

証 研

レポート



No.1560

1998年7月

米国における社債保有と生命保険会社

松尾 順介 (1)

ロンドン証券取引所におけるS E T S導入後の取引状況

吉川 真裕 (17)

中国上場企業の配当政策

王 東明 (30)

非対称情報の存在と証券市場

清水 葉子 (40)

銀行借入と社債発行の選択

岡村 秀夫 (48)

財団法人 日本証券経済研究所

米国における社債保有と生命保険会社

松尾 順介

はじめに

前回のレポートでも報告したように、日本でも生命保険会社の社債消化が増加傾向にあるが、米国では社債消化において生命保険会社は中心的な役割を果たしており、一九九七年の保有額は一兆ドルを超え、全体の比率でも約三〇%を占めている。米国では、このほかに非居住者（五三〇〇億ドル、一六%）、年金基金（一八〇〇億ドル、八%）、ミューチュアル・ファンド（一七〇〇億ドル、八%）、州地方政府退職年金基金（一〇〇〇億ドル、六%）、その他保険（一五〇〇億ドル、四%）、などが主たる保有部門であり、家計（四五〇〇億ドル、一三%）の保有も低くはないが、全体としては機関投資家を中心の保有構造となっているといえる。なかでも、生命保険会社の保有シェアは、いくぶん低下傾向にあるものの、ほぼ歴史的に一貫して高い比率で推移している。

本稿では、米国の社債保有の推移を歴史的に跡付けた上で、米国生命保険会社の社債保有の歴史的展開を考察する。さらに、八〇年代後半の過度のジャンク債投資によって、一部の生命保険会社が経営破綻するという事態が九〇年代初頭に生じたが、これにともなう生命保険会社の社債投資行動の変化も考察する。

1 米国の社債保有

米国の社債発行の拡大は、一八四〇年代、五〇年代急増した鉄道債であるといわれ、一八五六年当時の市場性

証券（株式・債券）発行額に占める鉄道債の比率は、二四・九%に達していた

が、当時の中心的な投資家層はヨーロッパ資本、とくにイギリス資本であり、

一八五四年当時の鉄道債の外国人比率は二六%であった。⁽²⁾しかし、この時期には国内の個人投資家層や商業銀行・貯蓄銀行・保険会社などの機関投資家層も成長しはじめており、これらの部門が社債保有を拡大していた。また、生命保険会社も保有資産を拡大していたが、法規制によって連邦債・州債などにその投資は限定されていたため、社債保有を本格的に拡大するのは、後述するよう

に一八八〇年代以降であり、証券引受け業務に積極的に参加しながら社債投資を

拡大していく。その結果、一九〇〇年の部門別社債保有シェアは、生命保険

会社一〇・六%、その他機関投資家・外国人二四・九%、個人信託基金を含む個人六四・五%となつておらず、この比率はその後一九二〇年代の証券市場拡大期においてもほとんど変わっていないが、一九三〇年代になると、後述するように一九三三年証券法による私募規定の明確化を契機に、大手生命保険会社の社債保有が拡大する一方、富裕層への所得の集中度が低下するとともに、個人税率が高率になつたことから個人投資家の社債保有は比率においても、金額的にも低減した。⁽³⁾その結果、一九四五年には個人信託基金を含む個人の比率は三三・六%まで低下し、逆に生命保険会社の比率が四〇・九%まで上昇するとともに、非保険型年金基金二・八%、州・地方政府信託基金〇・五%、投資会社〇・八%とそれわずかであるが比率を上げている（表1参照）。

このような機関化の進展は、戦後になってさらに著しく、他の証券に比べてもつとも早くから機関化が進展したといわれているが、その結果、個人の保有比率は、一九四八年には一〇%、一九五四年には一〇%をも下回る

表1 社債投資家種類別分布 1900-1945年(年度末)
(単位: 100万ドル)

	1900	1929	1945
非保険型年金基金	0.0	0.8	2.8
生保会社	10.6	12.4	40.9
州・地方政府信託基金	0.0	—	0.5
投資会社	0.0	0.4	0.8
その他の機関投資家・外国人	24.9	22.3	21.4
個人(1)	64.5	64.1	33.6
合 計	100.0	100.0	100.0
既発行社債残高(10億ドル)	5.2	37.6	27.6

(注1) 個人信託基金を含む。
(出所) Friend et al, *Investment Banking and the New Issue Market*, 1967, p. 60.

に至り、以降三・七%から一九・一%の範囲で推移していく。しかし、この家計部門には個人信託および非営利団体も含まれており、厳密な意味での個人保有はさらに低くなっているものと考えられる。他方、機関投資家のうち保有比率の最も高いのは、後述するように生命保険会社であり、第二次大戦直後を除くと一九六三年まで一~一〇%の範囲で保有していたが、いずれも一九八〇年代後半からはやや保有比率を低下させ、ほぼ一貫して一〇%に後退している。逆に、非居住者の保有は一九八〇年代から増加し、一〇%を上回る比率で推移し、これにやや遅れてミューク・コアル・ファンドも一九八〇年代末から比率を上昇させ、現在八%に達している。その他保険部門は生命保険会社に比べると、その比率は低いが、一九七〇年代から二~五%の範囲で恒常に保有している。また、銀行の保有は一貫して低い、商業銀行一~六%、貯蓄金融機関一~七%および銀行信託部門〇~二%の範囲で推移している（表2参照）。このように商業銀行などの金融機関の社債保有が低い理由は、単一の発行体に対する法的な与信限度規定があることや田口資本規制のめいでは政府機関債やモーゲージ証券のほうが有利であるといふのはかに、資金調達コストに対して利輔が低いことが指摘されている。⁽⁴⁾

(1) J. E. Hedges, Commercial Banking and the Stock Market before 1863, 1938, p. 37, 参照。

(2) Willis and Bogen, Investment Banking, 1929, p. 220.

(3) Irwin Friend, "Over-All View of Investment Banking and the New Issues Market," in Irwin Friend, James R. Longstreet.

Morris Mendelson, Ervin Miller, Arleigh P. Hess, Jr., Investment Banking and the New Issues Market, 1968, p. 73, 参照。

(4) テッド・リー「米国の公社債市場」、公社債引受協会編「公社債市場の新展開」、東洋経済新報社、一九九六年、所収、
1回目マニン、参照。

表2 米国の部門別社債保有

年	合計	州・地方政府	非居住者	商業銀行	貯蓄・金融機関	銀行信託部門	生命保険	その他
1945	8.4	31.2%	0.0	0.0%	0.5	1.9%	2.6	9.7%
1946	7.5	26.9%	0.0	0.0%	0.3	0.7%	2.6	9.3%
1947	6.5	18.8%	0.0	0.0%	0.3	1.0%	2.6	8.4%
1948	6.3	16.8%	0.0	0.0%	0.3	0.8%	2.3	6.5%
1949	6.0	14.7%	0.0	0.0%	0.3	0.7%	2.7	6.4%
1950	6.3	14.7%	0.0	0.0%	0.4	0.8%	2.3	5.6%
1951	6.0	12.4%	0.0	0.0%	0.4	0.7%	2.8	4.6%
1952	6.0	11.0%	0.0	0.0%	0.4	0.7%	2.3	4.0%
1953	6.9	8.5%	0.0	0.0%	0.4	0.7%	2.3	4.5%
1954	5.0	8.2%	0.0	0.0%	0.4	0.8%	1.6	3.4%
1955	6.1	9.3%	0.0	0.0%	0.5	0.8%	1.6	3.4%
1956	7.9	9.8%	0.0	0.0%	0.6	0.8%	1.7	2.4%
1957	8.2	9.9%	0.0	0.0%	0.6	0.8%	1.6	2.1%
1958	10.6	11.5%	0.0	0.0%	0.7	0.7%	1.4	1.9%
1959	10.8	11.1%	0.0	0.0%	0.7	0.7%	1.2	1.2%
1960	10.2	9.9%	0.0	0.0%	0.7	0.7%	1.4	1.4%
1961	10.3	8.9%	0.0	0.0%	0.8	0.9%	1.4	1.4%
1962	10.3	8.9%	0.0	0.0%	0.8	0.9%	1.3	1.1%
1963	11.9	10.4%	0.0	0.0%	1.3	1.3%	2.3	3.2%
1964	10.2	7.5%	0.0	0.0%	1.0	1.0%	2.9	3.2%
1965	10.5	10.4%	0.0	0.0%	1.0	1.0%	3.2	2.4%
1966	11.9	10.7%	0.0	0.0%	1.0	1.0%	3.2	3.4%
1967	10.7	12.8%	0.0	0.0%	1.0	1.0%	7.2	4.0%
1968	21.4	11.8%	0.0	0.0%	1.0	1.0%	1.0	4.8%
1969	21.3	10.4%	0.0	0.0%	1.0	0.9%	0.9	5.5%
1970	29.5	14.4%	0.0	0.0%	1.0	0.9%	0.9	7.0%
1971	36.5	16.0%	0.0	0.0%	1.0	0.6%	1.3	11.9%
1972	38.4	15.4%	0.0	0.0%	1.0	0.6%	1.3	11.9%
1973	41.3	18.0%	0.0	0.0%	1.0	0.5%	1.3	15.3%
1974	52.9	18.9%	0.0	0.0%	1.0	0.5%	1.3	15.3%
1975	37.9	19.2%	0.0	0.0%	1.0	0.5%	1.3	15.3%
1976	57.6	14.9%	0.0	0.0%	1.0	0.5%	1.3	15.3%
1977	57.6	14.5%	0.0	0.0%	1.0	0.5%	1.3	15.3%
1978	51.9	9.7%	0.0	0.0%	1.0	0.5%	1.3	15.3%
1979	49.0	6.1%	0.0	0.0%	1.0	0.5%	1.3	15.3%
1980	30.8	5.6%	0.0	0.0%	1.0	0.5%	1.3	15.3%
1981	30.5	4.1%	0.0	0.0%	1.0	0.5%	1.3	15.3%
1982	24.4	4.1%	0.0	0.0%	1.0	0.5%	1.3	15.3%
1983	26.7	4.2%	1.0	0.2%	4.6	1.4%	9.5	5.5%
1984	27.5	5.0	0.7%	0.2%	5.5	1.5%	9.5	5.5%
1985	27.5	8.8%	0.0	0.9%	5.5	1.5%	9.7	5.5%
1986	107.3	9.9%	100.0	0.9%	126.4	14.3%	10.1	2.0%
1987	125.9	8.9%	120.0	0.9%	165.6	14.6%	10.8	2.3%
1988	155.3	12.0%	130.0	0.9%	185.4	13.9%	10.7	2.3%
1989	155.3	9.8%	150.0	0.9%	189.0	13.4%	11.1	1.9%
1990	30.8	11.9%	21.9	12.7%	84.7	5.3%	15.2	1.5%
1991	30.8	10.2%	18.0	12.4%	86.7	5.2%	17.2	1.5%
1992	29.7	14.4%	20.9	12.4%	96.3	5.1%	17.2	1.5%
1993	26.5	13.8%	25.3	12.4%	98.2	4.6%	17.2	1.5%
1994	33.7	14.4%	31.9	12.4%	86.7	4.2%	17.2	1.5%
1995	44.0	15.6%	39.0	14.7%	78.5	3.9%	17.2	1.5%
1996	45.8	14.3%	49.7	14.3%	68.6	3.4%	17.2	1.5%
1997	42.8	12.6%	34.1	15.3%	58.7	1.7%	17.2	1.5%

表3 米国的主要生命保険会社の資産構成（1860年～1900年）
(単位：%)

年度	現金勘定	不動産 担保貸付	不動産 投資	担保 貸付	公債	社債	うち 鉄道債	株式	うち鉄 道株式	その他
1860	6.9	59.2	2.7	1.6	5.9	0.9	0.8	2.3	0.5	20.0
1870	10.8	44.4	3.5	1.2	16.1	1.4	1.2	1.5	0.4	21.6
1880	7.0	38.6	12.4	5.7	23.4	4.7	4.7	1.5	0.4	5.3
1890	6.8	41.0	10.4	4.6	9.2	22.4	21.2	4.0	2.3	2.8
1900	6.9	28.0	9.0	4.3	8.6	32.4	28.2	5.5	2.5	4.6

(注) 主要29社についての数字。

(出所) L.W. Zartman, *The Investment of Life Insurance Companies 1906*.
呉天降「アメリカにおける鉄道業の再建と銀行シングルートの形成」、
立正大学「経済学季報」13巻第3・4合併号、128ページより転載。

