

証 研

レポート

No.1665

2011年 4 月

なぜ財政規律が失われたか

～赤字国債償還ルールの変更と選挙制度～ 中島 将隆（1）

SEC調査報告書に見る投資顧問業検査の検査件数等の問題点について

坂下 晃（14）

庶民金融とマイクロファイナンス

松尾 順介（39）

格付会社の競争構造について

清水 葉子（56）

アメリカのsay on payの導入

福本 葵（66）

逆風下の準大手、中堅、中小証券経営

深見 泰孝（78）

公益財団法人 日本証券経済研究所
大 阪 研 究 所

なぜ財政規律が失われたか

～赤字国債償還ルールの変更と選挙制度～

中島 将隆

はじめに

日本の政府債務は、短期間で世界最悪になった。振り返ってみると、平成二年度には赤字国債依存体制から脱却し、平成三年度から五年度までは赤字国債発行はゼロであった。ところが、その後、一〇年余りの間に政府債務は累増し、日本の財政は危機的状況にある。今日では、日本の財政は持続可能か、と深刻な疑問が出されている。日本の政府債務が短期間で世界最悪となったのは、財政支出が拡大しているにも関わらず減税政策によって税収が減少し、その差額を赤字国債で補填してきたからである。膨張する財政支出を見直すことなく、他方で減税を行い、不足する財政資金を赤字国債発行で埋めてきた。政府債務の膨張は、財政規律が失われた必然的な帰結であった。以上の問題については、前回の証研レポートで検討した（「なぜ日本の政府債務は世界最悪になったか」一六六三号）。

では、なぜ財政規律が失われたのだろうか。この間、一体、何が生じたのだろうか。問題は二つある。ひとつは、国債増発の歯止め装置が失われ、国債無制限発行が可能になったこと、もう一つは、財政規律を歪める政治の仕組みと選挙制度である。国債無制限発行が可能となり、更に、国債増発を招く政治の仕組みができ上がると、

財政規律は失われる。以下では、この二つの問題に焦点をあて、財政規律を喪失させた制度変更について検討していく。

1 赤字国債償還ルールの変更

(1) 財政法の国債発行制限規定と赤字国債現金償還の原則

財政法第四条は国債発行を厳しく制限し、「国の歳出は、公債又は借入金以外の歳入を以て、その財源としなければならぬ」と定めている。そして、「但し、公共事業費、出資金及び貸付金の財源については、国会の議決を経た金額の範囲内で、公債を発行し又は借入金をなすことができる」と定めている。

財政法第四条では、まず、非募債主義が原則であること、次いで、但し書き規定により公共事業費等の財源として建設国債発行を認め、三つ目に赤字国債の発行を禁止している。そして、建設国債発行と償還計画、公共事業費の範囲については、国会の議決が必要だと定めている。

赤字国債は財政法第四条で禁止されているので発行することができない。昭和五〇年度から発行される赤字国債は、財政法第四条の特例として発行されることになった。昭和五〇年度には「昭和五十年年度の公債の発行の特例に関する法律」が制定され、以後、特例法が毎年制定され赤字国債が発行されている。財政法では赤字国債発行が禁止されているから、財務省は赤字国債を必ず特例公債と表記し、赤字国債とは決して言わない。建設国債については四条債と表現する場合がある。

昭和五〇年度から一〇年債の赤字国債が発行されたが、赤字国債は現金償還が原則となっていた。建設国債については六〇年償還が原則で、この間、借換発行が行われる。六〇年償還というルールは、見合い資産の耐用年

数が六〇年、と試算されたことが根拠となっている。赤字国債は経常支出に充当されるので見合い資産がない。このため、毎年制定される特例公債法では、赤字国債については現金償還の原則が定められていたのである。

赤字国債現金償還の原則は、国債発行の歯止め装置であり、財政規律を維持するためであった。現金償還であれば、満期が到来すると全額を現金で償還せねばならない。そうであれば、赤字国債は償還財源の範囲内に発行額を限定せざるをえない。使途を限定されない赤字国債は、歯止め装置がなければ、無制限発行に道を開くことになる。赤字国債現金償還の原則は、財政規律を維持する重要な装置であった。

(2) 過渡的措置としての赤字国債償還ルール変更

昭和五〇年度から発行された赤字国債は、一〇年債で発行されたから、昭和六〇年度から満期償還を迎えることになり、大量国債償還の時期となる。

赤字国債が満期を迎える直前の昭和五九年、財政制度審議会は二度にわたり、暫定措置として赤字国債償還ルールを変更する、という中間報告を行った。

五九年一月一八日の「中期的財政運営に関する諸問題についての中間報告」では、次のように述べている。まず、「政府としては、従来、特例公債の償還については借換債の発行によることなく、全額いわゆる現金償還するという方針を採ってきたところであり、五一年度以降の特例公債法においても借換債を発行しない旨明示されている。その方針との関連もあって特例公債の本格的な償還の始まる以前、すなわち五九年までに特例公債依存体質から脱却することを基本的目標としていた」として、従来方針の赤字国債現金償還ルールを再確認している。

報告書は引き続き、大略、次のように述べている。五九年までに赤字国債依存体制を脱却することは困難で、政府は目標年度を引き下げ、新たな財政改革の目標を六五年度までとした。六五年度（平成二年度）までに赤字国債依存体制から脱却するには、赤字国債の償還財源について再検討せざるを得ない、として次のように述べている。

「現在の財政状況の下で、特例公債の償還を、借換債の発行によらず全額いわゆる現金償還で行い、しかも六五年度までに特例公債依存体質からの脱却を図ろうとすると、極端な歳出カットや極度の負担増といった急激な措置を講じなければならないことになり、わが国経済や国民生活に好ましくない影響を及ぼすことは避けられないと思われる。したがって…特例公債の償還財源の調達について借換債の発行という手段によらざるを得ないと判断される。特例公債の大量償還を行うつつ、新規財源債を新たな特例公債に依存せざるを得ないような財政事情が当面続く状況の下では、従来のいわゆる現金償還の方針を改め、借換債の発行を行うという方針に切り替えることはやむを得ないものと考える」。

五九年一月二二日の「国債の償還等に関する諸問題の中間報告」においても、赤字国債の償還ルールについて、次のように述べている。

「六五年度までに特例公債依存体質からの脱却に努めるという目標の下に、今後、財政改革を具体的に進めていくためには、当面、特例公債の償還については、四条公債と同様のいわゆる六〇年償還ルールによることが現実的選択としてやむを得ないと考ええる」。

以上に見たように、財政制度審議会は赤字国債の償還方法について、六五年目標を達成するまでの間、従来の現金償還方式から建設国債と同じ借換方式に変更することを提案した。償還方式の変更は、あくまでも「六五年

目標」達成までの過渡的措置あり、赤字国債依存体制から脱却するまでの暫定的措置としての変更であった。

この財政制度審議会の中間報告に基づいて、昭和五十九年六月、特例公債法によって赤字国債の借換発行が行われることになった。「昭和五十九年度の財政運営に必要な財源の確保を図るための特別措置等に関する法律」（五十九年六月）の第六条で「特例公債の償還のための起債の特例」が定められたのである。

（３）赤字国債依存体制の脱却と赤字国債借換発行の継続

「六五年目標」は、平成二年、ついに実現した。当初予算で赤字国債発行はゼロとなり、実績においても平成三年度から平成五年度まで赤字国債はゼロとなった。「六五年目標」は実現し、赤字国債依存体制から脱却することができたのである。

当初の予定では、この時点で、赤字国債は現金償還の本則に戻るべきはずのものであった。ところが、財政制度審議会は、平成二年三月一日、「平成二年度特例公債依存体質脱却後の中期的財政運営の在り方についての報告」で、赤字国債借換方式を継続し、現金償還の本則に戻ることを否定した。

報告書では、まず、「わが国財政の現状を見ると、平成二年度予算において特例公債依存体質からの脱却が達成されたとはいえ、財政体質は次のように極度に悪化した状況にある」としている。極度に悪化している要因として、昭和五〇年以降の大量国債発行によって国債発行残高が増大していること、赤字国債残高も増大していること、これまで赤字国債発行額を減らすために定率繰り入れの停止など臨時特例措置がとられたこと、税収が減少した場合に赤字国債の発行に依存せざるを得ない、以上四つの要因を上げている。そして、こうした問題がある限り、「特例公債依存体質からの脱却という目標が達成されたことをもって財政が健全体に服したとは到底言

えない」と述べている。

結論として、以上の諸点を考慮に入れ「特例公債の償還については、当面、六〇年償還ルールを直ちに現金償還の本則に戻すことは現実的ではない」としたのである。

この財政制度審議会の中間報告に基づいて、赤字国債償還は現金償還ではなく、建設国債と同じ六〇年償還ルールで行われることになった。そして、今日まで、赤字国債償還は現金償還の本則に戻ることなく、建設国債と同じ六〇年償還ルールで行われている。

(4) 赤字国債現金償還ルールの変更が意味するもの

国債発行には、これまで、国債増発の歯止め装置が組み込まれていた。建設国債は六〇年償還ルールに基づいて発行されるが、発行額は財政法第四条によって公共事業費の範囲内に限定されている。従って、建設国債は無制限に発行できない。赤字国債は、現金償還の本則が守られる限り、無制限に発行することは不可能である。満期償還日には、必ず、現金で償還されるので、赤字国債発行額は現金償還可能範囲に限定されていたのである。

赤字国債償還ルールの変更は、国債増発歯止め装置が消滅したことを意味する。赤字国債の借換償還が可能であれば、満期が到来しても現金償還の制約から解放される。六〇年償還ルールで赤字国債が発行されると、毎年、六〇分の一ずつ現金償還すればよい。一〇年債であれば、満期日に償還額の六分の一の現金を準備すればよい。かくして、赤字国債償還方式の変更によって、事実上、赤字国債は無制限発行が可能となった。

赤字国債は建設国債の発行が限度に達した時、その上積みとして発行される。上積み部分としての赤字国債が無限に発行可能となれば、国債発行は無制限に発行可能となる。財政規律が失われた最大の原因は、赤字国債償

還方式の変更によって、国債無制限発行体制が成立したからである。

2 国債無制限発行体制と財政規律の喪失

(1) 減税特例国債の発行

財政規律は、平成六年以降、如何なる経緯を経て喪失していったか、喪失の契機となったものは何か、振り返ってみよう。

赤字国債依存体制から脱出したのは、平成二年からであった。平成二年には湾岸戦争負担金調達のため、臨時特別国債として九六八九億円の赤字国債が発行されたが、当初予算では赤字国債発行はゼロであった。平成三年から五年までの間、赤字国債発行はゼロとなり、赤字国債依存体制から完全に脱却することができた。

ところが、平成六年から臨時特例国債という名称で用途を限定した赤字国債の発行が始まる。平成六年には減税特例国債と震災特例国債が発行されたが、震災特例国債の発行は一回限りで、神戸大震災の復興財源に充当された。減税特例国債は平成六年に引き続き、平成七年、平成八年と連続して発行され、総額八兆円強の赤字国債が発行された（後掲図表1参照）。

減税特例国債とは、所得税の減税による税收の減少を補うため発行された国債である。平成六年には特別減税として五・五兆円、平成七年には特別減税として二兆円、先行減税として三・五兆円が減税されている。所得税の特別減税と先行減税によって税收は減少し、一般歳出に充当する財政資金が不足する事態を迎えた。この歳入不足を補填するため、減税特例国債が発行されたのである。

減税特例国債発行は、財政規律を無視した国債発行である。通常、国債は税收による財政資金の調達が困難に

なった結果、不足分を補填するため発行される。減税特例国債は、減税によって税収を人為的に減少させ、その部分を国債で補填するのだから、財政規律に反した安易な国債発行と言わざるを得ない。赤字国債無制限発行体制が、財政規律を無視した国債発行を可能にしたのである。

減税特例国債は現金償還ではなく、二〇年の借換償還であり、赤字国債の六〇年償還と比較すれば短期である。減税特例国債は赤字国債ではあるが使途を限定した国債であるから、二〇年償還とすることによって一般の赤字国債と区別したのであろう。この点、僅かでも財政規律が意識されていた、と考えることができよう。

(2) 財政構造改革に関する特別措置法の停止

国債発行額が急膨張するのは、図表1で見るように、平成一〇年度からである。この年、国債発行額は当初予算の二倍の三四兆円となり、国債依存度は四〇・三％になった。前年の国債発行額一八・四兆円、国債依存度は二三・五％であったから、平成一〇年度は前年のほぼ二倍である。前年の二倍に相当する国債発行を可能にしたのは、赤字国債の増発によってである。平成一〇年度の赤字国債発行額は、当初予算を一〇兆円上回る一六・九五兆円となった。赤字国債の追加発行によって、国債発行額は当初予算の二倍となった。平成一〇年度以降、国債依存度は四〇％ラインで推移し、赤字国債発行額は増加を続け、赤字国債比率は高まっていく。

なぜ、平成一〇年度から国債発行額が急増していったのか。平成九年一月、橋本内閣は政治主導による財政改革を進め、「財政構造改革の推進に関する特別措置法」を成立させた。ところが、まさにこの時、バブル崩壊の後遺症である金融危機が勃発した。このため、財政戦略会議で決定したスケジュールによる財政改革を推進することが困難となった。平成一〇年七月、小渕内閣が組閣され、平成一〇年十二月には「財政構造改革の推進に

関する特別措置法
停止法」が成立し、
過去最大の景気対
策と減税政策が行
われた。

過去最大の景気
対策と特別減税、
恒久的減税の財源
は、赤字国債の発
行によって調達さ
れた。平成一〇年
から平成一二年の
三年間で国債は一
〇〇兆円増加して
いる。この時点か
ら、財政改革の議
論は小泉内閣の時
期を除いて影をひ

図表 1 赤字国債発行額の推移

	新規国債発行額		公債依存度		建設国債 発行額 (実績)	赤字国債発行額					赤字国 債比率 B/A
	当初	実績A	(当初)	(実績)		当初	実績B	減税特 例国債	臨時特 別国債	震災特 例国債	
年度	億円	億円	%	%	億円	億円	億円	億円	億円	億円	%
昭和51	72,750	71,982	(29.9)	(29.4)	37,250	37,500	34,732	0	0	0	48.3
55	142,700	141,702	(33.5)	(32.6)	69,550	74,850	72,152	0	0	0	50.9
60	116,800	123,080	(22.2)	(23.2)	63,030	57,300	60,050	0	0	0	48.8
平成元	71,110	66,385	(11.8)	(10.1)	64,300	13,310	2,085	0	0	0	3.1
2	55,932	73,120	(8.4)	(10.6)	63,431	0	9,689	0	9,689	0	13.3
3	53,430	67,300	(7.6)	(9.5)	67,300	0	0	0	0	0	0
4	72,800	95,360	(10.1)	(13.5)	95,360	0	0	0	0	0	0
5	81,300	161,740	(11.2)	(21.5)	161,740	0	0	0	0	0	0
6	136,430	164,900	(18.7)	(22.4)	123,457	31,338	41,443	33,337	0	8,106	25.1
7	125,980	212,470	(17.7)	(28.0)	164,401	28,511	48,069	28,511	0	0	22.6
8	210,290	217,483	(28.0)	(27.6)	107,070	119,980	110,413	18,796	0	0	50.8
9	167,070	184,580	(21.6)	(23.5)	99,400	74,700	85,180	0	0	0	46.1
10	155,570	340,000	(20.0)	(40.3)	170,500	71,300	169,500	0	0	0	49.9
11	310,500	375,136	(37.9)	(42.1)	131,660	217,100	243,476	0	0	0	64.9
12	326,100	330,040	(38.4)	(36.9)	111,380	234,600	218,660	0	0	0	66.3
13	283,180	300,000	(34.3)	(35.4)	90,760	195,580	209,240	0	0	0	69.7
14	300,000	349,680	(36.9)	(41.8)	91,480	232,100	258,200	0	0	0	73.8
15	364,450	353,450	(44.6)	(42.9)	66,931	300,250	286,519	0	0	0	81.1
16	365,900	354,900	(44.6)	(41.8)	87,041	300,900	267,859	0	0	0	75.5
17	343,900	312,690	(41.8)	(36.6)	77,620	282,100	235,070	0	0	0	75.2
18	299,730	274,700	(37.6)	(33.7)	64,150	244,890	210,550	0	0	0	76.6
19	254,320	253,820	(30.7)	(31.0)	60,440	202,010	193,380	0	0	0	76.2
20	253,480	331,680	(30.5)	(39.2)	69,750	201,360	261,930	0	0	0	79.0
21	332,940	534,550	(37.6)	(52.1)	150,110	257,150	384,440	0	0	0	71.9
22	443,030	443,030	(48.0)	(48.0)	63,530	379,500	379,500	0	0	0	85.7

(出所) 財務省『財政基礎データ』・『日本国債ガイドブック』、『日本の財政（平成22年度版）』東洋経済新報社等より作成。

- (注) 1. 公債依存度は、公債発行額／一般会計歳出額。
2. 平成21年度の発行額（実績）、国債依存度は補正予算、平成22年度は全て当初予算。
3. 平成2年度赤字国債発行額9,689億円は、湾岸戦争負担金の臨時特別公債金分。
4. 平成6年度震災特例国債8,106億円は阪神大震災の復興経費の財源として発行。

その、財政支出の拡大は国債発行によって支えられ、財政規律は完全に失われた。

3 財政規律を歪める選挙制度

(1) 赤字財政の政治経済学

財政規律は、また、選挙制度や政治家によって歪められることが多い。選挙によって政策決定者を選出するが、選挙民は誰に投票すれば地元で直接の利益をもたらすか、投票時の判断基準となる場合が多い。また、選挙民は財政改革よりも減税を歓迎する。昭和五四年の衆議院選挙で大平内閣は、財政健全性と財政規律を守るため増税が必要だと国民に訴えた。ところが、世論の大反対によって、選挙で大敗した。これまで選挙で財政改革を訴え消費税の引き上げ訴えた政党は選挙で敗れている。

政策決定は、ケインズが心に描いたハーヴェイ・ロードの啓発的賢人によって決定されるのではない。選挙に当選することを念頭においた政治家によって決定される。選挙の際、政治家は地元で公共事業の拡大を約束する。約束して当選した政治家は、地元で利益を還元する政策を主張する。

一般に、選挙制度と政治プロセスによって、財政支出が膨張し、財政規律が歪められる。公共選択論の先駆者であるブキャナンはこの点を鋭く指摘して、国債膨張を抑制し財政規律を守るため、立憲的制約によって財政赤字を抑制すべきであると主張した（ブキャナン・ワグナー『赤字財政の政治経済学』、ブキャナン『コンスティテューショナル・エコノミックス』）。

(2) 小選挙区制の導入と財政規律の弛緩

平成一〇年以降に財政赤字が拡大した要因は、そのひとつとして、小選挙区制のデメリットを上げることができ。小選挙区制は平成八年の衆院選から導入されたが、小選挙区制では一つの政党から一人しか当選しない。このため、小選挙区制のデメリットとして、同一政党内における政策論争の対立が表面に出ないこと、個人の能力よりも知名度で選出されること、与党が過半数の議席を獲得できない場合は政権基盤が弱くなり、連立政権では少数与党が政策決定のキャスティング・ボートを握る等が指摘されていた。

平成一〇年七月に成立した小渕内閣では、小選挙区制のデメリットとして指摘されていた政権基盤の弱さが財政膨張を招くことになった。小渕内閣は自由党、公明党、自民党の連立政権であり、連立政権を維持するため各党の要求を全て受け入れざるを得なかった。自由党は社会保障の税方式、公明党は児童手当と商品券配布、自民党は介護保険の徹底見直しや新幹線の整備等を要求して、財政膨張を招いた。小渕内閣は、過去最大の景気対策と同時に、特別減税や恒久的減税など一〇兆円の大規模な減税を行った。

財政が膨張し財政規律が失われた原因の一つは、小選挙区制のデメリットが顕在化し、政権基盤が弱体化したからである。橋本内閣の下で財政構造改革を推進した与謝野馨氏は、当時を振り返り、財政改革が滞り、あらゆる政党が人気取りに走ったのは、小選挙区制の導入にひとつの原因がある、と回顧している（日本経済新聞 二〇一〇年九月一二日）。

4 震災復興国債発行と財政規律の維持

東日本大震災の復旧・復興に向けた基本法案が作成中である。二〇一一年三月一日の東日本大震災は、日本

歴史始まって以来の最大の地震災害であり、戦後最大の国家危機となった。被害総額は最大二五兆円と試算されているから、復旧・復興に必要な資金の規模は阪神大地震の一〇兆円を大幅に上回ることは間違いない。

復旧・復興対策基本法案は作成中であるが、その概要が三月三十一日の日経新聞夕刊で報道された。報道によると、ポイントは復旧・復興のため特別税を創設すること、日銀引き受けの震災国債を発行すること、と伝えられていた。復旧・復興資金の調達は予備費の活用やマニフェストを見直した上で、復旧・復興のため特別税を創設することに異論はないだろう。

震災国債の日銀引き受け発行についてはどうか。まず、震災国債の発行それ自体は、最後の手段として止むを得ないだろう。復旧・復興に向けた財政資金は、特別税を創設しても、なお不足するからである。

しかしながら、日本の政府債務の現状を見ると、如何に非常時とはいえ、財源調達のため財政規律を無視することは許されない。復興国債発行は財政規律を守りながら、様々の制約条件をつける必要がある。

