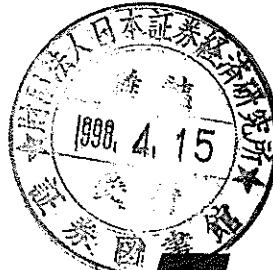


証 研

レポート



No.1557

1998年4月

ディストレスト証券市場の成立条件

松尾 順介 (1)

インデペンデント・コントラクターと証券規制

伊豆 久 (14)

ファンドマネージャーへのアンケート調査 (2)

—意志決定に影響する要因— 吉川 真裕 (26)

上海のA株市場 (下)

—市場状況と問題点を中心に— 王 東明 (39)

銀行の経営環境とその変化

—株式所有構造と経営効率性— 岡村 秀夫 (54)

「ディストレス証券市場の成立条件

松尾 順介

はじめに

本年一月および二月号の本誌において米国のバルチャヤー・ファンドおよびディストレスト証券投資について紹介したが、日本でも社債のディフォールトが増加し、それがメインバンクによつて買い取られないとする、客観的にはディストレスト証券が増加し、またその売買ニーズも強まると考えられるが、はたして米国で成立しているようなディストレスト証券市場は日本にも成立するのだろうか。したがつて、本号では、まずディストレスとはどのようなような事態を指すのかを確認した上で、この点について検討したい。

1 ディストレスおよびディストレスト証券

先のレポートでも報告したように、米国では企業が破綻した場合、その債権を取り引きする厚みのある市場が形成され、また投資対象として広く認知されていることに大きな特徴があるといえる。その際、企業の破綻ないし危機的状態は一般にディストレス distress またはファイナンシャル・ディストレス financial distress と呼ばれ（場合によつては、special opportunity といわれる）ともある）、またそのような会社の証券は distressed securities と呼ばれてゐる。まず、ディストレスおよびディストレスト証券とはどのように定義されているのかをみておこう。

アルトマンによると、ディストレスト証券とは狭義では「債務をディフォールトした企業または破産法第一

章に申請した企業の株式および債券で公衆の保有するもの」と定義されるが、広義では「同満期の米国債を最低(1)一〇%上回るような利回りで売買される債務証券で公衆の保有するもの」と定義されている。したがつて、ディストレスと呼ばれる事態には、フェイラー failure 、インソルベンシー insolvency 、ディフォールト default 、バンクラップシー bankruptcy の四つの場合がある。

まず、フェイラーは、投資資本の実際の収益率が同様の投資に対する一般的な収益率よりも著しくかつ継続的に低い状態を指し、別の言い方をすると、費用に見合う十分な収益が得られず、当該企業の資本コストを下回る投資収益しか得られない状態を指す。したがつて、このことと事態は企業の存続を説明するものではなく、長年にわたつてフェイラーの状態に企業があつても、法的執行力のある債務がないために、経常債務の支払い不能というわけではないといふことに注意するべきであると指摘している。ただし、米国の有力な企業情報ベンダーである Dun & Bradstreet 社は、ビジネス・フェイラー business failure という用語が採用されており、そゝでは事業譲渡または倒産による事業を中止した企業と定義されてゐる。

次に、インソルベンシーも、企業のパフォーマンスがネガティブであることを示す用語であるが、テクニカル・インソルベンシーとバンクラップシーの意味でのインソルベンシーに分かれ。前者は、企業が経常債務を支払えなくなつたときに使われ、しばしば公式的なバンクラップシーの宣言の原因となるが、一時的な状態を指す。それに対して、後者は一時的な状態といつよりもより危機的な事態を指しており、企業は債務超過にある。

第三に、ディフォールトはテクニカル・ディフォールトまたは法的ディフォールトであり、いづれも債務者企業と債権者クラスとの関係である。まず、テクニカル・ディフォールトは債務者が債権者との契約に違反したことによつて生じ、法的措置の根拠となりうる。例えば、負債比率などの契約違反はテクニカル・ディフォールト

となる。実際、⁽¹⁾のようなディフォールトは通常交渉によつて処理され、企業のパフォーマンスの悪化の兆候とされるが、公式的なディフォールトないしバンクラップシーに発展することはまれである。しかし、企業が契約上の元利金支払いを怠った場合は、公式的なディフォールトとなりうる。公衆保有の債券にとって、企業が元利払いを怠り、三〇日間その状態が続いた場合、債券はディフォールト状態にあるが、企業が債権者とともにディストレスト・リストラクチャリングを実行しようとし、公式的なバンクラップシー宣告および申請を避けようとする間、事業を継続することもある。そして、十分な数および金額の債権者との間でリストラクチャリングをして合意が成立し、その後にバンクラップシーの申請がなされることもある（いわゆるプリパッケージド・バンクラップシー）。

最後に、バンクラップシーは連邦地方裁判所での企業の公式的宣告という形をとり、資産清算ないしは更生計画のための申し立てによるものである。そして、後者の手続きは法律上バンクラップシー・リオーガニゼーションといわれ、法律によるリオーガニゼーションは一連の救済策のうち通常最後の手段とされる。

以上がディストレスとされる事態であるが、ディストレスの定義は確定したものではなく、アルトマン自身他の著書ではディストレスとディフォールトを区別して論じている。⁽²⁾ただし、投資という観点からすると、ディストレス状態からの回復過程が注目され、とくにバンクラップシーからの再建ないし清算過程が注目されるが、この過程は大別すると、第一一章などによつて裁判所で手続きされる場合と裁判所外で交渉によつて解決される場合がある。その際、後者についてはターンアラウンド turnaround ないしワークアウト workout という用語が使われている。⁽³⁾のターンアラウンドという用語は、破綻した企業のリペイバー repair、リディレクション redirection、リサセテーション resuscitation の婉曲的表現であるとされ、⁽⁴⁾のターンアラウンドの過程はそれ自体が経営者および経営コンサルタントのみならず法律、会計、金融関係の専門家の参加する事業となつており、近年米国でもその重要性を増していると言われている。⁽⁵⁾のターンアラウンドはワークアウトと同義的に使われており、⁽⁶⁾の事業の規模のみならず専門性は高まつてゐる」とも指摘されている。

また、このような事態に陥つてゐる企業の証券がディストレスト証券とされるが、取り引きられる証券種類は、ギルソンの調査によると、銀行貸付、社債、取引手形 trade payable、私募債、不動産モーゲージのみならず、法的損害賠償請求権 legal damage claim、解除されたリース債権 rejected lease contract なども売買の対象となり、「一旦企業が財務的にディストレス状態に陥れば、拘束されないすべての債権が取り引きされる」といわれている。

2 ディストレスト証券市場の成立条件

以上のように、米国ではディストレスト証券を対象とした市場が成立しており、相当の規模を有しているが、日本でも最近の企業倒産によるディフォールトの増加、さらにメインバンクによるディフォールト社債不買い取りの定着という状況を鑑みれば、このようなディストレスト証券市場の成立する客観的条件は整いつつあり、また投資対象企業の破綻によつて非自発的にディストレスト証券保有者となつた投資家にとって、このような市場が必要とされるものと思われる。そこで、本章では、情報開示、ノウハウおよび研究・データの蓄積、投資家層という観点から、日本での市場が成立する可能性を考えてみたい。

(1) 情報開示

ディストレスト証券投資は、ギルソンも指摘するように、ハイリスクの投資であり、通常の証券投資と異なる

様々なリスク管理が必要となるが、そのためには情報の入手と分析が必要不可欠な条件となる。この点について
は、日本でも企業が経営破綻すると、たとえ上場企業であっても、破綻後の情報はきわめて入手困難であるが、
米国でもディストレス状態の企業に関する情報は、継続企業の情報に比べると少なく、逆にそのことが高いリタ
ーンを生む要因をとなつてはいるといわれる。しかし、米国では日本以上に破綻情報が流布され、それが投資判断
の重要な材料となつてはいる。日本と米国では破綻情報の開示についてどの点が異なるのか見てみよう。

①裁判所の手続き過程の情報

まず、第一一章倒産の場合、米国では破産裁判所で手続きが進められるが、ほとんどすべての裁判所の決定は
公開されており、文書は閲覧に供せられる。一般的には、破綻手続きの決定では、事実経過と法律上の根拠を述
べた意見が示されることもあり、場合によつては、これは口頭で述べられることもあるが、通常書面上の命令で
支持され、引き続き書面上の命令が下される。ただし、破綻事件のすべての情報が公開されるわけではなく、經
営陣は財務上および業務上の見通しを、無担保債権者の債権者委員会に伝えるが、委員会メンバーはコンファイデ
ンシヤリティ・アグリーメントに署名し、この情報を公開しないことを義務づけられる。⁽⁵⁾したがつて、一般的に
は、債務者側の企業の業務を阻害する可能性のある、微妙な企業情報に関しては非公開であるが、投資家が当該
企業の債務を購入する際材料となるような情報は公開されている。実際、米国では、第一一章破綻手続きに際し
ては、各種の再建計画案など様々な書類が開示され、むしろ多すぎて判断に迷うことがあるとさる言われている。
それに対し、日本では会社更生法上の手続きについては、審議は非公開で行われ、またその記録も閲覧できない。
部外者が知るとのできるのは、決定がなされたあとの官報告示であるが、これも全文公開というわけではなく、
この点日米間では大きな差があるといえる。⁽⁶⁾

②破綻企業の開示義務

継続企業については継続開示が義務づけられていることは日米共通であるが、破綻企業について、米国ではS
ECの開示規則は適用されない。したがつて、債務者は年次報告者を提出しない。つまり、破綻企業の債権者は
破綻過程で十分な受け取つており、破産手続き中に年次報告者が提出されなくとも損害を受けることがないと見
なされていると言われている。⁽⁷⁾しかし、SEC側の説明では、一般的には破綻の申請後もSECに対する定期的
な報告義務は継続し、清算手続き中または財政的に不可能な場合だけ例外とされていると考えている。ただし、
SECは一九七一年六月のリリース（No.9660）で「投資家保護に反しない場合、報告義務は個別の発行体に適合
されるべく修正される」としており、実際にはこの例外措置がかなり拡大解釈され、ほとんど年次報告者が提出
されないのが実状であると思われる。⁽⁸⁾したがつて、この点については日本でも破綻企業については有価証券報告
書の継続的な提出はなされておらず、現在のところ日米間でも事情は変わらないものと思われる。

③破綻企業側の情報提供インセンティブ

第三に、破綻企業が情報を公開するインセンティブを有する可能性が考えられる。というのは、破綻証券に専
門的に投資する投資ファンド（いわゆるバルチャー・ファンド）には、前述のようにアービトラージュ型と長期
保有型があり、長期保有型の投資を行う場合、保有債券を株式と交換し、株主の立場から会社再建を支援するよ
うな行動をとる例もあり、その際は追加投資を行うことによつて会社再建を促進する場合もあることが知られて
いる。したがつて、会社側もこのような投資家には積極的に情報を提供する可能性があることも考えられる。し
かし、この可能性については否定的である。というのは、会社側は特定の投資家だけを選択して情報を提供する
ことはできず、経営陣が債権者委員会に入っているバルチャー・ファンドの投資家に情報を提供することがあつ

ても、これらの投資家はインサイダー取引に該当する恐れがあるために、その情報をその破綻企業の証券取引のために使う」とはできないといわれるからである。したがって、バルチャヤー・ファンドの投資家は債権者委員会から脱退し、その企業の証券を取引することになる。つまり、委員会を離脱後はインサイダー情報を手に入れることはないため、これらの投資家はかかるべき期間をおいて取引することになるが、その間に委員会で得たインサイダー情報は価値のないものとなっている可能性が高いといわれている。⁽⁶⁾

以上、三つの観点から情報開示について考察したが、公式的な情報は裁判所の手続き過程で開示され、それが投資判断材料として利用されている可能性が高いものと思われる。しかし、バルチャヤー・ビジネスの成功の要件として情報の入手と分析が挙げられるように、業者に固有のノウハウが蓄積されていることも推測される。

(2) ノウハウおよび研究・データの蓄積

バルチャヤー・ファンドのようなディストレスト・ビジネスは歴史的には、米国独立戦争直後の混乱期に遡る」とがやがると言われているが、少なくとも一九三〇年代の大恐慌期にはマックス・ハイネ Max Heine の設立した証券会社ハイネ・セキュリティーズがこれを手がけて成功し、以降連続と続き、現在バルチャヤー・ファンドとなるものは、BDS, LJH Alternative Investment Advisors, Equity Group, Apollo Capital Management, Mutual Series, Commac Partners、などがあり、一九九三年時点ではディストレスト証券を専門に扱う「ファンド」は二十七、預かり資産一〇〇億ドル以上といわれている。⁽¹⁰⁾つまり、証券市場におけるひとつの業務として相当な歴史をもつていると同時に、相当なノウハウを蓄積していると考えられる。実際、これらの証券会社は情報収集と分析を重視しており、例えば投資アドバイス業務も手がける。LJH 社は、「」の市場での成功三要件の筆頭に、「情報収集および分析による資産評価」を挙げており、また業界最大手といわれる BDS 社は、約四〇名のインハウスのリサーチ・アナリストのほか、企業金融の専門家、弁護士などによって投資価値の最大化に努めていることを強調している。⁽¹¹⁾ もひど Appollo Capital Management の創業者 Leon Black は、かつてジャンク債市場の中心的な担い手であったドレクセル・バーナム・ランペールに属しており、ドレクセル社の破綻後、Appollo 社を創業しており、ジャンク債引受け業務や M&A 業務で培われたノウハウがディストレス・ビジネスに受け継がれているものと思われる。他方、米国の学界では、先に紹介したように、アルトマンやギルソンを第一人者として、ビジネス・スクールを中心にしてイストレスおよびその投資に関する研究が蓄積されている。そして、これらの研究の特徴は、まず第一に実務と密接に関連しつつ展開されている点である。したがって、その研究業績も実務家との共同研究という形で発表されているものが多くみられる。⁽¹³⁾ 第二に相当なデータの蓄積の上に行われている点である、「」の「」とは、先に紹介したアルトマンの研究にも端的に示されているように、過去のディフォールトなどのデータの十分な蓄積があつて行われている。

以上のことから、米国のディストレスト証券ビジネスは、業界と学界の密接な提携の上になされたノウハウおよび研究の蓄積によつて大きく支援されていると思われる。

(3) 投資家層

最後に、米国のディストレスト証券市場を支える最大の要因として、投資家層の厚さという点を指摘しておかなくてはならないだろう。例えば、米国のジャンク債市場は八〇年代には敵対的な M&A のためのマネーレース的な市場とみなされていたが、M&A ブーム終息後も市場は立ち直り、現在も成長企業の資金調達手段として拡

大している。この九〇年代の拡大をみると、投資家としてミューチュアル・ファンドや投資ファンドがあげられ、これらがジャンク債市場を支えていると考えられる。つまり、投資適格債とは必ずしも一致しない投資家層があると思われる。ディストレスト証券の投資家については、ファンドによつて勧誘方法に大きな差があり、一概にいえないが、これらファンドは機関投資家など少數の大口顧客のみを対象とし、相対ないし私募的な形で投資勧誘を行う私募型ファンド（ここにはヘッジ・ファンドも含まれる）と、公募的な形で投資勧誘を行い、一〇万ドル程度の資金で投資可能な公募型ファンドとに分類されることから、投資家層も年金基金やミューチュアル・ファンドから富裕家層の個人に至るものと思われるが、投資適格債やジャンク債とも異なる投資家層を獲得しているものと推測される。その意味では、このような市場が成立するためには、厚みのある投資家層が前提条件となるものと考えられる。

まとめ

米国のディストレスト証券市場を考察すると、ディストレスト証券市場が成立するための条件として、単に企業破綻が増加し、債券のデイフォールトが発生するという事態が起ころうだけでなく、①そのようなディストレス情報が開示されること、②その情報を分析し投資判断するノウハウを業者側が蓄積していること、③これらのハイリスクの投資を行う投資家層が形成されていること、といった制度的および主体的な条件が必須であることが明らかになるものと思われる。その際、①については、破綻後の継続開示については、日米で現状にそれほど差はない、また破綻企業の情報提供もそれほど重要ではないと思われるが、裁判所の手続き過程に違いがあり、これから出される情報には決定的な差があると思われる。したがつて、日本でディストレスト証券市場が形成され