年金基金	州政府基金	連邦年金基金	マネーマーケットファンド	マニュアルファンド	ミュー・チャーチファンド	エンド・ファンド	政府開発機関	ブローカーディーラー	ブリードイング・ゴーリー	合計
1.8	6.7%	0.1%	0.4%	0.0%	0.0%	0.4%	0.0%	0.5%	1.9%	26.9
2.0	7.2%	0.2%	0.7%	0.0%	0.0%	0.2%	0.0%	0.4	1.5%	30.8
2.2	6.7%	0.3%	0.6%	0.0%	0.0%	0.3%	0.0%	0.5	1.6%	36.8
2.4	6.8%	0.4%	0.5%	0.0%	0.0%	0.4%	0.0%	0.6	1.7%	40.9
2.6	6.8%	0.5%	0.5%	0.0%	0.0%	0.5%	0.0%	0.7	1.8%	44.9
2.8	6.7%	0.6%	0.5%	0.0%	0.0%	0.6%	0.0%	0.8	1.9%	49.6
3.0	6.7%	0.7%	0.6%	0.0%	0.0%	0.7%	0.0%	0.9	2.0%	54.4
3.2	6.8%	0.8%	0.7%	0.0%	0.0%	0.8%	0.0%	1.0	2.1%	60.8
3.4	6.8%	0.9%	0.8%	0.0%	0.0%	0.9%	0.0%	1.1	2.2%	65.8
3.6	6.8%	1.0%	0.9%	0.0%	0.0%	1.0%	0.0%	1.2	2.3%	73.6
3.8	6.8%	1.1%	1.0%	0.0%	0.0%	1.1%	0.0%	1.3	2.4%	80.0
4.0	6.8%	1.2%	1.1%	0.0%	0.0%	1.2%	0.0%	1.4	2.5%	84.5
4.2	6.8%	1.3%	1.2%	0.0%	0.0%	1.3%	0.0%	1.5	2.6%	89.4
4.4	6.8%	1.4%	1.3%	0.0%	0.0%	1.4%	0.0%	1.6	2.7%	94.3
4.6	6.8%	1.5%	1.4%	0.0%	0.0%	1.5%	0.0%	1.7	2.8%	99.2
4.8	6.8%	1.6%	1.5%	0.0%	0.0%	1.6%	0.0%	1.8	2.9%	104.0
5.0	6.8%	1.7%	1.6%	0.0%	0.0%	1.7%	0.0%	1.9	3.0%	109.0
5.2	6.8%	1.8%	1.7%	0.0%	0.0%	1.8%	0.0%	2.0	3.1%	114.6
5.4	6.8%	1.9%	1.8%	0.0%	0.0%	1.9%	0.0%	2.1	3.2%	120.1
5.6	6.8%	2.0%	1.9%	0.0%	0.0%	2.0%	0.0%	2.2	3.3%	125.7
5.8	6.8%	2.1%	2.0%	0.0%	0.0%	2.1%	0.0%	2.3	3.4%	135.7
6.0	6.8%	2.2%	2.1%	0.0%	0.0%	2.2%	0.0%	2.4	3.5%	147.1
6.2	6.8%	2.3%	2.2%	0.0%	0.0%	2.3%	0.0%	2.5	3.6%	167.1
6.4	6.8%	2.4%	2.3%	0.0%	0.0%	2.4%	0.0%	2.6	3.7%	187.1
6.6	6.8%	2.5%	2.4%	0.0%	0.0%	2.5%	0.0%	2.7	3.8%	204.3
6.8	6.8%	2.6%	2.5%	0.0%	0.0%	2.6%	0.0%	2.8	3.9%	224.3
7.0	6.8%	2.7%	2.6%	0.0%	0.0%	2.7%	0.0%	2.9	4.0%	244.3
7.2	6.8%	2.8%	2.7%	0.0%	0.0%	2.8%	0.0%	3.0	4.1%	264.3
7.4	6.8%	2.9%	2.8%	0.0%	0.0%	2.9%	0.0%	3.1	4.2%	284.3
7.6	6.8%	3.0%	2.9%	0.0%	0.0%	3.0%	0.0%	3.2	4.3%	304.3
7.8	6.8%	3.1%	3.0%	0.0%	0.0%	3.1%	0.0%	3.3	4.4%	324.3
8.0	6.8%	3.2%	3.1%	0.0%	0.0%	3.2%	0.0%	3.4	4.5%	344.3
8.2	6.8%	3.3%	3.2%	0.0%	0.0%	3.3%	0.0%	3.5	4.6%	364.3
8.4	6.8%	3.4%	3.3%	0.0%	0.0%	3.4%	0.0%	3.6	4.7%	384.3
8.6	6.8%	3.5%	3.4%	0.0%	0.0%	3.5%	0.0%	3.7	4.8%	404.3
8.8	6.8%	3.6%	3.5%	0.0%	0.0%	3.6%	0.0%	3.8	4.9%	424.3
9.0	6.8%	3.7%	3.6%	0.0%	0.0%	3.7%	0.0%	3.9	5.0%	444.3
9.2	6.8%	3.8%	3.7%	0.0%	0.0%	3.8%	0.0%	4.0	5.1%	464.3
9.4	6.8%	3.9%	3.8%	0.0%	0.0%	3.9%	0.0%	4.1	5.2%	484.3
9.6	6.8%	4.0%	3.9%	0.0%	0.0%	4.0%	0.0%	4.2	5.3%	504.3
9.8	6.8%	4.1%	4.0%	0.0%	0.0%	4.1%	0.0%	4.3	5.4%	524.3
10.0	6.8%	4.2%	4.1%	0.0%	0.0%	4.2%	0.0%	4.4	5.5%	544.3
10.2	6.8%	4.3%	4.2%	0.0%	0.0%	4.3%	0.0%	4.5	5.6%	564.3
10.4	6.8%	4.4%	4.3%	0.0%	0.0%	4.4%	0.0%	4.6	5.7%	584.3
10.6	6.8%	4.5%	4.4%	0.0%	0.0%	4.5%	0.0%	4.7	5.8%	604.3
10.8	6.8%	4.6%	4.5%	0.0%	0.0%	4.6%	0.0%	4.8	5.9%	624.3
11.0	6.8%	4.7%	4.6%	0.0%	0.0%	4.7%	0.0%	4.9	6.0%	644.3
11.2	6.8%	4.8%	4.7%	0.0%	0.0%	4.8%	0.0%	5.0	6.1%	664.3
11.4	6.8%	4.9%	4.8%	0.0%	0.0%	4.9%	0.0%	5.1	6.2%	684.3
11.6	6.8%	5.0%	4.9%	0.0%	0.0%	5.0%	0.0%	5.2	6.3%	704.3
11.8	6.8%	5.1%	5.0%	0.0%	0.0%	5.1%	0.0%	5.3	6.4%	724.3
12.0	6.8%	5.2%	5.1%	0.0%	0.0%	5.2%	0.0%	5.4	6.5%	744.3
12.2	6.8%	5.3%	5.2%	0.0%	0.0%	5.3%	0.0%	5.5	6.6%	764.3
12.4	6.8%	5.4%	5.3%	0.0%	0.0%	5.4%	0.0%	5.6	6.7%	784.3
12.6	6.8%	5.5%	5.4%	0.0%	0.0%	5.5%	0.0%	5.7	6.8%	804.3
12.8	6.8%	5.6%	5.5%	0.0%	0.0%	5.6%	0.0%	5.8	6.9%	824.3
13.0	6.8%	5.7%	5.6%	0.0%	0.0%	5.7%	0.0%	5.9	7.0%	844.3
13.2	6.8%	5.8%	5.7%	0.0%	0.0%	5.8%	0.0%	6.0	7.1%	864.3
13.4	6.8%	5.9%	5.8%	0.0%	0.0%	5.9%	0.0%	6.1	7.2%	884.3
13.6	6.8%	6.0%	5.9%	0.0%	0.0%	6.0%	0.0%	6.2	7.3%	904.3
13.8	6.8%	6.1%	6.0%	0.0%	0.0%	6.1%	0.0%	6.3	7.4%	924.3
14.0	6.8%	6.2%	6.1%	0.0%	0.0%	6.2%	0.0%	6.4	7.5%	944.3
14.2	6.8%	6.3%	6.2%	0.0%	0.0%	6.3%	0.0%	6.5	7.6%	964.3
14.4	6.8%	6.4%	6.3%	0.0%	0.0%	6.4%	0.0%	6.6	7.7%	984.3
14.6	6.8%	6.5%	6.4%	0.0%	0.0%	6.5%	0.0%	6.7	7.8%	1004.3
14.8	6.8%	6.6%	6.5%	0.0%	0.0%	6.6%	0.0%	6.8	7.9%	1024.3
15.0	6.8%	6.7%	6.6%	0.0%	0.0%	6.7%	0.0%	6.9	8.0%	1044.3
15.2	6.8%	6.8%	6.7%	0.0%	0.0%	6.8%	0.0%	7.0	8.1%	1064.3
15.4	6.8%	6.9%	6.8%	0.0%	0.0%	6.9%	0.0%	7.1	8.2%	1084.3
15.6	6.8%	7.0%	6.9%	0.0%	0.0%	7.0%	0.0%	7.2	8.3%	1104.3
15.8	6.8%	7.1%	7.0%	0.0%	0.0%	7.1%	0.0%	7.3	8.4%	1124.3
16.0	6.8%	7.2%	7.1%	0.0%	0.0%	7.2%	0.0%	7.4	8.5%	1144.3
16.2	6.8%	7.3%	7.2%	0.0%	0.0%	7.3%	0.0%	7.5	8.6%	1164.3
16.4	6.8%	7.4%	7.3%	0.0%	0.0%	7.4%	0.0%	7.6	8.7%	1184.3
16.6	6.8%	7.5%	7.4%	0.0%	0.0%	7.5%	0.0%	7.7	8.8%	1204.3
16.8	6.8%	7.6%	7.5%	0.0%	0.0%	7.6%	0.0%	7.8	8.9%	1224.3
17.0	6.8%	7.7%	7.6%	0.0%	0.0%	7.7%	0.0%	7.9	9.0%	1244.3
17.2	6.8%	7.8%	7.7%	0.0%	0.0%	7.8%	0.0%	8.0	9.1%	1264.3
17.4	6.8%	7.9%	7.8%	0.0%	0.0%	7.9%	0.0%	8.1	9.2%	1284.3
17.6	6.8%	8.0%	7.9%	0.0%	0.0%	8.0%	0.0%	8.2	9.3%	1304.3
17.8	6.8%	8.1%	8.0%	0.0%	0.0%	8.1%	0.0%	8.3	9.4%	1324.3
18.0	6.8%	8.2%	8.1%	0.0%	0.0%	8.2%	0.0%	8.4	9.5%	1344.3
18.2	6.8%	8.3%	8.2%	0.0%	0.0%	8.3%	0.0%	8.5	9.6%	1364.3
18.4	6.8%	8.4%	8.3%	0.0%	0.0%	8.4%	0.0%	8.6	9.7%	1384.3
18.6	6.8%	8.5%	8.4%	0.0%	0.0%	8.5%	0.0%	8.7	9.8%	1404.3
18.8	6.8%	8.6%	8.5%	0.0%	0.0%	8.6%	0.0%	8.8	9.9%	1424.3
19.0	6.8%	8.7%	8.6%	0.0%	0.0%	8.7%	0.0%	8.9	1.0%	1444.3
19.2	6.8%	8.8%	8.7%	0.0%	0.0%	8.8%	0.0%	9.0	1.1%	1464.3
19.4	6.8%	8.9%	8.8%	0.0%	0.0%	8.9%	0.0%	9.1	1.2%	1484.3
19.6	6.8%	9.0%	8.9%	0.0%	0.0%	9.0%	0.0%	9.2	1.3%	1504.3
19.8	6.8%	9.1%	9.0%	0.0%	0.0%	9.1%	0.0%	9.3	1.4%	1524.3
20.0	6.8%	9.2%	9.1%	0.0%	0.0%	9.2%	0.0%	9.4	1.5%	1544.3
20.2	6.8%	9.3%	9.2%	0.0%	0.0%	9.3%	0.0%	9.5	1.6%	1564.3
20.4	6.8%	9.4%	9.3%	0.0%	0.0%	9.4%	0.0%	9.6	1.7%	1584.3
20.6	6.8%	9.5%	9.4%	0.0%	0.0%	9.5%	0.0%	9.7	1.8%	1604.3
20.8	6.8%	9.6%	9.5%	0.0%	0.0%	9.6%	0.0%	9.8	1.9%	1624.3
21.0	6.8%	9.7%	9.6%	0.0%	0.0%	9.7%	0.0%	9.9	2.0%	1644.3
21.2	6.8%	9.8%	9.7%	0.0%	0.0%	9.8%	0.0%	10.0	2.1%	1664.3
21.4	6.8%	9.9%	9.8%	0.0%	0.0%	9.9%	0.0%	10.1	2.2%	1684.3
21.6	6.8%	10.0%	9.9%	0.0%	0.0%	10.0%	0.0%	10.2	2.3%	1704.3
21.8	6.8%	10.1%	10.0%	0.0%	0.0%	10.1%	0.0%	10.3	2.4%	1724.3
22.0	6.8%	10.2%	10.1%	0.0%	0.0%	10.2%	0.0%	10.4	2.5%	1744.3
22.2	6.8%	10.3%	10.2%	0.0%	0.0%	10.3%	0.0%	10.5	2.6%	1764.3
22.4	6.8%	10.4%	10.3%	0.0%	0.0%	10.4%	0.0%	10.6	2.7%	1784.3

会社が、その巨額の資金力を背景に不健全な不動産投資、株式所有による他事業参加、証券引受活動による創業者利得の取得などを行つてゐる」と批判が集中したために設置された委員会であり、その報告が保険法の改正を促し、以降生命保険会社の証券引受活動を禁止すると同時に、株式投資にも強き規制が敷かれ、社債の機関投資家としての側面を強めさせたわけである。⁽⁶⁾ したがつて、これ以降一九三〇年代までは機関投資家、とくに鉄道債、そして鉄道業の衰退に伴つて電力、ガス、電話電話などの公用事業債、あるいは自動車、電気機械、石油、ガムなどの一般事業債の買取機関として社債市場に参加する」となる。そして、一九三〇年代からは社債投資における直接購入、すなわち私募引受けが拡大したが、これには一九三三年証券法制定による公募発行手続の厳格化がひとつの要因となつてゐる。

第一次大戦中は、アメリカの生命保険会社も国債保有の拡大を余儀なくされたが、戦後は再度社債投資を拡大させてくる（表4参照）。このよだな傾向は社債市場の拡大とともに持続し、同時に生命保険会社の私募債引受けも活発化する。すなわち、生命保険会社の社債取得額に占める私募債の比率は、一九四六年五九・五%から一九五六年九〇・一%に達し、一九六〇年代はほぼ九〇%台の水準で推移してくる（表5参照）。この間、大手商業銀行や大手の一般事業債の買取機関として社債市場に参加する」となる。そして、一九三〇年代からは社債投資ある証券引受け業者とも協力関係を強めながら私募債引受け業務を拡大していくが、その保有社債は長期固定金利であり、これがBuy-and-Holdを基本とする運用であったといふ。

しかし、このよだな私募債投資を中心とした方針は、一九七〇年代後半からの金融革命の進展の中で転換を余儀なくされる。すなわち、七〇年代以降の高金利・高インフレのもとで、伝統的終身保険の魅力が低下したため、生命保険会社は「ライスインターミディエーション対応」を迫られ、ヨーロッパ保険（死亡保険）