まず、復興国債は既存の建設国債・赤字国債と区別することである。プライマリー・バランスの回復が財政再建の最大の課題となっている今日、区別することによってプライマリー・バランスの回復に努めれば、日本国債の信認が失われることはない。区別しなければ、プライマリー・バランスの回復に努めても、復興国債の増発によって努力の成果が表に現れないからである。復興国債を別扱いにすれば、プライマリー・バランスの回復過程を明確に示すことができる。

次に、震災国債は減税特別国債のように償還年限を一〇年、もしくは一五年に限定することである。赤字国債だからと言って、六〇年償還ルールで発行してはならない。償還年限を限定すれば、震災国債に対する信認を維持することができる。赤字国債借換発行の大きな誤ちを繰り返してはならない。

最も重要な条件は、震災国債の日銀引き受けは絶対に認めてはならない、ということである。単に、財政法第五条に反している、というだけでない。日銀引き受けが開始されれば、日本国債の信認が失われ市場価格は直ちに暴落するだろう。市場は国債発行の歯止めが無いと判断する。日本国債の信認が失われ、危機が現実のものとなる。非常時とはいえ、財政規律は何としても守らねばならない。さもなくば、震災国債の発行も不可能となるからである。

（なかじま まさたか・特別嘱託研究員）

SEC調査報告書に見る投資顧問業検査の検査件数等の問題点について

坂下 晃

1 はじめに

SECは、二〇一一年一月に「投資顧問とブローカー・ディーラーについての調査報告書（Study on Investment Adviser and Broker-Dealer）」と「投資顧問検査の向上に関する調査報告書（Study on Enhancing Investment Adviser Examination）」の二つの調査報告書を発表した。二〇一〇年制定されたドッド＝フランク法（financial-reform bill, Dodd-Frank Wall Street Reform and Protection Act 以下「ドッド＝フランク法」という）の議会における検討の過程の中でSECに対して要請していたものである。

後者については、SECは投資顧問業者（Registered Investment Adviser 以下「RIA」という）に対する検査及びエンフォースメントを強化する必要性について、①今後五年以内にSECによる検査数と検査頻度、②増加するRIAに対するSECの監視活動と一つ又はそれ以上のSROの指名、③ブローカー・ディーラーとRIAの重複登録者及びブローカー・ディーラーと密接な関係を有するRIAの検査、の三点についてレビュー・分析し、ドッド＝フランク法成立後一八〇日以内の二〇一一年一月二一日までに議会に対して調査報告書を提出しなければならないこととされた。

これまでSECの検査部（Office of Compliance Inspections and Examinations）は、RIAに対する検査ではリスク管理を中心として実施してきたが、近年においてはSEC登録のRIAの増加と検査官の減少という中で、

複雑化する検査と検査頻度の減少という問題に当ててきた。SECはドッド・フランクリン法の要請により検査頻度の改善可能な取組みを議論してきた。本稿では、「投資顧問検査の向上に関する調査報告書」（以下「調査報告書」という）に基づいて、RIAに対するSEC検査や自主規制機関（Self Regulatory Organization 以下「SRO」という）の関わりについて概観するとともに我が国の投資顧問業者に対する検査と対比してみたい。

米国の投資顧問業界には業界団体としての投資顧問業協会（Investment Adviser Association）はあるが上記自主規制機関SROは存在しない。投資顧問業者に対する検査はSECが直接実施しているのが現状である。ただ、これまでもSRO創設の動きはあった。SECは、一九六三年の「証券市場に関する特別研究報告書（Report of Special Study of the Securities Markets）」¹⁾で、RIAがSROに参加することにより最小限のプリンシパルとRIAの従業員の適切な範疇区分が出来ることについての考え方を示したが、取り上げられなかった。

一九八〇年にSECは投資顧問法上のSROの設立とSROの適切な会員制度についての文書を発し、パブリックコメントを求めた。一九八九年にはSECはRIAを監督するSROを設立し、SROは自主規制規則の制定、規則の執行及び検査を実施出来るという法案を提出した。一九九三年になり下院は投資顧問法を改正してRIAに対して検査だけを行うことが出来るSROの法案を通過させたが、上院では可決されなかった。

ブローカー・ディーラーについてはSROとして金融取引規制機構（Financial Industry Regulatory Authority 以下「FINRA」という）が存在するが、ブローカー・ディーラーの場合は、業界共通の実務的・技術的慣行が多く、それらをSROがチェックすることは効率的であるというところでRIAとの違いがあるためと考えられている。¹⁾ 投資顧問業界ではこれまでSROが存在しなくても深刻な問題は生じてこなかったことや、業界では自主規制コストの増加を避ける雰囲気があったが、最近におけるRIAの増加はSECの事務処理能力を超えて

きていることから今回の調査書が提出された背景とみられる。

2 調査報告書の主な内容

(1) SECのRIA検査

SECは、本部及び全国に一一ある地区事務所に所属する検査部の検査官がRIAの帳簿、記録と活動を検査する。具体的にはコンプライアンスの改善、詐欺行為の防止、リスクのモニター、規制方針の周知等がその内容になっている。

RIAと提携しているブローカー・ディーラーに対する検査については、当該ブローカー・ディーラーの検査については第一義的にFINRAによって行われる。しかし、FINRAは投資顧問法による規制機関ではないため、RIAの検査は専ら検査部が担当する。検査部は証券取引所、清算機関等証券市場の他の機関の検査も担当するが、二〇〇六年から二〇〇九年の間、検査部の年間予算の約五〇%をRIAと投資会社の検査に充てている。

検査部は専門検査官でチームを組みRIAの検査を行う。個々の検査の検査員の数は検査の種類や検査対象であるRIAの特長により異なっている。例えば、限られた目的を持つて行うような限定検査は数日で終了するが、複雑な検査では終了までに数週間から場合によれば数ヶ月を要することになる。また、大手のRIAでは高いレベルの専門家が検査に加わるが、検査期間は長くなることになる。

(2) 過去六年間の検査実績

過去六年間に R I A の数は増加しているのに対して、S E C 検査部スタッフの数は減少している。この結果、R I A の検査回数と検査頻度は減少してきた。

① R I A の増加

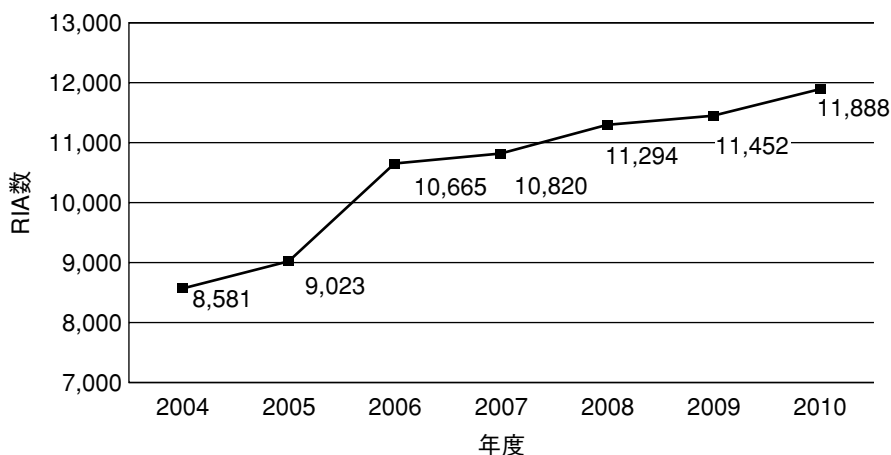
二〇〇四年一〇月一日から二〇一〇年九月三〇日の間に R I A の数は八五八一から一万一八八八へと三八・五%増加している(図表1参照、なお、図表は全て調査報告書から引用している)。その間の年平均では五・七%の伸びである。

過去六年間に R I A の運用資産額は二四兆一千億ドルから三八兆三千億ドルへと五八・九%増加した。年平均の伸び率は九・一%である(図表2参照)。

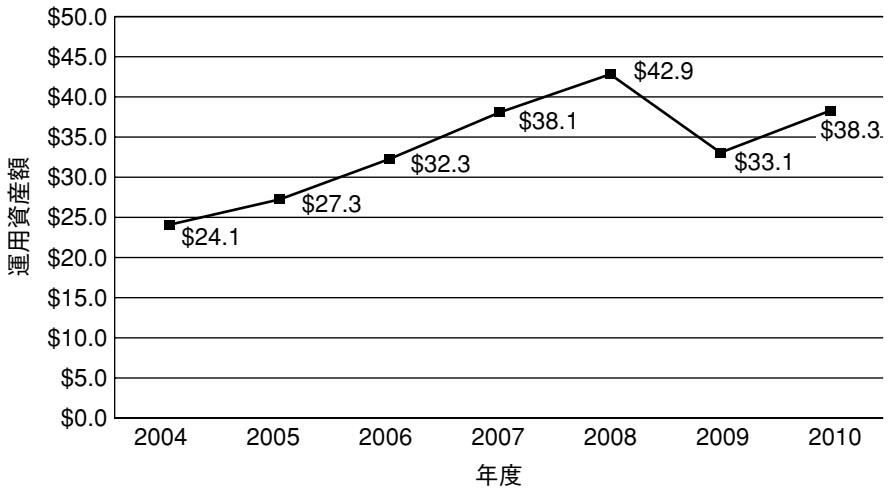
② 検査部の検査官数

二〇〇四年一〇月一日から二〇一〇年九月三〇日の間に R I A と投資会社を担当する検査部の検査官数は四七七人から四六〇人へと三・六%減少した(図表3参照)。二〇〇七年一二月から二〇〇九年六月までの間はリーマンショック後の景気後退にもかかわらず、R I A の数は増加し、二〇〇八年一月一日の一万四八二人が二〇〇

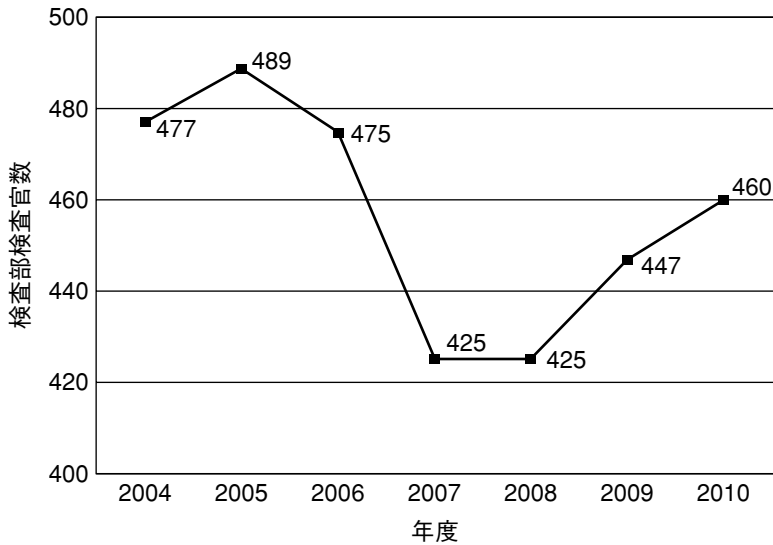
図表1 RIAの数



図表2 RIAの運用資産額



図表3 RIA担当のSEC検査部検査官数



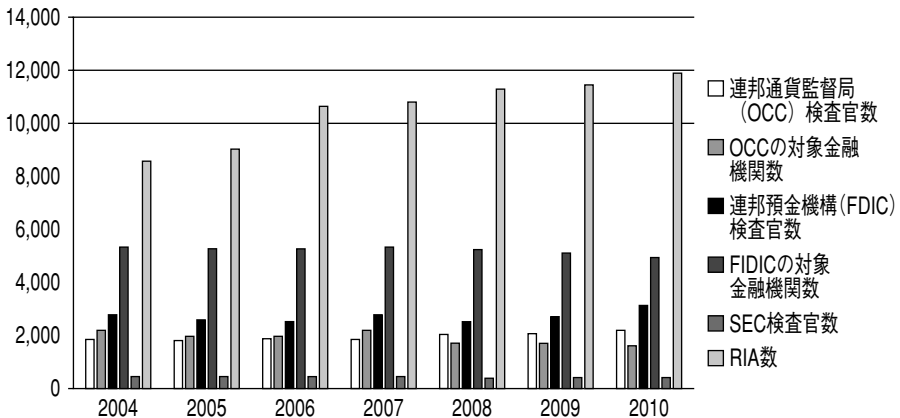
九年一月一日には一万一二七二人に、さらに二〇一〇年一月一日には一万一四八八人になった。運用資産額は二〇〇八年一月一日の四三・〇兆ドルが二〇〇九年一月一日には三三・一兆ドルまで落ちたが、二〇一〇年九月三〇日には三八・三兆ドルにと回復した。

過去六年間の検査官数の減少は検査の実施には厳しい影響を与えたが、議会の特別会計支出予算案により二〇〇八年一〇月一日から二〇一〇年九月三〇日にかけて四二五名から四六〇名と八・二%増加した。ここで明らかにすることは、過去六年間にRIAの数とその運用資産が伸びてきたのに対し、検査部の人員はその伸びに対応しなかったということである。銀行に対する幾つかの規制当局の検査と比較すると、注目すべきことだがSEC検査部の検査官が少ないことが目に付くのである。それ以上にSECの検査と銀行に対する銀行規制当局の検査では一検査対象あたりの検査官数の差が直近七年間で拡大していることがわかる(図表4参照)。これは大きな特徴点である。

3 RIA一社あたりの検査頻度の改善策

「検査部」のRIAに対する検査回数は、二〇〇四年の一五四三件から二〇〇六年には一〇八三件と減少した(図表5参照)。過去六年間に

図表4 SEC検査官と銀行に対する規制機関検査官数



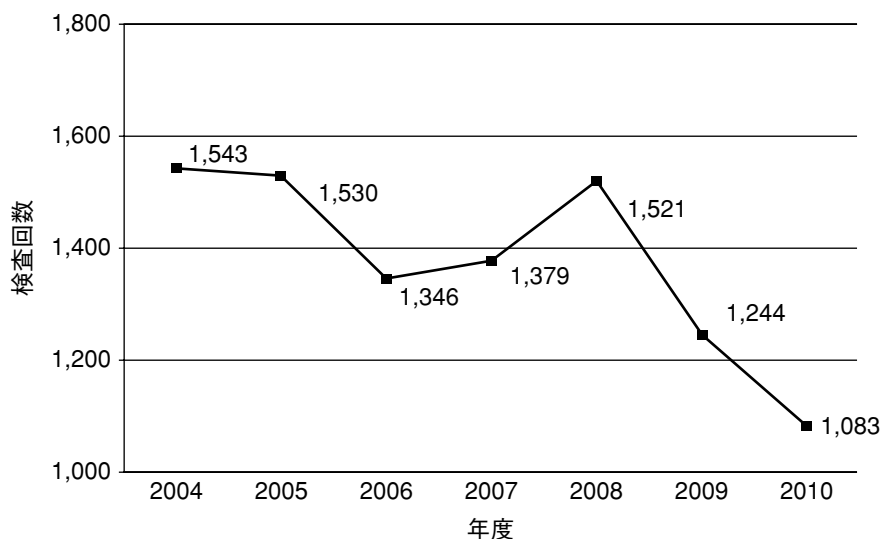
における検査の比率も二〇〇四年の一八%から二〇一〇年には九%に減少してきた。受検サイクルを見ると二〇〇四年には平均六年に一回であったが、二〇一〇年には一年に一回と減少している。これはRIA数の増加と検査部検査官の減少によるものである。

さらにこの減少は、SEC検査プログラムの他の分野にも影響を及ぼしている。例えば、「検査部」では訴訟の申し立てやハイリスク商品投資への助言を行うRIAに対する検査も検査対象であるが、通常の検査よりも時間を要するので、これらの検査の推進が難しくなってきたのである。

一九九六年全米証券市場改革法（National Securities Markets Improvement Act of 1996⁽²⁾）一九九三年証券法の改正法以下「NSMIA」という）制定で、まず議会から増加するIRAの監督にSECの検査官数では不相当との考えが出てきて、運用資産額二五〇〇万ドル未満のRIAの登録をSECから外して州当局に移管した。その結果、SEC登録のRIA数は二万二四〇〇から六六五〇に大きく減少した。

NSMIA制定前はRIAに対する検査部の通常検査のサ

図表5 SECのRIAに対する年間検査回数

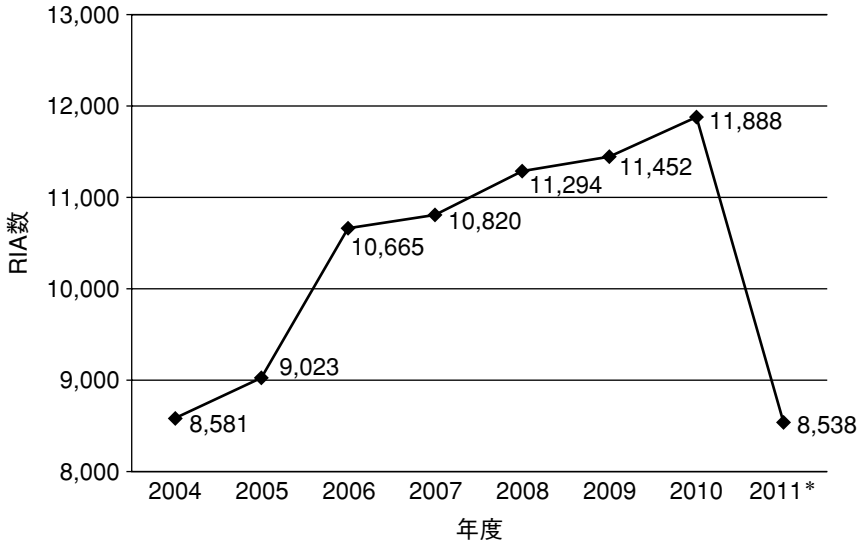


イクルは二五〇年に一度であったが、一九九八年までには五年に一回と改善し、さらにそれに加えて新規登録のRIAに対する業務開始後間もない段階での検査も可能になった。増加するRIAの監督にSECの人員では不適當であり、登録の置換えが必要との考え方はまず議会で生まれた。SEC登録から外れたRIAの多くは小規模で、地域中心のFIPの会社である。

このことからSECは、投資顧問法の登録規定の改正により同様の効果が生まれ、二〇一〇年九月三〇日のRIA一万一八八八社が二〇一一年七月二一日には二八・二%Ⅱ三三五〇社減少して八五三八社になると予想している(図表6、7参照)。その根拠は、一万一八八八(二〇一〇年九月三〇日のSEC登録RIA数)ー四一〇〇(中規模RIAの州登録への移管数)＋七五〇(投資顧問法の適用除外項目の変更にによりSECへ新規登録する個人アドバイザⅠ数)Ⅱ八五三八である。一方、検査官数は二〇一〇年と同様四六〇人としている。

SECのスタッフは、投資顧問法の登録規定の修正によ

図表6 登録基準見直しが行われる場合のSEC登録RIA数の変化



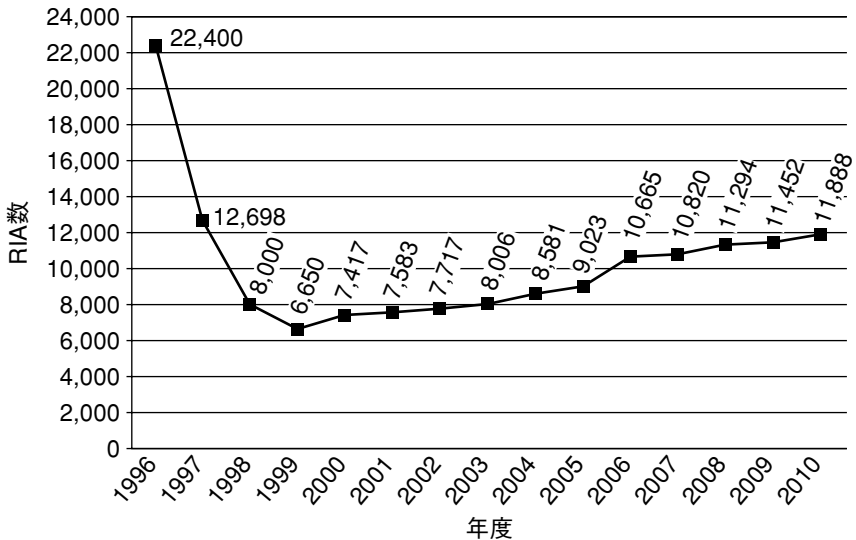
*2011 data based on Staff estimate as of July 21, 2011

りSEC登録のRIA数が一旦減少しても、ドッド・フラン
ク法成立後にRIA数と運用資産額は増大すると予測してい
る。NSMIA施行後と伸び率は異なっても年成長率5%と
すればRIAは五年間に八三五八から一万八九七になり、運
用資産額は三八・五兆ドルから四九・一兆ドルになるとして
いる。さらに一〇年後にはRIA数は一万三九〇八、運用資
産額は六二・七兆ドルになると推測している(図表8参照)。

オバマ大統領は二〇一一年度のSECの予算として一二・
六億ドル⁽³⁾を議会に要求している。この金額は二〇一〇年度の
一一・二億ドルに比べて一億三九〇〇万ドルの増額である。
しかしながら、SECのスタッフは登録基準見直しの実施に
よりSEC登録のRIA数が減ること、数年後には検査頻
度は向上するとしている。二〇一一年七月二一日⁽⁴⁾には検査官
数に対するRIAの比率は一八・六%と二〇一〇年九月三〇
日との比較で二七・九%減少するとしている。検査官数に対
するRIA数の減少はRIAに対する検査頻度を向上させる
ことになる。

