

証 研

レボルバ



No.1556

1998年3月

投資家保護基金について

二上季代司 (1)

日米の社債発行急増と引受手数料引き下げ

松尾 順介 (11)

ファンドマネージャーへのアンケート調査 (1)

—新たな取引システムの評価— 吉川 真裕 (22)

上海のA株市場 (上)

—市場の形成過程と発展時期を中心に— 王 東明 (34)

資産管理業務と証券営業員

清水 葉子 (49)

銀行の給与水準と経営の効率性

岡村 秀夫 (59)

財団法人 日本証券経済研究所

投資家保護基金について

一一上季代司

顧客資産の保護手段として現在の「寄託証券補償基金」を証券取引法上の認可法人「投資家保護基金」に改組する」とが決まったようである。日本版ビッグバンでは証券業への登録制導入により新規参入が見込まれる反面、ではのI-P-C (Securities Investor Protection Corp., 証券投資家保護会社)、イギリスではICOS (Investors Compensation Scheme, 投資家補償計画) があるが、これらと比べて我が国の現行の「寄託証券補償基金」にはいくつかの問題点が指摘されてきた（後述）。

証券会社と顧客との関係は（今は禁止されている一任運用業務を除けば）具体的にはブローカーと顧客との関係になるが、ブローカーは顧客の資産を預かることはあっても銀行や保険会社と違つてこれを運用しているわけではない。にもかかわらず銀行の預金保険機構と類似の機構を必要とするのは、第一に、預かり金、売却したがまだ顧客に手渡していない売却代金、証券会社名義になっている株券（信用取引買付けによる担保株券や証拠金代用有価証券など）のように一見して業者の資産と顧客の資産が区別できず、証券会社破綻に際して顧客が直ちに取戻権を行使できるか不分明な場合があるからである。このため、投資家保護、証券市場の信頼性の観点から、業者破綻に対して速やかに顧客が自己の資産を取り戻し得るようにし、全額を取り戻し得ない場合の補償制度を作る必要がでてくる。

そこで以下では、英米のSIPC、ICOSの概要を紹介し、あわせて我が国における問題点を整理してみたい。

1 アメリカのSIPC（証券投資家保護会社）

(1) バックオフィス危機と破産法

SIPCは一九七〇年「証券投資者保護法」に基づき設立された非営利法人である。その機能は、証券会社の経営が破綻した場合等において顧客が当該証券会社に預けてある資産を取り戻すことができなかつた時に、五〇万ドルを上限に（うち現金は一〇万ドルまで）SIPCが補償し、立て替え払いするのである。これによつて業者破綻においても投資家保護を図ろうというわけである。

この時期に立法によってSIPCを設立した理由としては、①六〇年代末の時代背景（いわゆる「バックオフィス危機」）、②破産法との関連、の二点をあげることができる。六〇年代後半、株式ブームが到来して受け渡し・決済が遅延することが度々生じた。このため多くの証券会社が後方事務（バック・オフィス）に多大の設備投資を行つたのであるが、この固定費が負担となつて証券会社の倒産が見られるようになつたのである。⁽¹⁾

第一に、証券会社倒産の多発とともに、破産法との関連から顧客資産の保護に不備が生じているとの認識が高まつた。連邦破産法は一九三八年の改正（六十条e項の新設）により、証券会社の破産における顧客の取戻権について特別の規定をおいている。その場合の顧客の権利は次の三つに分けられる。①現物の客（Cash Customer）が自分の物と特定できる財産は完全に保護される。②現物の客だが自分の財産と特定できない場合、信用取引の客（Margin Customer）で債務を上回る純財産を持つ場合には、①の客が先取した残り（この財産は単一の分離された財團を構成する）に対して比例（ラブラタ）的に配分される、③上記のやり方によつても

(2)

(1)

取り戻せない財産ならびに金銭的債権（買付けのための現金、売却代金、証拠金勘定におけるFree Credit Balance）は一般債権者と同等に扱われる。

翻ひて、バックオフイス危機は、それまで取引所」とは区々であった清算事務や取引所会員業者間にとどまつた

ていた口座振替決済を統一化、全国化をもむる契機となり、七〇年代初頭には清算機関であるNSCC（全国証券精算会社、National Securities Clearing Corp.）と預託・口座振替機関であるDTC（Depository Trust Company）が成立する。又ひて、DTCでは参加業者（および一部の銀行、機関投資家等）の口座名で証券は一括混載保管され、あるは特定の顧客の物とは分別されない状態におかれる。またアメリカでは保護預りにおいて一括分別方式（bulk segregation）が利用される場合にはstreet nameが利用され、証券会社名義になつてゐる。そのハシクの対処も問題であった。要するに破産法の規定を修正しなければ混載寄託される顧客資産の保護は不十分となり、DTCは一般投資家によつて問題視される恐れがあった。⁽²⁾

（2）一九七〇年証券投資家保護法による解決

上記の問題は一九七〇年証券投資家保護法⁽³⁾（Securities Investor Protection Act of 1970）により次のような解決が図られた。SIP法において設立されたDTCがある証券会社の財産状態が困難だと分かれれば（これは当該業者の直接の監督機関であるSECや自主規制機関から通知される）、裁判所に保護判決（本法により規定された顧客保護の必要があることを判示する判決）の申請を出すことだがとも、これが認められると破産法とは別途のSIP法に基づく清算手続きを行はしむがやめる（同法五条）。

【顧客資産の保護】

ところが業者資産を清算するときに問題となるのが顧客資産との区別である。七〇年SIP法は、顧客の財産とは保管のため、売却のため、また購入の結果として、担保として業者が預かつてゐる証券ならびに売却の結果あるいは購入のために業者に預託されている現金をさす（一六条一一）と定義し、現金はもちろんたゞ証券会社名義あるいは証券会社名義のDTC口座に保管されている証券であつても顧客資産である」とを明定する。そして清算手続に際しては先取特権または質権を控除した残余財産はこのように規定された顧客財産と業者自身の一般財産とに分割される（六条d）。

なお、破産法においても「明確に識別される財産」は完全に保護されるが、SIP法は、たとえ現金や証券会社名義の証券であつても、顧客のために割り当てられていて物理的に別にしてある場合には「明確に識別される財産」と規定し、これは顧客が一般債権者に先立つて取戻権を有する財産とした。

具体的には①Street-nameの保護預り証券、DTCの証券会社口座名で保有されている証券等は、業者の記録から顧客のために保有されかつ個々の顧客の持ち分の特定が確認されれば「明確に識別される財産」としたのである。②次に全顧客資産から現物顧客に帰属する「明確に識別される財産」を控除した残余は「単一分離基金」を構成する。一方、業者から信用を受けているマージン取引の顧客等は業者の清算手続き届け出日時点での債権と債務を相殺した上で純財産を計算し、上記の「単一分離基金」にたいして比例的分配請求権を有し、これも先取特権がある。③なお、顧客の預り金については、special reserve bank accountとして業者自身の銀行口座とは区別された口座を設け、預り金に相当する準備金を保持すべしとされており、まさに預り金についても「明確に識別された財産」に含まれる。

【SIPC基金の役割】

上記の財産は顧客側に取戻権があるので速やかに返還されなければならないが、取戻す」とのできない財産があれば、その超過額についてSIPCは顧客あたり五〇万ドル（うち現金は一〇万ドル）までを管財人に前貸し、管財人はこれで顧客への支払いに応じる（九条）。これがSIPCによる補償といわれる内容である。⁽⁵⁾このほかSIPCは清算手続き届け出時点においてまだ履行されていない取引の結了の為にも管財人に前貸しする。

このためSIPCはすべての登録プローカー・ディーラーを強制的に会員とし（三条a—二）、彼らから会費を徴収して独自の基金を設立しなければならない。会費は当該会員の証券関連総収入の2／16%（八九年以降は3／16%に引き上げ、最低一五〇ドル）とされ、このほか基金には一定の借入枠も設定され、常に一定額以上の残高を維持する事になっている。なお、資産は国債等の安全な資産で運用されなければならない（四条）。なお、SIPCの実績については、設立以来二六年間で二六五件の保護判決により顧客資産の保護手続きを進めたとのことである。⁽⁷⁾

2 イギリスのICS（投資家補償計画）

（1）八六年金融サービス法とICS

イギリスのICSは八六年金融サービス法（五四条）にもとづき一九八八年に設立された非営利法人である。ICSの目的はアメリカの場合と同様であるが、金融サービス法に盛られたのにはそれなりの理由がある。金融服务法は業者の不正行為に対し契約無効と同時に個人投資家に損害賠償にかかる訴訟権を認めた。したがって、同法は業者の経営破綻はもちろん不公正取引による損害賠償金の支払いが行えない場合に対する備えも必要となつたのである。

（2）ICSの機能と自主規制団体

ICSは顧客自身の訴えやその業者を監督している自主規制団体からの通知により調査を開始し、当該業者からの資産の取戻しが不可能と判明した段階で「デフォルト」を宣言する。イギリスでは金融サービス法五五条により顧客の資金は分別されて信託勘定におかれる（held on trust）こと、また株式の決済も名義書換が一般的であること⁽⁹⁾等により、顧客資産と業者資産の区別はアメリカほど困難ではない。ICSは顧客資産の取り戻しが不可能となつたとき、最初の三万ポンドまでは全額、次の二万ポンドまでは九〇%、合計四万八千ポンドまで補償する。補償対象は株、ユニットトラスト、先物・オプション、個人年金、長期保険契約など金融サービス法にいう「投資物件」である。

その補償金は当該業者に対する顧客の財産権を代位したものであるから、これを回収すべくまず当該業者自身からの取り立てにつとめるが、それで足りない場合には当該業者が属する自主規制機関に対し課徴金（Levy）を課すことによりカバーされる。このため各自主規制機関は加盟業者からの会費徴収によって独自の基金をもたねばならない。

（3）ICSの実績⁽¹⁰⁾

ICSは八八年八月設立以来九七年七月末までの九年間で累計二〇九業者にデフォルト宣言を出し補償の対象となつた顧客は一万人以上、補償支出額一一七百万ポンド（約一四〇億円）にのぼっている。最近の補償支出額

ICSの補償支払額とLevy

(単位:千ポンド、社)

年 度	補償支払額	アフォルト業者	課徴金小計	うち PIA	うち SFA	うち IMRO
94年4月～95年3月	15,800	52	16,629	15,859	664	107
95年4月～96年3月	25,500	71	14,442	10,463	2,502	1,476
96年4月～97年3月	11,100	46	33,125	32,911	214	0

(注) PIA (Personal Investment Authority、個人投資委員会)、SFA (Securities and Futures Authority、証券先物委員会)、IMRO (Investment Management Regulatory Organization、投資管理規制団体)

(出所) ICS, Annual Report, various issues.

なお九二年度（九四年三月末）までは各自主規制機関の基金相互の間で内部拠出（Cross Contribution）の慣行があつたが、九四年度以降内部拠出の規定は無くなつた。もつとも、九七年一〇月からの規制監督当局の統合（SIBのFSAへの改組）により補償基金の統合も行われる見通しである。

ちなみに米国と比べると補償支払いの事由にはそれぞれ特徴が見られる。米国では業者経営破綻によるものが多いが、英国では投資物件の不正販売（説明義務違反、不実アドバイス）への対処という色彩が強い。たとえば課徴金はPIAがもつとも多いが、これは個人年金やHome Income Planと呼ばれる特殊な投資物件の販売がPIAの会員業者に多かつたからに他ならない。⁽¹²⁾

3 日本の寄託証券補償基金

最後に、日本の実状についてみよう。まず日本の破産法は八七条で「一般の取戻権」

を規定しており破産者に属さない財産は一般債権者より優先して取り戻すことができる。保護預り証券は業者が他に流用でもしない限り（すれば刑法二五三条業務上横領に当たる）、取り戻せる。買い付けたがまだ顧客の手に渡っていない証券も同様である。しかし、預り金、売却代金、信用取引委託保証金等の現金ならびに信用取引買い付け証券には取戻権がなく一般債権者と同様に業者の資産の処分代金からの分配を待つことになる。

日本にはアメリカのspecial reserve bank accountやイギリスの信託分離勘定のように顧客資金を分別管理する規定がない。証券会社のバランスシートの現金・預金、短期貸付金（コールローン）の合計が負債側の預り金、募集等受入金、受入保証金など顧客の資金を上回るように当局の指導があるだけである。今回、寄託証券補償基金の改組と同時に、顧客資金の分別管理に関する規定が証券取引法に導入されたことに決まったのも当然のことである。

一方、現行の寄託証券補償基金は証券会社破綻時に顧客に返還できない資産の補償に充てるためのものであるが、補償金額は証券会社一社あたり二〇億円であり、補償支払いの対象、金額が妥当とはいえない。しかもこの基金は任意の財團法人であり、加入が任意、基金への拠出も寄付金扱いであり課税対象となつていて。今回の改正により、寄託証券補償基金は証取法上の法人と規定され、全証券会社の強制加入となつた。また補償支払いの対象は顧客に限定し、モラルハザードを防ぐため補償額に一定の上限を課すこととされている。証券会社破綻における投資家保護は米英の水準に近づいたといえよう。

(2) 以上については竹内昭夫「証券会社と顧客との関係」(ロス・矢沢監修「アメリカと日本」の証券取引法】商事法務研究会、一九七一年、下巻に所収)を参照した。

(3)

同法は七八年に大幅な改正が行われた。この翻訳は日本証券経済研究所『外国証券関係法令集、アメリカⅣ』に納められてる(七八年旧法の翻訳は一九七六年、改正後の改訂版は一九九一年発刊)。なお、同法成立とともに連邦破産法六〇条の項もこれにあわせて七八年に改正されてる。以下は断り無き限り七八年改正法による。

(4) 七〇年に三四年証券取引所法(五十三条を改正し、これに基づいてSEC規則一五〇二一一)が導入され、預り金の分別管理が行われるようになった。

(5) ただし、SECに登録されてるなふのナットハドパートナーシップや金・銀その他の商品先物などは対象とされない。なお補償額は当初は五万ドル(うち現金二万ドル)であったが、七八年には一〇万ドル(同四万ドル)、八〇年から現行の額に引き上げられた。

(6) 借入枠にはJR東海を中止する数行かいなる共同融資団、および財務省からの借入枠がある。

(7) *Crain's Cleveland Business*, October 13, 1997.