表4 アメリカの生命保険の運用資産内訳

（単位：百万ドル、%）

年	政府証券		社債		株式		モーゲージ		不動産		政策融資		その他資産		計
	額	比率	額	比率	額	比率	額	比率	額	比率	額	比率	額	比率	
1917	562	9.5%	1,975	33.2%	83	1.4%	2,021	34.0%	179	3.0%	810	13.6%	311	5.2%	5,941
1920	1,349	18.4%	1,949	26.6%	75	1.0%	2,442	33.4%	172	2.3%	859	11.7%	474	6.5%	7,320
1925	1,311	11.4%	3,022	26.2%	81	0.7%	4,808	41.7%	2,36	1.446	12.5%	604	5.2%	11,538	
1930	1,502	8.0%	4,929	26.1%	519	2.7%	7,988	40.2%	548	2.9%	2,807	14.9%	977	5.2%	18,880
1935	4,727	20.4%	5,314	22.9%	583	2.5%	5,357	23.1%	1,990	8.6%	3,540	15.2%	1,705	7.3%	23,216
1940	8,447	27.4%	8,645	28.1%	605	2.0%	5,972	19.4%	2,065	6.7%	3,091	10.0%	1,977	6.4%	30,802
1945	22,545	50.3%	10,060	22.5%	999	2.2%	6,636	14.8%	857	1.9%	1,962	4.4%	1,738	3.9%	44,797
1950	16,118	25.2%	23,248	36.3%	2,103	3.3%	16,102	25.2%	1,445	2.3%	2,413	3.8%	2,591	4.0%	64,020
1955	11,829	13.1%	39,512	39.7%	3,633	4.0%	29,445	32.6%	2,581	2.9%	3,290	3.6%	3,742	4.1%	90,432
1960	11,815	9.9%	46,740	39.1%	4,881	4.2%	41,771	34.9%	3,765	3.1%	5,231	4.4%	5,273	4.4%	119,576
1965	11,908	7.5%	58,244	36.7%	9,126	5.7%	60,013	37.8%	4,681	2.9%	7,678	4.8%	7,234	4.6%	158,884
1970	11,068	5.3%	73,098	35.3%	15,420	7.4%	74,375	35.9%	6,320	3.0%	16,064	7.8%	10,909	5.3%	207,254
1975	15,177	5.2%	105,837	36.6%	28,061	9.7%	89,167	30.8%	9,621	3.3%	24,467	8.5%	16,974	5.9%	289,304
1976	20,280	6.3%	120,666	37.5%	34,282	10.7%	91,552	28.5%	10,476	3.3%	25,834	8.0%	18,502	5.8%	321,552
1977	23,555	6.7%	137,889	39.2%	33,763	9.6%	96,848	27.5%	11,060	3.1%	27,556	7.8%	21,051	6.0%	351,722
1978	26,552	6.8%	165,044	40.0%	35,518	9.1%	106,167	27.2%	11,764	3.0%	30,146	7.9%	23,733	6.1%	389,924
1979	29,719	6.9%	168,990	39.1%	39,757	9.2%	118,421	27.4%	13,007	3.0%	34,825	8.1%	27,563	6.4%	432,282
1980	33,015	6.9%	179,603	37.5%	47,366	9.9%	131,080	27.4%	15,033	3.1%	41,411	8.6%	31,702	6.6%	479,210
1981	39,502	7.5%	193,806	36.9%	47,670	9.1%	137,747	26.2%	18,278	3.5%	48,706	9.3%	40,094	7.6%	525,803
1982	55,516	9.4%	212,772	36.2%	55,730	9.5%	141,989	24.1%	20,624	3.5%	52,961	9.0%	48,571	8.3%	588,163
1983	76,615	11.7%	232,123	35.4%	64,888	9.9%	150,999	23.1%	22,234	3.4%	54,063	8.3%	54,046	8.3%	656,948
1984	99,769	13.8%	259,128	35.8%	88,896	9.8%	156,699	21.7%	27,767	3.6%	54,505	7.5%	63,776	8.8%	722,979
1985	124,558	15.1%	286,848	35.9%	77,486	9.4%	171,797	20.8%	28,822	3.5%	54,369	6.6%	71,971	8.7%	828,901
1986	144,616	15.4%	341,967	36.5%	90,894	9.7%	193,842	20.7%	31,615	3.4%	54,055	5.8%	80,592	8.6%	937,551
1987	151,436	14.5%	405,674	38.8%	96,515	9.2%	213,450	20.4%	34,172	3.3%	53,626	5.1%	89,586	8.6%	1,044,459
1988	159,781	13.7%	480,313	41.2%	104,373	8.9%	232,863	20.0%	37,371	3.2%	54,236	4.6%	97,933	8.4%	1,166,870
1989	178,141	13.7%	538,063	41.4%	125,614	9.7%	254,215	19.6%	39,98	3.1%	57,439	4.4%	106,376	8.2%	1,299,756
1990	210,846	15.0%	582,597	41.4%	128,484	10.6%	270,199	19.2%	43,398	3.1%	62,603	4.4%	110,202	7.8%	1,408,208
1991	269,490	17.4%	623,515	40.2%	164,519	10.6%	265,258	17.1%	46,711	3.0%	66,364	4.3%	115,348	7.4%	1,551,201
1992	320,109	19.2%	670,206	40.3%	192,403	11.6%	246,702	14.8%	50,595	3.0%	72,058	4.3%	112,458	6.8%	1,664,551
1993	384,124	20.9%	729,729	39.7%	251,885	13.7%	229,061	12.5%	54,249	2.9%	77,725	4.2%	112,354	6.1%	1,839,127
1994	395,580	20.4%	790,559	40.7%	281,816	14.5%	215,332	11.1%	53,813	2.8%	85,499	4.4%	119,674	6.2%	1,942,273
1995	409,394	19.1%	869,112	40.5%	371,867	17.3%	211,815	9.9%	52,437	2.4%	95,939	4.5%	133,070	6.2%	2,143,544
1996	396,696	17.1%	951,729	41.0%	477,504	20.6%	207,779	8.9%	49,434	2.1%	100,460	4.3%	139,894	6.0%	2,323,546

緩和につながり、ニューヨーク州では一九八三年、州保険法の債券投資規制が緩和された。すなわち、従来社債投資について、量的規制として一社の発行する社債は許容資産の5%以内とすることが定められており（ただし、許容資産に対する社債投資の総額規制は存在せず）、また質的規制として担保付き社債と無担保社債に分けた上の収益規制が敷かれていたが、一九八三年改正法では前者の量的規制が撤廃され、後者の質的規制も生命保険会

3 一九八〇年代の生命保険会社の社債投資

このように生命保険会社の「ディスインター・メディエーション対応」の進展は、その投資規制や業務範囲規制

(9) この時期の生命保険会社のA-L-M戦略については、古瀬政敏、前掲「アメリカの生命保険会社」、一九八五年、二二七～二三二ページ、および古瀬政敏、有斐閣、一九九三年、四六～五八ページ、参照。

(10)

表6 生保会社の保有債券の期間別内訳推移
(単位: %)

	1年以下	1年超 3年以下	3年超 5年以下	5年超 10年以下	10年超	合計
1979	7.0	8.1	9.6	22.9	52.4	100
1980	7.8	8.7	10.0	23.2	50.3	100
1981	10.1	10.0	10.7	23.8	45.4	100
1982	9.6	12.0	12.1	24.7	41.6	100
1983	5.0	13.0	12.6	26.5	42.9	100

(資料) Best's Insurance Management Reports, Jan. 21 1985, 他より作成。
(出所) 古瀬政敏「アメリカの生命保険会社」、東洋経済新報社、1985年、128ページ。

と上昇しており、これは短期国債の増加を反映するものと思われる（表4参照）。

(5) この間の生命保険会社による社債引受活動については、堺雄一著「アメリカ私募証券市場の発展と構造」、有斐閣、一九九三年、四六～五八ページ、参照。

(6) アームストロング調査については、吳天降著「アメリカ金融資本成立史」、有斐閣、一九七一年、三八五～三九〇ページ、参照。

(7) この間の主要生命保険会社の証券投資と私募引受については、堺雄一、前掲書、第四章第二節、二〇六～二九一ページ、に詳しい。

(8) これについては、古瀬政敏著「アメリカ生命保険会社の新経営戦略」、東洋経済新報社、一九八九年、二一～七ページ、参照。

表5 米国の生命保険会社主要28社の社債新規取得状況（1946年～1966年）
(単位: 100万ドル)

	鉄道債			公益事業債			一般事業債			合計			
	私募 引受 (A)	その他	合計 (B)	A/B	私募 引受 (A)	その他	合計 (B)	A/B	私募 引受 (A)	その他	合計 (A)	A/B	
1946年	3.3	342.8	346.0	1.0	328.1	624.2	952.3	34.5	1,555.6	316.7	1,872.4	83.1	
1947	2.0	241.3	243.3	0.8	509.5	1,186.1	1,695.6	30.0	1,747.3	262.0	2,009.3	87.0	
1948	47.9	153.7	201.6	23.8	566.3	1,126.7	1,693.0	33.4	2,400.0	107.2	2,507.2	95.7	
1949	23.0	80.6	103.7	22.2	592.6	588.2	1,180.8	50.2	1,801.0	661.9	2,062.8	87.3	
1950	49.7	207.9	19.3	646.7	674.0	1,320.7	49.0	1,641.5	65.6	1,707.0	96.2	2,337.8	947.5
1951	183.0	65.6	248.6	73.6	600.9	277.5	878.3	68.4	2,687.7	179.5	2,867.2	93.7	
1952	187.1	116.7	303.9	61.6	585.6	211.3	797.0	73.5	3,232.8	225.4	3,458.3	93.5	
1953	73.7	92.4	166.2	44.3	672.4	230.3	902.7	74.5	2,763.3	174.2	2,942.5	94.1	
1954	87.2	172.9	260.1	33.4	839.4	418.4	1,257.8	66.7	2,759.7	228.8	2,988.5	92.3	
1955	48.4	265.6	313.9	15.5	511.4	156.2	667.6	76.5	2,943.5	188.2	3,131.7	94.0	
1956	54.4	113.8	168.2	32.3	591.1	131.8	722.9	81.2	2,755.6	124.5	2,880.0	95.7	
1957	42.1	17.5	59.6	70.6	458.5	181.5	640.0	71.6	3,182.1	117.9	3,300.0	96.4	
1958	6.1	24.0	30.1	20.3	453.0	216.7	669.7	67.6	2,562.4	275.2	2,837.7	90.3	
1959	46.6	7.6	54.2	86.0	731.0	90.4	821.4	89.0	2,993.1	54.7	3,017.8	98.2	
1960	57.4	12.2	69.6	82.5	307.8	95.2	403.0	76.4	2,615.4	100.2	2,715.7	95.3	
1961	27.1	11.4	38.5	70.4	420.5	97.7	518.2	81.1	3,285.6	113.3	3,399.9	96.7	
1962	11.2	0.6	11.8	94.9	292.4	162.0	454.4	64.3	3,813.4	90.7	3,904.1	97.7	
1963	34.2	15.3	49.5	69.0	323.5	163.9	487.4	66.4	4,633.6	107.1	4,745.5	97.7	
1964	53.5	3.2	56.6	94.5	491.9	101.4	593.3	82.9	4,531.0	36.0	4,567.0	99.2	
1965	30.4	10.7	41.1	74.0	241.2	110.3	351.4	68.5	5,472.6	117.8	5,590.4	97.9	
1966	95.2	3.4	98.6	96.6	263.5	301.7	565.3	46.6	4,637.4	127.3	4,764.7	97.3	

(資料) K. M. Wright and R. H. Parks, 1967 Economic and Investment Report, A Report of the life Insurance Association of America, December 1967, p. 25.

(注) 1) 取得額は額面金額ではない。
2) 1956年以降の「鉱工業・その他」および「合計」には期間未満の短期債を含む。

(出所) 堀雄一著「アメリカ私募証券市場の発展と構造」、有斐閣、1993年、193ページ。

部分と貯蓄部分を切り離し、市場金利を反映した商品設計で空前のヒット商品となつた)に代わられるよう(8)な新金融商品の開発に凌ぎを削る公募債への転換、さらには短期国債への転換ながらALM戦略を構築することとなり、社債投資においては、償還期間の短縮化、私募債からようになつた。その結果、流動性を確保しながらALM戦略を構築すると、公募債への転換、年にかけての保有債券の期間別構成みると、図られた。たとえば、一九七九年から一九八二年超が五一・四%から四一・九%へと低下する反面、一年超三年以下が八・一%から一〇%超が五一・四%から四一・九%へと低下する反面、一年超三年以下が九・六%から一六・五%とそれぞれ上昇している(表6参考)。二六・五%とそれぞれ上昇している(表6参考)。また、運用資産に占める社債の比率も、一九七八年の四〇・〇%をピークに一九八三年三五・四%へと低下し、その反面政府証券が一九七五年五・二%から一九八六年一五・四%へと上昇しており、これは短期国債の増加を反映するものと思われる(表4参照)。

(9)

表されるよう(8)な新金融商品の開発に凌ぎを削る公募債への転換、さらには短期国債への転換がようになつた。その結果、流動性を確保しながらALM戦略を構築することとなり、社債投資においては、償還期間の短縮化、私募債からようになつた。その結果、流動性を確保しながらALM戦略を構築することとなり、社債投

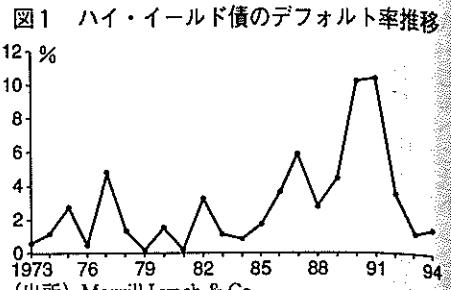
社には適用しないこととなつたため、社債投資についてはほとんど規制がなくなり、ブルーデント・インディビデュアル・ルールに基づく限り自由な投資が認められることとなつた。⁽¹⁰⁾

しかし、このよだな規制緩和によりて、過度のジャンク債投資に傾斜する生命保険会社が現れただ」とから、一九八七年ニユーヨーク州保険監督官は、①監督官の事前許可がない限り許容資産の二〇%以内に制限する」と、

②取締役会はジャンク債の分散化基準を含む計画書を策定する」と、を定めた規則一三〇号を制定した。しかし、これらの規制にも関わらず、一九九一年全米一五位といわれたエグゼクティブ・ライフ・インシュアランス・カンパニーが過大なジャンク債投資のために破綻するという事態が発生し⁽¹¹⁾、また一九九〇年末時点で分離勘定を除く生命保険会社運用資産に占めるジャンク債比率が六・八%に達したため、同年NAICは「中・低位格付け債券の投資モデル規制」を制定した（このでいう中・低位区分債券とは、NAICによる六段階の債券区分のうち区分三以下を指し、区分三を中心、区分四以下を低位とよんでいる。また、S&P社の格付けとの対応は、区分三：BB格、区分四：B格、区分五：CCC～C格、区分六：D格である）。この規制は、①許容資産に占める

中・低位債券比率を五%以内とする、②区分四以下の債券比率は合計で一〇%以内とする、③区分五以下の債券比率は合計で二%以内とする、④区分六以下の債券比率は一%以内とする、⑤同一機関が発行する中位区分債券は一%以内とする（ただし、同一機関の中・低位区分債券合計は一%以内であること）、などとなつている。⁽¹²⁾

ただし、この投資モデル規制の制定された一九九〇年の生命保険会社の運用資産に占めるジャンク債の比率をみると、一般勘定資産シェアで六・七%、一般勘定債券シェアでも一一・六%となつておらず、またデイフォールト社債の比率をみても、一般勘定資産シェアで〇・三一%、一般勘定債券シェアでも〇・五%となつていて（表



(出所)

Merrill Lynch & Co. (10) 古瀬政敏著『アメリカの生命保険会社の経営革新』、東洋経済新報社、一九九六年、

二二八ページ、参照。

- (11) この事例のジャンク債投資について、Harry DeAngelo, Linda DeAngelo, Stuart C. Gilson, "The collapse of First Executive Corporation Junk bonds, adverse publicity, and the run on the bank, phenomenon," *Journal of Financial Economics*, 36, 1994, 参照。