るためにには、何らかの公式的な情報開示制度が整備される必要があり、そのためには現行の裁判所での手続きをよりパブリックなものとするか、あるいは制度的に破綻後の継続開示を義務づけることが必要であろう。また、②については、過去にリスクの高い社債を市場から排除してきたために、日本ではデイフォールトのデータはきわめてわずかであり、また業者側もこのようなノウハウを蓄積しておらず、その点はいかんともしがたいものがあると思われる。したがつて、現在このような業務を手がける可能性があり、この業務に関するリサーチを始めたところには、「外人部隊」の引き抜きによって、この業務を手がける部門を有するところもあるといわれ、インハウスでのノウハウの蓄積は難しくとも、引き抜きなどによって業務を立ち上げることは可能であると考えられる。最後に、③については、個人金融資産残高一二〇〇兆円といわれながら、米国に比して、厚みのある投資家層が形成されない要因のひとつは、機関投資家の投資行動にあると思われる。例えば、内規によつて、投資適格のトリプルB格の債券ですらそもそも投資できない機関投資家が多数あるといわれているが、ならば現在のところディストレスト証券に投資が向けられる可能性はほとんど存在しないであろう。このような機関投資家の行動について、多くの機関ではデイフォールト・リスクをふまえた上でトータル・リターンの最大化が必ずしも十分に追求されていない仕組みになつてゐるのではないかと思われ、これについては、日本型賃金・雇用制度がファンド・マネージャーに適用される点や機関投資家の横並び行動などから考察されねばならないと思われるが、しかし今後のビッグバンの進展がこのようなあり方を浸食していく可能性は十分にあり、それによつて機関投資家の行動も変化が生じる可能性はあると考えられる。

以上のように考察すると、短期的には日本でディストレスト証券市場が形成される可能性は必ずしも大きいと

は「べ」ないが、今後の証券発行企業の破綻件数の推移について、市場のリーズが大きくなる可能性はあり、そのためには先に列挙した②および③のような主体的な条件はともかくも、①で指摘した情報開示を中心とした制度的条件が整備されねばならないことが求められる。いくに日本の場合、ノウハウや研究データの蓄積を欠いていたために、それを制度的な開示によって補完する必要があり、破綻時点および破綻以降の情報開示などの面での整備が求められるものと想われる。

注

- (1) Altman, Edward I., "Investing in Distressed Securities", in Dinapoli, D., Sigoloff, S., and Cushman, R., ed. (1991) *Workouts and turnarounds; the handbook of restructuring and investing in distressed companies*, p.664.
- (2) Altman, Edward I., "Corporate Financial Distress and Bankruptcy", p.162.
- (3) Sigoloff, Sanford C., "Introduction", in Dinapoli, D., Sigoloff, S., and Cushman, R., ed. (1991) *Workouts and turnarounds; the handbook of restructuring and investing in distressed companies*, p.5. ここで、ワークアウトの手法について、債務者の今後の事業計画に基づく資本の減免猶予、利率の修正、債務の一時劣後化、債務と株式の交換などがある、その長所として①処理の迅速性、②費用の節約、③再建計画策定の柔軟性、④守秘性（当事者間だけで解決できるために情報開示が免除される）などの点が指摘されているが、他方短所として①ホールドアウトまたはフリー・ハイター・free rider の問題（一部の債権者が団体の地位を利用してその立場をより有利にして再建案に反対する場合がある）、②第一一章申請の可能性（ワークアウトによって再建策が策定されたあとに、債務者はまたは債権者から第一一章申請Bankruptcy: Economic and Legal Perspectives, Cambridge University Press, New York, 総監）。
- (4) Stuart C. Gilson, Investing in Distress Situations: A Market Survey, *Financial Analyst Journal*, Nov./Dec. 1995, p.8 (英訳「経済破綻企業への投資：市場調査」)、『証券アナリスト・ジャーナル』、一九九六年八月および九月、p.109)
- (5) 前出の Gilson 様教授による New Generation Research 社への贈呈品を以下に示す。
- (6) 抽稿「トライワールド社債処理の透明性について」、「証券ニュース」、一九九四年四月、一九九七年三月、総監。
- (7) 前出の Gilson 様教授による New Generation Research 社への贈呈品を以下に示す。
- (8) たゞし、現在のSECはこれまで意見書を出したところ。SEC, Staff Legal Bulletin No.2, April 15, 1997, 総監。
- (9) 前出の Gilson 様教授との間で会わせによる。
- (10) Gilson, 1995, p.8 (英訳、一〇ページ)
- (11) 同社資料による。
- (12) 同社資料による。
- (13) 例えども、以下。

Sumner, L. (1991), Investing in Bankruptcies and Turnarounds: Spotting Investment Values in Distressed Businesses,
Dinapoli,D., Sigoloff,S., and Cushman,R.,ed. (1991) *Workouts and turnarounds: the handbook of restructuring and investing in
distressed companies.*

Ramaswami, M., and S. Moeller, (1990), *Investing in Financially Distressed Firms: A Guide to Pre- and Post-Bankruptcy
Opportunities*, Quorum Books, New York.

インディペンデント・コントラクターと証券規制

伊豆 久

はじめに

本誌二月号の拙稿「米国証券会社の小規模多店舗展開について」で述べたように、米国の証券会社は、最近、小規模多店舗化を進めており、そこではインディペンデント・コントラクター（Independent Contractor：以下IC）と略）の役割が非常に大きい。しかしながら、証券規制上のICの位置付けに関しては議論がないわけではない。最大の問題は、ICは税法上は独立した事業者であつて会社から監督を受けてはならないにもかかわらず、証券規制上は証券会社の監督に服さなければならぬという矛盾が存在する点である。小稿では、米国におけるICの法的位置付けについて紹介する。

1 ICの法的定義

はじめにICの定義を確認しておこう。ICとは、一般に、他人のためにサービスを提供する契約を結んでいるものの、被雇用者ではない者と定義される。雇用契約ではなく独立自営業者として会社と契約している点が被雇用者と異なる。ただし、ICという労働形態は、証券業に限られたものではない。米国の総労働人口は一億二七〇〇万であるが、その内、ICは八五〇万人（約七%）を占め、その業種は幅広い。特に、コンピュータ・プログラマーや、会計士、弁護士などのサービス業が中心となっており、専門的な知識を要する職業でICとして

仕事をしている人が多いと言われている。

ICOと被雇用者では具体的には何が異なるのか。報酬形態が出来高払いか固定給かの区別は重要ではあるが、必ずしも被雇用者イコール固定給とは言えない。例えば、米国では、証券会社の営業員は社員（被雇用者）であつても歩合制が原則である。

法的にいふと、両者の違いは税務上の扱いと労働基本権の適用の有無にある。すなわち、被雇用者であれば、各種社会保険に関して雇用者が一部負担の上、所得税と一緒に源泉徴収し、当局に納付する義務を負うことになる。ICOと契約する会社からすれば、社会保険等の負担が少なくて済み、ICOにとっては、費用控除などが自営業者として広範に認められるメリットがある。

また、被雇用者は全国労働関係法（National Labor Relations Act）により労働基本権を保護され、公正労働基準法（Fair Labor Standards Act）の定める最低賃金、超過勤務手当制度により保護される」となる。ICOになれば、ハラウした労働権は認められない。

ICOであるが被雇用者であるかの判断基準および判断主体は、厳密にはそれぞれの法律とに異なつてゐる。何をもつて被雇用者とするか、どうが判定するかは、労働法、税法、社会保険関係法等の間で、また連邦法と州法の間で異なる。それゆえ、例えば、会社Xで働く労働者Aを、州の税務当局がICOと認定したため、会社がすべての領域に関してAをICOとして扱つていたところ、後になって連邦の税務・社会保険当局からICOではなく被雇用者だと指摘されるといったこともないわけではない。最終的には裁判所の判定に委ねられるが、被雇用者との判定が確定した場合には、会社XとAの双方が、社会保険の負担や所得税を再計算し、納付しなおさねばならない。このように、ICOであるが否かの判断は一定のリーガル・リスクをともなつてゐるのである。

とは言え、当局間の被雇用者の定義はほんと類似しており、内国歳入庁（IRS:Internal Revenue Service）による連邦所得税と雇用税徵収のための被雇用者の認定が、一つの基準とみなされてゐる。

内国歳入庁は、ある労働者が被雇用者であるかICOであるかの判断はあいまいな状況を考慮していくのによつている。報酬形態（出来高制か時間制か）や就業場所（会社内か自宅か）などは、重要な点ではあるが多くの要素の一つにすぎない。基本的な判断材料は、業務管理（behavioral control）、財務管理（financial control）、関係の態様（type of relationship）のあり方である。業務管理とは、このへどのよう働くかの指揮・監督権限を会社側が持つていてるか否かなどである。もちろん、監督権限を会社が持つていれば被雇用者となりやすい。逆に、ICOであれば、会社は、仕事のプロセスには口を出さず、結果にだけ注文を付けるのが一般的である。財務管理とは、費用負担（特に固定費）のあり方、報酬形態（固定給か出来高か）、労働者が損失を被る可能性があるか否かなどである。また、関係の態様とは、会社にとつてのその業務の重要性の程度など（会社にとつて中心的な業務であるなら、結果のみならずそのプロセスにも会社は介入するのが当然とされ、その業務担当者は被雇用者とみなされやすい）である。実際には、この三つの観点からの約10項目からなるアンケートによつて、ICOか被雇用者かの決定がなされている。すなわち、個々の点についてどの程度独立性（いわばICO度）が高いかを判断し、それを総合して当該労働者が被雇用者であるか否かが決定されてゐるのである。

2 証券規制上のICOとその問題点

ICO一般に関する法的扱いは以上の通りであるが、証券規制上は証券会社の被雇用者（社員営業員）とICOの間に何の区別も存在しない。いずれも証券会社の登録代理人（Registered Representative）であり、一九三四年証券

取引所法上の「証券会社と提携関係にある者 (person associated with a broker or dealer)」(第三条 (a) (八)) であるため、証券会社に監督責任がある（第一五条 (b) (四)、第一〇条 (a)）。

しかし、ICOで問題が生じる。税法等によるICOとしての性格上、証券ICOも原則としては契約会社の監督を受けてはならないにもかかわらず、証券規制上は会社の監督下にしなければならないのである。まさに矛盾である。このため、ICOと契約していたつもりの証券会社が、税務当局から、証券規制上の監督下にあることを理由に当該営業員を被雇用者（社員営業員）と判断され、新たな負担を課せられるといったケースもあるといふ。

証券会社、ICO、顧客の三者の関係を見てみると、ICOは、顧客に対する時には、証券会社から業務の委託を受けた会社の代理人 (agent) として働くもの（したがって会社の監督下にある）、証券会社と対する時には自らが独立した事業主 (principal) として、対等の契約関係にある者となる。ある時は証券会社の agent (代理人)、ある時は対等の principal (本人)、そのような使い分けが可能かという問題である。

ICOが principal として証券業をおこなっているとすれば、ICOは独立した証券業者（ブローカー・ディーラー）となり、違法な未登録業者となる。「規制の経済学」の観点からすると、ICOは、事実上の独立業者であるにもかかわらず登録証券会社として必要な様々な規制を免れていたために、その「生産コスト」が過度に小さく「過剰生産」に陥っている、といふことになる。規制コストが外部化されているため、社会的均衡を越えてICOが増えている可能性もあるのである。

3 ICOの複数契約

米国では、証券営業員が複数の証券会社と契約する（NASDに対しても）「重登録 Dual Registration」となる、

また証券会社以外の会社と契約する」ことが認められている。連邦証券規制上は、A社の営業員であると同時に、B社の営業員であることが可能なのである。証券営業員となるためには、証券会社を通じて NASD (証券業協会) に Registered Representative として登録しなければならないが、その登録申請書 (Form U-4, <http://www.nasd.com/3420d.htm>) では、「他の証券会社を通じた契約を維持するか」 (item⑧⑨) や、「現在、他のビジネスをおこなっているか」 (item⑩) といった質問もなされている。

社員営業員の場合、会社側が一重登録を拒否するのが普通であるが、ICOの場合は独立性を維持する」ことが契約の前提となるため、特に他業種の会社と提携して商品を提供する（生命保険や不動産、税理、会計など）ことにはむしろ一般的である。証券ICOは、自前の店舗で、ファイナンシャル・プランニングを基本に様々な金融商品を扱っており、証券は取り扱い商品の一つなのである。しかし、ICOの「ながら生じる問題もなくてはない。確かに、ICOが証券以外のサービスを提供する場合、その部分に関する責任は証券会社にはないが、同一人がおこなう複数の業務が色々な形で影響しあうことは十分に考えられる。となると、他業種への監督責任の免除は、むしろ証券会社の監督がICOの活動のすべてには及ばないといふことになる。

ただし、州によっては複数契約を禁止しているといふもあり（証券営業員は州の証券規制当局にも登録が必要である）、また証券会社も別の証券会社と契約しているICOとは契約しないとしているところも少なくない。

4 SECの立場とその批判

ICOの規制上の問題に対するSECのスタンスは、「独立して証券業をおこなうものは、ブローカー・ディーラー（証券会社）として登録せねばならず、証券会社以外で証券業に従事している者はすべて【証券会社と提携関

係にある者】として証券会社の監督下にあるため、規制の漏れはない」というものである。証券業に携わっている者は、登録証券会社が登録証券会社の監督下にあるかどちらかで、それ以外は未登録の違法業者だというわけである。いひでは、内国歳入庁などによるICOと被雇用者の区別や、その際の判断基準の一いつとなつていて実態的な指揮・監督権限の有無については全く無視されているようである。それはあくまで徴税など別の目的のための別の官庁の判断であり、投資家保護を目的とする証券規制上の判断においては考慮する必要のないもの、といふことであろう。

しかしその一方で、「ICOの主張は机上の空論であつて、現実を見ていない。確かに、証券会社には監督責任があるが、実際の監督能力がないまま責任を負わされているのであって、規制として実効的でない」との有力な批判もなされている（後掲 Dil 論文）。責任の所在が明確であつても、それでは投資家保護策として（事故が起きた後の損害賠償責任などの）事後的な対応しかできず、事故を未然に防ぐために必要な実際の監督能力があるかないかを吟味すべきだと考え方である。事前の監督体制を十分に整備し、それでも事故が発生した場合に限り事後的な監督責任を問うことでの欠を補うという、一段構えの体制が必要であるにもかかわらず、現状では前段部分が抜け落ちているからである。

この点をSECや裁判所はどうのように考えているのか、証券会社のICO監督責任をめぐる論争に事実上の決着をつけたある裁判を見てみよう。

5 Hollinger v. Titan Capital Corp. 事件

証券営業員 A は、証券会社 Titan Capital Corp. の Registered Representative として NASD に登録しており、会社と

は ICO 契約を結んで仕事をしていった。ところが、A は原告（Hollinger）から投資資金を預かりそれを着服、原告には Titan を通じて投資信託などを買つたとの偽の取引報告書を渡していた。事件が発覚し、原告は A の破産判決を得た上で、Titan に損害賠償を求めた。それがこの裁判である。裁判では多くの点が争われたが、いひでは、被告証券会社の使用者責任の有無、すなわち、被告が二四年法第二〇条（a）の「支配する者（controlling person）」にあたるか否かに絞って論点を整理してみたい。

その前に、第二〇条（a）の条文を確認すると以下の通り。「本法またはこれに準じて規則の制定によつて責めを負う者を直接または間接に支配する者は、当該被支配者（controlled person）と同一の程度において、連帯して責めを負うものとする。ただし、その支配する者が善意により行動し（acted in good faith）、かつ、当該違反または当該訴訟の原因となる行為を、直接または間接に誘因したのではなかつた場合は、この限りではない」つまり、証券会社は、その監督下にある者の違反行為に対しても責任を負い、それが免除されるのは、善意によって行動しており、かつ違反行為を誘因していなければ証明された場合と「う」とになる。裁判では、この条文における監督の意味、証明責任の所在が争われた。

この点について第一審（ワシントン西部地区連邦地裁）の判決は、まず、被告証券会社を「支配する者」とするためには、第一に会社が事実として A に対する指揮・監督権限をもつていていたこと（つまり条文の前段が述べる支配関係にあること）、第一に会社が「過失ある共同者（culpable participant）」であること（条文後段部分の責任免除に当たらないこと）の二つが証明されなければならぬとした。そして、第一の監督関係について、① A は ICO であり、② 会社は A の横領について何ら指図も承認も与えておらず、③ A の横領から何の利益を得ていないこと、を根拠に、会社が A に対する監督権限をもつていたとは証明しないとした。いひすでに被告の責任は否定

されたことになるが、その上さらに第一の「過失ある共同者」についても、被告はAの当該行動について知られておらず承認も与えていないのであって、そうしたAの行為を監督する義務はないとして、「善意による行動」を認めた。