(8) 業者の不実アドバイス(Bad Advise)や落ち度のある投資管理(poor investment management)のため損を出し苦情処理手続きに従って補償を請求しても、業者が自主廃業で逃げてしまった場合等のケースがこれにあたる。

(9) 九六年末から稼働してくるクレベト(Crest)は業者や名義書換機関、決済銀行等との間での売買情報伝達のネットワークであり、DTSのようないくつかの口座振替機関ではなく、本券を混載保管していない。それ以前のタリスマンは業者間で譲渡証書のやりとりで名義書換が行われていた。

(10) 以下はICS' Annual Reportである。

(11) PIAはFIMBRAとLAUTROが統合してないものやナショナル・ラストのような集合投資計画、年金、保険の販売業者の規制監督当局である。

(12) (1) 八〇年代後半に年金の民营化に絡んで職域年金から個人年金への乗り換えが進んだが、年齢や職歴によっては乗り換えは明らかに不利になるケースもあったのに、販売奨励金に目がくらんだ個人年金の販売人が適合性の原則を無視して押し込み販売をした結果、損害賠償を求める大規模な民事訴訟に発展、この賠償支払いに耐えられない零細業者が破綻しICSが補償したケースである。(2) Home Income Planは主として老人向けに八〇年代後半売り出された一種のエクティ商品である。仕組みは、投資家のもつ住居をモーゲージ担保にして建築組合より借り入れ、その資金で株式市場にリンクした債券を購入するとともに、低金利かつ株式市況高騰の折りには利払い後にかなりのインカムが残るというふれこみであったが、市況が逆転し不動産市況も低迷するとモーゲージ価値が反落、老人は住居を失うという悲劇になる。ICSは累計で一五〇〇人に五千万ポンドの補償金を支払ったが、この補償額は第一義的にはこれに附与した者の中から弁済せんとする方針であり、建築組合もこれに附与したとの観点から訴訟を起こしてゐる。九六年六月にはCheltenham & Gloucesterとの間で和解(投資家二十九人に七五〇万ポンドを一括補填)が成立してゐる。

(10)

(9)

日米の社債発行急増と引受手数料引き下げ

松尾 順介

はじめに

国内金融機関の企業に対する「貸し済り」の影響もあり、一段と国内普通社債発行が増加しているが、そのなかで引受手数料の引き下げも相次いでいる。とくに、優良発行体の起債については、従来の手数料をかなり大幅に引き下げるケースが目立ち始めている。この要因としては、これらの発行体は高格付けであること、引受リスクを小さくする起債方式を採用していること、さらに四月のユーロ円債の還流制限撤廃を控えて、すでに裁定が働いていることなどが指摘されているが、銀行系証券子会社の参入に伴う引受競争激化も背景にあると思われる。他方、米国でも起債市場は拡大しているが、その反面競争激化のために引受手数料収入が低下していることが伝えられている。後述するように、一九九六年と九七年を比較すると、債券の引受手数料は総額ベースにおいても、料率ベースでも低下している。したがって、本稿ではまず、日本における最近の引受手数料引き下げについて考察した上で、米国の社債市場の拡大を概観し、そこで生じて引受手数料の変化を考察する。

1 日本における引受手数料引き下げ

周知のように、国内普通社債の発行は増加しており、最近の月次ベースの起債は一九九七年一月三、九一〇億円、一二月九、三七〇億円、一九九八年一月九、一〇〇億円そして二月一兆三、七八〇億円となつており、高

水準の起債が続いている。その中で、今年一月一〇日に募集したNTTをはじめとして引受手数料引き下げが活発化している。

まず、一月一〇日募集のNTT債は、主幹事第一勧業証券・ゴールドマン・サックス証券（共同主幹事）、一〇年債一〇〇〇億円であるが、従来四五銭（一〇〇円単位）の引受手数料が三八・五銭に引き下げられた。これは、起債コストをユーロ市場並みに引き下げるのがねらいとされており、これと同時に行われた償還手数料引き下げとを合わせると、同社の発行コストは応募者利回りプラス〇・〇七〇・〇八%から同〇・〇五%～〇・〇六%へと低下したといわれる（ただし、ユーロ市場では同〇・〇四%とされている⁽¹⁾）。

このような引受手数料の引き下げが受け入れられた要因として、「引受リスクの極小化」が指摘されている。すなわち、第一にAAA格銘柄であり、低格付け銘柄に比べて販売難易度が低いという点である。第二に、需要予測をクーポン方式ではなく、国債の流通利回りに対するスプレッド方式で行っており、募集当日の相場変動の影響を排除できるため、相場変動によつて募残が生じるリスクが回避できるという点である。第三に、引受シ团編成や最終販売分担額の調整を主幹事に任せ、主幹事権限の強化が図られたという点である。つまり、引受手数料を引受リスクの対価とみるならば、引受リスクを小さくすることが引受手数料引き下げの根拠となつたといわれている⁽²⁾。

このNTT債以降、引受手数料引き下げに追随する動きが強まつており、JR西日本、九州電力、JR東日本、トヨタ自動車などが従来の引受手数料より五銭から六・五銭（一〇〇円単位）引き下げられた水準で起債を行っている（表1参照）。そして、これらの銘柄はいずれもAAA格であり、このような手数料引き下げが受け入れられた背景として、第一に最近高格付け銘柄と低格付け銘柄間で投資家の選別が進み、販売難易度の差が明確に

表1 引受手数料引き下げ銘柄一覧

回号	発行体	格付け	年限	募集日	主幹事証券	引受手数料(録)
37	日本電信電話	AAA	10	1/20	第一勧業、ゴールドマン・サックス	45→38.5
4	西日本旅客鉄道	AAA	12	1/21	住友キャピタル	45→40
5	西日本旅客鉄道	AAA	20	1/21	興銀	55→50
341	九州電力	AAA	10	1/23	興銀	45→38.5
8	東日本旅客鉄道	AAA	12	2/3	野村	45→40
9	東日本旅客鉄道	AAA	20	2/3	興銀	55→50
1	トヨタ自動車	AAA	20	2/4	野村、メリルリンチ	55→50
2	トヨタ自動車	AAA	10	2/4	野村、メリルリンチ	45→38.5

(出所)『日経公社債情報』, 1998年2月9日, p.3。

表2 格付けで異なるユーロ市場の引受手数料

(100円に対する録で表示)

格付け	2年	3年	4年	5年	7年	10年
AAA	12.5	18.75	22.5	25.0	30.0	32.5
AA	12.5	25.0	-	27.5	32.5	40.0
A	-	-	37.5	37.5	37.5	45.0

(出所)表1と同じ, p.2。

表3 普通社債諸手数料

(発行額に対する割合: %, 平成9年8月現在)

発行 当初 費用	(1)引受手数料	(10~20年) (7~8年) (5~6年) (3~4年)	0.45~0.55 0.40~0.45 0.40~0.50 0.35~0.45 うち幹事手数料0.03~0.05 引受責任料0.05
	(2)受託手数料等 ・受託手数料 ・管理手数料(当初) ・信託報酬(当初) ・当初登録手数料 ・抵当権設定登録免許税	無担保 - - - 0.07~0.10	一般担保 - - - 0.07~0.10 0.07~0.10 …(0.20) …(0.25)
年 当 期 中 費 用	(1)信託手数料等 ・信託報酬(期中) ・管理手数料(期中)	無担保 - 0.006~0.045	一般担保 - 0.001~0.045 担保付 …(0.25)
	(2)代理事務手数料 ・利金取扱手数料	-	0.20~0.30
元 金 取 扱 手 数 料	元金取扱手数料	-	0.10~0.20
	(1)所有者登録手数料 (2)移転登録手数料 (3)抹消登録手数料 (4)その他	額面金額100円につき0.07~0.10円 1件につき800円 1件につき800円 登録税、印紙税、券面作成費、有価証券届出書作成費、目論見書作成費、社債原簿作成費、法定公告費、等所要の費用。なお、発行事務、期中事務を代行会社に委託した場合は、発行会社より代行会社に手数料が支払われる。	

- (注) 1. 本表は平成8年9月~平成9年8月における実績(ブレーンのみ。ABSは除く。)をもとに作成(ただし一部推定値を含む)。この間に発行実績がない場合等は掲載が不可能なため「…」を、また数値の把握ができなかった場合は「N/A」を表示。
 2. 普通社債のうち、デュアル・カレンシー債の引受手数料は1.50%, リバース・デュアル・カレンシー債の引受手数料は1.00%。

(出所)『公社債年鑑』1997年版, p.223。

なっていることが挙げられる。すなわち、BBB格を中心とした低格付け銘柄が忌避され、ほとんど新規発行がなされないという事態が続いているが、その反面高格付け銘柄に需要がシフトし、これらの発行体の手数料引き下げにつながつたものと考えられる。さらに第二に、引受手数料引き下げに応じた銘柄の多くが銀行系証券子会社であったことを考えると、これも最近の主幹事獲得競争の結果という側面が強いことが推測できる。そして、第三に従来から発行体サイドの要望であった、ユーロ市場との発行コスト格差の縮小という点も挙げられる(表2、3参照)。とくに、四月からの還流制限撤廃によってユーロ市場との市場間競争が強まることが予想され、すでに裁定が働きはじめていることも考えられる。

いずれにせよ、従来の年限別に一律に決定されていた引受手数料体系は、今後格付けを基準とした販売難易度の格差を反映した形に修正を余儀なくされるという見方がされており、販売難易度の高い BBB格では引き上げもあるといわれるが、実際は全体として引き下げしていく可能性が高いと思われる⁽³⁾。

まず、投資適格債については、三〇年物財務省証券の金利の低下によって、発行体の調達コストも低下したため、起債環境が好転していること、M&Aの活発化によって企業の資金需要が高まつたこと、さらに国内外の投機ドルを大きく上回っている⁽⁴⁾。

2 米国の社債市場の拡大

一九九七年の米国の総引受額(公募による株式・債券発行額)は一兆三、〇〇〇億ドルに達し、前年の九、六七六億ドルを大幅に上回り、過去最高となつた。なかでも、社債は投資適格債七、一二六一億ドルで、前年の五、一八九億ドルを大きく上回り、高利回り債(公募および一四四Aの合計)も一、一二五一億ドルで、前年の七二二億ドルを大きく上回っている。

表4 米国における新規発行の引受手数料（開示ベース）

幹事	1997年		1996年		順位
	総額(百万ドル)	シェア(%)	件数	総額(百万ドル)	
Merrill Lynch	\$1,346.6	16.0%	1,815	\$1,357.2	1
Coldman, Sachs	1,180.0	14.0	1,094	1,205.3	2
Morgan Stanley Dean Witter	873.0	10.4	1,489	940.0	4
Salomon Smith Barney	798.6	9.5	1,203	1,059.8	3
Donaldson, Lufkin & Jenrette	498.1	5.9	329	652.4	5
Lehman Brothers	495.8	5.9	910	490.7	6
Credit Suisse First Boston	368.6	4.4	541	428.6	7
Bankers Trust	314.3	3.7	92	373.6	8
JP Morgan	309.1	3.7	840	250.7	10
Nations Bank	228.4	2.7	244	283.0	9
上位10社計	\$6,412.4	76.0%	8,557	7,041.40	—
合計	\$8,432.0	100.0%	12,461	9,263.60	—

(資料) Securities Data Co.

(出所) "Wall Street Journal". Jan.2, 1998.

表5 米国における引受手数料率（証券種類別平均）

証券種類	粗スプレッド (百万ドル)	比率 (%)	件数	平均手数 料率(%)	1996年				
					証券種類	粗スプレッド (百万ドル)	比率 (%)	件数	平均手数 料率(%)
投資適格	1,122.9	53.3	2,211	0.467	投資適格	1,093.3	44.2	2,233	0.404
非投資適格	440.4	20.9	121	1.768	非投資適格	768.3	31.1	188	2.271
転換社債	194.6	9.2	45	2.315	転換社債	211.0	8.5	56	2.358
モーゲージ担保証券	2.1	0.1	3	0.261	モーゲージ担保証券	11.8	0.5	20	0.358
資産担保証券	346.5	16.4	472	0.293	資産担保証券	387.0	15.7	439	0.306
計	2,106.5	100.0	2,852	0.537	計	2,471.4	100.0	2,936	0.558

(資料) Securities Data Co.

(出所) "Investment Dealers' Digest". Jan.26, 1998. p.17

資家からの社債需要があつたことなどが指摘されている。⁽⁵⁾ とくに、投資適格債の発行体としては、金融および製造業部門のほとんどで増加しているが、金融部門では商業銀行、投資銀行、各種信用機関、その他金融関連会社の起債は第1～3四半期で二九三一億ドルで前年同期比で七〇・五%増となつていて。また、製造業部門では同じく第1～3四半期四〇七億ドルで前年同期比一一・一%増であった。

次に、高利回り債についても同様に、低金利、好景気およびヨーロッパの新規市場の拡大などが指摘され、とにかく一九九七年については高利回り債発行の一〇%程度が非居住者の起債によるものといわれている。そして、高利回り債のパフォーマンスが他の資産を上回っているために投資家層も厚くなつており、年金基金、保険およびマネーマネージャーが資金を高利回り債にシフトさせている。⁽⁷⁾ とくに、製造業関連の起債は一九九七年第1～3四半期二二〇億ドルであり、前年同期比七〇・五%増であった。また、発行体としては、メディア部門が同期一七八億ドルと目立つており、前年同期比八二・二%増であった。⁽⁸⁾

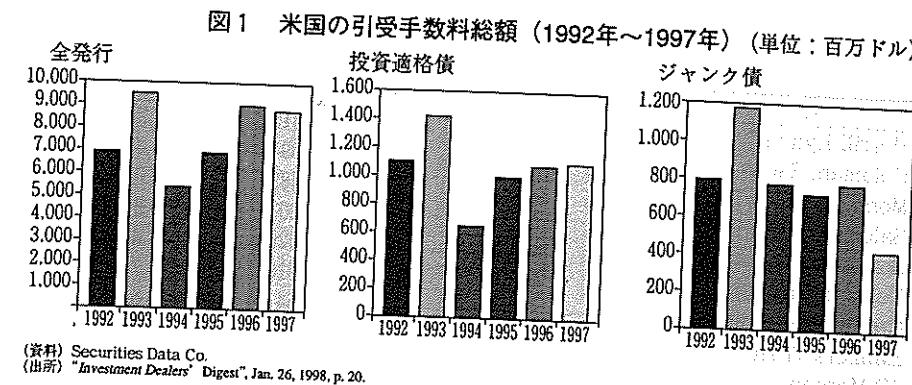
3 米国の引受手数料

以上のように、米国の社債発行市場は活況を呈しているが、その反面引受手数料は低下していることが報じられている。Securities Data社の調査によると、一九九七年の開示ベースでの株式および債券引受手数料は八四億三〇〇〇万ドルと前年比一〇%減であり（表4参照）、その要因として競争激化と株式のIPOの急減が指摘されている。まず、IPOについては引受業務のうちでも収益性がもつとも高く、この手数料が一九九六年三〇億ドルから一九九七年二六億ドルへと四億ドル（一四%）低下している。また、競争激化については、海外および米国の商業銀行の引受業務参入が影響していることが指摘され、これらが同一の案件を追求するために手数

料引き下げ圧力が強まっているといわれている。⁽⁹⁾

では、具体的にどの証券の引受手数料が低下しているのか証券種類毎について、一九九七年〇・五五八%から一九九七年〇・五三七%へと〇・〇二一%減となつておらず、わずかながら減少している。また、引受手数料総額でも一四億七一四〇万ドルから一億六五〇万ドルへと三億六四九〇万

ドル（一四・八%）低下している。このうち手数料率が下がつているのは、非投資適格債〇・五〇三%減、転換社債〇・〇四三%減、モーゲージ担保証券〇・〇九七%減、資産担保証券〇・〇一三%減であるが、なかでも非投資適格債の低下（一・一七一%から一・七六八%）が著しい。しかし、逆に投資適格債のそれは、〇・四〇四%から〇・四六七%へと〇・〇六三%上昇している。そして、最近6年間の投資適格債と非投資適格債の手数料総額を見ると、投資適格債は一九九四年以降若干増加しているが、他方非投資適格債は一九九三年からはつきりと減少傾向にあることがわかる（図1参照）。



このような手数料の低下の要因⁽¹⁰⁾として、まず第一に、エマージング・マーケットの発行体が増加したことが指摘されている。つまり、一九九六年段階では、これらの海外発行体は債券市場で資金調達を行う際相対的に高

いプレミアムを引受業者に支払わなければならなかつたが、一九九七年になると、これら発行体に対する引受競争が激化し、また投資家の需要も強かつたため、引受スプレッドは縮小した。したがつて、これらの発行体の起債において手数料が急激に下がり、従来は高い手数料を設定されていたアルゼンチンやブラジルの発行体に対する手数料も低下した。ただし、一九九七年一〇月のアジア危機以降、年末にかけて引受業者もより妥当な手数料を設定するようになり、米国の国内銘柄に対しても同様の改善が見られた。

第二に、短期の社債が増加したことでも指摘されている。つまり、短期債はリスクがより小さいために一般的に手数料が小さくなつており、さらにこれらの証券にはリーグ・テーブル目的で発行されているものも多いといわれている（表6参照）。

第三に、ジャンク債については前述のように相当手数料率が低下したが、これはBB格のようにジャンク債の中でも高い格付けを有している銘柄、そのために引受手数料の低いものが多く起債されたためであるとされている。しかし、債券市場全体の中で高利回り債市場は競争が激しく、一九九六年の引受ランディング上位一〇社のうち七社が九七年にはシェアを低下させ、逆にJ.P.モルガンやチエース・マンハッタンのような商業銀行がシェアを上昇させていく（表7参照）、市場の競争激化が手数料引き下げ圧力になつていていることは否めない。以上の点から、米国の社債引受市場では従来手数料の高かつたハイ・リスクの債券の引受手数料が低下する傾向にあり、逆に投資適格債を中心とした低リスクの債券ではむしろ上昇、ないしは引受業者にとつて妥当な水準を維持しているといえる。