SECのスタッフはNSMIA制定後、SEC登録のRI

図表7 NSMIA制定後のSEC登録RIA数の変化

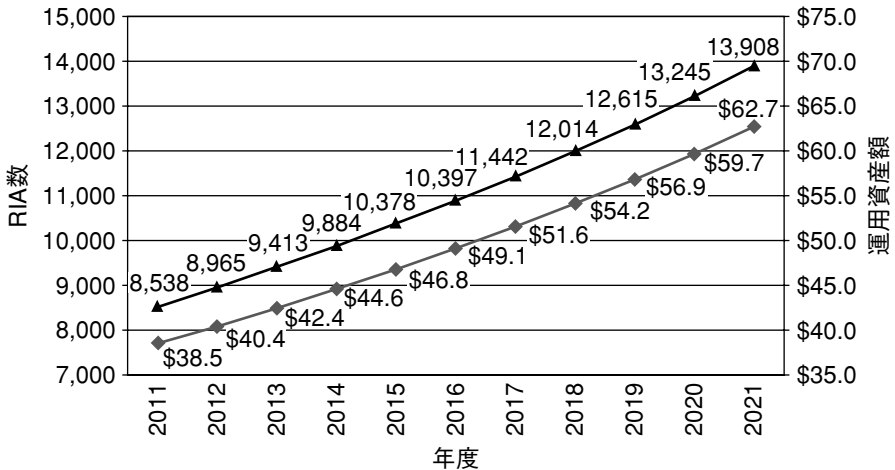


Aが減少し、それに伴って検査頻度が向上したというデータから、ドッド・フランク法成立後に投資顧問法上の登録基準の見直しがあれば、RIA数と運用資産額は増加すると予測している。また、二〇〇三年から二〇〇五年にかけて検査部は投資会社やRIAだけでなく大手投資信託会社の検査頻度も増加させることが出来た。一九九八年から二〇〇三年にかけては大手投資信託会社に対する検査は五年毎であったが、二〇〇五年までには二〜三年毎に向上した。

しかしながらSECによる検査頻度向上の可能性は、別途余裕が生じるであろう検査官をドッド・フランク法がSECに与えた新しい検査責務に転用されることになる。それは州登録のRIAや清算会社、格付け会社、FINRAに対する検査である。この新しい検査責務はSECの検査プログラムにとって大きな負担である。

これらの難題を解決するに、議会から三つのアプローチの検討が要請された。①RIAに対する検査プログラムに資金を与えることで、SECの検査体制を維持する。②SECの監督の下でRIAに検査を実施出来る以上のSROを認可する。③FINRAに投資顧問法上のブローカー・ディーラーとRIAの重複登録者の検査を認めること、以上である。この三つのアプローチを検証してみたい。

図表 8 RIA数と運用資産額の増大予測



(1) 利用者の料金負担について (User Fee)

ユーザーフィーはRIAに課せられ、SECの検査を支え、RIAの検査プログラムだけに使用される。

SECのRIA検査プログラムに資金を供給するためのユーザーフィー創設の考えは今回が初めてではない。一九九二年に下院に提出された法案ではRIAはユーザーフィーを支払ってSECの検査についてファイナンスするというものであった。

ユーザーフィーは、「検査部」が長期計画に基づいた効果的な検査が実施出来るように検査プログラムを改善し、テクノロジーと戦力の強化に努めることが可能になる。具体的には検査官に対するテクノロジーの教育は、「検査部」が高度化した投資商品と複雑化したトレーディング戦術を理解することと評価することが出来ることに繋がるわけである。

(2) SROの設置について

議会はSECのRIA検査を支えるため、難題の解決策としてSROが権限を持つことを認可することを考えている。SROは市場の専門家の意見を聞くことが出来る存在であり、SROは自らの規則を制定し、メンバー会社に対し連邦証券諸法やSRO規則に基づくコンプライアンスを実施する。このようにSROは米国の証券規制において重要な役割を果たしてきた。

RIAのSROを設置することについての考え方は新しいものではない。これまで議会、SEC、RIAの業界にとって、RIAのSRO構想は四五年以上検討されてきている課題である。その多くは投資顧問法に基づき、増加するRIAに対してSECが検査能力を維持出来るようにするということに応えて検討されてきた。メンバ

ーからの会費により支えられるSROはSECの監督プログラムの基で監査⁽⁵⁾を行うことになる。

二〇〇八年と二〇〇九年にFINRAのメンバーであるブローカー・ディーラーや商品取引業者のSROである米国先物取引業協会 (National Futures Association 以下「NFA」という) のメンバーはRIAよりも「監査」の受検頻度は多かった。二〇〇八年にFINRAは、約二五〇〇社に対する通常「監査」(routine) と七〇〇〇件の特別 (cause) 「監査」を実施しており、これはメンバーであるブローカー・ディーラー全体の五七%にあたる数字である。二〇〇九年には前年と同じく約二五〇〇社に対する通常「監査」と約七九〇〇の特別「監査」(targeted examination) を実施しており、これはメンバーであるブローカー・ディーラー全体の五四%にあたる数字である。同様にNFAはメンバーに対して二〇〇八年七二七社、メンバー全体の三三%、二〇〇九年には五六社、メンバー全体の三〇%の「監査」を実施している。

SROの設立により数、権限の範囲、会員権、ガバナンス、財政等の問題を解決出来る。投資顧問法はRIAのSROとして一つもしくは複数を想定している。同様に証券取引所法では複数の国法証券業協会が想定しているが、FINRAが唯一の国法証券業協会であり、また、商品取引所法でも複数の先物業協会を想定しているがNFAが唯一登録しているSROである。

ブローカー・ディーラーや商品取引業に対してRIAの業界は多様であり、その会社は小規模であったり、グローバルな金融機関の一部門であったり、また地域でFPの会社として運営されてきた。このことから複数のSROが想定されるわけである。複数のSROは、そのメンバーである多様なRIAを監督出来る。複数のSROは、それぞれの専門性に焦点を当てるとともに、業界における相違点の調和を行うことが出来る。

SROは、業界から財政支援を受けて業者を監督する。そのガバナンス機構に業者の代表者を組み入れ、政府

機関とは異なる業界との関係を持つことになる。SROは業界の専門家を抱えるだけでなく、メンバーに規制者としてサービスを提供することでユニークなデータやバランスの取れた見方を提供出来る。

SROが複数の場合は、単一のSROの場合に比べて規模の利益が異なることから、よりコストがかかることになる。それ以上に複数のSROの場合はそれぞれのSROによって、投資顧問法上及び自らの規則のメンバーに対する適用方法が異なってくる。そのためSECは強力な監視が必要となるわけである。

これらのことから、単一のSROを指名する方が有利になるが、FINRAの場合ではブローカー・ディーラーのSROであると同時にRIAの複合(multiple)SROになることが出来る。しかしブローカー・ディーラーとRIAを区分して監視することは、FINRAの運営が非効率になることを認識しなければならないと考えられる。単一のSROを指名する場合は、規模の経済性と効率性がSRO選定の重要な示唆となる。

① SROの権限

議会はSROに広範囲または反対に限定された権限を与えている。例えばFINRAの場合、ブローカー・ディーラーに最低限の研修と試験を要求し、メンバーに対してコンプライアンスを要請するように業務と規則の実施について幅広い権限を有している。反対に地方債証券規則策定理事会(Municipal Securities Rulemaking Board 以下「MSRB」という)は歴史的に自主規制規則の制定だけを行っており、FINRAのように自主規制実施(enforce)は行っていない。議会は、一九九三年に検査に限定したRIAのSROの設置を検討したことがある。

② SROの会員

SROの会員権にはSEC登録のRIAだけに限定されるか、または州登録のRIAにまで広げられるのかと

いう問題がある。州の証券規制当局は、ドッド・フランク法に基づき州登録の多くのR I Aに対して第一義の責任を有する。しかしながら、R I Aに対する監督の財源は十分ではないという問題がある。

また、ある種の投資助言者はS R Oへ参加することを拒んでいる。例えば、登録投資会社は一九四〇年投資会社法により除外されるし、リテールの顧客を持たない投資顧問（通常、R I Aやブローカー・ディーラーに勤務するInvestment Adviser 以下「I A」という）やヘッジファンドのようなプライベートファンドのI Aは除外される。I AはS R Oの会員としては除外されると考えられるが、二〇一一年七月二一日段階におけるR I A登録者数の三四%になると推計されるのである。

③ ガバナンス

S R Oはガバナンスの機能が重要である。S R Oのメンバーがお互いに競争しているときにメンバーを規制する重要なメカニズムである。適切なガバナンス機構は一つのビジネスモデルがS R Oを支配したり、特定のビジネスモデルが競走上優位に立つことを防ぎ、投資顧問業界の多様性を確保するからである。

歴史的にS R Oは業界の代表者たちにより理事会が構成されているが、最近では「利益相反」に取り組みガバナンスのあり方を変化させてきている。F I N R AとM S R Bの理事会では、業界外理事が過半を占めている。議会はR I AのS R Oのガバナンスについて適切な組織を検討しているが、今のところそれぞれの前提条件によって異なる結論が生まれている。

多くのR I Aは、F I N R AをR I AのS R Oに指名することは、ブローカー・ディーラーのビジネスモデルに偏ったビジネスモデルに向かうことになるとして、競走上の観点から反対であるとしている。

④ SROへの資金供給 (funding)

SROの運営にはコストがかかるが、RIAによる会費負担で賄われることになる。議会はFINRAが証券取引所法で手当てされているように、RIAのSROが理事会の要請に応じて適切な財政の有効性を得るように保証している。また、議会はSECにSROの予算を毎年証明 (approved) するように要請している。

(3) ブローカー・ディーラーとRIAの重複登録者に対するFINRAの監査

SECは「証券取引所法」を改正して、FINRAがブローカー・ディーラーだけでなくRIAとしても重複登録しているメンバーについても投資顧問法上のコンプライアンスを適用するというのがSECの考え方である。

SECはFINRAにそのメンバーに対する「証券取引所法」のコンプライアンスの権限を付与した。しかし、メンバーに対する投資顧問法上のコンプライアンスの実施権限は付与していない。そのため重複登録者に対しては、FINRA監査とは別途、検査部が投資顧問法上の検査を実施している。

RIA全体の5%はブローカー・ディーラーとしてFINRAのメンバーでもあり、その殆どは大手のブローカー・ディーラーである。これらの重複登録者はリテール顧客の割合が多く、数多くのIAを代理人として雇用している。FINRAに投資顧問法上の検査権限を持たせれば、SECは重複登録者を間接的に検査することになり、SECはコストの問題から解放される。

それ以上に、検査部とFINRAとが重複登録者に対して検査を実施することは、一方でFINRAがSECにより監督されていることからして、最終的にSECは重複登録者の顧客の投資行動とコンプライアンス環境が

把握出来ることになり、効率的な検査となるとみなしてきたのである。

4 我が国における投資助言・代理業者に対する検査との比較

SECの調査報告書により、米国での投資顧問業に対するSEC検査の問題点の概要を見たが、我が国においても二〇一一年二月に証券取引等監視委員会から検査結果報告と建議が発表されたのでその内容の一部を見るとする。

(1) 概要

証券取引等監視委員会は金融商品取引法施行後、投資助言・代理業者に検査を適用するようになったが、二〇一一年二月八日に二〇〇九年三月以降二〇一一年一月末までの検査の実施結果を「投資助言・代理業者に対する検査結果について」として発表した。検査実施先は七四社、内一一社について行政処分を求める勧告を実施。これら一一社を含む四七社について法令違反等の問題点を通知した。⁽⁶⁾

SECの調査報告者がSEC予算、検査回数、検査頻度、SROが中心であるところから、証券取引等監視委員会検査報告書における検査実態との直接的な比較は難しいが、その概要を見ることとする。

(2) 主な問題点

① 投資助言・代理業を逸脱する行為

i 投資助言・代理業者自らが無登録業務を行っている状況

投資助言・代理業者が、第一種金融商品取引業の変更登録を受けることなく未公開株式の勧誘・販売を行っていた事例、第一種金融商品取引業の変更登録を受けることなく外国投資商品に係る募集の取扱いを行っていた事例、第二種金融商品取引業の変更登録を受けることなく集団投資スキーム（投資事業組合）への出資勧誘を行っていた事例を指摘している（検査結果二頁）。

ii 無登録業者に対する名義貸し等

投資助言・代理業者が、自社の名義で無登録の者に対して投資助言業務を行わせた事例や集団投資スキーム持分（匿名組合の出資持分）の販売を行わせた事例、自社の名義は貸していないものの、無登録で未公開株式や投資ファンドの出資持分の販売を行っている者であることを知りながら、自社の従業員を当該無登録業者の販売業務に従事させていた事例、適格機関投資家等特例業務に係る出資金の運用に関し、投資運用業の登録を行っていない者であることを知りながら業務を委託し、運用を行わせた事例を指摘している（検査結果二頁）。

② 投資助言・代理業上の不適切な行為

i 顧客に対する情報提供が不適切な状況（著しく事実に相違する表示のある広告、契約締結前公布書面の未交付等）

広告について、その記載事項に不備があった事例や虚偽の表示等をした事例、事実と反する表示のある勧誘資料により投資顧問契約の締結の勧誘を行っていた事例、契約締結前公布書面を交付していなかったり、それらの記載事項に不備があった事例といった顧客に対する情報提供が極めて不適切なものとなっていた事例を指摘している（検査結果三頁）。

ii 基本的な帳簿書類の作成・管理が不適切な状況（法定帳簿の未作成・未保存、虚偽内容を記載した事業報告書の提出等）

顧客に対する助言内容を記載した書面等の法定帳簿が作成・保存されていなかった事例、財務諸表に虚偽の計数を記載したり、投資助言業務の状況（契約件数や投資助言報酬の額）について虚偽の数字を記載した事業報告書を提出していた事例、第二種金融商品取引業の変更登録を受けることなく集団投資スキームへの出資勧誘を行っていることを隠蔽する目的で、財務局からの報告聴取命令に対して虚偽の報告を行っていた事例などの法令違反行為が認められたと指摘している（検査結果三頁）。

（3）今後の対応等

投資助言・代理業者においては、登録業者として法令遵守の責務があることを自覚し、上記の問題点及びその発生原因を踏まえ、投資者保護の観点から、法令遵守への取り組みを行うことが強く求められる。

また、社団法人日本証券投資顧問業協会においては、最近の会員数の増加を契機に、会員業者の法令遵守の徹底に向け、自主規制機関としての役割をさらに発揮することが強く期待されると指摘している。以上の指摘は極めて重要な課題であり、これを改善することを検討すべきである。

（4）建議

証券取引等監視委員会は、金融庁長官に対して、投資助言・代理業に係る投資者保護の一層の徹底を図るため、投資助言・代理業に関する基本的な法令の知識や法令遵守意識が欠如しているなど業務を的確に遂行するに足り

る役職員が確保されていない場合に登録を拒否出来るよう、他の業種と同様に、投資助言・代理業の登録拒否事由に人的構成要件を追加する必要があるとの建議を行ったところである。

このように証券取引等監視委員会は、直近約二年間に七四社の投資助言・代理業に検査を実施しているが、投資助言・代理業全体の一一三〇社（二〇一一年二月二八日現在の投資助言・代理業数）に対して六・五%と検査数が少ないのと、検査対象である投資顧問業者は比較的小規模の個人投資家相手の業者ではなからうかとみられる。そのため、検査の指摘内容は投資助言・代理業として基本的な法令遵守意識が欠如しているという実態が明らかにされており、これが金融庁長官に対する建議につながっている。

5 結びにかえて

（１）報道機関の反応

米国では、調査報告者が出されてから次のような報道が行われている。

① ロイター（Reutersprint 二〇一一年一月二一日）

FINRAはブローカー・ディーラーに対する規制を行っている。RIAとブローカー・ディーラーの役割は異なっており、RIAにはFINRAとは異なる規制機関によって異なるルールが課せられなければならない。

RIAはSECの監督の範囲内にとどまるキャンペーンを実施してきた。SECはRIAに対してはブローカー・ディーラーに対するルール・ベースの規則検査（prescriptive rules）ではなくプリンシプル・ベース（principles-based）の規制を実施してきた。

FPボードのケビン・ケラー（Kevin Keller）氏は「SECは七〇年間RIAを監督してきた歴史がある。RI

AはSECの監督下にとどまりたい。FINRAはブローカー・ディーラーにより創設されており、RIAの自主規制機関になることは固有の利益相反がある」、「SECの三つのオプションではFINRAは重複登録者の監視を行えばよい。重複登録者はブローカー・ディーラーとしてもライセンスを得ているのだからFINRAの規制が課せられても構わない」と述べている。

② ニューヨーク・タイムス（二〇一一年一月二日）

SECが議会により勧められているRIAに対する検査を実施出来る財源を有するのかどうかは不確実である。調査報告書では、SECがRIAに対する検査をタイムリーに、効率的に行うには予算と人員が不足していると結論付けている。

③ ブルームバーグ（Bloomberg 二〇一一年三月九日）

ドッド・フラנק法によりボストン・コンサルタント・グループが行った四ヶ月間のコンサルタントではSECは最近の仕事量をこなすには、約四〇〇人の従業員が不足しており、デリバティブ、格付け会社、地方債を監視するには資金不足、スタッフ不足であるとしている。

シャピロ委員長は上院銀行委員会で、SECはドッド・フラנק法の要請に応えるには八〇〇人の従業員が追加必要であると発言している。これに対し、上院共和党は連邦支出を二〇〇八年レベルに引き下げなければならぬとして、大量消費と非効率性が国の問題であるとしている。このように、報道機関の反応にはブローカー・ディーラーとRIAに対する規制が異なること、FINRAがRIAのSROになることのFPの反対意見や、SECの予算不足が惹起する問題点が示されている。

(2) 日米の相違点

米国ではドッド・フランク法の要請により受託者責任 (fiduciary duty) をR Rにも適用する規則が本年七月にも提案される。その背景としては単にブローカー・ディーラーとR I Aの対立だけではなく、今後の資産運用業の展開を見据えた対応策が検討されていると考えたい。

S E C検査部のR I Aに対する検査は予算と検査官不足という現状にR I Aの増加という問題が加わってくることに對して、議会がS E Cに三つの解決策について検討を要請したのが本調査報告書の出発点である。このうち重複登録者に対するF I N R Aによる検査は大きな問題はないと考えられる。しかし、ユーザーフィーになると納税者として納得がいくのか、また、S R Oとの関係でS R Oのコストより低くするとしているがS R Oの存在理由に疑問が生じるのではないだろうか。R I AのS R OとしてF I N R Aを指名することは米国証券市場にとっても、またS E Cにとっても一番効率的と思われるが、ブローカー・ディーラーとR I Aの競争上問題視されていることと、過去の経緯からR I AがF I N R Aに対する不信感⁽⁸⁾からして実現は難しいのではないかと考えられる。

S R Oの存在理由としては、そのメリットとして①証券取引が専門技術で複雑だということから、国家機関が規制するよりも、これを事態に通じている自主団体に任せるほうが良い規制結果が期待出来ること、②その規制方法も日々の業務の流れにそってチェックしていくことが出来るので、効果的であり、コストも安く上がること、③業務内容に詳しいから、実情にあったきめの細かい規制をすることが出来るし、単なる法的規制とは違ったレベルの高い規制をすることが出来る、④不公正な行為が行われないための予防措置をタイムリーに、また適切に講じられる⁽⁹⁾。として、国が直接に監督することに対して、業界の専門家によるきめ細かく効率的で迅速な対応が

出来ると指摘している。これらに加えて、コスト負担等にメリットがあるとしている。また、税を使わなくて業界のコスト負担、税の節約といった国民経済的メリットも加えることが出来る。その意味で、もしユーザーフィードバックが適用されるようなことになれば大きな論議を呼ぶことになり、実際の優先順位は低いのではないかと考える。

少子高齢化の進展、経済と金融資本市場のグローバル化の一層の進展等大きく変化している中で、今後、資産運用業は大きく発展すると期待されている。その中で、資産運用業は顧客の信頼を確保するのにコンプライアンスの徹底が喫緊の課題となっているが、その視点で考えると、我が国における投資顧問・代理業の現状は証券取引等監視委員会の指摘にあるように、本来のあるべきレベルに達していないと言える。もっとも証券取引等監視委員会の指摘は投資顧問・代理業でも個人顧客を相手とする業者であり、それらの業者は資産管理業務に十分対応が出来ていないと考えるが、まさにこのような個人顧客を相手とする投資顧問・代理業が、顧客の信頼を得られる時こそ我が国でも資産運用業が根付いたといえるのであろう。

また、米国SECがRIA増加と予算の制約からくる州とのRIA管轄権をめぐって登録基準を引き上げることとで、出来るだけ負担を減らそうという考え方やSECの検査でユーザーフィーの徴収、RIAに反発があるFINRAをRIAのSROにしようという考え方には、前述のSROの存在理由からして、若干の違和感がある。SECがSROに検査の仕事を負担させるとともにSROに対して監督や検査を行うことが出来るという構造は金融庁、証券取引等監視委員会が日本証券業協会や証券取引所を監督するとともに、監査・検査を分担させており、我が国でも同じであるが、我が国では投資助言業のSROである投資顧問業協会が監査を担当することが出来るのかという問題や、重複登録者に対して第一種金融商品取引業者の監査を担当している日本証券業協会や証

