

証 研

レボーラー



No.1561

1998年8月

証券業経営 一ビッグバン後の将来像 二上季代司（1）

生命保険会社の社債投資の日米比較

松尾 順介（14）

市場集中義務の撤廃と<市場サービス>の
アンバンドリング
伊豆 久（28）

ロンドン証券取引所のSETS協議文書に対する回答状況
吉川 真裕（38）

中国上場企業の有償増資状況について
王 東明（51）

財団法人 日本証券経済研究所

証券業経営 ビッグバン後の将来像

一一上季代司

九〇年の株価暴落と翌年の証券不祥事で旧来型の証券業経営を否定された日本の証券業界は、昨年秋からの一連の出来事（山一証券の破綻、野村証券と興銀との提携、日興証券とトラベラーズとの提携、大和証券と住友銀行との提携）を経て、ようやくその将来展望が見えてきた。九〇年以後、日本の証券会社は、法人営業においても、また個人営業においても、従来の日本的な営業スタイルを否定される営業環境に置かれ、新しい営業スタイルの創造を模索してきたのであるが、昨年来の金融ビッグバンをきっかけとしてようやく証券業経営の将来像が見えてきたのではなかろうか。以下では、この間の証券界の動きをフォローする中で、証券業経営の将来像を整理してみたいと思う。

1 九〇年代の個人営業の変遷

九〇年までの日本の証券会社、特に大手証券の個人営業は、スタイルとしては推奨販売・シナリオ営業、営業員へのインセンティブとしては売買回転重視のノルマ営業と特徴づけられるものであった。営業本部とか本社営業企画部で特定の銘柄を取りあげ、これを各支店、各営業員にノルマを割り当て、消化させるというやり方である。これは、新入社員でもそこそこの手数料が得られ即戦力となるという証券経営上のメリットならびに法人営業に於ける幹事獲得競争を出来高や株価の面からバックアップするものとして高度成長期には絶大な威力を発揮してきた。法人営業は推奨販売方式の個人営業なくしてはあり得ず、「総合証券」の名の通り、個人営業と法人営業は密接不可分のものとして一体的に運営されてきた。また、資金不足の時代には、この方法はエクイティファイナンスの環境を整備するものとして産業界に多大の貢献をしてきたのである。

しかし、デメリットとして、この営業手法は顧客のニーズを無視するものであり、営業員はノルマを消化するため顧客の口座に無断で推奨銘柄をはじめ込むような誘惑に陥りやすいうことから、たえず顧客とのトラブルの種を内包してきた。しかしこの種のトラブルも相場の右肩上がりの中では容易に解決することが出来た。はめ込んだ商品もおおむね値上がりし、そうでなければ、値上がりが見込める転換社債の新発物や新規公開株を優先的に回せば良かつたからである。

ところが九〇年前後から事情が変わってきた。相場が低迷し、個人投資家が株式市場から撤退する一方、過去の顧客トラブルの解消が容易に出来なくなつたのである。そこでこれらのトラブルは支店レベルでは処理できず、本社に解決が求められることとなり、損失補填や「飛ばし」と言うルール違反の処理を行わざるを得なかつた。損失補填や「飛ばし」は、八〇年代後半に急速に膨らんだ営業特金に絡むトラブル処理の方が金額としては大きいが、末端営業員がノルマ達成のため個人顧客にはめ込んだ銘柄を親密な法人筋の口座に集約して飛ばし、相場回復を待つているうちにますます損失が膨らみ、やむなく補填という事例もあったのである。これらが九一年の証券不祥事として露見するのであつた。

いずれにしても、資金不足の時代、高度成長の時代には何の問題視もされてこなかつた推奨販売・ノルマ営業が証券不祥事を契機に批判され、それ以上に証券業経営においてもトラブル処理が簡単に出来なくなつて会社の存続さえ危ぶまれる危険な営業手法に転化していくのである。そのことを当時の証券会社の経営陣がどこま

で意識していたかは明らかではないが（意識していたならば山）の破綻はなかつたであろう）、ともあれ九一年に野村証券が先導する形で大手証券各社は方向を転換、「自主営業」という営業スタイルを掲げ始めたのである。

【自主営業】

九一年の時に唱道された「自主営業」とは、本部が各支店の抱える顧客の実状を無視して一律に推奨銘柄を割り当てる」とを止めて、支店ごとの顧客マーケットの実状を勘案して支店長が自主的に株式や債券、投信等の年間の販売目標を申告、この販売目標の消化実績に応じて賞与を加減するというものである。たしかにこれによって、全社レベルの推奨販売、ノルマ営業はなくなつたが、各支店の販売目標は全社レベルの予算統制の制約を受けて作成されるため、その目標は一種のノルマとなり、顧客トラブルの種は一掃されたとはいえないものである。しかし、推奨販売が法人営業における幹事獲得競争の圧力に左右されることになくなつた。相場の低迷の中でエクティティファイナンス自体が縮小し、法人営業との密接な関係はなくなりつつあつたのである。

【資産管理型営業】

そして、昨九七年、これまで野村証券が新社長のもとで個人営業のスタイルを「資産管理型営業」に変えてからは、それが流行となり、野村以外の大手証券はもちろん準大手、中小の一部まで資産管理型営業を唱道するに至つた。その背景は九九年中に実施とされる手数料自由化であった。もはや推奨販売・ノルマ営業を必要とする社会環境ではあり得ず、「自主営業」の道も手数料自由化がスケジュールに上る状況ではいずれ収益的に限界がくると考えたのであるう。

資産管理型営業とは、内容的には、従来のような個別銘柄、個別商品を推奨しそれによつて当該銘柄や特定の投信の販売に結びつけるというやり方ではなく、顧客資産の全般的な相談、年齢や家族構成、保有資産の中身や年収などの顧客属性に応じて顧客に適した資産運用の提案に重きを置くものである。その結果、顧客ごとにモデルポートフォリオを作成し、それに適した商品（主として投資信託）をおすすめして、見返りに手数料を頂く、そのような商売の仕方を言う。この場合、営業員は顧客の資産運用のコンサルタントの役割を果たす。

この営業手法は、顧客との信頼性が醸成されること、収益が市況の繁閑に左右されないことなどがメリットとしてあげられている。

【中小証券経営】

以上述べたことは、大手証券の個人営業の変遷であるが、この変化は中小証券の個人営業にも大きな影響を及ぼした。大手証券の推奨販売・ノルマ営業は規模が大きいだけに短期的には株式相場に大きく影響する。それは中小証券にとって大きな市場情報であり、その情報を的確に入手できれば売買益が得られるし、顧客への有益な情報提供になつたからである。そこで、大手証券の推奨販売の動向を探るいわゆる「四社ウォッチャー」が重要な営業戦略となつた。また大手証券としても中小証券が提灯を付けてくれれば推奨販売による相場への影響は倍加することとなるので、中小証券の系列化と並んで「〇×会」のような情報交換のグループ化にも熱心になつたのである。

しかしながら、証券不祥事をきっかけとする大手証券の自主営業への転換は、大手証券による中小証券系列化の意義を低下させると同時に、中小証券の「四社ウォッチャー」の意義も低下させた。九〇年以後の外人主導の

第1表 新規参入の状況（予定を含む）

| 参入分野 | 社名 | 備考 |
|-----------------|-------------------------|---|
| ブローカー業務 | メリルリンチ日本 | ・元山一社員2,000人、店舗33を継承。 ・転勤無し、店頭での現金授受なし、資産管理型個人営業をめざす。 ・一年目は固定給保証、二年目から業績給へ。 ・支店では中堅企業への法人営業も行う |
| 投信販売 | フィディリティ | 98/4より投信の通信販売（栃木にコールセンター用の土地取得） |
| | 日本インベスタートーズ証券 | ジャーディンフレミングと芙蓉系による合弁（丸紅には商品・不動産ファンドの供給を期待） |
| | アイティーエム証券 | 山一出身者による設立 |
| 証券化・仕組み商品、債権流動化 | スパークス証券 | 野村出身、ヘッジファンドの組成・販売 |
| | アクシズジャパン | 証券化、デリバティブなどの仕組み証券 |
| | リゾリューション・インヴェストメント・サービス | 債権流動化の専門会社、旧山一の幹部が京都に設立 |
| 未公開株、公開支援 | ディーブレイン | 未公開株の売買、コンサルタント、ベンチャーファンド組成 |
| | エンゼル証券 | 未公開株の売買、コンサルタント |
| | アーティスピライバートエクティコンサルタント | 株式公開支援、元山一マンが独立 |
| インターネット | ソフトバンク | Eトレードと合弁で年内に進出へ |
| 投信評価 | ソフトバンク | モニシングスターと組み、日本で投信評価。 |
| その他 | 日商岩井証券 | グループ内の財務再編、資産運用 |
| | 八木インター | 債券のブローカーズブローカー |

新聞報道などにより作成
 相場動向は市場情報の中身を変質させ、この傾向を一層強めた。そして、ビッグバンの目玉となつた手数料の自由化ならびに取引システムの改革（立会場売買からシステム売買への全面的な移行や場外取引の自由化など）がだめ押しとなり、中小証券も営業手法の転換に迫られることとなつたのである。多くの中小証券は大手証券と同様に資産管理型個人営業への転換を図つているが、それだけではなく店頭株や中国株の調査ブティック、インターネットブローカーをめざす業者、さらに現物株の人営業から撤退してデリバティブのトレーディング強化をめざす業者など多様な試みが展開されてい

る。
 大手証券の個人営業が法人営業への従属から開放され、それとともに中小証券の営業も大手証券の推薦販売方式の影響力から開放されて、自由な発想で経営戦略を描けるようになった。このことは、厳しい経営環境ではあるが、今後のわが国リテール証券ビジネスが多様なサービスを開拓する形で発展する可能性を示唆している。すでに証券業では登録制への移行を見越して、ユニークな業者の新規参入が始まっている（第1表）。

2 九〇年代の法人ビジネスの変遷

一方、法人営業においても九〇年代とくにその後半から大きな変化が生じていた。それまでの法人ビジネスは、①法人顧客に対するエクイティファイナンスの掘り起こしと提案、②債券のセールスとトレーディング、これにバブルの時期には③営業特金のビジネスが加わり一時急速に膨らんだが、九一年の証券不祥事で事实上消滅した。

【法人営業】

この法人ビジネスについても、九〇年以降になると次ののような変化が生じていた。それまでの法人ビジネスは、エクイティファイナンスは大きく縮減、かわって社債の発行が増える。ところが、銀行系証券子会社や外資系の参入もあり、単純な普通社債の手数料は極めて低くなり、発行条件によっては売却ロスもあり得るので儲けは薄い。むしろ、金利スワップの仲介であるとか、金融法人の抱える貸付債権やリース債権、事業会社の受取債権や不動産等を証券化し、バランスシートをリストラして格付け向上の手助けをする、というなどビジネスへのレズが高まっているのである。さらに、外資系証券が実証しているように、これにデリバティブを絡ませてさま

ざまなりターン特性のある仕組み債を作った方が儲かると言つことが分かつてきている。また株式の持合い構造が崩れ、経営者の意識も変わり始め、これに伴つて事業部門の売却や再編などのM&Aも増えつつある。

このように、今後の法人営業は単純に資金を調達するというのではなくて、資産の流動化とか、事業部門の売却（M&A）とか、法人顧客の資産・負債全般にわたるリストラクチャリングのお手伝いをすると言う方向に変わつてきているし、そのような新しい分野を開拓しなければ収益的にも限界に来ているのである。

【セールス・トレーディング】

一方、セールス・トレーディングについても同様の変化が起つてきている。第一に、バンクディーラーや外資系ディーラーの参入で国債売買の利鞘は価格変動リスクに比べ極端に薄くなっている。現在、外国型投資信託や外債が良く売れていることもあって為替益が膨らんでいるが、いずれ為替関係の手数料、スプレッドも縮小すると予想される。ここでも、収益的にみてデリバティブを絡ませた運用手法を開拓する必要性がでてきている。第二に、年金基金の運用競争が激しくなり、同時に外国人の株式投資が増え、内外の機関投資家の株式売買の比率は急速に高まっている。したがつて、機関投資家に対する運用サービスではバスケットトレーディングとか銘柄入れ替えとか、取引高加重平均価格での執行とか複雑な株式のトレーディング能力が必要とされてくる。