」)のように第一審では第二〇条(a)にもとづく証券会社の責任が否定されたのであるが、これに対し上級審(第九連邦高裁)においてSECが厳しい反論を展開した。

SECの主張は、以下のようにまとめることができる。第一に、三四年法第一五条(b)(四)が証券会社に「提携関係にある者」の監督責任を定めているため、証券会社と営業員の関係は必然的に監督者と被監督者の関係となる。第二に独立して証券業をおこなうためには証券会社(ブローカー・ディーラー)とならねばならぬため、営業員は証券会社を通してでなければ証券市場にアクセスすることができない。すなわち、証券会社はいつも営業員の市場へのアクセス(証券の売買)を止める)ことができる。そして、この権限によって、証券会社は営業員との「提携(associate)」(具体的には、社員営業員の雇用あるいはICOとの契約)において法令順守などについて条件を付ける)とも「提携」を終了させる権限も有する)ことになる。さらに、第一五条(b)(四)(e)(二)によつて証券会社には法令順守チェックの手続きを整える義務が課せられているが、その手続きによつても会社は営業員を指揮・監督することができる。こうした点から、証券会社は営業員に対して事実としての監督権限を有していると言えるとした。

こうしたSECの主張に対して、被告証券会社は、SECの主張を仮に認めたとしても、Aは会社の代理人(agent)ではなくICOであるため会社が監督権限を有していたとは言えないと反論した。

結局、高裁は以下のようない判断を下した。第一に、ICOと証券会社の監督責任について、被告の主張を却下し、

「支配する者」の定義において、ICOを排除する限定的な解釈を支持する)とはできない。また、第二〇条(a)の目的に照らして、被雇用者すなわち代理人(agent)である証券営業員とICOの定義に合致する証券営業員を区別することはできない」とした。

第一に第二〇条(a)前段の「支配する者」を証明するために必要な内容とその証明責任については、証券会社は「提携関係にある者」に対し当然の「支配する者」であるため、証券会社が「支配する者」であることと原告が証明するためには、Aが証券会社Titanと提携関係にある証券営業員であることを示せばそれで足りる、とした。第一審の判断では、会社と営業員の実際の具体的な関係が問われたのであるが、高裁は、こうした証明義務は原告ではなく、証券会社と営業員の関係にあるという事実のみで、具体的な監督関係の証明になると判断したのである。

第三に第二〇条(a)後段の、被告に過失があつたか否かの点について、過失がなかつた、すなわち「善意による行為」がなされていたことの証明義務は会社にあると判断した。つまり、投資家は、証券会社の過失を証明する必要がなく、証券会社の側で管理体制が十分であつたことを証明しなければならないのである。そして、この控訴審でのSECの主張とそれを受けた高裁の判断が、その後の証券規制上のICOの位置を決定づけることになつたのである。

6 証券会社の監督責任

以上の議論を整理すると、(証券)会社と営業員の監督関係については、三つに分けて考えるべきではないかと思われる。第一に、まず、事実としての監督と義務としての監督である。証券会社は、法律上の義務として監督

責任を負っているが、そのことと、営業員に対する監督権限を実際に掌握しているか否かは別問題である。法律上の義務が明らかである以上、事実としての監督権限の有無は問う必要がないという考え方もあるが、会社の監督責任は営業員の行為のどこまで及ぶべきかを考える際には、会社の実際の監督権限の範囲が問題となってくる。

例えば、営業員が適合性に反した投資アドバイスをした場合に会社の責任を問えるのは明らかであるが、不動産売買のためと称して顧客資金を着服した場合の監督責任となると問題は簡単ではない。それは証券会社の業務ではなく営業員の代理権限の範囲を越えているからである。こうしたケースを考える際には、監督責任とは区別される事実としての監督権限という概念が必要となる。

第二に、証券業に限らないが雇用関係にもとづく監督関係がある。被雇用者の場合には、会社には雇用関係にもとづく監督権限と責任があるのに対し、ICOの場合にはそれが存在しない」となる。

第三には、証券会社に特有の監督関係がある。先のSECの見解が指摘するように、独立した主体として証券業をおこなうためには証券会社としての登録が必要なのであるから、営業員は証券取引をおこなおうとすれば、必ず証券会社を介さざるを得ない。証券会社は営業員と証券取引の間のいわば「関所」となっており、そこのでの権限が営業員に対する事実としての監督権限の源泉となつているのである。

」のように監督関係を三つに分けて考えると次のようになる。例えば、社員営業員が手数料稼ぎの回転売買をおこなった場合、証券会社には、まず雇用関係にもとづく監督権限と責任があり、右に述べた「関所」としての監督権限があり、法律上の監督責任もあるということになる。それに対してICOの回転売買の場合は雇用関係にもとづく監督関係が消えることになるが、他の責任関係は前者と同じである。そして、SECの考え方を筆者なりに敷延すれば、証券会社の責任を問うためには、①雇用関係によつて初めて発生する監督関係は不必要であり、

②「関所」としての権限およびそこから派生する権限に基づく、事実としての監督権限で十分であり、③それは証券会社でありますすれば必然的に備わっている権限であるため、④事実としての監督権限と法的義務としての監督責任を区別する」と大きな意味はなく、⑤かつ、事実としての監督権限を投資家が証明する必要はない、ということになる。それゆえ、⑥ICOに関して社員営業員と区別した特別な規制措置を講ずる必要もない、のである。

しかし、こうした考え方ではやはり、独立性が高く、地理的にも会社から離れており、複数の金融商品を扱つICOの実態に即しているとは言えないのではないだろうか。SECとNASDなどの合同調査（後掲 Sweep Report）の結果によると、調査サンプルである証券会社一〇一社の一七九店舗の内、管理が不十分であった店舗が四七店舗（二六%）に達している。中には、夫婦である二人の営業員がともに副支店長として相互に相手の取引を承認していたり、営業員と支店長を一人で兼務し（一人店舗）その取引が本人以外に誰からもチェックされていないかった例もあつたとされる。これらは何もICOに固有の問題とは言えないが、リテール分野では、今後ますます、顧客に密着したICO型の小型店舗、複数の金融商品を扱う独立性の高いファイナンシャル・プランナー型の営業員が増えると予測されている。こうした変化に対して従来型の規制のあり方だけで本当に十分と言えるのか、検討の余地が残されているいるようだと思われる。

参考文献

- 税法・労働法上のICOと被雇用者の違いについて

Wage slave no more-The Independent Contractor's Legal Guide,Nolo Press,1997.

Internal Revenue Service,*Employer's Supplemental Tax Guide* (1.Who Are Employee?;2.Employee or Independent Contractor?)

(<http://www.irs.ustreas.gov/plain/forms-pubs/>)

· Hollinger v.Titan
ホリンガー v.タイタン

Hollinger et.al.v.Titan Capital Corporation,et.al. (Ninth Circuit,1990), (New Court Decisions,CCH, 195,500).

証券規制上規定する證券会社の課税区分

『行商』人「新たな販売チャネルの開拓へ證券販売上場へ向かう」として小売店へ證券販売

業者「販賣市場」に販賣 1997年1月。

Alexander C.Dill,"Broker-Dealer Regulation Under The Securities Exchange Act of 1934:The Case of Independent

Contracting",*Columbia Business Law Review*,vol.1994,no.2 (189), 1994.

Charles V.Senatore,"Supervision Challenges Facing Broker-Dealers Employing The Independent Contractor Small Branch Office

Model:A Call to Action",*The Business Lawyer*,vol.52,August 1997.

· Sweep Report (The Joint Regulatory Sales Practice Sweep), (<http://www.sec.gov/news/studies/sweep>),1996.

ファンドマネージャーへのアンケート調査(2)

～意志決定に影響する要因～

吉川 真裕

今月から改正外為法の施行に伴つて日本版ビッグバンがついに始まった。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となるものと考えられる。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つてゐるファンドマネージャーの意識調査が中心であり、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、二八三社に質問状を送付し、六一社から八六件的回答を得た。(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。)

本稿では、前回に引き続き、このアンケート調査の結果の一部を紹介する。前回は回答者の特徴と新たな取引システムに関する評価を紹介したが、今回はファンドマネージャーの意志決定に影響する基本的な要因、迅速な取引執行、執行時間帯の評価を取り上げる。

1 意志決定に影響する基本的な要因

(1) 情報

株式を取引する場合、そこではすでに意志決定がおこなわれているわけであるが、その意志決定は何らかの情報に基づいておこなわれているはずである。株価がファンダメンタルズから見て割安であるとか、金利が低下しそうであるので株価が上昇するはずであるとか、ポートフォリオ構成の再評価によって保有株式を調整する必要があるといったものがその例であろう。こうした情報が新たに発生し、その新たな情報に基づいて株式を取引するという意志決定がファンドマネージャーによっておこなわれると考えるのが自然である。

そこで、まず、個別銘柄のファンダメンタルズ、市場全体に関わるニュース、ポートフォリオ構成の再評価、解約またはその他の換金需要、指數に追随するため、利益を追求するため、バーゲン・ハンティング、損切りをするため、チャーチストのシグナル、(ポートフォリオ・マネージャーからの) 内部調査、(証券会社からの) 外部調査、取引情報(他の注文に関する情報)、デリバティブズに基づく取引、その他、の一四の項目について、どの程度意志決定に影響しているのかを1(全く考慮しない)、2(たまに考慮する)、3(ときどき考慮する)、4(しばしば考慮する)、5(非常に頻繁に考慮する) の五段階評価で質問してみた。

その結果、①個別銘柄のファンダメンタルズが平均四・八(5ポイント六八件、4ポイント一七件、3ポイント二一件、2ポイント〇件、1ポイント〇件)、②利益を追求するためが平均四・一(5ポイント三五件、4ポイント一二六件、3ポイント一九件、2ポイント三件、1ポイント一件)、③市場全体に関わるニュースが平均四・一(5ポイント三二件、4ポイント三〇件、3ポイント二二件、2ポイント三件、1ポイント〇件)、④ポートフォリオ構成の再評価が平均三・八(5ポイント一三件、4ポイント四一件、3ポイント二五件、2ポイント三件、

1ポイント一件)、⑤(証券会社からの) 外部調査が平均三・六(5ポイント六件、4ポイント五〇件、3ポイント一七件、2ポイント一〇件、1ポイント二件)、⑥(ポートフォリオ・マネージャーからの) 内部調査が平均三・五(5ポイント一三件、4ポイント一九件、3ポイント二〇件、2ポイント三件)、⑦解約またはその他の換金需要が平均三・三(5ポイント一二件、4ポイント一三件、3ポイント二八件、2ポイント一四件、1ポイント六件)、⑧バーゲン・ハンティングが平均三・一(5ポイント四件、4ポイント一六件、3ポイント三二件、2ポイント二〇件、1ポイント三件)、⑨指數に追随するためが平均二・九(5ポイント二件、4ポイント一五件、3ポイント三四件、2ポイント一九件、1ポイント七件)、⑩損切りをするためが平均二・八(5ポイント一件、4ポイント二〇件、3ポイント三二件、2ポイント二一件、1ポイント五件)、⑪チャーチストのシグナルが平均二・八(5ポイント一件、4ポイント一五件、3ポイント四〇件、2ポイント二四件、1ポイント七件)、⑫損切りをするためが平均二・八(5ポイント一件、4ポイント二〇件、3ポイント三二件、2ポイント二一件、1ポイント九件)、⑬取引情報が平均二・六(5ポイント一件、4ポイント三三件、2ポイント二六件、1ポイント二二件)、⑭デリバティブズに基づく取引が平均二・五(5ポイント一件、4ポイント一四件、3ポイント一九件、2ポイント二五件、1ポイント〇件)。

意志決定に影響する要因	影響度 平均値	非常に頻繁に 5 (%)	しばしば 4 (%)	ときどき 3 (%)	たまに 2 (%)	全く考慮しない 1 (%)
個別銘柄のファンダメンタルズ	4.76	68 (78.2%)	17 (19.5%)	2 (2.3%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)
利益を追求するため	4.08	35 (40.2%)	26 (29.9%)	19 (21.8%)	3 (3.5%)	1 (1.2%)
市場全体に関わるニュース	4.06	32 (36.8%)	30 (34.5%)	21 (24.1%)	3 (3.5%)	0 (0.0%)
ポートフォリオ構成の再評価	3.75	13 (14.9%)	41 (47.1%)	25 (28.7%)	3 (3.5%)	1 (1.2%)
(証券会社からの)外部調査	3.56	6 (6.9%)	50 (57.5%)	17 (19.5%)	10 (11.5%)	2 (2.3%)
(ポートフォリオ・マネージャーからの)内部調査	3.46	13 (14.9%)	29 (33.3%)	20 (23.0%)	13 (14.9%)	3 (3.5%)
解約またはその他の換金需要	3.25	12 (13.8%)	23 (26.4%)	28 (32.2%)	14 (16.1%)	6 (6.9%)
バーゲン・ハンティング	3.10	4 (4.6%)	26 (29.9%)	31 (35.6%)	20 (23.0%)	3 (3.5%)
指數に追随するため	2.94	2 (2.3%)	24 (27.6%)	34 (39.1%)	19 (21.8%)	7 (8.1%)
損切りをするため	2.83	1 (1.2%)	15 (17.2%)	40 (46.0%)	21 (24.1%)	5 (5.8%)
チャーチストのシグナル	2.77	1 (1.2%)	20 (23.0%)	32 (36.8%)	24 (27.6%)	9 (10.3%)
取引情報(他の注文に関する情報)	2.61	1 (1.2%)	13 (14.9%)	33 (37.9%)	26 (29.9%)	11 (12.6%)
デリバティブズに基づく取引	2.52	0 (0.0%)	14 (16.1%)	29 (33.3%)	25 (28.7%)	14 (16.1%)
その他	-	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)

ント一四件)、⑭その他が○であった。

この結果によると、個別銘柄のファンダメンタルズが最も頻繁に考慮され、次いで利益を追求するためと市場全体に関わるニュース、そしてポートフォリオ構成の再評価、(証券会社からの)外部調査、(ポートフォリオ・マネージャーからの)内部調査、解約またはその他の換金需要という順で考慮され、ファンドマネージャーの意志決定に影響していると考えられる。逆に、デリバティブに基づく取引、取引情報、チャーチストのシグナル、損切りをするためという項目が考慮される頻度は低く、ファンドマネージャーの意志決定への影響も小さいと判断できる。

(2) 取引費用

株式取引を実行するには委託売買手数料やマーケット・インパクト・コストといった費用を伴う。こうした費用の存在は先に見た株式取引の意志決定にも少なからず影響するものと考えられる。そこで、ファンドマネージャーが取引費用をどの程度考慮しているかを尋ねてみた。

まず、取引費用はどの程度株式運用パフォーマンスに影響しているかを、1(全く重要でない)、2(少しは重要)、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、回答は5ポイント一二件(一四%)、4ポイント四二件(四八%)、3ポイント一三三件(二六%)、2ポイント九件(一〇%)、1ポイント〇件(〇%)、平均一七%、4ポイント一八件(三一%)、3ポイント一七件(三一%)、2ポイント一四件(一六%)、1ポイント二件(一%)、平均値で三・五であり、取引費用は株式運用パフォーマンスに影響しているという回答が多く、ファンドマネージャーに意識されていることが明らかになった。

次に、取引費用を引き下げるなどをどの程度心掛けているかを、同様にして、1(全く心掛けていない)、2

(少しは心掛けている)、3(心掛けている)、4(かなり心掛けている)、5(非常に心掛けている)の五段階評価で質問したところ、回答は5ポイント一二件(一四%)、4ポイント四二件(四八%)、3ポイント一三三件(二六%)、2ポイント九件(一〇%)、1ポイント〇件(〇%)、平均一七%、4ポイント一八件(三一%)、3ポイント一七件(三一%)、2ポイント一四件(一六%)、1ポイント二件(一%)、平均値で三・七であり、取引費用が株式運用パフォーマンスに影響しているという回答以上に、ファンドマネージャーが取引費用を引き下げるなどを心掛けているという結果が明らかになった。

さらに、取引費用の構成要素と考えられる委託売買手数料、気配値スプレッド、マーケット・インパクト・コスト、取引の遅れに伴う機会損失、の四つの項目について、意志決定にどの程度影響しているのかを、1(全く重要でない)、2(少しは重要)、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。その結果、①取引の遅れに伴う機会損失が平均三・五(5ポイント一七件、4ポイント二六件、3ポイント三三件、2ポイント七件、1ポイント二件)、②マーケット・インパクト・コストが平均三・二(5ポイント七件、4ポイント一五件、3ポイント一七件、2ポイント二九件、2ポイント一五件、1ポイント六件)、③気配値スプレッドが平均三・一(5ポイント二七件、1ポイント一〇件)であり、取引の迅速な執行の遅れに伴う機会損失がマーケット・インパクト・コストや気配値スプレッド、委託売買手数料よりも取引費用としてファンドマネージャーに意識されていることが明らかになった。