- (12) ジャンク債投資に関する規制については、古瀬政敏、前掲『アメリカの生命保険会社の経営革新』、二二二～四七七ページ、参照。

4 最近の生命保険会社の社債投資

以上のような一九八〇年代の規制緩和と再規制を経て、九〇年代の生命保険会社の社債投資における変化は、主として次の三点である。

第一に、高格付け債への投資が相対的に増加している点である。表7に示されているように、AAA格からA格までを含む区分一の債券シェアは、一九九〇年六六・七%から、翌一九九一年には七〇・一%へと急増し、その後一九九六年には七一・八%となっている。また、BBB格に相当する区分二の同シェアは、一九九〇年一一・七%から一九九六年二二・九%へとわずかながら増加し、上位区分合計では、一九九〇年八八・四%から一九九一年九一・三%へと上昇し、一九九六年九四・七%に達している。逆に、中・下位債では、BB格に相当する区分三が、一九九〇年四・六%から一九九一年三・五%へと減少し、その後一九九六年には三・二%へと低下しているほか、B格に相当する区分四是、一九九〇年四・七%から一九九一年三・二%、さらに一九九六年〇・二%まで低下、またCCC格からC格までを含む区分五は、一九九〇年一・八%から一九九一年一・三%へと低下した後、一九九六年には〇・一%に低下しており、中・下位債券合計では、一九九〇年一一・六%から一九九一年八・七%へと低下した後、一九九六年五・三%まで低下している。米国

の社債発行に占めるジャンク債の比率が、一九九〇年一・三%と大きく低下した後、ほぼ一貫して回復傾向にあり、一九九六年六・三%に達していることを考えれば、このような生命保険会社の社債投資は相当慎重なものといえる。

第二に、私募債の比率の低下があげられる。表7に示されるように、私募債の債券シェアは、一九九〇年二八・一%から一九九六年二二・四%へと一貫して低下しており、逆に公募債が七一・九%から七七・六%へと上昇している。このことは二節で述べたように、より流動性の高い公募債シフトが依然として続いていると見ることができるが、他方米国の社債発行に占める私募の比率自体がこの間低下し、公募・私募債合計に占める私募債比率は、一九九〇年三一・五%から一九九五年一七・六%へとほぼ半減していることを考えれば、むしろ生命保険会社は私募債投資を積極的に行っているといえる。ただし、私募債市場に参加している生命保険会社は五〇社から六〇社程度で、单一銘柄に一〇〇〇万ドル以上投資するのは上位一五社であるといわれており、これらの大手生命保険会社が私募債市場の年間発行額の八五%程度を購入しているとされている。また、私募債の利回りが公募債に比べて相対的に高いことは、生命保険会社が銘柄に対する信用調査コストを負担する見返りと

表7 米国生命保険会社保有債券の区分別分布状況

区分	1990年			1991年			1992年			1993年			1994年			1995年			1996年		
	金額	一般勘定 資産シェア	一般勘定 債券シェア	金額	一般勘定 資産シェア	一般勘定 債券シェア	金額	一般勘定 資産シェア	一般勘定 債券シェア	金額	一般勘定 資産シェア	一般勘定 債券シェア	金額	一般勘定 資産シェア	一般勘定 債券シェア	金額	一般勘定 資産シェア	一般勘定 債券シェア	金額	一般勘定 資産シェア	一般勘定 債券シェア
上位																					
区分1	486,847	39.0	66.7	569,822	42.3	70.1	644,930	45.3	71.0	726,789	47.6	71.3	782,951	49.2	71.9	839,463	49.9	72.1	883,817	52.3	71.8
区分2	158,658	12.7	21.7	172,278	12.8	21.2	196,225	13.8	21.6	233,970	15.4	23.1	248,282	15.6	22.8	264,229	15.7	22.7	281,769	16.7	22.9
上位合計	645,505	51.7	88.4	742,100	55.1	91.3	841,155	59.1	92.6	962,759	63.0	94.4	1,031,233	64.8	94.7	1,103,692	65.6	94.8	1,165,586	69.0	94.7
中位																					
区分3	33,352	2.7	4.6	28,244	2.1	3.5	27,997	1.9	3.1	30,558	2.0	3.0	34,857	2.2	3.2	36,929	2.2	3.2	39,950	2.4	3.2
下位																					
区分4	34,213	2.7	4.7	25,564	1.9	3.2	24,103	1.7	2.6	17,791	1.2	1.7	17,763	1.1	1.6	19,843	1.2	1.7	21,859	1.3	1.8
区分5	13,063	1.0	1.8	10,708	0.8	1.3	10,083	0.7	1.1	5,748	0.4	0.6	3,664	0.2	0.3	2,370	0.1	0.2	2,273	0.1	0.2
区分6	3,461	0.3	0.5	5,999	0.4	0.7	5,433	0.4	0.6	2,950	1.2	0.3	2,092	0.1	0.2	1,014	0.1	0.1	672	0.1	0.1
中・下位合計	84,089	6.7	11.6	70,515	5.2	8.7	67,616	4.7	7.4	57,047	4.8	5.6	58,376	3.6	5.3	60,156	3.6	5.2	64,754	3.8	5.3
合計	729,594	58.4	100.0	812,615	60.3	100.0	908,771	63.8	100.0	1,019,806	66.8	100.0	1,089,609	68.4	100.0	1,163,848	69.2	100.0	1,230,376	72.8	100.0
内公募	524,903	42.0	71.9	597,556	44.3	73.5	685,006	48.1	75.4	784,035	51.4	76.9	844,851	53.0	77.5	907,498	54.0	78.0	954,246	56.5	77.6
内私募	204,691	16.4	28.1	215,059	16.0	26.5	223,765	15.7	24.6	235,771	15.4	23.1	244,758	15.4	22.5	256,350	15.2	22.0	276,130	16.3	22.4

(出所) American Council of Life Insurance.

(単位：100万\$， %)

なつて いるとい う見方もなされて いる。⁽¹³⁾ したがつて、大手生命保険会社では私募債投資をむしろ積極化して いると考えられる。

第三に、保有債券の年限の短期化である。表8でみると、一九九〇年から一九九五年にかけて一〇年超二〇年以下の社債が三七・五%から一五・四%へと顕著に低下し、逆に一年超五年以下が二四・〇%から二八・一%、また五年超一〇年以下が二八・四%から三四・〇%へとそれぞれ増加しており、年限の短縮化が見られるが、他方で一九九五年から二〇年超の項目新たに加わり、一三・五%を占めていることから、単なる年限の短縮化ではなく、むしろ多様化が進展しているといえる。同様に、この傾向は社債のみならず政府証券においてよりいつそう顕著なものとなつて いる。近年、米国 の社債市場では二五年から三〇年の長期債や一〇〇年債なども発行され、年限の多様化が進展して いるといわれているが、それを反映して いるものと考えられる。

(13) マーシャル・ギットラ「米国の私募債市場」、「公社債月報」、No.四九三、一九九七年一〇月、一九ページ、参照。

まとめ

以上のように、米国の社債保有の歴史的变化のなかで、生命保険会社の社債保有の変化を考察した。これによると、日本では社債について、機関投資家主体の投資が行われるよつになつたのは一九八〇年代後半以降と考えられるのに対し、米国では遅くとも戦後時点で機関投資家主体の保有となつて いることがわかる。そして、このような機関化の中心となつてきたのが生命保険会社であり、生命保険会社の保有比率は長期的に低下傾向をたどつて いるものの、その比率が他の部門に比べて依然圧倒的に高いことには変わりない。さらに、一九八〇年代後半に問題となつたジャンク債投資については、ジャンク債に偏重した投資行動をとつたのは一部の生命保険会社であり、全体としては生命保険会社のジャンク債に対する八〇年代の投資姿勢は慎重であり、かつその慎重姿勢は九〇年代に入ってより強まつて いることもわかる。このような日米の社債投資および生命保険会社の投資行動の比較を踏まえた上で、次号では日本の生命保険会社の社債投資における課題を整理する。

(出所) American Council of Life Insurance.

種類	1年以内	1年超5年	5年超10年	10年超20年	20年超	合計
政府債券	5.3	12.6	13.7	68.5	—	100.0
1980	4.9	24.9	20.1	50.1	—	100.0
1985	7.0	12.6	15.6	64.8	—	100.0
1990	5.9	23.9	27.8	21.4	21.0	100.0
1995	8.1	19.7	24.3	47.4	—	100.0
社債	5.9	26.9	29.7	37.5	—	100.0
1980	10.1	24.0	28.4	37.5	—	100.0
1985	9.0	28.1	34.0	15.4	13.5	100.0
1990	7.7	18.6	23.1	50.5	—	100.0
1995	5.6	26.3	26.8	41.3	—	100.0
合計	9.3	21.0	25.1	44.6	—	100.0
1980	8.1	26.8	32.0	17.3	15.8	100.0

ロンドン証券取引所におけるSETS導入後の取引状況

吉川 真裕

昨年一〇月一〇日のロンドン証券取引所における新取引システムのSETS (Stock Exchange Electronic Trading Service) の導入は第一のビッグバンとも呼ばれ、一九八六年のビッグバン以来の大改革と位置づけられている。⁽¹⁾ 本年三月には、導入後四ヶ月間の取引状況を振り返り、取引状況の分析とこれを踏まえたルール変更に関する協議文書がロンドン証券取引所から発行されており、五月にはこの協議文書に対する回答に基づくルール変更のスケジュールがすでに明らかにされている。⁽²⁾

本稿では、協議文書で分析されたSETS導入後の取引状況をもとにして、競争的マーケットメーカー制からオーネクション制への取引システムの移行がどのような変化をもたらしたのか、どのような問題が発生しているのかを紹介する。こうした取引状況を踏まえて、どのようなルール変更が提案されたのか、そしてその提案に対する回答はいかなるものであったのか、さらに協議案に対する回答に基づいてどのようなルール変更が行われたのかについては、稿を改めて紹介する。

1 協議文書の構成

本年三月にロンドン証券取引所から発行された協議文書は八章一二節からなり、第一章で新取引システムSETSを含めたイギリス株の取引構造が概観されており、続く三つの章で大口取引、小口取引、そして両者の中間にあたるSETSの二つに区別してそれぞれが論じられている。

この協議文書の冒頭でも述べられている通り、ロンドン証券取引所はSETSの導入前から導入後の取引状況を踏まえた漸進的な制度の修正を予定しており、今回の協議文書の発行は予期せぬ問題の発生によって突然的に行われたものではなく、当初の予定通り行われたものである。協議文書の目的は、①SETSの導入によって生まれた新たな市場構造のパフォーマンスの評価、②制度の修正が必要な分野の確定と選択的な修正案の提示、③市場関係者との協議プロセスの説明、④協議案に対するコメントの要請と正式なコメントの提出期限（四月三〇日）の周知、と述べられている。

2 新取引システムの位置づけ

新取引システムSETSの導入に伴って、イギリス株の取引構造は多様化し、投資家のニーズにより的確に答えるものとなつた。従来はSEAQ (Stock Exchange Automated Quotations) と呼ばれる競争的マーケットメーカー制が主流であったが、小口注文に関してはBZWのTRADE、クライウォート・ベンソンのBEST、ナットウエストのSHADE等の自動執行システムによって最良気配での執行が行われ、マーケットメーカーの好

Stock Exchange Electronic Trading Services: Review and Consultation	
1.	Introduction
2.	New market structure : an overview
3.	Block trading
(1)	Worked Principal Agreements (WPAs)
(2)	Interaction
4.	Retail execution
5.	SETS design issues
(1)	Market opening time and mechanism
(2)	Market closing time and mechanism: closing prices
(3)	Multipul fills
(4)	Anonymity
(5)	Miscellaneous issues
(6)	Price formation and price volatility
6.	Extension to FTSE250
7.	Central counterparty : preliminary findings
8.	Long term issues
(1)	Additional securities
(2)	Functionality
(3)	Interfaces
(4)	Non-standard settlement

まない非流動銘柄に関しては例外的にSEAQS (Stock Exchange Alternative Trading System) を通じて投資家が指値注文を電子注文板に出すことができた。SEAQSはマーケットメーカー各社の気配値を集約的に表示して最良気配を提示するマーケットメーカーの発見を容易にしたが、執行機能は有しておらず、発注者はマーケットメーカーに電話で連絡し、価格の交渉をする必要があった。しかもマーケットメーカーにはSEAQSに提示した気配値で取引を執行することは義務づけられておらず、SEAQSの気配値をもとににして交渉する」とによつて執行価格は決められ、SEAQSの気配が最良気配である保証は必ずしもなかつた。

SETSは従来SEAQSを通じて行われていた取引のうち、FTSE100指数構成銘柄で標準決済（T+十五）かつ五〇〇株（五ポンド超）ないし一〇〇〇株（五ポンド以下）以上、NMS（一日平均売買高の約二・五%）の一〇倍以下の取引を対象として指値注文を入力できる電子注文板を導入し、オーダーショーン形式を採用したものであるが、従来通り、マーケットメーカーとの相対取引も引き続き認められており、競争的マーケットメーカー制は廃止されたわけではない。⁽³⁾ SETSの導入後も大口取引はマーケットメーカー制によつて取引が行われ、小口取引は大手数社による自動執行が続けられ、FTSE100構成銘柄以外では引き続きSEAQSが採用されており、異なるスタイルでの取引が組み合わされているわけであるが、SETSの導入に伴つてSETS対象銘柄のみならず、大口取引や小口取引への影響も協議文書では検討されている。

3 大口取引

NMSの八倍を超える取引を大口取引と定義すると、この間、SETS対象銘柄の大口取引の占める比率は全取引価額の一七%であり、大口取引価額のうち五二%は通常のリスク取引、二八%はWPA、一四%はポートフォリオ・ビジネス、六%は委託のクロス取引であった。

(1) WPA

WPA (Worked Principal Agreement) は取引所に届け出るゝことによつて取引情報の公表遅延が認められるNMS八倍を超える取引である。金融取引を監督するFSA (Financial Service Authority) はSETSの導入にあつて、取引情報の公表遅延を伴つWPAを通じた取引の比率が従来の公表遅延比率一五%を上回らないことを要求していたが、当初3カ月におけるWPAの取引比率は九%（個別銘柄で七%、ポートフォリオで一%）であり、市場の透明性は高まつたと評価されている。

WPAは取引開始時点の条件 (Worked Principal Notification) を報知しなければならず、この条件と最終取引価格を比較してみると、価格と数量の両方が改善されたものが一〇%、価格のみ改善されたものが一五%、数量のみ改善されたものは二五%、取引価格の改善は平均七ベーシスポイント、取引数量の改善は平均四三%であり、取引数量の改善がより顕著であつた。WPA開始後、価格は大半（八四%）の場合、業者に不利に動いていたにもかかわらず、価格や数量では改善が見られており、しかもNMSの七五倍を超える取引を除けば、取引価格は従来よりもボラティリティから計算した理論価格により近いものであつた。他方、WPAの平均スプレッドは五三ベーシスポイントであつたが、SETSを通じた推定執行コストは一七ベーシスポイント（スプレッド七ベーシスポイント+価格変動コスト一〇ベーシスポイント）であり、かならずしも業者が不利益を被つていたわけではない。