表6 米国の投資適格債の内訳

1997年	粗スプレッド (百万ドル)	比率 (%)	件数	平均手数 料率(%)	1996年	粗スプレッド (百万ドル)	比率 (%)	件数	平均手数 料率(%)
満期別					満期別				
1~3年未満	68.3	6.1	379	0.160	1~3年未満	64.6	5.9	472	0.096
3~5年未満	77.0	6.9	389	0.256	3~5年未満	58.0	5.3	339	0.221
5~12年未満	585.8	52.2	1,110	0.486	5~12年未満	638.7	58.4	1,133	0.474
12年以上	391.7	34.9	331	0.834	12年以上	332.0	30.4	289	0.791
ムーディーズ社の格付別					ムーディーズ社の格付別				
Aaa	31.4	2.8	31	0.468	Aaa	39.8	3.6	56	0.411
Aa1	4.8	0.4	11	0.302	Aa1	25.8	2.4	8	0.779
Aa2	22.0	2.0	29	0.606	Aa2	33.1	3.0	44	0.440
Aa3	76.8	6.8	138	0.406	Aa3	55.8	5.1	95	0.374
A1	136.8	12.2	179	0.553	A1	139.0	12.7	137	0.524
A2	137.5	12.2	235	0.566	A2	185.9	17.0	219	0.578
A3	131.4	11.7	245	0.555	A3	177.3	16.2	198	0.588
A	—	—	—	—	A	—	—	2	—
Baa	0.1	—	3	0.775	Baa	—	—	—	—
Baa1	198.7	17.7	188	0.623	Baa1	98.1	9.0	91	0.702
Baa2	117.1	10.4	144	0.706	Baa2	66.6	6.1	98	0.662
Baa3	90.8	8.1	123	0.652	Baa3	84.7	7.7	95	0.711

(注) モーゲージ担保証券、資産担保証券、転換社債およびジャンク債を除く。
(出所) "Investment Dealers' Digest", Jan.26, 1998, p.23

表7 米国の高利回り債引受ランキング

幹事	1997年			1996年				
	総額(百万ドル)	順位	比率(%)	件数	総額(百万ドル)	順位	比率(%)	件数
Merrill Lynch & Co.	14,739.3	1	11.8	88	8,851.1	3	12.3	67
Donaldson, Lufkin & Jenrette	14,108.6	2	11.3	77	10,617.9	1	14.7	54
Morgan Stanley Dean Witter	13,504.4	3	10.8	76	5,713.7	5	7.9	37
Salomon Smith Barney	12,647.1	4	10.1	69	9,348.2	2	12.9	56
Chase Manhattan Corporation	9,038.2	5	7.2	62	3,429.6	9	4.8	25
Bear, Stearns	7,825.9	6	6.3	53	5,319.2	6	7.4	31
Goldman, Sachs & Co.	7,227.2	7	5.8	47	7,270.4	4	10.1	40
Bankers Trust	6,785.5	8	5.4	48	3,971.3	7	5.5	29
JP Morgan & Co. Inc.	6,613.3	9	5.3	42	2,935.7	10	4.1	21
Credit Suisse First Boston	5,757.8	10	4.6	63	3,456.7	8	4.8	27
Lehman Brothers	4,656.8	11	3.7	31	2,421.8	11	3.4	23
Jefferies & Co., Inc.	4,252.7	12	3.4	32	1,117.5	14	1.5	7
CIBC Wood Gundy Securities	3,241.3	13	2.6	22	1,313.9	13	1.8	9
Nations Bank	2,402.3	14	1.9	22	1,507.0	12	2.1	14
UBS	1,574.7	15	1.3	13	572.5	17	0.8	6
全発行額	125,053.7	—	100.0	827	72,192.2	—	100.0	503

(注) 公募および144A私募を含む。また、主幹事に発行額を割り振っている。
(出所) "Investment Dealers' Digest", Jan.12, 1998, p.48

まとめ

日米の社債発行市場の動向を比較すると、両者ともに起債が増加しているという点で共通しており、さらに引受業者の手数料率については、日本の場合は現時点で断定することは必ずしもできないが、引受競争の激化という背景の下に、引き下げ圧力が強まっているという点では同じ傾向を示しているといえる。しかし、日本の場合は、AAA格に代表される高格付け銘柄において手数料が引き下げられているのに対して、米国ではジャンク債を中心とした低格付け銘柄において手数料が引き下げられており、投資適格債では逆に手数料は上がる傾向を示しており、この点で異なっている。その理由として、投資家層の厚みの差が指摘できる。つまり、米国ではもともと投資家層が厚く、ジャンク債はもとより、ディストレストといわれる破綻企業の債券を購入する投資家層も存在する上に、この間の好景気と株価上昇の下で高利回り債の需要が高まり（とくにジャンク債の場合、株価との連動性が高く、株価上昇期に市場は拡大するといわれている）、それが引受手数料の引き下げ圧力となつたが、日本では適債基準撤廃後も BBB格普通社債が発行されていないことにも表れているように、相対的に投資家層が薄い上に、最近の信用不安の下でいつそ投資家の高格付け銘柄選好が強まつており、それがAAA格の引受手数料引き下げ圧力につながっていると考えられる。したがって、日米の投資家層の差、ないしはそれによつて生じる投資行動の差が、引受手数料引き下げのあり方に大きく影響しているものと思われる。

注

- (1) 「日経公社債情報」、一九九八年二月九日、二ページ、参照。
(2) 「日経公社債情報」、一九九八年二月九日、二二三ページ、参照。

- (3) 「日本経済新聞」、一九九八年一月二十一日、**経済**。
- (4) "Investment Dealers' Digest". January 12. 1998, pp.24-48.
- (5) ibid.p.30. また、トシトヨモト一ロハペの投資家の米国社債投資が特に伸びておらず、The Bond Market Association, "Research", November 一九九七年七月四日、「一九九七年上半期外人投資家の社債投資額は四一六億ユーロと前年同期比一四・九%増となりました。」
- (6) The Bond Market Association, "Research Quarterly", November 1997, p.3.
- (7) "Investment Dealers' Digest", January 12. 1998, p.28.
- (8) The Bond Market Association, "Research Quarterly", November 1997, p.3.
- (9) "The Wall Street Journal", January 2. 1998. たゞ、米国では銀行に譲るやうな差額がgross spread (粗利) である。manager's fee (管理料)、dealer's or underwriter's discount(リーダーまたはトランクルーラー料)等のselling concession(販売手続料)などがある。本稿では、粗利による便益を証明する。
- (10) "Investment Dealers' Digest", January 26. 1998, pp.18-19.

ファンドマネージャーへのアンケート調査（1）

～新たな取引システムの評価～

吉川 真裕

いよいよ四月から改正外為法の施行に伴つて日本版ビッグバンが本格的に始まる事になる。従来は資金調達者や仲介業者が中心であった我が国の株式市場でも日本版ビッグバンによつて資金提供者の重要性が高まり、とりわけ世界的に進展する機関化の趨勢のもとでは機関投資家の役割がますます重要なものと考えられる。資金提供者あるいは資金運用者の要望をできる限り採り入れていくことが日本版ビッグバンの核心と考え、機関投資家の要望を幅広く集め、株式市場の制度改革に資することを目的として当研究所では先頃、アンケート調査を実施した。アンケート調査の内容は実際に株式運用に携わっているファンドマネージャーの意識調査を中心であり、投資顧問業・投資信託運用会社・保険会社・銀行等の機関投資家を対象として、二八四社に質問状を送付し、六二社から八六件の回答を得た。（アンケート調査にご協力いただいたファンドマネージャーの皆様にはここに記して感謝します。）

今後、このアンケート調査の結果を順次紹介していく予定であるが、本稿では回答者の特徴と新たな取引システムに関する評価を取り上げる。昨年一月以降、東京・大阪・名古屋の各証券取引所では大口取引市場とバスクット取引市場がすでに開設されており、さらに大阪証券取引所は機関投資家の直接参加に近い取引システムの

開発を表明しており、我が国でも伝統的な取引所取引とは異なる取引システムの導入が進みつつある。そこで、今回はこうした取引システムに対するファンドマネージャーの評価を取り急ぎ紹介する。

1 回答者の特徴

(1) 会社組織

アンケート用紙は生命保険会社四四社、損害保険会社二七社、信託銀行三三社、都市銀行・長期信用銀行一二社、地方銀行一〇社、投資信託運用会社四四社、投資顧問業者一一四社の計一八四社に送付し、六一社から八六件の回答を得た。質問事項は株式取引に関する四〇項目一五五問、回答者の属性に関して八項目九間に及んだ。まず、回答者の会社組織に関しては、送付先として上げたような業態分類は避け、独立した投資運用会社、銀行・証券会社・保険会社等の子会社、銀行・証券会社・保険会社等の一部門、企業年金基金、公的年金基金、投資信託運用会社、その他、の七つの中から選択してもらったところ、①銀行・証券会社・保険会社等の子会社が三四件（三九%）、②銀行・証券会社・保険会社等の一部門が二六件（三〇%）、③投資信託運用会社が一五件（一七%）、④独立した投資運用会社が九件（一〇%）、⑤企業年金基金が一件（一%）、⑥公的年金基金が〇件（〇%）、⑦その他が〇件（〇%）、という結果であった。金融機関の子会社または一部門が回答の三分の二以上を占めたが、我が国の現状に即してみると、回答者が極端に偏っているという問題はなさそうである。

(2) 資産運用スタイル

次に、運用ファンダムの資産運用スタイルについて、銘柄選択に基づくアクティブ運用か、指標追随するパッジブ運用かを質問したところ、アクティブ運用が六九件（七九%）、パッシブ運用が一三件（一五%）で、アクティブ運用の割合が高かつた。

(3) 運用方針

また、ファンダムの運用方針を、企業価値を重視する大型株を中心のバリュー重視、企業の成長性を追求するグロース重視、モデルに基づくアクティブ運用のクオンツ重視、アセット・アロケーション、指標に追随するインデクセーション、その他、の六つの中から第一方針と第二方針を一つずつ選択してもらったところ、第一方針としては、①グロース重視が二六件（三〇%）、②バリュー重視が二五件（二九%）、③アセット・アロケーションが七件（八%）、④クオンツ重視が五件（六%）、⑤インデクセーションが二件（二%）、⑥その他が一件（一%）、第二方針としては、①バリュー重視が二五件（二九%）、②グロース重視が一九件（二二%）、③アセット・アロケーションが一件（一三%）、④クオンツ重視が三件（四%）、⑤インデクセーションが三件（三%）、⑥その他が〇社（〇%）であり、オーソドックスなバリュー重視とグロース重視の比率が高かつたが、第二方針としてはアセット・アロケーションが一三%を占めており、クオンツ重視もインデクセーションを上回っていた。

(4) ファンドの資産構成

ファンドの資産構成を、株式、債券、現金、不動産、その他、の五つに%表示で分類してもらったところ、平均値では、①株式が五五・一%、②債券が二〇・九%、③現金が一九・一%、④その他（転換社債・外貨・投信・融資）が四・五%、⑤不動産が〇・三%、という構成であり、株式の比率が最も高かつた。

さらに、ファンドの株式資産構成を、日本、北アメリカ、ヨーロッパ、アジア、の四地域に分類してもらつたところ、平均値では、①日本が九一・二%、②北アメリカが四・四%、③ヨーロッパが一・五%、④アジアが〇・九%、という構成であり、日本国内での運用比率が非常に高かつた。

2 新たな取引システムの評価

(1) 利用実績と評価

アンケート調査の質問事項は、成り行き注文と指値注文の評価、執行時間と執行コストといった問題が中心であるが、こうした質問事項の後に私設取引システム（PTS）を含めた新たな取引システムの利用実績と評価についても質問している。

東証大口市場、東証バスケット市場、大証大口市場、大証バスケット市場、名証大口市場、名証バスケット市場、SEAQインターナショナル、インスティネット等のPTS、ブローカーとの相対取引、の九つの取引形態について利用実績を尋ねたところ、①ブローカーとの相対取引が二六件（三〇%）、②東証バスケット市場が八件（九%）、③東証大口市場が六件（七%）、④大証大口市場が三件（四%）、⑤SEAQインターナショナルが二件（二%）、⑥PTSが二件（二%）、⑦名証大口市場が一件（一%）、⑧大証バスケット市場が〇件（〇%）、⑨名証バスケット市場が〇件（〇%）であった。この中ではブローカーとの相対取引の比率が高く、次いで東証の新市場で

の利用が多かつた。大口市場では東証の六件に対して大証が三件、名証が一件であり、上場銘柄数を考慮するとそれほど大きな違いがあるとは思われないが、バスケット市場では東証の八件に対して大証と名証は〇件であり、やはり大証や名証ではバスケット取引を行うだけの上場銘柄数が不足していることが影響しているものと考えられる。同様にして、関心があるかどうかを尋ねたところ、関心があると答えたのは、①ブローカーとの相対取引で四五件（五一%）、②東証バスケット市場で四〇件（四六%）、③東証大口市場で三四件（三九%）、④PTSで三二件（三七%）、⑤SEAQインターナショナルで二八件（三二%）、⑥大証バスケット市場で二六件（三〇%）、⑦大証大口市場で二三件（二六%）、⑧名証バスケット市場で二三件（一五%）、⑨名証大口市場で一二件（一四%）であり、利用実績よりも大幅に高かつた。しかもPTSやSEAQインターナショナルへの関心が大証と名証の新市場に対する関心を上回っていた。

さらに、これらの取引制度を利用したファンドマネージャーに「満足していない」、「少し満足」、「満足」、「かなり満足」、「非常に満足」の五段階評価をしてもらったところ、①PTSが平均三・五（4ポイント一件、4ポイント一件、3ポイント一件）、②東証バスケット市場は平均三・三（5ポイント一件、4ポイント一件、3ポイント三件、2ポイント一件）、③大証大口市場が平均三・〇（4ポイント一件、2ポイント一件）、

新取引制度の利用者による満足度評価	満足度平均値	新取引制度の利用実績と関心				
		非常に満足	かなり満足	満足	少し満足	満足していない
		5 (%)	4 (%)	3 (%)	2 (%)	1 (%)
東証大口市場	2.40	0 (0.0%)	1 (16.7%)	1 (16.7%)	2 (33.3%)	1 (16.7%)
東証バスケット市場	3.25	1 (12.5%)	2 (25.0%)	3 (37.5%)	2 (25.0%)	0 (0.0%)
大証大口市場	3.00	0 (0.0%)	1 (33.3%)	0 (0.0%)	1 (33.3%)	0 (0.0%)
大証バスケット市場	—	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)
名証大口市場	2.00	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	1 (100.0%)	0 (0.0%)
名証バスケット市場	—	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)
SEAQインターナショナル	3.00	0 (0.0%)	0 (0.0%)	1 (50.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)
PTS	3.50	0 (0.0%)	1 (50.0%)	1 (50.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)
ブローカーとの相対	2.65	0 (0.0%)	2 (7.7%)	13 (50.0%)	6 (23.1%)	2 (7.7%)

新取引制度の利用実績と関心	利用実績		関心	
	はい (%)	いいえ (%)	ある (%)	ない (%)
東証大口市場	6 (6.9%)	66 (75.9%)	34 (39.1%)	32 (36.8%)
東証バスケット市場	8 (9.2%)	64 (73.6%)	40 (46.0%)	25 (28.7%)
大証大口市場	3 (3.5%)	69 (79.3%)	23 (26.4%)	41 (47.1%)
大証バスケット市場	0 (0.0%)	71 (81.6%)	26 (29.9%)	39 (44.8%)
名証大口市場	1 (1.2%)	70 (80.5%)	12 (13.8%)	53 (60.9%)
名証バスケット市場	0 (0.0%)	71 (81.6%)	13 (14.9%)	52 (59.8%)
SEAQインターナショナル	2 (2.3%)	69 (79.3%)	28 (32.2%)	37 (42.5%)
PTS	2 (2.3%)	67 (77.0%)	32 (36.8%)	32 (36.8%)
ブローカーとの相対	26 (29.9%)	47 (54.0%)	45 (51.7%)	18 (20.7%)

(4) SEAQインターナショナルが3ポイント一件、(5)ブローカーとの相対取引は平均二・七（4ポイント一件、3ポイント三件、2ポイント六件、1ポイント一件）、(6)東証大口市場は平均二・四（4ポイント一件、3ポイント一件、2ポイント一件、1ポイント一件）、(7)名証大口市場が2ポイント一件であり、利用実績の高いブローカーとの相対取引と東証大口市場の評価は相対的に低かった。