他方、同時に取引できない機会費用、マーケット・インパクト、委託売買手数料の三つの費用

取引費用が意志影響する要因	影響度平均値	非常に重要5(%)	かなり重要4(%)	重要3(%)	少し重要2(%)	全く重要でない1(%)
取引の遅れに伴う機会損失	3.58	17(19.5%)	26(29.9%)	33(37.9%)	7(8.1%)	2(2.3%)
マーケット・インパクト・コスト	3.18	7(8.1%)	28(32.2%)	29(33.3%)	15(17.2%)	6(6.9%)
気配値スプレッド	3.10	2(2.3%)	32(36.8%)	28(32.2%)	16(18.4%)	6(6.9%)
委託売買手数料	3.02	7(8.1%)	25(28.7%)	27(31.0%)	17(19.5%)	10(11.5%)

項目について、3（最も重要）、2（次に重要）、1（その次に重要）、で順序づけしてもらつたところ、①即座に取引できない機会費用が平均二・一（3ポイント三七件、2ポイント一七件、1ポイント一八件）、②マーケット・インパクト・コストが平均一・一（3ポイント三〇件、2ポイント三一件、1ポイント一九件）、③委託売買手数料が平均一・六（3ポイント一四件、2ポイント二二件、1ポイント一八件四四件）であり、やはり即座に取引のできない機会費用、マーケット・インパクト、委託売買手数料という順であつたが、機会費用とマーケット・インパクトの順位差は委託売買手数料との差と比べるとそれほど大きいものではなかつた。

（3）匿名性

取引手口の漏洩はマーケットメーカー自身売買部門のトレーダーにとっては自己のポジションを周囲の相手に知られ、売り崩しを仕掛けられるリスクに直結している。短期間の値動き取りの取引でない限り、こうしたリスクは大きくないが、取引の成立前に注文情報が知れ渡ると、情報が流れない場合に比べて不利な価格で取引が成立することになる。したがつて、何らかの情報を有するインフォームド・トレーダーは情報を持たないノイズ・トレーダーにまぎれてより有利な価格で取引をおこなおうとするはずである。

注文情報の漏洩に伴う損失を具体的に数値化することは困難であるが、こうした注文情報の漏洩に伴う損失もまたある意味では取引費用の一部と考えられる。そこで、株式を取引する際の注文の匿名性についてどの程度重要な要素だと考えているのかを1（全く重要でない）、2（少しは重要）、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。その結果、回答は5ポイント一四件（一六%）、4ポイント二〇件（一三%）、3ポイント二七件（三一%）、2ポイント一五件（一七%）、1ポイント一〇件（一一%）、平均値で三・一であり、

注文の匿名性はファンドマネージャーに重要と考えられていることが明らかになつた。
さらに、ブローカーに発注する際、どの程度注意しているかを1（気にしない）、2（少し気になる）、3（気になる）、4（かなり気になる）、5（非常に気になる）の五段階評価で尋ねたところ、回答は5ポイント一二件（一四%）、4ポイント三〇件（三五%）、3ポイント一九件（二二%）、2ポイント一三件（一五%）、1ポイント一二件（一四%）、平均値で一・八であり、3ポイントを下回り、注文の匿名性はブローカーに発注する際にはファンドマネージャーにそれほど注意されてはいないことが明らかになつた。

（4）発注業者の選択

注文の匿名性に関しては発注の際にはそれほど注意されてはいないようであるが、注文を発注する業者の選択にあたつては何が重視されているのであろうか。発注業者の選択にあたつて重要と考えられる執行能力、匿名性、優れた調査能力、効率的な決済、付隨的に提供されるサービス、会社の方針、その他、の七つの項目について、どの程度重要と考えているのかを1（全く重要でない）、2（少しは重要）、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てみた。その結果、①優れた調査能力が平均四・五（5ポイント五〇件、4ポイント二八件、3ポイント八件、2ポイント一件、1ポイント〇件）、②その他が平均四・三（5ポイント一件、4ポイント二一件、3ポイント〇件、2ポイント〇件、1ポイント〇件）、③執行能力が平均四・三（5ポイント四〇件、4ポイント三一件、3ポイント一三件、2ポイント二一件、1ポイント〇件）、④効率的な決済が平均三・八

取引費用が意志決定に及ぼす影響の順位	順位平均値	最も重要3(%)	次に重要2(%)	その次に重要1(%)
即座に取引できない機会費用	2.23	37 (42.5%)	27 (31.0%)	18 (20.7%)
マーケット・インパクト	2.14	30 (34.5%)	32 (36.8%)	19 (21.8%)
委託売買手数料	1.63	14 (16.1%)	22 (25.3%)	44 (50.6%)

(5ポイント一七件、4ポイント四〇件、3ポイント二四件、2ポイント四件、1ポイント〇件)、(5付隨的に提供されるサービスが平均三・六(5ポイント一二件、4ポイント三九件、3ポイント一八件、2ポイント八件、1ポイント〇件)、(6会社の方針が平均三・二(5ポイント一〇件、4ポイント二一件、3ポイント三八件、2ポイント一三件、1ポイント四件)、(7匿名性が平均三・二(5ポイント一〇件、4ポイント一二件、3ポイント三五件、2ポイント一五件、1ポイント四件)であり、優れた調査能力と執行能力が重視され、会社の方針と匿名性はそれほど重視されていないことが明らかになった。発注業者の選択にあたって執行能力が高く評価されるのは当然と考えられるが、優れた調査能力が執行能力以上に評価されているのは意外であった。他方、我が国では関連会社やグループ企業、親会社の主幹事証券会社を優先することもありえるのではないかと予想していたが、会社の方針は発注業者の選択にあたってそれほど重視されてはいないようである。

2 迅速な取引執行

(1) 迅速な執行とは

先の質問では、取引費用の構成要素と考えられる四つの項目の中で、取引の遅れに伴う機会損失が意志決定に最も影響する要因と答えられていたが、取引の遅れに伴う機会損失が生じないような執行時間とはどの程度の時間内での取引執行であろうか、あるいはどの

程度の時間内の取引執行であればファンデマネージャーは満足するのであろうか。

そこで、一分、一〇分、一時間、二時間、一日、その他、という六つの選択肢を用意して、迅速な執行とはどの程度の時間内での執行ですかと質問してみた。回答は、(1)一分以内が三九件(四五%)、(2)一〇分以内が三六件(四一%)、(3)その他が五件(六%)、(4)一日以内が四件(五%)、(5)一時間以内が二件(三%)、(6)二時間以内が〇件であり、累積して八六%の回答者は一〇分以内を迅速な執行と考えているという結果が得られた。

(2) 迅速に執行する頻度

次に、迅速に取引を執行するのは買い注文であるのか売り注文であるのかを調べるために、たいてい買い注文、買い注文が多い、ほぼ同数、売り注文が多い、たいてい売り注文、わからない、の6つの選択肢から選んでもらった。その結果、(1)ほぼ同数が四九件(五六%)、(2)売り注文が多いが一七件(二〇%)、(3)買い注文が多いが七件(八%)、(4)わからないが九件(一〇%)、(5)たいてい売り注文が二件(二%)、(6)たいてい買い注文が二件(二%)であり、ほぼ同数が過半数を占めていたが、売り注文が多いが買い注文が多いを大幅に上回っており、売り注文を迅速に執行したいという需要が大きいようであった。

(3) 迅速な執行を望む要因

さらに、取引を迅速に執行したいと考える要因として重要なものを、他の人が割安・割高な銘柄を見つてしまふ、他の人がフロント・ランニングしてしまう、価格が変動するので執行待ちリスクが大きい、機会費用、その他、の五項目から第一要因と第二要因を一つずつ選んでもらつたところ、第一要因としては、(1)価格が変動す

発注業者の決定に影響する要因	影響度平均値	非常に重要5(%)	かなり重要4(%)	重要3(%)	少し重要2(%)	全く重要でない1(%)
優れた調査能力	4.46	50(57.5%)	28(32.2%)	8(9.2%)	1(1.2%)	0(0.0%)
その他	4.33	1(1.2%)	2(2.3%)	0(0.0%)	0(0.0%)	0(0.0%)
執行能力	4.26	40(46.0%)	32(36.8%)	13(14.9%)	2(2.3%)	0(0.0%)
効率的な決済	3.82	17(19.5%)	40(46.0%)	24(27.6%)	4(4.6%)	0(0.0%)
付隨的に提供されるサービス	3.63	12(13.8%)	39(44.8%)	28(32.2%)	8(9.2%)	0(0.0%)
会社の方針	3.23	10(11.5%)	21(24.1%)	38(43.7%)	13(14.9%)	4(4.6%)
匿名性	3.22	10(11.5%)	22(25.3%)	35(40.2%)	15(17.2%)	4(4.6%)

るので執行待ちリスクが大きいが四一件（四七%）、②他の人が割安・割高な銘柄を発見してしまったが八件（九%）、③機会費用が六件（七%）、④他の人がフロント・ランニングしてしまったが五件（六%）、⑤その他が一件（一%）、第二要因としては、①機会費用が一六件（一八%）、②価格が変動するので執行待ちリスクが大きいが二三件（一五%）、③他の人が割安・割高な銘柄を発見してしまったが〇件（一一%）、④他の人がフロント・ランニングしてしまったが九件（一〇%）、⑤その他が〇件（〇%）であった。

この結果によると、第一要因では価格変動リスクが圧倒的に多く、第二要因では機会費用、価格変動リスク、銘柄発見、フロント・ランニングという順であり、銘柄発見やフロント・ランニングといった情報波及に伴う要因よりも価格変動リスクや機会費用といった市場環境の変化が重視されていることがわかる。そして、このことは市場全体に関わるニュースが重視され、注文の匿名性がそれほど重視されていなかつたこととも整合的である。

（4）デリバティブズの使用

流動性が必ずしも高くない銘柄の注文を執行する場合、流動性の高い株価指数先物や株価指数オプションを用いることによって、注文が執行されるまでの市場全体の価格変動リスクをカバーすることができる。そこで、現物株取引を迅速に執行するために株価指数先物や株価指数オプションを用いているかどうかを尋ねてみた。（我が国では個別株オプションの流動性は原株の流動性を下回っているので、執行の迅速性という観点から利用されているとは考えられない。）その結果、はいという回答が二六件（三〇%）、いいえという回答が

四九件（五六%）であり、いいえがはいを上回っていたが、三〇%のファンスマネージャーが現物株取引を迅速に執行するために株価指数先物や株価指数オプションを用いていることが明らかになつた。

さらに、現物株取引を迅速に執行するために株価指数先物や株価指数オプションを利用すると答えた回答者に、現物株取引を引き延ばす割合を、一時間以内、一時間から三時間、三時間から一日、一日よりも長く、の四つの項目ごとに、1（延ばさない）、2（一%から一四%）、3（二五%から四九%）、4（五〇%から七四%）、5（七五%から一〇〇%）の中から選択してもらつた。その結果、①一日よりも長くが平均二・七（5ポイント六件、4ポイント二件、3ポイント〇件、2ポイント三件、1ポイント八件）、②一時間以内が平均二・二（5ポイント二件、4ポイント二件、4ポイント一件、3ポイント一件、2ポイント三件、1ポイント七件）、③一時間から三時間が平均一・六（5ポイント〇件、4ポイント一件、3ポイント一件、2ポイント一件、1ポイント九〇件）、④三時間から一日が平均一・六（5ポイント一件、4ポイント〇件、3ポイント〇件、2ポイント四件、1ポイント九件）であり、一日よりも長くが最も多く、次いで一時間以内という回答が多くつた。

3 執行時間帯の評価

さて、ファンスマネージャーはどのような情報を重要と考え、どのような要因に注意しながら注文を発注しているのかを見てきたわけだが、こうした点を考慮した上で、具体的にはいつ注文

デリバティブズによる執行の延期	延期度平均値	延ばさない 1 (%)	1% - 24% 2 (%)	25% - 49% 3 (%)	50% - 74% 4 (%)	75% - 100% 5 (%)
1時間以内	2.14	7 (26.9%)	3 (11.5%)	1 (3.9%)	1 (3.9%)	2 (7.7%)
1 - 3時間	1.62	9 (34.6%)	1 (3.9%)	2 (7.7%)	1 (3.9%)	0 (0.0%)
3時間 - 1日	1.57	9 (34.6%)	4 (15.4%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	1 (3.9%)
1日よりも長く	2.74	8 (30.8%)	3 (11.5%)	0 (0.0%)	2 (7.7%)	6 (23.1%)

取引を迅速に執行したいと考える要因	第1要因 件数 (%)	第2要因 件数 (%)
価格が変動するので執行待ちリスクが大きい	41 (47.1%)	13 (14.9%)
他の人が割安・割高な銘柄を発見してしまう	8 (9.2%)	10 (11.5%)
機会費用	6 (6.9%)	16 (18.4%)
他の人がフロント・ランニングしてしまう	5 (5.8%)	9 (10.3%)
その他	1 (1.2%)	0 (0.0%)

を出す」といふを好ましいと考えているのだろうか。一日の取引時間を、寄り付き、寄り付
きから三〇分間、前場、前引け、後場寄り、後場、大引け前三〇分間、大引け、の八つ
に区分し、それぞれの評価を1（最も好ましくない）、2（好ましくない）、3（どちら
でもない）、4（好ましい）、5（最も好ましい）の五段階評価で質問してみた。

回答は、①寄り付きが平均四・〇（5ポイント二七件、4ポイント二〇件、3ポイント
ト二一件、2ポイント一件、1ポイント〇件）、②後場寄りが平均二・六（5ポイント
一五件、4ポイント一九件、3ポイント二一件、2ポイント四件、1ポイント四件）、
③寄り付きから三〇分間が平均三・四（5ポイント八件、4ポイント一三件、3ポイント
ト三一件、2ポイント九件、1ポイント〇件）、④大引け前三〇分間が平均三・二（5
ポイント六件、4ポイント一八件、3ポイント一九件、2ポイント一三件、1ポイント
三件）、⑤前場が平均三・一（5ポイント四件、4ポイント八件、3ポイント五〇件、
2ポイント四件、1ポイント一件）、⑥後場が平均三・一（5ポイント四件、4ポイント
ト七件、3ポイント四九件、2ポイント八件、1ポイント一件）、⑦大引けが平均二・
九（5ポイント八件、4ポイント一五件、3ポイント二三件、2ポイント一三件、1ポ
イント一件）、⑧前引けが平均二・七（5ポイント一件、4ポイント一〇件、3ポイ
ント一九件、2ポイント一二件、1ポイント七件）であり、寄り付き、後場寄り、寄り
付きから三〇分間、大引け前三〇分間という順で評価が高く、逆に前引けと大引けの評
価は低かつた。

大引けの評価は低かつたが、大引け前三〇分間の評価は四番目であり、前場、後場という区分よりは評価が高
かつた。我が国の証券取引所では日中の売買高は寄り付き、後場寄り、大引けという順で多く、W字型の分布を
していることが知られている。ファンドマネージャーが情報を有するインフォームド・トレーダーであるとされ
ば、取引の多い時間帯に情報を持たないノイズ・トレーダーにまぎれて取引を実行しようとしているとも考えら
れる。ただし、単純に取引執行可能性の高い時間帯を選んで取引しているだけかもしれない可能性はある。
終値での取引執行がファンドマネージャーに好まれているとよく言われるが、アメリカでおこなわれた同種の
アンケート調査ではファンドマネージャーは寄り付き後の午前中を好ましいと答え、大引けや大引け前三〇分間、
寄り付きを好ましくないと考えていることが明らかになっている。⁽¹⁾ アメリカでは寄り付きはスペシャリストが関
与して板寄せ方式でおこなわれており、引けには引け値での取引を指定した注文を出す」とができる。他方、我
が国では寄り付きと後場寄りは板寄せ方式で取引がおこなわれ、前引けと大引けも一定の条件のもとで板寄せ方
式が採用されている。こうした取引制度の違いがどの程度ファンドマネージャーの意志決定に影響しているのか
は興味深い問題である。

注

- (一) Nicholas Economides and Robert A. Schwartz, "Equity Trading Practices and Market Structure: Assessing Asset Managers' Demand for Immediacy", *Financial Markets, Institution & Instruments*, Vol.4 No.4(1995), New York University Salomon Center.

