 刊行の『チェコ資本市場セクター分析』の「サービス部門」の欄は、同部門の指標において最大のウエイト35.8%を配分されている PVT の状況を取り上げ、「PVT の見込みは、目下、全く楽観的とは言えない。昨年、同社の出来高は8億4400万コルナ(1995年度と比較して34%の下落)であり、株主が極めて不愉快な驚きをもった1600万コルナの損失で終了した。PVT によれば、損失の主要な原因は、“証券センター” SCP と RM-System の取引高の大きな落ち込みと新プロジェクトへの投資であった」と解説している。<sup>13)</sup>

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.46-7. RM-System の事業上の利点として、1) WBAG のデリバティブ市場への参入、2) 証券業者による WBAG の流動資産の活用、3) デリバティブ取引における WBAG の多年の経験、4) EU に本拠を持つ市場に明示される信頼の4点を挙げている (Dědič, J. und Novák, T., a.a.O., S.47.)。

11) RM-System, The Czech Securities Exchange, ANNUAL REPORT 1995, p.16, INVESTIČNÍ A POŠTOVNÍ BANKA, A.S., výroční zpráva, 1998, p.11, PPF (company), WIKIPEDIA, [https://en.wikipedia.org/wiki/PPF\\_pp.1-2](https://en.wikipedia.org/wiki/PPF_pp.1-2)および拙稿「体制転換と金融システムの構造変化(Ⅲ)——チェコ共和国の場合——」『三田商学研究』第62巻第5号(2019年12月刊)78頁参照。

12) Schütte, C., Privatization and Corporate Control in the Czech Republic, Edward Elgar Cheltenham, UK · Northampton, MA, USA, 2000, pp.118-9.

13) KB (Investment Strength & Security), CZECH CAPITAL MARKET SECTOR ANALYSES, 1997, July, pp.39-40.



この厳しいPVTの財務状態の不振は、1株当たりの利益について、1995年の679コルナから、96年には-20コルナ、また株価収益率については、それぞれ4.2%から0%へと激減する程であった<sup>14)</sup>。確かに、これを裏付けるかのように、子会社RM-Systemの1996年の『年次報告書』においても、純利益に関しては、前年度の619万8千コルナから、275万9千コルナへと45%近くにまで下落していた。さらに、取引高自体は、前年度の580万コルナから950万コルナへと増加しているにも拘わらず、継続的取引で実施される割合が、前年度の21.3%から9.4%に縮減したのである<sup>15)</sup>。

だが、RM-Systemにおける年間の証券取引量は、1996年の985億5千万コルナ、そして、1998年には2135億5千万コルナまで増大したにも拘わらず、この時点をピークに2000年には、608億コルナ、そして2003年には94億コルナに急速に縮減していく<sup>16)</sup>。

この状況は、体制転換移行期に、アングロ・アメリカン型の「店頭取引」(OTC)システムを導入し、バウチャー方式民営化と連結して、国民が小規模投資家として資本市場に「容易かつ直接に参加する理念」に基づき、かくして「人民資本主義」体制の創出を想定したプランが、プラン通りに作動しなかったことを意味していた。1995年、事情の変化を先取りしたか否かは別として、証券取引への普及を定着させるために、既に、一般国民向けの証券取引の「手引書」、ドヴォジャーク(Dvořák, O.)著『株を上手に売却し、火傷を負わない』(Jak prodat své akcie co nejlépe a nadat se přitom napálit)が、ザウツキー(SAVICKÝ)出版社から刊行されている。

同書では、「RM-Systemは、証券取引所とは異なり、誰もが自分で取引することが出来て、しかもプロセス全体は単純です」としたうえで、各地に点在する「RM-Systemの証券営業所リスト」(Seznam obchodních míst RM-S) 314か所の店舗住所まで最終頁に掲載し、さらに、イラストを用いてRM-Systemの構造を平易に説明する。そして、RM-Systemに参加する場合を想定して、同社が用いる『取引登録書』(Obchodní list)の実物のコピーに沿って、記入方法を細部にわたり、丁寧に解説している。例えば、「左から記入します。……フレーム番号1では、RM-Systemの顧客登録番号を記入します。これは、登録時に受け取ります。……登録する必要のない場合(貴方が既に取引している場合)貴方の登録番号は、第1波バウチャー(クーポン)小冊子の貴方の番号と同じです」などと。このようにバウチャー方式民営化とリンクして取引が可能ないように工夫されていた<sup>17)</sup>。

1998年秋、レネツォ(RENECO)出版社から刊行されたヴィレーム(Vilém, K.)著『ファイナンスの基礎(証券論)』(Základy financí — cenné papíry —)では、自立的に展開するRM-Systemの動向を、証券取引所との制度的相違を明確にしつつ、特に市場参加者について記述している。

例えば「証券取引所は、会員制原則(členském principa)で運営されています。……対照的に、RM-Systemによって組織された市場(trh organizovaný RM-System)では、RM-Systemの市場条件を充足する殆ど全ての人々(téměř každá osoba)が約350の証券営業所(obchodních)に参加出来

14) KB (Investment Strength & Security), op. cit., p.40.