(2) 利点と利用促進要因

すでに見たように、こうした新たな取引制度の利用実績は必ずしも高くはないが、ファンドマネージャーの関心は利用実績よりもはるかに高い。新たな取引制度への関心の高さは従来の取引制度に対するファンドマネージャーの不満の現れであるとも考えられ、新たな取引制度のどのような点を重視しているのかを知ることは従来の取引制度の欠点を改善する上でも重要であろう。そこで、新たな取引制度のどこを重視しているのかを質問してみた。

これらの新たな取引制度を用いる上で、流動性、匿名性、マーケット・インパクト、気配値スプレッド、取引費用、交渉できる点、その他、の七項目についてどの程度重要であると考えるかを1（重要でない）、2（少し重要）、3（重要）、4（かなり重要）、5（非常に重要）の五段階評価で質問したところ、①流動性が平均四・四（5ポイント四一件、4ポイント二一件、3ポイント二二件、2ポイント〇件、1ポイント一件）、②マーケット・インパクトが平均四・一（5ポイント三一件、4ポイント一四件、3ポイント一五件、2ポイント三件、1ポイント一件）、③取引費用が平均三・八（5ポイント二五件、4ポイント一九件、3ポイント二七件、2ポイント三件、1ポイント二一件）、④気配値スプレッドが平均三・七（5ポイント一六件、4ポイント二八件、3

ポイント二二件、2ポイント四件、1ポイント二一件）、⑤匿名性が平均三・六（5ポイント二二件、4ポイント一七件、3ポイント二五件、2ポイント六件、1ポイント五件）、⑥交渉できる点が平均三・五（5ポイント一二件、4ポイント一九件、3ポイント三三件、2ポイント五件、1ポイント二一件）、⑦その他が〇であった。

この結果によると、現状では流動性やマーケット・インパクトという点がより重視されており、取引費用や匿名性、交渉できる点といった伝統的な取引制度では対処しにくい問題よりも、注文執行効率の改善に対する関心の方が高いことがわかる。注文執行効率の改善という点だけであれば、マーケットメーリング機能の拡充やコンピューターによる自動執行機能の強化等を通じて、従来の取引制度を改善することによつてもある程度までは対応することが可能であると考えられる。ただし、東京・大阪・名古屋の新取引市場は開設されてまだ日も浅く、我が国ではブローカーとの相対取引やSEAQインターナショナル、PTSでの取引は限定的にしか行われてこなかつたので、こうした取引の普及に伴つてファンドマネージャーの重視する問題が変わっていく可能性があることは指摘しておかなければならない。

それでは、こうした伝統的な取引所取引とは異なる取引制度の利用はどのような条件のもとで拡大していくと考えられているのであろうか。執行可能性の向上、取引時間の拡大、ソフトドラー・サービスの低下、取引制度をより理解できれば、その他、の五つの条件についてこれらの事態が生じた場合にこうした取引制度を利用するかどうかを質問したとこ

新取引制度に とつての重要度	重要度 平均値	非常に重要	かなり重要	重要	少し重要	重要でない
		5 (%)	4 (%)	3 (%)	2 (%)	1 (%)
流動性	4.35	41 (47.2%)	21 (24.2%)	12 (13.8%)	0 (0.0%)	1 (1.2%)
匿名性	3.60	22 (25.3%)	17 (19.5%)	25 (28.7%)	6 (6.9%)	5 (5.8%)
マーケット・インパクト	4.09	31 (35.6%)	24 (27.6%)	15 (17.2%)	3 (3.5%)	1 (1.2%)
気配値スプレッド	3.72	16 (18.4%)	28 (32.2%)	22 (25.3%)	4 (4.6%)	2 (2.3%)
取引費用	3.82	25 (28.7%)	19 (21.8%)	27 (31.0%)	3 (3.5%)	2 (2.3%)
交渉できる点	3.48	12 (13.8%)	19 (21.8%)	33 (37.9%)	5 (5.8%)	2 (2.3%)
その他	—	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)

る、「はい」という回答は、①執行可能性の向上で五八件（六七%）、②取引時間の拡大で四〇件（四六%）、③取引制度をより理解できれば三四件（三九%）、④ソフトドラー・サービスの低下で一六件（一八%）、⑤その他で一件（一%）であり、「いいえ」という回答は、①取引時間の拡大で二四件（一八%）、②ソフトドラー・サービスの低下で一〇件（二三%）、③取引制度をより理解できれば一五件（一七%）、④執行可能性の向上で六件（七%）、⑤その他で一件（一%）であった。現状ではこうした取引制度を利用する上で執行可能性の向上が最も重視されており、執行可能性は取引が増加すれば向上するので、何らかのきっかけで取引が増えれば執行可能性が向上し、さらに取引が増加するという事態が生じうる」とがわかる。

(3) PTS

我が国 국내には今のところPTSは存在しないが、外為法の改正や取引所集中原則の廃止に伴い、海外のPTSに取引が流出したり、国内にPTSが誕生することは十分に考えられる。こうした事態を考慮して、証券取引審議会の市場整備部会でもPTSの実状と我が国での取り扱いが本年一月に取り上げられている。今回のアンケート調査では伝統的な取引所取引とは異なる取引制度の一つとしてPTSを取り扱っているが、アメリカにおけるPTSの興隆に鑑み、PTSに関する四つの質問を追加的に行つた。まず、第一の質問はPTSのメリットはデメリットよりも大きいと考えるか、あるいは小さいと考えるかという質問である。この質問に対する答えは、メリットがデメリットを上回るというのが五一件（六〇%）、メリットがデメリットを下回るというのが一件（一三%）であり、圧倒的にPTSに対する支持が高かった。ただし

注意する必要があるのは、ファンドマネージャーにとってはPTSは好ましいということであり、市場の分裂や透明性の低下等の問題を考慮して株式市場全体にとって好ましいという回答がなされたのかどうかは明らかではないことである。しかし、世界の趨勢から見て今後もますます進展するであろう株式市場の機関化を担うファンドマネージャーにとってPTSは魅力的だということは間違いない、株式市場における機関投資家のシェアが拡大するほどこうした意見が多數意見となる可能性が高い。日本版ビッグバンの核心が資金提供者あるいは資金運用者の利便性の改善にあるとすれば、定着するかどうかはともかくとして、我が国でのPTSの誕生は取引所集中原則の廃止の帰結として当然予想される事態である。

第二の質問は二〇〇〇年までにPTSを含めた伝統的な取引所取引以外での日本株取引がどの程度になると予想されるかというものである。回答は選択肢からの選択一であり、ゼロ、〇・一%から〇・九%、一%から四%、五%から九%、一〇%から一四%、一五%から四九%、五〇%以上、わからない、という八つの選択肢を用意した。ここで用いた二〇〇〇年という期限は三年以内にという期限を表すと同時に、株式委託売買手数料が完全自由化されている状態を想定していることも付け加えておこう。回答結果は、①わからないが二六件（三〇%）、②一〇%から一四%が二件（一四%）、③二五%から四九%が一〇件（一一%）、④五%から九%が九件（一〇%）、⑤一%から四%が五件（六%）、⑥五〇%以上が二件（一%）、⑦ゼロが二件（一%）、⑧〇・一%から〇・九%が一件（一%）であり、この結果を累積すると、一〇%から四九%は三一件（三六%）、五%から四九%は四〇件（四六%）、一%から四九%では四五件（五一%）と過半数に達していた。SECによればアメリカでのPTSの取引規模はニューヨーク証券取引所上場銘柄の四%、NASDAQ銘柄の二〇%といふことであるから、PTS以外での取引を含めてとはいえ、かなりの規模が予想されていることがわかる。

新取引制度の利用促進要因	利用を増やしますか？	
	はい（%）	いいえ（%）
執行可能性の向上	58 (66.7%)	6 (6.9%)
取引時間の拡大	40 (46.0%)	24 (27.6%)
ソフトドラーサービスの低下	16 (18.4%)	20 (23.0%)
取引制度をより理解できれば	34 (39.1%)	15 (17.2%)
その他	1 (1.2%)	1 (1.2%)

第三の質問は第一の質問の期限を「〇一〇年まで延長したものであるが、回答結果は、

①わからないが二六件（三〇%）、②一〇%から一四%が一七件（一〇%）、③五〇%以上が一四件（一六%）、④一五%から四九%が一三件（一五%）、⑤五%から九%が五件（六%）、⑥一%から四%が一件（一%）、⑦〇・一%から〇・九%が〇件（〇%）、⑧ゼロが〇件（〇%）であった。累積して比べてみると、一〇%から四九%では三〇件（三四%）、五%から四九%では三五件（四〇%）、一%から四九%では三六件（四一%）と減少していたが、一五%以上は一七件（三一%）、一〇%以上は四四件（五一%）と過半数に達しており、二五%以上を予想したものが増加していた。

第四の質問は、伝統的な取引所取引と比べてPTSが優れていると考えられる点を、取引費用、流動性、スプレッド・コスト、執行比率、執行の迅速性、マーケット・インパクト、匿名性、交渉できる点、取引前の気配値の透明性、投資家保護、その他、の一点について1（良くない）、2（少し良い）、3（良い）、4（かなり良い）、5（非常に良い）の五段階評価で質問した。回答結果は、①取引費用が平均四・〇（5ポイント）一四件、②執行の迅速性が平均三・五（5ポイント）一〇件、③スプレッド・コストが平均三・二件、④ポイント一四件、⑤匿名性が平均三・一（5ポイント）一〇件、⑥マーケット・インパクトが平均三・一（5ポイント）一〇件、⑦執行比率が平均三・一（5ポイント）二件、⑧流動性が平均三・一（5ポイント）三件、⑨交渉できる点が平均三・〇（5ポイント）四件、⑩投資家保護が平均二・八（5ポイント）二件、⑪その他イント三件、⑫ポイント一一件、⑬ポイント一〇件、⑭ポイント二一件、⑮その他が〇（〇件）であった。

この結果によると、先の質問で新たな取引制度を用いる上で重要であると考えられていた流動性（①平均四・三）とマーケット・インパクト（②平均四・一）の順位はそれぞれ⑧（平均三・一）と⑥（平均三・一）であり、先の質問への回答の際にはPTSよりもむしろ取引所における新市場を念頭に置いて答えられていたことがわかる。これは我が国にはまだPTSが存在していないためにPTSを利用することを現実的に想定しにくかったためか、あるいはPTSよりも取引所における新市場の方が利用価値が高いと考えられていたためかはわからないが、興味深い点である。

他方、流動性とマーケット・インパクト以上にPTSが優れているところで回答

PTSの取引所に対する優位度	優位度平均値	非常に満足 5 (%)	かなり満足 4 (%)	満足 3 (%)	少し満足 2 (%)	満足していない 1 (%)
取引費用	4.00	14 (16.1%)	16 (18.4%)	14 (16.1%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)
流動性	3.05	3 (3.5%)	11 (12.6%)	16 (18.4%)	5 (5.8%)	5 (5.8%)
スプレッド・コスト	3.24	4 (4.6%)	11 (12.6%)	15 (17.2%)	4 (4.6%)	3 (3.5%)
執行比率	3.06	2 (2.3%)	11 (12.6%)	12 (13.8%)	5 (5.8%)	4 (4.6%)
執行の迅速性	3.46	10 (11.5%)	7 (8.1%)	12 (13.8%)	6 (6.9%)	2 (2.3%)
マーケット・インパクト	3.11	4 (4.6%)	9 (10.3%)	13 (14.9%)	5 (5.8%)	4 (4.6%)
匿名性	3.20	5 (5.8%)	10 (11.5%)	16 (18.4%)	6 (6.9%)	3 (3.5%)
交渉できる点	2.95	4 (4.6%)	5 (5.8%)	18 (20.7%)	7 (8.1%)	4 (4.6%)
取引前の気配値の透明性	3.14	5 (5.8%)	6 (6.9%)	17 (19.5%)	3 (3.5%)	4 (4.6%)
投資家保護	2.75	2 (2.3%)	3 (3.5%)	11 (12.6%)	10 (11.5%)	2 (2.3%)
その他	—	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)

新取引制度の予測シェア	2000年まで	2010年まで
	件数 (%)	件数 (%)
ゼロ	2 (2.3%)	0 (0.0%)
0.1%から0.9%	1 (1.2%)	0 (0.0%)
1%から4%	5 (5.8%)	1 (1.2%)
5%から9%	9 (10.3%)	5 (5.8%)
10%から24%	21 (24.1%)	17 (19.5%)
25%から49%	10 (11.5%)	13 (14.9%)
50%以上	2 (2.3%)	14 (16.1%)
わからない	26 (29.9%)	26 (29.9%)

答されたのは、①取引費用（平均四・〇）、②執行の迅速性（平均三・五）、③スプレッド・コスト（平均三・一）、
④匿名性（平均三・二）、⑤取引前の気配値の透明性（平均三・一）であったが、それぞれのポイントはそれほど
高くなく、先の質問で取引費用が平均三・八（③）、気配値スプレッドが平均三・七（④）、匿名性が平均
三・六（⑤）であったのと大差はなかった。

また、ここでの質問で⑨交渉できる点（平均三・〇）と⑩投資家保護（平均一・八）の評価が相対的に低かった
が、投資家保護が二ポイント代後半の評価を受けていたという点はPTSに対して過大評価が行われている可能
性を示唆しているようにも思われる。

アメリカではPTSでの取引が定着しているが、ヨーロッパではイギリスのトレードポイントを除いてPTS
はほとんど見あたらない。アメリカでPTSが急成長したのは地方取引所がニューヨーク証券取引所に挑戦する
取引システムの開発にそれほど熱心でなかつたことに原因があるのかもしれない。我が国でPTSが定着するか
どうかは利用者の需要と取引所の取引システムの改善状況にかかっており、今回のアンケート調査ではファンデ
マネージャーのPTSに対する期待が大きいことが示された。したがつて、資金提供者あるいは資金運用者の要
望を重視するのであれば、必要な条件を満たす限り、取引所の取引システムに改善を迫るPTSという革新的な
試みを規制によって封じ込めるということは避けるべきであろう。

上海のA株市場（上）

～市場の形成過程と発展時期を中心にして～

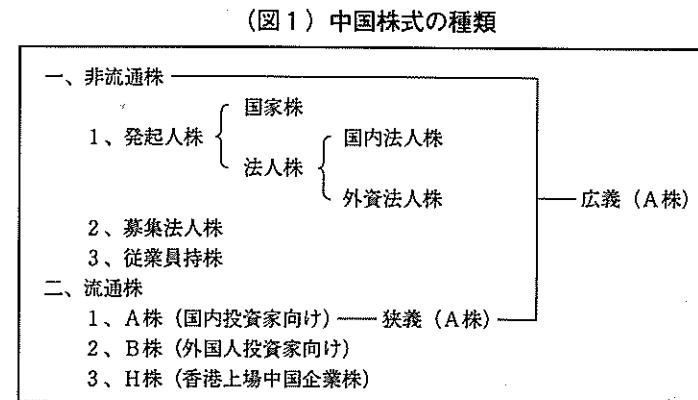
王 東明

1 はじめに

上海証券取引所は一九九〇年一二月一九日開業した。それからわずか七年間上場企業数は最初の八社から九七年末の三八三社に増え、上場銘柄数は四二二銘柄、発行済株数は一、〇六一・三八億株、時価総額は九、二一八・〇六億元、投資家数（登録口座数）は一、七一三・三二万人、取引所会員数は四六七社になつた。また九七年度公社債の取引金額は一兆五、三九六・〇六億元に達し、全国シェアの九五%を占めた。⁽¹⁾ 現在上海証券取引所は全国最大規模の証券市場に成長した。昨年末、取引所は浦東開発新区金融街の新しい証券ビルに移転した。こはアジア最大級の三、六〇〇平方メートルの立会場を設け、最先端のコンピュータシステムと電子通信手段を持つてゐる。この地上二七階地下三階「パリ凱旋門」を思わせる外観の証券ビルは発展段階に入る中国証券市場の新しい象徴となつてゐる。

以上のような成果を遂げた上海証券取引所は、現在国内投資家向けのA株市場と外国投資家向けのB株市場の二つの市場を設けており、A株は人民元、B株は米ドルで取り引きされている。小稿ではA株市場の形成背景、形成過程および各発展時期を紹介することにしよう。

