

証

研

リポート



No.1538

1996年9月

- 日本の証券会社の経営組織
- 急成長する日本の個人年金市場  
—歴史と構造—
- 米国における銀行での投資信託販売について
- 中国のB株市場(2)  
—新しい上場基準、国内投資家の参入問題、  
A株とB株の価格差を中心に—
- S E Cによる格付機関規制問題について

財団法人 日本証券経済研究所

# 日本の証券会社の経営組織

企業の経営組織や人事政策のありかたはその企業の生産性を左右する要因の一つである。一九九〇年代の平成不況が単なる循環的なものではなく産業構造の転換の過程で生じた構造的な不況であるとの認識が深まるに連れ、経営組織や人事政策の見直しが始まったのは当然のことである。我が証券界もその例にもれない。

一方、日米比較をすればすぐ分かるように経営組織や人事制度は国によって大きく異なっている。そして現在のわが国では、規制緩和の名のもと、アメリカナイズすることで解決の方向を見出そうとする風潮が強い。そこからアメリカの証券会社の経営組織や人事政策についての関心も出てくるのである。<sup>(1)</sup>しかし、他方では、わが国の証券会社の経営組織や人事制度はそれなりの合理的理由があつて形成されたと考える方が自然であり、そつであれば一举にアメリカナイズできるとも思えない。事実、九〇年以後、わが国証券会社の一部には人事制度では業績給や年俸制の導入、経営組織では後方事務（バックオフィス）におけるアウトソーシングの利用さらには子会社化による分離独立などの試みが見られるが、これらはなお部分的な動きにとどまっている。

制度のリストラは不可避であるが、その将来像はどのような形を探るのか、まだ見えてこない。そこで、参考までに以下では、「社史」によりつつ日本の証券会社の経営組織なり人事制度がどのような歴史的経緯を経て形成されてきたのか、を見てみた。

## 経営組織

まず、現在のわが国の証券会社の経営組織や人事制度はどのような特徴を持っているのか、簡単に見ておく必要がある。第一に経営管理機構については職能別部門組織、もっと具体的に言えばライン・アンド・スタッフ組織をとっていることが挙げられる。すなわち①リテール営業（支店・営業店）、②法人営業（事業法人・金融法人部）、③投資銀行業務（資本市場部）、④トレーディング業務（株式部、債券部）等の部門別ライン組織があり、これと並んで、ラインをサポートする法務、経理、調査、企画、人事などのスタッフ諸部門がある。

第二に常務会など全般的な経営管理、経営の基本方針を審議する機関、いわば社長の諮問機関を設置している会社が多いことである。常務は各ライン組織を担当しており、各部長は担当常務に日常の業務を定期的に報告しその指示を仰いでいる。したがつて部長には実質的には権限がなく、各部門の調整は常務会で行われ、集権的な構造になっているのである。ライン・アンド・スタッフ組織にせよ常務会の設置にせよ、これは証券会社に限らず、大企業であれば事業会社にも共通して見られる組織であつて日本の特徴である。

これに対しアメリカの証券会社はどうか。アメリカでも職能別部門組織を採っている証券会社は多いのであるが、事業部制組織や持株会社制度を採用してところもある。また職能別部門組織をとってもトップマネジメントの権限を職能別各部門に委譲し分権化する場合もある。つまり日本と比べて権限の委譲、分権化の程度が進んでいるのである。とくに、リテール営業と投資銀行業務との間には組織的にもはつきりした区分がある。

第一にアメリカの証券会社の人事部は各部門の管理職に対して従業員の採用、人事考課、解雇等の局面においてコンサルタント、アシスタン트を行う文字どおりスタッフ部門にすぎないが、日本の場合には人事権を持つており単なるスタッフ組織とはいえないのである。すなわち日本の証券会社の人事部は採用、配置、解雇などのラ

イン機能を持つている点で欧米と大きな違いがある。

## 人事政策<sup>(2)</sup>

これに関連して日本の証券会社の雇用慣行は、これまた事業会社同様、①終身雇用制、②年功序列制などの特徴を持つている。従業員はアメリカのようにライン別に採用するのではなく、本社人事部で一括採用される。また職務ごとの契約ではなく包括的な雇用契約が結ばれ、入社後は各支店、各部門に配置替え、転勤があり、広範な職種を経験するのが一般的である。

また人事考課は職能資格制度に基づいて従業員の職務遂行能力を評価し、それでもってランク付けを行い、給与が決められていくし、能力向上が認められ職能資格がランクアップすることで昇格していく。

これに対し、アメリカでは営業員は支店長が採用するように、ラインの長が職務（営業員、投資銀行部員、トレーダー）ごとに採用する。その後の配転、転勤もほとんどない。従業員は自分が従事している職務の価値に応じて評価され、これによって給与、昇格も決まることになる。これを職務分類制度と呼んでおり、証券会社もその例に漏れない。もっともアメリカの営業員の多くは歩合給を支給されるコミッショングローカーであるから、評価基準は出来高そのものであり、投資銀行部員やトレーダーと違つて職務にグレード（等級）ではなく、したがつて昇格もない。

## 日本の証券会社の経営組織・人事制度の源流

さて、このような日本の証券会社の経営組織、人事制度はいつ、どのような事情の下で形成されたのか。この

問題について包括的に取り扱つた文献はほとんど無い。そこで、証券会社各社の社史にあたつてみて、これに関する記述を拾い上げてみよう。

### 【人事制度】

戦前のわが国の証券会社は、①公社債専業者、②株式現物商、③株式取引員の三業態に分かれていたが、株式現物商ならびに株式取引員は総じて小規模であり、営業員の雇用形態も歩合外務員が一般的であり社員としての雇用はレアケースであったことが知られている。<sup>(3)</sup>

日興証券の前身の一つ、川島屋商店は株式現物商として出発したが、一九二三（大正一二）年五月、第一次機構改革を行い（事務分掌規定を設け、職制を明確化）、社員の資格をはじめて明文化している。またこの時に、社員とは別枠の歩合外務員を管理するため外交部を設置している。三三年（昭和八年）には内規の全般的改正に着手、事務分掌規定、ついで人事規定、服務規定、執務規定、庶務規定、給与規定、賞罰規定をおいている。その後、社員資格を改正し、参事、副参事、書記、書記補、見習、雇、傭人の分類で資格をおき、書記までが社員、書記補以下は準社員扱いとなつている。

一九四四年、合併新立された日興証券の社員資格は参事、主事、書記、書記補、技員、事務員、雇、傭人であり、その後、部分的な手直しのまま二〇年近く存続するが、証券恐慌のあつた一九六五年には大幅な改定が行われている。すなわち、給与体系は年功序列給から職能給に変更され、社員の資格の呼称も「職能」と変更され、①管理・専門職（四、三、二、一級）、②一般職（二、一級）、③監督職（三、二、一級）、④技能職（三、二、一級）、⑤業務職（三、二、一級）に区分された（なお六七年には監督職以下は技業職と一括され、職務給が導入されている）。なお、その間、五一年には人事部の新設、五九年には従業員による拠出性年金制度を導入して

いる。

一方、公社債専業者として出発した、野村、藤本ビルブローカー（大和）、旧日興については「社史」に人事制度についての詳しい記述はない。野村銀行証券部が分離独立してなった野村証券は、社員三五名、社員見習い三〇名、女子事務員一三名、このほか傭員一名で発足した（一九二六年）こと、三〇年には職員数増加のため、人事その他を所管する秘書課を新設（四四年に人事部へ改組）したこと、また三三年には営業を担当する部門は本店営業部として分離され他の部をもつて本部組織が設けられ、ほぼ職制の基本的形態が確立した等の記述がある。<sup>(6)</sup>

一般的にいつて、戦前の公社債専業者の従業員の雇用形態は社員であり、歩合外務員はなかつたと推定される。<sup>(7)</sup>また公社債専業者は株式業者と比べ規模が大きく、比較的早くから職能別部門組織をとつていたと考えられる。このことは同じ株式業者でも、山一や川島屋のように起債業務へ進出した業者では職制の明確化が早く、社員の雇用も多かつたことと整合的である。

#### 【経営組織】

このように、四社の系譜をひく公社債専業者の従業員の雇用形態は社員であり、歩合外務員はなかつたと推定される。<sup>(7)</sup>たとえば日興証券では一九五四年に常務会を設置している。六一年には本部制を廃止して常務の本部長・部長兼務を廃止している。各部には専任の部長を置き、常務には本店各部、地域の分担を定め、常務会において全社的立場から経営問題を討議してもらうこととなつたとされる。なお、五四年には経営各部門の活動を計数的に調整・総合し、各支店に業績目標を与えて経営の合理化、安定化を図る目的から、予算制度の採用（管理部の所管）<sup>(8)</sup>を開始している。また六一年には地区制を実施している。これは、常務管理体制の強化を図るため、全国の営業部店を地域別にまとめて五地区を設定し、これを統括するため常務クラスの役員が地区総務となり各地区に派遣、常務による地区分担制を推し進められたとされている。<sup>(8)</sup>

このような常務会の設置、分担役員制の採用、地域ブロック制の整備は他にも見られるところであつて、たとえば大和証券では一九六〇年に機構改革が行われ、このときに常務会と社長室の新設、ライン・アンド・スタッフ組織の採用、分担役員制、ブロック制の導入など現行に近い組織形態がとられている。各本部は各営業店にそれぞれ専門的事項に関する直接命令を指示し、各営業店はこれらからそれぞれ別個の指示命令を受けて営業を推進する。そして各営業店は地域的に七つのブロックに集団化される。各部、各ブロックは分担役員によって統括され、分担役員がトップマネージメントとして常務会において会社の全般的事項を審議決定することとされており、その際には、役員は分担する部門の利益代表としてではなく全社的立場に立ついわばゼネラルスタッフでなくてはならないとされる。<sup>(9)</sup>なお野村、山一両社の社史にはこの種の記述はないが、事情は同様と考えられる。

#### 日本的経営と証券会社

以上、きわめて断片的であるが、四社に代表させて現在にいたる日本の証券会社の経営組織、人事政策の源流をたずねてみた。これをまとめてみると、次のようになる。

(一) 戦後の証券業界は大手証券と中小証券に二極分化していくが、日本の証券経営を代表しているのは言うまでもなく大手四社である。その四社はいずれも公社債専業者の系譜を引くのであり、経営組織や人事政策についてその歴史的経緯を引きずってきたことは否定できないであろう。

(二) もちろん、戦後の事情がこれに加味されていくわけであるが、四社の経営組織や人事政策における戦後の変遷は証券業独自のものというよりは、メーカーにも共通する日本の経営慣行に即したものである。すなわち、日本の雇用慣行は、大正末期、勃興する重化学工業において大企業が基幹技能工を確保するために導入したのが始まりとされている。<sup>[10]</sup>第二次世界大戦による年齢別労働力構成の変化、戦後インフレによる生活難のなかで終身雇用、年功序列は一時消滅するが、一九五〇年代に再び復活、労働組合の圧力もあって終身雇用の保証は戦前以上に強くなる。他方、戦前の日本企業の人事考課は客観的な考課基準をもたず上司の主観的な評定にとどまっていたため、給与や昇進・昇格も従業員の職務遂行よりも年齢に規定されざるをえなかつた。ところが、一九五〇年代の貿易・資本の自由化を迎えるでは日本企業は国際的競争に勝てないとの認識が広まり、アメリカ流の職務分類制度とそれに基づく職務給を導入し、年功型人事制度の是正を図る動きが生まれた。しかし職務評価に時間とコストがかかること、職務が変わると給与が変わるため、機動的な人材配置が難しい等の理由で、職務分類制度の導入は見送られ、これに代わって現在の「職能資格制度」が導入された、という経緯がある。戦前から戦後にいたるこのような一般実業界における人事制度の変遷は、公社債専業者（のちの大手四社）にかなり忠実に反映されており、これに準大手証券以下も追随し、証券界全体に浸透して現在の姿になつたと考えられるのである。

(三) 経営組織の変遷についても同様のことといえる。組織形態としては職能別部門組織は日本の特徴でも何でもないが、常務会の設置、分担常務制は最高経営管理組織から見た場合の日本の大企業の特徴とされており、これも一九五〇代後半から一般化したものであつて、わが証券界もその例にもれないのである。戦後の商法により最高意思決定機関としての取締役会の役割は強化されたはずであるにもかかわらず、取締役会は形式的なもの

