

証 研

レポート

No.1608

2002年7月

家計の金融資産を取り巻く状況

二上季代司（1）

投資顧問業者の注意義務について（2）

三木 まり（11）

ペイオフと地方公共団体の公金管理

清水 葉子（25）

家計の金融資産を取り巻く状況

一上季代司

日銀が先月公表した資金循環速報によると、二〇〇一年度末の家計の金融資産残高は前年度末比〇・一%（約一兆円）減の一四一七兆円一千億円となり、前年度に引き続き二年連続のマイナスとなった。その背景としては厳しい景気情勢で家計所得が低迷したことのほか、株式相場下落で保有株式や株式投信の評価額が下落したことなどがあげられている。

ところで、九八年から始まった金融ビッグバン、昨年からの高利郵貯資金の大量満期、今年からの定期預金ベイオフ解禁などの環境変化は、家計の金融資産を預貯金から株式などリスク性資産へのシフトを促すきっかけになると思われるのだが、一見したところ相変わらず預貯金偏重である。そのためもあってか、柳沢伯夫金融担当相は、銀行窓口での株式売買仲介の解禁を検討していると伝えられている（日経五月二八日付け）。すなわち、日本の個人投資家の裾野が広がっていないという基本的前提に立つて、その主たる原因を証券会社、郵便局、銀行などの業態ごとに顧客が固定化していることに求め、その対策として業態間の垣根を取り払って株式売買の仲介チャネルを広げれば株式投資が拡大するとの認識があるのだろうか。

果たして、そうした認識が正しいかどうか。しかし、それを問う前に金融ビッグバン以降の家計の金融取引動向を見ておく必要があるだろう。そこで以下では、一九九八年度以降について、家計の金融資産残高とその構成の推移ならびに四半期ベースの金融取引動向から、具体的にどのような動きが読み取れるか、とくに株式、投信

表1 家計の金融資産

(単位：億円)

	総計			取引	調整額
	残高		増減	増減	(差額)
1998年度	13,451,945		136,330	360,912	- 224,582
1999年度	14,289,551		837,606	333,932	503,674
2000年度	14,181,972		- 107,579	192,450	- 300,029
2001年度	14,171,294		- 10,678	198,232	- 208,910
	うち証券				
	残高	構成比	増減	取引 増減	調整額 (差額)
1998年度	1,961,605	14.58%	- 272,499	- 55,738	- 216,761
1999年度	2,459,797	17.21%	498,192	- 45,873	544,065
2000年度	2,113,549	14.90%	- 346,248	23,489	- 369,737
2001年度	1,849,529	13.05%	- 264,020	- 82,642	- 181,378

(出所) 日本銀行「金融経済統計月報」より作成。

など証券商品に焦点を当てつつ整理してみた。

1 概観

最初に、一九九八年度以降の四年間について家計金融資産の主要項目の残高ならびに金融取引の概要を見ておこう(表1)。冒頭で見たように家計の金融資産は残高ベースで二年連続減少、二〇〇一年度末(二〇〇二年三月末)で一四一七兆円になったが、金融取引(フロー)としてはこの二年間もプラスとなっている。すなわち景気情勢の厳しさから新規貯蓄の絶対額は九〇年代末の三十数兆円から減っているが、なおネットで年間約二〇兆円弱の貯蓄を積み上げている。しかし、残高は時価評価されているので、保有金融資産の時価が下がると残高としては減少するのである。

日銀の資金循環統計では、ストックの増減とフローの増減の乖離は「調整額」として扱われているが、この「調整額」は評価損益をあらわしているのである。そして全体の「調整額」は残高の十数パーセントを占めるにすぎない。「証券」の「調整額」にほぼ一致しており、ストックの評価損益は主として証券の評価損益によるものであることがわかる。

問題は、この新規貯蓄(四年累計で一〇八兆円)を含め、家計が金融資産をどのように処分(運用)したか、すなわちストックの評価損益の影響を除いたフローの動向である。これを見たのが表2である。これによるとこの四年間で現預金が七〇兆円、保険・年金準備金が四六兆円、株式・出資金・投

信が九兆六千億円の純流入（プラス）、他方で債券等が二五兆七千億円の純流出（マイナス）となっている。それぞれを簡単に見ておくと次のようになろう。

預貯金では普通預金などの流動性預金がプラス、他方、定期性預金が時期を同じくしてマイナスとなっており、しかもその金額の絶対額が平行的に変化している。つまり定期性預金が流動性預金に振り変わっており、特にこの傾向は二〇〇〇年度以降、顕著である。明らかにここにはペイオフ解禁の影響が現れている。来年度から流動性預金もペイオフ解禁の対象に加えられる予定であることから、今後は流動性預金の動向が注目されることになるのである。

次に、株式・出資金・投信では投信の純流入が大きかったのであるが、前年度に純流出に転じている。他方、株式については投信の動きとは逆に前年度に純流入に転換している。前年度はエンロン債組み入れによるMMFの元本割れなどのハプニングがあり、それが投信の純流出に影響しているのだが、株式および投信への資金流入を規定している要因をもっと検討してみる必要がある。

次に債券等であるが、日銀の資金循環統計では貸付信託等の金銭信託を「信託受益権」としてここに含めてい

表2 家計の金融取引（主要項目）

（単位：億円）

	現金・預金			
	流動性預金	定期性預金	外貨預金	
1998年度	297,691	60,797	192,354	5,896
1999年度	176,509	95,957	83,078	12,241
2000年度	66,768	107,355	- 62,928	6,603
2001年度	157,393	376,756	- 272,484	3,988
合計	698,361	640,865	- 59,980	28,728
	株式等・投信			
	株式・出資金	（うち株式）		投信
1998年度	27,866	12,510	- 9,426	15,356
1999年度	13,164	- 11,545	- 42,899	24,709
2000年度	64,612	- 5,381	- 16,537	69,993
2001年度	- 9,880	- 2,983	23,030	- 6,897
合計	95,762	- 7,399	- 45,832	103,161
	債券等			
	国債・財務債	事業債	金融債・信託受益券	
1998年度	- 83,604	- 5,875	1,068	- 77,131
1999年度	- 59,037	- 3,989	3,489	- 55,554
2000年度	- 41,123	31,134	694	- 70,433
2001年度	- 72,762	23,671	683	- 93,920
合計	- 256,526	44,941	5,934	- 297,038
	保険・年金準備金			
	保険	年金		
1998年度	119,844	50,754	69,090	
1999年度	124,076	26,221	97,855	
2000年度	127,791	28,606	99,185	
2001年度	90,334	29,344	60,990	
合計	462,045	134,925	327,120	

（出所）表1に同じ

る。長期金融機関の資金源であった金融債、貸付信託は残高が急減しており、債券等の純流出は金融債、貸付信託からの資金流出によるものである。このような長期預金類似商品を除くと債券等はこの四年間で四兆円の純流入となるのである。例えば国債は、二〇〇〇年度以降、ネットで増加しており、累計四兆五千億円のプラスである。ペイオフ解禁対策として家計資産の一部が国債に向かったことがここから伺われるのである。

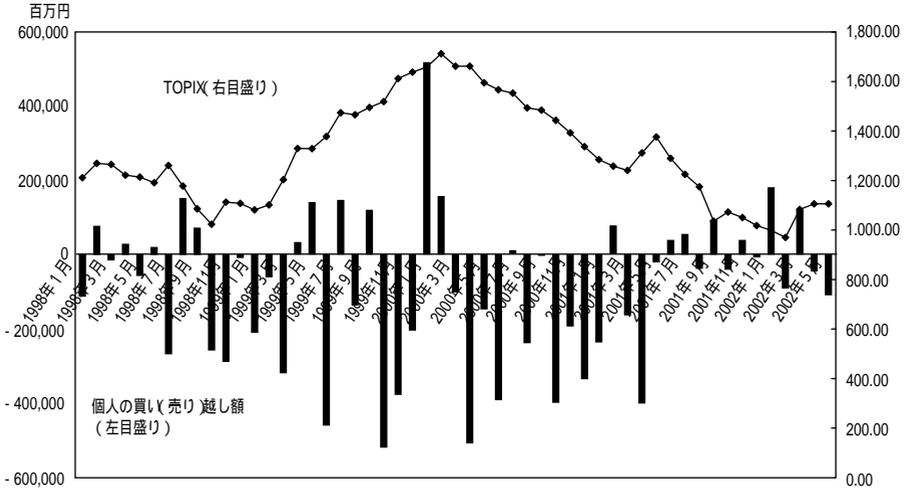
2 証券への運用動向

以上で見たように、この四年間、証券商品（ただし金融債・金銭信託を除く）についてみれば株式・投信・債券あわせ累計二三兆六千億円の純流入を見ているのである。これは、この間の新規貯蓄一〇八兆円の二・六％に相当する。（しかし、評価損益が累計二三兆円のマイナスとなっているため残高ベースでは一〇兆円の減少となり、残高構成では〇・七％の低下要因となっているのである。）