券取引所が監査を担当するのかという問題がある。これまでも財務検査を含めて証券取引等監視委員会検査、日本証券業協会監査、証券取引所考査・検査のそれぞれの担当分野、例えば、法令の検査と自主規制規則の監査、自主規制規則の中でも日本証券業協会の投資勧誘検査と証券取引所の市場規則考査・検査を調整し検査機関相互の重複検査を避けて、検査、監査、考査の一元化を行うという検討が行われている。SECのように現段階での権限をSRO監査に移譲し、一元化することは、検査を受ける側である証券会社、銀行等の金融機関にとっても効率化、コストの軽減というメリットがあり、ひいては資産運用業の効率化や発展にとっても重要な要素である。検査事務手続きの簡素化は進展しているが、金融機関の負担の軽減の観点だけでなく、「検査の一元化」は重要と思われる。今後、証券取引等監視委員会がSROとの検査・監査の連携を強化する一方で、我が国の資産管理業務の発展に合わせて、投資運用業、投資助言・代理業、ファンド業者、等の検査の充実や、インサイダー取引、相場操縦、不正ファイナンス等先鋭化・巧妙化する反則事件に対する検査の強化が求められることになる。その意味では、SECのような大局的な判断と改革へ動くスピードは我が国でも参考になるのではないかと考える。

注

- (1) 鈴木章司「投資顧問業」『図説アメリカの証券市場』二〇〇九年版 二四二頁 日本証券経済研究所
- (2) 一九九六年一〇月制定 ミューチュアルファンド、投資顧問に関わり、保険会社をより一層競争の場に置き、変額年金に対する規制を緩和した。

- (3) FINRAのケッチャム会長はSECの予算は二〇一一年度には二二億五千万ドルが必要と述べている。(Investment

News誌 二〇一〇年一〇月二二日

- (4) ドッド・フランク法第四編に規定されている私募ファンドの投資助言業者のSECへの登録義務の施行期日は、同法成立一年後の二〇一一年七月二二日である。(松尾直彦「アメリカ金融改革法」金融財政事情研究会 二〇一〇年二三頁)

- (5) 本調査報告書ではSECもSROも検査(examination)という表現であるが、我が国では証券監視委員会では「検査」で、日本証券業協会は「監査」であるところから便宜的にSECは「検査」、SROは「監査」と使い分ける。なお、東証は考査、大証は検査である。

- (6) 二〇一〇年度における証券取引等監視委員会の証券会社に対する検査は二一社で、そのうち二三社に問題点を指摘し、二二社に対して行政処分を求める勧告を行っている。また、日本証券業協会は同年度における監査で会員九五社、特別会員五六機関に対して監査を行い、内、会員四三社、特別会員七機関において法令・諸規則違反が認められた。

- (7) CFP資格認定制度の確立や、CFP商標の保護、普及を行うことを目的に一九八五年に設立されたFPの団体である。

- (8) 拙稿「SEC、登録外務員(RR)に受託者責任(fiduciary duty)を適用」『証券レポート』No. 一六六二 公益財団法人 日本証券経済研究所 二〇一〇年一〇月参照

- (9) 河本一郎、大武泰南『証券取引法読本(第四版)』有斐閣二〇〇〇年 三三八頁

参考文献

- ・松尾直彦『アメリカ金融改革法 ドットコム・フランク法のすべて』金融財政事情研究会
- ・「投資助言・代理業者に対する検査結果について」証券取引等監視委員会 二〇一一年二月八日
- ・原田武嗣「わが国資産運用業を取巻く最近の法的環境―資産運用業のコンプライアンス革命を促す新潮流―」『ファンドマネジメント』二〇〇七年夏季号 No. 五一 野村アセットマネジメント

(さかした あきら・客員研究員)

庶民金融とマイクロファイナンス

松尾 順介

はじめに

近年、マイクロファイナンスが注目を集めている。マイクロファイナンスの定義は、必ずしも明確ではないが、担保となるような資産を持たない貧困層に対して、小口融資など小規模な金融サービスを提供するものとされる。いわゆる金融弱者に対して少額の無担保貸付などを提供し、その資金で自立支援を促し、マクロ的な経済発展につなげようとしている点が特徴と思われる。二〇〇六年にノーベル平和賞を受賞し注目を浴びた、ムハマド・ユヌスのグラミン銀行は、世界のマイクロファイナンスの中心的存在といえよう。また、マイクロファイナンスを提供する金融機関は、いまや世界的な広がりを見せており、貧困対策の有力な手法とみなされるようになっていく。

ところで、このようなマイクロファイナンスは、日本には存在しないといわれることがあるが、日本には庶民金融の長い歴史がある。つまり、鎌倉時代に起源を有する、無尽や頼母子などは、庶民に対して金融サービスを提供してきた歴史があり、その仕組みは今日のマイクロファイナンスと共通する点が多い。また、これらの庶民金融は、戦後金融システムの中に制度的に組み込まれ、中小企業や個人に対する金融サービスを提供し、戦後の成長の一端を担ったといえる。

そこで、本稿では、日本の伝統的な庶民金融とは、どのようなものであり、どのような仕組みで運営されてい

たのかを概観し、今日のマイクロファイナンスとの共通点と相違点を考察する。

1 マイクロファイナンス

今日、マイクロファイナンスが普及するのに伴い、それぞれの金融機関によって、様々なビジネスモデルが採用されており、必ずしも一概にいけないが、ここでは、マイクロファイナンスのパイオニアであるグラミン銀行を例にとって、その概要を示しておこう。⁽¹⁾

① 貧困層による所有…グラミン銀行プロジェクトは、一九七六年にバングラデシュで開始され、一九八三年に特別法上の銀行に改組された。現在、その株主の九五％は、借り手であり、その大半が貧困層の女性である。また、残り五％の株主は政府である。

② 融資…融資は、無担保で、連帯保証もない。借り手は五人のグループに属することになるが、グループのメンバーは、他のメンバーの債務保証や代位弁済を要求されることはない。つまり、返済義務は個々の借り手のみに課される。なお、借り手の総数は八三六万人で、うち九七％は女性である。

③ 融資額…創業以来の融資額は、六一二億タカ（一〇三・八億ドル）である。うち五四三五・五億タカ（九二億ドル）は、すでに返済済みである。したがって、現在の残高は、六八七・一億タカ（九・七億ドル）である。二〇一〇年三月から二〇一一年二月までの一年間に、九八五・六億タカ（一四・一億ドル）を融資した。

④ 返済率…融資の返済率は九七・三三％である。

⑤ 融資資金…融資の資金は一〇〇％銀行預金による調達である。なお、預金の五五％超は、銀行の借り手からの調達であり、預金は融資残高の一五〇％に達している。また、借り手の預金は増加しており、これが同行の

重要な基盤となっている。

⑥ 寄付金なし…一九九五年に同行はいかなる寄付金も受け取らないという決定を下した。最後に寄付金を受け取ったのは、一九九八年である。今後も同行は、寄付金や国内外からの融資を受け入れる必要性はないものと考えている。預金の累増は、信用供与に必要な金額を十分上回る見込みである。

⑦ 銀行の支店とスタッフ…支店数は二五六五で、八万一千三百七十八の村々で活動し、二万二千七百七十七名のスタッフを有している。

⑧ 利益…一九八三年、一九九一年および一九九二年を除いて、創業以来、毎年同行は黒字を維持した。

⑨ 配当…二〇〇九年の配当利回り（現金ベース）は、三〇％であり、同年の他行の配当と比較して、最も高い利回りであった。同行の過去最高の配当は、二〇〇六年の一〇〇％であった。同行は配当額を確保し、毎年の配当額を平準化するためにファンドを設立している。

⑩ 融資金利…四種類の金利を設定しており、事業資金…二〇％、住宅ローン…八％、学費ローン…五％、窮境者向け…〇％となっている。なお、同行の融資金利は、政府金利よりも低水準である。

⑪ 一件当たりの平均的な融資金額…事業資金…二万八千三百三十九ドル（三万九千四百一十ドル）、住宅ローン…一万三千六百一十ドル（一万八千四百五十九ドル）などとなっている。また、事業資金の最高は一六〇万ドル（二万三千九百九十九ドル）である。

⑫ 預金金利…同行の預金金利は、八・五％から一二％と魅力的な水準を維持している。

また、同行については、銀行の下部組織として地域本部を設立し、借り手に対して生活指導や返済について⁽²⁾の指導を行っていることや、審査に際して将来の返済能力を重視していることが紹介されている。

以上のように、グラミン銀行によるマイクロファイナンスは、貧困層に対して、小額資金を融資することで、貧困層の自立を支援し、その生産活動を促し、経済成長に寄与したと評価されている。

ただし、上記のように評価される一方、様々な課題があることも指摘されている。⁽³⁾

① 高齢、障害、疾病などを抱えているため労働意欲があっても十分に働くことができない人々あるいは極貧層は、融資を受けにくい。

② 融資規模が小さく、返済期間が短いため、事業資金としては使い勝手が悪い。

③ 五人一組のグループを形成し、融資を受けるためには、順番を待たねばならず、前のメンバーが返済した後、次のメンバーが融資を受ける仕組みであるため、融資の機動性に欠ける。

④ 貸付金利が高い。

このような課題は、グラミン銀行だけでなく、マイクロファイナンスに共通する要素を持っていると思われる。また、日本の伝統的な庶民金融にも共通する点がある。したがって、次に日本の伝統的な庶民金融である、無尽や頼母子について見てみよう。

2 無尽・頼母子の起源と成立

まず、日本の伝統的な庶民金融として、無尽（講）または頼母子（講）を挙げることができる。いずれも長い歴史を有しており、その概略は以下である。⁽⁴⁾「無尽」とは、もともと仏教用語であり、鎌倉時代の「土倉」（一種の質屋）に関連する用語として使われたといわれる。この「土倉」が提供する有担保の利付融資資金は、「無尽銭」といわれた。また、「頼母子」とは、相互扶助のもとに発生し、無利息・無担保の貸付を行うものであり、

土倉が融資しないときの代替手段として形成され、機能したとされる。その後、無尽は関東、頼母子は関西で発展した。また、頼母子も利付・担保付に変化し、同一視されるようになり、室町時代に基本形態が完成し、農民、商人から武家に至る各階層で利用された（以下、無尽とのみ記述する）。さらに、「講」とは、仏語起源で、經典の講義をなす団体を意味し、神社仏閣の維持資金を拠出する団体または参拝資金を積み立てる団体（宗教講）へと変化、さらに金融組織（金融講）へと変化したといわれる。つまり、庶民の金融ニーズを反映して、自然発生的に形成されたものであろう。この点は、現在のマイクロファイナンスが、グラミン銀行などの金融機関によって導入・普及している点とは明らかに異なっている。

次に、このような無尽の基本形態は、室町時代に完成したといわれ、そのスキームは、おおむね以下のように説明されている。⁽⁵⁾

① 一名ないし数名の「親」が、発起人となり、十数名の会員を募集して「講」の組織を作る。これは、「講衆」または「衆中」などといわれる。その上で、会員は規約を締結する。

② 講衆は、定期的に会合を開催し、毎回特定の金穀を醸出する。これは、懸金、懸足、懸米などといわれる。

③ 毎回醸出した懸銭を抽選または入札で講衆のうちの一名に貸与する。これは「取足」などといわれる。

④ 一度当選した会員は二度目の抽選には加われないが、毎回の懸銭を醸出する義務があり、これが定期的な返済となる。その際、有利子となる場合、あるいは担保や保証人付きの場合があった。

⑤ 講衆全員が当選する段階を「満」といい、講は解散することとなっていた。

このスキームを見ると、グループを形成して融資を行う点やグループメンバー内で金融が行われている点など、グラミン銀行のスキームと類似していると思われる。

第三に、江戸時代の無尽は、多様化し、次のような種類の無尽が展開した。⁽⁶⁾

① 寺院の無尽…富くじまがいの無尽が出現・流行した。当初、幕府もこれを認可したが、射幸心をあおるものとされ、天保の改革で禁止されたが、必ずしもこれらの禁令は有効ではなかった。

② 農村の無尽…農民の消費金融として発展したが、徐々に農地や牛馬など、生産手段の購入資金の融通として利用されるようになった。特に、商品経済の進展とともに、資金需要が拡大したことから、入札方式が導入された。また、取金通増方式や掛金通減方式なども採用されるようになった。ただし、入札方式では、講元が差金を取得することになり、これが講元の利益となるが、この差金が拡大すると、その分だけ取金は減少し、これが弊害となることも指摘された。

③ 武士階級の無尽…下級武士の間で、消費金融として利用されるようになった。特に、江戸参勤費用を中心とした保険類似の無尽は、重要な役割を果たしたといわれている。⁽⁷⁾

④ 商人階級の無尽…町人階級の中で消費金融として利用されたが、商品経済の発展に伴って、商工資金調達に利用されるようになり、常時的金融機関形態をとるようになったといわれる。

3 明治から戦前期にかけての無尽

明治になると近代的な銀行制度が採用されるようになるが、庶民は無尽などの金融手段を利用した。ただし、殖産興業の過程で、無尽のあり方は、旧来の組合的な無尽から永続的・営利的な無尽へと転換していった。特に、都市部の無尽は、重要な金融機関としての展開を目指した。⁽⁸⁾ 具体的には、明治三四年三月、小林寅吉が「大和会」という営業無尽を設立したのが嚆矢とされ、⁽⁹⁾ 同三四年七月には、山口仲蔵が「共栄合資会社」を設立し、その後

各地に無尽会社が設立された。なお、前者は東京式無尽の創始者、後者は大阪式無尽会社の始祖とされる（東京式・大阪式については後述）⁽¹⁰⁾。

ところで、明治以降も富くじ類形の無尽は規制され、各府県の警察がその取締を担当した。明治二九年、警視庁は、無尽講の設立に際し、発起人は加入者の住所・氏名・立会場・年月日、会員間の契約証書の届出を義務付けた。さらに、明治三十一年以降、各県で講会取締規則が制定されていた。その結果、無尽に類する講会を組織する際には、警察署の認可を要することになり、発起人は講会の名称、目的、方法、地域、掛金ならびに掛戻金の収支計算などを届け出ることとなった。

他方、従来の無尽とは起源が異なるものの、無尽方式を取り入れた貯金会社が拡大・成長した。貯金会社は、講会取締規則に触れないだけでなく、小資本で設立可能であった（ただし、当時の貯金会社は、商取引、不動産・船舶売買等、資金運用受託、保険代理業、建築請負、債権取立、有価証券の割賦販売など他業との兼業が多かったといわれる）。さらに、明治四三年以降の公債の低利借り換えによって、貯蓄層の資金が流入したため、貯金会社は急速に発展した。⁽¹¹⁾ 大正四年二月発表の大蔵省『無尽二関スル調査』では、貯金会社は営業無尽と定義されており、全国の無尽会社数・八三一、契約総額・一億三七六四万円、契約中抽選・入札により貸付けた額・三六七八万円となっている。また、無尽会社の長所として、①商工業資金調達手段、②細民の利便性、③貯蓄心の向上、④質屋・高利貸しより低利、⑤資金の長期性、⑥無担保貸付の場合があること、⑦共愛的道德方便、といった点が挙げられているが、その反面、次のような課題も指摘されている。①当せん時期によって金利計算上の得失不同、②極端な低額入札、③資金需要の緩急に対応できず、④貯金会社の経営基盤薄弱、⑤兼業のリスク、⑥会社役員の身元不確実、⑦帳簿整理不備、などである。このような課題を抱えていたために、営業無尽のあり

方が、時に社会問題化したが、適切な法規制がなかった。

そのため、政府は明治末年ごろから無尽に関する調査を行い、法規制の在り方を検討し、政府案として庶民銀行法案をとりまとめたが、農商務省や警視庁との折衝の過程で、庶民銀行の業務を信用組合として規制する方針であった農商務省の反対にあったため、営業無尽を無尽業法で規制し、免許制とする案をとりまとめ、大正四年に発表した。しかし、この案は無尽業者にとって、厳しい内容であったため、全国的な反対運動が盛り上がったが、これら業者の反対にもかかわらず、大正四年に無尽業法が成立し、営業無尽は免許制に移行した。

無尽業法の概要は以下の通りである。①定義・典型無尽および類似無尽（ただし、賭博は排除）、②免許・大蔵大臣の免許、③資本金・株式会社等は最低三万円、④商号・無尽、⑤他業兼業禁止、⑥営業区域・一道府県、⑦運用制限・国債等、有価証券担保貸付、掛金者に対する貸付、銀行預金・郵貯、⑧取締役の責任・連帯責任、⑨経営者の加入禁止、⑩報告義務・主務大臣および公告、⑪検査、⑫細則・期間五年以内、給付金額一〇〇〇円以内、口数一〇〇以内、などである。

これにより、営業無尽の業者数は、業法制定直後の大正四年、一三六三業者だったが、このうち業法による免許申請は、約二〇〇で、大正五年末時点で、免許を受けた業者は一三六であった。その後、免許申請は増加し、業者数は大正七年一九二、大正八年二〇六と増加した⁽¹²⁾。また、免許制に移行したことで、その信用度が確立したとされる⁽¹³⁾。さらに、昭和に入って、金融恐慌が勃発したが、無尽業者は平常通り営業し、その評価を高めた。この間、無尽会社数は、昭和元年二四三から翌二年二五一、同三年二五八とむしろ増加している⁽¹⁴⁾。

その後、戦時統制期には、無尽掛金表が合理化・統一化（昭和十一年）されるとともに、無尽簿記の改正が行われ、会社と加入者間の債権・債務関係が明確化された。また、無尽会社の合同が促進され、業者数は、昭和一

○年の二六二から昭和二〇年には五九に減少した。さらに、中小企業が軍需企業へ再編されていたため、融資が縮小し、貯蓄金融機関として国債消化を担われた。この過程の中で、無尽業者は業界団体を通じて、無尽業法の改正を要求する運動を続け、昭和六年には大幅な改正（いわゆる新無尽業法）⁽¹⁵⁾を実現した。

ところで、ここで無尽による掛金表を見ておこう。前述のように、無尽の掛金表は、東京式と大阪式、さらに折衷式の三パターンに分類される。

まず、東京式は、未給付口の掛金および給付済み口の掛金ともに定額（給付前後の掛金は不変）であり、最終回に給付を受ける口の掛金総額が給付額を上回る方式である。これは、金融無尽とよばれる（図表1）。

次に、大阪式は、未給付口の掛金が低減し、給付済み口掛金は定額（給付前後で変化）である。最終回に給付を受ける口の掛金総額は、給付金額を下回る。これは、貯蓄無尽とよばれる（図表2）。

さらに、折衷式は、未給付口の掛金が低減、給付済み口掛金は、給付時期によって変化し、最終回に給付を受ける口の掛金総額と給付金額とが等しくなる方式である。

このような掛金表は、業者ごとに異なっており、昭和一〇年に統一されるまで、全国に三千数百種類が存在したといわれる。これが統一化され、大阪式が主流になった⁽¹⁶⁾。

4 戦後の営業無尽と相互銀行

戦後の営業無尽における変化として、まず預金取り扱いが挙げられる。昭和二〇年一〇月、普通預金および定期預金の取り扱いが開始となり、二四年から当座預金の取り扱いが開始となった。次に、新円切り替えに伴い、新円無尽の取り扱いが認められた。つまり、無尽掛金も封鎖預金の対象となったことから、新円で給付する新円