となつたといわれている。アメリカと違つて、終身雇用制をとる日本では取締役はどうしても内部出身者となり外部重役はレアケースとなる。このため取締役は内部から年功序列的に選任され、社長—副社長—専務—常務—取締役の序列が取締役会に持ち込まれるため、取締役会では同等な資格で経営方針を審議するということにはいかなくなる。この代替物が常務会といふわけである。

### 小括

このように見ると、問題は、日本の証券会社の経営組織・人事制度がなぜ戦前の公社債専業者の歴史的系譜を継承せざるをえなかつたのか。一九六〇年前後に形成されたと考えられる現行の経営組織・人事制度には証券業の独自性がほとんど反映されていないのはなぜか、ということになろう。この問題は別に稿を改めて論じてみたい。

(二上)

(7)

(8)

1 アメリカの証券会社の人事制度については拙稿「証券会社の経営組織」（本誌一五三五号、一九九六年六月号）を参照。

2 職能資格制度と職務分類制度については清水「証券業の人事政策」（本誌一五三六号、一九九六年七月）を参照。

3 拙著「日本の証券会社経営」東洋経済新報社、一九九〇年。

4 同社は一九四四年、川島屋証券と旧日興証券との合併によって設立された。川島屋証券は株式現物商川島屋商店（一九一八年設立）として出発、一〇年には株式会社に組織替えし、その後は起債市場にも進出、三九年には公社債引受け業務を分離して川島屋証券を設立する。旧日興証券との合併直前、川島屋商店と川島屋証券は合併している。他方、旧日興証券は一九一〇年、日本興業銀行の

子会社として設立、同行の金融債売り捌き機関として出発し、債券引受け専業としての道を歩む。(日興証券「五〇年史」一九七〇年)

- 5 同右書、八八六〇七ページ。
- 6 『野村証券株式会社二十五年史』一九五一年。
- 7 大和証券では兜町支店に歩合外務員を管理する外務員課というセクションがあつたが、これは一九四四年に株式取引員を吸収合併した際、その歩合外務員を継承したものである。
- 8 日興証券、前掲書、三七三、五一〇～五二二ページ。
- 9 「大和証券六〇年史」一九六三年、四八四～五ページ。
- 10 尾高煌之助「[日本的]労使関係」(岡崎哲一・奥野正寛『現代日本経済システムの源流』日本経済新聞社、一九九三年)。

## 急成長する日本の個人年金市場

### 「歴史と構造」

はじめに

高齢化社会の到来が予想されるなかで、本来個人による貯蓄の限界を補つて退職後の生活を支えるはずであった公的年金の財政悪化や集合的な貯蓄制度の運用成績悪化が伝えられており、年金のありかたへの不安が増大するとともにそれをめぐる議論が活発化しつつある。このため個人年金が再び注目を浴びており商品開発が続けられている。例えば、生命保険会社は各種年金商品を販売しており、信託、銀行もそれへの対応を進めていることが伝えられている。

しかし個人年金市場については必ずしも情報が十分ではなく、立ち入った分析も行われていないようと思われる。このため小稿では、進行する高齢化の輪郭を確認するとともに、個人年金市場の歴史と構造を分析し、その展望を検討して見よう。

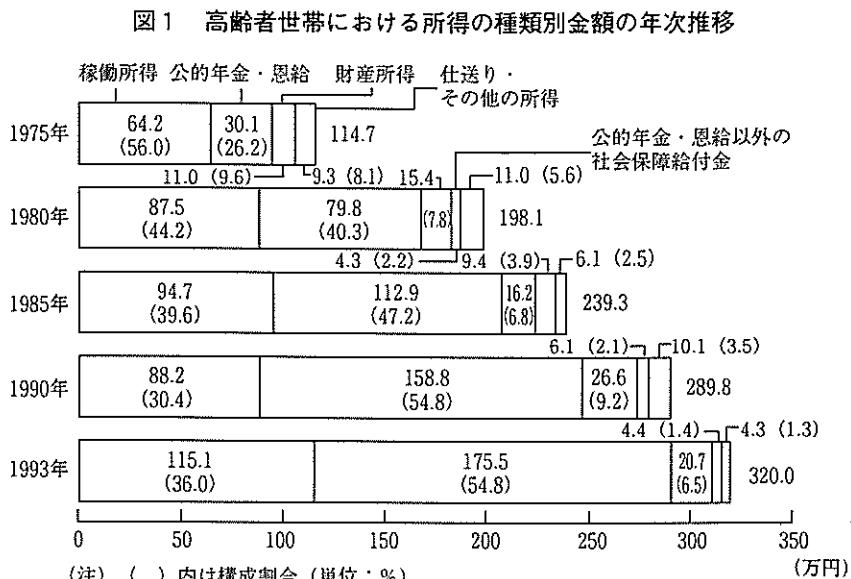
### 1 高齢化の進展

第二次大戦後における生活水準の上昇、衛生状態の向上および医療技術の進歩等によつて日本の平均寿命は伸長した。平均寿命は、一九四七年には男性は約五〇年、女性は約五四年であったが、この値は一九九四年には七

七年および八二年に達した。このような平均寿命の伸長は後に見る人口構成の高齢化の一因であった<sup>(1)</sup>。他方では出生率の低下が進行した。世代の単純再生産を可能とするためには、一五歳から四九歳までの女性の年齢別出生率を合計した合計特殊出生率が二・一である必要がある。しかし一九七五年以降日本の合計特殊出生率は、二を割り込むようになり、一九九四年には一・五〇の水準まで低下している。このような出生率の低下は、高齢化を促進する要因であった。

この結果、総人口に占める高齢者の割合が上昇するいわゆる高齢化が進行するとともに、将来より深刻化すると予想されている。人口問題研究所の推計によれば、六五歳以上の人口の割合は、出生率が二〇二五年に一・四五までしか回復しないとすればピークである二〇五〇年には三三・三%に達すると予想されている。

このような高齢化の進展は、当然のことながら高齢者の生活問題を提起するが、それをより深刻化させる経済社会構造の変化が進行している。第一に、伝統的社会の解体に伴つて親子関係の変化が進行し、子どもが親と同居してその介護に当たるという習慣は消滅しつつある。日本の親子同居率は依然として諸外国と比較して著しく高いが、その値は一九七五年の六八%から一九九四年の五五・三%まで低下した。第二に、子どもの意識も変化しつつあり、親の扶養を義務と考える人の比率は低下している。五〇歳未満の有配偶女子を対象とした調査によれば、老親扶養を「子どもとして当たり前の義務」と考える回答の比率は、一九八六年には六〇%まで上昇したが、一九九四年には三〇%強まで低下した。第三に、高齢者単独世帯が増加している。単独世帯を形成する高齢者の比率は、一九七〇年以降上昇を続けており、とりわけ一九九〇年代には七〇歳以上の女性の単独世帯が増加している。このような諸点から見て、高齢者は家族による私的な扶養に依存しうる可能性は低下しており、それに代わって年金制度等の社会的扶養に依存する必要が高まっていると言えよう。



(注) ( ) 内は構成割合 (単位: %)

資料: 厚生省大臣官房統計情報部「国民生活基礎調査」「国民生活実態調査」

出所: 厚生省編『厚生白書平成8年版』、1996.p.69.

ところで増加する高齢者世帯の所得を種類別にみると公的年金の割合が著しく上昇している。図1に示されるように、所得に占める公的年金の比率は、一九七五年には二六・二%にすぎなかつたが、この比率は一九九三年には五四・八%に達した。また国民を対象とした調査でも、高齢期の収入源としては七六%の人が公的年金と答えており公的年金への期待が大きいことをうかがわせる。

とはいえるが、高齢化の進展や支給期間の延長により財政悪化が確実なため、保険料率の引き上げや給付の抑制のための六五歳支給開始への移行が決定されている。このため世代間の負担の不平等という問題も発生している。またさらにJR共済等との統合により財政が悪化する可能性もある。また国民年金はすでに一九八六年制度改革の時点では財政破綻に陥っていたが、基礎年金導入以後にも保険料滞納者が増加するという問題点が指摘されている<sup>(2)</sup>。

また公的年金の給付を厚くするための私的年金である厚生年金基金も、資産運用の失敗により企業負担が増加することについての問題点を指摘されており将来給付水準が維持できるかどうかにも不安がある。このため老後についての自助努力が求められるようになり、個人年金が注目を浴びるようになった。

## 2 個人年金市場の歴史

ところで日本における個人年金の発展過程は、必ずしも平坦ではなかつた。個人年金市場の歴史を松田（一九九五）に従つて要約してみると以下のような発展過程をたどつた。<sup>(3)</sup>

第二次大戦前には、個人年金市場は郵便年金によつて独占されていた。日本では一九二六年に郵便年金が発売されたが、この年金は公的年金制度が不十分であった当時には社会政策的な意味を持つていた。また一九三九年には郵便年金の大改正が行われ保証期間付終身年金や定期年金も発売された。郵便年金は、当時の国民貯蓄運動という背景もあり、一九四五年には二〇〇万契約に達するほどの発展を遂げたが、戦後インフレによつて契約数は減少していった。このためこの時期は、個人年金市場が形成されたとは言ひがたいとされている。

なおこの時期には、一九三一年には労働者年金保健法の成立によつて日本の公的年金制度が発足し、一九三四年には厚生年金保健法が成立しその拡充が行われた。しかしこのような諸制度は戦費調達や戦時動員を促進するという性格が強かつた。

第二次大戦後の一九五五年から一九六五年までの時期には、従来からの郵便年金に加えて金融機関による市場参入が行われ個人年金市場は創世期を迎えた。この時期に個人年金市場が再開された背景としては、岩戸景気による高度経済成長、平均寿命の伸長や核家族化による老後生活保障問題の顕在化、および一九五九年の国民年金法公布等の要因が指摘されている。また生命保険会社に対し新規市場開拓を求める大蔵省通達が出されたことも生命保険会社の市場参入を促進した。なお同時期に証券会社による市場参入も行われた。

この時期には、国民年金法の公布によつて国民皆年金体制が発足し公的年金制度は大幅に拡張された。また一九六二年に適格退職年金制度が発足し、企業によつて税制上の措置が求められていた企業年金税制も大きく前進した。

一九六六年から七五年までの時期には、経済成長とともにインフレ圧力も高まり、一九七三年のオイルショックをきっかけとした高率のインフレも発生した。インフレは年金のような長期運用商品の陳腐化を引き起こす最大の要因であるが、この時期にも顧客の個人年金離れを引き起こした。このため一九六八年には郵便局は郵便年金の販売を抑制するようになり、生命保険会社も定期保険商品（定期付養老保健）の販売へ向かつた。このため個人年金市場は低迷の時期を迎えた。

またこの時期には、一九六五年に厚生年金保険法の改正によつて厚生年金基金制度が実施される等企業年金制度の整備も進められた。また一九七三年には公的年金である厚生年金に物価スライド制を導入するという制度の拡充も行われた。

一九七六年以降、経済成長が低成長基調に転換するとともに個人年金市場は再び発展の時期を迎えた。この時期には、日本の高齢化が他国に例のないスピードで進行していることも明らかになり、様々な基礎率の変動に伴つて公的年金財政の逼迫が予想されることも徐々に理解されるようになった。

このため公的年金の不足分を補う私的年金の重要性が強調されるようになり、企業年金である厚生年金基金の普及をはかる措置が次々と打ち出された。また個人年金の重要性も新たに認識されるようになり、すでに参入し

ていた金融機関による新商品開発と新規参入が行われた。生命保険会社は年金死亡率表を採用した個人年金を発売し、信託銀行は金銭信託と貸付信託を組み合わせた個人年金を開発した。郵便年金は、一九八一年に郵便年金の改正を行い、通増型導入と、年金年額限度の引き上げを行った。また損害保険会社も一九九二年には年金払積立傷害保険によつて市場に参入した。

また最近では企業年金の限界が表面化したことでも個人年金への注目度を高めている可能性が高い。一九九〇年代におけるバブルの崩壊は、多くの企業年金の資産運用に重大な損害を与えたが、大部分の制度が確定給付型であつたため、資産運用の失敗は企業の負担を急速に高める結果となつた。このため多くの企業は、企業の負担軽減を求めて確定拠出型企業年金を要望するようになつた。<sup>(4)</sup>