執行時間帯の評価	平均値	最も好ましい5 (%)	好ましい4 (%)	どちらでもない3 (%)	好ましくない2 (%)	最も好ましくない1 (%)
寄り付き	4.03	27 (31.0%)	30 (34.5%)	21 (24.1%)	2 (2.3%)	0 (0.0%)
寄り付きから30分間	3.42	8 (9.2%)	23 (26.4%)	31 (35.6%)	9 (10.3%)	0 (0.0%)
前場	3.12	4 (4.6%)	8 (9.2%)	50 (57.5%)	4 (4.6%)	2 (2.3%)
前引け	2.65	1 (1.2%)	10 (11.5%)	29 (33.3%)	22 (25.3%)	7 (8.1%)
後場寄り	3.64	15 (17.2%)	29 (33.3%)	21 (24.1%)	4 (4.6%)	4 (4.6%)
後場	3.07	4 (4.6%)	7 (8.1%)	49 (56.3%)	8 (9.2%)	1 (1.2%)
大引け前30分間	3.16	6 (6.9%)	18 (20.7%)	29 (33.3%)	13 (14.9%)	3 (3.5%)
大引け	2.94	8 (9.2%)	15 (17.2%)	23 (26.4%)	13 (14.9%)	11 (12.6%)

上海のA株市場（下）

～市場状況と問題点を中心にして～

王 東明

1 はじめに

前回は上海A株市場の形成過程と発展時期を紹介した。今回は引き続き上海証券取引所成立後の七年間の成果をまとめ、主にA株市場の上場企業と取引状況、取引所会員・投資家の変化状況および発行市場と流通市場の問題点などを中心に紹介することにしよう。

2 A株上場企業

一九九〇年一二月一九日上海証券取引所の開業と同時に、上海企業七社と浙江省企業（浙江鳳凰化工）一社が上場された。最初の上場企業の前身は全て国営企業あるいは集団企業で八〇年代の後半からいちはやく企業の制度改革に乗り出して株式会社を設立し、株式を公募してきた。当時、一般大衆向けに発行したこれら企業の株式は店頭市場で取引されていた。取引所の誕生に伴いその株式は取引所で売買されるようになった。

最初上場の八企業のうち真空電子株式会社（発行株数：二百万株、従業員：一万五千人）を除いて他は全て中小企業（発行株数：三〇万株以下、従業員：三千人以下）であった。また業種別に見ると、工業は五社、商業は

二社、不動産は一社であった。九一年は新規上場はなく、この八社は「老八股」（古い八銘柄）と呼ばれていた。九二年になると、上海市の上場企業は二七社に増え、上海以外の上場企業数は一汽金杯自動車を加え一社になつた。

市場形成期（九〇年～九二年）は上海企業の上場が中心で、しかも九割り以上は中小企業であった。この時期の証券取引所は市場創設の実験段階にあり、地方取引所の色彩が強い。

九三年以後、A株上場企業数は一〇〇社を超えて、上海石化（発行済株数：六五・五億株）、安徽馬鋼（発行済株数：六四・五億株）、儀征化纖（発行済株数：四〇億株）など中国を代表する大企業の上場が注目を呼んだ。九六、九七両年上場企業数はさらに増大し、一年連続して一〇〇社前後が上場された。九七年末現在上場企業数は三七二社を数える（表1）。

上場企業規模をみると、九六年末現在二九三社のうち、株式資本四億元以上は三五社、全上場企業の一割程度、二億元以上の企業と併せて七七社、全体の二六%に過ぎない。一億元以下の企業は全体の七割を超えて、そのうち一億元以下の企業は三七、五%で、中小企業が多数を占めていることが分かる（表2）。

上場企業の地域分布を見ると、九三年以前は上海企業が中心であったが、九三年以後、上海以外の企業が急速に増え、九五年末現在は九三社となり、上海上場企業数の九五社と並ぶまでになった。九六年以後、上海以外の企業数はさらに増加し、九六年末は一八八社（上海企業：一〇五社）、九七年末は二七一社（上海企業：一二一社）に達し、上海企業を大幅に上回った（表3）。地域別に多いのは九六年末現在、四川省（一六社）、浙江省（一六社）、福建省（一四社）、遼寧省（一四社）、山東省（一四社）、江蘇省（一二三社）、湖北省（一〇社）、黒竜江省（一〇社）でいずれも一〇社を超えた。⁽¹⁾

表4 上海証券取引所A株の市場状況

年	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
売買代金 (億元)	0.0093	8.07	232.73	2,379.79	5,626.73	3,042.63	9,020.24	13,550.24
一日平均売買代 金(億元)	0.0010	0.0317	0.91	9.19	22.33	12.12	36.52	55.76
取引出来高 (億株)	0.00002	0.0426	15.70	133.21	634.33	494.50	1,074.00	1,166.01
一日平均出来高 (万株)	0.029	1.67	615.85	5,143.28	25,171.73	19,701	43,482	47,984
時価総額 (億元)	12.34	29.43	520.55	2,076.65	2,483.54	2,433.71	5,316.13	9,032.45
PER (倍)	28.05	81.83	72.65	NA	29.67	30.54	32.65	43.43

(出所) 上海証券取引所各年版の統計資料による。上海証券取引所「1997年度信息統計公報」。「上海証券報」1998年1月1日。金建棟等編「中国証券市場(1991)」中国金融出版社、1991年、証券報、「97深圳股票基金投資必読」海天出版社、1997年、P161。P67。武鳳儀編「97深圳股票基金投資必読」海天出版社、1997年、P161。

図1

3 A株取引状況

A株取引は、過去七年間に大きな成果をあげた。表4が示しているように、売買代金は九〇年末の九三万元から九一年末二三三二亿元、九三年末二二三八〇亿元台、九四年は五、六二六亿元に伸びた。しかし九五年は市場の低迷で、九四年より大幅に減り、三、〇〇〇亿元台を割り込んだ。九六年以後は市場が再び活発になり、九六年未は九、〇〇〇亿元、九七年未は一兆三、五五〇亿元に達した。

また一日の平均売買代金をみると、九〇年末はわずか一〇万元だったが、九七年は五五亿元に達し、七年間に五万倍にもなった。但し九五年では上述した状況と同じように、市場の低迷で一日の平均売買代金は九四年の二三一亿元から一一一亿元に半減した。九六年以後は再び大幅に上昇だ。九六年以後は市場が再び活発になり、九六年未は九、〇〇〇亿元、九七年未は一兆三、五五〇亿元に達した。

取引高をみると、九五年を除き一貫して上昇傾向をたどった。九五年の出来高は四九四億株、九四年の六三四億株より減っている。九六、九七

表1 上海証券取引所上場企業数の推移

(単位:社、年末数)

年	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
上場企業数								
A株	8	8	29	101	169	184	287	372
B株	0	0	9	22	34	36	42	50
全上場企業数	8	8	29	106	171	188	293	383

注:A株とB株の両方上場は上場企業数を1社と計算する。

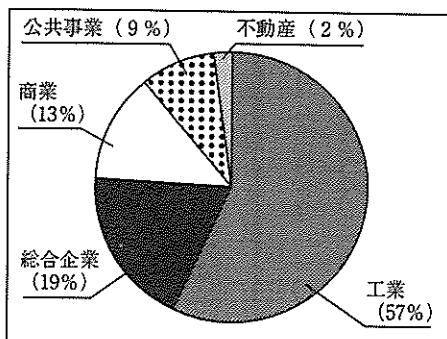
(出所) 上海証券取引所各年版の統計資料による。上海証券取引所「1997年度信息統計公報」。

表2 上海証券取引所上場企業の
株式資本規模別構成(1996年末)

株式資本規模	上場企業数(社)
1億元未満	110
1亿元以上2億元未満	106
2亿元以上3億元未満	28
3亿元以上4億元未満	14
4亿元以上	35
合 計	293

(出所) 中国証券監督管理委員会編「中国証券期貨統計年鑑1997」中国統計出版社、57頁、1997年。

図1 上海証券取引所上場企業の業種別
分布状況(1997年末)



(出所) 上海証券交易所「1997年度信息統計公報」。

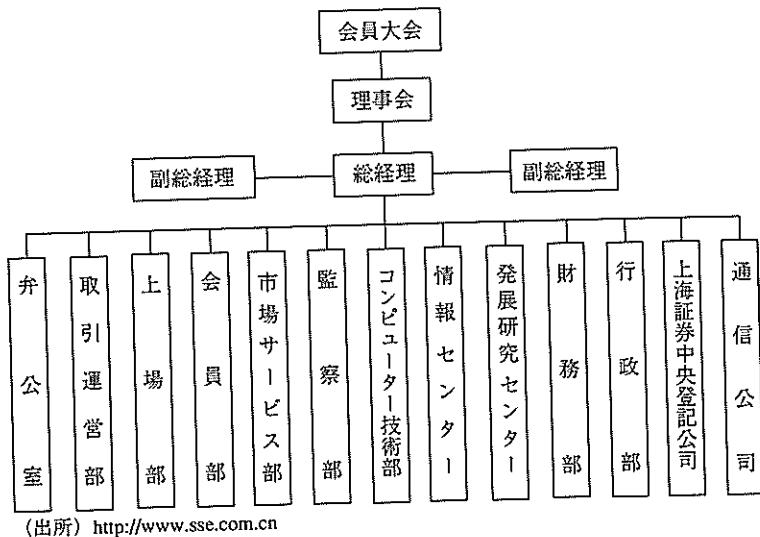
表3 上海証券取引所上場企業の地域・業種別分布状況

(単位:社、年末数)

年	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
地域分布								
上海企業	7	7	27	70	94	95	105	112
上海以外の企業	1	1	2	36	77	93	188	271
業種分布								
工業	5	5	22	67	95	109	168	218
商業	2	2	3	15	33	34	46	50
不動産	1	1	1	8	9	9	9	9
公共事業			1	8	12	12	25	33
総合企業			2	8	22	24	46	73
上場企業数								
合 計	8	8	29	106	171	188	293	383

(出所) 上海証券取引所各年版の統計資料による。上海証券取引所「1997年度信息統計公報」。

図3 上海証券取引所の組織図

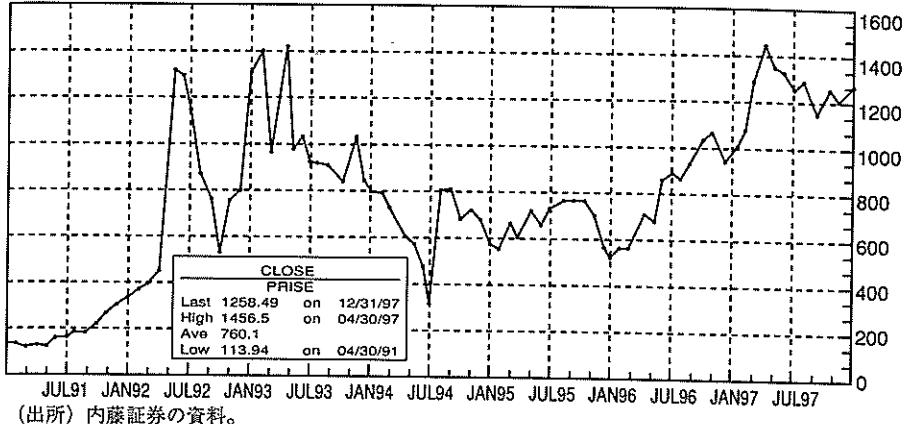


5 取引所会員

七兩年の出来高は各々一、〇〇〇億株を超えた。一日の平均出来高の動きは出来高と似たような状況であり、九四年は二、五億株あつたが、九五年は一、九億株まで減少、九六年に四億株台を回復し、九七年は四、七億株の水準となつた。

時価総額については、九〇年末一二億元から九七年九、〇三二億元に達し、七年間に七五〇倍になつた。

図2 上海A株指数



株価の推移は図2が示しているように、九一年後半の二〇〇台から上昇を始め、九二年五月に急騰して一時的、三〇〇台を突破したが、以後急反落し、一時五〇〇台前後暴落した。秋以後再び急上昇、九三年年初には一、四〇〇台にのせた。その後の三月間に急落（一、〇〇〇台以下）、急上昇（一、四〇〇台以上）、また急落（一、〇〇〇台以下）を経験した。七月以後は低迷が続き、九四年からさらに下落し、七月には四〇〇台を割り込んだ。その後一時的に八〇〇台を回復したもの以後二年間は低迷が続く（六〇〇台～八〇〇台前後）。株価が本格的な回復に向かうのは九六年五月以降のことであった。九六年秋株価は一、〇〇〇台を回復、年末に一時一、〇〇〇台まで反落したが、九七年から再び上昇に転じ、四月は過去のピーク一、四〇〇台を突破した。去年の年末から現在までは一、二〇〇台前後で動いている。

以上見たように、九五年以前は市場の創設と確立の段階であり、この時期は一般大衆の株式に対する知識や投資経験が不足だったため、市場はきわめて投機的となり、株価は乱高下を繰り返した。九五年以後、市場は調整の時期に入り、株価の低迷が続いて、あまり株価の乱高下は見られなくなった。九六年以後、五月、八月二回連続の利下げの影響もあって株価は回復に向かい、市場は発展段階に入った。この時期には投資家の株式に対するリスク意識は以前より高まつており、正な株式投資を行ない株価が急騰した。不正投資を防ぐため政府はこれらの金融機関と証券会社のトップの責任追求に乗り出した。そして年末に再び利下げが実施された。

員会社によって行なわれる。会員大会は取引所の最高意思決定機関である（図3）。九〇年末取引所成立直後の会員会社数は二五社であった。九二年末は一七一社、九三年末は四八一社、九四年末は五五〇社、九五年末の五五三社をピークとして以後会員数は減り続け、九六年は五二四社、九七年は四六七社まで減った（表5）。会員数減少は九五年七月から銀行業務と証券業務を分離する「商業銀行法」が実施され、それを受けて一部商業銀行が段階的に銀行の証券子会社あるいは証券営業所を分離または統廃合したことによる。また九七年は一部の大手事業会社が中小の証券会社を吸収・合併したあと増資して登録資本一〇億元の大規模証券会社「聯合証券」と「東方証券」を新たに創設したことによる。

会員を地域別に見ると、九一年以前は上海会員が大半を占めていた。九二年から現在まで上海会員数は四〇万台で大きな変動はなかった。それと逆に、上海以外の会員数は九〇年九社であったが、九二年は一気に一三一社に増加し、九三年は四三七社、九四年以後は五〇〇社を超え、上海会員の一〇倍にもなった。しかし九六年以後減少に転じ、九七年は四二五社になった（表5）。上海以外の会員数は各省に分散しており、広東省（一二%）、上海（八・八%）、北京（七・六%）、遼寧省（七・六%）、江蘇省（六・三%）が比較的多い（図4）。

6 投資家

投資家数は現在登録口座数によって計算される。A株投資家は制度上国内投資家に制限されており、現在は殆どが個人投資家である。投資家数を見ると、九〇年末は三・五万人、九二年末一〇〇万人、九四年末五七〇万人台、九五年末六八〇万人、九六年末は一、二〇〇万人に昇り、九七年は九〇年の四八六倍一、七〇〇万人に達した。一方法人・機関投資家は九二年の七千人から九七年の四・五万人に増加している（表6）。

表5 上海証券取引所会員数の推移

（単位：社）

年	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
上海会員	16	NA	40	44	49	49	46	42
上海以外の会員	9	NA	131	437	501	504	478	425
合計（社）	25	29	171	481	550	553	524	467

（出所）上海証券取引所年報の各年版による。上海証券取引所「1997年度情報統計公報」。

表6 上海証券取引所投資家数の推移（登録口座数）
（単位：万人、年末数）

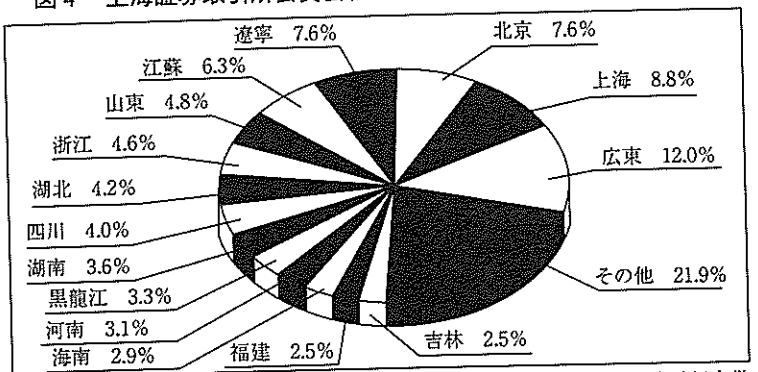
年	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
A株投資家数（1）	3.50	11.00	111.23	422.49	573.00	682.50	1203.30	1706.17
個人	3.50	11.00	110.53	421.09	571.00	682.00	1200.00	1701.17
法人・機関投資家			0.70	1.40	2.00	2.50	3.30	4.52
B株投資家数（2）					1.02	1.89	2.70	4.57
個人					0.83	1.57	2.32	4.11
法人・機関投資家					0.19	0.32	0.38	0.63
投資家合計（1+2）	3.50	11.00	111.23	423.51	574.89	685.20	1207.87	1712.71
個人	3.50	11.00	110.53	421.92	572.57	682.32	1204.11	1707.49
法人・機関投資家			0.70	1.59	2.32	2.88	3.76	4.58