【株式投資】

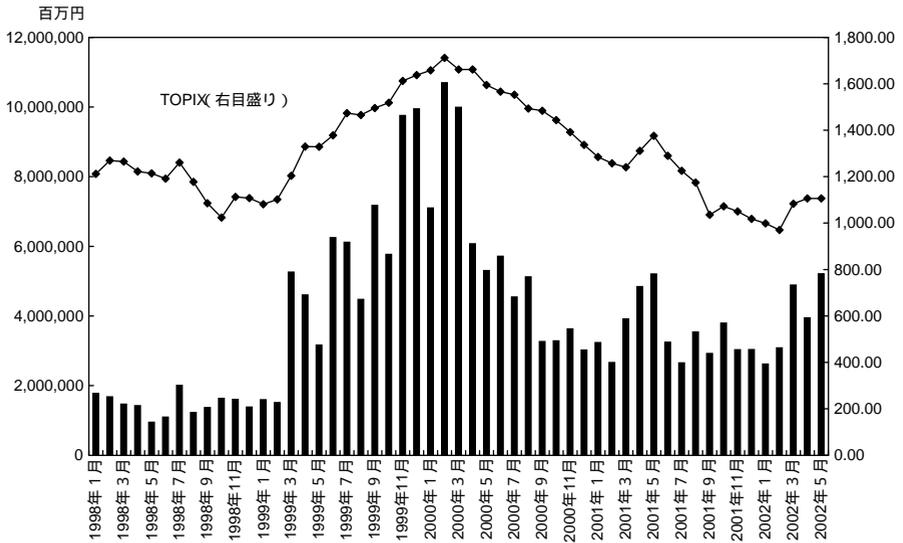
そこでまず、個人投資家による株式投資の動向についてみよう。図1は九八年一月から今年五月までの月間ベースで見た個人投資家による東証一部銘柄への買い（売り）越し額を株価（TOPIX）と照らし合わせてみたものである。（なお、九八年度からの四年間の個人投資家による東証一部銘柄売買の累計は、ネットで四兆五千億円の売り越しであり、表2の日報統計と金額的にほぼ一致する。）これを見ると個人投資家の買い（売り）越し額の動向は株価と逆相関、すなわち、株価が下がると買い向かい、上げれば売り越すという傾向が看取される。しかし表3に見るように株価（TOPIX）との相関係数は高くない。

図1 個人の買い越しと株価



(注) 東証1部ベース
(出所) 東証統計月報より作成

図2 個人投資家の売買金額 往復ベース と株価



出所、注とも図1に同じ

これに対して、個人投資家の売り買いを合計した売買金額は株価と正の相関を示していること、特に上昇期（例えば九九年）に高い相関係数を見せていることがわかる。すなわち、個人投資家の株式売買は相場が上がると活発になって取引金額が増え、下がると減るのである。もっとも下げ相場であった二〇〇一年は売買金額がそれほど減っていない（その結果、相関係数は低下している）。全体としてみると、九九年度以降、個人投資家の株式取引はポリュームアップしている（図2）が、これは手数料の自由化、インターネット取引の普及、一部のネット專業業者による信用取引顧客の取引活発化と時期が一致しており、これらが売買金額増加に寄与していると考えて良からう。

以上から推測できることは、回転の速い信用取引顧客の資金は株価動向と正の相関を見せながら売買している反面、現金取引などやや長期の個人資金は株価と逆の相関を見せながら売買している。そして個人投資家は昨年前半までは売り越し基調であったが、TOPIXで一三〇〇ポイント（日経平均で一万三千元）を割れた六月頃から買い越しに転じる月が多く見られるようになって⁽¹⁾いる。ちなみに、株式分布状況調査を見ても、個人の持株比率は二年連続して上昇し、二〇〇一年度末には一九・七%になって⁽²⁾いる。

【株式投信の購入】

次に、個人投資家による投信購入の動向についてみよう。日銀統計では家計資産による投信市場への純流出入は把握できるが、種類別（株式投信・公社債投信・MMF）の内訳は不明になっている。しかしリスク特性としては株式投信と公社債投信・MMFは異なっており、例えばMMFは本来は預貯金に含めてしかるべきものであ

表3 個人投資家の株式取引とTOPIXとの相関係数

	買越額	売買額
1998年	- 0.17931	0.10914
1999年	- 0.18852	0.88266
2000年	- 0.18542	0.85112
2001年	- 0.42796	0.51673
2002年5月まで	- 0.20199	0.83674
全期間	- 0.17931	0.74387

る。しかし、日本のMMFおよび公社債投信は組み入れ銘柄や債券価格評価方法について整備されていない問題点があったうえ、MMFの購入主体が法人に偏っていた結果、昨年度は大幅な純資産の減少をみたのである(その後、この問題点は解決された)。したがって個人の投信購入の動向を見るためには株式投信と公社債投信・MMFを分けてみなければならない。そこで、株式投信だけを分離して取りあげてみよう。(なお、投信協会公表の統計では株式投信の購入者の九割が個人となっている。)

表4は、公募株式投信へのネット資金流入を販売チャネル別(証券会社経由、銀行など窓販経由、運用会社による直接販売)に月次ベースで推測し

表4 販売チャネル別資金純流入額(推計)

(単位:百万円)

	証券会社経由		銀行窓販		直販		合計	
	資金純流 出入	運用損益	資金純流 出入	運用損益	資金純流 出入	運用損益	資金純流 出入	運用損益
2000年1月	-134,103	-141,706	78,829	-8,876	5,495	-5,653	-49,779	-156,235
2月	989,449	522,840	105,272	34,255	1,320	19,530	1,096,042	576,624
3月	107,489	-635,970	166,956	-48,157	-37,498	-22,071	236,946	-706,197
4月	292,953	-801,424	130,259	-66,337	58,509	-30,340	481,721	-898,101
5月	373,708	-1,105,396	181,101	-102,639	28,822	-42,937	583,630	-1,250,971
6月	209,327	534,504	104,157	52,864	-10,009	20,069	303,475	607,437
7月	74,773	-1,063,620	180,566	-117,800	20,529	-41,226	275,868	-1,222,646
8月	159,765	590,780	135,083	70,490	9,363	23,035	304,210	684,306
9月	101,136	-561,806	263,135	-76,828	2,586	-21,853	366,857	-660,487
10月	59,855	-926,565	41,023	-128,899	25,525	-37,587	126,403	-1,093,051
11月	20,031	-234,944	155,524	-35,446	-16,493	-9,218	159,062	-279,608
12月	-96,986	-519,682	121,413	-83,990	29,638	-21,762	54,065	-625,434
2001年1月	-120,437	191,529	158,961	33,798	-10,835	7,928	27,689	233,255
2月	21,005	-750,427	129,069	-140,113	14,929	-31,926	165,003	-922,466
3月	-50,088	169,303	210,349	34,864	-33,057	6,745	127,204	210,912
4月	151,008	566,665	57,451	117,964	-22,801	21,185	185,658	705,814
5月	130,825	-362,977	139,538	-78,836	165	-13,432	270,529	-455,246
6月	169,699	-186,887	183,404	-42,825	10,572	-6,981	363,676	-236,694
7月	423,028	-790,988	276,502	-192,624	12,930	-29,367	712,460	-1,012,979
8月	-40,569	-789,289	203,206	-206,634	12,775	-30,270	175,412	-1,026,193
9月	-89,145	-723,582	183,222	-203,294	7,799	-28,503	101,876	-955,379
10月	32,227	450,934	55,360	128,761	-10,435	17,240	77,152	596,935
11月	550,905	159,688	117,316	45,022	-1,979	5,773	666,242	210,483
12月	-117,471	-8,901	208,870	-2,703	-5,933	-320	85,466	-11,924
2002年1月	-194,368	-413,286	145,909	-133,251	25,067	-16,092	-23,392	-562,629
2月	-65,458	309,331	94,739	103,162	-35,066	11,082	-5,785	423,575
3月	136,783	290,863	121,345	99,023	-84,106	8,045	174,022	397,931
4月	105,078	108,908	133,802	38,023	-3,453	2,951	235,427	149,882
5月	54,313	145,267	129,436	52,117	-1,442	3,899	182,307	201,283
累計	3,254,733	-5,976,839	4,211,797	-858,909	-7,084	-242,055	7,459,446	-7,077,803