15) RM-System, The Czech Securities Exchange, ANNUAL REPORT 1996, pp.10 and 20.

16) STŘEDISKO CENNÝCH PAPÍRŮ, "SCP, 2000" p.42, and CZECH SECURITIES COMMISSION, op. cit., p.32.

17) Dvořák, O., Jak prodat své akcie co nejlépe a nadat se přitom napálit, SAVICKÝ, 1995, pp.16, 26-7 and 42-5.

第1表 RM-Systemの基本的経営動向の指標

(単位：1000コルナ，但し総取引高は100万コルナ)

年度	1997	1998	1999	2000	2001
総収入	315,470	333,965	242,498	169,529	157,324
純利益	2,684	3,054	734	2,607	1,228
総資産	317,709	260,867	253,164	278,640	389,530
総取引高	158,690	214,577	181,005	60,762	19,360
取引手数料	174,021	159,669	117,085	94,957	68,693

出所) RM-System, Výroční zpráva 2001, pp.6-7より作成。

ます。プロ（証券業者 = obchodníci a cennými papíry）とアマチュア（一般市民 = běžní občané）の両方がここで取引可能です。……証券取引所と同様にRM-Systemは、売り注文（P-pokyny）または買い注文（K-pokyny）に基づいてのみ取引を仲介（zprostředkovává）致します。……RM-Systemは、全ての顧客に多くのサービス（取引登録書 = obchodním listu）を提供します。……RM-Systemの価格動向は、PX-30において記録されており、1998年3月末の価値（hodnota）は708ポイント<sup>18)</sup>でした」などと。

### (3) RM-Systemの衰退とその後の転換

RM-Systemの経営活動の状態を1997年から2001年までの5年間で「基本的指標」（Základní ukazatele）で表示したのが第1表である。この期間は、バウチャー方式民営化に対応したRM-Systemの役割も一段落し、一般国民が「店頭取引」（OTC）システムに投資家として参加し、「人民資本主義」の理念の下でRM-System自体が、企業として事業活動の基盤形成の可能性を試行する重要な時期でもあった。

事業活動の「指標」を明確に示す「総取引高」（Objem obchodů celkem）に関しては、1998年の2145億7700万コルナを頂点として2000年には、98年度の28%、2001年には僅か9%に激減する。この急変した事態は、当然、「取引手数料」（Poplatky za obchodování）に反映し、98年の1億5966万9千コルナから2000年には、その60%、2001年には43%となり、「総取引高」程ではないが、同じく大幅に減退する。原因を究明するために、「総取引高」の内訳（第2表）を検討すると、その3%しか占めない「オークション取引量」（Objem aukčních obchodů）でさえ98年から2001年には約3分の1に縮減している。主要な原因は、「総取引高」の大部分を構成する「直接取引量とブロック取引量」（Objem přímých a blokových obchodů）より生じ、98年の2068億7300万コルナから2001年には一挙に減少して165億8700万コルナに至り、この「総取引高」量の激変こそが、「RM-System市場で取引された証券数」（Počet titulů obchodovaných na trhu RM-S）にも表れ、98年の1,924種類から2001年には519種類へと約4分の1にまで減少したのである。

18) Vilém, K., Základy financí — cenné papíry —, RENECO, 1998, pp.31-3.

第2表 「総取引高」の内訳

(単位: 100万コルナ)

年度	1998	2000	2001
オークション取引量	7,454	4,932	2,773
直接取引量とブロック取引量	206,873	55,830	16,587
RM-System 市場で取引された証券数	1,924	1,257	519

出所) RM-System, Výroční zpráva 2001, p.6より作成。

この現象は、99年以降の僅か3年間の期間に OTC システムを活用していたヴィレームの言う「プロ」顧客、すなわち、「特別顧客」としての機関投資家、銀行、証券業者などの大口投資家の大口取引が RM-System から撤退したことを浮き彫りにし、移行期における「アマチュア」顧客、すなわち一般国民への証券市場の定着の難しさを示していた。