(2) インターラクション

当初の計画ではSETSの最良気配よりも劣る価格でマーケットメーカーが取引した場合、その価格にまさる

SETS上の注文を執行することが義務づけられていたが、最終的にはこうした義務は全面的に免除された。マーケットメーカーによるWPAのポジション解消がどのように行われているかを調べてみると、三四%はSETSを通じて、三六%は業者または顧客との取引によって解消され、三〇%は自己のポジションとして保有されており、義務がなくともWPAとSETSの間で価格の調整が行われていることが明らかになった。

さらに機関投資家の買い注文の場合に限って、WPN価格、WPA最終価格とSETS価格の動きを調べてみると、SETS価格にジャンプは見られず、SETS価格はWPA終了時にはWPA最終価格を十分に反映していることも明らかになった。

4 小口執行

取引が執行された際のスプレッドを比較すると、指値注文をSETSに残しておく場合を除いても典型的な小口取引ではSETS導入後、ハベーシスポイント（約一五%）縮小しており、往復四ボンドのコスト削減が見られた。しかも一部の業者はSETSの最低取引単位を超える注文を指値注文としてSETSに残すことによつてより多くのコスト削減を実現していた。

他方、寄り付き後や引け前、大口執行の後などにSETSのスプレッドの拡大が見られ、不利な価格での執行が憂慮されているが、ロンドン証券取引所が調査した限りでは小口注文が不利な価格で執行されたケースは稀であり、極端に不利な価格の多くはプログラム取引に伴う価格の変動によるものであった。

数社の大手業者は小口取引の自動執行のために多額の投資を行つており、一〇日後決済（T+10）が中心である小口注文はSETS導入後も引き続きこうした業者を通じて執行されていることを考え合わせると、小口取

引をSETSと区別するという市場構造は投資家に支持されていると考えられている。

5 SETSの設計に関わる問題

(1) 寄り付き

過去四ヶ月間の実績を見ると、指数が最初に公表される八時三三分のスプレッドは一七五ペーススポット、三〇分後の九時のスプレッドは七五ペーススポット、一時間後の九時三〇分のスプレッドは五五ペーススポットであり、日中の平均スプレッドである四五ペーススポットを大幅に上回っている。寄り付き後のスプレッドの縮小スピードは早まつてきているが、寄り付き直後のスプレッドがかなり大きいことには違いがないことつかの銘柄では四五分間ほど取引のない場合も見られる。こうした事態は寄り付き直後に取引が少ないことによって生じており、最初の一時間では顧客取引の七%、業者取引の一〇%が執行されているにすぎない。ただし、寄り付き直後の取引の少なさはSETS導入後に生じた問題ではなく、従来から存在していた問題がより明確になつたにすぎないという見方も存在する。他方、寄り付きのオーダーに注文を出すよりも寄り付き後の確定気配のもとで取引を執行するという傾向も見られ、寄り付き時の成り行き注文やオーダー開始時間のランダム化等の寄り付きメカニズムの変更を検討する必要も考えられている。

(2) 引け

引け前三〇分間のスプレッドも取引開始後一ヶ月間は六〇ペーススポットから七七ペーススポットとかなり大きかつたが、二ヶ月目以降は四五ペーススポットから五五ペーススポットへと縮小している。引け前にスプレッドが拡大する要因としては引け近くでの大口執行や新規の指値注文が少ないことが上げられるが、LI

FF-Eの先物・オプション取引が四時一〇分に取引を終了し、残りの一〇分間はヘッジ手段を失うということも関係していると考えられる。寄り付き直後と同様に、引け前も板の薄い状態での取引によつて値段が飛びやすく、跳んだ値段を市場実勢と勘違いして取引が行われる可能性があり、こうしたリスクを軽減する措置を考える必要もあると見られている。

(3) 多重執行

当事者どうしのグロス・セトルメントというイギリス特有の決済方法のために、一つの注文が複数の注文と付け合わされた場合には決済費用がかさみ、バックオフィス業務が増えることが心配されていたが、新規発注の七八%は一つの注文と執行されていることが明らかになった。ただし、平均では一・五の注文との間で執行されていたが、ごく少数の場合に限つてのみ多数の注文との間で執行されており、多重執行が増加しているという傾向は見られない。多重執行が生じるのは多くの場合プログラム売買に関する取引であり、一九九八年一月を対象とした調査によると、一〇以上の注文と対当された注文の六割はプログラム売買によるものであった。

(4) 匿名性

SETSを通じて取引すると、取引当事者は即座に取引相手を知らされるので、匿名性を保てないという問題が生じると懸念されていたが、一九九八年一月を対象とした調査によると、SETSを通じた取引の後もほとんどの場合SETSを通じて取引が行われており、ごく少数の場合に限つてSETS以外での取引を一五分以内に同一の相手と行っていることが明らかになつた。したがつて、匿名性が保てないという理由でSETSの取引が見合わされているということは考えにくくされているが、SETSを通じて取引した後にSETS以外で取引が行われた場合の取引規模はSETSでの取引の五倍の大さくなつており、大きな取引ほど匿名性を保つため

にSETS以外での取引が併用されているようである。

(5) その他

・最大取引単位

当初、SETSの最大取引単位はNMSの九九倍とする予定であったが、SETS導入前の予行演習で入力ミスが多かつたために当面は経過措置としてNMSの一〇倍と定められた。時間の経過につれてSETSへの入力ミスはほとんどなくなつてきており、最大取引単位であるNMS一〇倍の注文も頻繁に見られる。

・二〇%ルール

指値注文の値段に制限を設けることは当初は予定されていなかつたが、SETS導入前の予行演習で入力ミスが多かつたために指値注文の値段を直前の取引価格から二〇%の範囲までとする二〇%ルールが導入された。時間の経過につれてSETSへの入力ミスはほとんどなくなつてきており、寄り付き時の最良気配から一〇%の価格変動で一〇分間の取引停止という取引停止措置もあるので、二〇%ルールの存続意義が問われている。

・公式引け値(DOL)

取引所の日報に掲載される公式引け値はSETS導入後も従来通り、最良気配の中値とされているが、最終取引価格と公式引け値が乖離することしばしば見られ、監督当局からも改善を要請されている。

(6) 株価とボラティリティ

NMS八倍を超える取引とSETSの最小取引単位未満の取引を除き、標準決済以外の取引を除いた取引のうち、六〇%はSETSを通じて取引が行われており、さらに約七五%はSETS価格を用いて取引が行われている。したがつて、価格形成の点から見てSETSは十分に機能しているという評価が下されている。

価格変動の点では、デリバティブ取引の影響を受けて現物価格が変動することがあり、通常はLiffeのFTSE-100オプションの清算価格が決まる一六時から一六時一〇分にかけて見られる。より大きな価格変動はLiffeのFTSE-100先物・オプションの最終清算価格が決定される年に四回の満期日の一〇時一〇分から一〇時三〇分までの一〇分間に見られる。⁽⁴⁾三月一〇日の満期日には、この一〇分間に一万八〇〇〇以上の注文が出され、二万三〇〇〇回の取引が行われ、いくつかの銘柄では価格の乱高下が生じていた。

6 FTSE-150指数銘柄

当初の予定では早ければ六ヶ月後にはFTSE-150指数構成銘柄にもSETSを導入することが明らかにされていたが、FTSE-150指数構成銘柄の一部にはすでにSETSが導入されており、こうした銘柄の取引状況からFTSE-150指数構成銘柄へのSETS導入の影響が推察されている。

FTSE-150指数構成銘柄の一九九七年七月と一九九八年三月のマーケットメーカー数を調べると、三社減少が二銘柄、二社減少が二四銘柄、一社減少が一〇八銘柄、変化なしが五六銘柄、一社増加が二二銘柄、二社増加が六銘柄、三社増加が一銘柄であり、マーケットメーカーとの銘柄数も平均八・七銘柄から八・一銘柄に減少していたが、SBCウォーバーグ・ディロンリードとUBSの合併による影響が大きいとされている。

また、マーケットメーカーの平均クオートサイズは一万八〇〇〇株から二万株へと低下していたが、この低下はほとんど株価が暴落した一九九七年一〇月に見られたものであつたと述べられている。

SETSが導入された一九銘柄のFTSE-150指数構成銘柄のスプレッドを調べると、七銘柄ではスプレッドがわずかに拡大（最大二五ペースポイント）していたが、その他の銘柄ではスプレッドは顕著に縮小（最大

一七五ペースポイント）しており、最良気配の板の厚みはNMSの一・二倍であった。ただし、銘柄別では、SETS対象取引数が少ない銘柄ほどスプレッドは拡大する傾向があり、FTSE-150指数構成銘柄の過半数はSETS対象取引数が一日平均一〇回未満（一九銘柄中の最低は一五回）であることが付け加えられている。

さらに、FTSE-150指数構成銘柄の銘柄ごとの最大取引主体のシェアを調べると、平均三三%であり、の中にはマーケットメーカーの取引が含まれているため、SETSに移行した場合の流動性の提供者は現在よりも減少し、SETS対象取引数はいつそう減少することが予想されている。

7 SETSをめぐる報道

SETSの取引状況に関する正確なデータはロンドン証券取引所が保有しており、ここで紹介した協議文書とこれに先立つ二つの市場分析レポート以外は公表されていない。⁽⁵⁾協議文書を読む限りではSETS導入後の取引状況はまづまづの出来であり、寄り付き直後のスプレッドの広さを除けば、それほど問題があるようには思えない。しかし、新聞報道等を調べてみると、SETS導入後の取引状況を評価しているものがほとんどなく、多くは利用者の不満やロンドン証券取引所に対する非難に満ちている。そこで、協議文書の内容をより正確に理解するためにも、最後に新聞報道等に見られる具体的な内容を紹介しておこう。

協議文書の中ではSETS採用銘柄のSETS対象取引の六〇%がSETSを通じて取引され、七五%はSETTS価格で取引されていると述べられており、SETSが過半数の取引を占めているような印象を与えていたが、タイムズ紙はSETS採用銘柄の取引のうちSETSを通じて取引されているのは四〇%に満たないと報道しており、これに対するロンドン証券取引所のスポーツマンのコメントとして、SETSでの取引が四〇%を上回

るという予想は事前に行われたことはなく、七五%の取引がSETSの価格を用いているのがSETSは価格形成メカニズムとして成功していると述べ記事を掲載している。⁽⁶⁾また、ICOVニュースサービスは五月六日の午後一二時五五分時点でのSETSを通じた取引比率を、ハイブリッド二一%、セインスベリーで五一%、ルーカスバリティで一一%、ブリティッシュ・エアスペースで四九%、ウールウイッチで一五%，テート・アンド・ライルで二六%としており、タイムズ紙の主張を裏付けている。⁽⁷⁾さらに、インディペンント紙はSETSの取引比率を二〇%をわずかに上回る程度と報道しており、⁽⁸⁾ フィナンシャルタイムズ紙は二二一%と報道している。

これに対しても、フィナンシャルタイムズ紙に掲載されたシティ・ユニバーシティのジェラミル教授の投稿では、SETSの取引比率が三分の一であることに反して、SETSの取引の八〇%以上が業者間取引であることを考えれば、それぞれの顧客が業者と取引し、業者どうしがSETSを通じて取引すれば統計上は三分の一になつても不思議ではないと反論している。

さらに、ジェラミル教授がおこなったFTSE100指数構成銘柄のうち上位10銘柄と下位10銘柄のSETS導入前後における引け値のスプレッドの研究結果によると、①平均値では導入後三ヶ月間でスプレッドは拡大していくが、二月と三月には導入前三ヶ月間の水準に戻つており、典型的なスプレッドでは導入後三ヶ月間で縮小し、その後さらに縮小している（上位10銘柄中一七銘柄、下位10銘柄中一六銘柄）、②日中の高値と安値の差はSETS導入前の一・一五%から一・六%に拡大しているが、オーネクション制を採用するアメリカのS&P500構成銘柄やフランスのCAC40構成銘柄の値とほぼ同じであり、SETSに固有の問題ではない」としてSETS擁護論をフィナンシャルタイムズ紙で展開している。

しかしながら、SETSに批判的な報道があまりに多いことを考へると、ロンドン証券取引所の協議文書の分析は慎重に解釈する必要があるようと思われ、より詳細な分析結果の公表が望まれる。

注

- (1) SETSの導入決定に至る経緯については、拙稿「ロンドン証券取引所における新取引システムの導入（上）」（「証券経済研究」一一号、一九九八年一月）、SETSの仕組みの詳細に関しては、拙稿「ショックベンハーロハム証券取引所における新取引システム」（本誌一五五）を参考。
- (2) London Stock Exchange, Stock Exchange Electronic Trading Service: Review & consultation, March 1998, London Stock Exchange, Stock Exchange Electronic Trading Service: Analysis of consultation Feedback, May 1998, London Stock Exchange, Stock Exchange Notice N32/98: Regulatory issues arising out of the SETS review, 28 May 1998.
- (3) ただし、SEAQではNMS六倍を超える取引ではマーケットメーカーは取引情報の公表を遅延する」とが認められてふたが、SETS導入後はNMS八倍を超える取引のうちWPAとして取引所に届け出のあったものに限りで取引情報の公表遅延が認められることが変更された。
- (4) イギリスでは「の間一五秒」と計算されるFTSE100指数の平均値でFTSE100先物・オプションの最終清算価格が決定される。

- (5) London Stock Exchange, Market Statistics from the London Stock Exchange, 25 November 1997, London Stock Exchange, Market Statistics from the London Stock Exchange, 30 January 1998.
- (6) Martin Waller, "Little support found for Sets", The Times, 30 April 1998.

(~) Michael Reid and Gary Middleman, "ICV News Services", ICV News Services, 6 May 1998.

(∞) "THE FIASCO AT THE STOCK EXCHANGE", *The Independent*, 22 May 1998, Jean Englesham, "LSE: Electronic system to be opened up", *The Financial Times*, 30 April 1998.

(σ) Gordon Gennill, "In defence of Sets : Critics of the London Stock Exchange's new order-driven trading system are wrong", *The Financial Times*, 28 May 1998.