このように日本の個人年金は、戦前期には社会保障政策が未整備な状況の下で社会政策的な意味を帯びて発足したが、公的年金制度の整備や企業年金の拡充が続いていた高度成長期とりわけインフレ傾向が見られる時期にはそれほど注目されていなかつた。しかし低成長期にはいると公的年金の財政悪化問題や企業年金の限界の表面化にもなつて、再び注目を浴びつつあるといえよう。

### 3 個人年金市場の構造

このような理由から個人年金が注目されているが、日本の個人年金市場は税制上の優遇措置によつてその枠組みが与えられている。しかも税制上の優遇措置は各業界の商品毎に与えられているため、優遇措置を得られるか否かがその商品の競争力に強く影響する構造になつてゐる。<sup>(5)</sup>

個人年金については、個人年金保険料控除が認められており、保険料は所得控除される。所得控除額は、一九

九〇年に所得税について年間五万円まで、住民税について年間三万五千円まで引き上げられた。ただしこの控除が認められるのは、郵政省の郵便年金、生命保険会社の個人年金保険、農業協同組合や生活協同組合の年金共済等の相互扶助の仕組みを持つ商品に限られており、しかも次のようにいくつかの条件をクリアした商品である。例えば生命保険型個人年金の場合には、年金受け取り人が契約者または配偶者のいずれかであり、年金受取人が被保険者と同一人であり、保険料の払い込み期間が一〇年以上であり、さらに年金給付開始日における被保険者の年齢が六〇歳以上で年金給付期間が一〇年以上でなければならない。

そこで各商品を分類したうえでその概要を見よう。年金商品は、保険型と貯蓄型に分類される。保険型とは、加入者を保険集團として扱い、保険原理によつて年金額を設定する方式であり、終身年金が支給できる。このようない型には、個人年金保険、郵便年金、年金共済が含まれる。貯蓄型とは、加入者が貯蓄を行い、この貯蓄と運用益を財源として年金を給付する方式である。このような型には、個人年金信託、年金型預金等が含まれる。また年金は、その給付方法から終身年金と有期年金に分類される。終身年金とは一定期間掛け金を払い込んだ後に、一定の年齢から生存を条件として年金給付を受け取る型である。それに対し有期年金は、受給期間を一定期間に定めてある。また支給金額についてはそれが一定の定額型と初期の給付水準が低い通増型がある。さらに原資の積立て方法については、一定期間定期的に積立てる積立て型と一括して払い込む一時払い型がある。また、生命保険会社の個人年金保険は、表1に示されるように終身年金を支給できることに特徴があり、しかも郵便局や全労災と比較して年金年額の上限が三〇〇〇万円と大きく、加入年齢も一五歳と低いという特徴がある。この商品は有期年金も選択可能であり、給付方法も定額、通増の選択が可能であり、また積立て方法も分割および一時払いの両方が可能である。

の地位は限定されている。

商品は、定額および通増型を選択でき、さらに分割および一時払いを選択することができる。<sup>(6)</sup>

また損害保険会社の販売する年金払積立傷害保険は、一九九二年から販売された傷害による死亡や後遺症を保障する保険に給付金の年金払いを付け加えた商品である。この商品は、終身年金を選択できないとはいっても、税制上の扱いが損害保険料控除となるという特徴があり、表1に示されるように一定の地位を築いている。またこの

郵便局の年金保険より若い。しかもこの商品は、定期および退職給付分もよし一時払いを選択できる。  
全労災（全国労働者共済協同組合連合会）も年金共済を販売している。この商品は、終身年金の他に確定年金だけを選択でき、しかも年金額が郵便局の年金保険と同等の九〇万円という特徴がある。また、また支給開始年齢が五五歳から六五歳と選択の幅が狭くなっている。しかしこのような点を除くとその他の商品と類似した機

金全齋詩集卷之三

次に、郵便局の年金保険は、終身保険を支給できる点に特色があるが、個人年金保険と比較すると年金額の上限が九〇万円と小額であるうえ加入年齢も二五歳と高い。しかしこの点を除けば、この商品は有期年金も選択でき、定額及び通増給付や分割および一時払いも選択できる。

表1 個人年金の業界別商品比較

(17)

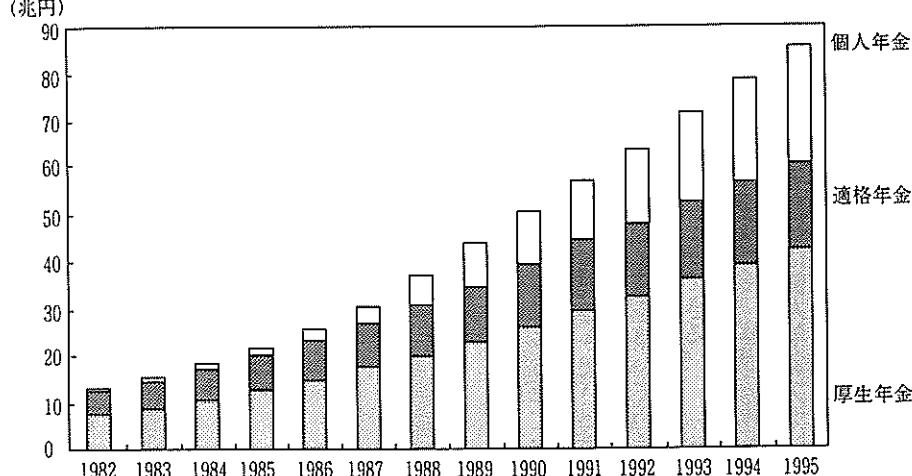
表2 年金資金の規模推移

	厚生年金基金	適格退職年金	個人年金保険	私的年金計	公的年金計	年金資金計
1982	7.5	4.5	0.6	12.6	54.5	67.1
1983	9.0	5.3	0.9	15.2	60.4	75.6
1984	10.7	6.2	1.3	18.1	63.9	82.1
1985	12.6	7.2	1.7	21.5	72.7	94.2
1986	14.8	8.3	2.5	25.5	79.8	105.3
1987	17.2	9.4	3.7	30.3	86.6	116.8
1988	19.7	10.5	6.6	36.8	94.3	131.1
1989	22.7	11.9	9.2	43.8	98.7	142.5
1990	25.9	13.0	11.2	50.1	110.7	160.8
1991	29.0	14.1	13.3	56.4	123.5	179.9
1992	32.1	15.0	15.9	62.9	132.9	195.8
1993	35.6	16.1	19.1	70.7	142.5	213.2
1994	38.4	17.0	22.1	77.5	151.7	229.1
1995	41.8	17.8	25.4	85.0	157.6	242.6
1985年から 1995年まで の増加率	231.7	147.2	1,394.1	295.3	116.8	157.5

単位：兆円、%。

出所：日本銀行調査統計局「1995年の資金循環」『日本銀行月報』7月号掲載予定論文、図表3-3-6。

図2 私的年金の資金規模の推移



出所：表2と同じ。

そこでこのような商品によつて構成される日本の個人年金市場の規模から見よう。表2に示されるように日本銀行の推定によれば、日本の年金資金は一九八二年の六七兆円から一九九五年の一四三兆円に拡大しているが、一九九五年にはこのうち約六五%を占める一五八兆円が公的年金である。<sup>(2)</sup>公的年金と私的年金の資金の増加率を比較してみると、一九八五年から九五年までの間に私的年金の資金は約四倍に増加しているのに対し、公的年金の資金は約二倍に増加しているに過ぎない。このため年金資金の増加の主因は私的年金であると言えよう。

図2に示されているように私的年金の資金を種類別に見ると、一九九五年には厚生年金基金が約四二兆円と最大の金額に達しているが、個人年金保険も約二五兆円に達しており、適格退職年金の約一八兆円を上回る規模となつてゐる。また各々の種類の私的年金の一九八五年から九五年までの増加状況は、厚生年金基金が約三・三倍、適格退職年金約二・五倍であるのに対し、個人年金保険は約一四・九倍と群を抜いており、私的年金の中でも個人年金が最大の成長分野となつてゐる。

しかし個人年金市場の市場構造に立ちひつて見ると、その市場は税制上の優遇措置を受けている商品によつて分割されている。

税制上の優遇措置を受けていない商品の販売状況を見るために信託銀行が一九九一年に発売した個人年金信託（商品名マイルート）を取り上げてみよう。この商品は信託銀行七行と大和銀行で販売されているが、その加入件数は一九九五年には一八〇〇件程度にとどまつておらず、受託残高も一九億五〇〇〇万円と低迷している。とりわけ一九九五年度には新規受注がゼロと事実上取り扱い中止状態となつてゐる。新聞報道によれば、税制上の優遇措置がない点と終身型が選択できない点が販売低迷の原因とされている。<sup>(3)</sup>

それに対し税制上の優遇措置を受けている商品の販売は順調である。前掲表1によつて一九九二年度の新契約

件数を見ると、生命保険の個人年金保険が約二七三万件であり、郵便局の年金保険が約八六万件、損害保険会社の年金保険、年金保険および年金共済の契約件数によって市場シェアの推移を計算してみると表3に示すとおりである。この表から読み取れるように、一九八〇年代初頭には、郵便年金の販売が一九八一年まで自肅されていたこともあり生命保険会社が圧倒的なシェアを持っていた。しかしその後、生命保険会社のシェアは低下する傾向があり、それに代わって郵便年金がシェアを伸ばしている。JAは一九八八年前後までシェアを伸ばしたが、その後は停滞する傾向を見せていている。

#### (21) むすびにかえて

	生命保険会	郵便局	JA	単位 %
1981	88.1	9.9	2.0	
1982	84.4	11.1	4.4	
1983	82.4	12.1	5.5	
1984	80.5	13.4	6.1	
1985	77.1	15.8	7.0	
1986	74.3	17.7	8.0	
1987	72.6	19.0	8.4	
1988	74.6	17.9	7.5	
1989	74.2	18.7	7.2	
1990	74.3	19.2	6.5	
1991	73.7	20.3	6.1	
1992	73.2	21.0	5.8	
1993	72.0	21.9	6.1	
1994	70.5	23.1	6.4	

出所：生命保険文化センター、『生命保険ファクトブック』、各年号。

このためこの市場では税制上の優遇措置を得られるか否かが競争に影響する要因の一つとなっていると考えられる。

とはいえた税制上の優遇措置を与えられた商品の間でも長期的な盛衰は見られるのも事実であり、販売力や商品開発力といった要因も競争に影響すると考えられる。またアメリカでは年金資産の長期的な運用のためには株式投資を行うことが必要と考えられているが、現在税制上の優遇措置を受けている商品がこの要請を満たせるかどうかも検討の余地がある。このため税制上の優遇措置の成否にかかわらず商品開発の努力が求められよう。

(北條)

このためこの市場では税制上の優遇措置を得られるか否かが競争に影響する要因の一つとなっていると考えられる。

#### (注)

(1) 以下の高齢化のデータは、次の文献による。厚生省編「厚生白書平成八年版」一九九六年。

(2) 小椋正立「危機的な日本の年金財政」『日本経済新聞』一九九〇年四月一八日、村上清「年金の知識」日本経済新聞社、一九九五年。

一九九五年。

(22)

(3) 松田勇「個人年金制度の諸課題」社団法人日本アクチュアリー会「会報別冊」第一六四号、一九九五年七月、pp.363-406。なお本節では、時期区分等は松田に従いながらも以下の文献も参考した。厚生年金基金連合会「企業年金に関する基礎資料」一九九一年、曾根田郁夫「日本の企業年金昭和六〇年度版」東洋経済新報社、一九八五年。

(4) 「確定拠出型導入を要望」『日本経済新聞』一九九六年六月四日。

(5) アメリカでは、税制上の優遇措置は特定の勘定に与えられているため、個人は広範な商品から積み立て手段を選択することが出来る。この点については、拙稿「アメリカにおける投資会社と個人年金市場」(日本証券経済研究所「証研レポート」)

(21)

ート】NO.一五三七、一九九六年八月)を参照されたい。

- (6) 「商品研究年金商品のすべて平成七年度版」新日本保険新聞社、一九九五年、pp.137-138°
- (7) 日本銀行調査統計局「一九九五年の資金循環」「日本銀行月報」一九九六年七月号掲載予定論文。
- (8) 「個人年金商品—生保・信託で明暗鮮明」[日本経済新聞]一九九六年五月二二日。

## 米国における銀行での 投資信託販売について

米国に空前の株高をもたらしている要因の一つとして、ミューチュアル・ファンド(以下、投信)の拡大が伝えられている。今年三月末で、投信の資産は商業銀行の預金残高を越え、三兆ドルに達している。なかでも、米国では銀行の投信販売が認められているが、その躍進ぶりが注目を集めている。銀行で販売されている投信の資産額は九〇年末の八六〇億ドルから九五年末には四〇〇〇億ドルと四倍になっており、投信全体に占める割合も、同期間に八%から一四%と大きく伸びているのである。<sup>(1)</sup>以下、こゝにした米銀の投信販売業務について見てみよう。

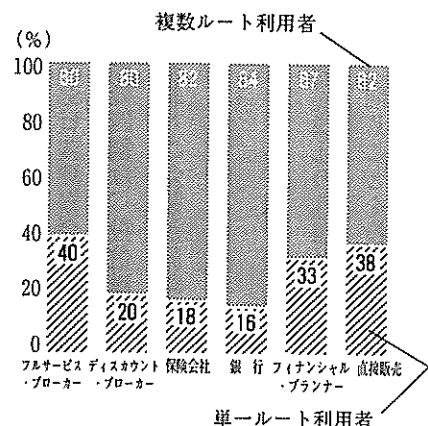
(1) OCC News Release, June 17 1996.