以上のように、証券会社の法人ビジネスは、エクイティファイナンスを中心とする資金調達のお手伝いや国債売買の仲介と言つたものから、債権や資産の流動化、M&Aの仲介、デリバティブの組成、複雑な株式売買の執行サービスのようなものに重心が移つてきていている。
このような法人向けの証券ビジネス—欧米でInvestment Banking（投資銀行業務）と呼ばれている業務—が拡大すると予想されるとともに、法人営業員やトレーダーについても特殊な才能が必要とされるのである。

3 経営上の課題

以上のような個人営業、法人ビジネスの変質に直面して、証券各社は九〇年代後半から経営革新の動きを具体化させていくのである。というのは、それまでの経営組織、人事・報酬体系は旧来型の営業スタイルに照応したものであり、新しい営業スタイルとの間にギャップがあるからである。

【法人営業における経営上の課題】

まず、新しい法人営業スタイルの投資銀行業務では、①スペシャリストの養成、②経営組織、③人事・報酬制度の三つの面で問題が起つてきている。日本の大手証券会社の経営組織は事業会社と同様に階層的な構造になつてゐるが、このことが新しい法人営業の邪魔になつてゐる。先ほども見たように、日本の証券会社の法人営業は財務のリストラにからむものが多くなつていて、証券発行などの伝統的なファイナンスに絡むものよりも、金利スワップなどの店頭デリバティブが多く、顧客企業からは債権や資産の流動化ニーズも高い。

したがつて法人営業員はまずこのようなニーズを把握し、提案能力のあるスペシャリストでなければならぬ。従来の幹事競争は個人営業部隊の出来高競争で決まるため、特殊な能力は必ずしも必要ではなかつたが、今後はそういうわけには行かなくなる。

また支店の法人営業マンは本社の法人本部ではなく直接的には支店に所属するため、顧客企業からニーズを受けたスワップや債権・資産の流動化の提案を受けると、まず直属の支店の上司に説明して了承を得、提案書作成

金利デリバティブ
37%

仕組み債
13%

その他
17%

円債券
4%

通貨オプション
6%

企業金融
6%

投信・投資顧問
6%

株式デリバティブ
10%

第1図 部門別スカウト状況

(出所) 日経金融新聞1998年5月25日
(注) 大手人材コンサルタント会社のケース、仲介人数に占める割合

の決裁をもらわなければならないが、支店長は個人営業も監督せねばならぬこの様な特殊な商品内容に精通しているものは少ない。勢い、意志決定は遅れ、有能な法人営業マンほど欲求不満を起こしやすい。したがつて法人営業はもつと組織をフラットにし情報伝達や指揮命令系統を短縮し、迅速に意志決定できるようにしておく必要があるのである。

第三に、給与体系についても不満がでてくる。外資系なら財務や事業のリストラに絡んで債権の流動化やデリバティブの組成にあたるとデイール一件あたりの手数料の何%かの報酬がボーナスとして受け取れるが、日本の証券会社の報酬制度ではこれは無理である。

以上、後二者の理由で、この種の専門職が外資系に移るなど、人材の流動化が起こっている。ヘッドハンターによつて仲介されたスカウトの部門別内訳によると(第1図参照)、スカウトはデリバティブや仕組み債の策定に習熟した人材が多く、大手証券は引き抜かれるほうが多。したがつて、優秀な専門職を引き止めるためには法人部門を組織の面でも人事・報酬制度の面でも別体系にした方がよいということになる。

これまでのように個人営業と法人営業を一つ屋根の下で統合してきたのは、法人営業の中心がエクイティファイナンスであり、その主幹事獲得競争のために個人営業体の販売力を必要としたからであるが、いまやその必要は無いかかりか有り難くなっている。

第四の問題は資本力である。株式・債券のトレーディングではある程度ポジションを持たざるを得ないが、自己資本比率規制の下では自己資本を充実させていなければ、ポジション枠が制約され、商売にならない。同様に、店頭デリバティブの成約においても競争上、カウンターパーティリスクが極めて重要な要素をしめるから、出来るだけ高い格付けを得る必要がある。場合によっては、証券会社本体より高い格付けを得る必要があり、欧米では、店頭デリバティブについては資本金を分離して子会社にするケースが一般的なのである。

【個人営業における経営上の課題】

他方、いまや流行の感がある資産管理型営業であるが、確かに顧客資産の性格を正しく把握し、そのニーズに沿つた資産配分の提案をすることに徹すれば、それまでのよき顧客とのトラブルもなくなり、顧客と共存共榮の形で営業が続けられるであろうが、しかしこの手法にも難点がある。それは、現状の預かり資産規模では大半の証券会社は営業経費をカバーできず採算がとれないという点である。

この一、二年は国内での空前の低金利に円安傾向が加わり、外国投信の販売が好調であった。これにより、投信関係手数料、為替益が増加、四月～六月の四半期ベースで黒字に転換した業者もある。しかし、その增收ペースほどには投信の預かり額は増えていない。ということは、既存の投信(主としてユニット株式投信)が解約され、その資金が外国投信の購入に向かつたと推測される。投信関連手数料としては販売手数料のほか代行手数料があるが、増収部分は主として販売手数料によるものであり、残高に比例する代行手数料はさほど増えていない。その意味で、資産管理型営業への転換は完了、定着したとはいえない。販売手数料稼ぎのために再び投信の回

第2表 既存の証券会社の対応（この1年の動き）

| | | |
|------|-------------|--|
| 経営戦略 | 提携 | <ul style="list-style-type: none"> 日興、トラベラーズと提携 <ul style="list-style-type: none"> ・トラベラーズが第三者割り当てと転換社債購入により日興に2,200億円を出資。 ・投資銀行部門（600人）を分離し、ソロモンスミスバーニー（SSB）東京支店（700人）と統合させ合弁の証券子会社を設立、資本金1,400億円（当面は非上場で利益は全額配当） ・海外は統合、欧米はSSB、アジアは日興へ（撤収により1,000億円を回収し、国内リテール網構築費用に） ・コスト削減（持ち合い株売却、年俸制、早期退職優遇制） 野村、興銀と提携 <ul style="list-style-type: none"> ・折半でデリバティブ子会社設立（100人、数百億円） ・折半で資産管理事務の子会社設立（トランクファーエージェンシー） ・折半でロンドンに証券子会社を設立、東京に逆上陸（100人弱、500億円） 大和、住銀と提携 <ul style="list-style-type: none"> ・投資銀行部門を分離し、住銀の証券部門と統合し合弁の投資銀行を設立（1,500人、3,000億円） ・折半でデリバティブ子会社設立（100人、500億円） ・大和投資顧問と住銀の投資顧問、投信子会社を統合（150人、1,500億円） |
| | 合併 | <ul style="list-style-type: none"> 菱光と大七、合併へ 岱成・日本・山加合併へ（日本グローバル証券） |
| 人事制度 | 給与体系 | <ul style="list-style-type: none"> ・野村、特別専門職制度改革を検討、完全実績主義の地域限定営業職を導入 ・大和デリバティブで実績比例の賃金体系を検討 ・勤角、全社員に年俸制（大企業で初） ・中小証券で社員外務員を歩合外務員に転換する動き |
| | 人材の流動化 | <ul style="list-style-type: none"> ・20~30代で流動化 ・準大手、中堅で早期退職優遇制度を活用 |
| | 女性の活用 | <ul style="list-style-type: none"> ・松井、社員の40%が女性 ・日興、事務職の女性社員を人材派遣子会社に移管の計画 ・大和、事務部門は完全子会社 |
| | 研修 | <ul style="list-style-type: none"> ・ファイナンシャル・プランナー資格取得の動きが証券各社に広がる |
| | アウトソーシング | <ul style="list-style-type: none"> ・だいこう証券ビジネスと藍澤証券、給与計算、人事管理、情報システム開発の事務処理会社を合併で設立 |
| | 証券事務・発注 | <ul style="list-style-type: none"> ・野村系（高木、ワールド、日栄、エース、丸八）が清算事務、売買通知、取引所への発注の共同子会社設立の動き |
| 経営組織 | 経営と執行の分離 | <ul style="list-style-type: none"> ・執行役員制の導入（国際、日栄、丸八など） |
| | 分社化・社内カンパニー | <ul style="list-style-type: none"> ・野村、ファンネット（投信の通信販売）を分社化 ・国際、社内カンパニー（資産運用・企業金融・証券売買部門ごとの採算、人事給与） ・日栄、部門制廃止し、営業統括、エリア営業、法人営業に組織を統合 |
| | 店舗政策 | <ul style="list-style-type: none"> ・一人店舗（岡三、投信中心）、ミニ店舗 ・エリア営業戦略 |
| | 特化 | <ul style="list-style-type: none"> ・大成証券、ブローカー業務から撤退、ディーリング専門へ ・エヌ・シ・エス証券（旧中野）、未公開株取扱銘柄を拡大 |

新聞報道などにより作成

転売買（解約・新規購入）に逆戻りする可能性が残っているからである。資産管理型営業を定着させるためには営業員の報酬体系を預かり資産の残高に応じた歩合給に転換するとか、資金の授受を店頭から一切なくし、さらにはバックオフィスを思い切って集約するとか、顧客から徵収する手数料体系をド拉斯ティックに改正するとかの工夫が必要になつて来よう。

4 経営革新の動き

この一、二年の証券界の動きは、まさに上記で見たような、新しい営業スタイル構築に向けた経営革新の時代に入ったことを展望させるものである。第2表は、この一年間の証券界の動きを新聞報道から拾つてみたものである。

旧来型の営業手法が九〇年代以後、すでに歴史的意義を終え、むしろそれが持つマイナス面が露呈したのが山一事件であった。他方、大手三社による業務・資本提携の共通点は、それまでの個人営業、法人営業一体型の総合証券の放棄であった。投資銀行部門を提携相手との合弁会社にして社外に分離するが、あるいは管理会計のもとで社内分社の形にするかは、各社の置かれた個別事情によるのであり、いずれにせよ、投資銀行部門と個人営業部門、事務部門を組織的に区分し、それぞれの部門内組織のフラット化、固有の人事・報酬体系の確立は大手三社の共通の課題として進められていくであろう。

一方、資産管理型の個人営業への転換と言う点では、人事労務制度や店舗政策での種々の摸索、事務部門の集約、外部委託などの動きが続いている。この分野では、預かり資産に連動した業績給の定着、転勤無しのエリア職の導入、事務職における女性社員の活用などが注目されよう。

(1)

アメリカでは①簡単なモデルポートフォリオの作成自体ですら一〇〇～一二〇ドル程度の手数料を徴収したり（サービス内容が高度になるに従い、弁護士の報酬と同じように「一時間いくら」という時間あたりの手数料をとる場合もある）、②顧客資産の口座管理については年間最低手数料のほか、残高に応じた手数料を徴収するケースもある。新しいサービスを提供する際には手数料体系を改正しやすいのである。

生命保険会社の社債投資の日米比較

松尾 順介

はじめに

前々回のレポートでは、日本における社債消化構造を概観した上で、生命保険会社の社債投資の歴史的推移を考察し、さらに前回のレポートでは米国における社債保有構造を概観した上で、同様に生命保険会社の社債投資の歴史的推移を考察したが、日米間における生命保険会社の社債投資上の相違点として、第一に米国の生命保険会社の私募債に対する取り組みが積極的であるのに対し、日本では消極的であること、第二に米国の生命保険会社が低格付社債に対しても全体的に慎重な姿勢を強めつつも投資を継続しているのに対し、日本では内規などによつて BBB 格以下の投資を自ら規制している場合が多いことが指摘できる。

そこで、本稿ではこれらの相違点を中心に考察した上で、これらの相違点の生じる要因と今後の課題について検討する。その際、生命保険会社側の要因および課題と、社債市場に内在する要因および課題とに分けて検討する。

1 私募債に対する取り組みの差

前回のレポートでも報告したように、アメリカの生命保険会社の社債保有の特徴のひとつは、私募債投資の比重が高かつたことである。アメリカの生命保険会社は、一九三〇年代から私募債投資を拡大し、戦時期には低下