(出所) 投資信託より作成

表5 投信純流出入額と株価(TOPIX)との相関

	証券会社経由	銀行窓販	直販	全体
2000年～2002年5月	0.39213	-0.05587	0.29773	0.39655

たものである。推測方法は、月次ベースの「運用増減額」(基準価格で示される評価損益)を各販売チャネルへ月中平均残高に応じて割り振り、各販売チャネルの純資産残高との差額をネットの資金流出入額とみなしたのである。表5は、その資金流出入額の変化と株価動向との相関係数を計算したものである。これによれば、二〇〇〇年から今年五月までの約二年半、株式投信に七兆五千億円の資金が純流入している。つまり、日銀資金循環統計では、昨年度は家計による投信購入はマイナス(解約超)であったが、それは公社債投信・MMFの大量解約によるものである。二〇〇〇年度の株式投信におけるネットの資金流入額は二兆九八百億円、二〇〇一年度は二兆七八百億円であり、ほぼ横這いである。しかし、資金流入額とほぼ同額の運用損があるために結果として、残高の変化なしとなっているのである。

さらに、販売チャネル別に純資産残高の変化を運用損と資金流出入とに分解してみると興味深いことが看取できる。まず、資金純流入額をみると、銀行窓販は四兆二千億円で証券会社経由を約一兆円上回っている。また、資金純流出入額と株価との相関係数を見ると、証券会社経由では正の相関に対し、銀行窓販はマイナスで相関係数は高くない。すなわち、証券会社経由では株価の上昇下降と平行して資金純流入額が増減する。つまり株が上がると流入額が増加、下がると減少(もしくは流出)するのに対し、銀行窓販では株価動向と関係なく資金が流入しているのである。

証券会社の顧客層は既に株式・株式投信を保有する投資経験者が多く、相場に連動して含み損益が発生する。そのことは同時に投資家のリスク許容度を左右し、投信購入の態様は株価と正の相関を見せるのである。しかし、銀行窓販の顧客の態様はこれとは違っているのである。その理由は、相場の如何に関わらず恒常的に資金が流入する「月掛け投資」が銀行窓販には多いことに加え、これまで株式や株式投信に投資してこなかった未経験の

資金が銀行窓販経由で流入しているからと思われるのである。そうだとすれば、銀行窓販は投信市場に新たな顧客層を開拓しつつあると言えるだろう。

3 小括

日銀の資金循環統計では、家計の金融資産構成は時価評価された残高ベースで表されるので、証券のシェアが低下しているからといって、家計の資金が証券市場から流出していると即断すべきではない。むしろ昨年の後半から、家計は株式の買い越しに転じているとみなすべき兆候がある。また、株式投信についてもネットで買い越しが続いているのである。さらに、株式投信では銀行窓販によって新たな顧客層が開拓されつつある。冒頭で見たように、柳沢金融担当大臣の「株式の銀行窓販解禁」論は、個別株式においても銀行窓販を通して新たな投資家層を開拓できるとの認識があるのだろう。

しかし株式投信と個別株とはやはり違つのではないか。投信の銀行窓販の拡大は主として毎月定額投資の「月掛け投資」に負つところが大きい。すなわち、銘柄と時間とのリスク分散がレディメイドにできあがつている商品設計が新規の顧客に受容されているのではないか。投信の月掛け投資は証券投資のリスクマネジメントとしてはほぼ完全であるが、それだけに、得られるリターンも大きくない。

これに対して、個別株の投資家は銘柄、時間ともにリスクを積極的にテークすることでリターンを得ようとするのである。株価が下がる過程で底に近づいたと見越したタイミングで投資家が買いに入るのである。利益成長の期待できると見越した銘柄に買いに入るのである。こうした投資家の層が、銀行や郵便局の窓口が販売チャネルになったからというだけで拡大するのだろうか。株が下がって割安感が広がること、リストラが進捗して企業

価値上昇への期待感が高まること、これが本筋ではないか。

注

(1) なお、東証の公表する週間ベースの投資家別買い(売り)越し額は、個人の分として「信用」と「現金」の別を載せている。これを使って、信用顧客と現金顧客の買い(売り)越し額の動向と株価との相関関係を見ることも可能である。しかし、信用顧客は相場下落で評価損の出た買い銘柄については六ヶ月の信用期限終了後は「現引き」し、相場回復を待って売却する性癖があり、本来は「信用顧客」の「売り」が統計上は「現金顧客」の「売り」にカウントされてしまうケースが多いことに留意する必要がある。

(2) 個人持株比率は一九九九年度末一八・〇%、二〇〇〇年度末一九・四%(一・四%プラス)、二〇〇一年度末一九・七%(〇・三%プラス)となっている(全国証券取引所調べ)

(にかみ きよし・主任研究員)

投資顧問業者の注意義務について(2)

三木 まり

1 はじめに

近年、年金基金の資産残高を急増させつつある投資顧問会社について、二〇〇一年九月に日本投資顧問業協会から「投資顧問業者の注意義務について」と題する報告書が発表された。そこで、ここでは前号に引き続き、本報告書を基に裁判事案も参照しつつ、投資顧問業者の「善管注意義務」とは具体的にどのようなものか、投資顧問会社の果たすべき「注意義務」は「善管注意義務」で十分かどうか検討を行うことにする。

具体的な投資顧問業者の注意義務について触れる前に、これまでの議論を簡単に整理しておきたい。一九九〇年四月以降の年金基金における運用の規制緩和は、金融機関、証券会社、保険会社の資産運用ビジネスの拡充と強化を促した。しかし、年金基金の委託された運用形態やその根拠法の違いにより、運用機関が果たす受託者責任は一樣でない。投資顧問業者の現行法上の注意義務についてみると、投資顧問業法上では忠実義務についてあるが、注意義務に関する規定はない。民法上の注意義務については「善管注意義務」（民法六四四条）を負っている。自主規制ルールにおいては、注意義務のみ意識した規定は設けられていない。英米に比べて歴史の浅い日本では、fiduciaryを「契約関係以上の高度の法的義務、さらに、自発的に他人のために尽くす」という道徳的・倫理的義務を負い、専ら相手の利益のために、最高度の信義誠実を尽くして行動する「者として捉え、fiduciaryたり得ることを基本精神とすることを業界で啓蒙されてきた。さらに、日本では、投資顧問業法制定時の市場動向

等を勸案の上、その規定を厳格に守る自主規制ルールを整備するなど、fiduciary dutyの持つ理念を参考に独自の制度体系を構築してきている。

2 投資顧問業者の注意義務の適用範囲

(1) 注意義務の適用における基本的考え方

投資顧問業者における注意義務が裁判で争われた事例は極めて少ない。このため具体的判断基準を設けることは非常に困難である。実務上においては、プロ投資家との間の投資顧問契約において妥当する注意義務と、より広範な状況を広く包含する忠実義務とを区別し、信頼・信認ないし一任の度合いが強くなるほどに忠実義務が強まり、分別管理等の外形的行為への要請が強まるものと理解される。注意義務はその置かれた状況に応じて程度の差が生じることとなると考えられる。その場合の程度差が生じる判断材料として投資顧問業者の注意義務研究会では以下の四つを挙げている。まず、第一に委任の本旨、第二に提供する資産運用サービスの専門性の高さ、第三に顧客の属性（いわゆるプロフェッショナル・アマチュアの度合いを含む）、第四に投資顧問料である。

この他にも、注意義務の内容を考えるにあたって考慮される要因は存在するように思われる。例えば、潮見（二〇〇〇）¹⁾より次の四つが挙げられる。第一に、債務者（事業者）の能力・技術の専門性と、債権者（顧客）の理解能力、情報収集能力、並びにその相関性、第二に、債務者の従属性・独立性と、債権者の行為統制能力、並びに相関性、第三に、個人的信頼関係の重要性と、この要因と給付内容との相関性、第四に、委ねられた権利、利益の種類と重大性である。一般論として、以上のような要素が考えられるが、具体的なケースによって、考えられる要素の種類及び程度が違ってくると思われる。

また、契約関係成立後の運用段階での説明義務については、基本的には委任契約上の説明義務が想定され、他方で一方的な依存関係が強い場合には、業者が誠実に業務を遂行した旨のより詳細な説明義務が付加される。説明義務は、顧客に対し説明することにより、責任が投資顧問業者から顧客に転換されると考えることが私法上一般的であるが、その場合にも顧客のプロ・アマ度合いを踏まえて対処することが実務上必要であると考えられる。