図表 1 無尽予定収支計算表（東京式）

口 数 42口

1 口の給付金額100円

抽籤入札日 20日毎

回次	抽籤入札	給付未済口掛金			給付済口掛金			掛金合計	入札差金		収入金合計	給付高	毎回 剰余金	備考
		口数	一口	小計	口数	一口	小計		落札高	収入				
1	入	42	250	10500				10500	7000	600	11100	10000	1100	
2	入	41	250	10250	1	286	286	10536	7090	582	11118	10000	1118	
3	入	40	250	10000	2	286	572	10572	7180	564	11136	10000	1136	
4	入	39	250	9750	3	286	858	10608	7270	546	11154	10000	1154	
5	抽	38	250	9500	4	286	1144	10644			10644	10000	644	
6	入	37	250	9250	5	286	1430	10680	6361	528	11208	10000	1208	
7	入	36	250	9000	6	286	1716	10716	7452	510	11226	10000	1226	
8	入	35	250	8750	7	286	2002	10752	7543	491	11243	10000	1243	
9	入	34	250	8500	8	286	2288	10788	7634	473	11261	10000	1261	
10	抽	33	250	8250	9	286	2574	10824			10824	10000	824	
11	入	32	250	8000	10	286	2860	10860	7725	455	11315	10000	1315	
12	入	31	250	7750	11	286	3146	10896	7816	430	11326	10000	1326	
13	入	30	250	7500	12	286	3432	10932	7907	419	11351	10000	1351	
14	入	29	250	7250	13	286	3718	10968	7998	400	11368	10000	1368	
15	抽	28	250	7000	14	286	4004	11004			11004	10000	1004	
16	入	27	250	6750	15	286	4290	11040	8089	328	11422	10000	1422	
17	入	26	250	6500	16	286	4576	11076	8180	364	11440	10000	1440	
18	入	25	250	6250	17	286	4862	11112	8271	346	11458	10000	1458	
19	入	24	250	6000	18	286	5148	11148	8361	328	11476	10000	1476	
20	抽	23	250	5750	19	286	5434	11184			11584	10000	1184	
21	入	22	250	5500	20	286	5720	11220	8453	309	11529	10000	1529	
22	入	21	250	5250	21	286	6006	11256	8544	291	11547	10000	1547	
23	入	20	250	5000	22	286	6292	11292	8635	273	11565	10000	1565	
24	入	19	250	4750	23	286	6578	11328	8726	255	11583	10000	1583	
25	抽	18	250	4500	24	286	6864	11364			11364	10000	1364	
26	入	17	250	4250	25	286	7150	11400	8817	237	11637	10000	1637	
27	入	16	250	4000	26	286	7436	11436	8908	218	11654	10000	1654	
28	入	15	250	3750	27	286	7722	11472	8999	300	11672	10000	1672	
29	入	14	250	3500	28	286	8008	11508	9090	182	11690	10000	1690	
30	抽	13	250	3250	29	286	8294	11544			11544	10000	1544	
31	入	12	250	3000	30	286	8580	11580	9181	164	11744	10000	1744	
32	入	11	250	2750	31	286	8866	11616	9272	146	11762	10000	1762	
33	入	10	250	2500	32	286	9152	11652	9363	127	11779	10000	1779	
34	入	9	250	2250	33	286	9438	11688	9454	109	11797	10000	1797	
35	抽	8	250	2000	34	286	9724	11724			11724	10000	1724	
36	入	7	250	1750	35	286	10010	11760	9545	91	11851	10000	1851	
37	入	6	250	1500	36	286	10296	11796	9638	73	11869	10000	1869	
38	入	5	250	1250	37	286	10582	11832	9727	55	11887	10000	1887	
39	入	4	250	1000	38	286	10868	11868	9818	36	11904	10000	1904	
40	抽	3	250	750	39	286	11154	11904			11904	10000	1904	
41	入	2	250	500	40	286	11440	11940	9905	18	11958	10000	1958	
42	入	1	250	250	41	286	11726	11976	10000		11976	10000	1976	
合計			10500	2,25750			2,46246	4,71996	2,88955	10209	4,82205	4,20000	62205	

(出所) 全国相互銀行協会 (1971)、50ページ。

図表2 無尽予定収支計算表（大阪式）

1口の給付金額 100円

口数 50

抽籤入札日第2回及第3回は30日目毎

その後は20日目毎

回数	抽籤 入札	給付未済口掛金			給付済口掛金			掛金合計	給付金	差引過不足金(△)	差引累計 剰余金
		口数	一口	小計	口数	一口	小計				
1	抽籤	50	5.00	250.00	0	0	0	250.00	100.00	150.00	150.00
2	入札	49	5.00	245.00	1	2.30	2.30	247.30	100.00	147.30	297.30
3	入札	48	5.00	240.00	2	2.30	4.60	244.60	100.00	144.60	441.90
4	抽籤	47	2.50	117.50	3	2.30	6.90	124.40	100.00	24.40	466.30
5	入札	46	2.50	115.00	4	2.30	9.20	124.20	100.00	24.20	490.50
6	入札	45	2.50	112.50	5	2.30	11.50	124.00	100.00	24.00	514.50
7	抽籤	44	2.50	110.00	6	2.30	13.80	123.80	100.00	23.80	538.30
8	入札	43	2.50	107.50	7	2.30	16.10	123.60	100.00	23.60	561.90
9	入札	42	2.50	105.00	8	2.30	18.40	123.40	100.00	23.40	585.30
10	抽籤	41	2.50	102.50	9	2.30	20.70	123.20	100.00	23.20	608.50
11	入札	40	2.50	100.00	10	2.30	23.00	123.00	100.00	23.00	631.50
12	入札	39	2.50	97.50	11	2.30	25.30	122.80	100.00	22.80	654.30
13	抽籤	38	2.50	95.00	12	2.30	27.60	122.60	100.00	22.60	676.90
14	入札	37	2.00	74.00	13	2.30	29.90	103.90	100.00	3.90	680.80
15	入札	36	2.00	72.00	14	2.30	32.20	104.20	100.00	4.20	685.00
16	抽籤	35	2.00	70.00	15	2.30	34.50	104.50	100.00	4.50	689.50
17	入札	34	2.00	68.00	16	2.30	36.80	104.80	100.00	4.80	694.30
18	入札	33	2.00	66.00	17	2.30	39.10	105.10	100.00	5.10	699.40
19	抽籤	32	2.00	64.00	18	2.30	41.40	105.40	100.00	5.40	704.80
20	入札	31	2.00	62.00	19	2.30	43.70	105.70	100.00	5.70	710.50
21	入札	30	2.00	60.00	20	2.30	46.00	106.00	100.00	6.00	716.50
22	抽籤	29	2.00	58.00	21	2.30	48.30	106.30	100.00	6.30	722.80
23	入札	28	2.00	56.00	22	2.30	50.60	106.60	100.00	6.60	729.40
24	入札	27	1.50	40.50	23	2.30	52.90	93.40	100.00	△6.60	722.80
25	抽籤	26	1.50	39.00	24	2.30	55.20	94.20	100.00	△5.80	717.00
26	入札	25	1.50	37.50	25	2.30	57.50	95.00	100.00	△5.00	712.00
27	入札	24	1.50	36.00	26	2.30	59.80	95.80	100.00	△4.20	707.80
28	抽籤	23	1.50	34.50	27	2.30	62.10	96.60	100.00	△3.40	704.40
29	入札	22	1.50	33.00	28	2.30	64.40	97.40	100.00	△2.60	701.80
30	入札	21	1.50	31.50	29	2.30	66.70	98.20	100.00	△1.80	700.00
31	抽籤	20	1.50	30.00	30	2.30	69.00	99.00	100.00	△1.00	699.00
32	入札	19	1.50	28.50	31	2.30	71.30	99.80	100.00	△0.20	698.80
33	入札	18	1.50	27.00	32	2.30	73.60	100.60	100.00	0.60	699.40
34	抽籤	17	1.50	25.50	33	2.30	75.90	101.40	100.00	1.40	700.80
35	入札	16	1.00	16.00	34	2.30	78.20	94.20	100.00	△5.80	695.00
36	入札	15	1.00	15.00	35	2.30	80.50	95.50	100.00	△4.50	690.50
37	抽籤	14	1.00	14.00	36	2.30	82.80	96.80	100.00	△3.20	687.30
38	入札	13	1.00	13.00	37	2.30	85.10	98.10	100.00	△1.90	685.40
39	入札	12	1.00	12.00	38	2.30	87.40	99.40	100.00	△0.60	684.80
40	抽籤	11	1.00	11.00	39	2.30	89.70	100.70	100.00	0.70	685.50
41	入札	10	1.00	10.00	40	2.30	92.00	102.00	100.00	2.00	687.50
42	入札	9	1.00	9.00	41	2.30	94.30	103.30	100.00	3.30	690.80
43	抽籤	8	1.00	8.00	42	2.30	96.60	104.60	100.00	4.60	695.40
44	入札	7	1.00	7.00	43	2.30	98.90	105.90	100.00	5.90	701.30
45	入札	6	1.00	6.00	44	2.30	101.20	107.20	100.00	7.20	708.50
46	抽籤	5	0.50	2.50	45	2.30	103.50	106.00	100.00	6.00	714.50
47	入札	4	0.50	2.00	46	2.30	105.80	107.80	100.00	7.80	722.30
48	入札	3	0.50	1.50	47	2.30	108.10	109.60	100.00	9.60	731.90
49	抽籤	2	0.50	1.00	48	2.30	110.40	111.40	100.00	11.40	743.30
50	入札	1	0.50	0.50	49	2.30	112.70	113.20	100.00	13.20	756.50
計			90.00	2,939.00		112.70	2,817.50	5,756.50	5,000.00	756.50	

(出所) 全国相互銀行協会 (1971)、51ページ。

図表 3 中小企業金融機関別融資残高
(昭和26年3月末、百万円)

銀行	327,286 (58%)
無尽	89,159 (16%)
信組	33,782 (6%)
農協	67,978 (12%)
農中	29,670 (5%)
商中	12,284 (2%)
国民金融公庫	6,115 (1%)

(出所) 全国相互銀行協会 (1971)、130ページ。

無尽が認められた。さらに、貯蓄増強を背景として、様々な新規無尽が導入された。割増無尽(賞金または賞品付き)、新福無尽(くじ付き折衷式)、宝来無尽(新福無尽の後継)などである。⁽¹⁷⁾

他方、戦後に誕生した殖産会社が無尽に参入した。殖産会社は、金融逼迫に苦しむ中小・零細企業に対して融資を行ったことで拡大し、その特徴は、随時加入、一定の掛込みによる融資、日掛け方式であった。これらの殖産会社は、看做無尽の免許を取得することで、無尽に参入した。平和相互、東京相互、福徳相互などは、殖産会社に端を発する金融機関である。⁽¹⁸⁾

なお、戦後の中小企業向け融資において、無尽の果たした役割は大きく、昭和二六年には、一六%を占めるにいたった(図表3)。

このような無尽会社の拡大は、金融機関としての存在価値を高め、無尽業法改正の必要性も高まった。つまり、それまでの無尽業法は取締的な色彩が強く、業務規定を欠いており、付随業務規定も欠如していた。また、資金運用規定の制約が強く、柔軟な運用が制約されていた。さらに、取締役の責任が大きく、有力な人物を取締役に迎えることが難しかった。その上、営業区域の制限が厳しく、都道府県内に制約されていた。⁽¹⁹⁾

そこで、無尽業法の法整備が検討され、金融業法案や銀行法案などとの関連で議論された。このような議論は、GHQによる占領下において進められ、紆余曲折を経て、最終的には、無尽業態を単独法によって規制する方向が定まり、昭和二六年に相互銀行法として成立・施行されるにいたった。相互銀行法が施行されたことで、無尽業態は、中小企業専門金融機関として、普通銀行の行き届かない中小企業金融

で機能を發揮するとともに、普通銀行同様の金融機能を担うことになった。従来、手形割引、手形貸付、為替業務などは認められなかったが、これにより解禁された。

なお、相互銀行法によって業務は、次の通りとなった。①掛金、②預金、③貸付、④手形割引、⑤有価証券の保護預かり、⑥有価証券払込金の受け入れ、⑦元利金・配当金の支払いの取り扱い、である。また、融資については、大口信用供与の制限（一〇％規制）を受けることになった。これは小口分散を促すためである。

これにより、無尽会社は相互銀行へ転換（免許取得）することになり、昭和二六年には無尽会社五八社が相互銀行に転換した。⁽²⁰⁾

5 マイクロファイナンスと庶民金融との比較

以上のように無尽業態の歴史の変遷をたどることによって、マイクロファイナンスとの共通点と相違点が浮かび上がってくると思われる。以下、グラミン銀行を例にとつて、両者を比較しよう。

まず、共通点としては、①預金ないし掛金として調達された資金が貸付に回され、資金の出し手と取り手が重なり合うという点である。無尽の場合は、掛金の出し手は、そのまま取り手となる。また、グラミン銀行の場合も、預金者と借り手は重なり合っている。②資金の取り手がグループを組む点である。グラミン銀行の場合、五人が一組となり、順次融資を受けることになる。また、無尽の場合も、抽選ないし入札で順次融資を受ける。③小額の融資額という点である。戦前の無尽の融資額の価値と現在のグラミン銀行の融資額のそれとを比較することは難しいが、基本的には小口融資という点で共通していると考えられる。④資金調達の柔軟性の低さという点である。無尽の場合、月一回の講会で融資が行われるので、機動性に欠けるといわれる一方、グラミン銀行も順

番が回ってこないと融資を受けられず、機動的な資金調達が難しい。

次に、相違点としては、①自立支援や返済指導について、グラミン銀行は、これらの支援や指導を特徴としており、これが貧困削減につながっているといわれるが、無尽では、このような支援や指導が行われたとは考えにくい。②担保・保証について、グラミン銀行は、無担保・無保証を特徴としているが、無尽の場合、担保付あるいは保証付の場合があり、この点は相違があると思われる。③貸出審査について、グラミン銀行の貸し手の九七％が女性であり、返済率が九七・三二％と高水準であることを考えると、独自の審査体制や基準を有し、それが奏功していると考えられる。その反面、無尽の場合、審査については、特別な審査体制や基準があったとは考えにくく、この点で両者には相違がある。ただし、無尽の場合、地域や階層、職種などの共同体を基礎にして、講会が形成されていたことを考えると、貸し手と借り手の間の情報の非対称性は、元々小さかったのではないだろうか。それが、無尽の歴史的発展に寄与していたのではないかと推測できる。

まとめ

菅（二〇〇九）によると、マイクロファイナンスには、四つのビジネスモデルが存在するという。⁽²¹⁾①アップ・グレード型、②ダウン・グレード型、③リンケージ型、④グリーン・フィールド型である。①は、当初マイクロファイナンスを手掛けていたNPOなどが、銀行などの金融機関に成長していく場合である。②は、逆に既存の金融機関がマイクロファイナンスを手掛けるようになる場合である。③は、既存の金融機関が、マイクロファイナンスを手掛けるNPOなどと連携する場合である、④は、マイクロファイナンスに特化した金融機関を新設する場合である。日本の無尽は、このうち①のモデルに近いと思われる。自然発生的に生まれた講会が進歩・拡大

し、金融機関に発展したからである。しかし、逆に、このような発展の結果、金融機関化した無尽は、小口の互助的な金融スキームという特徴を徐々に失い、既存の銀行と同一化したと考えられる。

参考文献

- ・池田龍蔵『稿本無尽の実際と学説』大鐙閣、一九一八年
- ・来栖赳夫『無尽業法講話』啓明社、一九三〇年
- ・小坂珠城『改訂増補無尽業態の研究』文雅堂、一九三〇年
- ・菅正広『マイクロファイナンス』中央公論新社、二〇〇九年
- ・菅正広『マイクロファイナンスのすすめ』東洋経済新報社、二〇〇九年
- ・全国相互銀行協会『相互銀行史』全国相互銀行協会、一九七一年
- ・フェルダー直子（森友環莉訳）『入門マイクロファイナンス』ダイヤモンド社、二〇〇五年
- ・南弘道『無尽金融の社会的基礎』先進社、一九三一年
- ・森嘉兵衛『無尽金融史論』法政大学出版局、一九八二年
- ・由井健之助『頼母子講と其の法律関係』岩波書店、一九三五年
- ・Armendáriz, B. and Morduch, J., (2005), *The economics of microfinance*. MIT Press
- ・Hulme, D. and Arun, T., ed, (2009), *Microfinance: a reader*. New York, Routledge
- ・Islam, T., (2007), *Microcredit and poverty alleviation*. Hampshire, Ashgate
- ・Lebossé, J. (1998), *Micro-financing and local development*, Canada, Organisation for Economic Co-operation and Development

・ Schneider, H. ed., (1997), *Microfinance for the poor?* Development Centre of the Organisation for Economic Co-operation and Development

注

- (1) Grameen Bank At A Glance, February, 2011, http://www.grameen-info.org/index.php?option=com_content&task=view&id=26&Itemid=175
- (2) 菅正広 (二〇〇九)、三九～四一ページ、参照。
- (3) 前掲、菅 (二〇〇九)、五四～五五ページ、参照。
- (4) これらについては、相当な研究蓄積があるが、ここでは詳しくは立ち入らない。森 (一九八二) は、その成立から明治前期までを研究対象としている。また、全国相互銀行協会 (一九七二) は、戦後の展開まで対象としており、歴史的な展開を通観するのに便利である。本稿では、この記述に依拠して、庶民金融史を概観する。
- (5) 全国相互銀行協会 (一九七二)、五～六ページ。
- (6) 前掲、全国相互銀行協会 (一九七二)、六～一〇ページ、参照。
- (7) 森嘉兵衛 (一九八二)、一一二ページ、参照。
- (8) 前掲、森 (一九八二)、四二六ページ、参照。
- (9) 池田龍蔵 (一九一八)、一〇二ページ、参照。
- (10) 前掲、全国相互銀行協会 (一九七二)、一五～一六ページ、参照。
- (11) 前掲、全国相互銀行協会 (一九七二)、一八～一九ページ、参照。

- (12) 前掲、全国相互銀行協会（一九七二）、三〇～三一ページ、参照。
- (13) 前掲、全国相互銀行協会（一九七二）、三七ページ、参照。
- (14) 前掲、全国相互銀行協会（一九七二）、三九ページ、参照。
- (15) 前掲、全国相互銀行協会（一九七二）、四四ページ、参照。なお、無尽業法改正は、大正一〇年のから昭和二四年まで七次の改正が行われた。主な内容は、以下の通りである。第1次改正…余裕資金の運用制限緩和により不動産担保貸付を認め、限度額を超えた貸金を認めた。第二次改正（昭和六年）…銀行法に倣った全面的書き換え（新無尽業法）、監督規定の改正。第三次改正（昭和十三年）…最低資本金の引き上げ（二〇万円）。第四次改正（昭和十三年）…無尽簿記を期限到達式記帳法から現金収支記帳法へ改正。第五次改正（昭和一六年）…無尽会社の合同具体化、物品無尽、営業区域の拡張。第六次改正（昭和一八年）…営業年度の改正（暦年から会計年度）、信託認容。第七次改正（昭和二十四年）…見做無尽の容認。
- (16) 前掲、全国相互銀行協会（一九七二）、五四～六九ページ、参照。
- (17) 前掲、全国相互銀行協会（一九七二）、九四～一〇〇ページ、参照。
- (18) 前掲、全国相互銀行協会（一九七二）、一一九～一二二ページ、参照。
- (19) 前掲、全国相互銀行協会（一九七二）、一四〇ページ、参照。
- (20) 前掲、全国相互銀行協会（一九七二）、一六四ページ、参照。
- (21) 前掲、菅正広（二〇〇九）、六八～六九ページ、参照。

（まつお じゅんすけ・客員研究員）

格付会社の競争構造について

清水 葉子

1 はじめに

金融市場に大きな混乱をもたらしたサブプライム問題以降、格付会社の利益相反や、格付プロセスの透明性などについて、多くの議論が行われてきた。アメリカでは、二〇〇九年に格付会社に対する規則の最終的な見直しが行われ、情報開示や利益相反への対応など多くの規制強化が行われた。また、ドッド・フランク法の規定によって、格付の公的利用を見直す方向で現在さまざまな法律・規則の検討が行われている。さらに、国際的なレベルでも、IOSCOなどを中心に、同様の規制強化のほか、公的利用の見直しが議論されている。

一方、格付会社については、そもそも産業としての参入障壁が高く、十分な競争環境が確保されていないという批判が強い。格付会社の独占的な産業構造も、利益相反や不透明性の原因となっているという考え方である。本稿では、アメリカにおける格付会社規制を簡単に概観した上で、後半で、SECの報告をもとにアメリカの格付産業の競争環境について見てみよう。

2 アメリカの格付会社規制

アメリカの格付会社規制は、一九七五年に認定格付機関NRSRO (Nationally Recognized Statistical Rating Agency) 制度を導入したことに始まる。これは、証券会社の自己資本比率規制にあたって、行政が証券会社の保

有価証券を評価する際に、一定の条件を満たした格付会社の格付を利用する目的で、格付会社に登録を求めたものである。したがって、この規則は、格付会社自身を規制することを主たる目的とするものではなかった。形式としては、一九三四年証券取引法の下にSEC規則15c3-1として規定され、格付会社はノーアクションレターによってNRSROに認定されて、SECに登録された。

認定にあたってノーアクションレターという非公開の手法がとられたため、認定基準が不透明で競争制限的であると批判が根強かった。とりわけ、認定にあたって、全国的に認知されていること(Nationally Recognized)が重視されたため、認定されるためにはすでに有名になってなければならず、一方、有名になるためには認定されなくてはならないので、新規参入は事実上不可能だと揶揄された。一九九〇年代には、NRSROの認定基準や監視手続きについて、規則提案が何度か行われたが、成案は得られなかった。

二〇〇一年のエンロン事件を契機に、格付会社に対する批判が強まると、二〇〇二年の企業改革法によって、SECに対して格付会社に対する調査と議会報告が求められ、二〇〇三年には格付会社規制のためのコンセプトリリースが発行されるなど、規制強化の動きが強まった。こうした動きを受けて、二〇〇六年には、「格付会社改革法(Credit Rating Agency Reform Act of 2006)」が制定され、これを受けて、翌二〇〇七年に「格付会社改革法施行規則(Oversight of Credit Rating Agencies Registered as NRSRO)」が定められて、長らくノーアクションレター方式によってきた認定制度の透明性が大きく向上した。

二〇〇七年の改正は、SEC規則17g-1(登録要件)、17g-2(記録保存)、17g-3(年次財務報告)、17g-4(重大な未公開情報の取り扱い)、17g-5(利益相反の管理)、17g-6(不公正・威圧的・不正な実務の禁止)の一連の規則からなり、従来の明文規定に基づかないノーアクションレター方式から、要件を満たせば登録申請が可能とな

ることでNRSSRO認定に伴う不透明性が改善された。また、格付会社の利益相反や、未公開情報の取り扱いについて一定の規則に従うことなどが定められた。ただし、発行者からの手数料徴収による利益相反・格付の正確さなどの基本的問題は依然残ったほか、NRSSROという認定の仕組み自体が格付の寡占を招いているとの批判は継続した。現実にも、S & P社、ムーディーズ社、フィッチ社による三社寡占の状態は改まらなかった。