中国上場企業の配当政策

王 東明

1 はじめに

九七年度中国上場企業の年度報告書が最近公表された。上海、深圳両取引所に上場しているA株企業（国内投資家向け）七一九社（琼明源一社を除く）の年度報告書を見ると、無配企業（現金配当なし、株式配当なし）は三九一社で、全体の半数以上（五四・三八%）を占め、九六年度（三一・三五%）を大幅に上回った。現金（金銭）配当を行なわない企業は五三三社で全体の七割を超える。上場企業のうち無償増資（株式配当、無償交付）する企業も増え、株式配当の企業数は一六五社、全体の二割以上を数え、無償交付企業は二一一社、全体の三割近くになり、無償増資に偏る傾向を表わしている。⁽¹⁾ 小稿では近年の上場企業の利益処分状況を紹介し、なぜこのような「無配現象」が生じたのか、またその原因などを分析し、そこから上場企業の配当政策を見ることにしよう。

2 一九九七年度の配当と無償増資の状況

湖南証券投資諮問公司は一九九七年度上場企業A株七一九社の業績、配当案および増資状況の調査報告書を開した。⁽²⁾ それによると、全上場A株企業の総資産は九二九一・四〇億元、前年度比二二・七〇%の増加、純資産は四五八六・三四億元、同じく三六・六六%の大増となつた。負債比率は四八・二七%，前年度比五・二六%ボ

イント低下、これは全国国有工業企業の平均負債率七〇%以上を一〇数ポイントも下回る。また総利益は五九八・〇二億元、前年度比約一三%増、純利益（税引後利益）は四九一・五一億元、約一三%増、黒字企業数は六七九社で全体の九四・四五%を占める。特に一株当たり収益〇・五元以上の高収益企業は一〇九社に増え全A株企業の一五・一六%になり、逆に赤字企業の割合は前年度より〇・四七ポイント低下して四〇社となり、全体の五・五六%を占める。

企業業績がある程度改善したことを受けて、純利益（税引後利益）四九一・五一億元の中から前年度の欠損四・一三億元（〇・八四%）を補填した。また法定積立金（準備金）は四八・七四億元（九・九一%）、法定公益金は三六・〇三億元（七・三三%）、任意積立金は三一・三〇億元（六・五七%）で、これら三項目の合計額は一七・〇七億元、純利益に占める割合は二三・八一%になつていて。

以上のように年度間純利益から欠損補填額と「三金」（法定積立金、法定公益金、任意積立金）を差し引いた残余利益額は三七〇・三一億元だが、それに前年度からの繰り越し利益を合算すると、九七年度の分配可能利益は六二五・一〇億元になる。原則としてこの利益を株主に分配しなければならない。

しかし現金（金銭）配当の企業は一八六社でA株全体の四分の一（二五・八七%）に過ぎず、配当金額は一〇八・七二億元で、分配可能利益に占める割合はわずか一七・三九%、配当性向（配当金÷当期税引後利益）は一二・一一%である。有配企業の平均配当は一株につき〇・一九元、〇・五〇元以上の高配当を行なう企業はわずか八社で全配当企業の四・三%に止まっている。

また株主に対する現金配当を避け、株式配当する企業は一六五社、全A株の二二・九五%を占める。株式配当（額面一元／株）の総額は七〇・六七億元、分配可能利益の一・三〇%を占めている。この金額に相当する七

〇・六七億株を資本に組み入れ、無償増資する。株式配当は平均一株につき〇・二三株だが、〇・五株以上の高い株式配当をする企業は一四社あり、なかには一対一の株式配当をする企業（湖北興化）も出でている。

無償交付企業は二二一社で全A株の二九・三五%になる。そのうち一一三社は現金配当ゼロと株式配当ゼロの無配企業で、無償交付全体の五八・二九%に当る。無償交付率は一株当たり平均〇・三一株、最高は一対〇・八株の冀東セメント、燃氣股份である。残る八八社が有配（現金配当または株式配当）と無償交付を組合せ実施している。全無償交付企業のうち一五社は一対〇・五株以上の無償交付を実施する予定である。

以上のように九七年度A株七一九社については、利益を株主に分配する企業は三一八社、全体の半数（四五・六二%）を下回つていて。特に現金配当の企業はわずか一八六社で全体の四分の一に過ぎない。逆に無配企業（現金配当なし、株式配当なし）は三九一社で全体の半数以上（五四・三八%）を占める。もし現金配当だけを狭義の有配企業とすれば、無配企業は五三三社を数え、全体の四分の三にものぼり、「無配現象」は深刻である。また株式配当をする企業は全体の二割、無償交付企業は全体の三割前後で、企業の無償増資すなわち株式分割が目立つ。

3 「無配現象」

無配企業（現金配当なし、株式配当なし）三九一社のうち、赤字企業は四〇社、無配企業の一〇・一二三%を占める。一株当たり利益が〇・〇五元以下の低収益企業は四四社、全体の一・一・一五%を占める。一株当たり利益が〇・〇五元以上〇・一〇元以下の中・低収益企業は八一社、無配企業の一〇・七二%、一株当たり利益が〇・一〇元以上〇・四〇元以下の中・高収益企業は

表1 1997年度収益別無配企業の状況

1株当たり利益(人民元)	赤字	0~0.05	0.05~0.20	0.20~0.40	0.40以上	合計
無配企業数(社)	40	44	81	160	66	391
全無配企業に占める比率(%)	10.23	11.25	20.72	40.92	16.88	100

(出所)「中国証券報」1998年6月2日により作成。

一六〇社、同じく四〇・九一%、一株当たり利益が〇・四〇元以上の高収益企業は六六社、無配企業の一六・八八%である。無配企業では中収益企業が最も多く二四一社で、全体の六割を占めている（表1）。

「無配現象」の原因は以下の四点にまとめることができる。まず（1）赤字企業と低収益企業はそもそも配当することが困難である。（2）一部新規上場企業の中には公開前利益を新しい株主に配分しないことを公募目論見書に明記した企業もある。ちなみに九七年度の新規上場企業は一一五社にのぼった（外国投資家向けのB株を含む）。（3）九七年中間配当をした企業の一部は年度決算で配当しないところが出ている。（4）会社の長期利益と発展計画のため、あるいはその他の理由で利益を配当しない企業がある。

関連規定によれば、以下の幾つかの状況に該当する場合は企業は無配にできる。（1）当該年度利益が出ない場合。（2）当該年度の利益を持つても過去の累積欠損を補填しきれない場合。（3）当該年度の利益から法定積立金（税引後利益の一〇%）、法定公益金（税引後利益の五%～一〇%）を組み入れたあと残余利益は株主総会が会社発展のため内部留保の決議をした場合、その全額を任意積立金に組み入れることができる。この第一と第二の規定はそもそも利益が出ていないか、あるいは過去の損失補填で利益を計上できない場合であるが、しかし第三の規定では、任意積立金に関して何の制限規定も定めておらず、これが「無配現象」を引き起こす直接原因と考えられる。また発行済株式の過半を掌握する国家関連株主は企業の発展のため配当を強く要求しないのが一般的であり、また中小個人株主はもともと株主総会に対し影響力をもたず、一般的にキャピタル・ゲインへの関心は強いが、配当への関心は薄い。そのため企業側にとって大株主にしろ、中小株主にしろ、配当に対する株主の圧力は小さいと言える。

無配企業二九一社のうち、有償増資案を出した企業は七二社あり、この数字は有配企業の有償増資案（七〇社）より二社多く、上場企業が「闊錢」（資金調達）しか考えていないと批判されるゆえんである。

また無配企業を産業別で見ると、不動産業の比率が最も高く五九・三%、工業と総合業はそれぞれ五割を超えている。公共事業（三五・二%）と商業（四七・七%）の比率は低い（表2）。

地域別に見ると、西北、西南および中南地方に無配企業が多く、いずれの地方も五〇%を超えており、華東、東北地方は比較的低く、いずれも四〇%台で、地方の経済環境と配当の関係を表わしている（表3）。

上場年度別に見た無配企業の状況は表4が示すように、九六年以前は半数（五四・七%）以上が無配となり、九六年も五四・八%、九七年度はやや低下して半数（四九・七%）近い企業が無配企業であった。⁽³⁾

このような「無配現象」は近年の企業業績の低下によることはもちろんだが、上場企業の配当政策の影響も受けている。

表2 1997年度業種別無配企業の状況 (単位: %)

業種	不動産	工業	公共事業	商業	総合業
業種別無配企業の比率	59.3	53.3	35.2	47.7	50.8

(出所)「中国証券報」1998年6月2日により作成。

表3 1997年度地域別無配企業の状況 (単位: %)

地域	東北	華北	華東	西北	西南	中南
地域別無配企業の比率	49.4	40.0	47.2	65.2	58.0	53.6

(出所)「中国証券報」1998年6月2日により作成。

表4 上場年度別無配企業の状況 (単位: %)

年度	1996年以前	1996年	1997年
上場企業に占める無配企業の比率	54.7	54.8	49.7

(出所)「中国証券報」1998年6月2日により作成。

以上述べてきたように、九七年度は無償増資（無償交付、株式配当）が多く見られ、無償交付は全体の三割近く、株式配当の企業は全体の一割以上である。九七年上海証券取引所上場企業の配当実施状況（九六年度配当案の実施）を見ると、現金配当企業は一〇〇社、全上場企業の三四・三%、株式配当企業は一二〇社、同四〇・九六%、無償交付企業は八〇社、同二七・三〇%、無配あるいは一時的無配企業は六五社、全体の二二・一八%である。株式配当企業数が現金配当企業より二〇社も多い。⁽⁵⁾さらに九七年全国上場企業の配当実施状況（九六年度配当案の実施）を見ると、株式配当企業数は二六八社で一番多く、全上場企業の五〇・五七%を占めた。無償交付企業は二二二社で全体の四〇%、現金配当企業は少なく一七七社で全体の三三・四〇%である。このように無償増資企業が多く、現金配当企業は少ない。⁽⁶⁾

その理由は、上場企業の多くは企業規模が小さいため、無償交付というかたちで資本積立金および利益積立金を資本に組み入れることによって企業の資本金を増加させ、今後の有償増資に有利である。株式配当は現金の社外流出を防い止め、未処分利益余剰金を資本に組み入れて新株を発行することで、資本規模を拡大できる。現在資金難に悩む多くの企業の本音は、できるだけ資金の外部流出を押さえ、それを有効に内部活用することである。一方株主はわずかの現金配当より、無償増資への期待が高く、無償増資があるかどうかで株価は大きく左右されている。こうした両面から現金配当よりも株式配当と無償交付が多くなった。

しかし、無償増資すなわち株式分割は一株当たりの資産と利益を希薄化し、株価を下げる可能性があり、それが企業の発展と株主の長期利益につながるかどうかは疑問である。株式市場の健全な発展のためには過度な無償増資は抑制すべきであり、一方現金配当は企業の収益力と深く関連している。今後高収益企業が増え、現金配当の

増加と高株価の循環が生まれるならば、企業経営に積極的な影響を与えることになるであろう。

5 配当性向

配当性向は一決算期の利益のうち、配当金がどれだけの割合を占めるかを示すものであり、企業の配当能力をみる一つの重要な指標である。その計算方法は配当額÷税引後利益×一〇〇である。ここで配当金とは現金のみである。

九三年度から九五年度までの三年間の配当性向について見ると、まず上海市に所属する上場企業（上海市に会社設立登記の企業）の配当性向は九四年度が一番高くて五六・六四%，次に九三年度は三六・八一%，九五年度は三五・二九%の順になっている。有配企業（現金配当のみ）が上場企業に占める割合は、九四年度は七一・二八%（六七社）、九三年度は四七・一四%（三三社）、九五年度は二八・四二%（二七社）で同じ順になっている（表5）。

表5 上海市所属の上場企業の配当状況

年 度	1993	1994	1995
上場銘柄数 (社)	70	94	95
配当企業数 (社)	33	67	27
配当企業率 (%)	47.14	71.28	28.42
配当額 (億元)	17.9	33.59	19.14
税引後利益 (億元)	48.62	59.30	54.23
配当性向 (%)	36.83	56.64	35.29

*配当とは現金配当のみである。
(出所)「上海証券年鑑」上海社会科学院出版社、1993年～1997年の各年版より作成。

表6 深圳上場企業の配当状況

年 度	1993	1994	1995	1996
配当額 (億元)	17.00	33.90	26.81	27.58
税引後利益 (億元)	66.79	89.05	72.98	120.45
配当性向 (%)	25.45	38.07	36.74	22.90

*配当とは現金配当のみである。配当企業はB株を含む。
(出所)深圳証券取引所「深圳証券市場統計年鑑」各年版。
中国誠信証券評估有限公司編「中国上市公司基本分析」1997年版、中国科学技術出版社、65頁より作成。

四%、九六年は二二・九〇%という数字が出ている。深圳の配当性向は九四年と九五年に一つのピークをつけたあと、九六年は一気に二二%に落ち込んだ（表6）。

九七年度全国上場企業の配当実施案を見れば、配当性向は二二・一二%に止まっている。要するに近年上場企業の配当性向は低下に向かっており、二〇数%という低い水準で推移している。この傾向は「無配現象」、無償增资の偏重という配当政策を反映していると思われる。

また配当性向の国際比較について、最近東証上場企業九八年三月期決算概況が発表されたが、それによると配当金総額は二兆千二百七十八億円で九七年三月期に比べ一・〇%増、四期連続増加した。一方税引利益は三兆千三百六十二億円、前年比三一・八%減となつたため、配当性向は六七・九%へ二二・七ボイントも大幅に上昇した。⁽⁸⁾また表7は最近二〇年間の日米配当性向を示しているが、米国の配当性向は四〇%台、五〇%台が多く、いわゆる株主重視の配当政策を特徴としている。日本の場合は、バブル崩壊以前の一五年間は三〇%台が多く、バブル崩壊後は四〇%台、六〇%台が見られるようになり、経済不況が配当政策の上にも影を落としている。

海外の状況と比べれば、中国の配当性向が一段低いことは一目瞭然である。もちろん中国の経済システムは日米と違つており、単純に比較できない。しかし企業利益の株主還元率を表わす指標の配当性向を厳格的に見守る必要はあると思われる。

6 むすびにかえて

以上中国上場企業の利益処分状況を紹介し、近年の配当政策を見てきた。全体的に言えることは「無配現象」の流行と無償增资の偏重であり、それと関連して配当性向が一段と低下した。これが中国配当政策の特徴である。一方、海外投資家向けのB株は国内投資家向けのA株より現金配当する企業比率は高く、これは海外投資家に配慮した配当政策の結果ではないかと思われる。さらに一部企業の配当案を見ると、個人株主には現金配当、国家関連株主に株式配当を行い、また海外投資家に対して国内投資家と別個の配当案を実施するなど株主ごとに違つた配当政策を出しており、これは明らかに「会社法」の「同株同権利」の原則に違反しており、今後は統一基準の配当政策を実施すべきである。また中国特有の企業統治（コーポレート・ガバナンス）が配当政策にどのような影響を与えるか、重要な課題になるであろう。