以下では投資顧問業者の注意義務の適用範囲を整理するが、これまでの議論を踏まえると英米法・大陸法いずれの立場をとっても、注意義務は曖昧性を持つこととなり、具体的判定基準を設けることは困難である。このことは、実際の裁判においても、注意義務の違反があつたかどうかの立証は難しいこととなり、現実には自らの経済的合理性の範囲でもっぱら相手方の利益のために最高度の信義誠実を尽くして行動するプロセスをより高度なものとしていくことが焦点になるものと考えられる。⁽³⁾

(2) 注意義務の日本への適用範囲について

投資顧問会社の注意義務を果たす上でのチェックポイント等を整理するとともに、顧客の代表例として厚生年金基金連合会の受託者責任研究会「受託者責任ハンドブック（運用機関編）」(二〇〇〇)の四三項目を参考に、注意義務関連について言及する。但し、厚生年金基金を含む投資顧問業者を念頭に記述するものである。

顧客の指示内容の確認

・顧客からの運用方針や投資対象資産等に関する指示等があつた場合、その内容について資産運用に関する法

令等における適法性の確認

・顧客の委任の本旨を把握するため、顧客そのものに適用される法令等に関しては、要求される程度の適法性を顧客と共同確認すること

・資産運用に直接関係しない法令であっても資産運用に関連する法令⁽⁴⁾であれば原則としてそれを知るべきであり、およそ資産運用一般から想定できない法令であっても、それが当該顧客にとって極めて重要なもので、かつそれを察知しえる状況であれば投資顧問業者も責任を負う可能性がある（コンプライアンスの問題）

・顧客の運用基本方針に照らし、当該指示等に明らかに問題のある場合は、その妥当性を確認（確認義務の問題）

・金融商品販売法においては「特定顧客」以外の顧客にたいする「重要事項」の説明義務が通常の民法における説明義務とは別に投資顧問業者に課せられていることに留意

・報告に必要なコストの支払いがない場合でも、事の重要性に鑑みて報告をなすべき場合はありうる（報告義務）、注意義務の履行に伴うコストも含めて投資顧問契約書に報告について規定を設け、責任の範囲を明確にしておくことが望ましい

運用基本方針・運用ガイドライン等の遵守

・運用基本方針・運用ガイドライン等の遵守につき投資顧問業者が明らかな過失があった場合で、取るべき方策が明らかで先に処理した方が顧客のためと考えられる場合は、処理を優先させることが必要（顧客へは事

後報告）

的確なリスク管理

- ・リスク管理においてはまずは顧客に、了解される想定リスクの提示義務があり、投資顧問業者はそれを可能な限り確認することが必要
- ・総合的なリスク管理体制の構築（フロントとバックの分離、レポートイング・ラインの明確化、能力と独立性を備えた専任のリスク管理責任者の設置）

資産配分

- ・顧客による運用ガイドライン等により指示した資産配分の遵守（その点に関する注意義務がある）
- ・資産配分において重要なことは、的確なリスク管理とともに、許容範囲等のガイドラインの遵守を監視・牽制する内部管理体制の整備

キャッシュ管理

- ・顧客の指示する運用手法に従い、キャッシュポジションの管理について十分注意を払い、資金ショートを生じさせないようにすること
- ・業者側では知りえない大量の給付費の発生等のキャッシュフローについては、顧客から提供される情報に基づき合理的に予測可能な範囲でキャッシュ管理を行えばよい（仮にポートフォリオの取り崩しという事態になつたとしても免責される）

分散投資

- ・顧客の委任の本旨として分散投資することが求められていても、運用資産額が過小である等、十分な分散投資が出来ないことが市場の状況等によりやむを得ないと合理的に判断される場合には、程度の問題はあるにせよ分散投資を現実にしなかつたとしても注意違反にならない（但し、事前の説明を十分に行うこと）
- ・顧客の運用ガイドライン等に照らし、分散投資の必要性とポートフォリオに組み込むべき投資対象の適合性⁽⁵⁾を考慮する義務を負う

新規投資・デリバティブ取引

- ・新規投資やデリバティブ取引を行う場合には、十分な調査・分析をするとともに、顧客に説明する必要がある。この場合には、適合性の原則により顧客の属性を踏まえ、提供商品を選定する必要がある。またデリバティブ取引がヘッジ目的かヘッジ目的以外なのかについて十分に留意し、後者の場合には説明の必要性が大
- きい

- ・新規投資やデリバティブ取引の場合、顧客がプロに近い存在であっても、その投資や取引のリスクに対する顧客の認識を把握することが事後の紛争を避ける観点から重要
- ・基金の同意を得られない場合に新規投資等を行わないことは、投資顧問業者として当然のことであるが、むしろ投資顧問業者の行為としては、運用目標を達成する上で有効と考えられる投資手段であれば、基金の同意を得る努力をし、同意を得て行うことが求められる

銘柄選定モデル

- ・顧客の方針に基づいてモデルを作成する場合はその方針を遵守し、顧客の適合性を考えて適切なモデルを提示することに注意を払う義務を負う
- ・モデルによる過去の高運用成果のシミュレーションが、将来の運用成果を約束するような説明をしたり、過度の期待を抱かせたり誤解を招く表現をしたりしないように注意する

取引執行・ソフトダラー

- ・英国では最良執行は注意義務（「最良価格発見義務」、「同程度に有利な価格での執行義務」とされている。このことから、取引執行コストについては、注意義務の問題となる
- ・最良執行においては、注意義務を尽くしたことが重要であり、結果がベストでなくても直ちに責任が生じるわけではない。執行リスク軽減のための執行ポリシー（運用スタイルとの整合性、証券会社の選定方法等）と執行プロセスの確立（執行方法、執行評価方法）に組織的な対応が求められている。（投資アイデアの潜在リターンを具体的ににする手段が売買執行であるから、執行コストはリターンとの見合いで議論することが必要だが、執行評価におけるコスト計測技術については未だ発達途上である）
- ・ソフトダラーの利用においては、潜在的に利益相反を醸成する可能性があることを認識し、顧客の利用に資することと承諾を得て行うことが前提となる

運用結果の報告・運用スタイル等の変更

・委任の本旨を踏まえれば、最終的に適切な結果報告をすることは当然であり、委任の本旨を全うしているかどうかの注意義務がある

・仮に環境の変化等で運用スタイルに変化が生じることとなれば、委任者に通知し、委任者に再検討の機会を与えることが必要

議決権行使⁽⁶⁾

・議決権行使に善管注意義務が適用されるかどうかにつき、判例、学説上未だ定見が確立していない

・投資顧問業者における議決権行使については、委任の本旨に照らして判断することになるが、少なくとも投資運用にマイナスになると判断した場合は、しかしながら当該株式を売却するとの判断までには至らない、もしくはマーケット・インパクト等を考慮し、売却すべきでない⁽⁷⁾と判断した場合は、議決権行使すべきであると言える。その際、費用対効果を含む顧客からの期待があるかどうか等が重要な判断要素になる

約定照会・受渡決済

・オペレーショナル・リスク管理体制の構築責任は、代表取締役や業務担当取締役にあり、善管注意義務を負うことは裁判上確立しつつある

・管理体制の確立に際しては、内部統制・内部監査部門の確立を重視

3 投資顧問業者に関する裁判事案⁽⁷⁾

(1) 事実

船員を組合員とする労働組合であるXは、組合の余剰資金の一部について、昭和六三年七月、投資顧問業者であるY₁との間で投資一任契約を締結し、その運用を一任した。Y₁における運用担当者はY₂であった。この投資一任契約は、平成五年六月末に終了するまで毎年更新されていたが、その間にY₂が担当者として行った投資運用について、それが資金の性質及びXの投資方針に反し、Xの利益を無視した無謀なものであったために一〇億円を超える巨額な損失を出したとして、Xが、Y₁に対して契約上の忠実義務ないし善管注意義務違反による債務不履行責任に基づき、Y₂に対して不法行為責任に基づき、損害賠償を請求した（本訴）。これに対して、Y₁はXの主張のような債務不履行はなかったとして、未払いの投資顧問報酬の支払いを請求した（反訴）。

Xの主張する義務違反行為の内容は、Y₁の親会社（某証券会社）の手数料収入を目的とした過当取引、分散投資の原則やポートフォリオ・マネジメントの手法の無視、Y₁の社内的な運用体制、チェック体制の不備による、ポートフォリオの組織的チェックを行わなかったこと、運用手法を変えず、リスク管理なしに行われた短期売買、株価下落局面でのワラントへの過大、偏在的な投資、Y₁が運用を委ねられていたZ銀行からXへのワラントの付け替えを行い、Z銀行に利益を計上、親会社が販売会社となっている投資信託の購入が挙げられている。