2 A 株の定義



(出所) 上海証券交易所編「上海証券交易所統計年鑑1996」
上海財經大学出版社、4頁より作成。

まずA株の定義については、一般的に言えば上海と深圳二つの証券取引所に上場している国内投資家向けの株式のことである。A株発行企業の前身（上場前の企業形態）は殆ど国有企業あるいは集団企業であった。（一）発起人としての国家株、国内法人株および外資法人株、（二）一般公有性企業に株式制度を導入した企業制度改革の歴史的経緯から、現在のところA株は非流通株と流通株二つに区分されている。非流通株には募集法人株、（三）従業員持株があり、これらの株式は現在原則として流通市場での取引が禁止されている。しかし従業員持株については現制度の規定により上場三年後から一般に流通できる。一方、流通株は国内投資家向け現在おもに個人投資家が流通市場で自由に売買できる株式をいう。⁽²⁾

このようにA株は広義には国内投資家向け非流通株と流通株に分かれ、狭義には一般流通できるA株を指している（図1）。

3 A 株市場形成の背景

一九七八年「改革・開放」政策の決定以後、中国経済は段階的に計画経済から市場経済へ転換し、それに伴つて国有企业の投資も徐々に財政投融資から銀行融資（元本・利息返済）に転換した。八五年時点で国家予算内企

業設備投資三八六億元の九五%（三六八億元）は銀行融資に切り替わった⁽³⁾。このような政策転換を背景に、銀行はあちこちにカネを貸しまくり（「八方送款」）、貸し出し額が急速に拡大して、八四年前後にはコントロールできなくなつた。銀行融資の拡大は八四年、八五年経済の高成長（GDP成長率・一五・二%、一三・五%）をもたらしたが、反面景気過熱を生み、ついに八六年財政・金融の引き締め政策が発動された。その結果、全国的に企業の短期資金不足が発生し、いわゆる「三角債」の企業間債務問題がこの時期から表面化した⁽⁴⁾。資金不足に陥つた企業、とりわけ銀行融資を受けにくい中小企業、農村の郷鎮企業は資金調達の方法として新たに株式・債券の発行など直接金融に目を向けはじめた。

証券市場形成のもう一つ背景は企業制度改革の一方法として株式会社制度導入の実験開始である。八四年以後、経済改革の重点は農村から都市部に移り、企業経営効率の追求、経営自主権獲得のために「政企不分」（行政と企業の不分離）から「二権分離」（所有権と経営権の分離）を目指し、株式制企業の試みが始まつた。

4 上海証券取引所開業前の状況（一九九〇年一二月以前）

株式・債券など新しい資金調達の方法（直接金融方式）を模索しているなか、八〇年代から農村部では農民が共同出資して企業組織を作り、株式制の導入を始めた。また都市部の一部中小企業でも株式の発行を始めた。ただし、株式に対する一般的の認識が低い。当時は株式といつても一定期間後償還する元本・利息保証の株式であつた。このような発行条件の株式は株式というより債券の性格が強ものであつた。一九八〇年山東省烟台市政府は地方電力開発（龍口発電所）の資金を調達するため、電力部門と協力して初めて電力債のような株式を発行した。当時、市政府は建設銀行烟台支店に委託して地元企業と農村の郷・鎮・村を対象に利息・配当付き元本保証

の株式一・一億元を発行した。一九八〇年山東省淄博市周村区が株式制組織を作り、初めて株式合作制

企業—淄博毛巾廠周村分廠を創設した。一九八三年月中国初の株式会社—北京天橋百貨株式会社（内部募集、定期三年、元本保証株式）が誕生した⁽⁵⁾。

深圳宝安県聯合投資公司が初めて公募による元本・利息保証株式「股份証」を発行した。一九八四年七

月中国初の株式会社—北京天橋百貨株式会社（内部募集、定期三年、元本保証株式）が誕生した⁽⁵⁾。

一九八四年一一月上海飛樂音響公司が初めて元本返済のない株式を一般大衆向けに売り出し、四〇万元余りの資金を調達した。一九八五年一月上海延中

実業公司はすべての資本を株式発行で調達した。一九八七年九月中国初の比較的「規範化」された株式会社—上海飛樂株式会社が成立した⁽⁶⁾。

一九九〇年年初頃、上海市の株式発行企業数は一、二五五社に達し、累積発行金額は一〇億元になった。そのうち株式を外部募集した企業はわずか一社で、大部分は内部発行であり、株式発行金額は八・七九億元であった⁽⁷⁾。

（表2）上海市未上場株式会社
(1990年末)

会社名	元企業の形態	会社設立時期	従業員(人)	株式資本金(万元) A=(1+2)	国家払込資本金(万元) (1)	法人払込資本金(万元) (2)	募集方法	額面金額
交通銀行上海支店	国営企業	87年4月	883	62,391	50,000	12,391	私募	10,000
興業不動産	新設立	88年8月	58	697		697	私募	
万国証券	新設立	88年7月	120	1,100		1,100	私募	
新世界貿易	国営企業	88年9月	210	69	30	39	私募	
合計			1,276	64,257 (100%)	50,030 (77.86%)	14,227 (22.14%)		

（出所）全建棟等編「中国証券市場（1991）」中国金融出版社、1991年、P67。

（表3）上海証券取引所上場企業の株式分布状況
(1990年末)

	発行済株数 (1+2+3)	国家株 (1)	法人株 (2)	個人株 (3)
延中実業	100,000		16,000	84,000
真空電子	2,000,000	1,489,100	19,900	491,000
飛樂音響	32,938		7,000	25,938
愛使電子	8,000		2,500	5,500
申華電工	10,000		3,000	7,000
飛樂股份	210,100	124,100	65,000	21,000
豫園商場	65,000	16,500	35,590	12,910
鳳凰化工	256,352	149,141	62,200	45,011
合計 発行済株 数割合 (%)	2,682,390	1,778,841	211,190	692,359
	100	66.32	7.87	25.81

（出所）全建棟等編「中国証券市場（1992）」中国金融出版社、1993年、P30～P33。

（表1）上海証券取引所上場企業の基本状況
(1990年末)

上場銘柄 (コード)	延中実業 (601)	真空電子 (602)	飛樂音響 (651)	愛使電子 (652)	中華電工 (653)	飛樂股份 (654)	豫園商場 (655)	鳳凰化工 (656)
上場日	90.12.19	90.12.19	90.12.19	90.12.19	90.12.19	90.12.19	90.12.19	90.12.19
発行株数 (株)	100,000	2,000,000	32,938	8,000	10,000	210,100	65,000	256,352
額面価格 (元)	50.00	100.00	50.00	50.00	100.00	100.00	100.00	100.00
発行価格 (元)	60.00	100.00	70.00	60.00	95.00	60.00	100.00	10.00
上場日初値 (元)	185.30	365.70	320.30	193.00	327.90	323.50	470.70	260.00
会社設立 時期	85年1月	87年1月	84年11月	85年1月	87年3月	87年9月	87年12月	88年10月
元企業の形態	集団企業	国営企業	集団企業	集団企業	集団企業	国営・集 団聯營	国営企業 集団企業	国営企業
従業員数 (人)	85	15,000	52	29	180	2,784	1,115	2,000
株主数	9,000	30,000	6,406	546	560	3,500	2,300	
企業所在地	上海	浙江省						

（出所）上海証券取引所「交易統計年報（1992年）」、1993年、P30～33。
全建棟等編「中国証券市場（1991）」中国金融出版社、1991年、P67。
武鳳儀編「97深沪股票基金投資必読」海天出版社、1997年、P161。

九一年末現在、株式制を導入した実験企業一一社（工業四社、商業四社、金融業二社、不動産一社）の資本金総額は八・八七億元、その構成比は国家株が六・六三億元、全資本金の七四・七五%、法人株は一・五八億元、全資本金の一七・八一%、個人株は〇・六六億元、全資本金の七・四四%を占めた⁽⁸⁾（表1、表2）。またこれら一一社のうち七社は遅早く開業したばかりの上海証券取引所に上場し、取引所で売買できるようになつた（表1、表3）。

一方、流通市場をみると、八五年一月から八六年八月までの段階では、株式売買は株主が自分で取引相手を探し出し、取引が成立すると金融機関の窓口で譲渡・登録の手続を行なつた。その価格は額面金額プラス短期金利と株式保有期間から計算した利息相当分と規定されていた。例えば、八五年一月発行され上記計算方法によつて譲渡された上海延中実業有限公司の株式は、八六年まで一万一、四五三株、発行済株式の約一〇%であった。この時期はいわゆる金融機関の窓口株式譲渡・登録の時期であつた⁽⁹⁾。

一九八六年九月二六日、中国工商銀行上海投資信託会社の静安証券部は最初に株式の店頭売買業務を開始し、延中実業と飛楽音響がその最初の銘柄になつた。その後店頭売買銘柄数は四銘柄に増加し、営業所も八箇所に拡大、八七年一月から株主は自由価格で直接取引相手と売買できるようになつた。さらに一九九〇年から中国工商銀行上海投資信託会社の静安証券部は店頭市場の「静安指数」を公表した。九〇年末、証券経営機関は二六（取引所を含む）に増え、証券売買の窓口は五〇余り箇所になつた⁽¹⁰⁾。この五年間（八六年一九〇年）の店頭売買高は約一・二億元、全上海市の証券売買代金約七二億元の二%前後で、株式流通市場の規模はまだ小さい⁽¹¹⁾。

上海証券取引所の開業前、上海市政府と人民銀行は市場の管理強化するための一連の関連法令を公布した。順に追つてみると、八四年七月人民銀行上海支店の「株式発行に関する暫定管理弁法」、八七年一月上海市人民政

府の「証券店頭取引暫定規定」、同年五月「上海市株式管理暫定弁法」、「上海市企業債券管理暫定弁法」、九〇年一月二七日上海市人民政府の「上海市株式会社暫定規定」などである。これら関連法令は株式発行と流通市場の管理に一定の役割を果たした。しかしながら株式、債券などの証券取引の闇市場の存在が大きな問題となり、法整備も立ち遅れていたため、健全な市場育成のため、正式な証券取引所設立への期待が高まつてきた。

また、経済の発展に伴つて八〇年代の後半から個人貯蓄は著しく増加し、八五年一、五〇八億元だった個人貯蓄預金は九〇年には一気に四倍の六、〇四三億元に急増した（表4）。個人貯蓄の増加は自然に株式、公社債などリターンの高い金融商品の供給を催促することになつた。

「改革・開放」政策の実験段階であった八〇年代は、経済開発の重点は広東省、福建省の経済特区に置かれていた。元々中国经济の中心であつた上海に対する優遇措置はなく、上海は経済特区と比べ発展のスピードが遅れた。これは改革の実験段階でもし中心都市に大きな混乱が生じれば、経済全体に大きな影響を与えるという配慮からだと思われる。この一〇年間経済特区の実績が政府に大きな自信をもたらし、九〇年代に入ると、政府は思いきつて上海浦東の開発に踏み切つた。

九〇年四月、中央政府は上海浦東新区の開発を発表した。九〇年代の経済開発の重点をそれまで広東省、福建省の経済特区から上海に移した。それは上海を全国の金融・貿易センター、そして将来は世界の金融センターの一つにするという戦略転換であつた。

以上のように政府の政策転換、個人貯蓄の増加、そして市場経済への期待感という背景のもと

（表4）中国個人貯蓄の推移
(億元、年末数)

年	1985	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
個人貯蓄預金	1,508	6,043	7,962	10,087	12,941	15,040	22,158	38,532	46,300

（出所）「中国金融展望'96」中国人民銀行、P88。「中国証券報」1977年4月17日。

で、上海証券取引所の設立へとすすむ。

5 上海証券取引所の誕生

一九九〇年一二月一九日上海証券取引所が正式に開業した。このできことは一九五〇年代初期に上海証券取引所の閉鎖以来、四〇年ぶりのことであり、「改革・開放」以後の中国初めての証券取引所が誕生した。

最初に上場の八企業は上海が七社、浙江省は一社で、上海企業が中心であった。従業員数一万五、〇〇〇人、発行済株数二〇〇万株の真空電子以外はすべて中小企業であり、そのいずれも前身は国営企業、集団企業あるいは国営・集団企業の聯営企業であった。これは中国株式市場の形成と企業制度改革の深い結び付きを証明している。総発行済株数二六八万株のうち、国家株は六六・三一%、法人株は七・八七%、個人株は二五・八一%を占め、国家株は全体の六割以上を占め、支配的シェアを保っている。一般に売買できる個人株は全体の四分の一、これは株式流通市場が発行済株数の四分の一しか一般流通できないことを意味している。以上は株式所有構造の特徴である（表1、表3）。

取引所は会員制である。資本金一〇〇万元以上、二年以上証券業の実績を持つ企業は会員になることができる。取引所の理事は九名、うち会員理事は六人（選舉）、非会員理事は三人（人民銀行上海支店指名選舉）である。日常業務を担当する総經理は取引所の法定代表人であり、理事会によつて任命される。また四名で構成する監事會の監事長、副監事長は非会員（人民銀行上海支店による委任）で、残り一名は会員監事である。九〇年末現在取引所会員数は二五社、うち上海会員は一六社、上海以外は九社になつた。⁽¹²⁾

上海証券取引所設立時期の上場条件は、まず企業は株式会社の登記が必要、資本金は五〇〇万元以上、一般公

募株式資本金は全資本金の二五%以上、株主数は五〇〇人以上、二年連続の利益計上などを条件としていた。

取引所の成立後、闇取引を取り締まるため、全ての売買の取引所登記を義務づけた。そして過当投機を防ぐため、五%以内の値幅制限を定めた。その他、最低売買金額（個人：一、〇〇〇元以上、法人：五、〇〇〇元以上）も規定した。

当初は上場企業も少数、流通量もわずか一億元足らずで、株式供給量が不足していた。

6 上海A株市場の形成

（1）市場形成期（一九九〇年—一九九一年）

市場形成期は市場創設の実験段階に当たる。以上述べたように九〇年末上海証券取引所の開業、取引所会員組織の創設、理事の選任、会員の募集、上場企業の選定などがあつた。

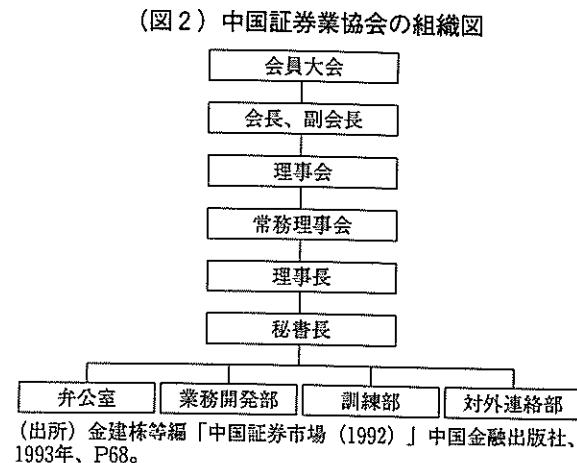
九一年の一年間新規上場企業はなかつた。株式売買高は一六・一三億元、全上海証券売買高の一・一・七一%を占め、取引所売買代金の一七・八二%になつた。この時期は取引にコンピューターシステムを導入し、ペーパーレスの取引が実現した。その他、株価指数が制定された。取引所開業日（九〇年一二月一九日）の株価を基準指数一〇〇と定め、九一年末A株指数は一九二・七六ポイントになつた。年末の投資家数は一〇万人に達し、株式は依然供給量不足の状態にあり、値幅制限を一日一%以内に抑えた。