（出所）上海証券取引所「1997年度情報統計公報」、各年版の統計資料による。

（財）日本証券経済研究所「中国の株式会社制度と証券市場の生成」、平成6年、125頁。

「上海証券報」1998年1月1日。

図4 上海証券取引所会員会社の地域別分布状況（1996年末）



（出所）上海証券交易所編「上海証券交易所統計年鑑1997年卷上冊」上海財經大学出版社、13頁、1997年。

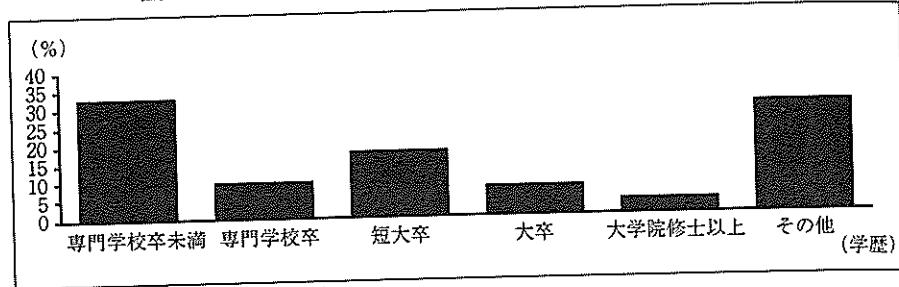
表8 上海証券取引所投資家の学歴別構成
(1996年末)

年齢	専門学校卒未満	専門学校卒	短大卒	大卒	大学院修士以上	その他	合計
投資家数(万人)	392.8	117.7	208.2	88.9	37.7	354.8	1,200
全投資家比率(%)	32.73	9.81	17.35	7.41	3.14	29.56	100

注：その他は学歴不明の部分である。

(出所) 上海証券交易所「上海証券交易所統計年鑑1997巻・上冊」上海財経大学出版社、153頁、1997年。

図6 上海証券取引所投資家の学歴別構成図(1996年末)



(注) その他は学歴不明の部分である

(出所) 同上。

また政府は発行市場の管理を強化するため、九三年から各年度毎の株式発行計画を発表している。九三年の計画は五百億元、九四年五百億元、九五年五百億元、九六年一千五〇億元、九七年は三〇〇億元となっている(表9)。要するに政府は各年度の株式発行枠を策定し、その発行枠を各省に配分する。各省は政府から与えられた枠内で上場する企業を選定する。選ばれた企業は上海、深圳両取引所の上場基準を満たさなければならない。このように発行計画枠は決まっているのに株式を上場し資金を調達したい企業が多数上場されることになった。この問題を解決するためと国有企业の「現代企業制度改革」推進の必要から大企業の上

表7 上海証券取引所投資家の年齢別構成

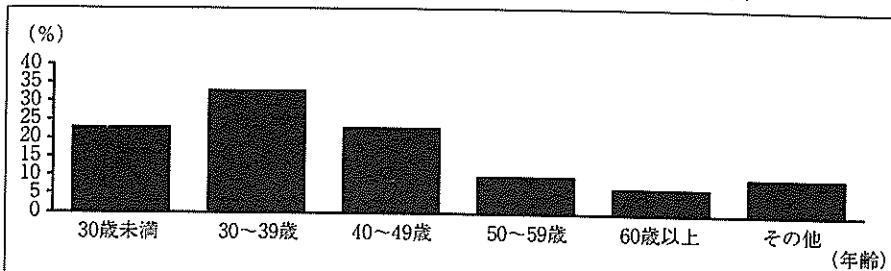
(1996年末)

年齢	30歳未満	30~39歳	40~49歳	50~59歳	60以上	その他	合計
投資家数(万人)	267.5	376.7	264.5	106.6	81.5	103.2	1,200
全投資家比率(%)	22.29	31.39	22.04	8.88	6.79	8.60	100

注：その他は年齢層不明の部分である。

(出所) 上海証券交易所「上海証券交易所統計年鑑1997巻・上冊」上海財経大学出版社、153頁、1997年。

図5 上海証券取引所投資家の年齢別構成図(1996年末)



(注) その他は年齢不明の部分である

(出所) 上海証券交易所編「上海証券交易所統計年鑑1997巻・上冊」上海財経大学出版社、153頁、1997年。

投資家の年齢を見れば、専門学校以下が一番多く、全投資家の三割を占める。その他、専門学校卒は九・八%、短大卒は一七・三五%になっている。一方大卒以上の高学年層はそれぞれ全体の八%、六%を占め、高齢者投資家が少ないことを示している(表7、図5)。

投資家の学歴を見れば、専門学校以下が一番多く、全投資家の三割を占める。その他、専門学校卒は九・八%、短大卒は一七・三五%になっている。一方大卒以上の高学年層はそれぞれ全体の八%、六%を占め、高齢者投資家が少ないことを示している(表7、図5)。

7 発行市場の問題

九〇年末取引所の誕生と同時に八企業が上場をした。九年新規上場はなかった。九二年から新規上場を再開したが、しかし新株発行には問題があった。前回の「証研レポート(NO.1556)」で紹介したように、新株購入権を優先的に与える購入予約抽選券が発行されたが、その抽選券に投資家が殺到し闇市で異常な高値を呼び、抽選券の購入にめぐり混戦を生じた。当時、新株発行の経験不足と市場管理には問題があった。九三年から新株購入抽選券販売の量的制限を取り消し、無制限発行が始まり、その結果九二年のような混乱は終息した。

また政府は発行市場の管理を強化するため、九三年から各年度毎の株式発行計画を発表している。九三年の計画は五百億元、九四年五百億元、九五年五百億元、九六年一千五〇億元、九七年は三〇〇億元となっている(表9)。要するに政府は各年度の株式発行枠を策定し、その発行枠を各省に配分する。各省は政府から与えられた枠内で上場する企業を選定する。選ばれた企業は上海、深圳両取引所の上場基準を満たさなければならない。このように発行計画枠は決まっているのに株式を上場し資金を調達したい企業が多数上場されることによって、いわゆる「撒胡椒面」(胡椒を振りかける)現象が生じた。その結果中小規模の企業が多く上場されることになった。この問題を解決するためと国

(単位：億元)

表9 中国株式発行計画

年	1993	1994	1995	1996	1997
発行計画	50	55	55	150	300

(出所)「中国証券報」1997年5月16日などにより作成。

場を促進するため、九六年政府は発行枠を拡大すると同時に、上場企業数を制限するいわゆる「総量控制、限報家数」(発行枠をコントロールし、新規上場企業数を限定する)管理方法を実施した。それ以来、大企業の新規上場は増え続けている。九八年度もこの管理方法は引き続き実施され、また翌年度に跨つても発行できる。ちなみに九六年度一五〇億元の発行枠は実際には九六年、九七年の二年間に亘って実施された。九七年度の三〇〇億元の枠は当年度に消化されず、九八年度から実施するようになつた。

8 流通市場の問題

現制度では発行株式は非流通株と流通株の二つに区分される。非流通株は発起人としての国家株、国内法人株および外資法人株と一般募集の法人株および従業員持株で構成され、これらの株式は原則として流通を禁止されている。実際に取引所で売買できるのは一般大衆向けに発行している流通A株だけである。

流通市場で流通できるA株は九〇年は全発行株式の一割前後であったが、九一年は新規上場がなく、有償増資によつて五割に急増した。九二年は九%に急落し、九三年は一一%、九四年と九五年は一六%、九六年は一八%、九七年は二割まで回復した。外国投資家向けのB株、香港上場のH株を含めても、九三年以前流通株の割合は九一年を除けば全発行株式の一割程度、九三年以後三割台に乗せ、九七年末現在全体の三五%であつた。流通市場の問題点は流通可能株式量が発行済株式に比べ少なく、制限された市場であることである。現在流通できるA株は全発行済株式一、〇六二億株のうちの一二八億株、全体の一割しかない。

一方、全発行済株式の六割以上(九一年を除く)を占める非流通株は流通市場に出回ることはなく、「不動株」の形をとつてゐる。特に全発行済株式の半分以上を占める国家「不動株」、国有法人「不動株」の今後の取り扱い次第では流通市場にかなりの影響を与えることにならう(表10、表11)。流通できる株式量が過小であることが株式需給のアンバランスを生み、過当投機、株価乱高下の要因にもなつてゐる。

以上の問題は八〇年代後半からスタートした国有企业制度改革と密接に関連してゐる。つまり現在上場企業の殆どはその前身(上場前の企業形態)が国有企业あるいは集団企業であり、これら公有性企業の株式化に際し、元の企業資産を国家株あるいは法人株に換算して政府あるいは公有性企業が持つようになり、それを維持することが「社会主义市場経済」の特徴として強調されてきた。このような歴史的経緯を踏まえた上で国有企业の制度改革が進められてゐる。それは国家株、国有法人株の将来の在り方を大きく左右することになるであろう。

9 むすびにかえて

以上、二回にわたつて上海A株市場の形成過程と発展時期を紹介し、そして七年間の市場状況と問題点に触れた。上海市はスタート時からいろいろな問題を抱えながらその困難を乗り越え、一地方市場から現在全国最大規模の市場にまで発展してきた。発展段階に入つた株式市場は依然問題が山積しており、特に市場関連法の整備の立ち遅れ、「証券法」の未成立は市場の発展の障害になつてゐる。将来上海は国際金融センターを目指してゐるが、そのためには多大な努力が必要になるであろう。

表10 上海証券取引所発行済株式の分布状況

(単位：億株、年末数)

年	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
一、非流通株	0.0199	0.0212	32.50	195.95	314.91	368.45	492.92	689.81
国家株	0.0178	0.0178	22.92	147.38	228.61	245.38	307.19	399.57
国内法人株	0.0021	0.0034	2.42	14.37	27.71	74.31	110.22	178.32
外資法人株			0.36		1.65	5.59	8.34	9.90
募集法人株			6.41	28.87	53.09	34.87	52.30	69.70
従業員持株			0.38	5.33	2.76	1.29	6.39	15.24
その他					1.09	4.04	8.48	16.89
二、流通株	0.0069	0.0232	12.17	70.01	149.05	192.28	256.95	372.57
A株	0.0069	0.0232	4.12	29.89	76.74	95.21	141.68	217.95
B株			8.05	40.12	31.49	34.65	45.43	67.61
H株					40.82	62.42	69.84	87.01
発行済株数	0.0268	0.0444	44.67	265.96	463.96	560.66	749.86	1062.38
A株	0.0268	0.0444	36.62	225.84	390.84	463.66	634.59	907.76
B株			8.05	40.12	31.49	34.65	45.43	67.61
H株					40.82	62.42	69.84	87.01

(出所) 金建棟等編「中国証券市場(1991)」中国金融出版社、13頁、1991年。

中国証券監督管理委員会編「中国証券年報1995」P111。

上海証券交易所「上海証券交易所統計年鑑1997卷・上冊」上海財經大学出版社、P11。

上海証券取引所「1997年信息統計年報」。

表11 上海証券取引所発行済株式の構成

(単位：%、年末数)

年	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
一、非流通株	74.25	47.75	72.76	73.68	67.87	65.72	65.73	64.93
国家株	66.41	40.09	51.31	55.41	49.27	43.77	40.97	37.61
国内法人株	7.84	7.66	5.42	5.40	5.97	13.25	14.70	16.78
外資法人株			0.81		0.36	0.98	1.11	0.93
募集法人株			14.35	10.86	11.44	6.22	6.97	6.56
従業員持株			0.85	2.00	0.59	0.23	0.85	1.43
その他					0.23	0.72	1.13	1.59
二、流通株	25.75	52.25	27.24	26.32	32.13	34.30	34.27	35.07
A株	25.75	52.25	9.22	11.24	16.54	16.98	18.89	20.52
B株			18.02	15.08	6.79	6.18	6.06	6.36
H株					8.81	11.13	9.31	8.19
発行済株数	100	100	100	100	100	100	100	100
A株	100	100	81.98	84.92	84.24	82.69	84.63	85.45
B株			18.12	15.08	6.79	6.18	6.06	6.36
H株					8.81	11.13	9.31	8.19

注：表10ベースによる計算。

注

*本稿の作成には、上海証券交易所情報センターの皮六一副経理から貴重な資料を提供して戴いた。記して感謝したい。

(1)

中國証券監督管理委員会編「中国証券期貨統計年鑑1997」、五八頁。

参考文献

- (1) 上海証券交易所「交易統計年報(1990—1992)」、一九九二年。
- (2) 上海証券交易所「交易統計年報(1992)」、一九九三年。
- (3) 上海証券交易所「上海証券交易所一九九二年年報」復旦大学出版社、一九九三年。
- (4) 上海証券交易所「一九九三年市場統計年報」華東師範大学出版社、一九九四年。
- (5) 上海証券交易所「上海証券交易所一九九三年年報」百家出版社、一九九四年。
- (6) 上海証券交易所「上海証券交易所一九九四年年報」。
- (7) 上海証券交易所「市場統計年鑑(1994)」上海財經大学出版社、一九九五年。
- (8) 上海証券交易所「上海証券交易所統計年鑑一九九六年卷」、「上海証券交易所統計年鑑一九九七年上冊、下冊」上海財經大学出版社。
- (9) 「上海証券年鑑」九三年版、九四年版、九五年版、九六年版、九七年版、上海社会科学出版社。
- (10) 金建棟等編「中国証券市場(1991)」中国金融出版社、一九九一年。

- (12) 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。
- (13) 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。
- (14) 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。
- (15) 中國證券監督管理委員會編「中國證券統計年報一九九五」中國法制出版社、一九九五年。
- (16) 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」中國統計出版社、一九九七年。
- (17) 中國證券監督管理委員會「中國證券業年鑑一九九五年」新華出版社、一九九五年。
- (18) 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。
- (19) 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。
- (20) 中國誠信證券評估有限公司編「中國上市公司基本分析」九五年版、九六年版、九七年版、中國科學技術出版社。
- (21) 申銀萬國證券研究所編「一九九七年股票年報（上海證券市場）」。
- (22) 「中國證券報」。

*銀行の経営環境とその変化

～株式所有構造と経営効率性～

岡村 秀夫

1 はじめに

本稿における分析の目的は、一九八一年から一九九五年の期間について、各銀行に共通した経営効率性に影響を与える要因を明らかにし、銀行経営をとりまく環境の変化を検討することである。

拙稿「銀行経営のガバナンス」（証研レポート）九七年一二月号）では、一九八八年度から一九九五年度の八年間にについて主要銀行二〇行の経営効率性と株式所有構造の関係を分析した。くわえて本稿では、都市銀行・信託銀行という業態ごとの差異を考慮し、さらにバブル発生前の一九八〇年代前半、バブル経済期の一九八〇年代後半、そしてバブル崩壊後の一九九〇年代を比較検討する。

非金融企業に関して株式所有構造が経営効率性に与える影響を分析した研究としては、例えば広田（一九九六）、米澤・宮崎（一九九六）などがある。広田（一九九六）では、株式所有構造に併せて負債比率、メインバンク関係などを含めて企業の金融・財務面と経営効率性の関係を実証分析している。そして、日本において企業の金融・財務面は経営効率性に影響を与えており、特に低成長企業において有効であるが、株式所有構造は経営効率

性に影響を与えていないとの結果を示している。一方、米澤・宮崎（一九九六）では、株式所有の集中度が高いほど効率性を高める効果を持つていると結論している。さらに、株式所有構造が労働分配率に与える影響の分析から、金融機関、外国法人、役員の持株比率が高いほど株価最大化を目指す新古典派型企業に近く、そのような企業ほど高い効率性を上げると結論している。また、金融機関に関しては、斎藤（一九九七）では株式市場における地方銀行の評価に関して、地方銀行の貸出行動と株式所有構造が与える影響をパネルデータを用いて分析を行っている。そして、地方銀行の株式所有構造は貸出行動に影響を与えており、また株式市場は貸出行動と株式所有構造の両者の情報を利用して地方銀行を評価しているとの結果を示している。

ところで、非金融企業と異なり、銀行の負債の大半は多数の預金者からの預金であるという特徴を持っている。そのため、個々の預金者によるガバナンスは機能しにくく、従つて銀行の経営効率性を確保するメカニズムとしては、株主によるガバナンスが重要である。また株式所有が集中しているほど大株主がモニタリングやコンントロールを行うインセンティブが高まり、株主によるガバナンスは機能しやすくなると考えられる。さらに、機関投資家の株式保有が経営効率性にどのような影響を与えるかを検討するために、機関投資家の代表として生命保険会社の株式保有が効率性に与える影響も併せて検討する。生命保険会社の特徴としては、その大部分が相互会社形態を採用していることが挙げられる。生命保険会社が株式保有先企業のガバナンスを行うことの有効性については、相反する二つの見方が考えられる。一つの見方は、相互会社であるために株式の相互持合が不可能であり、生保側が一方的に株式を保有するので、純粹に投資収益をあげることを目的とする機関投資家としての側面が前面に出るというものである。もう一つの見方は、相互会社を構成するのは社員である多数の保険契約者であり、銀行における預金者と同様に保険契約者が投資収益実績を十分にモニタリングし得ないため、生命保険会社の経