(2) 判決要旨

本判決は、次のように判断して、Xの本訴請求を棄却し、Y₁の反訴を容認した。

Xが投資一任契約に至った経緯等から、XがY₁に指示した運用目標は毎期末に運用資産総額の一〇パーセント

以上の実現益を達成することであったと認定し、組合の資産として当然に安全な運用が要求されるものであって銀行預金プラスアルファを目標としたに過ぎないとするXの主張を退けた。続いて、Y₁による実際の運用状況を時間を追って認定し、いわゆるバブル経済の中で株価の上昇局面では株式・ワラントの短期売買を繰り返す手法で目標の実現益を挙げていたが、平成二年初以来の株価の長期低落局面では多額の評価損を抱えることとなり、目標達成のため株価の反発を期待してリスクの大きいワラントへの投資に傾斜したところ、さらに損失を拡大する結果となったとした。しかしながら、Xが前記のような固定的な目標達成を指示したのみで、それ以外の指示を与えていなかったという状況の下では、Y₁のとした投資方針が明らかに合理性を欠き、裁量性の逸脱があったとまでは認めることはできないとし、Xの主張するその他の義務違反行為についても、立証不十分等を理由にいずれも退けた。

(3) 実務への指針

上記の判例が実務にとつての参考になるのは、投資顧問業者の注意義務に関する裁判所の判断基準を明示した点にある。以下、それらは主に四つ挙げられる。第一に投資顧問会社の注意義務違反として「裁量権の逸脱」と「裁量権の濫用」を示したこと、第二に裁量権の逸脱につき「当該投資判断が当時の客観的諸状況及び投資顧問業者に与えられていた法令及び約定の規律に照らして明らかに合理性を欠いたものと認められる場合」と一般的判断基準を示したこと、第三に「明らかな合理性を欠いたか否か」を検討するのあたり、同じ投資目標を実現できる代替案が存在すること、代替案のリスクが小さいこと、代替案が当時の一般投資顧問業者であれば考慮の対象とすることが可能でありかつ当然であるといえることといった具体的判断基準を示したこと、第四に運用開始

後の顧客からの疑問提起があった場合における説明義務や顧客意思の確認義務について、「一方は投資顧問業者であつて投資の専門家、他方は専門家に取引を一任してその専門能力に依存している顧客という関係にある」ことから原則として肯定的に解したことが挙げられる。

ただし、本件の判旨は、投資顧問業者の注意義務違反を認定するにあたり全体的傾向として慎重になりすぎて、事実上の軽過失免責を認めるようにも理解される。投資顧問業協会としては、このような判旨に対して、本件判旨の基準に甘えることなく、より高いレベルに到達できるよう自己を規律し、業務を行っていくべきであるという見解を示している。

4 おわりに

投資顧問業者の注意義務について、顧客から投資顧問業者が資産の運用を委託された場合、民法では委任契約ということになり、善管注意義務が課されることになる。これは委任契約では、一方（顧客）が他方（投資顧問業者＝専門家）に対してその専門性を信頼し、運用を裁量に委ねている。こういった状況では、専門家の利己的な行為などにより、顧客の利益が侵害される恐れがあり、こうした危険を防止すべく法律により設けられたのが、善管注意義務だと考えることができる。

ただし、善管注意義務というのは、それ自体として明確に定義づけることはされておらず、具体的なケースに即して解釈され、一般論として意味の有る説明を与えることは出来ない。それが逆に、ケースに応じた柔軟な解決を可能にしているともいえる。そこで、具体的なケースごとに注意義務の内容が異なることを認めながら、それでもなお全てのケースに当てはまる統一的な答えを見つけ出すこと自体に無理があるのかもしれない。

い。しかし、それでは実務に携わる人にとって不都合である。そこで、これまでの見解は、個別のケースを超えた一般的に妥当する答えを求めて努力を重ねてきたといえるだろう。ここでは、ケースごとに答えは異なるが、それでも尚すべてのケースに妥当するような答えこそ望まれているといえる。

そこで、最後にこのような答えの解決策としてファクターの抽出という作業を挙げておきたい。例えば、様々なケースを丹念に調べて、結論を左右するファクターとして要素Aと要素Bとが抽出されたとする。そして、これらの要素には程度を考へることが出来るとする。⁽⁸⁾この要素Aはそれが高ければ高いほど義務の存在を認め、それを高度化する方向で機能する。これに対して、要素Bは反対に、それが高ければ高いほど、義務の程度を低め、最終的には存在を否定する方向で機能すると仮定する。さらにこれらAとBはどのようなケースにおいても義務内容を決定するのに機能すると仮定する。すると、この限りで、普遍的に妥当するルールが存在すると考えられる。ここでは、さらに具体的なケースとケースを考へることにする。ケースでは要素Aが強、逆にBは低い。他方、ケースでは要素Aが低く、Bは高いとする。そうすると、ケースでは強い義務を負担し、ケースでは低い義務しか負わないという結論になる。ケースでもケースでも考慮因子は同じであるが、因子の働きかたが違うので結論としては異なるものとなるのである。これはすべてのケースである意味で統一的に把握しつつ、ケースに応じた解決を可能にする方法の一つであるとして挙げておきたい。

【参考文献】

潮見佳男『契約責任の体系』有斐閣、二〇〇〇年。

道垣内弘人『信託法理と私法体系』有斐閣、一九九六年。

樋口範雄『フィデユシャリー「信託」の時代 信託と契約』有斐閣、一九九九年。
星野孝一『投資顧問業 二世紀へのビジョン』金融財政事情研究会、一九九四年。

注

- (1) 潮見佳男(二〇〇〇)二二頁、二三四頁。
- (2) 私法とは、私的自治を原則とした対等な私人間に適用される法を指す。
- (3) ここでいうプロセスとは、投資顧問業務においては投資顧問業務の「本質」を踏まえ、自らが置かれた状況を「把握」し、その「状況」に応じた義務を尽くすことにあると考えられ、整理すると以下の通りと考えられる。投資顧問業務の「本質」とは、委任者との信頼関係を基に業務がなりたっていることであり、fiduciary dutyでは信頼関係である。自らが置かれた状況を「把握」するとは、自身の行う資産運用行為が、制定法・契約に準じているかどうか、加えて、その行為が市場へどのような影響を与えるかを把握することにある。その「状況」に応じた義務を尽くすとは、その置かれた状況(注意義務の程度差が生じる判断材料の状況を含む)に照らし、自身に要求・期待されている行為基準(手続きを踏む)に従って、その専門的知識と経験を尽くすことを意味する。
- (4) 例えば証券取引法の証券会社等に関わる規定。
- (5) 例えば組み込まれた投資対象ごとの相関関係等。
- (6) 詳しくは、日本投資顧問業協会、議決権等株主権行使研究会「投資一任会社の議決権等株主権行使について」平成一四年四月を参照。
- (7) 東京地裁平成九年二月一七日判例『タイムズ』No. 九八二、一八一頁、一九二頁。

(8) 例えは、専門能力の高低、顧客知識の多い少ないなどが挙げられる。

(みき まり・研究員)

ペイオフと地方公共団体の公金管理

清水 葉子

1 はじめに

銀行が経営破綻した場合に、預金保険機構から一、〇〇〇万円までの払い戻しを受けるペイオフ制度が今年四月から実施された。⁽¹⁾これによって、銀行破綻にもなつてペイオフが発動されると、同一人が同一の銀行に預けている預金はすべて名寄せされた上で一、〇〇〇万円までの払い戻しを預金保険機構から受けることになる。一、〇〇〇万円を越える部分については、破綻銀行の処理を進めた上で当該銀行の破産管財人から受け取ることにになり、この部分の弁済は保証されない。

ペイオフ導入にともなつて、個人預金等についても預入れ先の金融機関を分散するなどの自衛的な動きが見られるが、ペイオフの影響を受けるのは個人だけにとどまらない。地方公共団体の管理する公金も、銀行の経営破綻によってペイオフが発動された場合にはその対象となる。このため、総務省は昨年度地方公共団体のペイオフ対策についての研究会とりまとめ⁽²⁾を発表し、各地方公共団体の対応策を検討している。

本稿では、地方公共団体の従来の公金管理状況を概観したうえで、どのようなペイオフ対策が検討されているかについて紹介する。ペイオフ対策の一つとして、公金の一部を国債など元本・利子の返済が極めて確実な債券で運用することも検討されており、証券市場に一定の影響を及ぼす可能性がある。とりわけ、地方公共団体の公金のうち、基金と呼ばれる比較的長期的な性格を持つ資金については、債券などでの運用の余地が存在すると考