注

(1) 湖南証券投資諮詢公司、劉振雲、張達「分紅熱、配股冷、转增俏、不分配公司比例上昇」「中國證券報」一九九八年五月六日。

(2) 湖南証券投資諮詢公司、劉郎、曹桂香「盈利明顯提高、二極分化現象加劇」「中國證券報」一九九八年五月六日。湖南証券投資諮詢公司、劉振雲、張達「分紅熱、配股冷、转增俏、不分配公司比例上昇」「中國證券報」一九九八年五月六日。

(3) 周軍「九七年報印象」「中國證券報」一九九八年五月四日。湖南証券投資諮詢公司、劉振雲、張達「分紅熱、配股冷、转增俏、不分配公司比例上昇」「中國證券報」一九九八年五月六日。孫議政「大面積利益不分配為哪般」「中國

表7 日米配当性向の推移

(単位：%)

年 度	76	77	78	79	80	81	82	83	84	85
米 国	40.7	43.9	42.2	37.5	42.3	43.5	54.3	48.6	42.0	50.6
日 本	47.3	41.9	36.9	28.6	28.5	35.6	33.7	34.8	30.6	32.3

年 度	86	87	88	89	90	91	92	93	94	95
米 国	58.9	45.3	43.9	45.3	52.2	75.9	68.2	58.8	40.4	44.1
日 本	44.9	36.6	30.8	29.2	29.7	37.0	62.0	76.6	63.1	41.8

注：米国の決算は暦年（12月）、日本の決算年度（翌3月）。
(出所) 財團法人日本証券經濟研究所「現代企業と配当政策」平成9年、64頁より作成。

証券報 一九九八年六月一日。

(4) 上場企業の業績について、拙稿「中国上場企業の業績について」【証研レポート（No・一五五八）】一九九八年五月号を参照されたい。

(5) 「証券市場週刊」一九九七年四三期、一九九七年五月三一日、五一～五三頁による計算。

(6) 「証券市場週刊」一九八九年九、一〇、一一、一二期、一九九八年一月七日、七八～八七頁による計算。

(7) 劉振雲、張澐「分紅熱、配股冷、转增俏、不分配公司比例上升」【中国証券報】一九九八年五月六日。

(8) 「日本經濟新聞」一九八九年六月二一日。

非対称情報の存在と証券市場

清水 葉子

1 はじめに

取引所への注文集中義務が比較的緩和されているアメリカの証券市場では、従来から市場分裂の問題がさまざまに論じられてきた。たとえば、一九七〇年代には、NYSEやAMEXといった主要取引所から地方取引所への大口取引の流出をめぐって市場分裂問題が取り上げられたが、こうした議論では、注文執行の場が複数に分断され、かつそれらの市場の間で価格情報の交流がなかつたために、顧客の最良執行が損なわれるのではないかという懸念が主にクローズアップされた。最良執行をめぐる問題は、その後ナショナル・マーケット・システムの導入とともに、各市場間に気配情報、価格情報、注文を回送するシステムをめぐらせ、透明性を向上することによって解決が図られた。

一方、現在の市場分裂問題はそれとは別の様相を呈しており、既存の証券市場から、非取引所組織である代替的取引システム（ATS）への無視できない量の取引流出が注目を集めている。こうした問題は、ATS上でかなりの量の取引きが行われているにもかかわらず、ATSがナショナル・マーケット・システムに十分統合されていないために価格情報の透明性に問題があるという点に加えて、ATSが取引所類似の機能を持ちながら、自規制機能など取引所の持つ規制義務を果たしていないことなどの規制構造上の問題に焦点があてられていると書いてよい。

しかしながら、こうした問題も、一九九七年のオーダー・ハンドリング・ルールの導入によってATS上の取引の一部がナショナル・マーケット・システムに統合されたほか、今年五月に発表されたSEC提案によつてATS規制の強化が図られ、市場の透明性の問題と規制構造上の問題の両方に關して一応の方向性が示された。

ところで、こうしたATS規制についての議論が進められる中で、ATSなどの非取引所取引システムに対する認識自体もしだいに変質してきたようと思われる。すなわち、ATSは、当初、コンピューター・テクノロジーを利用した特殊な取引システムであつて、SECの証券市場規制の隙をついて登場した変則的な存在であるといつた認識がされていたと考えられるが、その後徐々に、ATSも証券市場のさまざまな取引ルールのバリエーションの一つに過ぎず、市場全体としてはそのようなバリエーションを許容した上で市場間競争が進められるべきであつて、透明性の確保や規制構造の問題は規制上の工夫で技術的に解決可能であるという考えに移ってきたようと思われる。こうした雰囲気の変化は、たとえば証券市場におけるグローバリゼーションが進展し、各国ごとに取り引きルールに少しずつ違ひのある市場が世界全体として並存するという状況と無関係ではない。

こうした問題意識の変化にともなつて、今後は、複数の取引システムの並存を前提とした上で、市場参加者が取引システム間の選択をどのように行つていくのか、またそうした複数システムの並存が市場全体として見たときにはどのような帰結をもたらすのかといった方向へ関心が移つっていくと考えられる。既存取引所がクロッシング・セッショなど別セッションを設けたり、自動執行システムの導入に積極的に取り組むといった動きもこうした考え方を反映していると推測できる。

2 情報の非対称性の存在と証券市場

近年のマーケット・マイクロストラクチャの議論では、さまざまな市場制度の存在を、市場参加者の間の情報格差に着目して説明しようとする研究がさかんである。⁽¹⁾ こうした考え方では、市場参加者の中に、新たに得た情報に基づいて証券価格の評価を改訂し売買を決定している情報優位にあるトレーダーと、新規情報に基づかずにポートフォリオの入れ替えなどの流動性理由で取引を行うトレーダーの二種類があると想定し、さまざまな市場現象をそしした種類の違うトレーダーたちの戦略的行動の結果として解釈するという立場がとられている。

知られているように市場参加者の間に情報格差が存在する市場では、典型的な逆選択現象が生じる可能性がある。たとえば、常に売りと買いの気配を提示する義務のあるマーケット・メーカーは、情報優位にあるトレーダーと取り引きする場合には平均的に損失を被ることになるため、マーケット・メーカーが情報トレーダーと非情報トレーダーを見分けることができれば、情報トレーダーにはリスクプレミアムを上乗せしたより広いスプレッドを提示し、非情報トレーダーには狭いスプレッドを提示することで収支を均衡させることができるはずである。しかしながら、実際にはマーケット・メーカーは両者の区別をすることができないか、たとえ区別ができたとしても相手によつて異なる気配を提示することができないため、両方のトレーダーに平均的なリスクプレミアムを上乗せした気配を提示するほかない。となると、マーケット・メーカーの提示する気配は、情報トレーダーと取り引きすることで生じる損失を、非情報トレーダーからの利益で相殺することができるようなものとならざるを得ず、その結果、非情報トレーダーは本来負担する必要のないリスクプレミアムをマーケット・メーカーのスプレッドを通じて負担していることになる。以上のように見ると、マーケット・メーカーの提示するスプレッドは、このように市場に正の割合でマーケット・メーカーより情報優位にあるトレーダーが存在することから説明され

る。

もちろん、こうした逆選択の問題があまりにも深刻であれば、どんなにマーケット・メーカーのスプレッドを広くとっても市場が成立しないことが考えられ、その場合には市場自体が存続できないことにもなりかねない。したがって、実際の市場はこうした情報問題を解決する工夫を何らかの形で内蔵していると考えることが出来る。こうした情報の非対称性という枠組みを前提とすると、証券市場では、市場仲介者と情報トレーダー、非情報トレーダーのあいだで、それぞれが相手の行動を予測した上で自分の行動を決定するという戦略的な競争が行われていると見ることができる。この競争は、逆選択コストの転嫁をめぐる競争であつて、情報トレーダーは自分が情報トレーダーであることを隠すことができれば、他の市場参加者のコスト負担の下でできるだけ有利な取引きを行えるであろうし、市場仲介者はそのようにして情報トレーダーから転嫁される逆選択コストをさらに非情報トレーダーに転嫁することで市場を存続させようとするであろう。

こうした状況では、非情報トレーダーは情報に基づかない流動性要因に基づく取引きをしようとしていることを何らかの形で市場に伝えなければ、本来負担する必要のない逆選択コストを転嫁させられてしまうことになる。したがつて、もし、こうした非情報トレーダーだけのための市場をもとの市場外に設定することができれば、非情報トレーダーの取引きは市場外に流出する可能性がある。このように、情報の非対称性のもとで、逆選択コストの転嫁をきらう経済主体が、自分の「タイプ」をシグナリングすることで事実上の別市場を形成し、より有利な均衡価格を得ようとする行動は、「分離均衡」の問題として分析されている。

たとえば、保険市場に関する分離均衡の研究はよく知られているものであるが、たとえば、事故確率の低い被保険者と高い被保険者が存在しており、保険会社に事前にこうした「タイプ」が見分けられない場合、保険会社

は通常は両タイプの平均的事故確率から割り出した保険料率を平等に提示することで事故確率の低い被保険者に高い被保険者のリスクプレミアムを負担させると考えられる。そこでは、事故確率の高い被保険者のリスクプレミアムが事故確率の低い被保険者に転嫁されている。しかしながら、たとえ保険会社に事前に両者の見分けがつかなかつた場合でも、各々の事故確率にあわせた二種類の保険商品を設計して、両タイプの被保険者が自分向けて設計された商品を選択する方が自らに有利になるようになることがければ、被保険者の自主的な選択行動を通じて、結果的に両者を分離することができる。こうしたケースで後者の均衡を分離均衡と呼んでいる。

3 市場分裂の可能性

こうした考えに基づけば、NYSEのアップステアーズ取引き⁽²⁾を非対称情報の存在から生じた一種の市場分裂として説明することができるのではないだろうか。NYSEでは、サイズの大きいブロック取引きは、しばしば取引所のフロアを離れて、アップステアース・ブローカーと呼ばれる証券会社によって注文の付け合せを行つたあと、フロアに回送されて約定がなされることが知られている。こうした証券会社は、ブロック取引の注文を取引所のフロアにつなぐまえに独自で取引相手を見つけたり、場合によつては証券会社自身が自己勘定で引き受けたりするが、このように取引所のフロア以外の場所で注文の付け合せがなされるようなブロック取引きの処理の仕方は、フロアで付け合せが行われるダウンステアーズ取引きに対比してアップステアーズ取引きと呼ばれている。

こうしたアップステアーズ取引きには、市場参加者の間の情報の非対称性がどのようにかかわっているだろうか。すでに述べたように、情報劣位にあるトレーダーが情報トレーダーの相手方となつて取引きを行う場合、非

情報トレーダーは、当該取引から損失を被る可能性が高い。取引規模の大きいブロック取引きの場合はなおさらその損失が大きいため、通常のフロアー取引きでは、相手が情報トレーダーである場合をおそれて、ブロック取引きは取引の相手方を見つけるのがきわめて難しく、また相手方を見つけられたとしても相応のリスクプレミアムが要求されることになる。こうしたリスクプレミアムは、価格インパクト形で現われる場合もあれば、市場仲介者の提示するスプレッドの形で現われることもある。

通常のフロアーでの取引きでは、非情報トレーダーがブロック取引を行う場合でも、注文元の投資家が誰であるかは明示的には明らかにされないため、その取引が新規情報に基づく可能性が否定できず、情報トレーダーなどのリスクプレミアムが要求されかねない。こうした現象は、本来負う必要のないリスクプレミアムを非情報トレーダーが負わるために、そうした取引きを本来以上に抑制してしまうという意味で、逆選択が生じている

といふことができる。

これに対して、アップステアーズ取引きでは、仲介者であるブローカーに対しても取引主体が明らかにされるため、取引者が情報トレーダーでないことを確認した上でブローカーは自己勘定で注文を引き受けることができる。またブローカーが新たに取引相手を探す場合でも、ブローカーの評判をシグナルとして取り引きの相手方に当該取引が非情報トレーダーとの取り引きであることを示すことができ、逆選択コストを削減することができる。こうした観点からアップステアーズ取引きは、あえて取引主体を明らかにすることで、取引きが新規情報に基づかないものであることを市場にシグナルし、逆選択コストを削減するデバイスとして機能していると解釈することができる。アップステアーズ取引きは、それがなければ逆選択コストのせいで抑制されてしまつたであろう取引きを逆選択コストを削減することで生ぜしめているといふことが言える。

市場仲介者マーケット・ブローカーは、流動性を供給しているだけでなく、ある種の情報コントロールを通じて逆選択コストの減少をはかつており、これがかれらの収入の一つの根拠である。

4 おわりに

固定手数料制が廃されて手数料の自由化が進むことでさまざまな形で市場仲介者の競争が熾烈化すると考えられる。固定手数料制が存続していたときには、市場仲介者が逆選択コストに対処するといった情報コントロールサービスとでも呼ぶことのできるサービスは、固定手数料の下で得ていた超過利潤の下で暗黙のうちに通常の仲介サービスにバンドルされていたと考えられる。しかしながら、固定手数料が廃止され、通常のブローキングサービスの対価が低下するととも、こうした特殊な市場サービスは新たに明確な対価を必要とするはずである。

市場仲介者の収入が手数料からスプレッドへと変化していることが指摘されており、スプレッドは、従来はマーケット・メーカーなどの市場仲介者の在庫リスクで説明されることが多いが、こうした観点に立つと、スプレッドは情報トレーダーとの取引から生じるリスクプレミアムの対価であると考えることができる。たとえばアップステアーズ・ブローカーがブロック取り引きを行って得るスプレッドは、それがなければ非情報トレーダーができる。そこでは注文をつなげ約定清算するだけの仲介業務にに対してはわずかしか支払われない。こうした変化の背景には、ブローカーと取引所が一体化して行ってきた特定サービスのうち、従来ブローカーの行つてきた仲介業務の多くの部分を取引所や各種の取引システムが行えるようになつた結果市場仲介者の情報コントロールサービスが相対的に重要度を増してきたことがあると言つてよいのではないだろうか。

注

(1) Ohara, M 「マーケットマイクロストラクチャー」（大村敬一他訳）きんざい、一九九六年（原著一九九五年）は、うした分野のきわめて包括的なサービスとなつてゐるが、スプレッドの要因を従来のようにマーケット・メーカーの在庫に着目して説明するモデルにはわずかに一章をさへしているにすぎない。

(2) アップステアーズ取引については、伊豆久「アップステアーズ取引とは何か——大口注文の場外付け合せについて」『証研レポート』一五四号、一九九八年一月参照。

銀行借入と社債発行の選択

岡村 秀夫

本稿では、企業の負債による資金調達に関して、銀行借入と社債発行の選択に関する理論を整理する。現実的な背景としては、一九九八年度に入つてからの国内普通社債発行の急増、それに先立つ社債発行規制の緩和・撤廃の動きがある。企業の主要な資金調達方法が銀行借入から社債発行へ移行することによって、コーポレート・ガバナンス構造の変化や企業の投資行動の変化といった個々の企業に関するミクロ的効果だけではなく、金融政策の波及経路への影響というようなマクロ的効果まで生じる可能性がある。