するものの戦後さらに活発化させ、一九六〇年代には社債投資額のうち私募債投資額が九〇%以上の水準で推移している。その後、一九七〇年代後半からの高金利・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、いわゆる「ディスインターミエーション対応」を迫られ、ユニバーサル保険（死亡保証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）に代表されるような新金融商品の開発に凌ぎを削るようになつた。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、私募債から公募債への転換、さらには短期国債への転換が図られた。一九九〇年代以降も運用資産に占める私募債投資のシェアは低下傾向にあり、私募債の債券シェアは、一九九〇年二八・一%から一九九六年一二・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、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 자체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つているといえる。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、単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なつてゐるという見方もなされている。したがつて、最近では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。

それに対し、日本では生命保険会社の私募債に対する取り組みをみると、かつて銀行および証券会社に限定されていた私募債斡旋業務が、一九八八年二月から生命保険会社に対しても解禁されたことに伴い、生命保険会社

図1 私募債発行額の推移（千億円）

| 年度 | 大型 | 小型 |
|----------|-----|-----|
| 92 | 7.5 | 1.5 |
| 93 | 4.5 | 1.0 |
| 94 | 3.0 | 1.0 |
| 95 | 2.5 | 1.0 |
| 96 | 4.0 | 1.0 |
| 97 | 5.5 | 1.0 |
| 98(4~6月) | 1.0 | 0.5 |

(出所)「日経公社債情報」、1998年7月13日、2ページ。

表1 大型私募債の主斡旋状況の推移

| | 1988年 | 1989年 | 1990年 | 1991年 | 1992年 |
|--------|--------|--------|--------|---------|--------|
| 長期信用銀行 | 1(2) | 0(0) | 4(5) | 31(9) | 14(9) |
| 中期銀行 | 26(47) | 22(44) | 36(46) | 192(54) | 53(33) |
| 市信 | 0(0) | 0(0) | 5(6) | 16(4) | 8(5) |
| 地銀 | 0(0) | 2(4) | 6(8) | 13(4) | 14(9) |
| 生命保険 | 28(51) | 26(52) | 28(35) | 104(29) | 69(43) |
| 農林中金 | 0(0) | 0(0) | 0(0) | 1(0) | 1(1) |
| 合計 | 55 | 50 | 79 | 357 | 159 |

(注) 単位：件、カッコ内はシェア：%
(出所)「日経公社債情報」、1993年1月25日。

もこの業務への進出を積極的に進め、とくに大型私募債といわれる発行額一〇〇億円以内の私募債の主斡旋については、生命保険会社が大きなシェアを占めるにいたり、一九九一年には一〇四件の主斡旋（二九%）を獲得している（表1参照）。しかし、この拡大の背景には、私募債斡旋業務を手がかりに企業財務へ接近し、総合的な金融取引関係を結ぶという経営戦略があると同時に、当時保険審議会で検討されていた保険会社の証券業務参入にむけての実績作りという意味合いもあつたことが指摘されている。⁽¹⁾したがつて、その後保険審議会で論議された証券参入が見送りになつたため、生命保険会社の私募債斡旋業務への取り組みは積極性を失つたといわれ、私募債市場自体も九二年をピークに低下を続けている（図1参照）。

現在、大手生命保険会社の私募債投資状況は、年間数十億円程度であるとされ、また運用資産に占める割合も著しく小さく（表2参照）、アメリカの生命保険会社とは比べ物にならないのが実状である。⁽²⁾以上のように、日本の生命保険会社側の要因と、プライシングや売却の自由度、さらには情報開示など社債市場の側の要因があるものと考えられるが、他方でリスク・リターンに見合つた条件設定がなされば、私募債は生命保険会社にとって魅力的な投資対象もあり、また生命保険会社資金の流入は私募債市場の拡大にとって好ましい影響を与えるものと思われるが、これについては後節で検討する。

(1) 摂稿「わが国私募債市場の制度的位置づけと拡大の背景」、「証研レポート」、

No.一四九六、一九九三年三月、一一二ページ、参照。

(2) 「私募債の研究」、「日経公社債情報」、一九九八年七月一二日、一七ページ、

参照。

2 低格付け債投資に関する相違

表2 主要生命保険会社の私募債投資状況（単位：億円）

| 社名 | 運用資産額 | 社債保有額（%） | 私募債投資額（%） | 私募債投資担当部署 |
|------|---------|----------|-----------|-----------------------------|
| 日本生命 | 392,984 | 31,106 | 7.9% | 年間平均數十億円から多くても100億円程度 N.A. |
| 第一生命 | 276,100 | 15,148 | 5.5% | 年間數十億円程度 N.A. |
| 住友生命 | 230,953 | 10,953 | 4.7% | 年間數十億円程度 N.A. |
| 明治生命 | 164,560 | 10,049 | 6.1% | 213億円（96年度）、194億円（97年度） 2.1 |
| 朝日生命 | 118,767 | 2,839 | 2.4% | 78億円（96年度）、59億円（97年度） 2.7 |
| 三井生命 | 100,973 | 4,303 | 4.3% | 年間數十億円程度 N.A. |
| 大同生命 | 49,967 | 8,034 | 16.1% | 8億円（97年度） 0.1 |
| 東京生命 | 14,294 | 370 | 2.6% | 6億円（97年度） 1.6 |

（注）運用資産額および社債保有額は、1996年度決算。また、社債は金融債などを含む。
(出所)『インシュアランス生命保険特集号』、1997年版および『公社債情報』、1998年7月13日。

前回のレポートでも触れたように、一八七〇年代後半からアメリカでは、生命保険会社の「ディスインターメディエーション対応」が進展し、その投資規制や業務範囲規制が緩和されたが、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撤廃され、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で収益規制が敷かれていたのが、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社には適用しないこととなったため、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。

そして、このような規制緩和によって、過度のジャンク債投資に傾斜する生命保険会社が現れしたことから、一九八七年ニュ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%以内に制限すること、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こと、③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、また一九九〇年末時点での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。この規制は、①許容資産に占める中・低位債券比率を5%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三%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、同じく低位区分債券は〇・五%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）、などとなつていて。

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%となつており、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%、一般勘定債券シェアでも〇・五%となつていて、前者の数字は、同年の公募社債発行全体に占めるジャンク債の比率が一・三%であったことを考えれば高いとはいはず、またジャンク債のデイフォールト率も九〇年には一〇%に達したもの、八〇年代は一・五%台で推移していた。したがって、米国の生命保険会社は全体的としてはジャンク債投資に慎重であったといえる。それにもかかわらず、ジャンク債投資が問題視されたのは、例えばファースト・エグゼクティブのように一般勘定資産比率が六〇%を超えるような突出したジャンク債投資を行い、そこでの評価損が格付けの低下をまねいたことから、取り付けが発生し、当局によってその管理下におかれるという事態に至るなどしたためであると思われる。

その結果、一九九〇年代では高格付け債への投資が相対的に増加している。AAA格からA格までを含む区分の債券シェアは、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、一九九〇年二一・七%から一九九六年二三・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CC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。

このように米国の生命保険会社が、慎重な投資姿勢を保ちつつジャンク債投資を行っているのに対し、日本の生命保険会社は低格付け債投資を忌避する傾向が強い。もつとも、日本の普通社債市場ではジャンク債は現在のところ発行されておらず、投資対象とはならないことはいうまでもないが、たとえば投資適格債の最下位であるBBB格ですら、社内規定によって投資しないという生命保険会社が多いといわれる。このことは主要生命保険会社一二社アンケート調査においても、BBB格投資に前向きな姿勢を示しているところはほとんどなく、多くが慎重ないし消極的姿勢を示していることでも明らかである。また、このことはA格以上の投資に対して、前向

きな姿勢が見うけられることが対照的な結果となっている（表3参照）。

以上のように、日本の生命保険会社がBBB格以下の社債投資に対する姿勢が消極的であるのは、信用リスクの分析・管理体制が不備であることなど生命保険会社側の要因と、プライシングやマーケットメーク、さらには格付けの信頼性など社債市場の側の要因があるものと考えられるが、他方生命保険会社側においても今後運用効率を高めていくためにはBBB格社債投資を行う意義があり、また社債市場の拡大にとつても生命保険会社資金の流入が好ましいことであることは言うまでもない。そこで、この点について、節を改めて検討する。

3 社債市場における意義と課題

前節でも述べたように、私募債投資も、BBB格投資もリスク・リターンに見合った条件設定がなされれば、魅力的な投資対象であり、また生命保険会社資金の流入は市場拡大に貢献しうるといふ点において意義もあるが、課題もあると思われる。ここではその課題について考察する。

まず、私募債市場の課題としては、第一にプライシングが指摘できる。私募債は公募債に比べ流通性に欠ける点、通常利回りは高く設定されるが、現状では公募債に対する上乗せはあまり厚くない場合が多いといわれている。この要因としては、銀行系証券子会社が私募債の取扱に積極姿勢を強めていることから、過当競争が条件の悪化を引き起こしていることも考えうるが、次節で述べるように、生命保険会社側の投資姿勢にも課題があると思われる。

第二に、転売については、従来日本では大蔵省の規制によつて規制されていた。大蔵省の規制は公募市場とのバランスを考慮したものであり、私募債の投資家は取扱金融機関に対して発行後二年以内は転売しない旨の確認

表3 主要生命保険会社のBBB格社債投資

| 社名 | 社債投資の基準 | BBB格以下の投資姿勢 | B BB格以下の市場拡大条件 | A格以上の投資姿勢 |
|--------------------------------------|---------------------------------|--|-----------------------------------|----------------------------------|
| 日本生命 | B BB格以上 | 現在は消極的、景気動向に変化があれ式展開 | 企業の情報開示、適切な格付け、スプレッド、年限等の条件があえ | |
| 住友生命 | 社内格付けを基準 | 社内格付けに基づき銘柄ごとに判断 | 私募債の流通制限撤廃 | は難航投資 |
| 明治生命 | 独自の定額・定性分析を加え投資 | B BB格以下は時期尚早で極めて限的 | 証券会社のマーケットメーク | 魅力的だが流動性の面で困窮に劣る |
| 大同生命 | 銘柄選定 | 時価ペースの情報開示 | | スプレッドはタイトになり勝ちで現在は魅力的でない |
| 朝日生命 | B BB格以上を投資対象とし独自の審査基準で選別格付け別の保有 | 低格付け債ほど収益率は高いが発行市場が麻痺しており十分取り組んでいない | スマップスプレッドの銘柄間格差 | が大きく銘柄選択能力が一番発揮できるクラス |
| 千代田生命 | 規模・発行体・格付け別に保有限度あり | B BB格以下は投資対象にあらず、証券会社のマーケットマーク | 国債とのスプレッドがあれば魅力的 | |
| A格以上は金額によって上位者の決済が必要 A格未満は審査部門の合意が必要 | 保有なし | B BB格以下は残高制限があり慎重に対応 | 流通市場拡大、格付け会社の信頼性向上、外国社債との競争 | 予定なし。社債の償還に関するIRがなく、慎重にならざるを得ない |
| 富国生命 | 海外格付け会社を含めB B以下の資本性付せす | 発行体のIRの充実 | 発行体の財務内容などによってリスクアームが享受できる場合は積極投資 | |
| 三井生命 | 通用細則でB BBか九以上を投資対象としている | 個別の信用リスクを分析し、将来に一定のスプレッドを確保できることを前提に投資の可能性はあるが、B Bは対象外 | 発行体の情報開示の充実、投資家の信用リスク体制整備 | A格以上は相対的に魅力的で、今後も投資 銘柄は流通性を重視 |
| 東京生命 | B BB格相当以上 | B BB格以下への投資は当面見送りハイーポンであっても信用リスク重視 | 流通市場の整備 | 利回り格差拡大局面では楽種を考えて選別投資 |
| 協栄生命 | B BB格以下は投資対象とせず | 流通市場が小さくリスクが高いだけで魅力的でない | 損保証付きなど信用補完、流通市場の整備 | 条件設定に課題はあるが、流通市場も整備されつつあり今後も選別投資 |
| 第一生命 | 原則A格以上 | 信用リスクを考え投資は考えていない | 流通市場の整備と拡大 | 信用リスクはとりづらくA格でも投資しにくい |
| 太陽生命 | B BB格以上。格付け別にラインあり | 銘柄ごとに判断。ポートフォリオの一部として保有する意味あり | 徹底した情報開示、IR実施した上で起債 | スプレッドの押し目買い |