3 証券化の拡大と金融危機以降

証券化の拡大とともに、格付会社の利益相反問題が以前にも増してクローズアップされるようになった。証券化商品の格付にあたっては、アレンジャーに提供された担保資産や商品のストラクチャー情報をもとに、アナリストが資産プールの期待損失や信用補完レベル・ストラクチャーの分析を行うが、その後、商品が目標としている格付の取得にあわせて、資産や信用補完を追加・調整するのが通常である。従って、格付会社とアレンジャーとの間のフィードバック関係が強く働き、格付会社は商品組成プロセスに関係者として完全に「埋め込まれて」いる。このため、中立的な第三者としての立場を確保しにくくなり、より強い利益相反関係が働くとされる。つまり、証券化商品の格付というビジネスは、従来の金融商品の時とは異なる、新しい性格の利益相反を格付産業にもたらしたと言えるだろう。

こうした証券化商品特有の利益相反関係に加えて、そもそも証券化商品の市場拡大に追いつくためにビジネスを無理に拡大しようとしたことや、格付会社がアレンジャーから提供されるデータそのものを検証しないため、元のデータに虚偽情報が含まれていた場合に対処できなかったこと、個別証券のモニタリングが中心となつていく格付モデルでは、経済環境全体のレビューをすることができなかったことなど、さまざまな問題点が指摘され

た。

こうした問題点を受けて、SECは二〇〇八年六月にNRSSROに対する規制の改革案を行い、二〇〇九年二月に一部の規則を追加・修正の上、最終規則が採択されて四月から施行されている。（一部は延期の上、再提案）。また、並行して二〇〇八年七月には格付に対する過度の依存を防止するための提案が行われ、その中で格付の公的利用の縮小が検討されている⁽¹⁾。

新しい規則では、すべての格付機関にSEC登録を義務づけた上で、①利益相反規制の強化（格付手数料の開示、手数料交渉担当とアナリストの分離、顧客との贈答の禁止、転職規制、SECによる利益相反管理状況のレビュー）、②コンサルティング業務などの格付以外のサービスの同時提供の禁止、③コンプライアンス担当役員の職責の明確化、報告書提出義務、④情報開示規制の強化（原資産情報の開示、予備格付の開示、格付アクションや格付手法に関する開示強化）、⑤SECの監督強化、⑥格付手法についての恣意性の排除（モデルの取締役会承認、モデルの大幅変更の制限など）が定められた。

また、公的機関が自らの規制に格付を利用していることが、格付依存を助長しているとの考えから、格付の公的利用の縮小も検討されている。二〇一〇年七月ドッド・フランク法で、①二年以内に連邦預金保険法、一九四〇年投資会社法、一九三四年証券取引所法を含む特定の法令で格付関連規定を削除、②一年以内に連邦規制当局が各種規制の中で格付け参照部分を見直すことが定められ、現在見直しが進行中である。

4 アメリカの格付産業の競争状況

以上、簡単に格付会社の規制について見てきたが、実際のアメリカの格付産業の現状はどのようなになっている

のだろうか。SECは二〇〇六年格付会社改革法に基づいて、議会に対して定期的に格付会社に関する報告を行うことが義務づけられている。報告内容は、NRSRO申請の状況と申請への対応、およびNRSROの競争環境に対するSECの見方となっている。最新の報告は二〇一一年一月に行われたので、この報告をもとにアメリカの格付産業の現状を見てみよう。⁽²⁾ 報告書が対象としている期間は、二〇〇九年六月二十六日から二〇一〇年六月二十五日までの一年間である。

SECは報告期間の一年間にとった規則改正等について述べた後、NRSRO申請の状況について報告している。現在のアメリカのNRSRO認定格付会社は、図表1の一〇社で変更がないこと、期間中に、中国籍の格付会社から一件の申請を受けたが、認定しなかったことを述べている。

続いて、SECはアメリカの格付会社の競争状況について分析している。まず、一〇社のNRSROが二〇〇九年の一年間に付与した格付の数を、会社別・証券の種類別にまとめたものが図表2である。

全体として、主要三社であるS&P社、ムーディーズ社、フィッチ社がきわめて大きな割合を占めていることが見てとれる。全証券の合計では、S&P社が三三・七％、ムーディーズ社が三二・五％、フィッチ社が二三・六％と、三社合計で八九・九％を占めている（図表3）。証券種類別で最

図表1 アメリカの現在のNRSRO（10社）

社名（英文）	社名（邦文）	登録日
A.M. Best Company, Inc.		2007年9月24日
DBRS Ltd.		同
Fitch, Inc.		同
Japan Credit Rating Agency, Ltd.	日本格付研究所	同
Moody's Investor Services, Inc.		同
Rating and Investment Information, Inc.	格付投資情報センター	同
Standard & Poor's Rating Services		同
Egan-Jones Rating Company		2007年12月21日
LACE Financial Corp.		2008年2月11日
Realpoint LLC		2008年6月23日

（出所）SEC（2011）注1。以下同じ。

も寡占度が高いのは、「政府・地方債・ソブリン債」の区分で、S & P 社が四五・〇〇%、ムーディーズ社が三八・六三%、フィッチ社が一五・八〇%と、三社合計の寡占度は九九%を超える（図表４）。保険会社の区分では、三社合計は七七・七%と最も低い。とはいえ、全体的に見て寡占度は非常に高いと言うことができるだろう。

図表２の下段のHHI（Herfindahl-Hirschman Index）は、市場の独占度をはかる指標で、一つのマーケットで競争している各社の市場シェア（パーセント）の二乗を足し合わせたものである。たとえば、シェア五〇%ずつで二社が完全寡占状態にある市場であれば、HHIは二五〇〇となる。定義から、HHIはゼロから一万までの数字をとり、数字が小さい方が市場は競争的、数字が大きいと独占的であることを示す。アメリカ司法省の指針では、HHIが一〇〇〇から一八〇〇の間をとる場合、市場はやや独占的とされ、一八〇〇を超えると独占的であるとされているという。

アメリカ格付産業のHHI指標は、全証券合計で三四九五であり、きわめて独占度が高いことが分かる。また、この指標によれ

図表２ NRSROが付与した格付件数（証券の種類別）

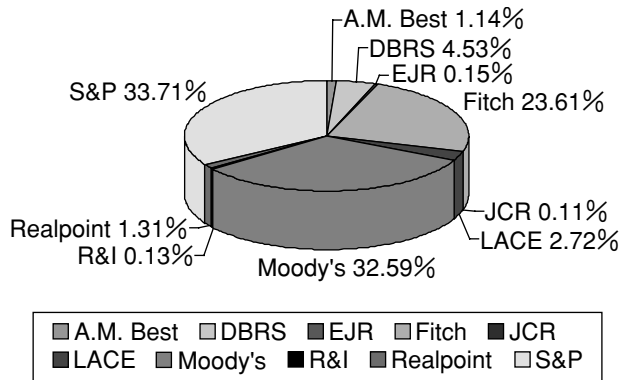
NRSRO	Financial Institutions	Insurance Companies	Corporate Issuers	Asset-Backed Securities	Government, Municipal & Sovereign	Total Ratings
A.M. Best	3	5,364	2,246	54	0	7,667
DBRS	16,630	120	5,350	8,430	12,400	42,930
EJR	82	45	853	14	13	1,007
Fitch	72,311	4,599	12,613	69,515	352,697	511,735
JCR	156	31	518	64	53	822
LACE	17,263	60	1,000	0	61	18,384
Moody's	76,801	5,455	31,008	106,337	862,240	1,081,841
R&I	100	30	543	186	123	982
Realpoint	0	0	0	8,856	0	8,856
S&P	52,500	8,600	41,400	124,600	1,004,500	1,231,600
Total	235,846	24,304	95,531	318,056	2,232,087	2,905,824
HHI	2,599	2,601	3,145	3,145	3,767	3,495
HHI Inverse	3.85	3.84	3.18	3.18	2.65	2.86

ば、最も格付の独占度が低い証券の種類区分は、金融機関および保険会社で二五九と二六〇一であり、最も低い区分であっても、司法省の指針をはるかに超えている。先ほど見た最も独占度が高い区分である政府・地方債・ソブリン債では三七六七とHHIは極めて高い。証券の種類によって多少の差があるものの、格付産業がきわめて独占度が高い産業であることが示されている。

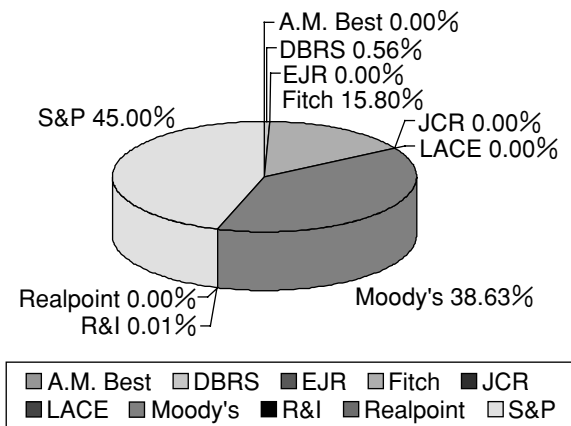
また、再下段のHHI Inverseは、HHIの逆数（二万を割ったもの）で、数字が大きいほど独占度は低い。この指標は、同一シェアの企業に換算して何社が市場で競争しているかを示していると見ることが出来る。全証券の合計で見た場合、格付産業は全く同じシェアの企業が二・八六社存在する程度の競争度であると見ることが出来る。

図表5は、HHI Inverse指標の三年間の変化を見たものである。指標は、全証券の合計でやや改善している

図表3 全証券での格付シェア（政府債等を除く）



図表4 政府・地方債・ソブリン債での格付シェア



ほか、金融機関、資産担保証券、政府・地方債・ソブリン債の区分でもやや改善しているが、数字としては三前後であり、三社寡占を強く表している。

図表6は、格付会社ごとのアナリスト等の人数を表したものであるが、ここでも大手三社の圧倒的な強さが表れている。

格付会社の財務状況については、格付会社はSECへの報告義務はあるが、開示義務がないため、上場会社以外は財務状況を知ることができない。SECの報告書では、全一〇社の合計収入は、三七億ドルで、昨年の三八億ドルから減少していることが示されている。収入で見たHHI指標は三三八（HHI Inverseは二・九五）と寡占度は極めて高い。同様に利益のHHI指標は三九二六（HHI Inverseは二・五五）とさらに高く、大手が利益を独占していることがうかがえる。S&P社、ムーディーズ社、フィッチ社の三社で、全利益の

図表5 HHI Inverse指標の変化

Year	Financial Institutions	Insurance Companies	Corporate Issuers	Asset-Backed Securities	Government, Municipal & Sovereign	Total Ratings
2007	3.37	4.02	3.27	2.71	2.35	2.65
2008	3.72	4.05	3.79	2.82	2.83	2.99
2009	3.85	3.84	3.18	3.18	2.65	2.86

図表6 格付会社ごとのアナリストと監督者の数

NRSRO	Credit Analysts	Credit Analyst Supervisors
A.M. Best	134	42
DBRS	67	20
EJR	5	3
Fitch	1,035	345
JCR	61	27
LACE	7	4
Moody's	1,096	143
R&I	81	6
Realpoint	15	7
S&P	1,019	1,019
Total	3,520	820

九八%を占めている。

5 おわりに

SECは、報告書の中で、格付産業は二〇世紀初頭に誕生した時点から独占度の高い産業であったこと、とはいえ、その後の規制利用の拡大などがさらに独占を後押ししたことを認めている。産業特性として、システム整備やアナリストのノウハウ、管理やコンプライアンス、マーケティングなどの様々な面で規模の利益が働きやすくサンクコストが大きいこと、業界におけるレピュテーションが重要であるため新規参入が難しいこと、特定会社の格付が広く使われていることがさらなる需要を呼ぶというネットワーク外部性を持つことも産業として独占に傾きやすい原因となっていることを挙げている。また、格付の公的利用に加えて、私的契約にも格付が多用されており、格付が一定水準を下回ると追加担保を要求するといった「格付トリガー」に、特定の格付会社の格付が使われている。こうした利用方法も格付産業への新規参入の妨げになっているとしている。加えて、証券化商品の格付は非開示情報が多く用いられており、勝手格付（非依頼格付）は不可能である。

格付に対する効果的な規制は非常に難しく、国際レベルでの模索が続けられているが、SEC報告にあるような格付会社に独特の産業特性や産業構造にも、今後の検討が必要となるだろう。

注

- (1) 最近の格付規制の見直しについては、小立敬「米国SECの格付規制に関する最終規則および再提案」『資本市場クォーターリー』2009 Spring、および同「サブプライム問題と証券化商品の格付け—米国SECの格付け機関規制の見直し

とこの背景」『資本市場クォーターリー』2008 Summer参照。

- (2) Securities and Exchange Commission (2011) "Annual Report on Nationally Recognized Statistical Rating Organizations As Required by Section 6 of the Credit Rating Agency Reform Act of 2006", January 2011.

(しみず ようこ・客員研究員)

アメリカのsay on payの導入

福本 葵

1 はじめに

金融機関の業績連動型報酬がもたらす歪んだインセンティブが金融危機の原因のひとつであるとの指摘がなされている。⁽¹⁾アメリカの銀行、投資銀行、ヘッジファンドなどのトレーダーには、一般に、業績連動型の報酬制度が導入されている。その結果、CEOよりも多額な報酬を得ている場合も少なくない。報酬は短期の業績と連動するため、これらのトレーダー中には一か八かの賭けをし、上手くいけば多額の報酬を手にする者もある。彼らは失敗すればボーナスは受け取れないが、一般的な平均国民給与の約四倍の給与は得られる。元FRBの理事長でプリンストン大学の教授のAlan Blinderは金融機関の業績連動型報酬がもたらす歪んだインセンティブを金融危機の one of its most fundamental causes であると指摘した。

更に、もっと一般的に金融機関の報酬制度が組上にのせられるようになった契機に、AIGの役員報酬の問題がある。AIGは、後に返還したものの、納税者の負担による公的資金の投入を受けながら、役員に高額の報酬を支払ったことが明らかに批判を受けた。

これらの指摘を受け、金融機関の役員報酬については、リスク管理の立場からも公的介入が必要であるとされる。財務省は金融機関の役員報酬に関する新たな制限ガイドラインを公表した。ここで say on pay や クローバック条項、報酬委員会の独立性などの規定が導入された。また、昨年七月二日成立した The Dodd-Frank Wall

Street Reform and Consumer Protection Actの中にも、同様の規定が見られる。これにより、金融機関のみならず、一般の事業会社においても同様の規制が設けられることとなった。

say on payについては、The Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act（以下、ドッド・フランク法）の九五一条に規定が設けられている。九五一条は、SEC規則に基づき、役員の開示された報酬案を承認するために、拘束力のない株主提案権である“say on pay”を委任状説明書に記載しなければならないというものである。

この規定を受け、SECは昨年一〇月一八日、say on payに関する規則を提案し、コメントを募った。⁽²⁾そして、今年一月二五日、SECは、コメントを受けた後、proposal ruleを改正し、最終規則を採用した。⁽³⁾本稿では、SECのsay on payに関する最終規制を紹介し、say on payについての若干の考察を行う。

2 アメリカにおけるsay on pay

say on payとは通称であり、正式には、‘advisory vote on executive compensation’つまり役員報酬に対する拘束力のない投票権を株主に付与するものを指す。これは二〇〇二年にイギリスで導入された制度であり、アメリカにおいては二〇〇六年三月二八日、American Federation of State, County and Municipal Employees（米地方公務員組合連盟、アメリカ州・郡・自治体従業員組合連合会、以下、AFSCME）がモルガン・スタンレーなど数社の役員報酬に対して、反対意見を述べ、株主に役員報酬に対するadvisory voteをする株主提案を認めることを促したことから始まった。⁽⁴⁾

say on payを法的な根拠を持ったものとして、導入しようとする動きは、翌年二〇〇七年四月、say on pay法

案（HR.1257）が、下院を通過したことによって本格化する。上院でも当時上院議員であったオバマ現大統領から、類似するS.1181が提出されたが、上院での議論は引き伸ばされた上に廃案となった。

財務省は、二〇〇九年二月四日、役員報酬に関する新たな制限ガイドラインを発表し、同年六月一〇日、この暫定最終規制を発表した。この中にsay on payに関する記述がある。

昨年成立したドッド・フランク法におけるsay on pay規定は、SEC規則に基づき、役員の開示された報酬案を承認するために、拘束力のない株主提案権である“say on pay”を委任状説明書に記載しなければならないというものである（九五一条）。

しかし、say on payについては、賛否両論に分かれ議論されてきた。主たる賛成派は、ハーバード大学のLucian BebchukとJesse Friedであり、彼らの共著“Pay without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation”の中でsay on payの必要性を述べている。BebchukとFriedの理論は、HR.1257が依拠する基礎的な枠組みとなった。

一方、反対派は、スタンフォード大学のStephen M. Bainbridgeなどである。批判的な主張の主なものに、アメリカの会社法は州法であり、say on payは連邦法による規制が本来会社法を定めている州法の権限を愉悅しているのではないか、委員会設置会社の形態を取るアメリカの会社においては、そもそも報酬についての決定権限は取締役であり、株主にはない、などがある。

議論が分かれている中、法律が成立する以前から、いくつかの企業が自発的にsay on payを採用してきた。アメリカでの第一号は、二〇〇七年に導入した、保険会社のAflacである。先に述べたAFSCMEが昨年三月に発表したリリースによると、Aflac, Motorolaを含め、五〇社以上の会社が、自発的にsay on payを導入し、AT&T,

Bank of Americaを含め、六〇社以上の会社が株主からの say on pay 提案を受け、これを採用している。⁽⁵⁾

3 SEC say on pay rule

(1) 新たな主たる三つの規制

二〇一一年一月二五日、SECはドッド・フランク法九五一条を受けて、株主に対し、株主総会における役員報酬議案に対し、say on payを義務づける新たな規則を決定した。⁽⁶⁾

新たな規則は、主に三つの規制から成る。ひとつは、say on payである。新たに設けられたSEC Rule 14a-21(a)は、ドッド・フランク法によって要求される say on pay の投票が少なくとも三年に一回投じられなければならないことを規定している。これは二〇一一年一月二日以後に開かれる年次株主総会から適用される。

二つ目は、通称、say on frequency⁽⁷⁾と言われる規制である。会社は、株主がどれくらい say on pay を提示されたいと思うかについて決めさせるために、少なくとも六年に一回「頻度」についての投票を行うことが要求される。頻度についての投票 (say on frequency vote) の後、会社は Form 8-K (臨時報告書、current report) 上で、会社がどのくらいの頻度で、say on pay 投票を開くかについて明らかにしなければならない (Rule 14a-21(b))。

三つ目が、通称、say on golden parachute⁽⁸⁾と言われる規制である。SECの新しい規則の下で、会社は合併取引との関係する特定の役員との「ゴールデン・パラシュート」報酬契約に関してさらなる発表を提供することを要求される。say on pay、say on frequency⁽⁹⁾、ファイナルルールが effective でなくとも効力を発するが、say on golden parachute⁽¹⁰⁾は二〇一一年四月一日、ファイナルルールが effective にならないと効力を発しない。

(2) 適用除外

SECはより小規模の報告義務のある会社（時価総額七五〇万ドル未満）のために、一時的な免除を採用した。これらのより小規模の会社は、二〇一三年一月二日以降に開催される株主総会まで適用が延期される。この適用除外に、say on golden parachuteは含まれない。

(3) 新設されたsay on pay

SECは特定の文言や形式でsay on payの例示を行うことを要求しなかったが、最終規則でsay on pay resolutionの排他的ではない例を示した。これも排他的ではないので、会社は自ら作成した文言によって、株主にsay on payを問うことができる。

say on payについての投票は、Regulation S-KのItem 402に従って明らかにされるexecutive報酬にだけ適用され、director報酬には適用されない。アメリカの会社の多くは、日本で言うところの委員設置会社であり、役員(executive)の報酬は、取締役(director)会の下に置かれた報酬委員会によって決定される。say on payに関する投票は、executive compensationに対するものである。

SECのスケジュール14のItem 24でsay on payが行われていること、および拘束力があるかないかという事実を含むこれらの投票の影響について、株主総会のproxy statement（委任状説明書）に開示することを会社に要求する。また、SECはItem 402(b)の改正を行う。Item 402では「取締役報酬の開示」（取締役の経歴の開示、登録届出書の関連規定、報酬の概要の一覧表および制度ベース報奨の付与の一覧表における株式報奨と非株式報奨の表示に関する技術的な明確化等）について、会社に対し、そのCompensation Discussion and Analysis (CD&

A、役員報酬検討と分析書類）にsay on payの結果を会社の報酬政策および決定の際どのように考慮したかについて、記載することを要求するものである。

そして、このsay on payおよびsay on frequencyに対する投票については、株主から指示のないノミニーブローカーが自由に議決権を行使すること（discretionary voting）は許されていない。

記名株式が原則のアメリカにおいて、便宜上、株主が株主自身の名義で登録せず、ブローカーや銀行などの名義で登録するノミニー制度が広く利用されている。ノミニー名義となっている株式については、株主総会における議決権行使や配当の支払いも、ノミニーを通じて間接的に行われる。株主総会における議決権行使については、原則、実質的株主がノミニーに指示を出すことによって行われるが、とりわけ個人株主がこれに関心を示さず、そのため、単なる名義人に過ぎないノミニーブローカーが自由に議決権を行使できるものもある。但し、株主の利害に大きな影響を及ぼすものなど、ノミニーに自由な議決権行使を許さない議案もある⁽⁸⁾。say on payの議決権行使は、後者に分類されることとなった。