1 はじめに

一九九八年になつて普通社債の発行が急増している。新聞報道によれば、普通社債の六月の国内発行額は五ヶ月連続で一兆円を越える見込みと報じられている。⁽¹⁾ 九八年一月の発行高が一兆三七八〇億円と月間で初めて一兆円を突破したのを皮切りに、三月以降も毎月一兆円台を堅調に維持している。また、一九九七年度（九七年四月～九八年三月）の国内普通社債発行高は九六年度に比べて五六%増の八兆七九九五億円と、過去最高であった一九九五年度の五兆七一九二億円を大幅に上回り史上最高を更新した。⁽²⁾

普通社債の発行高が高水準で推移する背景としては、銀行のいわゆる「貸し渉り」、そして長期金利が史上最低水準にあることなどが盛んに指摘されている。その一方で、一九八〇年代以降進められてきた社債発行規制の緩

和・撤廃によって、企業側が資金調達の手段として銀行借入と社債発行を選択し得る環境が整備されてきたことを見逃してはならない。

一九八五年に初めて完全な無担保普通社債が発行された際には、発行企業の財務状況に関する適債基準が設定されていた。その後一九九一年からは、財務状況に関する基準に代わって、大蔵省が認めた格付機関の格付けを取得することが規定された。そして、一九九五年末には適債基準そのものが撤廃された。信用リスク不安を背景に本来投資適格とされるBBB格の普通社債がほとんど発行されていないという問題はあるものの、一九九三年度には電力債が普通社債発行額の半分程度を占めていたという状況から、一九九七年度には電力債の普通社債発行額に占めるシェアが一〇%程度に低下するなど、⁽⁴⁾ 発行企業に広がりを見せてることは事実である。

以下、第二節では銀行借入と社債発行の選択に関する理論の整理を行う。第三節では、日本についての実証研究を紹介する。最後に第四節では、今後の展望と課題について述べる。

2 銀行借入と社債発行

本節では、企業の負債発行による資金調達について、銀行借入と社債発行の間での選択に関する理論を整理する。ただし、この比較の対象になっているものは、「長期」銀行借入と（一般に長期のものである）公募普通社債である。また、銀行借入は相対交渉で負債の条件が決定される「私募の負債（private debt）」の代表的なものとして、社債発行は事前に条件を決定した上で多数の投資家に対して発行される「公募の負債（public debt）」の代表的なものとして扱っている。そのため、社債については私募債ではなく公募債を念頭に置いてくる。

以下では、まず金融仲介における銀行の役割について述べる。次に、銀行が存在するにも係わらず、社債発行によつて資金調達を行おうとする企業のタイプについて、理論の整理を行う。

(1) 銀行の役割

金融取引の特徴としては、借り手と貸し手の間で資金の返済可能性について情報の非対称性が存在することが挙げられる。そのため、貸し手が借り手の返済可能性を知ろうと思えばコストをかける必要があるし、あるいはコストをかけても全く知ることができないかもしれない。そして、資金返済を確実にしようと思えば、継続的に借り手の状態を監視する必要があるかもしれない。また、個々の金融取引に係わるリスクはブールすることによつて、つまり分散投資を行うことによつて、ポートフォリオ全体としては小さくすることが可能である。すなわち、銀行は金融取引に関する上記のような活動に特化し、預金者が個別に行う場合に比べて、低コストで情報生産とリスクのブールを行つていると考えられる。

金融機関、とりわけ銀行の存在理由を説明しようとする理論としては、Diamond（一九八四）がよく知られて
いる。⁽⁵⁾ Diamond（一九八四）によれば、銀行は個々の預金者から集めた資金を分散投資し、その投資先（貸付先）の監視（モニタリング）を預金者から「委任されて」行つているとされる。個々の預金者が銀行に預金する代わりに、おのおの分散投資を行えば、監視のためのコストが重複し社会的に非効率となる。つまり、銀行の存在意義は「委任された監視者」としてモニタリング・コスト（監視費用）を節約することにある、というのがDiamond（一九八四）の主張である。ただし、ここで重要な点は清水（一九九七）も指摘しているように、委任された銀行が分散投資を行うことにある。⁽⁶⁾ そして、その結果としてモニタリング・コストが節約されると考えられる。

次項では、効率的にモニタリングを行い得る銀行からの借り入れではなく、なぜ社債発行によつて資金調達が

行われる場合があるか、どう」とについて検討する。

(2) 社債発行の選択

前項では、銀行の存在意義を分散投資によるリスクのブールと金融取引に関する情報生産コストの節約にあると説明した。そこでは、そもそも資金の借り手は監視されなければ当初の契約通りには資金を返済しないと想定している。従って、銀行借入の場合に比べて、社債発行による資金調達では銀行による「監視」がないために企業が非効率な経営を行う可能性が高くなるかもしない。もちろん、現実にはそのような借り手ばかりではないが、「監視」のある方が一所懸命になり、より効率的な行動が取られると考えることはできるだろう。そこで、銀行がモニター（監視）することによって、モニターがなされない場合に比べてより効率的に企業が経営されると仮定して議論を進める。⁽⁷⁾

Hoshi, Kashyap and Scharfstein（一九九三）（以下、Hoshi他、とする）では、企業が負債発行による資金調達を行う際、ある企業は銀行借入を選択し、別の企業は社債発行を選択する、という違いがなぜ存在するかとの説明を試みている。⁽⁸⁾ Hoshi他では、経営者と株主の利害が完全に一致しない状況を想定し、経営者は自らの利得を最大化するような資金調達の方法を選択すると考えた。

Hoshi他の中では、まず経営者と株主の間にはエージェンシー問題が存在し、必ずしも経営者は株主の利益の最大化を目的として行動することは限らないと想定している。そして、経営者が二種類の新たな投資機会に直面している状況を考えている。一つ目は、収益性は低く株主価値の増加は少ないが、経営者のみが享受できる何らかの便益があるような「プロジェクト」である。二つ目は、経営者のみが享受できる便益はないが、収益性が高く経営者のみが享受できる便益 β の合計として定義される。

株主価値の大きな増加が見込めるような「プロジェクト」である。もちろん、株主にとつては「プロジェクト」が選択されることが望ましい。次に、経営者の利得は、既存の企業価値と新規プロジェクトの期待収益を合計した株主価値にある比率 α を掛けたもの（この比率を経営者が株主価値を重視する程度と考えることができる）、そして経営者のみが享受できる便益 β の合計として定義される。

まず、経営者に対して銀行によるモニターが行われない場合、つまり社債発行による資金調達が行われる場合を考えてみよう。これは、株主価値がそれほどは大きくなない場合、あるいは α が小さい場合（経営者が株主価値を重視しない場合）である。この場合、資金の貸し手は社債発行ではモニターが行われないため、経営者が非効率的なプロジェクトを実施することを予想して、あらかじめ高めの金利を要求するだろう。ここで、経営者が銀行借入を選択することによって、効率的な経営を行わせることができると想定している）、低めの金利で資金を調達できるだろう。従って、有利な条件で資金調達可能になるとによって、資金調達コストが低減され、プロジェクト終了後の期待収益が社債発行を行った場合に比べて増加するだろう（つまり株主価値が増加する）。その結果、株主価値の増加によって、経営者の利得も増加するなら、経営者は銀行借入を選択するかもしない。つまり、絏

営者は非効率的な「プロジェクト」を実施した場合に得られるであろう便益を放棄しても、それに見合った以上の利得（つまり株主価値の増加分×α）が得られれば、銀行借入を選択し効率的な「プロジェクト」を実施するのである。

一方、銀行借入によつて効率的な「プロジェクト」を実施した場合の利得が、（経営者の個人的な便益が得られる）「プロジェクト」を実施した場合の利得を下回れば、わざわざ銀行借入を行わずに、社債発行によつて監視の目を避けて「プロジェクト」を実施するだろう。そのような企業は、株主価値が小さい企業、つまり既存の企業価値が小さい企業、あるいは新規プロジェクトの期待収益が小さい企業と考えられる。

以上の議論を整理すると、

①業績の良い企業、資産価値の高い企業、有望な投資プロジェクトを保有する企業（言い換えると優良企業）は、社債発行による資金調達を行おうとする傾向が強い。

②業績、資産価値、投資プロジェクトの期待収益が中間程度の企業は、銀行借入による資金調達を行おうとする傾向が強い。

③業績が悪く、資産価値が低く、有望な投資プロジェクトを保有しない企業は、社債発行による資金調達を行おうとする傾向が強い。⁽⁹⁾

3 社債発行を選択する企業——日本についての研究例——

本節では、企業の資金調達と社債発行に関する実証研究について紹介する。

まず、前節で紹介したHoshi他では銀行借入と社債発行の関係を明らかにするために、「一二一社の企業をサンプルとして、一九九二年時点の銀行負債比率（銀行借入／負債総額）を被説明変数に、そして一九八二年時点のトービンのQ（企業価値／企業の実物資本の再取得価額）、負債比率（負債総額／総資産）、金融投資（financial investment）比率（金融投資／総資産）などを説明変数にして、実証分析を行つてある。その結果、純資産額の大きな企業ほど社債発行を行う傾向にあること、系列に属する企業で業績の良い企業ほど社債発行を行う傾向にあることが明らかになつた。一方、系列に属する企業でも業績が低迷している企業は、より銀行借入に依存する傾向にあることが示された。さらに、オーナー企業（ここでは、会長または社長が最大株主の企業として定義）についての分析から、トービンのQが高い企業ほどより銀行借入を行う傾向にあることが示された。この結果はHoshi他の理論的含意とは異なつてゐるが、オーナーのいわば独断専行による非効率な経営が、銀行のモニターによって抑制される効果が強く表れているのかもしねれない。

松尾（一九九八）では、国内普通社債発行が一般的になつてきた一九九五年度および翌一九九六年度について、普通社債発行とメインバンク関係に注目して分析を行つてある。⁽¹⁰⁾その中で、九五年度、九六年度ともに社債発行企業は（電力会社を除いて）借入金全体および長期借入金をより減少させていくこと、九六年度については銀行系証券会社を主幹事に選んだ企業の方が借入金、長期借入金ともに減少率が高かつたことが示されている。さらに、社債発行とメインバンクの関係では、九五年度、九六年度ともに銀行系証券会社を主幹事に選択した方が非銀行系証券会社を主幹事に選択した場合に比べて、メインバンクに対する長期借入金の返済率が高くなっていることが指摘されている。

福田・河原・小原・計（一九九七）では、長期資金の決定メカニズムの視点から、社債発行の決定要因を実証

分析している。⁽¹¹⁾一九八一年から一九九五年までの期間について、社債比率（社債発行総額／総借入額）を被説明変数として、営業利益率、株価純資産倍率、自己資本比率、設備比率（有形固定資産／総資産）の四つの変数を説明変数として推計している。しかし、その結果は統計的に有意でなかったり、ある点は理論的に整合的なものではなく、社債の発行は単なる長期資金選択の問題として説明するにはできないと述べている。

4 セントに

本稿では、銀行借入と社債発行の選択についての議論を紹介してきた。日本では普通社債発行が盛んに実施されるようになつてわざか二、三年経過しただけであり、理論を検証するための実証分析はまだ十分には行われていないが、一九九八年に入つて普通社債発行が急増しており、これから研究の進展が期待される。

現実には、銀行借入と社債発行を比較的の自由に選択できる企業は一部である上に、現在の日本の社債市場では信用リスクに対する過度の警戒感から、本来投資適格であるはずのB B B格社債の発行すらほとんど行われていない。今度、リスクに対する適切なりターンの評価を行い得るような投資家層の厚みが増すことが、社債市場が企業の資金調達の場として発展するための一つの条件であろう。

社債発行による資金調達の進展によって、企業の投資態度⁽¹²⁾、コーポレートガバナンス構造の変化などのミクロ的变化だけでなく、金融政策の波及経路といったマクロ的変化が生じる可能性も指摘されており、今後さらに幅広い視点からの分析が望まれる。

(55)

注

- (1) 「日本経済新聞」九八年六月三日付。
- (2) 「日本経済新聞」九八年一月一〇日付。
- (3) 「日経金融新聞」九八年二月三一日付。
- (4) 「日本経済新聞」九八年二月三一日付。
- (5) Diamond, Douglas (1984), "Financial Intermediation and Delegated Monitoring," *Review of Economic Studies*, 51, pp.393-414.
- (6) 清水啓典（一九九七）、「日本の金融と市場メカニズム」、東洋経済新報社、一四ページ。清水（一九九七）は、メインバンクを「委任された監視者」とする見方に対し、Diamond (1984) やの議論の本質は分散投資を行ふ点にあるとして、ある特定の貸し手に集中投資する傾向にあるメインバンクと同列に議論で扱なぶと指摘しており、興味深く。
- (7) もちろん、このやうな仮定には異論の余地もあると思われる。また「誰がモニター（監視者）をモニター（監視）するのか（Who monitors the monitor?）」这样一个重要な点である。（Diamond (1984) を参考）。
- (8) Hoshi, Takeo, Anil Kashyap and David Schafstein, (1993). "The Choice between Public and Private Debt: An Analysis of Post-Deregulation Corporate Finance in Japan." NBER Working Paper, No.4421.
- (9) あくまでも理論的帰結としての相対的な傾向である。実際、業績の非常に悪い企業が社債発行を行おへんといふ、いや、ソヤンク債として非常に高い金利を支払わなければならなかつたり、ある点は起債そのものが不可能であるかもしけない。

(56)

- (10) 松尾順介（一九九八）、「普通社債発行とメインバンク」、「証券経済研究」第一一號、pp.1-34.

(1) 神田慎一・河原史和・小原弘謙・詰賀（一九九七）、「長期資金の決定メカニズム：」九八〇年以降の日本企業の実証分析」、『経済討論集』第六回叢書一時、pp.36-52。

- (2) Weinstein, David and Vishay Yafeh (1993), "On the Costs of a Bank-Centered Financial System: Evidence from the Main Bank Relations in Japan," *Journal of Finance*, Vol.53, No.2, April, pp.635-672. したがって、銀行との結びつきが強い企業は、資金の調達は容易であるが、一方で取締役や成長性が低いとの結果が示されている。これに反し、銀行が過度にリスクを回避する傾向にあり、また銀行関係から生じる利益を銀行側だけが得てある可能性を示唆している。従って、資金調達方法の選択により、企業の投資態度および業績が変化する可能性があると言わざるを得ない。
- (3) Hoshi, Kashyap and Scharfstein (1993) 参照。