えられる。さらに、地方公共団体のペイオフ対策が進むことは、これまで密接な関係にあつた指定金融機関のあり方にも変化をもたらす可能性がある。

2 地方公共団体の公金の概要

日本の地方公共団体は、都道府県、市町村、特別区で合計三、二〇〇あまり存在している。地方公共団体の運用資金残高は二〇兆円を越え、地方債発行残高は一六四兆円にのぼる。地方公共団体との取引は、地方銀行をはじめとする地方金融機関にとつて極めて重要であり、地域によっては、地方公共団体が地元金融機関にとつて最大の取引先となっている場合もめずらしくないとされる。

地方公共団体の公金は、おおまかに歳計現金と基金に分けることができる。⁽³⁾公金は、地方税や地方交付金、地方債によつて調達され、最大の歳出項目である給与関係費のほか、建設事業費、社会保障関連費などとして支出される。これらの歳入歳出に関わる現金が歳計現金である。歳計現金は歳入と歳出の時間的なズレのために生じている滞留資金であるため、流動性の高い形で管理しなければならない。地方自治法にも、歳計現金は「最も安全かつ有利な方法によりこれを保管しなければならない」(二三五条)との定めがあり、具体的には「金融機関に預金して安全に保管することであり、かつ、支払準備に支障のないかぎり、適正適時に預金による運用の利益を図ること」とされている(昭和三八年行政課長通知)。実際には、歳計現金は要求払い預金か、あるいはごく短期の大口定期預金として運用されているのが通常である。

一方、地方公共団体の基金は、地方自治法二四一条の「特定の目的のために財産を維持し、資金を積み立て、又は定額の資金を運用するための基金を設けることができる」とする規定に基づいて設立されているもので、地

表1 地方公共団体の基金の運営状況(1998年度末)

(単位 億円)

		現預金	信託	有価証券	土地	その他共合計
都道府県	積立金	40,802	1,126	1,479	-	46,789
	財政調整基金	4,043	56	5	-	4,103
	減債基金	18,577	139	644	-	19,873
	その他特定目的基金	18,182	931	830	-	22,813
	定額運用基金	5,002	81	6	2,601	15,179
	土地開発基金	4,054	34	-	2,571	8,441
	その他定額運用基金	948	47	6	30	6,738
	合 計	45,804	1,207	1,485	2,601	61,968
市町村	積立金	95,012	3,891	2,808	352	105,691
	財政調整基金	25,090	1,508	493	-	27,738
	減債基金	13,891	79	524	-	15,012
	その他特定目的基金	56,031	2,304	1,791	352	62,941
	定額運用基金	8,847	37	22	7,438	19,450
	土地開発基金	7,086	12	5	7,270	16,832
	その他定額運用基金	1,761	25	17	168	2,618
	合 計	103,859	3,928	2,830	7,790	125,141
特別区	積立金	5,908	50	13	-	6,236
	財政調整基金	1,368	-	-	-	1,368
	減債基金	609	-	-	-	609
	その他特定目的基金	3,931	50	13	-	4,259
	定額運用基金	611	-	-	277	927
	土地開発基金	304	-	-	240	545
	その他定額運用基金	307	-	-	37	382
	合 計	6,519	50	13	277	7,163

資料 地方財務協会「地方財政統計年報」

表2 主要金融機関の公金預金の内容(1998年度末)

(単位 億円)

	要求払預金	定期性預金	外貨預金	その他共合計
国内銀行	67,389	128,941	41,831	238,180
うち都銀	26,448	33,178	26,732	86,372
地銀	37,131	68,462	6,713	112,310
第二地銀	3,152	19,778	1,776	24,708
長信銀	551	1,285	5,401	7,239
信託	104	6,236	1,207	7,548
信用金庫	3,114	18,822	358	22,298

資料 日銀『金融経済統計月報』

(注) 公金には地方公共団体のほか政府関係預り金を含む。

方債償還や産業振興、文化支援などさまざまな目的をもった基金が設立されている。基金の運営は、「条例で定める特定の目的に応じ、及び確実かつ効率的に運用しなければならぬ」（二四一条）とされている。基金は、その設立の目的にかなった運用を行うこととなるため、歳計現金に比べて長期の運用が可能であるが、実際には、全地方公共団体合計で一九兆円の基金残高のうち、現預金が約八〇%と大きな割合を占めており、有価証券での運用はわずか二%に過ぎない。

これらの公金預金は、指定金融機関⁽⁴⁾などの地元地方銀行を中心として預けられているケースが多いが、大都市圏では都市銀行の指定が見られるほか、町村では信用金庫や農協が指定される場合も多い。

3 地方公共団体のペイオフ対策

以上のように銀行預金中心で管理・運用されてきた公金にとって、二〇〇二年四月以降の銀行破綻によってペイオフが発動されることがあれば、きわめて重大な影響を及ぼすと考えられる。各地方公共団体は具体的なペイオフ対策のとりまとめに動いているが、その指針となっているのが、総務省の研究会⁽⁵⁾が平成一三年三月に発表したとりまとめであると考えられる。以下、このとりまとめののちとして、地方公共団体のペイオフ対策を見てみよう。

研究会では、地方公共団体のペイオフ対策として、金融機関の破綻の可能性も含めた平常時からの経営把握とための体制整備、金融機関破綻時のペイオフ実施を念頭においた公金預金の保護法策の検討・実施、やむを得ず被害が出た場合の補完的な公金保護策の構築の可能性、の三点について検討が行われた。そのうち、については、民間の損害保険としての商品化、地方公共団体による基金の創設などが可能性として考えられる

ものの、いずれもすぐに実行可能な対策ではないので、十分な検討を要するとしているのみである。したがって本稿でも前述の および について取り上げることとしたい。

金融機関の経営把握とのための体制整備

とりまとめでは、ペイオフ解禁後は公金預金の管理・運営に関して、地方公共団体の自己責任の重要性を指摘し、そのうえで、第一に、地方公共団体は取引銀行の経営状況を把握したうえで、「安全で確かかつ有利な」公金の管理に取り組む必要があるとしている。また、第二に、銀行の経営状況分析のための体制整備を行う必要があると指摘している。

具体的には、第一の銀行の経営状況把握のために、自己資本比率などの「健全性」、総資産業務純益率などの「収益性」、預金量の推移などの「流動性」の三点を挙げて、銀行経営の概要を把握することを提言している。また、分析に際しては、他行比較などの相対的な判断や時系列比較などの方法によって行い、不良債権の状況や、地域性なども加味した上で総合的な判断をするよう求めている。

さらに、第二の金融機関の経営状況把握のための体制整備として、出納部門職員への研修の拡充、金融業務経験者の中途採用の拡充、専門性の高い人材育成のための人事政策、専門家へのアウトソーシングなどの具体策を挙げている。こうした対策に基づいて、銀行の破綻リスクが大きくなっていると判断された時には債権の保全に向けて適切な対応を取ることのほか、住民に対する説明責任（アカウンタビリティ）を果たすことにも言及されている。

公的預金の保護策についての概観

公金預金の 類型			
保護方策の案	類型 歳計現金・ 歳入歳出外現金	類型 制度融資に係る預託金 (A) 直接、金 融機関に預 金 (B) 信用保証協会 を経由して預金	類型 各種基金
現行の国の諸 制度を前提と して可能な保 護方策の案	相殺（預金債権と借入 金債務（地方債）とを 相殺）	中小企業等に対 する貸付金債権 等への質権設定 （注）	相殺（基金債 権と借入金債 務（地方債） との相殺）
	相殺に 対応した金 融商品・運 用方法の検 討	直接、金融機関に 預金する方式へ の変更（相殺で 対応） 預託金方式から、 利子補給方式へ の変更 （信用保証協会を 経由する預託金 方式についての 義務付けがない もの）	相殺に 対応した金 融商品・運 用方法の検 討
	預託金方式 から、利子 補給方式へ の変更		
	指定金融機関から提供される 担保の充実		同左
	金融機関が保有する国債・地方債等への質権設定		
国の諸制度の 改正が必要と なる保護方策		直接、金融機関に 預金する方式へ の変更（相殺で 対応） 預託金方式から、 利子補給方式へ の変更 （信用保証協会を 経由する預託金 方式についての 義務付けがある もの）	

（出所）総務省（2001）中間報告

公金預金保護のための対応方策

続いてとりまとめでは、公金預金保護のために地方公共団体がとりうる対策を公金の種類別に列挙している。以下では、歳計現金、各種基金、制度融資に係る預託金の三種類挙げられている公金のうち、前二者についての対応策の概略を紹介する。