一九九一年八月中国証券業協会が成立した。協会は会員制の非営利社団組織で、団体会員と個人会員で構成する（図2）。

九二年に入ると、一月に鄧小平氏が南方を視察し、重要な「南巡講話」を発表し、株式会社制度と証券市場を

肯定する旨の発言を行ない、株式会社制度導入の実験と証券市場の育成に拍車をかけた。そして五月に上海証券管理委員会が成立、七月に

國務院証券委員会、一〇月に中國証券監督管理委員会（中国版SEC）が相次いで設立され、政府は証券市場の管理に力を注いだ。



九二年から新株発行とあわせて株式購入予約抽選券の販売が始まった。この抽選券は一枚三〇元、一枚の抽選券で一年間に発行する株式三〇株を買うことができる。九二年は三八銘柄が上場されたが、抽選券の販売数は二〇七万枚に限られたため、抽選券をめぐって大きな混乱が生じた。九年の一年間新株の発行が多く株式の供給不足に陥ったことに加え抽選券の限定販売が混乱の原因になった。抽選券の当選率は八六・九%と高く、そのため一枚三〇元の抽選券は闇市で五〇元、二〇〇元、さらに三〇〇元まで上昇した。華聯商廈、市百一店の抽選券は一万二、〇〇〇元まで高騰した。元々抽選券は転売を禁止する規定があったが、しかし当時は管理の混乱で実際はこの規定を守れなかつた。抽選券販売部は一部無記名の抽選券を販売したり、知り合いに名義変更したり、また販売現場の混雑で負傷者を出すなどかなりの混乱があつた。⁽¹³⁾

九二年の上場は依然として上海企業を中心で、また工業企業が多く、金杯汽車、上海輪胎ゴムなど大企業の上場が始まった。この年値幅制限は解除、B株の上場を開始した。取引所会員数は一七一社に増え、上海以外の会員は一三一社、全体の七六・六%を占めた。

目立つた。

(2) 市場確立期（一九九三年—一九九五年）

市場確立期は市場創設の段階から市場確立の段階に入った時期である。まず市場規模は拡大し、上場企業銘柄は一〇一銘柄に増加、時価総額は一、〇六七・六五億元になつた。かつて中小企業が中心だったが、次第に大企業の上場が増え、上海以外の企業の増加が目立つ。

九三年は七二社が新規上場した。新株の発行計画は五〇億元、悪評の新株購入予約抽選券販売の量的制限を取り消し、無制限発行を開始した。その結果九二年のような混乱はなかつた。さらに流通市場を促進するため回転売買を高め、T+〇回転取引制度を導入した。この年はで二つの企業買収ケース「宝延事件」と「万申事件」があり、二つとも深圳の企業が上海企業を買収するケースだった。その他、偽買収情報流布による株価操作の「蘇三山事件」があつた。

九四年の証券市場は調整過程に入り、新規発行については、投資家の取引口座番号による電子Net上で競売発行するようになった。七月「会社法」が実施され、法整備がすすんだ。取引所会員数は五五〇社、うち上海以外の会員は五〇一社、全体の九一%になつた。

九五年も市場低迷がつづき、新規上場企業は一七社にとどまつた。取引金額は前年度の五、六二六・七三億元から今年度の三、〇四二・六三に急減した。二月二三日「国債先物三・七」違法取引事件が発生し、四月二六日万国証券会長徐慶熊、社長管金生がこの事件の責任を取つて辞職した。五月一八日中国証券監督委員会は国債先

物取引を停止する緊急通達を出した。また「現代企業制度」改革の実験が始まり、上海石油、広船国際、安徽馬鋼、儀征化纖、洛陽ガラスなど中国を代表する大企業が上場され注目を浴びた。

上海以外の上場企業は九三社に増え、全体の半分に占め、発行株式の六〇%になった。市場確立期の上海市場は地域市場から全国市場への発展の道をたどった。

(3) 市場発展期（一九九六年—一九九七年）

市場発展期は市場確立の段階から発展段階に入る時期である。この二年間は各年連続して約一〇〇社が新たに上場を果たした。

九六年株価は上昇し、取引も増加した。一〇〇億元の新株発行計画の発表、二回の利下げ、株価の一時的下方調整がみられ、また上海三〇株価指数が発表された。

九七年は政府が九七年度の株式発行計画を三〇〇億元に拡大し、発行量をコントロールしながら上場企業数も制限するという方法を取つたが、その狙いは大企業の上場を積極的に支援することにあつた。政府の方針では中小企業の市場構造から大企業中心に転換することになっている。過当投機を防止する措置として、六月人民銀行は銀行融資を使つた株式投資を禁止する通達を出し、これに違反した一部金融機関と証券会社トップの責任追求に乗り出す。また政府は国有企业と上場企業に対し株式投資を禁止する通達を発表した。証券市場の管理を強化するため、八月国务院は中国証券監督管理委員会が上海、深圳両取引所を直接管理することおよび取引所の総經理、副総經理を任命することを決定した。理事長、副理事長は管理委員会が指名し理事会で選舉する。これを受けて、上海取引所の総經理は楊祥海氏から屠光紹氏（三代目）に代わった。一月「証券投資基金管理弁法」が

実施された。その目的は機関投資家と投資ファンドの育成である。

市場発展期は規模の拡大、管理の強化が特徴で、上海市場は上場企業数、時価総額および取引高など主要な面において既に全国一となり、全国的金融センターへと成長しつつある。

7 むすびにかえて

以上、上海A株市場の形成過程と発展時期を紹介した。わずか七年前ほどのスタートし、現在では全国的な市場へと発展してきた。今回十分に検討できなかつた取引状況、投資家・取引所会員数の変化状況および発行市場と流通市場の問題点などについては別の機会に紹介することにしよう。

注

- (1) 上海証券取引所「一九九七年度信息統計公報」、二頁。
- (2) 中国証券監督管理委員会編「中国証券期貨統計年鑑一九九七」六五頁。
- (3) 馬家駒編「中国経済改革の歴史考察」浙江人民出版社、一九九四年、三四六頁。
- (4) 馬家駒編「中国経済改革の歴史考察」浙江人民出版社、一九九四年、三五〇—三五一頁。孔祥俊「股份合作企業法概託」経済科学出版社、一九九七年、四六—五六頁。
- (5) 曹尔階「中国証券市場研究与发展」中国財政経済出版社、一九九四年、一三四—一四〇頁。
- (6) 万解秋編「企業股份化改革指南」復旦大学出版社、一九九二年、一七一—八頁。
- (7) 蕭灼基編「中国証券全書」中国商業出版社、一九九五年、七四頁。

- (8) 金建棟等編「中國證券市場（一九九二）」中國金融出版社、一九九一年、七頁。
- (9) 蕭灼基編「中國證券全書」中國商業出版社、一九九五年、七五頁。
- (10) 蕭灼基編「中國證券全書」中國商業出版社、一九九五年、七五頁。
- (11) 金建棟等編「中國證券市場（一九九二）」中國金融出版社、一九九三年、二二頁。
- (12) 金建棟等編「中國證券市場（一九九一）」中國金融出版社、一九九一年、一五一—六頁。
- (13) 周俊生「中國股市遭遇激情」復旦大學出版社、一九九五年、八六—九六頁。

參考文獻

- (1) 上海證券交易所「交易統計年報（一九九〇—一九九一）」、一九九二年。
- (2) 上海證券交易所「交易統計年報（一九九二）」、一九九三年。
- (3) 上海證券交易所「一九九三年市場統計年報」華東師範大學出版社、一九九四年。
- (4) 上海證券交易所「上海證券交易所一九九三年年報」百家出版社、一九九四年。
- (5) 上海證券交易所「上海證券交易所一九九四年年報」。
- (6) 「上海證券年鑑一九九五」上海社會科學出版社、一九九五年。
- (7) 「上海證券年鑑一九九六」上海社會科學出版社、一九九六年。
- (8) 上海証券取引所「上海証券交易所統計年鑑一九九六年卷」上海財經大學出版社、一九九六年。
- (9) 金建棟等編「中國證券市場（一九九一）」中國金融出版社、一九九一年。
- (10) 金建棟等編「中國證券市場（一九九二）」中國金融出版社、一九九三年。
- (11) 中國證券業協會「中國證券市場年報（一九九三）」中國金融出版社、一九九三年。
- (12) 中國證券監督管理委員會編「中國證券市場年鑑（一九九四）」改革出版社、一九九四年。
- (13) 中國證券監督管理委員會編「中國證券市場年鑑（一九九五）」中國金融出版社、一九九六年。
- (14) 中國證券業協會「中國證券市場年報（一九九六）」中國金融出版社、一九九六年。
- (15) 中國證券監督管理委員會編「中國證券期貨統計年鑑（一九九七）」、一九九七年。

資産管理業務と証券営業員

清水 葉子

1 はじめに

委託売買手数料が自由化されて後、アメリカの証券業界では、手数料収入だけに依存した証券会社経営では十分な安定性を得られないとして、証券会社の収益の多様化が進められてきた。こうした傾向は、ブラックマンデー以降さらに強まり、機関投資家重視からリテール重視へ、フローの経営からストックの経営へといったかたちであらわれたと言われている。

こうしたなかで、資産管理業務は市況に影響されない安定した収益をもたらす」とからとりわけ注目を集め、近年証券会社の収益に占める割合を大きく伸ばしている。とくに、従来一部の豊裕層だけのものであると位置付けられていた運用一任型の資産管理業務は、ラップ・アカウントの登場と普及によって、その裾野をいわゆる中産階級にまで広げており、今後、証券会社の有望な収益源となる可能性が高いと考えられる。

ところで、こうしたラップ・アカウントの普及などに代表される資産管理業務の拡大は、リテール営業の末端である証券営業員にとってはどういう意味を持つているのだろうか。

従来、アメリカの証券営業員は、コミッショング收入に比例した完全歩合性の報酬を得て営業活動を行っており、きわめて独立性が高く、インディペンデント・コントラクターとして証券会社から独立することもまれではないとされている。また、報酬体系が歩合性であるために、過当売買など顧客との利益相反の可能性が指摘されてしまうもの、基本的には顧客属性を十分把握して適切な投資アドバイスを行うことを目指しており、地域に密着して顧客中心の営業を行っているとされている。営業員は営業活動上の裁量性の高さや報酬率、

証券会社の機械化の程度、バックオフィスの効率性などさまざまな観点から証券会社を評価して、より高い付加価値を提供してくれる会社へと移籍していく。顧客基盤をしっかりと掌握している営業員の場合には、営業員の移籍につれて顧客が一緒に移籍することも多いため、証券会社にとっては顧客基盤の流出リスクを常に抱えていることになりかねない。証券会社としては、営業員の移籍にともなう顧客基盤の流出を抑制する一方で、より手数料収入の多い営業員が顧客ごと転籍してくれるよう有利な条件を提示して引き抜きも行っているとされる。

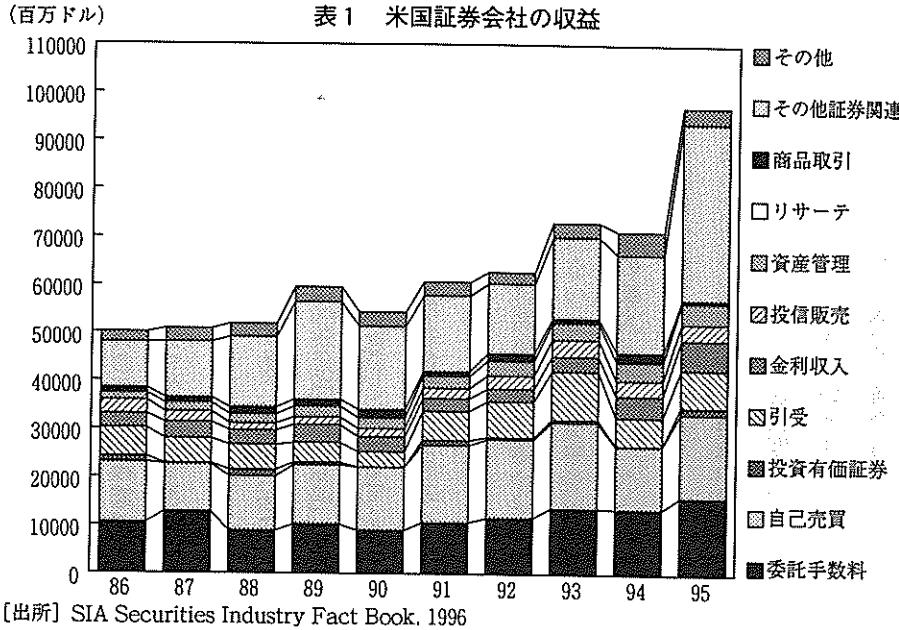
このように非常に特徴的な就業ぶりをみせるアメリカの証券営業員であるが、資産管理業務の拡大は、報酬制度や業務内容の変化を通じて営業員の営業活動にも変化をもたらす可能性がある。この点について検討してみよう。

2 資産管理業務の拡大

資産管理業務は資産残高に比例したフィーを徴収して行う業務であるが、近年その残高を大きく拡大している。資産管理業務の拡大の背景には、収益の予測可能性が高いこと、市況に左右されない安定的な収益が見込めるとのほか、資産残高に応じた報酬制度は、顧客、営業員、運用者の間の利益相反の可能性が少ないため、手数料ベースの収益構造よりもざらしいとされていることがあるだろう。

図1はニューヨーク証券取引所会員業者の収益を項目別に見たものであるが、資産管理業務からの収益は四〇

表1 米国証券会社の収益



億ドルを超え、一九八六年からの一〇年で二・六倍と大きく成長していることが見て取れる。資産管理業務からの収益が全収益に占める割合は未だ四・五%に過ぎないが、その伸びの早さから今後の大きな成長が期待されている。また、大手総合証券会社の中には資産管理業務を収益の中心に位置付け、資産管理業務からの収益で経費をカバーするという経営方針をとっているところもある。⁽¹⁾

資産管理業務のなかでも近年注目を集めているのがラップ・アカウントである。ラップ・アカウントは、一部の豊裕層のみを対象にした運用一任型の資産管理業務を、最低投資金額を低くするなどして投資家の裾野を広げたもので、従来対象とならなかつた一〇万ドル程度の資産まで対象になってきているとされており、今後の証券会社の戦略商品の一つとして位置付けられている。

こうした資産管理業務は、サービスの対価を従来のような売買回数に比例したコミッショングとして徴収するのではなくて、資産残高に比例したフィーとして徴収する

ことが大きな特徴となっているため、売買の行われない休日にも収入のある“Saturday and Sunday income”とも言われている。

(1) ラップ・アカウントの仕組み⁽²⁾

ラップ・アカウントは、個人投資家が証券会社に資産を預け、その資産を契約で定めたマネー・マネージャーが運用するもので、個人投資家は資産残高に応じたフィーを証券会社に支払い、そこから証券会社が証券営業員とマネー・マネージャーにそれぞれ規定の報酬を支払う形態になっているものが通常である。

ラップ・アカウントの開設は、まず証券営業員が投資家との間で十分なコンサルティングを行うことから始まる。営業員は、顧客の資産状況のほか、ラップ・アカウントでの運用額やリスク態度、投資方針やその目標などを聞き取り、それに基づいて顧客との運用方針などを記した運用ステートメントを作成する。

次に、こうして得られた顧客属性に基づいて、各々の顧客の投資プランに適合したマネー・マネージャーを証券会社の契約先から選定して顧客に推薦し、営業員の助言を受けながら、最終的には顧客が決定する。

続いて、顧客は証券会社に口座を開設する。最低投資金額は通常一〇万ドル程度といわれている。証券会社は顧客情報や運用方針を記した運用ステートメントなどをマネー・マネージャーに示した上で、契約に基づいてマネー・マネージャーに取引を一任し、顧客口座の運用が始まる。マネー・マネージャーは投資運用の受託とその執行を行い、口座を管理するための報告書などを証券会社に送付する。証券会社は保護預かり、名義書換、配当処理などのバックオフィス業務を行う。

さらに証券会社は、マネー・マネージャーが顧客の投資プランに沿った運用を行っているかに関して監視を行

う責任を持ち、運用成績の査定などをを行う一方、証券営業員も四半期ごとなど定期的に顧客と面談の機会を持つて顧客の投資方針などについて確認するなど、継続的にコンサルティングを行う。

手数料は運用資産残高に応じて年間一括して支払われ、残高の一～三%程度といわれている。株式の組み入れ比率が高いほど、手数料も高くなるほか、資産残高によつても手数料率には違いが見られる。

(2) ラップ・アカウントの種類

ラップ・アカウントは比較的小口の資産の受託とはいえ、あくまでも個別運用であるという点で、投資信託と異なつていて。ラップ・アカウントは、資産運用を外部の投資顧問に委託するコンサルタント・ラップ、社内の運用部門のマネー・マネージャーを斡旋する社内ラップ、顧客のニーズにあつた投資信託を選別して運用を行うミューチュアル・ファンド・ラップの三つに分類できる。