(資料)「日経公社債情報」、1998年6月8日、3~5ページ、より作成。

書を提出してみた。「これに対し、米国では一九九〇年に規則一四四Aの導入により、転売規制が緩和された」ではないため、今回の転売制限撤廃にともない証券業協会が情報開示ルールを定めたが、それによると私募債は勧誘を行つ際、「発行体の作成する発行者情報及び証券情報を記載した資料を当該顧客又は他の協会員の求めに応じて交付する等の方法により、発行者情報及び証券情報の説明に努める」とされてくる(証券業協会自主ルール)のみで具体性に欠けてくることが指摘されている。⁽³⁾したがつて、今回の転売制限撤廃によつて、制度上売却の自由度は高まつたが、実際に私募債が売買されるためには、米国の「四四A私募で行われてゐるよつて、直近の監査済み財務諸表を投資家に提出するよつて明確なルール作りが必要なのではないかと思われね。

次に、BBB格社債について、第一にプライシングであるが、現在 BBB格企業が起債するとすれば、スマップ金利とのスプレッドで見た場合、かなり高い水準で金利が決定される可能性が高く、投資家としては魅力的な利回りが得られる可能性も高いが、現実にはBBB銘柄は一九九七年一二月発行のノールタ債以来発行が途絶えたままになつてゐる。この要因として、BBB格企業の場合、銀行借入の方が社債発行よりも資金調達コストが低いことが指摘されてゐる。すなわち、スマップ金利とのスプレッドで見た場合、銀行借入が〇・五一六%である

るのに対し、社債発行は一・五一・〇%、さらに場合によつては一%以上の場合もありうるといわれているが、このような格差の生じる要因として、次の二点が挙げられる。まず、BBB格企業は、直接金融の部面では格付けの低さのために社内規定などによって機関投資家の投資対象とされない場合が多いが、他方銀行にとつては、今後貸付を拡大したい優良貸付先である場合が多く、むしろ貸出競争が生じてゐるといわれている点である。すなわち、AAA格ないしAA格の超優良企業への貸付の場合、銀行の格付けが低下しているために貸出は逆ザヤになる可能性があり、またCCC格以下の企業は、早期是正措置や自己査定導入によつて、「貸し渋り」の対象となるため、銀行は BBB格企業への貸付にシフトすることによって総資産利益率の改善を図つてゐるとされる。次に、現在の貸出レートが低すぎるという点である。最近、銀行はディフォールト率に基づく独自の信用格付けを行つており、リスクに応じた融资レートを算出しているが、それに比べて現実の融资レートは低いといわれている。これは、普通社債の利回りは、例えば信用不安を背景に急激に上昇しうるのに対して、融资レートは相対交渉によつて設定されるために契約更改時にしか引き上げられず、さらに前述のような貸出競争も加わつて、引き上げはより一層難しいといわれている。したがつて、これら BBB格企業の資金調達は銀行借人にシフトし、社債発行がこの間途絶えているわけだが、BBB格企業の中には、長期安定的資金調達という観点から起債を検討する企業もあり、また九八年度は転換社債の償還が相次ぐため、その償還資金需要による BBB格の起債も予想されている。

第二に、マーケットマークについては、もともと社債の売買は低調で、最近でも公募社債の回転率（片道計算）は〇・三程度であり、マーケットマークを行う証券会社は在庫リスクを負担せざるを得ないのが実状である。その意味では、機関投資家の社債投資がBuy and Hold 中心であるために、売買が低調であることが証券会社のマ

ケットマークを消極的にしているという側面も強い。しかし、その一方で低格付け債ほど証券会社にとって収益機会が大きいことから、アナリストを配して信用リスク分析を強化し、きめこまかくマーケットマークを行おうとする証券会社の動きもあり、マーケットマークのみならず引受をも含めて、今後 BBB格社債に対する証券会社側の取り組みが注目されている。

第三に、現在格付けの信頼性が低いとされている点については、例えば日系格付け機関の場合、AAA格→A格に比べて、BBB格の利回りの標準偏差が大きく、同じ BBB格銘柄でも相当な利回り格差があり、かなり幅広い銘柄が BBB格に格付けされているものと見受けられることが指摘できる。⁽⁵⁾ この要因については、よく言われるよう、日系格付け機関の格付けが緩いために、本来 BB格以下に格付けされるべき銘柄が BBB格に格付けされているという可能性と、反対に格付け機関の格付け基準は一定しているにもかかわらず、国内機関投資家が同じ BBB格社債でも個別銘柄によつてきわめて選別的な投資判断を行うために利回り格差が生じているという可能性が考えられ、現時点ではいずれとも断定できないが、いずれにせよ格付け機関の信頼性が低いことを反映しているものと考えられる。しかし、格付け機関の信頼性が高まらなかつた要因は、社債市場の内部に求められるべきであると考えられる。すなわち、格付けとは社債ディフォールトの可能性についての客観的表示であり、米国で社債の格付け機関の評価が高まつたのは一九三〇年代の大恐慌期であるとされているが、これに対して日本では最近まで適債基準があり、そもそも起債市場に参加できるのは優良銘柄に限定されていてのみならず、いつたんディフォールトが発生しても受託銀行一括買取りによつて処理されたため、投資家はディフォールト・リスクを負担することなく社債投資を行つてきたという背景があり、いわば日本の格付け機関はディフォールトの可能性を評価する状況にそもそも置かれていたといえる。しかし、一九九七年のヤオハン社債のディフォ

ールトの際には社債管理会社は買取処理を行わず、一般投資家も実損を被る事態となり、今後はデイフオールトの可能性の評価がより切実に要求されるようになってきている。したがって、市場が格付け機関を評価する事態になり、そのことが格付け機関の信頼性向上の契機となりうるものと思われる。

(3) 前掲「私募債の研究」、「日経公社債情報」、一九九八年七月一三日、四ページ、参照。

(4) 「BBB格社債の研究(上)」、「日経公社債情報」、一九九八年六月一五日、二二二三ページ、参照。

(5) これについては、厳密に分析したわけではないが、例えば「日経公社債情報」では、各号巻末に格付マトリックス表が掲載されており、直近の一九九八年七月六日号のデータによると、日本格付投資情報センターの格付けでは、AA格の利回りの標準偏差が各年限で〇・一程度であるのに対し、 BBB格のそれはほぼ〇・五から〇・七となっており、 BBB格の利回りが広い範囲にばらついていることがわかる。これは、もう一社の日系格付け機関である日本格付研究所でも同様である。しかし、ムーディーズ社では、 AAA格のそれはほぼ〇・一程度であるのに対し、 A格は〇・二から〇・三、 Ba a格でも〇・二から〇・三程度と、格付けが低くなるにつれ若干ばらつきが大きくなる傾向があるものの、日系一社に比べるとより小さくなっている。

4 生命保険会社側の意義と課題

株安・低金利という運用難のなかで、生命保険会社にとって私募債投資および BBB格投資は、前節で考察したような社債市場の側の課題が克服されれば、収益性の高い投資機会が期待される市場であり、運用効率性を高める上で意義あるものと思われるが、これらの分野の取り組みが遅れていることについては、生命保険会社側にも要因があり、課題があるものと思われる。

まず、私募債市場については、生命保険会社の多くが私募債投資を融資担当部署で行い、融資案件同様の審査を行っているため、私募債の利回りが貸出金利とほぼ同じ水準になつていることも指摘されている。とくに、前述のように公募の BBB格の利回りは、融資金利に比べてかなり高くなっているが、私募の場合、生命保険会社は融資担当部署で審査するため、貸出金利と競合関係が生じ、貸出金利の水準で決定される場合が多いといわれている⁽⁶⁾。その意味では、生命保険会社の取り組みにも課題があるものと考えられるが、今後運用競争が激化する中で、このようなあり方が維持されにくくなっていく可能性は大きいと思われる。

次に、 BBB格社債については、生命保険会社の多くが社内規定などによって投資に消極的であるが、このようない律的な規定が設けられる背景には、低格付け銘柄に対する個別的な信用リスク分析・管理体制が未整備であることが指摘できる。もともとのような体制を整えるには十分な時間が必要だが、今後 BBB格以下の社債のリパッケージ債などが表れる可能性はあり、多数の銘柄をリパッケージすることによつてリスク分散を図る商品となるが、このような商品に取り組むことから低格付け投資に対応していくことは可能であると思われる。

(6) 前掲「私募債の研究」、「日経公社債情報」、一九九八年七月一三日、三ページ、参照。

まとめ

以上のように、日米の生命保険会社の社債投資を比較した場合、私募債投資の取り組みと低格付け社債投資への広がりという二つの分野において著しい相違があり、日本の生命保険会社はこの二分野における取り組みが消極的であることが確認され、今後これら分野への取り組みを積極化させていく上での課題を、社債市場の側と生命保険会社の側から考察した。その結果、いずれの側の課題も急速には解消しないと思われるが、社債市場の側

の課題については変化の可能性はあり、また生命保険会社側の課題も今後の生命保険会社の運用難の中で解消されいく可能性は大きいと思われる。

市場集中義務の撤廃と〈市場サービス〉のアンバンドリング

伊豆 久

はじめに

今年末から取引所集中義務が撤廃され、市場間競争が本格化する。これまでの取引所間競争（定率会費の引き下げ、立会外取引システムの導入など）に、証券会社と証券業協会（以下、協会）による取引所外取引が加わることになる。

市場間競争の影響については、証券取引システムの効率性と公正というマクロ的側面をめぐって様々な指摘がなされてきたが、ミクロ的には当事者間のコスト負担のあり方という形で問題が現れることになる。というのは、取引所外取引の解禁は、これまで取引所によって独占的に供給されてきた〈市場サービス〉のアンバンドリング（分解）をもたらす一方で、サービスの生産コストの負担構造は基本的に変わらないため、サービスの提供者・コスト負担者・受益者の間でミスマッチが生じる可能性があるからである。小稿では、これまで取引所が提供してきた〈市場サービス〉とは何か、それは、市場間競争の解禁後誰によつて提供されることになるのか、その時コスト負担のあり方についてどのような議論がありうるかについて簡単な整理を試みた。

1 〈市場サービス〉と取引所取引

小稿でいう〈市場サービス〉とは証券市場において執行市場が果たしている機能のことである。証券（流通）

市場の最大の役割は流動性転換機能であるが、
「市場サービス」は、その基本的機能を果たすための具体的業務
と位置づけられよう。それは、大まかに、上場（登録）管理サービス、売買・約定サービス、市場情報提供サー
ビス、売買管理サービス、の四つに分けることができる。⁽¹⁾ 取引所取引の場合、これらのサービスは原則として取
引所によって提供されだが、ただ売買・約定サービス（有価証券の売買の媒介・取次）については、証券取
引法上の証券業にあたるため、取引所ではなく証券会社（才取・仲立）によって行われている。⁽²⁾ この点は、後に
述べるように、店頭市場において売買・約定サービスが協会ではなく日本店頭証券株式会社（以下、店頭証券）
によつて提供されているのと同じである。

こうした「市場サービス」に対し、その提供者である取引所（才取・仲立）は、上場管理サービスに関する
上場手数料を上場会社から、売買・約定サービスに対しては才取・仲立手数料を証券会社から徴収している。
また、証券会社から徴収している定額会費（資本金に応じて徴収）、定率会費（売買額に応じて徴収）は、売買・
約定サービスに関して取引所が関与している部分のほか、市場情報提供サービス、売買管理サービスに対するコ
スト徴収とみなすことができる。

2 店頭市場における「市場サービス」

株式店頭市場の場合、現在、その九割以上は店頭証券で約定されている。次に、店頭市場における「市場サ
ービス」のあり方について、見てみよう。

（1）七六年の店頭市場の整備（分業体制の確立）

店頭証券の設立は七六年六月であるが、その経緯について証券局年報（第一回、一九七七年）は、七五年四
月に「取引所上場基準が強化されたため、非上場中堅企業及上場廃止となる企業の株式の流通の場としての店頭
市場の整備が必要」と説明している。そして同時に、協会の自主ルールの整備も行われ、店頭市場に
関するそれまでの規則を統合・整備し、公正慣習規則第一号（店頭における株式の売買その他の取引に関する規
則）と第二号（店頭売買銘柄の登録及び値段の公表に関する規則）が制定されている。つまり、七六年の店頭市
場整備によつて、以降、同市場における「市場サービス」は、売買・約定サービスについては店頭証券が担当し
（そのコストは証券会社から取扱手数料の名目で徴収される）、それ以外のサービスは自主規制機関としての協会
が提供するという体制が確立した。売買・約定については協会が行わずに、新しい証券会社をわざわざ設立する
という方法が採られた理由は、一つには、取引所市場の場合と同様に、証券会社ではない協会が、直接、売買の
媒介・取次を行うことは証取法上の問題が残るためではないかと推測される。もう一つの理由は、すべての「市
場サービス」を同一の主体が提供することになると、市場類似施設（証取法八七条の二違反）としての性格がさ
らに強まる懸念があつたためではないかと思われる。いずれにせよ、店頭市場における「市場サービス」の提供
において、取引所市場における取引所と才取・仲立の関係と同様の、協会と店頭証券による分業体制が作られた
のである。