2000年、RM-System の『年次報告書』(Výroční zpráva) は、この危機的状況に関して次のように記述している。

「当社は、市場開設以来、IPB と協同してきた。2000年度前半に顕在化した銀行 (IPB を指す) の経営悪化が、当社の市場に対する、大口取引業者 (velkých obchodníků) との関係に疑いもなく、影響を与えた。2001年初めには完備される ČNB 決済センターを通じた代替決済プロジェクトは、大口取引業者には、諸要件を満たす方法で直接的に取引を決済する機会を提供することになる<sup>19)</sup>と。さらに、「全ての取引業者の代表者 (všichni zástupci obchodníků) によって提案された大きな義務を課された要求 (nejzávažnějším požadavkem) は IPB 以外の銀行による代替決済の認可であった<sup>20)</sup>」。その結果、2001年には「RM-System で締結された取引の現行の金融決済システムに対する大口顧客の批判的所見に対処した ČNB 決済センター経由の直接取引の代替決済は、もっぱら ČSOB (チェコスロヴェンスカー・オポホドニー・バンカ) を通じて取り扱われることになった<sup>21)</sup>」。

RM-System の親会社である PVT の大株主、そして RM-System 自体の「証券取引に係る全ての資金流通」を取り扱っていた取引「銀行」IPB では、2000年6月12日「取付け」が発生した。中央銀行 ČNB は、直ちに「公的管理」に踏み切り、6月18日、IPB の銀行免許は廃止され、ČSOB に併合された。

1999~2001年、チェコ銀行セクターにおいては、旧国家銀行の経営状態が悪化し、政府は公的資金注入の財政支援の下で、これらの株式会社化された政府系大銀行の民営化を断行し、外国金融機関に株式が売却された。ただし、例外として、IPB には、この方針が適用されず、IPB およびその大株主、野村証券のオランダ子会社サルカ・インベストメンツ BV (Saluka Investments BV) との協議は拒絶されたのである。

19) RM-System, Výroční zpráva 2000, p.6

20) RM-System, Výroční zpráva 2000, p.10

21) RM-System, Výroční zpráva 2001, p.11

第3表 「プラハ証券取引所」(PSE) と RM-System における各種証券の取引量 (2003年度)

(単位: 10億コルナ)

	株式		債券および投資信託		合計	
	数量	割合	数量	割合	数量	割合
PSE	257.4	97.6%	1110.1	99.7%	1367.5	99.3%
RM-S	6.3	2.4%	3.1	0.3%	9.4	0.7%
合計	263.7	100.0%	1113.2	100.0%	1376.9	100.0%

出所) CZECH SECURITIES COMMISSION, An outline of the capital market in the Czech Republic, in Prague, September 17, 2003, p. 32.

RM-System の2000年, 2001年の『年次報告書』に記載された大変化は, このような背景の直接的影響を受けたからであった。<sup>22)</sup>

2003年, チェコ資本市場の証券取引量について「プラハ証券取引所」と RM-System の両社の取引量を比較したのが, 第3表である。チェコ資本市場の証券取引量は, 全体の99.3%が「プラハ証券取引所」で売買され, RM-System の割合は1%にも満たない。それでも, 当時「株式」では63億コルナで, なお2.4%を占め, 「債券および投資信託」では, 31億コルナ, 0.3%を示していた。

そして, 3年後の2006年, 中央銀行 ČNB もまた『金融市場監督報告書』によって同様な資料を掲示したうえで, 一段と厳しい状況に陥った RM-System の取引量について明らかにしている。まず, 「RM-System の債券取引は, 54証券が登録されている事実にも拘わらず, ごく僅かであった。RM-System の債券取引量は11億コルナから2億コルナに低下した」。ところが, 「RM-System 市場の株式は, 着実に減退してきた。……2005年には0.4%に減少し, 2006年にはさらに0.3%までに下降した<sup>23)</sup>」と。

同年, RM-System をどのような経緯で親会社 PVT が売却したのかの理由は不明であるが, チェコ最大のオンライン・ブローカー, フィオ・ブルゾヴニー・スポレチノスト (Fio burzovní společnost, 以下 Fio 社と略称)<sup>24)</sup> に所有権100%が移転された。

Fio 社の買収目的は, RM-System の各地に張り巡らされた「証券営業所」のネットワークの取得であり, これによって Fio 社はチェコ全体にわたって, 投資および銀行サービスを展開することが可能となる。2008年, RM-System は, 従来の「店頭取引」(off-Exchange) から, 中小規模の投資家を対象とする点では同様であるが, 「標準的取引所」(standard exchange) へ, すなわち

22) 拙稿「体制転換と金融システムの構造変化(Ⅲ)——チェコ共和国の場合——」『三田商学研究』第62巻第5号(2019年12月刊)82-90頁参照。野村証券がチェコへの進出の意図に, 「店頭市場」(OTC)を占有する RM-System の支配も含めていたかどうか, は不明である。

23) CZECH NATIONAL BANK, FINANCIAL MARKET SUPERVISION REPORT, 2006, p.69.

24) Fio burzovní společnost, VÝROČNÍ ZPRÁVA, ZA ROK, 2009, p.4.