大手の証券会社ほど、外部の投資顧問を利用せず自社内の運用部門のマネー・マネージャーが運用を受託することになるので、収益上有利であるといわれている。小規模な証券会社であれば、外部の投資顧問に運用を委託せざるを得ず、その場合、投資顧問会社についてのリサーチなど追加的なコストがかかる可能性がある。ミューチュアル・ファンド・ラップの場合は、通常販売手数料のかからないノーロード・ファンドのなかから、証券営業員のコンサルティングを受けて顧客が選定を行い、顧客口座の資産はそれら複数の投資信託で運用される。手数料が一～一・五%と低いほかは通常のラップ・アカウントと同様で、証券会社によるファンドの管理や証券営業員による継続的なコンサルティングが受けられる。

3 ファイー・ビジネスと証券営業員

(1) 顧客からのファイーの徵収

以上のような仕組みで運営されているラップ・アカウントであるが、証券営業員の立場にたつて見たとき、従来の証券営業の仕事と比べてどのような変化があるだろうか。

一番大きな違いは、報酬形態の変化であるといえるだろう。従来は、営業員は顧客の証券売買の度ごとに徵収する委託売買手数料のなかから、四割程度の割り戻しを得ていた。ラップ・アカウント取引の場合は売買回数に関係なく資産残高に応じたファイーを徵収することになつており、営業員はそのうちの六割程度の割り戻しを得ているといわれている。

こうした報酬形態は、証券会社にとってと同様、営業員にとっても、予測可能性が高く安定した収益源であつて、まさに「休日にも収入の得られる」仕事である。特に市況が安定しているときには、売買高が減少する傾向があるため、コミッショナison収入に比べて収益性が高いといわれている。また、従来言わってきたような過当売買など顧客と営業員の利益相反の可能性も低く、顧客、証券会社、証券営業員、マネー・マネージャーともに資産残高の増加という共通のインセンティブを持つ点でも都合がよい。

こうした利点がある一方で、ファイー課金の根拠が分かりにくい点が営業員のファイー・ビジネスへの参入をためらわせていると指摘されている。証券会社や営業員にとって収益性が高いと言つことは、顧客にとってはファイーが高いことを意味しており、とくに頻繁な売買を行わないバイ・アンド・ホールド型の投資戦略をとっている多くの個人投資家にファイーを徵収するタイプのプログラムを勧める根拠ははつきりしないと言えよう。

また、ファイーの徵収についても疑問の余地があり、ラップ・アカウントの管理・運用には規模の経済性が働

くと考えられるので、ラップ取扱残高の拡大につれて証券会社側の限界費用は低下していると推測できるが、顧客に課されるフリーはたいして低下していない。⁽³⁾また、それを反映してか、証券営業員のなかにはフリーのディスカウントを行うものも見られ、証券会社側もそれを是認しているとされているが、ディスカウントの根拠もはつきりせず、公平性に欠ける可能性もある。⁽⁴⁾

こうした実態を考慮すると、従来の顧客にフリー・ビジネスに乗り換えるよう営業員が説得する」とには困難もあると推測できる。

(2) 証券営業員の収入と負担

証券営業員にとって、フリー・ビジネスを開始する場合に大きな障害になると考えられるのは、一定以上の資産が集まるまでの収益の確保である。フリー・ビジネスが資産残高に応じて支払われるものであることから、いつたん十分な顧客資産を確保してしまえば、その後は安定的な収益が得られるという大きなメリットがあるが、それまでの間の営業員の収入状況には大きな不安が残ると思われる。

また、安定的な収益機会と引き替えて、営業員の負担もかなり増えると考えられる。とくに、口座開設時のコンサルテーションにはかなりの時間をさく必要があるうえ、顧客属性から運用方針ステートメントを作成し、運用方針に適合したマネー・マネージャーを証券会社の契約リストのなかから探し出して推薦することや、定期的な顧客との面接など、従来の営業活動とはかなり違った知識や資質が求められると考えられる。従来型の営業活動を行ってきた営業員にとっては追加的な負担となるため、とくに年配の営業員の間で資産管理業務に消極的な態度が見られるところもあると思われる。

(3) フリー・ビジネスと営業員の転職

顧客の高い信頼を得ている証券営業員は、勤務先の証券会社を退職して別の証券会社に移籍する際に、既存の顧客基盤を保持したまま移動することが比較的容易であるとされており、これは証券会社側にとつては顧客基盤の流出につながるため、証券会社の大きな経営問題の一つであると考えられる。一方で、証券会社のほうも採用に関しては、ベテラン営業員が多く顧客基盤をもたらしてくれるることをあてにして活発な中途採用を行つておらず、証券営業員向けのバックアップ・サービスの向上に努めているとされる。

ところが、営業員の移籍に際してラップ・アカウントなどの資産管理業務は、もとの勤務先である証券会社にとつても、後任の営業員にとつても非常に魅力的な収益源であるうえ、いつたん資産が流出すると証券会社の収益は大きく減少するため、証券会社は後任の営業員を通じて非常に積極的な顧客引き留め策を講じる。場合によつては、フリーのデイスカウントを行うなどして顧客基盤の流出防止に手を尽くすとも言われており、営業員は移籍にともなつて顧客基盤を保持するのはより困難であると考えられる。

また、顧客の立場に立つと、実際の運用を行うのは証券会社と契約したマネー・マネージャーであるため、現在の運用方針に満足している顧客にとつては、移籍する営業員とともに移動するインセンティブに乏しい。営業員の移籍にともなつて、口座も解約・移動するとなると、ラップ・アカウント契約の解約や移動のための諸手続きが必要となりきわめて繁雑である。さらに、ミユーチュアル・ファンド・ラップなどが証券会社の社内ファンドである場合は、それらをいつたん売却するなどの事務手続きの必要があるうえ、売却にともなつて税金の問題が生じることも考えられる。このような理由から顧客の側にも営業員との関係を継続するインセンティブは小さくと思われる。

また、これまで運用を任せていたマネー・マネージャーが移籍先の証券会社とも契約関係にある場合はともかく、そうでない場合には当該顧客の投資方針や資産規模にぴったりあったマネー・マネージャーが移籍先で見つかる保証もない。⁽⁵⁾

4 わわりに

以上のようだ、資産管理業務が拡大する」として、従来の証券営業員の業務や顧客関係がどのように変わる可能性があるかについて考察してきた。アメリカでも、一部の悪質な証券営業員が手数料収入を得るために、顧客利益に反した過当売買を繰り返すなどの利益相反が大きな問題になっている。そうしたなかで、フィー・ビジネスが拡大する」とによつて、顧客と証券営業員の間の利益相反のより少ない報酬形態が生まれる」とは、一面望ましい」とあると著えられる。

一方で、以上に見たように、資産管理業務の成長によって、営業員の業務内容は従来のものとかなり変わってくる可能性があり、その「」がアメリカの証券営業員の顧客関係や就業形態に大きな影響を及ぼすのではないかと考えられる。特に、資産管理業務は、従来非常に緊密であるといわれていた顧客と営業員との関係を希薄にする可能性がある。営業員側は、顧客に最適の資産管理プログラムを提供できる」と云ふことを顧客に納得させる必要があるが、それは場合によつては容易な「」ではないかも知れな。

注

- (1) 日本証券業協会「米国証券市場調査団報告書」一九九五年八月、一〇五ページ。
- (2) 前掲書ほか、日本証券業協会「米国証券市場観察団報告書」一九九六年十一月を参考にした。
- (3) "Fee Mantra". Registered Representative. December 1996.
- (4) "Bazaar Pricing". Registered Representative. September 1997.
- (5) "Fee Business : Taking It With You". Registered Representative. October 1996.

〈訂正〉

【證研レポート】一九九八年一月の拙稿「のによる格付機関の認定をめぐる問題について」四九一五〇ページに記載されたのののコソセアト・リリース中の提案項目（一）～（五）については、当研究所リユートーク事務所の「リポート・ク・レポート」一九九八年一月二二日から引用したものです。

また、五一页に記載した、発行体からの手数料徴収の問題、勝手格付けの問題、有利な格付けを得るために複数格付けを取得する問題の3点については、広く問題として指摘されてくるものですが、一九九七年ののののコソセアト・リリースでは言及されていませんでした。おわびして訂正申上げまや。

銀行の給与水準と経営の効率性

岡村 秀夫

1 はじめに

本年一月、預金保険機構に金融危機管理審査委員会が設置され、金融機関への公的資金導入の準備が整った。新聞報道によれば⁽¹⁾、公的資金を受け入れる銀行は経営健全化計画を提出することとなつており、①「経営の合理化、健全な経営体制確保」、②「財産の状況の健全性の確保」、③「その他業務の健全かつ適切な運営の確保」、の二点について具体的な内容を示す必要があるとされている。

①については、人件費、役員数、行員数、店舗数などに関する合理化計画が中心となり、役員数の削減や役員報酬・賞与の引き下げだけではなく、従業員の給与・賞与の引き下げにまで踏み込んだリストラ策が大手銀行で検討されている模様である。

②については、総資産・不良債権額・引当率などの主要経営指標、業務純益、不良債権償却、引当、ROE（株主資本利益率）などの利益計画、そして公的資金注入前後での自己資本比率の比較数値などについて具体的な計画を示すことになっている。

③については、自己査定による分類債権額、社会性・公共性を踏まえた経営理念の明示などが挙げられている。公的資金導入の目的としては、金融システムの安定化、自己資本増強による貸し済りの解消、銀行経営の健全化、などが挙げられている。従つて、金融システム不安は、結局元をたどれば、金融機関の経営が不健全・非効率であったことに一因があり、金融機関の経営が効率的に行われることは、問題解消に必要な一条件と言えるだろう。そこで、「合理化」を行つて、経営を「効率化」するために様々な具体案が取りざたされている。特に銀行の給与については、産業界からその高さについての批判があることを意識してか、「引き下げ」というドラスティックな方法でリストラ策の目玉としている感がある。しかし、「高給」それ自体は問題なのだろうか。しばしば外国金融機関で数億円以上のボーナスが支払われたというニュースが伝えられるが、そのニュースについて羨望の眼差しで見られることはあっても、批判された例はあまりない。高い生産性に応じて高い報酬が支払われるることは至極もつともなことだからである。その際、業績評価の方法の透明性が高いだけではなく、業務自体が競争の激しいマーケットで行われていることも見逃してはならない。つまり、高い報酬の源泉が、競争制限的な規制・保護から得られた超過利潤ではなく、激しい競争を勝ち抜いた結果得られたものであるなら、何ら批判されるものではないのである。

従つて、銀行の給与水準に対する批判の妥当性を検討するには、給与の絶対額だけを見るのではなく、(一)銀行の給与水準は他産業にくらべて高いか否か、(二)銀行の給与水準は生産性に見合つていているか否か、(三)日本の銀行業は競争的制限的で規制・保護によって超過利潤を得ているのか否か、という三点について分析する必要があるだろう。

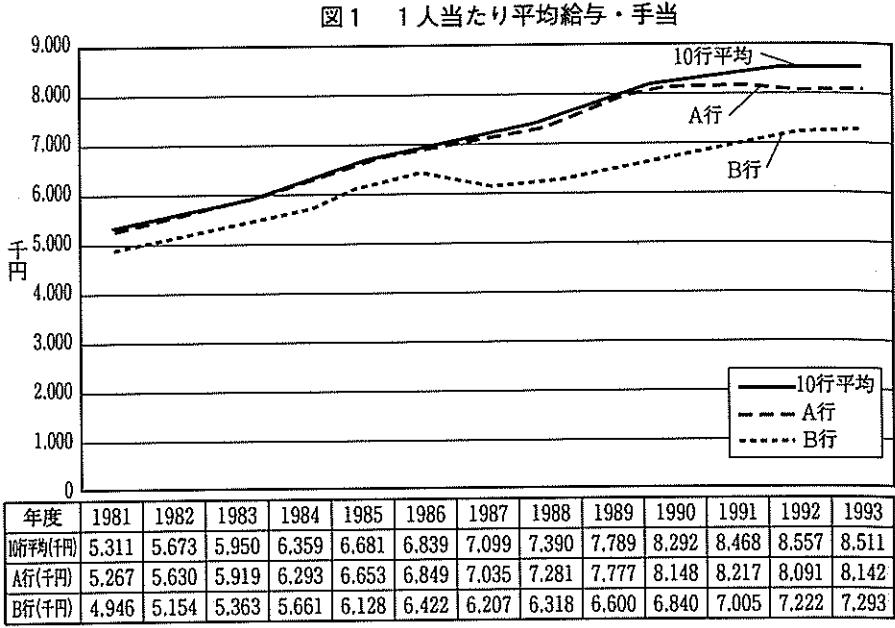
本稿では、主に一点目の銀行の給与水準と生産性の関係に焦点を当てて、銀行経営の効率性について検討を行う。なお、銀行経営の効率性については、拙稿【証研レポート】一九九七年一一月号「銀行経営のガバナンス」でも以前取り上げた。その際には、株主によるガバナンスが銀行経営の効率性に与える影響に注目したが、今回はそれに加えて、銀行経営の効率性と人件費等（給与、手当、退職金、福利厚生費）の関係について検討する。

さらに、銀行経営の効率性について一九八〇年代前半と一九九〇年代前半を比較することによって、「バブル経済期」の前後での変化を見いだすとともに、現在の状況を把握する一助にしたいと考える。

以下、本稿の構成は次の通りである。第二節では一九八一年度以降の期間について都市銀行の人事費および福利厚生費の水準について、利益水準との比較を含めて検討する。第三節では、都市銀行の経営の効率性に関して、一九八〇年代初頭と一九九〇年代初頭の二期間にについて比較検討を行う。第四節では本稿のまとめと残された課題について述べる。

2 銀行の人事費と経常利益の推移

銀行の給与水準は本当に高いのだろうか。先と同じ新聞報道によれば⁽²⁾、民間企業に勤務するサラリーマンの平均年収は四六〇万円であるのに對して、銀行員の平均年収は七九九万円である。また、従業員千人以上の大企業のうち、「金融・保険」の生涯賃金は三億五千四百万円、建設業は三億四千六百万円、製造業は三億四千四百万円、と同じく伝えられている。だが本稿の立場は、給与水準の高低はその絶対額ではなく給与が生産性に見合っているかどうか、という点で判断すべき、というものである。以下では、都市銀行について、その従業員一人当たりの給与・手当額（図1参照）、次いで従業員一人当たりの人事費（給与・手当の他に退職金・退職引当金も含む）および福利厚生費の合計額の推移を見る（図2参照）。そして、人事費が生産性に見合っているかどうかを検討するために、人事費十福利厚生費と経常利益の比率の推移を見る（図3参照）。なお、図表は有価証券報告書に基づいて作成した。（都市銀行）〇行は、第一勧業銀行、北海道拓殖銀行、さくら（旧太陽神戸三井）銀行、東京三菱（旧三菱）銀行、富士銀行、住友銀行、大和銀行、三和銀行、東海銀行、あさひ（旧協和埼玉）



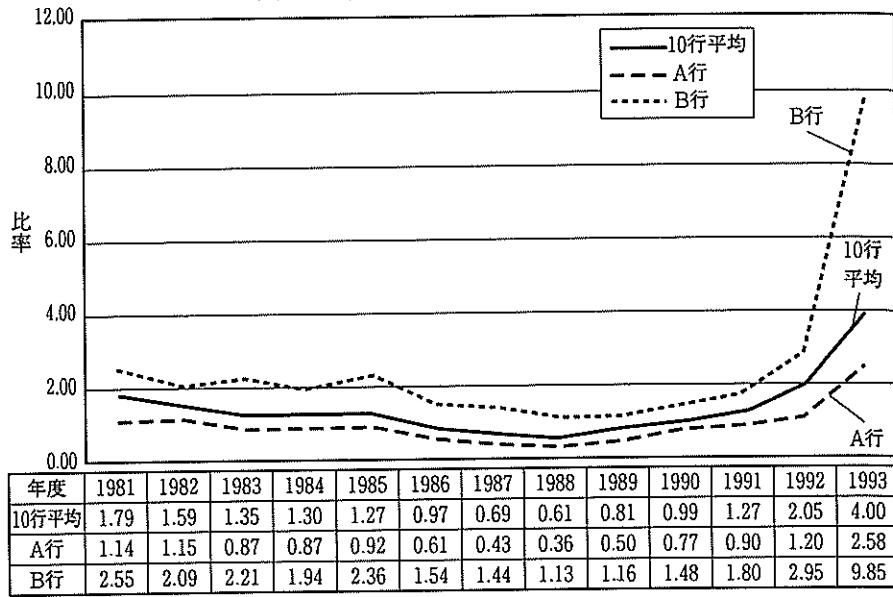
銀行である。従業員一人当たりの給与・手当額は、有価証券報告書記載の給与・手当額を年度末の従業員数で除したものである。従業員一人当たり人事費および福利厚生費の合計額についても同様である。）