（2）JASDAQシステムの導入

店頭市場では、九一年一〇月にJASDAQシステムが導入されている。しかし、それでも形式的には協会と

店頭証券の分業体制は変わっていない。すなわち、JASDAQシステムは、店頭証券の「売買システム」と協会の「情報伝達システム」の二つに分かれており、「それぞれ独立した中央装置により運転されて」いるからである（「株式店頭市場システム（JASDAQ）のあらましについて」【証券業報】一九九一年一〇月）。「売買システム」は、「証券会社と店頭証券との間の売買処理をオンライン・リアルタイムに行うシステム」であり、「情報伝達システム」は、「証券会社における相対売買の申告等を端末から可能にし、また端末からの各種問い合わせに対する応答及び証券会社、報道機関又は情報会社への店頭市況情報等の提供をオンライン・リアルタイムに行うシステム」である。つまり、店頭市場がシステム化されたものの、従来の店頭証券と協会のそれぞれの業務（小稿で言う「市場サービス」）が、それぞれオンライン化されただけであり、分業のあり方に基本的な変化は生じていない⁽³⁾。それは、従来からの分業体制の根拠が、技術的要因ではなく法的要因にあるためである。

したがって、現在の店頭市場における「市場サービス」は、売買・約定サービス（売買注文の受注、約定、受渡）はJASDAQシステムの「売買システム」を使って店頭証券が提供し、協会は、①登録管理（取引所の上場管理に相当）、②規則の制定とそれにもとづく売買管理、③JASDAQシステムにおける気配・売買価格等の報告の受信・伝達（市場情報提供）のサービスを提供しており、①～③は、非上場銘柄の売買の公正を維持・監督するという協会の自主規制機関としての立場から行われていると考えられる。

（3）〈店頭有価証券市場〉の開設

今春の金融システム改革法による証取法改正により、協会は、非上場有価証券のための市場（店頭有価証券市場）を開設することが認められた（改正法第六八条第二項）。これを受けて、協会は、店頭証券を事实上吸収する

予定である（「株式店頭市場改革の方向性について」【証券業法】一九九八年七月号）。具体的には、①店頭市場は、売買そのものの部分を含めて協会が運営する。②店頭証券は証券業を廃止し、③市場開設者である協会の行う業務の一部（従来、店頭証券が行っていた業務）を受託する一般事業者とする。④JASDAQシステムは協会の所有とし、具体的な運営業務は、店頭証券に委託するが、現在、店頭証券が所有し、稼動中のシステムについては、そのままとする。⑤これまで店頭証券が証券会社から徴収していた取扱手数料は協会が徴収し、委託業務の対価を協会が委託先である（一般事業会社となつた）店頭証券に支払う、という形に改組される模様である。

つまり、従来、協会が直接、店頭市場を開設するにあたつて障害となつていた点については、①証券業（「有価証券の売買の媒介・取次」）にあたることについては、営業としておこなうものではないこと、②市場類似施設禁止条項との関連では、法律の改正により市場開設が認められたこと、によって解消されたため、今後は、店頭市場に関する「市場サービス」のすべてを協会が一括して提供し、そのコスト（登録管理手数料・取扱手数料・JASDAQ端末リース料）も、すべて協会が徴収することになるわけである。

3 取引所外取引解禁による〈市場サービス〉のアンバンドリング

以上のように、従来の取引所市場、店頭市場における「市場サービス」については、才取・仲立の部分、店頭証券の部分を除けば、取引所と協会がそれぞれ独占的にサービスの提供とコストの徴収を行つており、構造は比較的単純である。しかし、年末から上場株券の取引所外取引が解禁されると、「市場サービス」はアンバンドリング（分解）され、複数の主体により別個に提供されることになる。委託手数料の自由化が「プローカレッジ・サービス」を投資アドバイス、注文の受注・執行、口座管理などに分解するのと同様に、市場間競争は「市

場サービスを分解するのである。

具体的には、まず、上場株券の取引所外取引を行った証券会社は、取引内容を協会に報告し、協会がその内容を公表する。報告・公表には JASDAQ システムが使われる予定である。

表1 <市場サービス>とその提供者

| 市場サービス | サービス提供者 | | |
|----------|---------------|---------------------|------------------|
| | 取引所市場 | 店頭市場 | 市場集中義務撤廃後の上場銘柄取引 |
| | | 取引所取引分 | 取引所外取引分 |
| 上場(登録)管理 | 取引所 才取(仲立) | 協会 店頭証券(12月以降協会) | 取引所 才取(仲立) |
| 売買・約定 | 取引所 才取(仲立) | 証券会社 | 取引所 才取(仲立) |
| 市場情報提供 | 取引所 取引所 | 協会 | 取引所 取引所 |
| 売買管理 | 取引所 取引所 | 協会 | 取引所 取引所 |

協会が、上場株券の売買システムを導入すること（例えば、JASDAQ の売買システムで上場株券も扱えるようにする、あるいは、オプティマーカなどのシステムを導入する、などの方法で）もありえないわけではないが、現時点では具体的な検討はなされていないようである。仮に協会が売買・約定サービスを提供するとしても、取引所外取引はほとんどが証券会社の店内取引の形で行われ、そのポジション調整とともに、流動性の高い取引所市場が利用されることになると予想される。店内で仕切るのでなければ、証券会社にとって（投資家にとっても）メリットが少ないからである。

つまり、取引所外取引は、売買そのものは証券会社が店内付け合わせの形で行い、その報告の受信および公表のみを、協会が協会員の営業管理、取引の公正維持の観点から行うという形になると推測される。その一方で、その他の「市場サービス」に関しては、上場管理・取引所取引分の市場情報提供・売買管理の各サービスは、従来通り取引所によつて提供されることになる。しかし、その場合、現状のコスト負担のままでは取引所には定率会費は入らず、協会（店頭証券）には JASDAQ 端末リース料金が入るもの、取扱手数料は入らない。その一方で、証券会社は売買・約定サービスを提供すると

はいえ、そのためのポジション管理、コンプライアンス等のコストの他には新たなコスト負担をしないまま委託手数料と売買益を手にすることができる。つまり、取引所の上場管理サービスと取引所・協会の市場情報提供・売買管理サービスは、取引所が上場管理や売買管理などのコストをかけて発見した価格への「ただ乗り」が行われるため、それに対して一定のコスト負担を求めるというものである。取引所外取引に対して、定率会費などの「情報利用料」を当該株券の上場取引所が徴収するといった方法が考えられよう。

では、どのようなコスト徴収方法があり、それにはどのような問題があるのだろうか。

まず、一つの方法として、取引所が証券会社から別途、「市場情報利用料」等を徴収するという形が考えられる。取引所外取引では取引所が上場管理サービスと取引所・協会の市場情報提供・売買管理サービスは、取引所が提供している市場情報については、すでに会員権、定額会費の形で十分にコストを負担しており、それを取引所外取引に利用するか否かは証券会社側の自由である、との反論が予想される。しかし、そうなれば、取引所は取引の流出による定率会費の減少を他のサービスに対する徴収コストの引き上げ（あるいは内部コストの削減）による内部補填によって対応する他なくなるであろう。

しかし、これに対して証券会社側からは、取引所が提供している市場情報については、すでに会員権、定額会費の形で十分にコストを負担しており、それを取引所外取引に利用するか否かは証券会社側の自由である、との反論が予想される。しかし、そうなれば、取引所は取引の流出による定率会費の減少を他のサービスに対する徴収コストの引き上げ（あるいは内部コストの削減）による内部補填によって対応する他なくなるであろう。しかし、新たな手数料徴収が行われないとすると、JASDAQ システムを利用した取引所外取引の管理（報告の受信と公表）のみであり、新たな手数料の徴収を正当化するほどの付加価値はない、との反論がありうる。しかし、新たな手数料徴収が行われないとすると、JASDAQ システムを利用した取引所外取引の管

理のためのコストは、結局、協会の果たしている別の役割からの収入により内部補填がおこなわれるほかない。

協会の機能を、①証券会社の業界団体、②自主規制機関、③店頭有価証券市場の開設機関、④取引所外取引の報告受信・公表機関、の四つに分けて考え、仮に、自主規制機関②としての協会の収入や、ましてや業界団体

①としての収入が、取引所外取引の売買管理④のためのコストにあてられる場合を想定すると、その時は、取引所外取引のコストが不适当に低いとの批判が取引所から寄せられる可能性がある。

しかし、こうした見方に対して、店頭市場の開設③や取引所外取引の売買管理④といった役割は、自主規制機関②としての役割から派生的に生じているものであるため、②③④の機能を（したがってそれぞれの会計も）区別することは不可能であるとの主張もありえよう。しかし、協会が取引所外取引を管理することのメリットは、取引所外取引の信頼性を高めるという形で当該取引をおこなう証券会社が主として享受するのであり、かつ、売買管理のコストは（大ざっぱに言って）取引の回数や大きさに応じて大きくなると考えられることから、証券会社が何らかの形でコストを負担するという考え方も必ずしも不合理とは言えないのではないか。

おわりに

前節では、上場株券の取引所外取引について考えてみたが、逆に（あくまでも仮定のこととして）店頭登録銘柄の取引所取引が行われるとするとどうなるだろうか。取引所による店頭株式のための市場（オーネクションマーケット）の創設である。この時には取引所外取引とは逆に、登録管理、主たる市場情報の提供と売買管理は協会によって行われる一方、取引所はそうしたコストを負担せずに場口銭を得ることができる。

市場間競争の解禁は、以上のような「市場サービス」のアンバンドリングをもたらすことで、「一方では市場の効率化を促進するものの、他方で誰もがコスト負担をせずに他人の提供している「市場サービス」に「ただ乗り」しようとする状況を生み出しかねない。そうなれば、自らコストを負担して「市場サービス」を提供するインセンティブは低下し、証券市場における「市場サービス」の全体としての供給量が減少する可能性も否定できない。今後、さまざまな形で進むと思われる市場間競争において、競争条件の均等化、公正な競争ルールの確保をめぐるさらなる議論が必要となるう。

- (1) それ以外の重要なものとして決済サービスがあるが、小稿では取り上げることができなかつた。
- (2) 地方取引所では、例外的に取引所自体が付け合せをおこなっている。これは、証券会社以外に証券業を禁止した証取法（八条に反する惧れがあるが、これに関しては、証取法は証券業を「次に掲げる行為のいずれかを行う営業をいう」（第二条第八項）と定めているため、営業として行うのでなければ証券業にあたらないとの解釈が有力である（鈴木竹雄・河本一郎『証券取引法（新版）』有斐閣、一九八四年、二四〇頁）。が、これでは、當利を目的としない個人・法人なら事実上の証券業を行えることになり、疑問が残る。
- (3) 形式的には以上のように言えるが、実際には、協会と店頭証券の二つのシステムは中央装置を相互にバックアップする方針となつており、また、注文を出す証券会社での操作は同一の端末からなされるため、実際のシステム利用者の認識においても、多くの場合、二つのシステムは区別されていないようである。
- (4) この点について、前記協会報告書では、「多数の参加者間において継続的な状態で独自の価格発見機能を有する同社（店頭証券）の業務は、一般証券会社が行う取次業務にも、また行政上の認可が必要とされる予定のPTS（私設取

引システム) 業務にも該当しないとされている」と述べられている。

ロンドン証券取引所のSETS協議文書に対する回答状況

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。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の検討とこれに基づくルール変更のスケジュールがすみに明らかにされている。

本稿では、前稿で紹介した協議文書で分析されたSETS導入後の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紹介する。⁽¹⁾