### 銀行の投信販売参入の背景

まず、米銀はなぜ投信業務を拡大させているのであるか。というのは、金利の低下が預金の流出をもたらすというのであれば、預金金利が完全自由化されている以上、金利の引き上げによって顧客の銀行離れをくい止めという方法もありうるはずだからである。

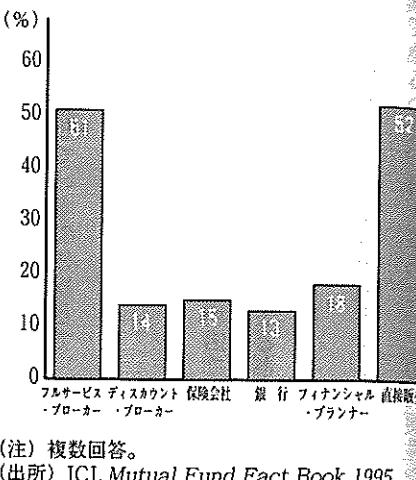
理由の第一としては、九〇年からの長短金利格差の拡大と株価上昇によつて、短期金利と長期(債券・株式)ファンデの利回りの差が埋めようもなく拡大したという循環的要因があげられる。第二には、準備預金や預金保険のコストを負担せざるを得ない分だけ、MMMF等の投資商品にくらべて預金商品が不利であるという制度的理由を上げることができるであろう。しかし、それらとは別の第三の理由として、銀行の側自身に、預貸業務離れ

図3 単一・複数ルートの利用者



(出所) 図2と同じ。

図2 投信購入での利用ルート



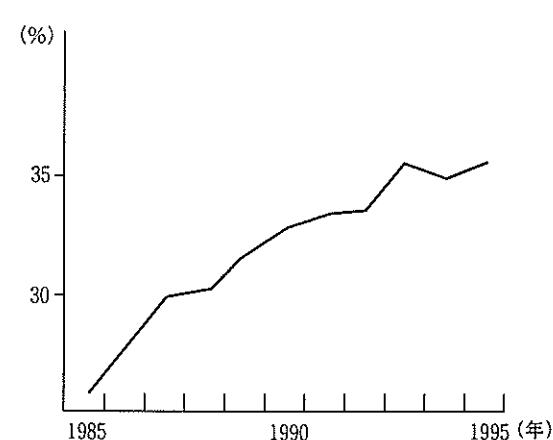
(注) 複数回答。

(出所) ICI. Mutual Fund Fact Book 1995.

今度は、投資家の側から銀行がどのように利用されているのかを、ICI(Investment Company Institute—米国投信協会)のアンケート調査から見てみよう。

図2は、投信を保有する投資家を対象に投信の購入場所を尋ねたものであるが、半分程度の投資家がフルサービスの証券会社や投資会社の直接販売を利用しているものの、銀行で購入した投信を保有している顧客も全体の一三%となり、ディスカウント・ブローカーや保険会社と同程度の比率に達していることがわかる。図3は、それぞれのルートでの購入者を100として、その中で他の販売ルートを利用しているもの

図1 米銀の総収入に占める非金利収入の比率



(出所) "Profits and Balances Sheet Developments at U.S. Commercial Banks in 1995". Federal Reserve Bulletin, June 1996.

ということであろう。資産を増やすこととのマイナス面が大きくなれば、当然、預金集めへのインセンティブも小さくなる。つまり、顧客のみならず、銀行そのものも、預金離れを起こしているのである。そして、伝統的銀行業が衰退する一方で、銀行は資産を増加させないで利益をあげられる手数料業務への依存度を高めているのであり、投信販売もそうした手数料業務の一つと位置づけられているのである。

そして、手数料業務の中での投信の特徴に着目すれば、それは、預金に代替しうるリテール商品として、銀行の各種サービスの潜在的需要者たる個人顧客を引き留める有効な手段となることがわかる。そしてその際には、銀行がすでに保有している顧客情報が極めて有効なマーケティング手段となりうるのである。<sup>(2)</sup>こうした理由から、銀行は投信業務に参入しているものと思われる。

(1) 準備預金制度については、拙稿「準備預金制度の論理とその変遷」[証券経済研究]第三号(一九九六年九月、近刊)参照。

(2) 銀行業が衰退する中での米銀の収益拡大という現象については、拙稿「銀行業は衰退産業か—米銀の『復活』をめぐって」[本誌]五一二号(一九九四年七月)参照。

### 投資家による銀行の利用

今度は、投資家の側から銀行がどのように利用されているのかを、ICI(Investment Company Institute—米国投信協会)のアンケート調査から見てみよう。

図2は、投信を保有する投資家を対象に投信の購入場所を尋ねたものであるが、半分程度の投資家がフルサービスの証券会社や投資会社の直接販売を利用しているものの、銀行で購入した投信を保有している顧客も全体の一三%となり、ディスカウント・ブローカーや保険会社と同程度の比率に達していることがわかる。図3は、それぞれのルートでの購入者を100として、その中で他の販売ルートを利用しているもの

(つまり複数ルートの利用者)の割合を見たものである。

例えばフルサービス証券会社で投信を購入している顧客のうち、その四割は、投信購入先として証券会社のみを利用しており、六割が同時に他のルートからも購入していることがある。それに対して、銀行を利用している顧客のうち、銀行のみで購入しているのは一六%にすぎず、残りの八四%は他の場所も利用している。図4は、同じことを投信の資産額で見たものであるが、それによると、投信購入先としてフルサービス証券会社を利用する顧客は、投信の七七%を同じく証券会社で投資しているのに対し、銀行利用者の場合はその保有する投信資産のうち七五%を銀行以外のルートで投資しているのである。

では、投資家は、どのような理由で購入ルートを選択しているのであろうか。表1によると、証券会社やファナンシャルプランナーが投資アドバイスで高い評価を受けているのに対して、銀行を利用するメリットとして上げられているのは、購入にあたっての利便性や既存の取引関係である。

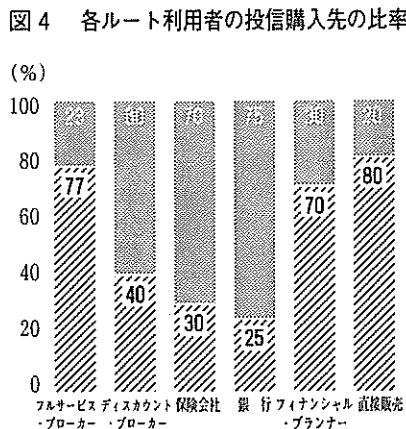
引関係である。投信最大手フィデリティによる別の調査においても、投信保有者の三三%は自分の取引銀行で投信を買うことに前向き<sup>(1)</sup>であるものの、取引経験のない新しい銀行での購入に積極的であるのは八%にとどまっている。これらは、まさしく、銀行での投信販売が、それまでの預金取引で培われてきた対顧客関係を活用したものであることを物語つていると言つてよいであろう。

すなわち、銀行の投信販売を顧客の側から見ると、多くの投資家は、投信の主たる購入先としては証券会社や直接販売を利用してしながら、その一部を銀行での購入に振り向けているにすぎない」と、しかし、銀行利用者の一六%については銀行が投資家を「一人占め」するに至っていることがわかる。そして、そうした銀行の利用比率と利用の理由を合わせて考えると、銀行のみを利用している投資家は、預金の代替商品として、すなわち初めて投信を購入する投資家が多いのではないかと想像されるのである。

(1) R.S.Sczudlo, "Mutual Fund Opportunities and Risk", *The Bankers Magazine*, March/April 1994, p.26.

### 銀行の投信販売における「マイスクロージャー

では、監督当局は、「うした銀行の投信販売に対してもどのように対処しているのであろうか。」の場合、監督当局は、F.R.B(連邦準備制度理事会)、銀行持株会社を監督)やOCC(通貨監督官、「持株会社の子会社としての」国法銀行を監督)などの銀行監督機関とSECやNASDなど証券監督機関の二種類の監督機関が同時に関与することになるが、両者のスタンスが微妙に異なり問題を複雑にしている。なぜなら、それぞれの業界との関係を別にしても、銀行監督機関の関心事が銀行経営の健全性、すなわちレービットSEC委員長の言葉を借りれば「明日の朝も店を開けるかどうか」にあるのに対し、証券監督機関にとっての関心は、個別業者の経営状態



(出所) 図2と同じ。

表1 投信購入ルート選択の理由

アドバイスの提供	1	2	1	1
手数料の低さ	1			1
既存の取引関係	2	1	2	2
堅実な商品の提供				2
購入における利便性	2	3	1	3
個人的サービスの提供	3		3	3
効率的な注文の銀行		3		

(注) 各ルートごとに選択理由の上位三つを示したもの。  
(出所) 図2と同じ。

ではなく、投資家保護にあるからである。<sup>(2)</sup>それゆえ、あえて区別すれば証券監督機関が、投信は預金ではないことなど投資家が十分なディスクロージャーを受けているかを重視するのに対し、銀行監督機関は、投信業務への参入によつて銀行がどのようにリスク(説明不足を理由にした顧客からの訴訟リスクなどを含めて)を負うかに关心をもつてゐるのである。とは言え、結果的には双方の示してゐるガイドライン・規則は類似したものとなつておる。具体的には、三つの項目について顧客に熟知させることが、投信を販売する銀行への主たる要請となつてゐる。それは、第一に、投信がFDIC(連邦預金保険機構)の保険対象ではないこと、第二に銀行預金ではなく、銀行によつて保証された商品ではないこと、第三に価格変動リスクがあり、元本が保証されていないこと、の三點である。

表2 銀行のディスクロージャーに関する調査結果

	1996年1月	1994年8月
FDICの保険対象でないことを口頭で伝えない	27%	20%
販売前に顧客カードを作成しない	23%	12%
販売手数料について説明しない	23%	17%
投信の元本割れリスクについて述べない	11%	6%

(出所) W.S.J., Jan.16 1996.

その結果、三四%の銀行では投信の販売デスクと預金カウンターが明確に区別されておらず、また、前述のディスクロージャー三項目のすべてについて顧客に告げたのは販売員の三三%にすぎず、一九%は三項目のどれにも触れたかつたといふ。

また、今年一月には、サンフランシスコの民間調査会社(プロフェット・マーケット・リサーチ・アンド・コンサルティング)が、同様の調査結果を発表した。<sup>(4)</sup>それによると、投信がFDICの保険対象でないことを説明しながら九四年一二月までの一九カ月におよぶ調査の結果を明らかにしておる。<sup>(3)</sup>調査は、調査員が投資経験の少ない投資家を装つて八九の銀行で投資信託を購入するという方法でおこなわれた(この、調査員が投資家を装つて銀行を訪れるという方法は、以下紹介する調査に共通するものである)のであるが、

しかしながら、こうした監督当局からの関心からすると、銀行の投信販売については憂慮すべき調査結果がいくつも発表されてきた。最近発表されたものを紹介してみよう。

九五年一〇月末には、GAO(会計検査院)が九三年五月から九四年一二月までの一九カ月におよぶ調査の結果を明らかにしておる。<sup>(3)</sup>調査は、調査員が投資経験の少ない投資家を装つて八九の銀行で投資信託を購入するという方法でおこなわれた(この、調査員が投資家を装つて銀行を訪れるという方法は、以下紹介する調査に共通するものである)のであるが、

(29)

表3 銀行の投信販売ランキング

順位	銀行	得点
1	Union Bank	83.8
2	Great Western Financial	82.6
3	Wachovia	82.5
4	Mellon Bank	82.4
5	Fleet Financial Group	82.2
6	Wells Fargo & Co.	81.9
7	First Union	81.7
8	Midlantic	81.6

(出所) W.S.J., May.22 1996.