（4）say on frequency

say on payについての新たな規制は、通称、say on frequencyと呼ばれるものである。会社は、proxy card上に、say on payについての投票を、原則、毎年行い、二年おきに行い、三年おきに行い、もしくはこの問題に関して投票を棄権するという頻度についての四つの選択肢を記載しなければならない⁽⁹⁾。会社はsay on payがどれくらいの頻度で行われるべきかについて推薦案を記してもよい。しかし、その場合でも株主に前述の四つの選択を提示しなければならない。このために新たな規則は、Rule 14a-4を改正する。

この say on pay の「頻度」に関する投票もまた、拘束力のない助言的な投票である。say on frequency は、二〇一一年一月二日以降に行われる初の年次株主総会から始めて、少なくとも六年に一度行わなければならない。また、新たな規則は、会社に対し、投票に拘束力があるかないかを含め、定時株主総会の proxy statement において、頻度についての投票を明らかにすることを要求する。

また、say on frequency にも拘束力がないことが原則なので、投票の結果、最も多くの票を獲得した案を採用しなければならない訳ではない。しかし、会社が、直近の say on frequency において過半数を占める頻度の案を採用したならば、say on pay や将来の say on pay および say on frequency を求める株主提案を排除することができ⁹。これは "majority standard" と言われるものであり、最終規則によって採用されたものである。

更に、TARP の対象となっている会社は the Emergency Economic Stabilization Act of 2008 (「EESA」) に従って、毎年、say on pay を行うことを要求される。従って、EESA による投票に従っている限りにおいて、TARP の会社は未払いの債務が返還されるまでは、頻度に関する投票が免除される。

開示については、投票に拘束力がないことを考慮し、また、会社がどのくらいの頻度で、say on pay を実施するかを株主に知らせるために、新たな規則は現在の Form 8-K のレポートも修正する。現在の Form 8-K (臨時報告書) は会社に対し、頻度に関する株主の助言的な投票の後で、会社がどれくらいの頻度で say on pay の投票を行うかについて公表する¹⁰ことを必要とする。

昨年一〇月に提案された規則では、Form 10-Q (四半期報告書、quarterly report) または Form 10-K (年次報告書、annual report) のどちらかで say on pay を行うのか報告することになっていた。しかし、この形式による開示は会社に頻度の投票を考慮する十分な時間が与えられないことになった。従って、最終案では、これらの規

定に代わって、Form 8-Kで報告することになった。これによって、株主総会終了後一五〇日以内か、それに続く定時株主総会のための株主提案の締め切りから六〇日前までに開示すればよいこととなった。

say on frequencyについては、議案をproxy cardに記載し、株主からの返却を待つて株主総会の議決数に参入しなければならないが、特定の指示がなされていないproxy cardが返却されてきた場合の取り扱いについて、一〇月のproposalでは明確ではなかった。そこで、最終規則では、これらの取り扱いについて明確化された。具体的には、①特定の指示がなされていないproxy cardについては、proxy statementに記載された推薦案に含める、②棄権に換算する、③何も特定の指示がされていないという文言を記載し、それに集計する、という取り扱いを行ってよいこととなった。

(5) say on golden parachute

三つ目の規制が、いわゆるsay on golden parachuteである。ゴールデン・パラシュートとは、一般に、合併と関連する、合併会社、被合併会社が両方の会社のnamed executive officerと締結する全ての協定および合意の協定(agreement) および合意 (understanding) を言う。

買収の対象となっている会社が、役員とゴールデン・パラシュート協定を締結していると、解任する際に多額の退職慰労金を支払わなければならない、買収のコストが高むため、一種の買収の防衛策となると、一般には理解されてきた。SECの定義では、買収防衛策としてのゴールデン・パラシュートの他、買収会社と役員が締結するものを含め広く定義がなされている。

新たな規則であるRule 14a-21(c)は、合併契約書においてItem 402(c)に従って開示される特定のゴールデン・パ

ラシユート契約を承認することを、株主の助言的な票に委ねなければならないとする。Regulation S-KのItem 402(c)は開示の条件を示す規定である。

新たな規則は、ゴールデン・パラシユートの合計金額のみならず、記述式と表形式の両方でこの開示を義務づける。また、スケジュール14Aは合併、買収、事業売却、すべてまたはかなりの資産に関連するゴールデン・パラシユートを委任または許可申請書類において、開示することを要求する。

会社はゴールデン・パラシユート報酬についての株主の助言投票と必要条件をproxy statementsに開示する⁽¹⁾ことを要求される。

4 おわりに

二〇一一年一月二五日、SECはドッド・フランク法九五一一条を受け、say on payに関連する最終規則を決定した。

日本において、役員報酬は株主総会決議（会社法三六一条一項）であり、会社法によって利益処分案の承認事項から株主総会決議事項となったのに対し、アメリカにおける役員報酬（executive compensation）の決定は、取締役会の下での報酬委員会による。しかも、近年、多くの会社では、報酬委員会は報酬コンサルタントに報酬の決定を委託し、その計画に従うことが多い。

報酬コンサルタントには、タワーズ・ワトソン・アンド・カンパニー⁽¹¹⁾（Towers Watson & Co.）やHewitt Associates, Mercer HR Consultants, Buck Consulting, AON, Milliman⁽¹²⁾がある。

実質的には外部の報酬コンサルタントが役員報酬を決定する現状に対し、いくつかの問題点が指摘されている。

そのひとつには、このような報酬コンサルタントは、数が少ない上、果たして中立な機関なのかというのがある。また、サーベンス・オクスリー法やSEC規則による報酬の徹底した開示によって、役員は、他の役員の報酬を知ることができるようになり、「特に報酬額が同規模・同業種の他社等と比較したときに「平均以下」となる役員を中心として、報酬の増額を強く要請する者が増加することとなり、結果として報酬の平均額が年々上昇する事態になった」とするものもある。⁽¹²⁾

報酬委員会には、その構成メンバーに社外取締役を入れなければならないが、社外取締役には高額な報酬が支払われ、再任されないリスクを回避するために、役員報酬がエスカレートするという指摘もある。更に、これらの社外取締役は、A社の会社役員がB社の社外取締役になり、B社の会社役員がA社の社外取締役になるといったいわゆるインナー・サークルも存在し、結果的に役員報酬の高額化に繋がっている。

アメリカにおいて、say on payは始まったばかりであり、かつ、ほとんどが拘束力のない勧告的な投票である。また、業績連動型報酬を採用しているアメリカにおいては、株価上昇の原因が役員の経営努力とは言えない場合においても、役員報酬が高騰する場合がある。株価が上昇している局面においては、役員報酬と株価上昇に因果関係があるかどうか定かでない場合にも、株主はsay on payの投票においても否定的な投票をすることは少ないと予想される。イギリスにおいて、say on payは株主と会社の対話の一助になっているとの評価が見られるところであるが、アメリカにおいて、このようなsay on payに果たしてどこまでの実行力があるのか、意義があるのか、現段階で判断を下すのは難しい。

特に金融機関において、高額化するアメリカの業績連動型役員報酬の決定方法は、多くの問題を抱えており、決して万全なものではない。金融危機の反省から、現在では様々な修正がなされるようになっていく。日本の役

員報酬の決定、開示の制度とこれらのアメリカの制度とは大きく異なっているため、そのままの議論を持ち込むことは不可能であるが、これらについての議論は、今後の日本の制度の在り方を考える上でも、参考になると思われる。

注

- (1) 淵田康之『グローバル金融新秩序』日本経済新聞出版社、二〇〇九年、二二九頁。ALAN S. BLINDER "Crazy Compensation and the Crisis", *The Wall Street Journal*, May 28, 2009.
- (2) コメントは二〇一〇年一月一八日に締め切られた。
- (3) <http://www.sec.gov/news/press/2011/2011-25.htm>
- (4) AFSCME、プレスリリース、二〇〇六年三月一八日付け。 <http://www.afscme.org/press/503.cfm>
- (5) AFSCME、プレスリリース、二〇一〇年三月二日付け。 <http://www.afscme.org/press/27802.cfm>
- (6) <http://www.sec.gov/rules/final/2011/33-9178.pdf>
- (7) SECは say on pay という通称は用いてゐるが、say on frequency という say on golden parachute という通称は用いてゐない。
- (8) ノミニーの自由裁量議決権行使については、拙稿「ノミニーの自由裁量議決権行使を制限するNYSE規則⁴⁵²の改正」、証研レポート、一六五七号、四二～五三頁、二〇〇九年一二月。
- (9) 最終規則では、一年おき、二年おき、三年おきの三つの選択肢でもよい場合を設けた。
- (10) Form 8-Kによる臨時報告書は、支配権の異動、重要な財産の移転、倒産手続の開始、公認会計士の変更等、重要な会

社の事項が生じるたびに提出される。

(11)

二〇一〇年一月三日、業界一位のタワーズ・ペリンと四位のワトソン・ワイアットが合併し、タワーズ・ワトソン・アンド・カンパニー (Towers Watson & Co.) となった。

(12)

井川真由美「役員報酬に関する米国の法制度と最近の動向」、『自由と正義』、五九巻、六号、一三八頁、平成二〇年六月号。

(ふくもと あおい・客員研究員)

逆風下の準大手、中堅、中小証券経営

深見 泰孝

1 はじめに

一九九九年に株式委託手数料が自由化されて以降、個人投資家の株式売買が、手数料の安さをセールのポイントにしたインターネット取引に移っており、現在では個人投資家の売買代金の九割以上をネット取引が占めている⁽¹⁾。そして、インターネット取引は、若年層に普及していると言われるが、「インターネット取引に関する調査」によれば、六〇代以上の口座開設比率が全体の三一・四％あり、有残高口座数は全世代の中で最も多い二五五万口座に上る⁽²⁾。このことは、ネット取引に関心を持つ世代が若年層だけでなく、高齢層にも広がっている証左と言えよう。

また、株式の委託売買における手数料率は、ネット証券を中心とする手数料割引競争が激化し、低下が続いている。このように、個人投資家のブローキング業務に収益の多くを依存している準大手、中堅、中小証券会社の経営には強い逆風が吹いている。平成二二年三月期決算においても、日本証券業協会会員証券会社三〇〇社のうち、一八一社が当期損失を計上している⁽³⁾。こうした厳しい環境を反映してか、二〇〇八年度末には三三二社を数えた日本証券業協会の会員数は、その後、相次ぐ証券会社の合併や廃業で、二〇一〇年度末には二九四社に減少している⁽⁴⁾。

近年の証券会社の合併・再編は、一九九〇年代後半に行われた金融ビッグバンの頃から始まった。中でも、二

〇〇年頃からメガバンクが主張し始めた「銀証連携ビジネスモデル」と呼ばれるビジネスモデルに沿って、メガバンク主導での再編が起こり、大手証券に次ぐ規模の銀行系証券も生まれた。最近もみずほ証券とみずほインバスターズ証券の合併が明らかになったばかりである。こうした再編は、銀行系証券ばかりではない。昨年来の証券会社の合併や廃業を振り返れば、ネット証券ではマネックス証券がオリックス証券を合併し、準大手証券では東海東京証券がトヨタファイナンスシャルサービス証券を、いちよし証券が環証券や佐世保証券、飯田証券といった地場証券を吸収合併している。また、中堅証券では岩井証券がコスモ証券を合併、地場証券では六二証券が大石証券を吸収合併して三縁証券となった。さらに今年に入って、二月には大成証券が自主廃業、先月には金十証券が対面証券営業部門をばんせい山丸証券に分割譲渡し、廃業した。

本稿では、証券各社の決算を用いて次の諸点を確認し、その上で逆風下での準大手、中堅、中小証券の経営について考察したい。そのために、まず、売上高営業利益率の推移を用いて、本業での収益力がどのような推移を辿っているのかを確認したい。次に、各社の収入構造がどのように変化したのかを確認する。その後、上述した厳しい環境においても、収入構造の変化に成功させ、売上高営業利益率を高めた準大手、中堅、中小証券会社もある。それらの特徴を簡単に整理したい。

2 証券各社の決算から見える変化

(1) 売上高営業利益率の変化

まず、各社が本業である証券業務を通じて稼ぎ出した営業利益と、本業での収益力を示す売上高営業利益率が、近年どのように変化しているのか、その推移を表1にまとめた。

表 1 上場証券会社の営業利益と売上高営業利益率の推移

(単位：百万円)

	2006. 3		2008. 3		2009. 3		2010. 3	
	営業利益	売上高営業利益率	営業利益	種営業 収益	販管費	売上高営業利益率	営業利益	種営業 収益
野村HD	445,600	38.89%	-64,588	787,257	851,845	-8.20%	-780,265	-249,58%
大和G本社	254,159	43.87%	83,632	447,491	363,838	18.69%	-143,725	-72.03%
SMBC日興	138,213	32.85%	50,945	217,878	166,932	23.38%	19,685	12.39%
みずほ(旧新光)								
旧和光	39,263	26.44%	12,223	128,666	116,443	9.50%	-15,861	-16.96%
銀行系								
旧みずほ	61,423	48.19%	-30,252	93,919	71,771	-60.85%	-21,756	-22.12%
三菱UFJ	91,439	35.66%	4,573	243,612	229,038	1.88%	-28,547	-12.41%
SMBCフレンズ	31,046	45.50%	19,074	60,185	41,110	31.69%	2,339	5.46%
みずほインベスターズ	32,689	39.21%	7,258	60,402	53,143	12.02%	-13,068	-37.61%
岡三G	34,747	39.84%	11,929	69,638	57,709	17.13%	-2,270	-4.26%
準大手・中堅								
東海東京FHD	26,543	37.48%	14,073	61,004	46,931	23.07%	-896	-2.15%
コスモ	5,723	22.05%	-3,467	21,124	24,591	-16.41%	-6,346	-42.61%
丸三	12,735	43.16%	3,320	19,539	16,218	16.99%	-2,454	-19.09%
いちよし	9,784	35.73%	1,879	21,339	19,460	8.81%	-3,183	-22.48%
東洋	8,119	34.19%	6,158	22,399	16,241	27.49%	-3,085	-27.28%
水戸	8,858	42.89%	1,706	14,632	12,925	11.66%	-3,032	-30.62%
岩井コスモHD	7,978	48.23%	2,333	9,550	7,216	24.43%	-347	-5.28%
高木	6,311	45.03%	1,376	8,962	7,586	15.35%	-1,083	-20.01%
極東	5,097	43.09%	2,884	8,960	6,075	32.19%	-998	-21.08%
藍沢	8,451	34.34%	-179	15,241	15,421	-1.17%	-3,199	-33.83%
丸世	534	28.65%	99	1,588	1,489	6.23%	-175	-13.41%
丸八	1,311	18.23%	-1,470	3,475	4,944	-42.30%	-2,173	-125.83%
SBI								
旧イー・トレード	30,012	53.29%	22,842	58,017	35,175	39.37%	9,651	22.88%
旧SBI	8,046	50.69%						
ベネックスG	25,174	66.54%	13,016	26,988	13,971	48.23%	5,269	25.03%
松井	37,116	68.54%	20,660	36,689	16,030	56.31%	9,943	40.64%
カブネットコム	12,790	64.32%	9,940	19,299	9,339	51.51%	6,024	40.19%

※以下の表では、SMBC日興証券の2000年3月期～2008年3月期は、日興コーポラルGの数値を使用し、2010年3月期決算の数値は、2009年6月15日～2010年3月31日の決算を使用
(出典) 各社決算短信より作成。

表1によれば、株式取引が活況であった二〇〇六年三月期には、多くの会社が高水準の営業利益を計上していることがわかる。ところが、リーマンショックが起きた二〇〇九年三月期には、ネット証券以外のほぼすべての会社が営業損失を計上する事態に陥った。翌二〇一〇年三月期には大手、銀行系、準大手、中堅証券の多くが営業利益を計上するまでに回復したものの、中小証券の多くは依然として営業損失を計上している。

そして、対面型証券より高収益を誇っていたネット証券でも、二〇〇六年三月期以降、営業利益は減少を続けている。この背景には、もちろん売買高の減少は言うまでもないが、ネット証券各社が行った手数料割引競争により、収益力が悪化していること。また、ビジネスモデルの転換がうまくいかなかったことが挙げられよう。すなわち、開業当初、ネット証券各社は安い手数料で断然のシェアを奪い、その販売力を背景に引受をはじめとする様々なビジネスを展開する、総合証券化を目論んでいた。しかし、手数料引き下げは一社が行えば他社も追随するため、販売面で突出したシェアをとることはできなかった。そのため、主たる収益源は未だブローキング業務であり、相場動向に左右される不安定な収益構造が続いているのである。これらがネット証券の利益減少の背景として指摘できよう。

次に、売上高営業利益率に目を転じると、各社とも例外なく二〇〇九年三月期に急激な低下が見られる。ところが、二〇一〇年三月期になると、大手、銀行系証券と準大手証券の一部は、リーマンショック直前の二〇〇八年三月期の水準までそれを回復させている。他方、中堅、中小証券では、一部例外的に売上高営業利益率が、二〇〇八年三月期のそれより高い会社もあるものの、その多くは回復に至っていない。

売上高営業利益率を上昇させるには、一般企業の売上高に当たる純営業収益を増やすか、販売費・一般管理費（以下、販管費と略記）を削減することが考えられる。そこで、表1の二〇〇八年三月期と二〇一〇年三月期に

は、純営業収益と販管費も掲出した。これによれば、準大手、中堅、中小証券では、次の特徴が見て取れた。それは、岡三証券グループ、東海東京フィナンシャルホールディングス、極東証券の三社は、販管費にそれほどの変化がないか、もしくは増えているが、一方で純営業収益を二〇〇八年三月期並みに回復、もしくはそれ以上に拡大させることによって、売上高営業利益率を回復、上昇させている。一方、コスモ証券、いちよし証券、藍澤証券は、純営業収益は減少しているが、販管費を二〇〇八年三月期と比較して二割以上削減することによって、売上高営業利益率を回復させている。しかし、それ以外の会社は、純営業収益の伸びはなく、もう一方の販管費削減もそれほど進んでいないため、営業利益も低迷を続けている。

では、純営業収益を伸ばした三社は、他社と比較して収入構造に、何らかの特徴的に異なることがあったのだろうか。次にそのことを確認しておきたい。

(2) 収入構造の変化

証券会社の本業での収入は、手数料収入、トレーディング損益、金融収益、その他の営業収益で構成される。中でも大きなウェイトを占める、手数料収入、トレーディング損益、金融収益の推移を表2にまとめた。なお、表2は、手数料自由化前後の変化を見るため、一九九〇年三月期からのデータをまとめている。

表2によれば、バブル期には各社とも、ほぼ例外なく手数料収入を最大の収入源にし、一社を除く全社が七〇%以上の収入をそれに依存していたことがわかる。さらに詳しく見てみよう。表3には手数料収入の内訳をまとめた。これによれば、大手証券で六〇%、準大手、中堅、中小証券のほとんどは、手数料収入の約八〇%が委託手数料であったことがわかる。すなわち、収入の四〇%から五〇%を委託手数料に依存していたことがわか

る。

ところが、バブル崩壊に伴う個人投資家の株式離れに加え、金融ビッグバンで手数料の全面自由化が実施されるとともに、証券業が免許制から登録制となった。これを契機として、大和証券や松井証券などがインターネットでの株式取引を開始した。これに続いて異業種からもネット証券への参入が相次ぎ、手数料割引競争による手数料率の低下が始まった。そして、手数料率の低下は株式の出来高の増加以上のペースで進み、委託手数料に収入の五〇％以上を依存していた準大手、中堅、中小証券にとっては、死活問題となった。

これに対し既存証券各社も、野村証券が先導し、中堅、中小証券に至るまで「資産管理型営業」と呼ばれるコンサルティングベースの新たな営業形態への転換が進められた。それとともに、証券会社の経営安定化には収入構造の多様化の必要性が叫ばれ始め、証券各社はリテール業務で株式の委託売買に依存しない、収入構造の構築を目指してきた。より具体的には、各社とも預り資産に応じてファイが入る投資信託の販売を推進した。

その結果、大手、銀行系証券の多くはバブル期と比較して、かなりバランスのとれた収入構造になっている(表2)。ただ、手数料収入が最も大きな収入源であることは変わらない。しかし、その内訳を見ると委託手数料の比率は低下し、投信の募集手数料が含まれる募集等の取扱手数料や信託報酬、投資銀行業務からなる、その他手数料の比率が上昇しており、投信販売や投資銀行業務の成果が表れている(表3)。

一方、準大手、中堅、中小証券の収入構造にも変化が見いだせる。表2によれば、二〇一〇年三月期に、手数料収入が営業収益に占める比率を低下させた会社は、岡三証券グループ、東海東京フィナンシャルホールディングス、コスモ証券、岩井コスモホールディングス、高木証券、極東証券、光世証券、丸八証券の八社あり、逆にそれを上昇させた会社は、丸三証券、いちよし証券、藍澤証券の三社、横ばいの会社が東洋証券、水戸証券の二