営者が株式保有先企業の効率性に無関心になつたり、収益性を重視しない政策保有を行つう可能性がある、というものである。

併せて、労働分配率が効率性に与える影響の分析を通じて、従業員への分配と経営効率性との関係についても検討を加える。

以下、第二節ではデータと推定方法について、第三節では銀行の株式集中度の変化と経営効率性に影響を与える要因について、そして八〇年代前半から九〇年代前半にかけて生じた変化について、それぞれ述べる。

2 データについて

分析対象として取り上げた銀行は、都市銀行一〇行（第一勧業銀行、さくら銀行、富士銀行、東京三菱銀行、あさひ銀行、三和銀行、住友銀行、大和銀行、東海銀行、北海道拓殖銀行）、長期信用銀行三行（日本興業銀行、日本長期信用銀行、日本債券信用銀行）、信託銀行七行（三井信託銀行、三菱信託銀行、安田信託銀行、東洋信託銀行、中央信託銀行、日本信託銀行、住友信託銀行）の計一〇行である。

各銀行の経営効率性を表す指標としては、従業員一人当たりの付加価値額を用いることが望ましいと思われる。広田（一九九六）、米澤・宮崎（一九九六）などにおいても、従業員の余剰を含んだ全要素生産性（TFP: Total Factor Productivity）を経営効率性の指標として用いている。コーポレート・ガバナンスの課題はただ株主の利益を最大化する方法を検討することだけではなく、企業の様々な関係者の利害を調整していくことに焦点が当たられている。そして、株主と並ぶ重要な利害関係者は従業員である。そのため、従業員余剰を含めた付加価値の方
が企業の生産性をより反映すると考えられる。

ところで、銀行業務本体の収益性を最も反映する指標は業務純益であると考えられるが、業務純益の数値は一九八八年度（一九八九年三月期）決算からしか公表されていないという問題がある。そこで、一九八八年度から一九九五年度までの八年間にについて、拙稿「銀行経営のガバナンス」と同じデータを用いて、業務純益、人件費・福利厚生費、減価償却費の合計額を付加価値額とし、従業員一人当たり付加価値額（以下、一人当たり付加価値額）を被説明変数として用いて、主要二〇行全体および業態別にそれぞれ推計を行った。

しかし、一九八八年度以降のみを分析期間とすれば、一九八〇年代から一九九〇年代にかけて生じた金融システムの変化や、「バブル経済」の生成と崩壊という日本経済が経験した大きな変化に関して、それらが銀行経営に与えた影響を見逃す結果となるかもしれない。そこで、一九八一年度から一九八五年度、および一九八六年度から一九九〇年度のそれぞれ五年間についても併せて分析を行った。その際、先に述べたように業務純益のデータは一九八八年度以降についてしか公表されていないため、代わりに従業員一人当たり税引後当期利益（以下、一人当たり当期利益）を被説明変数として推計を行った。

説明変数には、株式所有構造を表す変数として上位一〇位までの株主が保有する株式数合計の総発行済株式数に対する比率（以下「一〇大株主集中度」）を用いた。そして生命保険会社が上位一〇位までの株主に入っている場合には、生命保険会社の保有株式数（複数の場合は各生保の合計）の総発行済株式数に対する比率（以下「生保持株比率」）を代わりに用いた推計も行った。また、従業員数や資産規模が経営効率性に与える影響を検討するため、「従業員数」の対数値および「総資産額」の対数値も説明変数に加えた。

そして、従業員への分配と生産性の関係を検討するために、被説明変数に一人当たり付加価値額を用いたものについては（人件費・福利厚生費総額）／（付加価値総額）を、被説明変数に一人当たり当期利益を用いたもの

表1 基本統計量（1981年度—1985年度）

*被説明変数：1人当たり当期利益

<全20行>

	平均	標準偏差	最小値	最大値
税引後当期利益(百万円)/従業員数(人)	3.35	2.57	0.58	10.01
従業員数(人)	9,081.68	5,594.31	1,664.00	22,850.00
税引後当期利益(百万円)	27,814.75	21,684.87	1,423.00	81,855.00
人件費+福利厚生費(百万円)	65,377.16	41,739.62	11,620.00	164,869.00
総資産(百万円)	13,630,700.00	9,373,970.00	706,720.00	36,369,400.00
労働分配率(%)	71.53	13.47	41.09	90.79
10大株主集中度(%)	27.38	8.88	16.99	63.12
生保持株比率(%)	9.37	5.43	0.00	19.94

<都銀のみ>

	平均	標準偏差	最小値	最大値
税引後当期利益(百万円)/従業員数(人)	2.71	1.29	0.99	5.96
従業員数(人)	13,732.86	4,097.45	6,513.00	22,850.00
税引後当期利益(百万円)	39,216.78	22,879.87	8,638.00	81,855.00
人件費+福利厚生費(百万円)	99,917.18	30,692.41	43,491.00	164,869.00
総資産(百万円)	19,352,800.00	8,629,130.00	5,313,683.00	36,369,400.00
労働分配率(%)	74.11	8.21	58.40	84.83
10大株主集中度(%)	26.29	2.83	19.99	30.75
生保持株比率(%)	13.09	4.21	2.14	19.94

<信託のみ>

	平均	標準偏差	最小値	最大値
税引後当期利益(百万円)/従業員数(人)	2.00	1.30	0.58	5.60
従業員数(人)	4,835.54	1,384.01	2,152.00	6,528.00
税引後当期利益(百万円)	10,743.49	8,357.90	1,423.00	34,021.00
人件費+福利厚生費(百万円)	32,835.23	11,482.21	12,310.00	49,781.00
総資産(百万円)	4,761,290.00	2,796,110.00	706,720.00	10,062,600.00
労働分配率(%)	78.74	8.91	56.99	90.79
10大株主集中度(%)	32.02	12.99	21.51	63.12
生保持株比率(%)	4.26	2.74	0.00	9.22

(注1) (労働分配率)=((人件費+福利厚生費)/(税引後当期利益+人件費+福利厚生費))×100

(注2) (10大株主集中度)=(持株比率上位10位までの株主が保有する持株数合計)/(総発行済株式数)×100

(注3) (生保持株比率)=(持株比率上位10位以内の生保が保有する株式数合計)/(総発行済株式数)×100

(出所) 有価証券報告書、野村総合研究所国内企業財務データベース、日経NEEDSデータベース
「配当状況調査」(全国証券取引所協議会)、「株式分布状況調査」(全国証券取引所協議会)
「企業系列総覧」(東洋経済新報社)

表3 基本統計量(1988年度-1995年度)

*被説明変数: 1人当たり付加価値額

<全20行>

	平均	標準偏差	最小値	最大値
付加価値額(百万円)/従業員数(人)	25.86	11.08	9.74	77.67
従業員数(人)	9,355.88	5,593.98	1,739.00	22,919.00
付加価値額(百万円)	244,460.88	171,694.44	18,600.00	748,712.00
業務純益(百万円)	132,921.08	109,349.66	-4,168.00	519,054.00
減価償却費(百万円)	15,986.63	12,933.66	677.00	47,675.00
人件費+福利厚生費(百万円)	95,553.17	60,627.60	19,088.00	247,713.00
総資産(百万円)	28,687,820.00	19,408,220.00	1,334,930.00	66,590,840.00
労働分配率(%)	44.43	15.38	15.49	111.12
10大株主集中度(%)	25.01	7.60	17.16	75.91
生保持株比率(%)	9.13	5.02	1.64	19.67

<都銀のみ>

	平均	標準偏差	最小値	最大値
付加価値額(百万円)/従業員数(人)	25.00	7.46	14.22	47.96
従業員数(人)	13,850.36	4,392.85	5,907.00	22,919.00
付加価値額(百万円)	359,241.06	166,077.18	89,316.00	748,712.00
業務純益(百万円)	191,512.51	117,770.80	11,378.00	519,054.00
減価償却費(百万円)	25,439.81	11,851.92	6,568.00	47,675.00
人件費+福利厚生費(百万円)	142,288.74	51,725.35	49,980.00	247,713.00
総資産(百万円)	41,132,100.00	17,811,900.00	10,361,400.00	66,590,800.00
労働分配率(%)	43.16	10.43	23.31	80.94
10大株主集中度(%)	24.16	2.32	20.36	29.01
生保持株比率(%)	12.73	3.85	2.69	19.67

<信託のみ>

	平均	標準偏差	最小値	最大値
付加価値額(百万円)/従業員数(人)	20.64	7.90	9.74	45.47
従業員数(人)	5,318.02	1,651.56	1,739.00	7,708.00
付加価値額(百万円)	117,501.93	66,765.85	18,600.00	285,532.00
業務純益(百万円)	60,595.55	50,434.30	-4,168.00	204,309.00
減価償却費(百万円)	6,938.98	4,355.22	677.00	17,815.00
人件費+福利厚生費(百万円)	49,967.39	17,203.91	19,088.00	73,627.00
総資産(百万円)	10,644,700.00	5,856,600.00	1,334,930.00	21,500,700.00
労働分配率(%)	51.66	19.26	25.01	111.12
10大株主集中度(%)	28.34	11.60	19.56	75.91
生保持株比率(%)	4.34	1.77	1.64	9.22

(注1) (付加価値額)=(業務純益)+(減価償却費)+(人件費+福利厚生費)

(注2) (労働分配率)=(人件費+福利厚生費)/(付加価値額)×100

(注3) (10大株主集中度)=[(持株比率上位10位までの株主が保有する持株数合計)/(総発行済株式数)×100]

(注4) (生保持株比率)=[(持株比率上位10位以内の生保が保有する株式数合計)/(総発行済株式数)×100]

(出所) 有価証券報告書、野村総合研究所国内企業財務データベース、日経NEEDSデータベース
「配当状況調査」(全国証券取引所協議会)、「株式分布状況調査」(全国証券取引所協議会)
「企業系列総覧」(東洋経済新報社)

表2 基本統計量(1986年度-1990年度)

*被説明変数: 1人当たり当期利益

<全20行>

	平均	標準偏差	最小値	最大値
税引後当期利益(百万円)/従業員数(人)	7.80	4.38	1.74	20.29
従業員数(人)	8,645.16	5,020.23	2,092.00	22,919.00
税引後当期利益(百万円)	64,689.68	46,183.59	3,665.00	198,314.00
人件費+福利厚生費(百万円)	79,149.74	48,655.09	16,596.00	238,136.00
総資産(百万円)	25,597,800.00	18,297,600.00	1,552,029.00	66,590,800.00
労働分配率(%)	57.00	12.86	29.71	83.60
10大株主集中度(%)	25.43	5.64	17.16	50.16
生保持株比率(%)	9.50	5.21	1.64	19.94

<都銀のみ>

	平均	標準偏差	最小値	最大値
税引後当期利益(百万円)/従業員数(人)	6.31	2.84	2.18	12.37
従業員数(人)	12,593.08	4,065.78	6,282.00	22,919.00
税引後当期利益(百万円)	85,984.74	53,134.67	13,780.00	198,314.00
人件費+福利厚生費(百万円)	116,202.02	41,630.86	49,727.00	238,136.00
総資産(百万円)	36,160,500.00	18,466,600.00	9,034,756.00	66,590,800.00
労働分配率(%)	61.04	10.22	41.66	78.30
10大株主集中度(%)	25.45	2.76	20.36	30.17
生保持株比率(%)	13.18	4.11	2.59	19.94

<信託のみ>

	平均	標準偏差	最小値	最大値
税引後当期利益(百万円)/従業員数(人)	6.62	3.10	1.74	12.33
従業員数(人)	5,182.94	1,519.74	2,110.00	7,451.00
税引後当期利益(百万円)	38,094.37	22,681.01	3,665.00	77,556.00
人件費+福利厚生費(百万円)	44,622.69	15,451.65	16,596.00	68,453.00
総資産(百万円)	10,158,000.00	5,757,660.00	1,552,029.00	21,500,700.00
労働分配率(%)	58.76	12.58	43.20	83.60
10大株主集中度(%)	27.73	7.81	20.75	50.16
生保持株比率(%)	4.61	2.06	1.64	9.23

(注1) (労働分配率)=[(人件費+福利厚生費)/(税引後当期利益+人件費+福利厚生費)]×100

(注2) (10大株主集中度)=[(持株比率上位10位までの株主が保有する持株数合計)/(総発行済株式数)]×100

(注3) (生保持株比率)=[(持株比率上位10位以内の生保が保有する株式数合計)/(総発行済株式数)]×100

(出所) 有価証券報告書、野村総合研究所国内企業財務データベース、日経NEEDSデータベース
「配当状況調査」(全国証券取引所協議会)、「株式分布状況調査」(全国証券取引所協議会)
「企業系列総覧」(東洋経済新報社)

については（人件費・福利厚生費総額）／（当期利益総額十人件費・福利厚生費総額）をそれぞれ労働分配率と定義して説明変数に用いた。

なお、各データの基本統計量は、表1（被説明変数＝一人当たり当期利益・一九八一—一九八五年度）、表2（被説明変数＝一人当たり当期利益・一九八六—一九九〇年度）、表3（被説明変数＝一人当たり付加価値額・一九八八—一九九五年度）の通りである。

3 銀行の株式所有構造と経営効率性の変化

本節では、第二節で説明したデータを用いて、銀行の経営効率性に影響を与える要因を分析する。その前段階として、銀行の株式所有構造の変化と特徴と概観し、次いで一九八〇年代前半、一九八〇年代後半、一九九〇年代前半の順で、経営効率性の決定要因を業態別および主要銀行全体のサンプルについて各銀行のパネルデータを用いて分析する。⁽¹⁾

(1) 株式集中度の変化

第一節で述べたように、銀行経営をガバナンスと経営を効率的に行わせるメカニズムとして、株主によるガバナンスを挙げることができる。その際、株式所有が集中しているほど株主によるガバナンスの有効性が高まることが期待されるが、実際に銀行の株式所有の集中度はどのようになっていたのだろうか。図1は、銀行の上位10位までの株主が所有する株式数の全発行済株式に占める割合（以下、10大株主集中度）を示したものである。都銀の一〇大株主集中度は一九八〇年代前半には二六%台であったものが、一九八〇年代後半から徐々に低下

し、一九九〇年代前半では二三%台となっている。その要因の一つとしては、一九八〇年代後半に盛んに行われたエクイティ・ファイナンスが挙げられる。長信銀については、おおむね二〇%前後で大きな変化はない。また、信託銀行については、一九八〇年代前半の三二%程度から、一九八〇年代後半には急激に低下して二七%前後となつた。一九九四年と一九九五年については三三%程度に再び上昇しているが、これは三菱（現東京三菱）銀行による日本信託銀行の子会社化に伴い大幅に集中度が高まつたためである。（三菱銀行は発行済株式数の約三分の二を取得。）

このように一〇大株主集中度については、時系列的にみると一九八〇年代後半に集中度が低下し、業態別にみると信託、都銀、長信銀の順で集中度が高い傾向があることが分かる。

また、図2は上位10位までの株主のうち、生命保険会社が所有する株式の全発行済株式数に占める割合を示したものである。都銀の株式を生命保険会社が保有する割合は、一九八〇年代初頭の一〇%台から一九八〇年代中頃には一三%に上昇している。その後次第に低下し、一九九〇年代前半には

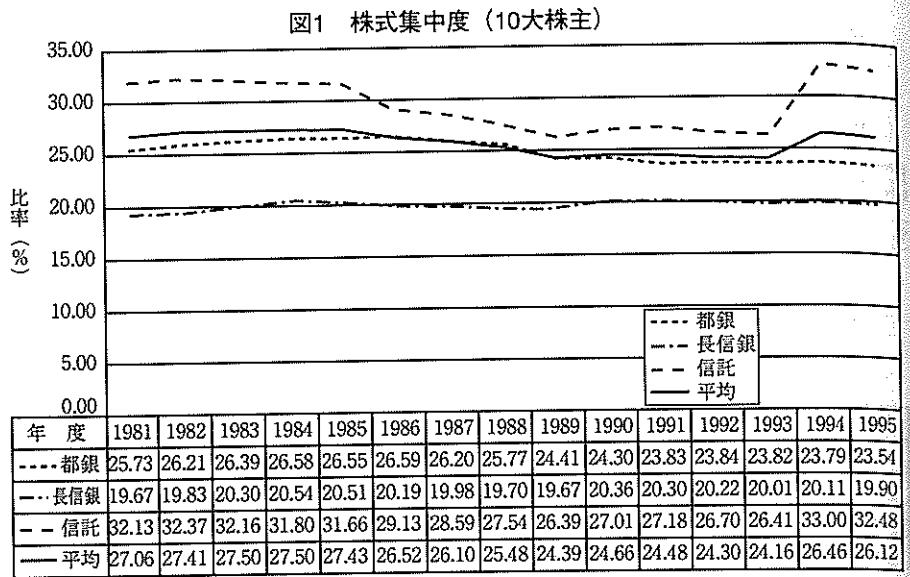


表4 銀行の経営効率性の決定要因（1981年度—1985年度）

<被説明変数：1人当たり税引後当期利益>

*固定効果モデルを用いて、操作変数法で推定

*かっこ内は(係数/標準誤差)、有意水準1%:***、5%:**、10%*

*労働分配率=人件費・福利厚生費/(税引後当期利益+人件費・福利厚生費)