Fio 社は金融および投資に興味を抱いたカレル大学の数学・物理学科専攻の若き研究者グループによって1993年に証券取引を中心とする会社として設立された。ソフトウェアのプログラミングを開始し, 低コスト・リスクマネジメント・長期安定によって顧客を獲得し, 短期間でチェコ最大のオンライン・ブローカーに成長した会社であった (Fio banka history, p.1 (<https://www.fio.cz/about-us/fio-bank/history>))

「チェコ証券取引所株式会社」(česká burza cenných papírů a.s.) という名称の証券取引所に転換する。そして、同年、Fio 社は、中央銀行 ČNB に銀行免許を申請し、2010年、この申請は認可され、<sup>25)</sup> Fio 社は Fio banka となる。

そして、この外国投資家の参加なきチェコ人所有の Fio banka 傘下の証券部門として、RM-System の「チェコ証券取引所」は、再び、設立当初の原点「理念」、中小規模投資家の参加を事業領域として、著名な国内および外国大企業、例えば、ČEZ, Telefónica O<sub>2</sub>, Unipetrol, Erste Group Bank などとの取引、また新たに Apple, Daimler, Deutsche Telekom, Nokia などとの取引をチェコ通貨、コルナで行う証券市場として再出発する。<sup>26)</sup> RM-System の以上のような大変貌は、移行期における市場経済の論理の下で資本市場における「理念」と「現実」に直面しながら、組織として存続しうる様式を模索し、試行した一帰結でもあった。

### 参 考 文 献

- CZECH NATIONAL BANK,  
 ・ FINANCIAL MARKET SUPERVISION REPORT, 2006  
 ・ Report on Monetary Development in the Czech Republic for the 1st Quarter of 1994  
 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 Republik, Arbeitspapiere Nummer 90, Oktober 2002, Forschungsinstitut für Mittel- und Osteuropäisches Wirtschaftsrecht (FOWI)  
 Dvořák, O., Jak prodat své akcie co nejlépe a nadat se přitom napálit, SAVICKÝ, 1995  
 Fio banka, a.s.  
 ・ ANNUAL REPORT 2010  
 ・ Fio banka history, <https://www.fio.cz/about-us/fio-bank/history>.  
 Fio burzovní společnost, VÝROČNÍ ZPRÁVA, ZA ROK, 2009  
 Fries, R. & Diederich, S., "Das tschechische Bankensystem" in: Bankensysteme in Ostmitteleuropa (Hrsg. Hein, M.), BERLIN VERLAG Arno Spitz GmbH, 1995  
 INVESTIČNÍ A POŠTOVNÍ BANKA, A.S., výroční zpráva, 1998  
 KB (Investment Strength & Security), CZECH CAPITAL MARKET SECTOR ANALYSES, 1997, July  
 Komise pro cenné papíry, WIKIPEDIA, <https://cs.wikipedia.org/wiki/Komise>  
 Laštovička, R., Marcinčin, A. and Mejstřík, M., "Privatization and Opening the Capital Markets in the Czech and Slovak Republics", Working Paper Series 54, CREGE-EI Prague, April 1994  
 Němec, J., Ausländische Direktinvestitionen in der Tschechischen Republik, Tübingen, Mohr, 1997  
 PPF (company), WIKIPEDIA, <https://en.wikipedia.org/wiki/PPF>  
 RM-System  
 ・ The Czech Securities Exchange, ANNUAL REPORT 1995 and 1996  
 ・ Výroční zpráva 2000 and 2001  
 ・ RM-System, <https://www.rmsystem.cz/company/basic-information>  
 Schütte, C., Privatization and Corporate Control in the Czech Republic, Edward Elgar Cheltenham, UK · Northampton, MA, USA, 2000  
 STŘEDISKO CENNÝCH PAPÍRŮ, "SCP, 2000"  
 Traskalík, M., OTC-MARKET IN THE CZECH REPUBLIC AND ITS COMPARISON WITH SOME OTHER CENTRAL EUROPEAN OTC-MARKET, in: [www.opf.slu.cz/vvr/akce/turecko/pdf/Traskalik.pdf](http://www.opf.slu.cz/vvr/akce/turecko/pdf/Traskalik.pdf)

25) Fio banka, a.s., ANNUAL REPORT 2010, pp.4-5 and Fio banka history, op.cit., pp.1-2.

26) RM-System. (<https://www.rmsystem.cz/company/basic-information>)

Vilém, K., Základy finanční — cenné papíry —, RENECO, 1998

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について」『三田商学研究』第43巻第6号（2001年2月刊）

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「体制転換と金融システムの構造変化（Ⅲ）——チェコ共和国の場合——」『三田商学研究』第62巻第5号（2019年12月刊）