1 協議案とこれに対する回答

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には数多くの協議案が盛り込まれており、四月三〇日を提出期限としてコメントが求められた。これに対し、会員六七件、機関投資家二五件、その他二五件、合計一一七件の回答が寄せられ、会員の回答比率は取引回数で七五%、取引額で八五%、機関投資家の回答比率はイギリス株式保有額の五七%に達していた。⁽²⁾以下では、各質問に対する回答を順次紹介する。

〔質問一 a〕WPAは流動性を供給する手段として有効か

この質問に対する回答率は三六%で、このうち五三%が会員からの回答であり、イエスは二五件（自己売買一、大口プローカー六、小口プローカー一、大手機関投資家九、その他機関投資家六、その他二）、ノーは七件（大口プローカー五、大手機関投資家一、その他二）であった。

〔質問一 b〕WPAにいかなる変更が必要か

この質問に対する回答率は二七%（うち四四%が会員）であり、変更不要は一二件（会員四、機関投資家八）であったが、変更内容は①最低基準の引き下げ、②最低基準の引き上げ、③廃止、④一四時間取引、⑤条件改善の義務廃止、⑥大口プロック取引のルール変更、⑦監督強化、とさまざまに有力な変更内容は見られなかつた。

〔質問二 a〕SETSと大口取引のインターラクションは十分か

回答率は四四%（うち六一%が会員）であり、イエスは三二件（自己売買九、大口プローカー五、小口プローカー四、大手機関投資家八、その他機関投資家四、その他一）、ノーは二二件（自己売買一、大口プローカー一〇、小口プローカー一、大手機関投資家三、その他機関投資家三、その他一）であった。

〔質問二 b〕インターラクションが不十分だとすればいかなる手段が有効か

回答率は二八%（うち六七%が会員）であり、変更不要は一五件（自己売買六、大口プローカー二、小口プローカー一、大手機関投資家四、その他機関投資家一、その他一）、義務づけは一四件（自己売買一、大口プローカー七、小口プローカー一、大手機関投資家一、その他機関投資家一、その他一）、その他は四件（自己売買一、大口プローカー一、その他機関投資家一）であった。

〔質問三 a〕SETSは小口取引の執行と整合的か

この質問に対する回答率は五〇%（うち七八%が会員）であり、イエスは二九件（自己売買五、大口プローカー一九、小口プローカー一〇、大手機関投資家一、その他四）、ノーも二九件（自己売買一、大口プローカー一四、小口プローカー六、大手機関投資家三、その他機関投資家一、その他四）であった。

〔質問三 b〕整合的でないとすればいかなる手段が有効か

回答率は一九%（うち七三%が会員）であり、①非標準決済が九件（自己売買一、大口プローカー三、小口プローカー二、大手機関投資家一、その他機関投資家一）、②セントラル・カウンターパーティが四件（大口プローカー一、小口プローカー一、大手機関投資家一、その他機関投資家一）、③最低取引単位が三件（自己売買一、大口プローカー二）、④寄り・引けが二件（大手機関投資家二）、⑤スペシャリストの関与が二件（大口プローカー一、小口プローカー一）、⑥オーケーションの廃止が一件（大口プローカー一）、⑦小口注文自動執行業者が一件（小口プローカー一）であった。

〔質問三 c〕最低取引単位を廃止すべきか

回答率は六三%（うち七六%が会員）であり、廃止すべきが三四件（自己売買五、大口プローカー九、小口プローカー一七、大手機関投資家七、その他機関投資家三、その他三）、変更不要が二二件（自己売買五、大口プローカー一、小口プローカー四、その他二）、五〇〇／一〇〇〇株から二五〇／五〇〇株に引き下げが一八件（大口プローカー八、小口プローカー七、その他三）であった。

〔質問四 a〕寄り付きの時間を変更すべきか

この質問に対する回答率は七〇%（うち七〇%が会員）であり、①変更不要（八時三〇分）が二四件（自己売買一、大口プローカー一、小口プローカー八、大手機関投資家一、その他二）、②九時が

二件（自己売買五、大口プローカー六、小口プローカー二、大手機関投資家五、その他機関投資家二、その他一）、③九時三〇分が六件（大口プローカー三、小口プローカー一、大手機関投資家一、その他機関投資家一）、④八時一五分に寄り付くが公式取引開始は八時三〇分が二一件（自己売買四、大口プローカー五、小口プローカー五、大手機関投資家二、その他機関投資家四、その他一）、⑤八時一五分に寄り付くが公式取引開始は九時が一〇件（自己売買一、大口プローカー四、大手機関投資家二、その他機関投資家一、その他一）、⑥八時一五分に寄り付くが公式取引開始は九時三〇分は〇件であった。

〔質問四b〕いかなる変更が寄り付きを改善するか

回答率は二六%（うち七七%が会員）であり、寄り付き成り行き注文が二一件（自己売買四、大口プローカー九、小口プローカー三、大手機関投資家四、その他機関投資家二）、アンクロッキングのランダム化が四件（小口プローカー三、その他一）、その他が六件（自己売買一、大口プローカー三、小口プローカー一、大手機関投資家一）であった。

〔質問四c〕FTSE100指数や先物・オプション、個別株オプションの寄り付きは何時にすべきか

回答率は五六%（うち六八%が会員）であり、①LSEと同じで八時三〇分が二五件（自己売買六、大口プローカー八、小口プローカー四、大手機関投資家二、その他機関投資家一、その他三）、②LSEと同じで九時が一六件（自己売買五、大口プローカー六、小口プローカー二、その他機関投資家三）、③変更不要が一三件（大口プローカー六、小口プローカー三、大手機関投資家二、その他機関投資家一）、④LSEと同じで九時三〇分が五件（大口プローカー一、大手機関投資家一、その他機関投資家二）、⑤LSEよりも早くが三件（大手機関投資家三）、⑥LSEよりも一〇分遅くで九時四〇分が二件（大口プローカー一、小口プローカー一）であった。

〔質問五a-1〕引けの時間変更すべきか

この質問に対する回答率は七六%（うち六六%が会員）であり、Liffeと同じが三六件（自己売買六、大口プローカー一〇、小口プローカー六、大手機関投資家五、その他機関投資家七、その他二）、変更不要が一六件（自己売買三、大口プローカー一〇、小口プローカー九、大手機関投資家二、その他機関投資家一、その他一）、引け前に決定される市場価格が三四件（自己売買三、大口プローカー八、小口プローカー三、大手機関投資家三、その他機関投資家三、その他四）、一六時が三件（大口プローカー一、大手機関投資家二）であった。

〔質問五a-2〕引けの価格をどのように決定すべきか

回答率は八〇%（うち六三%が会員）であり、最終取引価格が五五件（自己売買七、大口プローカー一〇、小口プローカー一〇、大手機関投資家八、その他機関投資家四、その他六）、売買高加重平均が三四件（自己売買四、大口プローカー六、小口プローカー七、大手機関投資家三、その他機関投資家七、その他七）、オーフショング六件（自己売買一、大口プローカー四、その他機関投資家二）であった。

〔質問五b〕引けの価格決定方法を変更するまでどのような臨時の措置を採用すべきか

回答率は一八%（うち五七%が会員）であり、一六時一〇分（Liffeと同じ）に取引終了が一三件（自己売買三、大口プローカー三、小口プローカー一、大手機関投資家二、その他二）、引け前に決定される市場価格が五件（大口プローカー一、小口プローカー一、その他機関投資家一、その他二）、変更不要が三件（大口プローカー一、大手機関投資家二）であった。

〔質問六a〕プログラム取引が多重執行をもたらす点を考慮して自己売買の最低取引単位を引き上げるべきか

この質問に対する回答率は五九%（うち六八%が会員）であり、イエスは一八件（自己売買一、大口プローカー

一一〇、小口プローカー五、その他機関投資家一、その他一)、ノーは五一件（自己売買八、大口プローカー一四、小口プローカー九、大手機関投資家八、その他機関投資家六、その他六）であった。

〔質問六b〕顧客注文の最低取引単位を廃止すべきか

回答率は六六%（うち七〇%が会員）であり、イエスは四六件（自己売買五、大口プローカー一三、小口プローカー一〇、大手機関投資家九、その他機関投資家五、その他四）、ノーは三一件（自己売買五、大口プローカー一三、小口プローカー八、大手機関投資家一、その他一）であった。

〔質問七a〕取引後の匿名性は市場の機能にプラスになると考えるか

この質問の回答率は六七%（うち六九%が会員）であり、イエスは三六件（自己売買一、大口プローカー一二、小口プローカー六、大手機関投資家六、その他機関投資家六、その他四）、ノーは四二件（自己売買一〇、大口プローカー一六、小口プローカー八、大手機関投資家三、その他機関投資家三、その他二）であった。

〔質問七b〕CRESTの取引コードによる決済は匿名性を保つ手段となりうるか

回答率は五三%（うち七一%が会員）であり、イエスは二二件（自己売買三、大口プローカー六、小口プローカー一六、大手機関投資家一、その他機関投資家四、その他一）、ノーは四〇件（自己売買七、大口プローカー一四、小口プローカー八、大手機関投資家四、その他機関投資家二、その他四）であった。

〔質問八〕最大取引単位を引き上げるべきか

この質問に対する回答率は五六%（うち六五%が会員）であり、イエスは四四件（自己売買九、大口プローカー一四、小口プローカー四、大手機関投資家六、その他機関投資家六、その他五）、ノーは二三一件（自己売買二、大口プローカー九、小口プローカー四、大手機関投資家四、その他機関投資家二）であった。

〔質問九a〕指値注文の入力価格を規制する二〇%ルールを変更すべきか

この質問の回答率は六八%（うち七〇%が会員）であり、イエスは三三件（自己売買六、大口プローカー一〇、小口プローカー六、大手機関投資家五、その他機関投資家三、その他三）、ノーは四六件（自己売買六、大口プローカー一七、小口プローカー一〇、大手機関投資家六、その他機関投資家六、その他二）であった。

〔質問九b〕二〇%ルールを変更する場合、値幅を変更するのか撤廃するのか

この質問は質問九aのイエスという回答の内訳であり、値幅の変更は一七件（自己売買一、大口プローカー一四、小口プローカー五、大手機関投資家一、その他機関投資家二、その他二）、撤廃は一四件（自己売買五、大口プローカー一四、大手機関投資家三、その他機関投資家一、その他二）であった。

〔質問一〇a〕公式引け値（DOJ）をどのように計算すべきか

この質問に対する回答率は三〇%（うち六三%が会員）であり、最終取引価格が三一件（自己売買四、大口プローカー七、小口プローカー四、大手機関投資家三、その他機関投資家四、その他九）、変更不要（最良気配の中値）が一六件（自己売買一、大口プローカー八、小口プローカー四、大手機関投資家一、その他機関投資家二）、新たな計算方法が九件（大口プローカー三、小口プローカー四、大手機関投資家二）であった。

〔質問一〇b〕SETS対象銘柄の価格伝達に関して追加的「メントがあるか

この質問に対する回答が寄せられたが、多くは公式引け値を引け値と整合的にすべきという内容であった。

〔質問一一a〕ここで取り上げたルール変更で一二カ月以内に実施することが困難なものがあるか

この質問に対する回答があり、三九件は問題なし、八件は問題ありといふものであった。

〔質問一一b〕一二ヶ月以内が困難な場合、いつがよいか

この質問に対しても七件の回答が寄せられ、このうち六件は会員からの回答であったが、はつきりとした期日は示されていなかった。

〔質問一一a〕先物・オプションの最終清算価格を満期日の平均価格から計算するという現在の方法は適切か

この質問に対する回答率は五〇%（うち七一%が会員）であり、イエスは四三件（大口売買七、大口プローカー一四、小口プローカー七、大手機関投資家八、その他機関投資家五、その他二）、ノーは一五件（大口売買四、大口プローカー七、小口プローカー一、大手機関投資家一、その他機関投資家一）であった。

〔質問一一b〕適切でない場合、どのような方法が望ましいか

質問一一aのノーという回答は一五件であったが、一七件の回答が寄せられ、九件（うち大口売買が六）は満期日の寄り付き前に寄り付き成り行き注文を含めたオーケーションによつて決定すべきというものであり、その他では売買高加重平均や平均価格計算期間の拡大という意見が見られた。