	都銀のみ	信託のみ	全20行			
労働分配率	-4.63*** (-18.90)	-4.87*** (-18.11)	-4.50*** (-19.66)	-4.48*** (-18.41)	-4.26*** (-18.24)	-4.11*** (-9.75)
10大株主集中度	2.55** (2.22)		0.81 (0.73)		1.36 (1.66)	
生保持株比率		2.78* (1.83)		15.83 (0.52)		-0.15 (-0.05)
log(従業員数)	-0.92 (-1.59)	0.05 (0.07)	-1.29*** (-3.47)	-1.60** (-2.17)	-1.22*** (-3.81)	-1.44* (-1.99)
log(総資産額)	0.37** (2.45)	0.59*** (3.35)	0.40*** (8.48)	0.39*** (7.86)	0.44*** (14.02)	0.45*** (8.61)
Adjusted R-squared	0.99	0.99	0.99	0.99	0.99	0.99

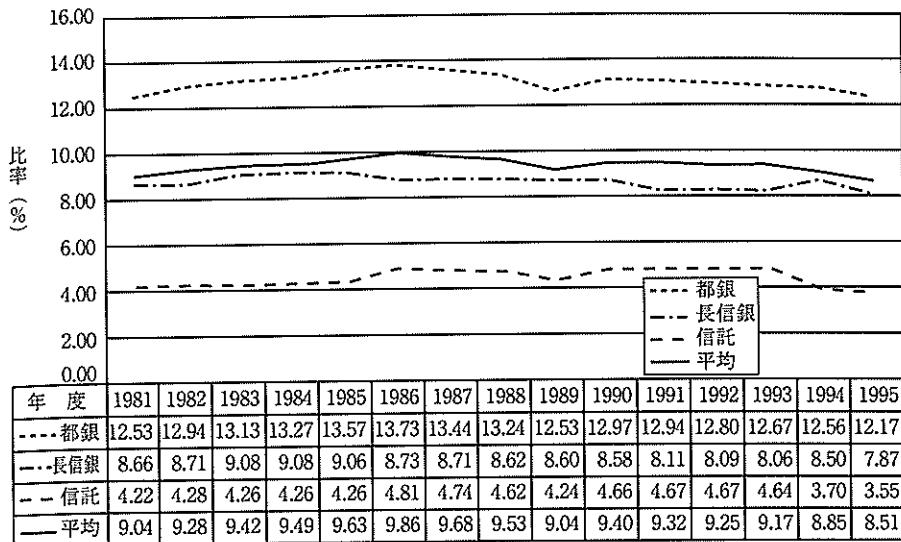
(2) 経営効率性の決定要因——一九八〇年代前半

表4は、一九八一年度から一九八五年度の五年間にについて、各銀行ごとのパネルデータを用いて、都市銀行のみ、信託銀行のみ、主要銀行20行全体、の三つのサンプルについて行った推定結果である。経営効率性を表す被説明変数には一人当たり税引後当期利益を用いている。なお、推定は固定効果モデルで操作変数法を用いて行った。また、基本統計量は表1にまとめられている。

都銀については10大株主への集中度が高いほど経営効率性が高くなつておらず、株主のガバナンスは一定の有効性があつたと考えられる。また、生保によるガバナンスについても、都銀については弱いながらもガバナンスが有効であつた可能性がある。従業員数と経営効率性の間には特に有意な関係は表れていない。また、資産規模が大きくなるほど経営の効率性は高くなっている。そして、労働分配率と経営効率性の間には負の相関がみられる。

信託については、株式所有構造は経営効率性に影響を与えていない。従業員数と経営効率性の間には負の相関が示されている一方で、資産規模が大きくなるほど経営効率性が高くなっている。また、労働分配率と経営効率性の間には負の相関がみられる。

図2 生保持株比率



生保持株比率については、時系列的には一九八〇年代中頃にかけて若干比率が上昇し、その後一九九〇年代にかけて比率がやや低下している。特に、一九八〇年台中頃から後半にかけて10大株主集中度が低下する一方で生保持株比率が上昇していることは、銀行の増資を生保が中心となつて引き受けたことを反映していると思われる。業態別には、都銀における比率が一二一一三%台と高い一方で、信託では四%程度と大きな差が開いていることが特徴的である。各信託銀行の株主をみると、10大株主の中には系列の生保が一社入っているだけのことが多く、信託と生保が年金分野などで競合関係にあることを反映していると考えられる。

(63)

表6 銀行の経営効率性の決定要因（1988年度—1995年度）

<被説明変数：1人当たり付加価値額（業務純益+減価償却費+人件費・福利厚生費）>
 *固定効果モデルを用いて、操作変数法で推定
 *かっこ内は(係数/標準誤差)、有意水準1%:***、5%:**、10%:
 *労働分配率=(人件費+福利厚生費)/(業務純益+減価償却費+人件費・福利厚生費)

	都銀のみ	信託のみ	全20行			
労働分配率	-2.41*** (-12.57)	-2.34*** (-12.71)	-0.55 (-0.38)	-2.00*** (-6.16)	-1.90*** (-6.61)	-2.06*** (-16.10)
10大株主集中度	-5.96** (-2.06)		-2.13 (-0.77)		1.92** (2.29)	
生保持株比率		-3.46 (-1.52)		-7.31 (-1.35)		-6.12*** (-4.24)
log(従業員数)	-0.53 (-1.57)	0.04 (0.23)	-5.69 (-0.89)	1.25 (0.79)	2.93** (2.15)	0.82** (2.42)
log(総資産額)	0.10 (0.48)	0.03 (0.14)	0.95 (0.64)	-0.68 (-1.60)	-1.85** (-2.08)	-0.61** (-2.47)
Adjusted R-squared	0.89	0.91	0.78	0.89	0.90	0.92

（4）経営効率性の決定要因——一九九〇年代——

表6は、一九八八年度から一九九五年度の八年間にについて、各銀行ごとのパネルデータを用いて、都市銀行のみ、信託銀行のみ、主要銀行20行全体、の三つのサンプルについて行った推定結果である。経営効率性を表す被説明変数には一人当たり付加価値額を用いている。⁽²⁾なお、推定は固定効果モデルで操作変数法を用いて行った。また、労働分配率と経営効率性の間には負の相関が存在している。

また、基本統計量は表3にまとめられている。

都銀については、一〇大株主集中度と経営効率性の間に負の相関がある。また、生保持株比率についても経営効率性に影響を与えるくなっている。従業員数、総資産額については、共に経営効率性と

信託については、労働分配率が経営効率性と負の相関を示しているだけで、他の要因は経営効率性に特に影響を与えていない。

全20行については、一〇大株主集中度と経営効率性が弱いながらも正の相関を示している。従業員数については経営効率性と負の相関が存在している。また、資産規模が大きくなるほど経営効率性は高くなっている。そして、労働分配率と経営効率性の間には負の相関がある。

表5 銀行の経営効率性の決定要因（1986年度—1990年度）

<被説明変数：1人当たり税引後当期利益>
 *固定効果モデルを用いて、操作変数法で推定
 *かっこ内は(係数/標準誤差)、有意水準1%:***、5%:**、10%:
 *労働分配率=人件費・福利厚生費/(税引後当期利益+人件費・福利厚生費)

	都銀のみ	信託のみ	全20行			
労働分配率	-3.93*** (-33.55)	-3.86*** (-34.67)	-3.44*** (-14.99)	-3.49*** (-17.76)	-3.77*** (-23.49)	-3.64*** (-25.80)
10大株主集中度	2.26** (2.12)		-0.43 (-0.55)		1.31* (1.71)	
生保持株比率		2.60** (2.26)		-1.05 (-0.45)		2.27 (1.56)
log(従業員数)	-0.21** (-2.06)	-0.40*** (-5.54)	-0.64 (-0.72)	-0.26 (-0.37)	-0.30 (-1.36)	-0.61*** (-3.81)
log(総資産額)	0.47*** (9.12)	0.43*** (11.52)	0.28 (1.40)	0.20 (1.08)	0.45*** (10.49)	0.48*** (9.44)
Adjusted R-squared	0.99	0.99	0.99	0.99	0.99	0.99

（3）経営効率性の決定要因——一九八〇年代後半——

表5は、一九八六年度から一九九〇年度の五年間にについて、各銀行ごとのパネルデータを用いて、都市銀行のみ、信託銀行のみ、主要銀行20行全体、の三つのサンプルについて行った推定結果である。経営効率性を表す被説明変数には一人当たり税引後当期利益を用いている。なお、推定は固定効果モデルで操作変数法を用いて行った。また、基本統計量は表2にまとめられている。

都銀については、一〇大株主集中度、生保持株比率とも経営効率性との間に正の相関を示している。従業員数については経営効率性と負の相関が存在している。また、資産規模が大きくなるほど経営効率性は高くなっている。そして、労働分配率と経営効率性の間には負の相関がある。

都銀・長信銀・信託の全20行については、全体としては株式所有構造と経営効率性の間には特に有意な関係はみられない。従業員数と経営効率性の間には負の相関がある一方で、資産規模と経営効率性の間には正の相関が存在している。また、労働分配率と経営効率性の間には負の相関が示されている。

の関係は示されていない。労働分配率については、経営効率性と負の相関が存在している。

信託については、労働分配率との間に負の相関が存在している以外は、特にどの要因も経営効率性との間に相関を示していない。

全二〇行については、都銀のみのサンプルとは逆に、一〇大株主集中度と経営効率性の間に正の相関が存在している。一方、生保持株比率については経営効率性と負の相関を示している。また、従業員数と経営効率性の間には正の相関が示されている。そして、一九八〇年代前半とは逆に、資産規模と経営効率性の間には負の相関が示されている。

(5) まとめ

(株主のガバナンスについて)

特に都銀に関して、一九八〇年代は株主所有の集中度が高いほど経営効率性が高くなっていたが、一九九〇年代にかけて株式所有の集中度は経営効率性を負の相関を示すようになつてきたことをまずを指摘できる。一つの解釈としては、以前は株主によるガバナンスは有効であったが、不良債権問題などに代表される銀行経営を取り巻く環境の変化や、バブル崩壊のような経済情勢の大きな転換に、従来のガバナンス構造が対応できなくなつたと考えることができる。また他には、以下のような解釈も可能かもしれない。即ち、以前から株主はガバナンス機能を果たしていただけではないが、株式所有の集中度の高さは株式持合比率の高さを示すとも考えられる。そして、持合比率が高いほど、経営者・従業員などの企業内部者の自主性が高まり、中長期的な視点から経営を行いたい得るために一定の効率性が確保されていた、というものである。また、企業内部者の自主性が高くとも、経営者は従業員の中から昇進競争の結果選ばれるため、深刻なモラル・ハザードが生じることがなかつたと考えられる。

生保持株比率と経営効率性に関係についても、特に都市銀行について、一九八〇年代は正の相関を示していたが、一九九〇年代にはいつて負の相関を示すようになった。ところで、生保の場合は相互会社なので株式持合を行なうことができず、本来は機関投資家として経営効率性の向上に向けてガバナンスを行うことが期待されるはずである。だが、一九九〇年代にはいつて生保持株比率と経営効率性が負の相関を示すようになつたことについては、相互会社であるために生保自身の経営を規律づけるメカニズムが存在しなかつたため、金融・経済情勢の変化への対応が遅れると解釈できるかもしれない。生保は将来の保険金支払いに備えて資産を有効に運用する必要があるはずだが、金融・資本市場における数々の規制、右肩上がりの株式市場という環境の中では、資産運用能力を向上させる機会も少なく、またその必要もなかつたのかもしれない。実際、本節の(1)で指摘したように、一〇大株主集中度が低下傾向にあつた一九八〇年代中頃から後半にかけて、生保は銀行の株主の中で相対的に地位を高めていった。しかし、横並びの投資行動の結果、揃つてバブル崩壊後の株価大幅下落で痛手を受けることとなり、一部生保の経営悪化が表面化するまでに至つた。今後は保険契約者が生保の経営について一定のガバナンス機能を果たし、その結果生保自身も投資先のガバナンスを行うことによって保有株式の収益性向上を図るようになることが期待される。

(資産規模と経営効率性について)

資産規模と経営効率性の関係については興味深い結果となつてている。一九八〇年代を通じて業態別でも全二〇行でも、資産規模と経営効率性の間に正の相関が存在している。その解釈として、一九八〇年代前半については

金融自由化が十分には進展していなかつたため、規制金利下と同様の預貸業務が中心である限り、資産規模の拡大が収益向上に結びつきやすかつたと考える」とがである。一九九〇年代になると一転して、資産規模に経営効率性に影響を与えたかったり、あるいは負の影響を与えるようになった。その背景には、バブル経済の崩壊その後の不況によつて不良債権問題が深刻化したため、資産規模が大きいほど影響が大きかつたこと、あるいは一九八〇年代後半のバブル経済期に資産規模拡大に走つた銀行ほど、不動産融資への傾斜が大きかつたことが考えられる。今後は、単なる資産規模の拡大ではなく、個別資産およびポートフォリオ全体についてのリスク管理や従来型の預貸業務以外の分野を開拓することが重要になると思われる。

(労働分配率について)

労働分配率と経営効率性の間には、ほぼ全ての期間・サンプルについて負の相関が存在している。その原因の一つとしては、銀行の賃金水準が生産性に見合つておらず横並びになつてゐる可能性を指摘できる。それ以外の解釈としては、効率賃金仮説が成立しない可能性、あるいは労働分配率が高くなるほど資本へのリターンが低くなるため、資金提供者が経営をモニタリングする誘因が小さくなり、その結果として生産性が低下してゐる可能性が考えられる。

4 まとめ

本稿では、主要銀行全体および都市銀行と信託銀行という業態」と、経営効率性に影響を与える要因を分析した。個々の銀行の経営には個別の要因が大きく影響していることも注意しなければならないが、銀行全体に共通する要因を分析することは銀行を取り巻く環境の理解や金融システムを議論する上で一定の意義があると思われる。

れる。

銀行を取り巻く環境は急速に変化しており、マーケットからの評価が資金調達条件の格差に表され、効率性の悪い銀行の経営はさらに厳しくなるという悪循環に陥ることもあるだろう。今後、ポートフォリオ全体のリスク管理による収益性向上と預貸業務以外の分野を強化する必要性や、銀行の賃金水準を生産性に見合つたものにし、生産性を向上させるインセンティブを持つた賃金体系にすることは急務である。

(参考文献)

池尾和人（一九九二）、「BIS報制の経済学」、「経済研究」、vol.42、No.3

——（一九九四）、「堀内論文に対するコメント」、「金融研究」第一三卷第二号、日本銀行金融研究所

伊藤秀史編（一九九六）、「日本の企業システム」、東京大学出版会

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.01五五三、一九九七年一一月

——（一九九八）、「銀行の給与水準と経営の効率性」、「証研レポート」N.01五六六、一九九八年三月

倉澤資成（一九九一）、「株式持合の財務効果」、『日本経済研究』No.26

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

橋木俊詔・長久保遼太郎（一九九七）、「株式持合」と企業行動」、「ファイナンシャル・リジュー」一九九七年一〇月号、大蔵省財政金融研究所

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」、伊藤秀史編『日本の企業システム』第一章、東京大学出版会

深尾光洋・森田泰子（一九九七）、「企業ガバナンス構造の国際比較」、日本経済新聞社

堀内昭義（一九九四）、「日本におけるコーポレート・ガバナンス—メカニズムと有効性—」、「金融研究」第一二三卷第11号、日本銀行金融研究所

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）、「日本企業のコーポレート・ガバナンスと生産性」、橋木俊詔・筒井義郎編『日本の資本市場』第一一章、日本評論社

Aghion, P. and P. Bolton (1992) "An Incomplete Contract Approach to Financial Contracting", *Review of Economic Studies* 59, pp473-494.

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

Horiuchi, A. and K. Shimizu (1997) . "An Analysis of the Issue Who Monitors the Monitor: The Impact of Amakudari on Bank

Performance", (一九九七年度開催・計量統計学会学術講演会論文)

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