一方FDICは、今年五月に、電話による勧誘・応対と

店頭での対面販売とを比較した調査結果を発表している。<sup>(6)</sup>それによると、電話の場合には、投信が保険対象でないことを告げられたのは顧客の四五%，銀行保証商品でないことを告げたのは三七%だけであったという。店頭におこしても、一定の改善が見られるとは「え保険対象外である」といっては七一%，銀行保証でないところでは七〇%の顧客しか伝えられていらない。

このように、次々と発表される調査結果は、「ずれも銀行の投信販売のありかたに疑問を投げかけるものであり、「銀行は、元本の保証されかたF.D.I.Cによって保護された商品を提供する場所である」という顧客の先入観を、故意であるかはともかく、利用する形となつて「」とに警鐘が鳴らされたのである。もちろん、こうした調査の方法上の妥当性に対し、疑問や反論がないわけではないわけではない。調査対象の母集団に占める比率、調査員の銀行店頭での調査方法などのほか、民間会社による調査結果に対しては、多くの銀行から「低い点数をつけられたのは、以前に、その調査会社の報告書購入を断つたためだ」との非難もなされていて。

また、その一方で、問題は銀行のみにあるのではないとする調査結果も報告された。OCCが今年六月に報告したのがそれで、その共同調査によると、投信購入者のリスク認識の程度に、どの金融機関の顧客であるかの違いはないというのである。例えば、元本が保証されていないことを理解している投資家は、株式ファンドでは九四%に達していたものの、債券ファンドでは七一%，MMMFでは六四%にすぎないのであるが、いわばした結果は、銀行で投信を購入している投資家と証券会社等を利用して「」投資家の間にほとんど差がない」とがわかったのである。そして、SECとOCCは、問題は銀行にあると「より、投信業界全体の課題である」としているのである。しかしながら、銀行ファンド資産の約六割をMMMFが占めて「」事実からすれば、この結果がこれまでの調査と矛盾するとは思へないであらう。

しかしながら、いずれにしても、投信参入後の銀行は、金利低下・株価上昇という局面しか経験していないのであり、より適切な業務のありかたが不斷に追求されるべきであるのは当然として、「」確定的な判断を下すのは金融環境の一循環を経たのちでなければ困難であるかも知れない。

(一) "SEC Chief Questions Regulator's Ability to Handle Bank's Acquisition of Fund". *Wall Street Journal*.

March 3 1994.

(2) 銀行監督と証券監督の目的の違ふところの根柢について、拙稿「銀行行政の目的」<sup>(7)</sup> 本誌一五三四号（一九九六年五月）参照。

- (3) "GAO Faults Banks on Mutual-Fund Sales". *W.S.J.*, Nov.2 1995.
- (4) "Banks Are Founded Lacking in Mutual-Fund Disclosures". *W.S.J.*, Jan.16 1996.
- (5) "Banks Ranked on Mutual-Fund Sales Practices". *W.S.J.*, May 22 1996.
- (6) "Mutual Funds Wait for Japan to Loosen Up". *W.S.J.*, May 14 1996.
- (7) "Study Says People Who Purchase Funds at Banks Are Savvy : Report Will Show Investors Are Equally Aware of Risk despite Where They Buy". *W.S.J.*, June 25 1996 ; "OCC SEC Find Bank Clients Up to Speed On Fund Risk". *American Banker*, June 25 1996.

参考文献

- 中村 実、他「日米銀行リテール戦略」『財界観測』一九九二年四月號。

- 明和興業「アメリカの銀行による投資信託の販売について—規制の変遷と販売の実態』『証券投資情報月報』一九九三年九月號。

山田耕司「拡大する米銀の投信ビジネス」『金融財政事情』一九九三年一〇月二十五日。

「米国投信ブームの裏側—サード・パーティがブームに拍車」『日経公社債情報』一九九三年一月一五日号。

福光 寛「米国における銀行の投資信託販売について」『証券経済』第一八六、一九九三年二月。

大泉 聰「米国投資信託事情—マーケティング面を中心に」『証券投資信託月報』一九九三年一二月号。

近藤哲夫、落合大輔「欧米における銀行のリテール向け商品販売チャネルの変容」『財界観測』一九九四年一月号。

(伊豆)

## 中 国 の B 株 市 場 (2)

前回は上海と深圳の両証券取引所で外国投資家向けに上場しているB株の特徴、創設の背景および発展状況を

紹介した。B株は人民元と諸外国通貨の自由兌換ができないという状況下において、株式市場を通じる新たな外資導入の一方法として評価することができる。中国政府は今年七月一日から外資系企業を対象に貿易など経常取引での人民元の兌換を認め、年内に経常取引における人民元の兌換（IMF協定の第八条）を実現する方針を打ち出した。人民元の自由兌換を目指す中国が近い将来資本取引での人民元の兌換に踏み切るならば、A株（国内投資家向け株式）とB株が統合される可能性はある。その意味でB株が今後どの時点で、どのような形でA株と統合するかは海外投資家の関心事になるであろう。今回はこのような過渡的性格を持つていてB株の新しい上場基準、国内投資家の参入問題、A株とB株の価格差を中心に紹介することにしよう。

一、新しい上場基準  
九九二年一月から上海と深圳の両証券取引所にB株が上場されるに際し、両証券取引所はそれぞれ独自の基

準でB株関連法規を制定した（「上海市人民元特殊株式管理弁法」、「深圳市人民元特殊株式管理暫定弁法」）。五年一二月二五日、政府はB株制度の整備とその市場拡大を図るため、上海、深圳両取引所のそれぞれのB株「規則」を廃止し、全国統一のB株規則（「株式会社の国内上場外資株に関する国務院の規定」、以下「規定」と略称）を公布した。<sup>(2)</sup>

新しい「規定」はB株に関する上場基準を次のように定めている。すなわち募集方式で会社を設立し、国内上場外資株（B株）の発行を申請するときには、次の条件に適合しなければならない（第八条）。（1）調達する資金の使途が国の産業政策に適合していること。（2）固定資産投資の事業決定に関する国の規定に適合していること。（3）外資利用に関する国の規定に適合していること。（4）発起人の引き受ける株式総額が会社発行予定の株式総額の三五%を下回らないこと。（5）発起人の出資総額が一億五千万元（一元リ約一三円）を下回ないこと。（6）一般大衆向けに発行予定の株式が株式総数の二五%に達すること。ただし株式総額が四億元を超えるときは、その比率が一五%以上に達すること。（7）会社に改組される在来企業、又は会社の主要な発起人となる国有企業に最近三年間重大な違法行為がないこと。（8）会社に改組される在来企業、又は会社の主要な発起人となる国有企業の最近三年間の業績が連續して黒字であること。（9）国務院証券委員会が定めるその他の条件。

また「規定」の第九条は、会社が増資のためにB株の発行を申請するときには、会社の純資産総額は一億五千元を下回らないこと、そして最近三年間連続して黒字であることなどの条件を定めている。

その他、「規定」の第二条では、株式会社は国務院証券委員会の認可を受けてB株を発行することができる。ただし、発行予定のB株の額面総額が三千万ドルを超えるときには、国務院証券委員会は国務院の認可を受けなければならない。また同条は、国務院証券委員会が認可できるB株の発行総額は、国が決めた総枠内に抑えなければならないと定めている。

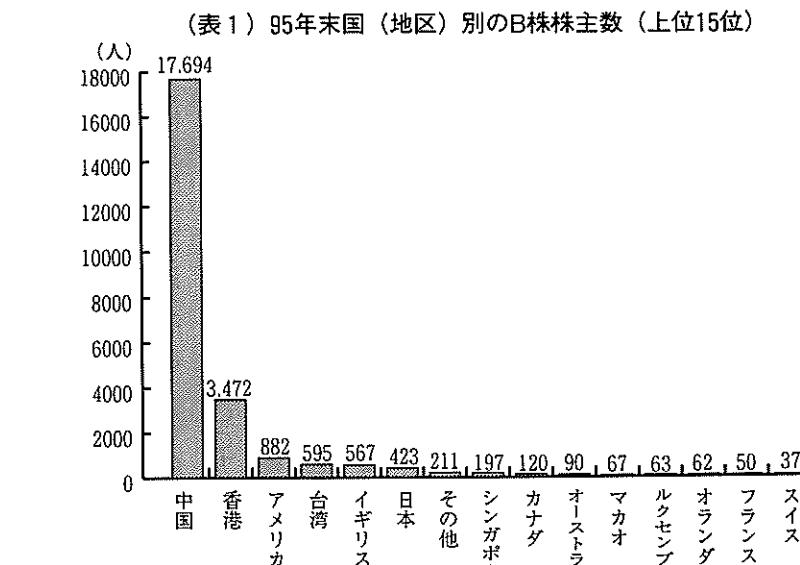
以上のように、新「規定」ではB株の発起人は発行株式総額の少なくとも三五%（上海の旧規定（九一年）ではA株と同様に三〇%以上であった）の株を保有し、出資額も一億五千万元を下回ってはならない（深圳の旧規定（九一年）ではA株と同様に五〇〇万元以上であった。九三年四月国務院の「株式発行と取引管理暫定条例」では三千万元以上と規定した）。同時に、B株上場企業の純資産は一億五千万元以上（深圳の旧規定（九一年）では純資産はA株と同様に一千万元以上であった）に達しなければならないと規定している。また中央政府の監督を強化するため三千万米ドル以上の大口B株発行については証券委員会を通じ国務院の認可取得を義務付けるなどの措置をとっている。九四年七月一日から「会社法」が実施された。上海・深圳両取引所は「会社法」に基づいて株式発行の払込株式資本が五千万元以上と規定していたが、今回のB株新「規定」はそれより大きく上回っている。従来B株上場企業は上海と深圳の地元企業に片寄っていたが、新しい全国統一上場基準の制定によって、全国範囲で優良企業を選ぶことが可能になり、同時にB株発行企業の質の向上も期待できるようになつた。

### 三、国内投資家の参入問題

B株の販売対象は原則として海外の投資家に限定されていたが、今回の新「規定」でも例外なく海外投資家に限定されている。すなわちB株の投資家は以下のものに限られる。（1）外国の自然人、法人その他の組織。（2）中国香港、マカオ、台湾地区の自然人、法人その他の組織。（3）外国に定住している中国公民。（4）国務院証券委員会が定める国内上場外資株のその他の投資家（第四条）。

しかし、現状では必ずしもこの「海外投資家」という原則は守られていない。(表1)に示すように、九五

年末の上海B株の株主総数二万四千九八〇名のうち、中国国内の投資家が七〇・八%（一万七千六九四人）を占め、国別で株主数の第一位になっている。日本の投資家は一・七%（四二三人）で六位にとどまっている。



(出所:「上海証券交易所成立五周年」P.32より作成)

本来海外投資向けに創設されたB株の投資家は資格審査が必要で、新「規定」は「国内上場外資株(B株)を買い受け、売買しようとする投資家は、その投資家の身分及び資格を証明する有効な文書を提出しなければならない」と定めている。たしかにB株に投資する国内投資家のなかには実際に海外投資家から委託を受けて購入したものもあるが、大部分は国内証券会社を通じた自らのための投資であるとみられている。B株市場への国内投資家の参入については、証券管理当局は去年から一年以上低迷しているB株市場を活性化するため、これを事实上黙認する姿勢をとっていると見

られている。特に今年六月以来B株指数は急上昇したが、今回の上昇相場を支えた主役は国内の投資家ではないかと市場関係者は見ていている。<sup>(3)</sup>しかし「中国証券報」(六月一九日付)によると、中国証券監督管理委員会はこのほど上海と深圳の両証券取引所に対しB株投資の適格条件を欠く投資家の取引を禁止させるよう要請し、新「規定」に基いて海外投資家の購入を積極的に促進することを強調した。<sup>(4)</sup>