〔質問一三a〕FTSE=五百指数構成銘柄の取引制度を変更すべきか

回答率は八〇%（うち六六%が会員）であり、イエスが三七件（自己売買九、大口プローカー一四、小口プローカー五、大手機関投資家五、その他機関投資家一、その他二）、ノーが五七件（自己売買三、大口プローカー一六、小口プローカー一五、大手機関投資家六、その他機関投資家八、その他九）であった。

〔質問一三b〕変更する場合、移行はどのようにすべきか

回答率は五六%（うち七一%が会員）であり、一斉が一七件（自己売買五、大口プローカー一六、大手機関投資家四、その他機関投資家二）、段階的が四件（自己売買一、大口プローカー一、小口プローカー二）、その他の方法が四四件（自己売買五、大口プローカー一四、小口プローカー一二、大手機関投資家三、その他機関投資家六、その他四）であった。

〔質問一三c〕変更する場合、どのような制度に変更すべきか

回答率は五一%（うち七〇%が会員）であり、SETSが三〇件（自己売買六、大口プローカー八、小口プローカー一六、大手機関投資家六、その他機関投資家三、その他一）、若干修正されたSETSが一二件（自己売買五、大口プローカー三、その他機関投資家一、その他二）、全く異なる制度が一八件（大口プローカー八、小口プローカー六、大手機関投資家一、その他機関投資家二、その他二）であった。

〔質問一三d〕変更する場合、いつ変更すべきか

回答率は三四%（うち七三%が会員）であり、三ヶ月以内が七件（自己売買三、大口プローカー一、大手機関投資家二）、一年以内が二二件（自己売買三、大口プローカー八、小口プローカー三、大手機関投資家一、その他機関投資家三、その他二）、一年後以降が一二件（自己売買一、大口プローカー四、小口プローカー四、大手機関投資家一、その他機関投資家一）であった。

〔質問一三e〕低流動性銘柄に適したその他の取引制度とはどのようなものか

回答率は二五%（うち六六%が会員）であり、SEATSが五件（大口プローカー一、小口プローカー一、その他機関投資家一、その他一）、マーケットメーカー付きのSETが二件（大口プローカー一、その他二）、より多くのマーケットメーカーが四件（自己売買一、大口プローカー一、小口プローカー一）、オーケーションが三件（自己売買一、大口プローカー一、大手機関投資家一）、スペシャリスト制が二件（大口プローカー一、大手機関投資家一）、なしが二件（自己売買一、大口プローカー三、小口プローカー一、大手機関投資家一、その他機関

投資家四) であった。

[質問一四 a] セントラル・カウンターパーティの導入に同意するか

回答率は六六%（うち六二%が会員）であり、イエスが四七件（自己売買九、大口ブローカー一三、小口ブローカー一九、大手機関投資家六、その他機関投資家六、その他四）、ノーが三〇件（自己売買一、大口ブローカー一、小口ブローカー五、大手機関投資家四、その他機関投資家一、その他七）であった。

[質問一四 b] セントラル・カウンターパーティの導入に関する費用便益分析に「メントがあるかこの質問に対しても分析できる回答はなかった。

[質問一四 c] セントラル・カウンターパーティを導入した場合、どのような変化が生じるか

回答率は三四%（うち六〇%が会員）であり、SETTSの利用を増やすが一三件（自己売買一、大口ブローカー一九、小口ブローカー四、大手機関投資家三、その他機関投資家三、その他二）、変化なしが一三件（自己売買一、大口ブローカー三、小口ブローカー三、その他機関投資家四、その他一）、コスト削減が一件（大口ブローカー一）、取引後の匿名性の確保が一件（その他機関投資家一）、機関投資家の会員参加が一件（大手機関投資家一）であった。

[質問一四 d] 現在の取引事故救済制度はSETTSのカウンターパーティ・リスクを十分に削減しているか

回答率は一一%（うち八〇%が会員）であり、イエスが二二件（自己売買四、大口ブローカー八、小口ブローカー六、大手機関投資家二、その他機関投資家一）、ノーが三件（大口ブローカー一、小口ブローカー一、その他二）であった。

[質問一四 e] 現在の取引事故救済制度が不十分であるならばどこが不十分か

この質問に対する回答は二件であり、①カバーする水準が大口取引には不十分、②オペレーショナル・リスクをカバーしていない、③会員の倒産に限定すべきではない、というコメントが寄せられた。

2 ルール変更

四月三〇日までに寄せられた回答をもとにして検討し、五月一八日にロンドン証券取引所はSETTSに関するルール変更と今後の予定を決定した。⁽³⁾ この決定の実施は四段階に分かれており、第一段階まではすでに実施に移されている。

(1) 第一段階（六月八日）

SETTSの最低取引単位は撤廃され、一株からSETTSを通じて取引が可能になった。

SETTSの最大取引単位はNMSの一〇倍からNMSの一〇倍に引き上げられた。

(2) 第二段階（七月二〇日）

SETTSの注文受付開始時間は八時から八時五〇分に、SETTSの取引開始時間は八時三〇分から九時にそれぞ繰り下げられ、SETTS以外の取引についても取引開始時間は九時に繰り下がられた。

SETTSの取引終了時間は引き続き一六時三〇分であるが、LIFFEの取引終了時間は一六時一〇分からFTSE一〇〇先物・オプションで一六時三〇分、個別株オプションで一六時二〇分に変更された。⁽⁴⁾

公式引け値（DOL）は取引終了時の最良気配の中値から最終取引価格に変更された。（DOL気配は引き続き最終取引価格に最良気配を加味して公表されている。）

(3) 第II段階 (110回)

- ・九月に発行予定の協議文書を通じて再度検討し、引け値の決定方法を引け前一五分間の加重平均価格に変更する方向で計画中。

- ・取引停止措置の発動基準を寄り付き直後の最良気配から最初の取引価格に変更する。
- ・取引停止措置発動基準の変更に伴い、110%ルールを撤廃する。

(4) 第四段階 (11000年以降)

- ・寄り付き時に成り行き注文の導入を検討する。
- ・先物・オプション満期時の最終清算価格の決定方法にオーダンクルを導入する」ことを検討する。
- ・セントラル・カウンターパーティ制度の導入を検討する。

七月七日、ロンドン証券取引所とドイツ証券取引所は共通プラットフォームの開発を団結して戦略的同盟を結ぶことで合意した。⁽¹⁵⁾この背景にはドイツ金融先物取引所（DTB）とスイス金融先物取引所（SOFFEX）を統合したEUREXがヨーロッパ指数を対象とした株価指数先物・オプションを上場するのに合わせて、ドイツ証券取引所が新株価指数に含まれる外国株式を昨年導入した新取引システムXETRAで取引すると発表したいと関係している⁽¹⁶⁾。両取引所から正式な発表はないが、ドイツ証券取引所はイギリス株の取引を行わず、ロンドン証券取引所はドイツ株の取引を行わないという条件で妥協が成立した模様である。⁽¹⁷⁾EU統合後の金融センターを団結した両取引所の競争は相手に勝つ⁽¹⁸⁾よりも自国の市場を守って相手に負けない⁽¹⁹⁾で合意が成立したようであるが、この合意が本当に守られるのかどうかはいましばらく事態の推移を見守る必要がある⁽²⁰⁾。

注

- (1) 1997年の導入後の取引状況については、拙稿「ロンドン証券取引所における1997年の導入後の取引状況」（本誌114号、1998年7月）を参照。
- (2) London Stock Exchange, *Stock Exchange Electronic Trading Service: Analysis of consultation feedback*, May 1998.
- (3) London Stock Exchange, *Stock Exchange Notice N32/98: Regulatory issues arising out of the SETS review*, 28 May 1998, London Stock Exchange, *Stock Exchange Electronic Trading Service: Summary of consultation feedback and proposals for change*, June 1998.
- (4) Douglas Hamilton, "London Stock Exchange's later opening in bid to curb erratic pricing gets off to a quiet start", *The Herald*, July 21, 1998.
- (5) London Stock Exchange and Deutsche Börse, "First Step to a Single European Stock Market", July 7, 1998.
- (6) Deutsche Börse, "Deutsche Börse Considers Introducing European Blue Chips for Trading on Xetra", May 11, 1998.
- (7) 岩沢謙「英・独取引所提携で欧州資本市場の一体化が加速～大陸連合を演出するペリセ振り切ったハイハクネットの迷走～」（田嶋ワーキングペーパー『経済・投資調査』、118号、1998年七月111頁）
- (8) George Graham, "ISE Set to Announce Deutsche Börse Link: Step thought to be the First towards European equity market", *Financial Times*, July 7, 1998, "Outlook: London embraces our euro future", *The Independent*, July 8, 1998, Lea Paterson, "SE signs up for single European bourse: London and Frankfurt bury differences in historic agreement to trade top stocks", *The Independent*, July 8, 1998.

中国上場企業の有償増資状況について

王 東明

1 はじめに

近年、中国の上場企業は資金調達の手段として有償増資を重視し、主に既存株主を対象に株主割当の方法で増資をしてきた。周知のように、中国上場企業の株式所有はその六割以上が国家株、法人株と言つた非流通株つまり「不動株」であり、一般流通できる個人株は全体の三割前後に過ぎない。⁽¹⁾ 有償増資に当つては、国家あるいは国有法人の株主の大部分は資金不足のため、株主割当増資に応じず、その権利を放棄したりあるいは個人株主に譲渡するケースが増えてきた。しかし個人株主はこのような国家株、法人株から権利を譲渡されても、それはもともと「非流通株式」であつたため、現時点ではこの種の株式は統計上は非流通株の「その他」（転配股）に分類され転売できない。個人株主が所有しても一般流通ができない。国家株、法人株有償増資の権利譲渡部分は流通できないのである。

また、有償増資には現制度は様々な条件を設けている。例えば株主資本利益率（ROE）については、最近三年間連続して10%以上を要求され、エネルギー、原材料及びインフラ関連企業はこれよりやや低いが、しかし9%以上でなければならないという規定がある。⁽²⁾ この規定が公布された九六年以後は、上場企業の株主資本利益率（ROE）は次第に10%に集中する現象がみられ、ROE比率が政策的に操作されているではないかという問題が生じている。

小稿では九〇年以後の上場企業有償増資に関する幾つかの政策変化と時期を整理し、近年の有償増資状況を紹介しながら、権利譲渡された「国家関連株」（転配股）がなぜ流通できないのか、またなぜ株主資本利益率（ROE）10%現象が生じたのか、その原因などを分析し、有償増資の側面から現在中国株式市場が抱えている構造的問題に接近してみたい。

2 有償増資の政策変化

有償増資の政策変化については以下三つの段階に分けることができる。まず第一段階は「上場企業の無償增资・有償增资に関する暫定規定」（九三年一二月一七日）公布以前の時期である。この時期は「中華人民共和国会社法」がまだ成立しておらず、有償増資に関する規定は全くなかつた。有償増資の比率、価格などの具体的な規定がないため、上場企業は自らさまざまな増資を行なつた。例えば九三年氯碱化工は一〇対四、一株につき二元で増資した。また九四年の初め頃に、鞍山合成分は一〇対九、一株につき二・六元、四川峨鉄は一〇対八、一株につき三・八元、北京天橋は一〇対八、一株につき二・七元、広華化纖は一〇対六、一株につき二・九元でそれぞれ増資した。この時期の特徴は、大部分の企業はその後規定された有償増資比率の一〇対三より高く、増資価格は多くが一株につき二元～四元で、有償増資価格は比較的低いことである。また、有償増資に対しては、この時期の国家株主はしばしばその権利を放棄し、国家株の増資枠を無償で個人株主に配分することがあつた。その他、有償増資で調達した資金の用途、企業営利状況などについての明確な規定はなかつた。

第二段階は九四年から九七年までの時期である。この時期有償増資に関する一連の規定が相次いで公布され、増資の条件と手順が次第にルール化された。中国証券監督管理委員会は「上場企業の無償增资・有償增资に関する

る暫定規定」（九三年二月一七日）、「【会社法】の施行および上場企業有償増資の規範に関する通達」（九四年九月二八日）、「一九九六年上場企業の有償増資に関する通達」（九六年一月一四日）などを公布した。また国有資産管理局からは「上場企業無償・有償増資の際の国家株権益の維持・保護に関する緊急通達」（九四年四月四日）も出された。これらの規定は有償増資に関して幾つかの主要な条件を設けた。その条件とは（1）有償増資で得た資金の使途は国家の産業政策の規定に適合すること。（2）前回発行した株式を全額消化したあと1年以上を経過すること。（3）最近三年間の株主資本利益率（ROE）は各年ともすべて10%以上、エネルギー、原材料、インフラ関連企業はやや低くてもよいが、しかし9%以上を保持すること。（4）会社が有償増資で発行した株式数は当該企業の発行済株式数の30%を超えないこと。但し今回の有償増資で調達した資金が国家の重点プロジェクトと技術更新に用いられた場合は、この制限を超えてよい。