(1) 歳計現金等についての対応策

流動性が重視される歳計現金の運用管理について、預金による運用に関しては、前述のように銀行の経営状況などの把握を行った上で、慎重な取り組みをすることとしている。加えて、地方公共団体の自衛策として、地方公共団体の持つ預金債権と借入金（地方債）債務の相殺、指定金融機関からの担保の徴収、銀行の持つ国債、地方債等への質権の設定などによって、ペイオフが発動された時の公金の保護を図る策が可能であるとしている。

また、歳計現金についても、適正な資金計画の策定を行った上で、元本の償還及び利子の支払いが確実な債券で運用することも提言されている。具体的な債券運用としては、国債、政府保証債、地方債等による運用が挙げられており、運用にあたっては流動性が重視される歳計現金の性格上、短期債（六か月TB）、政府短期証券（三か月FB）、残存期間の短い既発債、売戻特約付現先取引等による短期での運用が提言されている。

(2) 基金については、歳計現金等にくらべて支払準備のための現金の割合が少なくすむため、有価証券での運用が可能であり、国債、政府保証債、地方債等の元本の償還及び利息の支払いが確実な債券等による積極的かつ効率的な運用方法のウエイトを高めることを検討する必要があるとしている。なお、基金についても銀行預金として運用する部分については、歳計現金にならって預金債権と借入金債務の相殺、担保の徴収、質権の設

定などの方策を検討すべきであるとしている。

4 ペイオフ対策の困難

総務省のとりまとめ発表を基礎として、各自治体でも公金運営のための指針が次々と取りまとめられているが、地方自治体の取り組みには困難な点も多いと考えられる。

まず、銀行の経営状況把握の難しさを挙げることができる。とりわけ、地方公共団体とその出納事務を受け持つ指定金融機関の関係は、後で見るように銀行の経営破綻の可能性を前提としたものではない。このため、ペイオフ導入にもなつて、にわかには銀行の経営評価の体制を作り上げることが困難がともなうと考えられる。また、地方公共団体によつては、こうした公金管理業務を担当する人材を確保・育成することも必要となると考えられる。

さらに、地方公共団体がある程度正確に銀行経営の状況を把握したとしても、経営の悪化した銀行からただちに公金を引き上げることは難しいとされる。公金預金先の金融機関は地域で無視できない金融機能を果たす中核地方銀行である場合が多い。銀行によつては地方公共団体が最大の取引相手となつている場合も少なくないと考えられ、そうした中核銀行への資金供給を途絶えさせることは地域経済への悪影響が懸念される。また、公金預金が引き上げられたことが情報として広まると、一般預金者の不安をおおることにもつながりかねず、地域金融システムの不安定要因を地方公共団体自らが作り出すことになるからである。

また、担保の徴収などの地方公共団体の自衛策は銀行側にとつて負担が大きく、即座に担保提供に応じることが難しい面もあると考えられる。地方金融機関は、指定金融機関として地方公共団体の歳計にかかわる事務負担

などを無償で負担するのが通例となっていたため、地方公共団体との取引の採算がさらに悪化することになる。

5 指定金融機関制度の見直し

ペイオフ対策をにらんだ地方公共団体の対策は以上のとおりであるが、一方の銀行サイドにも、地方公共団体との取引を見直そうとする動きがある。全国地銀協会の報告⁽⁶⁾では、地方公共団体との取引について収益の観点からいくつかの問題が指摘されている。

地方銀行の多くは地方公共団体との間で、税金等の公金の出納事務を取り扱う指定金融機関として、あるいは、指定金融機関の収納事務の一部を取り扱う収納代理金融機関として取引を行ってきた。規制金利時代には、預貸取引、地方債の引受けなどによって指定金融機関側も一定の収益を確保しており、全体としては十分な収益の見込める取引であったとされる。また、銀行側にとっては、地方公共団体の指定金融機関となることで地域の筆頭銀行としての地位を示すという点でも、一定のメリットがあったと推測できる。

しかしながら、金利の自由化が進んだこと、地方公共団体が預貸取引や地方債の引受けに入札制を導入したことなどによってその収益性は低下している。さらに、収納・支払事務や派出など指定金融機関の事務コストはすべて銀行側が負担することが慣例となっており、この点でも銀行の負担は相対的に重さを増している。また、地方公共団体法には指定金融機関をおくことについての取り決めはあるものの、具体的な業務についての取り決めがない。このため、慣行的に地方公共団体の資金管理に関わる多くの業務が暗黙のうちに指定金融機関の業務とされており、その根拠が明らかでないまま指定金融機関が無償で負担しているといつ。

地銀協会が平成一一年に実施した加盟地方銀行を対象としたアンケートによると、地方銀行の多くに、今後地

方公共団体との取引の内容を見直そうとする動きが見られることが分かる。アンケート結果では、地方公共団体との取引について採算分析を行っている銀行は五六行、二行が今後開始するとしている。指定金融機関契約書等の見直しについては、四行が見直しを完了、四〇行が見直しを行っている。指定金融機関の業務内容の明確化について、二行がすでに整理検討を終え、二八行が見直し中である。事務処理の電子化推進について公共料金、税金等の電子収納を検討する「日本マルチペイメントネットワーク」への参加働きかけを約六〇行が行っている。時価会計導入に対応するため、四三行が縁故地方債の公募化に前向きに対応するとしている。

6 おわりに

以上のように、ペイオフ導入にともなって、地方公共団体サイドに取引銀行とりわけ指定金融機関との関係を見直す動きが強まっている一方、指定金融機関サイドにも、従来の預貸業務や地方債引受で包括的に確保していた採算の悪化が認識されるようになり、地方自治体との関係を見直す動きが高まってきている。

わが国の地方公共団体の公金運用が銀行預金に大きく依存していることは明らかであり、こうした変化を踏まえて、将来的には国債などの安全性の高い債券での公金運用の比率が高まってくることを考えられる。

注

- (1) 普通預金などの流動性預金については、二〇〇三年四月から実施される。
- (2) 総務省（二〇〇一）参照。
- (3) ほかに歳計外現金と呼ばれるものがあり、これは金融機関から担保として徴求した現金であるが割合としては小さい。

(4) 地方自治法第二三五条第一項、第二項には、都道府県は金融機関を指定して公金の収納・支払いの事務を取り扱わせなければならないが、市町村は金融機関を指定して同業務を行わせることができるとする規定がある。

(5) 注(2)に同じ。

(6) 全国地方銀行協会「今後の地方公共団体との取引のあり方」平成二年六月一四日。

参考文献

全国地方銀行協会(二〇〇〇)、「今後の地方公共団体との取引のあり方」、地方公共団体との取引改善等に関する実態アンケート「六月一四日。

総務省(二〇〇一)、「地方公共団体におけるペイオフ解禁への対応方策研究会とりまとめ」、三月三〇日。

鈴木博(二〇〇一)、「変革期を迎える地方公共団体の金融活動」『農林金融』二〇〇一年二月。

東京都の公金管理に関する検討委員会(二〇〇二)、「東京都におけるペイオフ解禁後の新たな公金管理に向けて」一月三〇日。

(しみず ようこ・客員研究員)