図1は一九八一年度から一九九三年度にかけての、都市銀行（〇行平均）の従業員一人当たりの給与・手当額の推移を示したものである。併せて、旧財閥系の大手都市銀行で比較的経営状態が良いといわれているA行、そして都市銀行の中では小規模のB行の二行の数値を比較のために掲載した。

都市銀行（〇行）の平均でみると、一九八一年度には一人当たり給与が五三一万一千円であったものが、一九九三年度には八五一万一千円と六〇・三%増加している。年平均では約4%弱の増加率である。一九九〇年度までは毎年度おおむね4%以上の増加率であったが、一九九一年度以降はほど横這いである。

旧財閥系大手A行の従業員一人当たり給与は都銀（〇行）の平均値とほど同水準で、一九八一年度の五二六万七

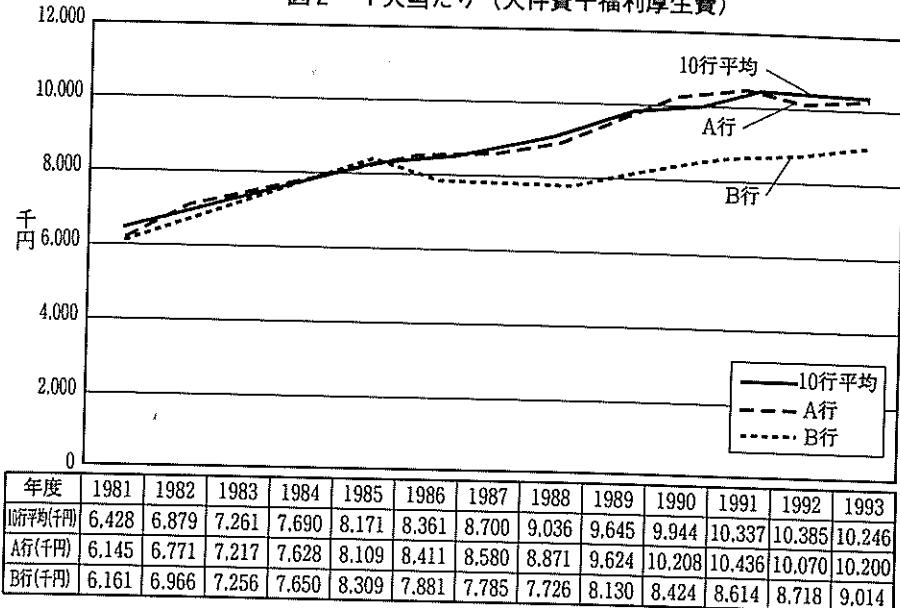
図3 (人件費+福利厚生費) / (経常利益)



人当たりで見た水準の推移を示したものである。都市銀行一〇行の平均でみると、一九八一年度には一人当たりの人員費と福利厚生費の合計額は六四二万八千円であり、一九九三年度には一〇二四万六千円へと五九・四%増加しており、年平均では四%弱の増加率である。一九九一年度までは年四%程度増加し、一九九二年度以降はほぼ横這いである。また都市銀行一〇行平均の給与・手当額のみの結果と比較すると、各年度おおむね二〇%から二三%程度高い数値となっている。

旧財閥系大手A行については、一九八一年度の六一四万五千円から一九九三年度には一〇二〇万円へと六六%増加しており、年平均では四・五%程度の増加率である。都市銀行一〇行の平均値と比較するとほぼ同じ水準で推移している。また、A行の給与・手当額のみの結果と比較すると、各年度おおむね二〇%から二五%程度高い値となっている。

図2 1人当たり(人件費+福利厚生費)



都銀下位行のB行については、一九八一年度の四九四万六千円から一九九三年度には七二九万三千円へと四七・五%増加しており、年平均では三%余りの増加率である。また、B行の給与水準を都銀一〇行の平均値と比較すると、一九八一年度から一九八六年度までは都銀一〇行平均値より数%から一〇%程度低かったものが、一九八七年度以降は一〇%から一五%程度へと差が拡大している。だが、雇用に伴うコストという観点からは、給与・手当だけではなく、退職金・退職引当金や福利厚生費を含めた方がより適切であろう。また従業員の立場から見ても、退職金や福利厚生費は最終的に彼らのベネフィットとなるものである。

図二は、給与・手当に退職金・退職引当金などを加えた人件費総額と福利厚生費の合計額について、従業員一人当たりで見た水準の推移を示したものである。図一と同じものである。

千円から一九九三年度には八一四万一千円へと五四・六%増加しており、年平均では三・五%程度の増加率である。A行についても一九九〇年度以降は一人当たり給与はほぼ横這いである。

都銀下位行のB行については、一九八一年度の六一六万一千円から一九九三年度の九〇一万四千円へと四六・三%増加しており、年平均では三%強の増加率である。特徴として、一九八五年度までは都市銀行一〇行の平均とほぼ同水準で推移していたものが、一九八六年度以降増加率が低下し、次第に格差が生じてきたことが挙げられる。一九八七年度以降、都市銀行一〇行の平均値と比較すると一〇%から一五%程度低い水準となっている。またB行の給与・手当額と比較すると、一九八五年度までは三五%程度高く、それ以降は二〇%から二五%程度高い値となっている。

図三は、経常利益に対する人件費と福利厚生費の合計額の比率の推移であり、それぞれ都市銀行一〇行の平均、A行、B行について（人件費十福利厚生費）を（経常利益）で除した値を示している。比率が小さいほど、（相対的に人件費等が少なくて済んでいるという意味で）効率的であると考えられる。⁽³⁾

都市銀行一〇行の平均では、一九八一年度には一・七九と人件費と福利厚生費の合計額が経常利益を八割近くも上回っていたが、次第に比率は低下し、一九八八年度には〇・六一とサンプル期間中最小となつた。その後上昇に転じ、一九九三年度には四・〇〇となつた。

旧財閥系大手A行については、一九八一年度には一・一四と人件費と福利厚生費の合計額が経常利益額を一四%上回り、一九八三年度から一九九一年度の間は一貫して一を下回つたが、一九九二年度以降は再び一を上回つた。都市銀行一〇行の平均値を比較すると、A行の比率は常に平均を下回つており、（都市銀行の中では相対的に）効率的であると考えられる。

都銀下位行のB行については、A行とは対照的な結果となつていて、一九八一年度には一・五五と人件費と福利厚生費の合計額は経常利益の一・五倍以上の水準であった。その後、一九八八年には一・六一にまで低下したが、一九九三年には九・八五まで上昇した。B行の比率は一貫して都銀一〇行の平均値を上回り続け、また一度も一を下回ることはなかった。従つて、B行は相対的に非効率であり、給与水準は（都市銀行の中で相対的に）高く生産性に見合つていないと考えられる。

A行とB行を比較すると、ほぼ各年度においてB行はA行の二倍以上の比率である。一人当たり給与・手当額や一人当たりの人件費と福利厚生費では、A行とB行の間に最大でも一五%程度の格差しかなかつたことを考えると、給与の絶対額は都市銀行間で横並び傾向にあり、そのため逆に生産性との比較で見ると各行間でばらつきが明らかになると言える。

本節では、都市銀行について人件費の推移を概観し、続いて経常利益と人件費の比率を比較することによって給与水準の高さを検討した。人件費のみの比較では給与水準の高低は把握しにくいが、経常利益との比較によつて都市銀行間でも効率性に大きな差があることが示唆された。次の第三節では分析の視点を変えて、銀行経営の効率性に影響を与える要因を分析し、一九八〇年代初頭と一九九〇年代初頭の二期間の比較を通じて、いわゆるバブル経済期前後で銀行経営を取り巻く環境に変化があつたかどうか検討することにする。

3 銀行経営の効率性——八〇年代前半と九〇年代前半の比較——

銀行の効率性は、どのような要因によつて説明できるのだろうか。もちろん、従業員・経営者の能力など、直接データとして入手できないような要因が存在することは確かであるが、本節では銀行経営の効率性に影響を与える要因の中から、説明変数として「株式所有の集中度」、「従業員数」、「総資産額」、そして人件費等の水準を表す「（人件費十福利厚生費）／（経常利益十人件費十福利厚生費）」、という四つの変数を取り上げて、操作

変数法を用いてパネル推定を行った。そして、銀行経営の効率性を表す変数としては、「従業員一人当たり経常利益」を用いた。銀行経営の効率性を表す変数としては、業務純益の方が望ましいと思われるが、業務純益データは一九八八年度決算以降しか公表されていないため、本節の推定では経常利益データを用いた。

「株式所有の集中度」は上位一〇位までの株主が保有する株式数が発行済株式数に占める割合であり、銀行経営の効率性と正の相関を持つ可能性がある。その理由は、経営者をコントロールして効率的な経営を行わせることは、株式所有の集中度が高いほど有効性が高くなると考えられるからである。言い換えると、大株主ほど効率的な経営を行わせるために必要なコストを上回るメリットを享受しやすいことである。(拙稿九七年一二月号「銀行経営のガバナンス」を参照下さい。)

「従業員数」と「総資産額」は銀行の規模を表す変数として取り上げた。これらの変数の係数が正であるなら、規模の経済性が働いている可能性が考えられる。

人件費と福利厚生費の水準を表すものとして、人件費と福利厚生費の合計額を経常利益、人件費および福利厚生費の合計額で除した変数を用いた。 $(\text{人件費} + \text{福利厚生費}) / (\text{経常利益} + \text{人件費} + \text{福利厚生費})$ で表される。第二節で述べたように、人件費や福利厚生費の水準については、その絶対額で見るよりも、生産性に見合っているか否か、という点から判断することが望ましい。また、この最後の変数については、第二節の結果から、都市銀行の給与水準が横並び傾向にあり、生産性が低い銀行ほど給与水準が割高の傾向にあるので、経営の効率性とは負の相関を持つことが予想される。

サンプルについては、第二節と同じ都市銀行一〇行を用いた。サンプル期間については、一九八一年度から一九八三年度までの三年間と、一九九一年度から一九九三年度までの三年間の二つのデータセットを用いた。この

ようにサンプル期間を一九八〇年代初頭と一九九〇年代初頭の二期間とすることによって、一九八〇年代後半のバブル経済期というある種特別な時期を除き、一〇年の期間をはさんだ変化をより明確に理解できるのではないかと考えた。

推定結果は表一の通りである。「株式所有の集中度」については八〇年代初頭、九〇年代初頭の両期間とも、係数は有意ではない。この推定結果からは、株式所有の集中度は銀行経営の効率性に特に影響を与えていない。この結果については、銀行の株主は株式相互持合の持合相手であつたり、銀行の融資先であるために、大株主への株式集中が必ずしも銀行経営の効率性を高めることになつていなかつたとの解釈が考えられる。

表1 銀行経営の効率性
(操作変数法による推定)
(**は1%水準で有意、*は5%水準で有意)

<1981年度—1983年度>

	係数	係数/標準誤差
株式所有の集中度	-0.53	-0.37
log(総資産額)	0.6**	6.06
log(従業員数)	-0.06	-0.11
(人件費・福利厚生費)/(経常利益・人件費・福利厚生費)	-4.27**	-16.87
Adjusted R-squared	0.99	

<1991年度—1993年度>

	係数	係数/標準誤差
株式所有の集中度	4.42	0.21
og(総資産額)	0.23	0.14
log(従業員数)	7.21	1.35
(人件費・福利厚生費)/(経常利益・人件費・福利厚生費)	-5.55**	-12.47
Adjusted R-squared	0.96	

(出所)
有価証券報告書、『企業系列総覧』(東洋経済新報社)

「総資産額」については、八〇年代初頭のサンプルでは係数が正で有意であつたが、九〇年代初頭のサンプルでは係数は有意ではなくなつてている。この結果については、従来は資産規模の大小がそのまま利益に直結するという意味で効率性に結びついていたが、九〇年代になつ

てからは、不良債権問題に代表されるように資産規模の大小ではなく資産構成・内容やリスク管理が重要になってきたことを示唆しているものと考えられる。

「従業員数」については、八〇年代初頭および九〇年代初頭の両サンプル期間ともに係数は有意ではなく、この推定結果からは従業員数が経営の効率性に与える影響を見いだすことはできない。

「(人件費・福利厚生費) / (経常利益・人件費・福利厚生費)」については、両期間ともに係数は負で有意であった。この結果については、効率性の低い銀行ほど給与水準が割高であると解釈することができる。別の解釈としては、給与が高いからといって必ずしも生産性が高くなるとは限らないという可能性があり、効率賃金仮説に対しても否定的な結果であると言えるかもしれない。

4 さいごに

本稿の分析から、銀行の給与水準は各行横並びの傾向が強いために、一部の銀行では生産性に対して割高な給与水準となつておらず、この傾向は一九八〇年代以降継続していることが明らかになつた。そして、経営の効率性が低い銀行ほど割高な給与水準であることも示された。また、八〇年代初頭は資産規模の大小が効率性に影響を与えていたが、九〇年代初頭になつてからは資産規模が効率性に与える影響は認められなくなつた。ただし、本稿の分析は都市銀行に限られたものであり、銀行業界全体、あるいは他産業との比較を通じた分析を別の機会に試みたい。同時に、サンプル期間や変数の選択、推定方法についても改善したいと考えている。

銀行本体への公的資金導入を契機に銀行経営の合理化を求める声が高まつて、リストラ策の中でも、給与水準の見直し・引き下げは目玉の一つであるが、その絶対水準ではなく生産性に見合つているか否かという視点から議論が進められることが望ましい。本来、金融業は高付加価値産業としての可能性を秘めており、このことは英米で既に実証されている。高い付加価値を持つ金融サービスを生み出すためには優秀な人材を引き寄せることが必要不可欠であり、そのためには生産性に応じた給与体系を作り上げることが必要である。生産性に見合つた給与体系の導入はただ単に経費削減的な意味合いだけではなく、従業員のインセンティブも引き出すことによって経営の効率性に寄与することも考えられる。

注

- (1) 「日本経済新聞」一九九八年二月二五日付朝刊、および二月二六日付朝刊
- (2) 「日本経済新聞」一九九八年二月二十五日付朝刊
- (3) もちろん、労働生産性のみで銀行経営の効率性をすべて評価することはできないが、本稿では他の生産要素の投入については都市銀行間で差は小さいと想定している。

参考文献

- 岡村秀夫(一九九七)、「銀行経営のガバナンス」、「証研レポート」N.O.一五五三、一九九七年二月
首藤恵・松浦克己・米澤康博(一九九六)、「日本の企業金融」、東洋経済新報社
橋木俊詔・岡村秀夫(一九九七)、「金融機関とコーポレートガバナンス—銀行の生産性と株式の資本コスト—」、一九九七年度金融学会秋季大会報告論文
広田真一(一九九六)、「日本の金融・証券市場とコーポレート・ガバナンス」、橋木俊詔・筒井義郎編「日本の資本市場」第一〇章、

日本評論社

広田真一・池尾和人(一九九六)、「企業金融と経営の効率性」、伊藤繁史編『日本の企業システム』第一章、東京大学出版会
村瀬英彰・梁松堅(一九九五)、「日本企業の株式所有構造と経営者への利益分配」、倉澤資成・若杉隆平・浅子和美編『構造変化と企
業行動』第七章、日本評論社

米沢康博・宮崎政治(一九九六)、「日本企業のヨーロッパ・ガバナンスと生産性」、橋本俊詔・筒井義郎編『日本の資本市場』第一章、
日本評論社

Hart, O. (1995). Firms, Contracts, and Financial Structure. Clarendon Press, Oxford.

Shleifer, A. and W. Vishny(1996)."A Survey of Corporate Governance", NBER Working Paper No.5554.