以上のような有償増資条件は国家の産業政策の方向に沿い、国の重点プロジェクトを支援するものと言えよう。それを受けてこの時期、多くの企業は有償増資方式で資金を調達した。なかには四川長虹のように九五年、九七年二回有償増資しあわせて三〇億元余りの資金を調達し、通化東宝は同じく二回の増資で五億元余りの資金を調達した。

また、九四年四月国有資産管理局は国家株の有償増資の権利放棄あるいは増資権利の個人株主への無償譲渡が国家利益に反することは明らかで、国家株の「株主」は有償増資に応じまたは有償で増資権利を譲渡すべきであり、如何なる情況下でも随意に有償増資の権利を放棄してはならないという「緊急通達」を出した。この「緊急通達」によって、個人株主に有償で増資権利を譲渡するケースが増えたが、しかし現時点ではこの種の株式は転売できない（九四年一〇月二七日中国証券監督管理委員会の「通達」）。個人株主が購入しても一般に流通できない。

第三段階は九八年以後の時期である。九八年、国有資産管理局は「証券監督管理委員会と協議したうえ「上場企業の国家株株主有償増資の応募問題に関する通達」（九八年一月）を出した。この「通達」は国家株の株主は必ず現金または資産で有償増資の株式を購入することを要求し、特殊な情況で止むを得ない場合のみ増資権利の一部放棄あるいは譲渡を許される。この新しい政策の実施で国家株の株主は今後基本的には有償増資の権利放棄や譲渡はできなくなつた。九八年以後についてみると、有償増資を実施した企業のほとんどは国家株の増資権利を個人株主に譲渡しなくなっている。この政策の影響で、今後はより多くの国家資金または国有資産が上場企業に投入されるものと予測されている。⁽³⁾

表1 中国上場企業の有償増資状況

| 年 | 有償増資企業数(社) | 最高価格(元/株) | 平均価格(元/株) | 有償増資株数(億株) | 有償増資額(億元) |
|------|------------|-----------|-----------|------------|-----------|
| 1994 | 51 | 7.00 | 3.20 | 6.13 | 19.6 |
| 1995 | 56 | 7.35 | 3.80 | 7.23 | 27.5 |
| 1996 | 46 | 7.80 | 4.70 | 20.66 | 72.17 |
| 1997 | 110 | 14.00 | 5.45 | 54.07 | 246.57 |

（注）最高価格、平均価格および94年、95年の数字は王作功等「上市公司配股面面觀」『中国改革報』1998年6月3日にによるものである。

（出所）「中国証券報」1998年4月16日、「中国改革報」1998年6月3日より作成。

3 有償増資の状況

以上のような政策過程を通じて、有償増資の条件と手続は次第に整備され、増資量も拡大してきた。特に九四年七月一日「会社法」の実施後、中小企業が多数を占める既存の上場企業は上場基準、特に最低資本金を満たすため、無償増資（株式配当、無償交付）あるいは有償増資を大量に行つた。また九五年は一連の緊縮金融引締政策の実施と預金金利の引き上げが企業の「資金難」を招き、各社は有償増資に走った。表1が示すように九六年

の有償増資企業は四六社だったが、九七年は一気に一一〇社と二倍以上に増え、調達した資金は九六年の七二億元から九七年は二四七億元と三倍にもなった。

4 有償増資における国家株・法人株の権利譲渡（転配股）問題

有償増資が増えていたなか、殆どの企業は株主割当増資を行なつたため、発行済株式の六割以上を占める非流通の国家株・法人株株主の大半は払い込み資金に困り、増資権利を放棄あるいは個人株主に譲渡せざるを得ない。国家株・法人株の権利譲渡（転配股）残高は年々増え、九七年では二二・八七億株となり、有償増資企業一一〇社うちの七五社（六八%）がその増資権利を個人株主に譲渡した（表2）。

一方個人株主は国家株・法人株の権利譲渡株式を購入しても、現時点ではそれを一般流通ができない。これは現在中国特有の株式分類つまり「国家株」、「法人株」、「個人株」または「流通株」、「非流通株」の区別が引き起こした問題であり、明らかに「会社法」の「同株同権利」の原則に違反し、個人株主の権利を侵害することになつていて。

| 年 | 有償増資権利譲渡企業数 (社) | 有償増資権利譲渡残高 (億株) |
|------|--------------------|--------------------|
| 1994 | 18 | 1.10 |
| 1995 | 49 | 6.27 |
| 1996 | 23 | 11.60 |
| 1997 | 75 | 22.87 |

(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、1997年、59頁。「中国証券報」1996年7月15日、98年4月16日、6月1日。「証券市場導報」1996年12月号、13頁。中国証券監督管理委員会編「中国証券統計年報1995」中国法制出版社、1996年、160~164頁により作成。

5 ROEの一〇%現象

株主資本利益率（ROE：Rate of Return on Common Stockholders' Equity）は中国では純資産税引後利益率（R

OE）=税引後利益÷純資産×（○○）と理解され、上場企業有償増資の主要な条件として重視されている。これまで有償増資に必要な企業利益の条件には幾つかの変化があつた。

まず九三年中国証券監督管理委員会の「上場企業の無償増資・有償増資に関する暫定規定」では二年連続の黒字という条件があつた。しかし九四年同委員会は増資条件を最近三年間連続黒字であることに引き上げ、また株主資本利益率（ROE）は三年平均で一〇%以上、エネルギー、原材料、インフラ関連企業は一〇%より少し緩く規定した（「会社法」の施行および上場企業有償増資の規範に関する通達）九月二八日）。さらに九六年同委員会は「一九九六年上場企業の有償増資に関する通達」（一月二十四日）の中でより厳しい条件を設け、最近三年間株主資本利益率（ROE）は各年ともすべて一〇%以上、エネルギー、原材料、インフラ関連企業は少し緩和して九%以上であることとした。

以上のような政策変更に対し、上場企業は増資を実現するためどのような行動を取つたか、そして増資の必要条件となつた株主資本利益率（ROE）は近年どのように変化したかを上海財経大学の蒋義宏・魏剛氏の研究報告書にみることにしよう。⁽⁵⁾

両氏の研究をもとに近年の株主資本利益率（ROE）の分布状況の変化をみると、九五年以前の三年間は五%～一〇%の比較的広い範囲に分散した（図1、2、3）。しかし九六年、九七年の二年は一気に一〇%～一一%の狭い区間に収束し、鋭いピークが現われた（図4、図5）。つまり当局の設定した増資条件に上場企業は敏感に反応し、いわゆるROE一〇%現象が生じている。また表3は上場企業に占めるROE一〇%（10%≤ROE≤11%）企業の比率を示すものであり、ここでROE一〇%企業は年々増えていることがわかる。

上場企業は増資基準をクリアしようと努力するあまり、なかには経常利益以外の様々な収入で一〇%ラインを

図2 1994年度上場企業のROE分布

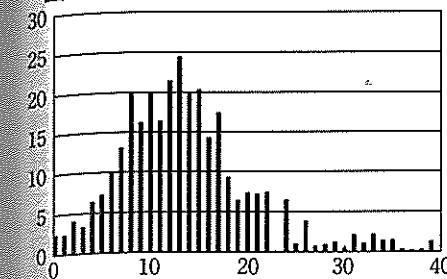


図1 1993年度上場企業のROE分布

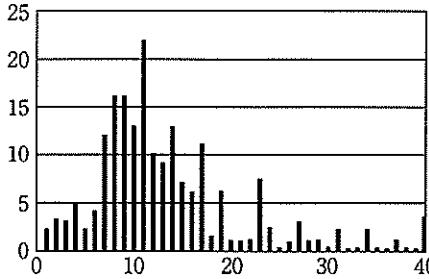


図4 1996年度上場企業のROE分布

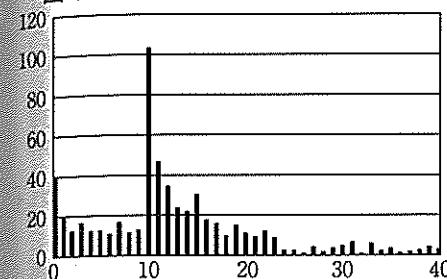


図3 1995年度上場企業のROE分布

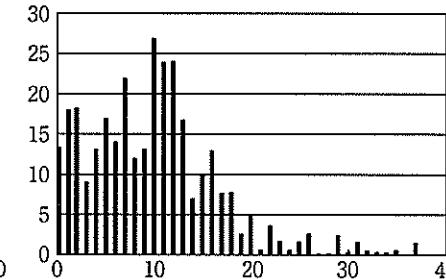
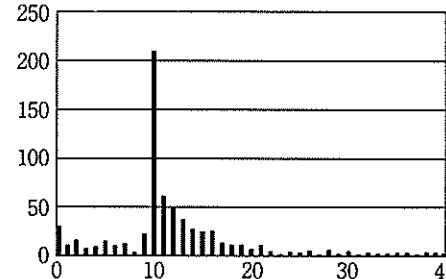


図5 1997年度上場企業のROE分布



(注) 縦軸は上場銘柄数、横軸はROE(%)である。ROE(%)は $0 \leq \text{ROE} \leq 40$ の区間を取っている。
(出所) 「中国証券報」1998年5月28日

表3 上場企業に占めるROE10%企業の比率

| 年 度 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 |
|-------------------------|------|------|------|-------|-------|
| ROE10%(10% ≤ ROE < 11%) | 13 | 20 | 27 | 104 | 211 |
| 企業数(社) | | | | | |
| 年末上場銘柄数(社) | 186 | 291 | 343 | 530 | 755 |
| 比率(%) | 6.99 | 6.87 | 7.87 | 19.62 | 27.95 |

(出所) 「中国証券報」1998年5月28日。

守るものもあり、あるいはまた公認会計士の保留意見があつてもそれを無視して10%を計上する。基準がある限り何年でも10%を維持しそこに固定しようとする。いわば10%は上場企業の「生命線」のようなものであり、企業はこの線を守るのに必死で、ROEによって振り回されているのではないかという疑問が残る。⁽⁶⁾ 上場企業の増資については「上有政策、下有対策」(上有政策あれば、下に対策あり)という言葉どおりの現象がみられる。

6 むすびにかえて

以上近年の有償増資状況を紹介し、それと関連する政策変化の過程を見てきた。ここで有償増資における国家株、法人株の権利譲渡(転配股)問題およびROEの一〇%現象を取り上げて、現在中国株式市場が抱えている幾つかの構造的問題を有償増資の側面から考察した。今後法制度と市場の要求の細やかな摺り合せがますます重要な課題になるであろう。

注

- (1) 上場企業の株式所有状況について、拙稿「中国の株式分布状況について」[『証研レポート』(No.1547)] 一九九七年六月号を参照されたい。
- (2) 中国证监会「一九九六年上場企業の有償増資に関する通達」(一九九六年一月一四日) 証監發字〔一九九六年一月〕七号、「中国证监会公告」一九九六年第一期、二月二十五日、五頁、七頁。
- (3) 王作功等「上市公司配股面面觀」[『中国改革報』] 一九九八年六月三日。

- (4) 株主資本利益率 (ROE : Rate of Return on Common Stockholder's Equity) は「純資本利益率」または「資本利益率」ともいう。その計算式は以下である。 $ROE (\%) = \frac{\text{当期純利益}}{\text{当期平均資本合計}} \times 100\%$ 。当期平均資本合計 = 前期末資本合計 + 当期末資本合計 ÷ 2。株主資本利益率 (ROE) は現在中国では純資産税引後利益率あるいは純資産収益率 ($ROE = \text{税引後利益} \div \text{純資産} \times 100\%$) という指標で理解されている。
- (5) 蔣義宏、魏剛「ROE是否已被操作—關於上市公司純資產收益率的實證研究」[中國證券報]一九九八年五月二八日。
- (6) 周軍「百分之十現象」[該治治了]、「中國證券報」一九九八年五月二八日。