証研レポート既刊目録

1594 (2001.5)	執筆者	1601 (2001.12)	執筆者
構造改革と投資銀行業務	二上	最近の個人顧客の動向	二上
米国新興企業とストック・オプション	伊豆	インターネット取引の拡大について	伊豆
ロンドン証券取引所の巻き返し策	吉川	ユーロCCP	吉川
- 海外キャンペーンとTSE 2001 -		- DTCの欧州クリアリング機関 -	
動き出した国債のRTGS (1)	福本	金庫株解禁の商法改正	福本
- 制度の概要 -		NYSEとナスダックのスプレッドの比較	三木
1595 (2001.6)		1602 (2002.1)	
個人金融資産の動向について	二上	新規参入業者に見るビジネスモデル	二上
インスティテットのIPO	吉川	オーストラリアとシンガポールの取引所間リンク	吉川
- ECN初の株式会社公開 -		- クロスボーダー・ネットワークの試み -	
上海証券取引所のコーポレート・ガバナンス調査 (2)	王	中国上場企業のパフォーマンス	王
- 監事会、経営陣および意思決定の在り方を中心に -		米国の機関投資家と取引コスト	三木
動き出した国債のRTGS (2)	福本	1603 (2002.2)	
- 現状と問題点 -		減資について	伊豆
1596 (2001.7)		- 株式・資本金・株主持分 -	
個別株先物取引と信用取引	二上	ナスダックの電子的価格改善システム	吉川
M&A会計とITバブル	伊豆	- プライメックス・オークション・システム -	
ナスダック・ヨーロッパとvirt-x	吉川	中国上場企業の株式所有構造と企業効率	王
- ヨーロッパでの新たな試み -		証券決済制度改革	福本
上海証券取引所のコーポレート・ガバナンス調査 (3)	王	- 現行改革議論の整理 -	
- 重役の選任、報酬および従業員の変化を中心に -		1604 (2002.3)	
NYSEの特別委員会報告書より	三木	清算機関のガバナンス	二上
1597 (2001.8)		- 市場インフラと競争 -	
証券取引所の株式会社化の意義	二上	法定準備金の取り崩しについて	伊豆
自社株買いについて	伊豆	ドイツ取引所によるクリアストリームの買収合意	吉川
ユーロネクストのIPO	吉川	ペーパーレス化証券の新決済制度	福本
- ドイツ取引所のIPOとの明暗 -		米国機関投資家の取引コストと取引システム (1)	三木
アメリカ政府債の清算機関GSCC	福本	1605 (2002.4)	
1598 (2001.9)		中国株式市場の形成と国有企業改革	王
ロンドン証券取引所の株式上場	吉川	米国機関投資家の取引コストと取引システム (2)	三木
上海証券取引所のコーポレート・ガバナンス調査 (4)	王	債券取引の電子システム	清水
- 上場企業のガバナンス文化を中心に -		1606 (2002.5)	
CCPのペーパーレス化 (1)	福本	日本版金融ビッグバンの評価	二上
- 日本初の不発行化 (dematerialization) -		中国の証券行政	王
オプティマーク市場休止が意味するもの	三木	- 中国版SEC (中国证券监督管理委员会)の誕生 -	
1599 (2001.10)		外為取引の減少と電子取引	伊豆
取引所の自主規制機能について	伊豆	1607 (2002.6)	
ドイツ取引所の新たな戦略 (2)	吉川	資産管理型営業の再考	二上
- ユロ建て米国株電子取引 -		中国の個人投資家	王
中国最大の総合家電メーカー-海爾集団の経営管理と企業文化	王	投資顧問業者の注意義務について (1)	三木
- 「市場中心主義」と「顧客至上主義」をめくって -		- 運用機関の受託者責任より -	
ナスダックにおける株価セント表示導入の影響	三木	1600 (2001.11)	
信用取引とデリバティブ取引	二上	自主規制機能の分離・統合論	伊豆
- SIAの自主規制モデル案 -		LIFEの決断	吉川
中国の外資導入における経済技術開発区の役割	王	- ユロネクストによる買収合意 -	
- 天津経済技術開発区の紹介を中心に -		CCPのペーパーレス化 (2)	福本

(金額は本体価格で他に消費税がかかります。)

日本証券史資料戦後編(全十巻、別巻)

志村嘉一監修 日本証券経済研究所編

- 第1巻 証券関係帝国議会・国会審議録(一)昭和20年-27年
B5判1012頁 8,500円 送料 590円
- 第2巻 証券関係国会審議録(二) 昭和27-36年
B5判 960頁 8,500円 送料 520円
- 第3巻 証券関係国会審議録(三) 昭和37-40年
B5判1026頁 8,500円 送料 590円
- 第4巻 証券史談(一)
B5判 714頁 8,500円 送料 520円
- 第5巻 証券市場の改革・再編
B5判1094頁 10,500円 送料 590円
- 第6巻 証券市場の復興と整備
B5判1008頁 12,000円 送料 590円
小林和子監修 日本証券経済研究所編
- 第7巻 証券市場の成長と拡大期(一)
B5判1112頁 13,592円 送料 590円
- 第8巻 証券市場の成長と拡大期(二)
B5判1114頁 13,592円 送料 590円
- 第9巻 証券恐慌
B5判1188頁 14,563円 送料 590円
- 第10巻 証券史談(二)・補遺他
B5判 903頁 10,680円 送料 520円
- 別巻1 証券関係文献目録(明治・大正・昭和)
B5判 346頁 6,796頁 送料 450円
- 別巻2 証券年表(明治・大正・昭和)
B5判1052頁 12,621円 送料 590円
(全巻セット特価 100,000円)

日本証券史資料戦前編(全十巻)

小林和子監修 日本証券経済研究所編

- 第1巻 証券関係元老院・帝国議会審議録(一)
B5判1083頁 12,000円 送料 590円

総合商社の経営分析

日本証券経済研究所編

A5判 150頁 1,900円 送料 310円

日米自動車産業の経営分析

日本証券経済研究所編

A5判 193頁 2,233円 送料 310円

上位都市銀行の経営分析

日本証券経済研究所編

A5判 229頁 2,621円 送料 310円

戦後証券史を語る 上・下

志村嘉一監修 日本証券経済研究所編

菊判 上285頁 各1,942円 送料 上310円(セット)
下390頁 各1,942円 送料 下340円(450円)

(日本証券史資料 戦後編 第4巻 普及版)

続 戦後証券史を語る

小林和子監修 日本証券経済研究所編

B5判 268頁 2,330円 送料 340円

(日本証券史資料 戦後編 第10巻 証券史談(二)の普及版)

外国証券関係法令集

日本証券経済研究所訳編

- アメリカⅠ 1933年証券法, 1934年証券取引所法
[改訂版] A5判 179頁 2,427円 送料 310円
- アメリカⅡ 1933年証券法規則
[改訂版] A5判 241頁 3,398円 送料 310円
- アメリカⅢ 1934年証券取引所法規則

絶版

- アメリカⅣ 1939年信託証券法, 1940年投資会社法
[改訂版] 1940年投資顧問法, 1970年証券投資者保護法
A5判 213頁 3,204円 送料 310円

- アメリカⅤ 連邦準備制度理事会規則(T,U,G,X 規則)
A5判 62頁 1,000円 送料 240円

- アメリカⅥ ニューヨーク証券取引所設立証書,
定款, 理事会規則
A5判 66頁 1,200円 送料 240円

- イギリス 2000年金融サービス市場法
A5判 385頁 4,300円 送料 310円

- 西ドイツⅠ 取引所法, 寄託法, 信用制度法(銀行法)
A5判 83頁 1,456円 送料 240円

- フランス
A5判 225頁 2,500円 送料 310円

現代企業と配当政策

日本証券経済研究所編

A5判 272頁 3,200円 送料 310円

財務リスク・マネジメント

—ALMの理論と実務—

日本証券経済研究所編

A5判 211頁 2,233円 送料 310円

オフバランス取引

—実態と会計の対応—

日本証券経済研究所編

A5判 194頁 2,233円 送料 310円

証券図書館

大阪府中央区北浜 2-1-5 大阪証券会館別館内

財団法人 日本証券経済研究所 大阪研究所 5階

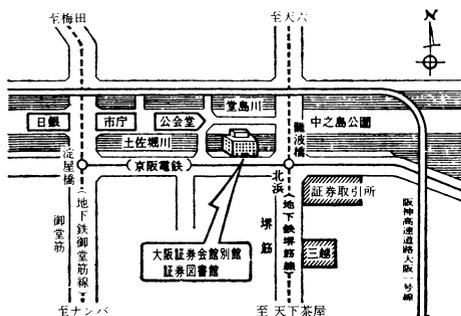
電話 大阪 (06) 6201-0062

開館時間 午前 9:30~午後 4:30
土曜、日曜、祝日、年末、年始および館内整理の日は休館します。

図書 証券（経済、制度、取引法）関係の専門書をはじめ、財政、金融、経済、経営、会計、産業関係の図書および、年報、年鑑、諸外国のアンニュアル・レポート、上場会社の社史等を集めております。

雑誌 取引所、協会、証券会社、銀行、官庁、大学等の刊行物、一般誌、産業関係資料等を広範囲に取りそろえております。ほかに、海外の新聞、雑誌も豊富にあります。

(みなさんのご利用をお待ちしております。)



道 順

1. 地下鉄（御堂筋線）淀屋橋駅下車、京阪地下道徒歩約7分で大阪証券会館別館地下連絡口（23番出口）へ。
2. 地下鉄（堺筋線）北浜駅又は京阪北浜駅下車すぐ。

証研レポート第一六〇八号
二〇〇二年七月八日発行

(毎月一回第一月曜日発行)

昭和五十二年十一月十一日第三種郵便物認可

2002年7月号

発行所

財団法人 **日本証券経済研究所**
大阪研究所

〒541-0041 大阪市中央区北浜2-1-5 大阪証券会館別館

電話(06)6201 0061(代表) Fax(06)6204 1048

<http://www.jsri.or.jp>

定価400円(本体381円)