現在中国の個人保有外貨は既に二〇〇億ドルを超えており、一部の専門家はこれらの外貨をB株市場に吸引することによって、現在低迷しているB株市場を立てこ入れができるだけでなく、今後のA株とB株の統合に影響力を及ぼすためにも現在の規制を緩和して、B株市場への国内投資家参入の許可をより明確に規定する必要があると主張している。<sup>(5)</sup>たしかにA株とB株の統合を考えるためには、現在国内投資家のB株市場への参入は積極的な意義を持つており、既に株主数において第一位になっている国内投資家が今後のB株市場に無視できない存在になるであろう。

#### 四、A株とB株の価格差

B株はその額面が人民元で表記され、外貨(上海・米ドル、深圳・香港ドル)で売買されるが、原則としてA株(国内投資家向け株式)と同等の権利・義務を有する(新「規定」第五条)。現在B株を発行している企業七三社の八割(五九社)はA株も発行している。つまりひとつの企業がA株とB株という同等の権利・義務を持つ二種類の株式を異なった販売対象と通貨によって販売し、そのため別個の市場を形成し、株価にも差が出てきている。

現在のところA株とB株の価格差は(表2)に示すように、全体で見れば深圳市場のA株はB株より八〇%割

(表2) A株、B株における株価差の現状

## 上海市場

コード	銘柄名	A株 (元)	B株 (米ドル)	A株/B株 (倍)
900901	真空電子部品	5.22	0.196	1.63
900902	二 紡 機	4.31	0.128	1.07
900903	大衆タクシー	17.30	0.794	6.61
900904	永 生 製 筆	10.56	0.204	1.70
900905	第一鉛筆	7.98	0.360	3.00
900906	中 効 機	4.30	0.150	1.25
900907	ラバーベルト	7.05	0.160	1.33
900908	塩素アルカリ	8.92	0.242	2.01
900909	タイヤラバー	7.10	0.238	1.98
900910	冷蔵庫圧縮機	12.53	0.554	4.61
900911	金 橋 開 発	16.88	0.410	3.41
900912	外高橋開発	21.59	0.422	3.51
900913	聯 華 合 横	7.08	0.168	1.40
900914	新錦江ホテル	12.30	0.280	2.33
900915	永 久	5.74	0.140	1.16
900916	鳳 凰	6.36	0.160	1.33
900917	上 海 海 欣	12.99	0.372	3.10
900918	ビルキントン	12.05	0.610	5.08
900919	上 海 大 江	11.18	0.520	4.33
900920	上海ディーゼル	11.18	0.426	3.54
900921	上海 英 雄	10.50	0.316	2.63
900922	三毛テキスタイル	7.05	0.202	1.68
900923	友 越 華 僑	8.80	0.372	3.10
900924	工 業 ミ シ ン	7.61	0.128	1.07
900925	上 菱 電 器	11.39	0.550	4.58
900926	上海 鋼 管	6.09	0.122	1.02
900927	物資貿易センター	7.90	0.144	1.20
900928	上海オートメーター	7.44	0.200	1.66
900929	国際旅行社	—	0.332	2.76
900930	郵電通信設備	12.10	0.510	4.24
900931	水 仙 電 器	7.25	0.206	1.71
900932	陸家嘴開発	33.00	0.740	6.16
900933	華新セメント	6.25	0.250	2.08
900934	新 ア ジ ア	—	0.530	4.41
900935	上海 金 泰	—	0.198	1.65
900936	オルドスガシミア	—	0.486	4.04
900937	黒龍江電力	—	0.300	2.50
900938	天津 海 運	—	0.270	2.25
平均		10.25	0.321	2.67
				3.84

注1. 平均は比較可能な銘柄のみを対象とした単純平均値。

注2. 株価は6月21日までの直近終値とした(但し、A・B株とも値がついた日の株価を採用)。

注3. 為替レートは、8.3214元/米ドル、1.0748元/香港ドル。

注4. B株上場銘柄は全て掲載したが、そのうちA株を上場していないものについては破線で示してある。

(出所) (株) 大和総研「DIR海外情報」1996年6月25日。

## 深圳市場

コード	銘柄名	A株 (元)	B株 (香港ドル)	A株/B株 (倍)
2002	万科企業	6.05	3.30	3.55
2003	金田実業	4.80	2.90	3.12
2011	物業發展	5.82	3.18	3.42
2012	南方ガラス	8.60	4.60	4.94
2013	深圳石化	4.75	2.70	2.90
2015	深圳中浩	4.68	2.10	2.26
2016	康佳電子	11.90	7.35	7.90
2017	中華自動車	4.15	2.07	2.22
2018	中冠印刷染	4.18	2.07	2.22
2019	深宝実業	4.96	1.98	2.13
2020	華發電子	4.38	2.20	2.36
2022	赤湾ワーフ	7.37	3.85	4.14
2024	蛇口ポート	8.13	3.78	4.06
2025	特力機械	3.90	2.04	2.19
2026	飛亞達	10.12	5.02	5.40
2028	深海石油	5.78	2.30	2.47
2029	特区不動産	6.10	2.87	3.08
2030	英達	4.47	2.25	2.42
2037	南山電力	5.79	2.59	2.78
2039	国際コンテナ	14.00	6.69	7.19
2041	深圳ベネラクス	—	2.88	3.10
2045	深圳テキスタイル	5.08	2.14	2.30
2053	赤湾石油基地	—	3.30	3.55
2054	北方バイク	—	2.85	3.06
2055	深圳方大	7.36	3.10	3.33
2056	インターナショナル	—	2.68	2.88
2057	深圳大洋海運	—	3.23	3.47
2505	海南珠江実業	3.90	2.14	2.30
2512	廈門燐坤実業	—	4.40	4.73
2513	珠海麗珠医薬	5.20	2.71	2.91
2539	廣東電力	8.00	4.84	5.20
2541	仏山照明	13.43	6.59	7.08
2550	江鎧自動車	3.37	1.82	1.96
2581	無錫フェル	—	3.38	3.63
2596	安徽古井貢酒	—	4.37	4.70
平均		6.53	3.30	3.55
				1.84

高、上海市場では、A株の株価はB株の三・八四倍にもなっている（六月二一日の終値）。

現状ではB株はA株より低い水準で取り引きされる傾向にある。しかし今後A株とB株の統合可能性を考えると、現在のA株とB株の価格差は逆にB株への長期投資の一つの重要なプラス要因になると市場関係者は指摘している。<sup>(6)</sup>

## 五、むすびにかえて

以上二回にわたってB株市場を概観し、その特徴と幾つかの問題点を検討した。今後、新しい「規定」について、上場企業の質の向上、流通市場の活性化、海外向け宣伝の強化およびディスクロージャー制度の完備などをすすめる必要があると思われる。B株（国内上場外資株）と海外上場株（H株、N株など）のバランス関係を考えるに当たっては、中国証券市場の長期発展のためにはB株を主とし、その市場規模をより拡大して、海外上場は従とする市場戦略を選択すべきであろう。さらに将来資本取引での人民元の自由化を見越して、A株とB株の統合を視野に入れた総合的な証券市場対策の早急な検討が必要になるのではないか。

〔付記〕 本稿の作成に際しては、上海証券取引所統計部の薛鈞経理、（株）大和総研調査総務室の肖敏捷研究員から貴重な資料を提供して頂いた。記して感謝したい。

(王)

(参考資料)

上海B株発行企業の株式発行状況、業績及び決算一覧表

コード	銘柄名	発行済 株式 (万株)	B株		A株		売上高 (人民元万元)			
			新規公開株数 (万株)	発行済株数 (万株)	個人株 (万株)	法人株 (万株)	国家株 (万株)	95年	94年	93年
900901	真空電子部品	48281	10000	14520	12139	0	21622	268820	226122	158353
900902	二 紡 機	46814	12500	19250	5883	0	21681	50117	52171	95313
900903	大衆タクシー	16379	2500	7800	1300	0	5679	41599	30133	15488
900904	永 生 製 筆	9275	2500	3000	600	840	5285	21204	20513	17865
900905	第一 鉛 筆	13842	2500	6600	1320	1341	4581	19658	14188	11820
900906	中 紡 機	32463	7000	10920	2340	2028	17175	32061	31218	30382
900907	ラバーベルト	9191	2500	3300	660	660	4481	21099	14537	15804
900908	塩素アルカリ	96238	24000	33600	2300	9800	50538	2373333	177853	139655
900909	タイヤラバー	80861	17000	22100	2080	520	56161	340656	210055	226822
900910	冷蔵庫圧縮機	22089	5000	6500	1300	3900	10389	73372	51000	12706
900911	金 橋 開 発	44800	11000	14300	7500	3000	24000	51636.5	99478	76017
900912	外 高 橋 開 発	61575	8500	16575	19500	4500	36000	46859	75086	14028
900913	聯 華 合 機	16719	3000	3600	960	12219	0	24890	16330	15666
900914	新錦江ホテル	31658	9000	9243	2400	20015	0	24804	27155	19685
900915	水 久	23100	6000	6000	1300	1000	14800	80638	83529	
900916	鳳 凰	35176	10000	10000	2000	1000	22176	167451	174052	61643
900917	上海 海欣	14118	3500	3850	1100	9168	0	43831	38184	18939
900918	ビルキントン	39000	10000	10000	2500	26500	0	64643	62824	53313
900919	上 海 大 江	51235	3500	4550	1950	44735	0	255289	203519	120227
900920	上海ディーゼル	32942	10000	11000	1800	0	20142	102745	99858	14333
900921	上 海 英 雄	14302	3500	4550	1300	884	7568	32176	24727	869
900922	三毛テキスタイル	9959	3300	3300	1000	750	4909	23232	5406	15661
900923	友 誠 華 僑	10200	4000	4800	1204	596	3600	53898	35320	44231
900924	工業ミシン	19420	7500	7500	1200	1000	9720	51248	63330	70754
900925	上 美 電 器	27365	7000	7900	1800	0	17655	192457	143416	121531
900926	上 海 鋼 管	26224	8000	8800	1320	1100	15004	51199	58189	87572
900927	物資貿易センター	20886	5000	5500	1100	990	13296	94324	99374	19951
900928	上海オートメーター	28695	7000	7700	2420	1100	17475	108484	70540	6225
900929	国際旅行社	12051	6000	6000	0	0	6051	47908	14054	
900930	郵電通信設備	14660	6000	6000	1300	1170	6190	23161	18766	32017
900931	水 仙 電 器	21491	10000	10000	1595	9896	0	92257	97065	75275
900932	陸家嘴開発	73300	20000	20000	6300	3000	44000	76200	136491	60439
900933	華新セメント	25140	8700	8700	4800	2487	9153	26926.8	27926	5098
900934	新アジア	33564	10000	10000	1200	6000	16364	69555	51946	40951
900935	上 海 金 泰	18530	8000	8000	0	0	10530	7235	33346	
900936	オルドスカシミア	33600	11000	11000	0	0	22600	15753	74094	30887
900937	黒龍江電力	30177	10000	10000	0	0	17180	27889		
900938	天津海運	23300	9000	9000	0	1243.5	9068.4	27627		

(出所、「中国証券報」1996年7月26日より作成。)

税引後利益 (人民元万元)			1株当たり税引後利益 (人民元)			95年度 配当(1株当り)、無償権利		94年度 配当(1株当り)、無償権利		93年度 (米ドル)
95年	94年	93年	95年	94年	93年	(人民元)	(人民元)	(人民元)	(人民元)	
11833	9112	11052	0.22	0.21	0.22	1割無償	2割無償	0.0115		
1818	8915	15939	0.12	0.21	0.44	1割無償	1割無償	0.01149		
10081	8219	6667	0.71	0.65	0.53	0.24	0.22		0.02299	
2198	3086	3528	0.16	0.30	0.36	1.5割無償	0.16		0.0173	
4802	3862	2846	0.35	0.34	0.45	0.22	1割無償	0.20	2割無償	0.023
3858	3105	6997	0.13	0.11	0.28		来年度にまとめ		3割無償	
9890	826	1684	0.15	0.09	0.20	0.05		来年度にまとめ	1割無償	
22855	20068	19204	0.22	0.21	0.23	0.15		0.15	0.15(人民元) 4割無償	
792	10975	26558	0.21	0.14	0.32	来年度にまとめ	0.10	0.10	0.00115	
10939	6950	5723	0.38	0.41	0.34	0.06	2割無償	0.03		
10647	20727	25707	0.30	0.42	0.69	0.06		0.33	0.046	
12129	22106	22686	0.28	0.43		0.10		0.28		5割無償
2081	4242	4906	0.16		0.35			0.15	2割無償	0.075
534	6924	3682	0.26	0.22		1割無償	0.179		2割無償	
1124	2906	2619	0.12	0.13		来年度にまとめ	0.14			
3631	11766	8431	0.16			1割無償	0.35			
5414	7507	4644	0.32	0.52		0.10	2割無償	0.20(中期末)、1割無償		
26319	25320		0.74	0.65			2.5割無償	0.53		
19890	18134	0.13	0.45	0.37		0.20		3割無償	94年度に配分	
15116	18764	4689	0.35	0.57			2割無償	0.43		
5655	5110	4319	0.27			0.10	1.5割無償	0.12	3割無償	
2025	1054	2807	0.20					0.22		
2831	2607	2229	0.45			1割無償	0.12	2割無償		
440	5115	7226	0.12					0.15		
16473	16237	13034	0.60	0.59		2割無償	0.41		0.58割無償	
904	1912	5303	0.12				0.033	1割無償		
961	3202	843	0.13	0.17		来年度にまとめ	0.0093	1割無償	94年度に配分	
5876	5813		0.17	0.24		1.5割無償	0.10	1割無償		
4107	1597		0.32	0.13		0.268				
5307	4900	3550	0.48			0.2			3割無償	
2654	5694	3159	0.16		0.28	1割無償	0.037			
58500	42700	16143	0.53	0.58		0.36		0.90		
4814	6053	5178	0.19	0.21		0.13				
7657	6062	3331	0.53			0.10				
1791	58467		0.19			0.08				
3394	12343	8296	0.43			0.07				
8314			0.24			0.27				
6263			0.06							

(参考資料)

深圳B株発行企業の株式発行状況、業績及び決算一覧表

コード	銘柄名	発行済 株式 (万株)	B株		A株		売上高			
			新規公開株数 (万株)	発行済株数 (万株)	個人株 (万株)	法人株 (万株)	国家株 (万株)	(人民元万元)		
								95年	94年	93年
2002	万科企業	27939	4500	6430	15673	3058	27777	150375	122754	108404
2003	金田実業	24574	3800	6186	12789	3576	2022	90119	107238	105412
2011	物業發展	49254	3000	5587	8308	5927	29431	103580	71790	24925
2012	南方ガラス	32711	3594.5	10933	6175	1637	13963	71667	6715	4621
2013	深圳石化	30335	1500	3276	5132	5472	16454	137298	227908	179442
2015	深圳中浩	15721	1200	2184	2626	137	10773	11911	22025	22169
2016	康佳電子	28120	5837.2	11820	6105	10195	10195	361021	238677	220288
2017	中華自転車	47943	12439	29107	7674	0	11160	136740	161047	174404
2018	中冠紡織印染	16914	5216	6942	2023	0	7948	43067	41845	42575
2019	深宝実業	13892	1800	2178	2560	8250	8328	26833	25883	31881
2020	華發電子	21233	7013	7714	3259	0	10259	35346	33980	46285
2022	赤湾ワーフ	34157	4000	4400	5060	0	24691	43536	35032	25182
2024	蛇口ポート	27720	5000	13183	3564	0	10927	35718	32411	24563
2025	特力機械	22028	2000	2640	3429	0	1598	41299	49507	45632
2026	飛亞達	10980	1500	10980	2250	0	6030	34964	28713	22818
2028	深航ハルスウェーター	12705	2000	2420	2420	1210	6655	16120	12889	11807
2029	特区不動産	101166	10000	12000	14784	0	7438	119063	157406	90081
2030	英英達	28842	3000	3950	1716	0	19140	51470	59150	38714
2037	南山電力	19800	3700	4070	1870	2530	11330	41054	61696	50433
2039	国際コンテナ	12466	1300	6304	2486	0	3669	235684	134196	69474
2041	深圳ベネラクス	5000	1300	2563	120	0	2316	25639	22263	19518
2045	深圳ゲキスタイル	13618	2500	2750	1848	0	9020	27469	28255	31928
2053	赤湾石油基地	23060	6000	11118	0	0	1942	1225	880	
2054	北方バイク	47750	12000	12000	0	0	35750	361467	329599	
2055	深圳方大	13000	5000	5000	0	0	8000	11821	6377	2116
2056	インターナショナル	13340	5000	5000	1834	3586	2919	26669	23102	
2057	深圳大洋海運	15000	6000	6000	0	0	9000			
2505	海南珠江实业	37765	5000	5750	11340	1610	19061	10013	35887	22839
2512	廈門燐坤实业	14800	4000	14800	0	0	0			50915
2513	珠海麗珠医薬	19942	2828	7919	7158	0	4864	68273	70208	83849
2539	広東電力	82545	21825	21325	9855	1583	49781	151137	107101	111853
2541	仏山照明	18390	5000	5000	5556	2626	5207	48794	44558	42275
2550	江錦自動車	69321	17400	17400	11760	4837	35326	19697	192871	209854
2581	無錫フェュエル	18243	6800	6800	1500	800	9243	39342	34047	20985
2596	安徽古井貢酒	21500	6000	6000				75596	56096	56204

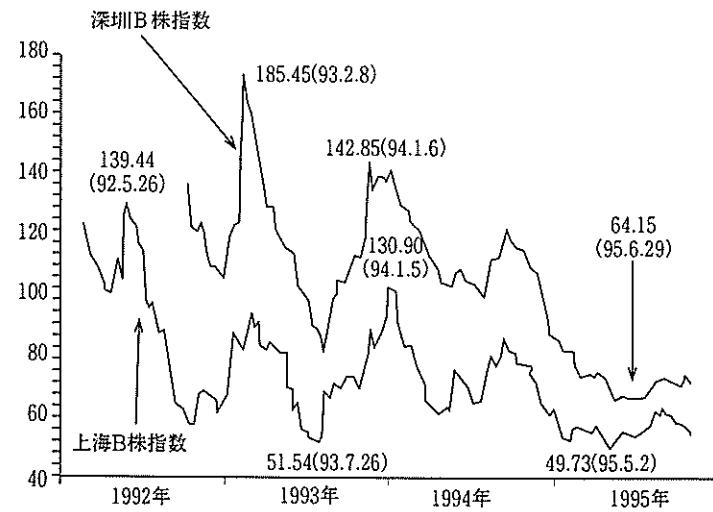
(出所、「中国証券報」1996年7月26日より作成。)

税引後利益			1株当たり税引後利益			95年度		94年度		93年度	
(人民元万元)			(人民元)			配当(1株当たり)、無償権利		配当(1株当たり)、無償権利		配当(1株当たり)、無償権利	
95年	94年	93年	95年	94年	93年	(人民元)	(人民元)	(人民元)	(人民元)	(香港ドル)	
14745	17336	15340	0.51	0.71	0.84	0.14	1割無償	0.15	1.5割無償	0.15	3.5割無償
4350	13142	11668	0.18	0.67	0.97	來年度にまとめ		0.10	2割無償	0.10	4割無償
21498	25771	28164	0.43	0.58	0.83	0.10	1割無償	0.15	1割無償	0.10	3割無償
13467	16111	1416	0.41	0.64	0.73		3割無償	0.10	3割無償	0.10	3割無償
4867	13566	10197	0.16	0.53	0.52	0.08		0.10	2割無償	0.10	3割無償
-1151	1632	6142	-0.07	0.10	0.50	無配		0.08	3割無償	0.04	2割無償
26506	22670	4164	0.94	0.81	1.13	0.515		0.40		0.11	5割無償
5125	13720	21618	0.11	0.35	0.64	利潤は来年度に配分		0.06	2割無償	0.06	
1276	3774	3223	0.07	0.24	0.23	0.045		0.06	1割無償	0.05	1割無償
362	-679	2536	0.03	-0.05	0.22	来年度にまとめ		0.025	1割無償	0.10	1割無償
4597	4570	4671	0.22	0.20	0.22	0.10		0.10			0.12
12436	11274	9067	0.32	0.32	0.29	0.195		0.197			0.081
12555	10640	8056	0.45	0.42	0.38	0.20		0.12	1割無償	0.05	2割無償
33	5011	6251	0.001	0.25	0.42	来年度にまとめ		0.05		0.05	2割無償
7074	6699	5006	0.64	0.73	0.83	0.20	2割無償	0.30	2割無償	0.10	5割無償
2333	3602	3266	0.18	0.31	0.4			0.025	1割無償	0.025	1割無償
39241	44964	34501	0.39	0.53	0.44	0.20		0.10	2割無償		
	2013	11731	11574	0.07	0.44	0.53	来年度にまとめ	0.13	1割無償	0.09	2割無償
4843	9984	8279	0.24	0.69		0.18		0.05	1割無償		
13813	9348	6782	1.11	1.05	1.06	0.30	3割無償	0.40	4割無償		
949	1373	1042	0.19	0.27	0.29			0.137			
2019	3395	4205	0.14	0.27		来年度にまとめ		0.05			
817	543					1.64(米ドル)					
28870	16784		0.60	0.46		0.13					
4205	2071		0.32								
			0.38	0.41		1.62					
5038			0.34			0.07					
5170	16931	16806	0.01	0.61				0.18		0.10	10割無償
		6580	6965		0.44	1.2			0.025		0.051
8015	10111	7948	0.40	0.55	0.47	0.20		0.03	2.65割無償		3割無償
37102	37028	36337	0.44	0.51	0.49	0.33		0.60		0.20	8割無償
16944	14574	9472	0.92	0.23	0.9	0.68			2割有償	0.30	5割無償
772	11723	23282	0.08	0.23	1.23	来年度にまとめ		0.12		0.28	
6296	11723	23282	0.34		0.47	0.15(A株)					
15686	11340	11079			0.47						

注

- (1) 「人民日報(海外版)」一九九六年六月二一日。
- (2) 「人民日報(海外版)」一九九六年一月四日。
- (3) 大和総研「D I R 海外情報」一九九六年六月二十五日。
- (4) 「中国証券報」一九九六年六月二九日。
- (5) 範粵龍、彭慧慈「浅析我国B股市場發展存在的問題和对策」、「中国証券報」一九九六年五月四日。
- (6) 大和総研「D I R 海外情報」一九九六年六月二十五日。

(参考資料)  
B 株指数の推移



(出所) 「図説中国・香港の証券市場」(財)日本証券経済研究所、1996年7月、P.83。

## SECによる格付機関 規制問題について

### はじめに

わが国では、一九九五年一二月をもって、社債発行に関する適債基準が撤廃され、信用リスクの高い社債の発行が許容されることになった。適債基準の撤廃は、発行体にとっては資金調達機会の拡大につながり、投資家にとっても多様な運用を可能にするが、その一方で投資家の債券投資は自己責任原則にもとづいてより厳しいリスク管理が要求されることを意味する。現在のところ格付けの低いわゆる投資不適格債に関しては海外での起債が先行しているが、今後国内での発行が増加することになれば、国内社債市場の性格が大きく変わることが予想される。

適債基準撤廃にともなって信用リスクの大きい社債が市場で流通するようになると、投資家向けの情報提供サービスとしての債券格付けの重要性がより高まると考えられる。わが国では、昨年一二月以前の社債発行規制の下では、社債発行に関する大蔵省の指定を受けた指定格付機関の格付けを適債基準に盛り込んでいたため、発行体にとって格付け取得は社債発行を行う上で事実上必須であった。この点から、適債基準の下でわが国の債券格付けはそもそも当局による社債発行規制としての性格を持つていたと考えられる。

一方アメリカでは、周知のように一九〇九年にジョン・ムーディーが鉄道債のランクイングを投資情報として投資家に販売したのが債券格付けの始まりとされており、ジョン・ムーディーに統いて今日のアメリカの代表的格付機関の多くが一九二〇年前後には設立された。日本と違って、アメリカでは、債券格付けは投資家向けに投資

情報サービスを提供するという形で、當利ビジネスとして成立した。

しかしながらアメリカでも、表1に見るように、格付けは比較的早い時期に規制当局によって金融機関などの投資規制の基準として使われ始めている。現在では、規制当局だけでなく、年金基金などの機関投資家も格付けを投資基準として内規に用いており、アメリカの債券格付けは公的な色合いを強めていると言えることができるであろう。SECは規制監督上の格付け利用を進めるうえで、主要な格付機関を認定格付機関NRSROs(Nationally Recognized Statistical Rating Organizations)として認定している。SECの認定を受けた格付機関が市場に対して非常に大きな影響力を持っていることは言うまでもない。

表1  
Selected Uses of Ratings in Regulation

Year Adopted	Ratings-Dependent Regulation	Minimum Rating	How Many Ratings?	Regulator/Regulation
1931	Required banks to mark-to-market lower rated bonds	BBB	2	OCC and Federal Reserve examination rules
1935	Prohibited banks from purchasing "speculative securities"	BBB	Unspecified	OCC, FDIC, and Federal Reserve joint statement
1951	Imposed higher capital requirements on insurers' lower rated bonds	Various	N.A.	NAIC mandatory reserve requirement
1955	Imposed higher capital haircuts on broker/dealers' below-investment-grade bonds	BBB	2	SEC amendment to Rule 15c3-1; the uniform net capital rule
1982	Eased disclosure requirements for investment grade bonds	BBB	1	SEC adoption of Integrated Disclosure System (Release #638)
1984	Eased issuance of nonagency mortgage-backed securities (MBSs)	AA	1	Congressional promulgation of the Secondary Mortgage Market Enhancement Act of 1984
1987	Permitted margin lending against MBSs and (later) foreign bonds	AA	1	Federal Reserve Regulation T
1989	Allowed pension funds to invest in high-rated asset-backed securities	A	1	Department of Labor relaxation of ERISA restriction (PTE 89-88)
1990	Prohibited S&Ls from investing in below-investment-grade bonds	BBB	1	Congressional promulgation of the Financial Institutions Recovery and Reform Act of 1989
1991	Required money market mutual funds to limit holdings of low-rated paper	AI*	1†	SEC amendment to Rule 2a-7 under the Investment Company Act of 1940
1992	Exempted issues of certain asset-backed securities from registration as a mutual fund	BBB	1	SEC adoption of Rule 3a-7 under the Investment Company Act of 1940
1994	Would impose varying capital charges on banks' and S&Ls' holdings	AAA & BBB	1	Federal Reserve, OCC, FDIC, OTS Proposed Rule on Recourse and Direct Credit Substitutions

\* Highest ratings on short-term debt, generally implying an A-long-term debt rating or better.

† If issue is rated by only one NRSRO, its rating is adequate; otherwise, two ratings are required.

R. Cantor & F. Packer "The Credit Rating Industry" FRBNY Quarterly Review Summer-Fall 1994.

供サービスとして位置付ける一方で、債券の発行体からは格付け依頼を受けて格付料を徴収している。実際には、格付機関の収入の大部分がこの発行体からの格付料であるとされており、アメリカの格付機関は格付けの判定のために債券の信用リスクを分析する本来の業務とならんで、企業に自社の格付け取得を勧めるいわばマーケティング部門が非常に重要になっているといふ。(The Economist, June 1st 1996)

ところが、格付機関はこうした発行体からの依頼に基づく格付け以外に、発行体からの依頼を受けずに格付けを行つており、これがいわゆる勝手格付け(unolicited rating)と言われる。格付けを投資家向けの投資情報サービスとしてのみ見るならば、勝手格付けは投資判断の比較対象が増加するという意味で、投資家にとって望ましいことである。しかしながら、格付料を支払つているもう一人の「顧客」である発行体の側から見ると、格付けの大きな市場影響力を背景に、勝手格付けが格付機関の顧客争奪戦の武器として使われるおそれが否定できない。

こうした格付機関の影響力の増大にたいして、司法省が反トラスト法違反容疑でアメリカ最大の格付機関ムーディーズ社の調査を開始しており、SECも格付け業界の監督強化を検討している。本稿では、格付機関の方を考える上で、こうした動きがどのような意味を持つていていたのかを考えてみたい。

ムーディーズ社をめぐるアメリカの動き

今回、SECが格付機関監督強化検討プロジェクトを開始した直接のひきがねになつたのは、アメリカ司法省によるムーディーズ社の反トラスト法違反調査である。調査はコロラド州ジェファーソン郡がムーディーズ社に對して行つた訴訟に端を発する。同郡が行つた提訴によると、ムーディーズは、同郡が格付け依頼を行わなかつ

たにもかかわらず、勝手格付けによって低い格付けを公表し、同郡の資金調達に損失を与えたというものである。

同郡は一九九三年にスタンダード・アンド・プアーズ社とファイッチ・インベスターーズ・サービス社の二社に格付け依頼を行つたが、アメリカ最大の格付け会社であり、最も格付料が高額であるムーディーズ社には格付け依頼を行わなかつた。ムーディーズ社は、同郡の債券売り出し日のアナウンスメントで、ムーディーズが同郡の債券に対して格付けを行う予定であることを公表するとともに、「同郡の債券価値を低下させるコメントを発表した」(同郡の弁護士による)とされている。その後に公表された格付けで、前二社はダブルAの格付けを行つたのに対して、ムーディーズ社はそれより低いBaaの格付けを公表した。提訴の中で、同郡はムーディーズ社の勝手格付けがなかつた場合に比べてより高い利子負担を強いられ、それは七六万九〇〇〇ドルに上つたとしている。(The New York Times, 10 May 1996)

これに対して、ムーディーズ社は、勝手格付けを言論の自由を保証した憲法上の権利によつて保証されるとしており、裁判所が提訴を取り下げたため、同郡はあらためて反トラスト法違反でムーディーズ社を提訴した。

反トラスト法違反疑惑の下では、ムーディーズ社の嫌疑は二つある。一つはムーディーズ社が債券発行体に対し、同社を採用しなければ望ましくない低格付けを受けるリスクがあるとする通牒を行つた可能性があることである。格付け結果が社債発行市場において大きな影響力を持つているアメリカでは、勝手格付けの結果が発行体の資金調達コストを大きく左右するため、こうした通牒は事実上ムーディーズ社の市場シェアを拡大するためのブラックメールに相当する可能性がある。もう一つの嫌疑は発行体からの依頼によらないわゆる勝手格付けについても、発行体に費用を請求したという疑いである。

司法省の調査に対して、ムーディーズ社は疑惑の可能性についてははつきりと否定しているが、同社が発行体に対して何らかの圧力をかけるような取引慣行が存在している可能性が高いことが報道されている (Wall Street Journal, 10 May 1996)。

このように格付機関が反トラスト法容疑を受けたのは今回が初めてであるが、格付け判断の結果的な誤りによつて投資家が損失を被つたとして起こした裁判は次節で見るように過去にいくつか例がある。最近では破産したオレンジ郡の債券格付けに関連して今年六月にスタンダード・アンド・プアーズ社に対する訴訟が起つられたことが報じられている。(Los Angeles Times, June 12 1996)

こうした動きを受けて、SECが格付機関の監督強化を検討しているのも、こうした疑惑がムーディーズ社の個別問題にとどまらず、債券格付け業界全体において潜在的な反競争慣行が存在するとの結論に達するならば、格付け業界に対して何らかの形で規制監督を強化する必要があるからであろう。

#### 格付け判断をめぐる過去の判断

格付け判断の是非をめぐつては、過去にも何度も裁判が行われている。格付機関は、こうした格付け判断の結果的な間違いについては、格付け判断は格付機関の投資に対する意見にすぎず、したがつて言論の自由を保証した憲法上の権利によつて保護されているとの姿勢を崩していいない。次に見るように過去になされた告訴でも、こうした理由から、格付機関側が格付け判断に対して何らかの責任を負うことになった例はほとんどない。

#### ・ニューヨーク市債のデフォルト（一九七五年一月）

一九六〇年代中頃にニューヨーク市の財政悪化を理由にムーディーズ社とS&P社が相次いで格付けの引き下

げを行つたのに対し、ニューヨーク市は格下げに伴なう資金調達コストの上昇を嫌つて格付会社に対する議会ヒアリングを行うなど政治的圧力を高めたといわれる。その後二社ともに資金事情の改善などを理由に格付けを引き上げたが、その後間もなく市の財政はさらに悪化した。二社は市の債務返済が停止される寸前に格付け停止もしくは大幅引き下げるが、この一連の経過に関して、二社の格付け判断に政治的圧力が加わったのかどうか、格付けの変更のための十分な調査が行われたのかどうかが問われた。

#### ・マンヴィール社の破産（一九八二年八月）

アスベスト公害補償請求を受けていたマンヴィール社は、将来予想される補償請求を履行していくよりも現時点で会社を整理したほうが有利であると判断し、自己破産の申請を行つた。これに先立つて、破産法が改正され、実際に支払が不能になる前に自己破産の申請ができるようになったのを受けたもので、破産申請時点では企業業績が悪化していたわけではなかつた。S&P社は、破産申請の時点で同社の債券に対して投資適格の判断をしていた。格付会社としては、企業業績が良好なときでも何らかの理由で事業を継続するよりも債務整理を行つたほうが企業にとって有利であるよう場合に、格付け判断をどのように行うかという困難な問題を抱えることになつた。

#### ・ワシントン・パブリック・パワー・サプライ・システム（一九八三年七月）

ワシントン・パブリック・パワー・サプライ・システム（WPSS）の原子力発電設備が、建設コストの増加や電力需要の減退のため建設中途で中止となり、五基のうち二基分に見合いの債券がデフォルトに陥つた。これらの債券に投資適格の判断をしていたムーディーズ社とS&P社は、状況の変化に対応して早めに格付けを引き下げたが、損失を被つた投資家は格付会社の責任を追及して提訴した。最終的には格付けは投資情報の一つに過ぎないとされ、提訴は取り下げられた。

#### 格付機関の信用情報生産

格付機関は、債券についての信用情報を収集し、それを格付け記号の形で公表しており、銀行などの金融機関と同様に一種の情報生産を行つていると考えられる。しかしながら、生産された信用情報と実際に投下される資金の流れの関係を見ると、銀行と格付機関では大きな違いがある。銀行の場合は、自らの生産した信用情報をもとに自らが投資や貸出を行うため、生産された信用情報は資金の流れと切り離されることなくいわば内部消費される。したがつて銀行は自らが資金を投下することで、生産された信用情報の質を保証していると言ふことができる。

これに対して格付機関は、信用情報の生産を行いながら、自身は投資資金を投下することはない。実際に投資を行つるのは格付け情報をもとに投資判断を行つた投資家であり、投資行動の結果については自己責任原則にもとづいて投資家自らがリスクを負担する。格付機関は銀行とは違つて、自分で投資を行うことはないため、格付機関の生産した信用情報の質を保証するものは市場での格付機関の「評判（reputation）」以外には存在しないことになる。このように格付機関では、情報生産と資金の流れがアンバンドルされているため、投資家側から見たときに、信用情報の質に関するモラルハザードの可能性が否定できない。

さらに格付機関は、設立当初は投資情報を投資家に販売することで手数料収入を得ていたが、一九七〇年代以降は発行体から格付料を徴収するようになり、現在では発行体からの格付料が収入のほとんどを占めていると言われている。この事実と、格付けが一投資情報にすぎないとする格付機関の見解とのあいだには、隔たりがある

ことは否定できない。格付機関の主張するように、格付けが一投資情報にすぎず、格付け判断の是非にかかわらず勝手格付けが言論の自由を定めた憲法によって保証されているとするならば、発行体からの依頼に基づいて格付料を徴収するという格付機関と発行体の間の契約の性格は多少曖昧にならざるを得ない。もちろん格付け手数料を不特定多数の投資家から徴収して格付機関を運営することは、情報という財の性格から考えてかなり困難であることは想像に難くないが、それは、勝手格付けと格付料の問題に比べればむしろ技術的な問題というべきであろう。

SECによる格付機関の認可基準の見直しなどの検討プロジェクトに対して、格付機関は規制強化につながるとして反対意見を表明している。また発行体からも、格付けの行政利用について、NRSROsのなかの最も低い格付けに合わせて起債条件が決定されることになれば資金調達コストの上昇につながるとして警戒する空気が強く、SECが規制強化に乗り出すかどうかは予断を許さない状況である。

(清水)