表2 証券各社の収入構造の変化

	1990. 3			2000. 3			2006. 3			2010. 3		
	手数料	トレーディング	金融	手数料	トレーディング	金融	手数料	トレーディング	金融	手数料	トレーディング	金融
野村HD	70.26%	13.46%	16.28%	44.63%	23.89%	31.47%	31.67%	16.97%	38.70%	47.80%	30.77%	17.34%
大和G本社	73.92%	8.14%	17.94%	55.62%	17.97%	15.87%	36.36%	26.60%	29.00%	47.01%	20.63%	10.17%
SMBC日興	82.28%	2.17%	15.55%	71.62%	12.28%	16.10%	66.82%	16.15%	9.99%	73.32%	22.65%	4.03%
みずほ (旧新光)	85.08%	2.17%	12.73%									
旧和光	84.79%	1.68%	13.53%	73.43%	22.33%	4.21%	66.28%	30.03%	3.45%	46.71%	20.54%	32.95%
旧みずほ	N/A	N/A	N/A	49.15%	13.64%	37.21%	47.91%	43.11%	7.76%			
三菱UFJ (旧三菱)	75.28%	12.60%	12.12%									
旧UFJつばさ	87.88%	-0.88%	13.01%	76.34%	19.54%	4.13%	43.71%	36.72%	18.75%	54.00%	29.21%	17.57%
旧太平洋	85.80%	0.36%	13.84%									
旧篠一	96.31%	-9.09%	12.78%									
SMBCフレンド (旧明光)	81.01%	-0.16%	19.15%	83.93%	0.00%	6.44%	76.85%	20.21%	2.94%	43.11%	54.24%	2.65%
旧ナショナル	80.14%	5.59%	14.27%									
旧さくらフレンド	78.25%	10.40%	11.35%	85.35%	11.49%	3.15%						
みずほインベスターズ	88.43%	-1.07%	12.64%	83.71%	12.60%	3.68%	51.59%	46.62%	1.78%	51.78%	42.71%	5.51%
岡三G	72.73%	10.61%	16.66%	80.40%	16.17%	3.32%	59.27%	29.34%	2.42%	66.20%	27.60%	3.74%
東海東京FHD (旧東京)	84.96%	2.19%	12.85%	81.46%	16.42%	2.12%	73.99%	23.08%	2.92%	50.72%	44.88%	4.39%
旧東海丸万	79.02%	2.89%	18.09%									
コスモ	83.99%	-1.06%	17.07%	N/A	N/A	N/A	78.23%	13.19%	8.58%	58.62%	33.35%	8.02%
丸三	86.42%	-7.33%	20.91%	91.95%	3.95%	4.21%	83.73%	11.45%	4.81%	90.73%	5.60%	3.66%
いちよし	72.07%	5.53%	22.39%	85.50%	11.13%	3.37%	88.80%	6.88%	2.78%	88.36%	5.93%	1.60%
東洋	80.35%	3.17%	16.48%	72.28%	24.03%	3.80%	74.92%	19.90%	4.75%	77.71%	18.72%	3.97%
水戸	80.53%	1.67%	17.80%	89.07%	0.00%	3.63%	88.42%	7.75%	3.45%	78.22%	17.62%	3.52%
若井コスモHD	69.97%	5.85%	24.18%	72.23%	0.00%	5.39%	58.65%	25.72%	15.63%	58.85%	17.04%	24.11%
高木	72.04%	6.10%	17.86%	79.82%	14.78%	5.38%	73.66%	22.49%	3.84%	61.36%	36.01%	2.61%
極東	59.35%	22.90%	17.75%	51.07%	42.42%	6.50%	45.99%	43.12%	10.48%	11.90%	81.38%	6.26%
藍沢	70.90%	4.02%	25.08%	85.51%	10.30%	4.19%	64.87%	29.43%	5.70%	79.49%	16.79%	5.21%
光世	72.00%	3.02%	24.97%	43.73%	47.97%	8.25%	21.01%	71.20%	7.73%	14.21%	73.1%	11.05%
丸八	76.00%	3.01%	20.98%	93.93%	2.06%	4.01%	61.20%	34.03%	4.77%	70.37%	24.79%	4.76%
SBI	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
旧イー・トレード	—	—	—	87.85%	9.87%	2.29%	73.17%	4.43%	21.97%	53.09%	17.89%	28.21%
旧SBI	72.74%	6.28%	20.97%	79.25%	14.45%	6.30%	93.13%	3.09%	3.78%			
マネックスG	—	—	—	N/A	N/A	N/A	82.01%	0.21%	17.19%	57.87%	15.17%	26.70%
松井	N/A	N/A	N/A	90.90%	0.00%	7.60%	74.43%	-0.43%	26.00%	70.99%	0.02%	29.00%
カフツコム	—	—	—	N/A	N/A	N/A	79.24%	-0.07%	20.79%	66.68%	0.00%	33.32%

※以下の表では、野村HD、大和証券G本社の1990年3月期の数値は、野村証券、大和証券を使用
(出典) 各社決算短信より作成。

社であつた。

ただ、手数料収入の比率が上昇していると言っても、表3から、丸三証券といちよし証券は、募集手数料とその他手数料の合計が六〇%を超えている。この間、丸三証券では、二〇〇七年度から三年間で投信の残高を倍増させる計画を立て、積極的に投信を販売していた。一方のいちよし証券も、投信販売を株式の委託売買と並ぶ収益の柱と位置付け、毎月分配型ファンドを中心に販売していた。その成果が表れているのであり、フィードバックへの転換が進んでいると評価できよう。また、手数料収入の比率を低下させた八社は、表3から岩井コスモホールディングスを除く七社はトレーディング損益を増加させていることがわかる。

このように、準大手、中堅、中小証券でも、委託手数料に依存しない収入構造への転換が進められてきたが、その結果、彼らの収益力は向上したのであるうか。そのことを表1で確認してみると、興味深い事実が浮かび上がる。まず、投信の販売に注力した丸三証券といちよし証券は、二〇一〇年三月期の売上高営業利益率が、二〇〇八年三月期のそれまで回復はしないものの、営業利益は黒字転換させている。他方、トレーディング損益で、手数料収入の低下をカバーした八社は、営業利益を黒字転換させた会社が五社（岡三証券グループ、東海東京フィナンシャルホールディングス、コスモ証券、高木証券、極東証券）、黒字転換できなかった会社が三社（岩井コスモホールディングス、光世証券、丸八証券）であつた。そして、営業収益の多くを未だ委託手数料に依存している東洋証券、水戸証券、藍澤証券の三社も黒字転換できていない。

以上から明らかとなることは、投信販売やトレーディング等によって、収益の多様化を推進した会社の多くは、営業利益を黒字に転換させていることである。一方、収益源の多様化が実現できていない東洋証券、水戸証券、藍澤証券は営業損失が継続している。では、なぜトレーディング損益の比率を増加させた八社には、営業黒字に

表3 手数料収入の内訳の推移

	1990. 3				2000. 3				2006. 3				2010. 3			
	委託	引受	募集	その他	委託	引受	募集	その他	委託	引受	募集	その他	委託	引受	募集	その他
野村HD	55.44%	20.19%	12.44%	11.92%	49.69%	16.07%	16.35%	17.89%	62.75%	14.18%	20.80%	14.18%	26.37%	22.08%	21.49%	39.09%
大和G本社	60.79%	17.74%	13.27%	8.20%	40.50%	9.58%	24.22%	25.69%	38.66%	20.80%	14.18%	26.37%	22.08%	21.49%	13.22%	43.20%
SMBG興	61.91%	16.74%	13.36%	7.98%	46.26%	11.25%	15.66%	26.52%	28.96%	12.78%	18.30%	39.96%	11.55%	25.33%	35.55%	27.57%
みずほ(旧新光)	67.57%	11.14%	12.73%	8.36%	60.80%	7.91%	17.77%	13.52%	56.18%	7.39%	16.43%	19.99%	22.79%	30.00%	15.33%	31.88%
旧和光	73.53%	5.99%	12.76%	7.71%												
旧みずほ	N/A	N/A	N/A	N/A	10.07%	32.83%	9.80%	46.74%	12.73%	36.46%	2.66%	48.15%				
三菱UFJ(旧三菱)	55.38%	5.87%	31.03%	7.71%												
旧UFJつばさ	73.66%	3.06%	16.89%	6.39%	49.66%	8.92%	27.32%	14.10%	50.55%	12.29%	12.87%	24.29%	13.59%	21.21%	14.36%	50.85%
旧太平洋	72.82%	4.71%	15.44%	7.03%												
旧第一	74.13%	5.65%	13.25%	6.96%												
SMBGクレンド(旧明光)	80.59%	7.90%	7.77%	3.74%	72.45%	6.63%	13.39%	7.53%								
旧ナショナル	77.82%	4.73%	12.21%	5.23%	58.42%	3.20%	32.24%	6.14%	72.19%	1.65%	17.69%	8.47%	49.08%	7.78%	29.78%	13.37%
旧さくらフレンド	75.39%	6.74%	10.48%	7.39%	60.30%	5.13%	18.94%	6.14%								
みずほインベスト	69.43%	11.46%	10.61%	8.49%	60.47%	1.90%	30.00%	7.63%	66.72%	6.90%	16.73%	9.65%	40.22%	9.38%	35.61%	14.78%
岡三G	81.03%	3.55%	10.27%	5.15%	60.47%	1.90%	30.00%	7.63%	74.42%	1.53%	19.71%	4.34%	33.14%	1.54%	40.31%	25.00%
東海東京FHD(旧東京)	74.57%	4.28%	14.38%	6.76%	70.67%	2.89%	18.68%	7.76%	69.98%	3.82%	14.98%	11.21%	34.25%	1.06%	45.78%	18.90%
旧東海丸万	80.93%	7.26%	7.12%	4.69%												
コスモ	79.80%	6.79%	9.44%	3.96%	N/A	N/A	N/A	N/A	76.82%	4.91%	8.93%	9.34%	45.36%	0.59%	32.98%	21.06%
中堅																
いちよし	82.43%	4.88%	8.15%	4.53%	66.42%	2.21%	21.16%	10.21%	68.70%	1.06%	22.41%	7.82%	34.88%	1.33%	39.54%	24.24%
興洋	79.87%	2.44%	12.99%	4.69%	76.90%	8.57%	10.22%	4.30%	54.61%	4.20%	20.82%	20.36%	36.86%	1.03%	26.85%	35.24%
水戸	81.65%	4.37%	8.27%	5.70%	78.87%	2.75%	11.70%	6.67%	74.62%	2.18%	6.34%	16.85%	57.79%	1.17%	17.57%	23.46%
岩井コスモHD	83.36%	2.23%	8.67%	5.75%	86.72%	6.84%	6.84%	5.50%	88.11%	0.78%	6.31%	4.79%	62.70%	2.25%	20.10%	14.95%
高木	94.40%	0.50%	1.99%	2.82%	96.77%	3.09%	30.98%	2.56%	95.40%	0.08%	0.90%	3.47%	90.83%	0.00%	2.94%	6.20%
極東	80.66%	1.99%	13.94%	3.41%	81.65%	2.42%	11.09%	6.940%	3.13%	14.92%	12.53%	13.88%	37.19%	1.79%	17.29%	
光世	71.93%	3.27%	17.08%	7.72%	84.30%	1.65%	9.43%	4.61%	71.15%	1.85%	12.64%	14.32%	44.67%	0.11%	22.91%	32.20%
光世	82.55%	1.14%	4.76%	2.42%	89.54%	0.57%	5.43%	4.46%	86.54%	0.50%	8.26%	4.69%	72.37%	1.16%	19.08%	7.37%
丸八	82.55%	5.36%	9.54%	2.53%	88.62%	4.13%	2.68%	4.46%	95.69%	0.25%	1.02%	2.79%	96.03%	0.00%	0.00%	3.17%
SBI	80.21%	0.89%	11.64%	7.55%	68.49%	23.84%	2.80%	4.87%	86.54%	0.37%	7.56%	3.33%	67.87%	0.00%	25.42%	6.65%
旧イー・トレード	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
NEST	80.22%	2.38%	13.22%	4.18%	77.04%	1.60%	15.39%	5.97%	79.13%	1.75%	14.68%	4.43%		0.85%	5.51%	13.90%
マネックスG	—	—	—	—	N/A	N/A	N/A	N/A	84.89%	2.51%	2.37%	10.23%	80.59%	0.18%	4.14%	15.08%
松井	N/A	N/A	N/A	N/A	96.82%	0.02%	0.19%	2.99%	92.24%	0.39%	0.05%	7.32%	89.25%	0.06%	0.00%	10.68%
カブドットコム	—	—	—	—	N/A	N/A	N/A	N/A	94.18%	0.00%	1.24%	4.57%	81.84%	0.00%	1.18%	16.97%

(出典) 各社決算短信より作成。

転換した会社とできなかった会社が存在するのだろうか。

証券会社の経営安定には収益の多様化が重要というものの、さらに重要になるのは、収益を生み出す源が何かということであろう。すなわち、株式がその収益の源となるのか、それとも債券や投資有価証券が源になるのか、この分散が重要なであろう。そこで、準大手、中堅、中小証券の純営業利益に占める株式関連収益を表4にまとめた。

表4によれば、二〇一〇年三学期に株式関連収益が純営業利益の五〇%を超える六社の営業利益を表1で確認すると、六社とも営業損失を計上している。他方、これが五〇%に満たない七社は営業利益を計上している。このことから、収益源の分散こそが重要であることが改めて確認できるとともに、丸三証券やいちよし証券が二〇一〇年三学期に営業黒字に転換できたのも、数年かけて投信販売を株式の委託売買と並ぶ収益の柱へと成長させてきたことに起因することが明らかとなろう。

ただ、表1によれば、投信販売に注力してきた丸三証券やいちよし証券よりも高い売上高営業利益率を計上している準

表4 純営業収益に占める株式関連収益の比率

(単位：百万円)

	2008. 3				2010. 3			
	株式委託 手数料(a)	株式トレー ディング(b)	純営業 利益(c)	(a+b)/(c)	株式委託 手数料(a)	株式トレー ディング(b)	純営業 利益(c)	(a+b)/(c)
光世	201	1,199	1,588	88.2%	116	643	856	88.7%
岩井コスモHD	5,137	1,805	9,550	72.7%	3,184	1,006	5,667	73.9%
丸八	1,734	800	3,475	72.9%	1,201	493	2,474	68.5%
藍沢	8,260	1,193	15,241	62.0%	6,325	1,033	10,804	68.1%
水戸	8,203	1,663	14,632	67.4%	5,442	1,086	11,045	59.1%
東洋	8,346	394	22,399	39.0%	5,811	690	12,704	51.2%
高木	2,920	605	8,962	39.3%	2,035	1,457	7,473	46.7%
コスモ	10,220	1,123	21,124	53.7%	4,639	2,489	17,178	41.5%
いちよし	7,422	728	21,339	38.2%	5,068	455	15,661	35.3%
丸三	8,535	67	19,539	44.0%	5,425	215	16,630	33.9%
東海東京FDH	19,404	7,659	61,004	44.4%	10,074	9,132	57,110	33.6%
岡三G	18,926	7,278	69,638	37.6%	13,286	7,802	64,373	32.8%
極東	1,541	182	8,960	19.2%	806	2,406	15,087	21.3%

(出典) 各社決算短信より作成。

大手、中堅、中小証券が四社ある。そして、表2からこの四社に共通することは、トレーディング損益が営業収益に占める比率の高いことである。特に、二〇一〇年三月期の極東証券は、準大手証券トップレベルの営業利益を計上している。この要因はどこにあるのか、最後に、トレーディング損益の変化を確認しておきたい。

(3) トレーディング損益の変化について

準大手、中堅、中小証券のうち、トレーディング損益が営業収益に占める比率の高い会社は、表2によれば八社あった。また、表1によれば、その八社の中でも極東証券のように、中小証券でありながら二〇一〇年三月期に、準大手証券トップレベルの営業利益を計上している会社もある。その一方で、岩井コスモホールディングスや光世証券は、それが二〇〇八年三月期よりも落ち込んでいる。この違いがどこに起因するのかを調べるため、表5にトレーディング損益の商品別比率の推移をまとめた。

表5によれば、表1において売上高営業利益率が、二〇〇八年三月期並みに回復している四社のうち三社（岡三証券グループ、東海東京フィナンシャルホールディングス、極東証券）は、トレーディング損益に占める債券トレーディングの比率が六〇%を超え、極東証券においては八〇%を超えている。すなわち、極東証券は営業収益の六六%、東海東京フィナンシャルホールディングスは二九%、岡三証券グループは一六%を債券トレーディングが占めているのである。また、高木証券はその他のトレーディング損益の比率が高いが、これはFX関連収入である。ただ、いずれにせよ一七%を債券トレーディングとFX関連収入で占めていることがわかる。

では、前者三社がどのようにして債券トレーディングで収益を上げてきたのかを明らかにするため、表6に内訳を公表している極東証券と東海東京フィナンシャルホールディングスの債券トレーディングの内訳をまとめ

表5 各社のトレーディング損益の商品別比率

	2000. 3			2006. 3			2008. 3			2010. 3		
	株式	債券	その他	株式	債券	その他	株式	債券	その他	株式	債券	その他
野村HD	45.3%	46.4%	8.3%	48.7%	49.6%	1.7%	221.9%	-113.8%	-8.1%	47.0%	51.5%	1.4%
大和証券G本社	44.5%	51.2%	4.3%	55.3%	17.4%	27.4%	10.7%	74.5%	14.9%	22.1%	52.3%	25.7%
SMBC日興	29.2%	61.4%	9.4%	38.2%	45.1%	16.7%	1.2%	72.6%	26.2%	4.5%	91.3%	4.2%
みずほ(旧新光)	42.7%	53.2%	4.1%	33.7%	69.4%	-3.1%	24.6%	67.5%	7.8%	39.5%	56.8%	3.7%
旧みずほ	N/A	N/A	N/A	48.7%	43.5%	7.8%	-120.0%	793.5%	-573.4%	10.6%	101.9%	-12.5%
三菱UFJ	22.1%	70.6%	7.3%	25.0%	53.1%	22.0%	11.1%	107.8%	-18.9%			
SMBCフレンド(旧明光)												
旧ナショナル	22.1%	70.6%	7.3%	60.3%	36.1%	3.6%	28.4%	60.9%	10.8%	48.3%	55.4%	-3.7%
旧さくらフレンド	37.7%	45.8%	16.5%									
みずほイノベーションズ	21.6%	66.4%	12.0%	6.7%	92.5%	0.8%	1.0%	97.4%	1.6%	16.6%	84.8%	-1.5%
岡三G	70.7%	22.7%	6.5%	64.0%	35.7%	0.3%	36.5%	63.2%	0.3%	42.7%	59.2%	-1.8%
東海東京FHD	48.2%	46.3%	5.4%	67.9%	28.3%	3.7%	47.8%	42.6%	9.6%	34.8%	65.2%	0.0%
コスモ	N/A	N/A	N/A	65.5%	35.4%	-0.9%	22.9%	78.9%	-1.8%	42.3%	59.8%	-2.2%
丸三	128.1%	-35.7%	7.6%	34.0%	59.9%	6.0%	4.9%	81.5%	13.5%	22.8%	50.2%	26.9%
いちよし	79.3%	3.0%	17.7%	73.7%	25.7%	0.6%	66.2%	34.1%	0.1%	48.7%	54.1%	-2.8%
東洋	79.9%	17.7%	2.4%	66.0%	21.1%	12.8%	12.2%	43.0%	44.8%	28.3%	42.0%	29.6%
水戸	54.1%	45.9%	0.0%	78.9%	13.4%	7.7%	85.1%	12.5%	2.4%	55.0%	43.4%	1.6%
岩井コスモHD	N/A	N/A	N/A	100.0%	0.0%	0.0%	100.0%	0.0%	0.0%	98.3%	1.7%	0.0%
高木	56.9%	43.0%	0.0%	35.9%	61.5%	2.6%	31.8%	63.1%	5.0%	53.4%	12.0%	34.6%
極東	N/A	N/A	N/A	50.6%	60.2%	-10.9%	4.6%	97.1%	-1.7%	19.3%	81.2%	-0.5%
盛沢	96.8%	3.2%	0.0%	87.2%	4.2%	8.5%	36.6%	13.2%	50.2%	55.4%	7.5%	37.1%
光世	88.8%	7.0%	4.2%	99.0%	1.0%	0.0%	97.4%	2.6%	0.0%	99.1%	0.9%	0.0%
丸八	110.6%	-10.6%	0.0%	92.5%	7.5%	0.0%	74.8%	25.2%	0.0%	21.0%	78.9%	0.0%
SBI	-	-	-	-	-	-						
旧イー・トレード	83.1%	6.9%	0.0%	12.3%	55.0%	32.7%	7.1%	48.1%	44.8%	0.5%	9.6%	90.0%
旧SBI	83.4%	14.7%	1.9%	91.5%	6.9%	1.4%						
コネックスG	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
松井	N/A	N/A	N/A	103.7%	0.0%	-3.7%	0.0%	0.0%	100.0%	0.0%	0.0%	100.0%
カラットコム	N/A	N/A	N/A	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

(出典) 各社決算短信より作成。

た。

表6によれば、両社の債券トレーディングの特徴は、顧客への外債や仕組債の販売が大半であることがわかる。そして、それは表7および図1から、いずれも新興国通貨建ての外債販売が中心であることがわかる。また、岡三証券グループも同様であると思われる。⁽⁶⁾ 債券の店頭取引は、一時的にポジションを抱えねばならずリスクも伴う。しかし、投資家への売却の際に、実勢価格に取引コストを含めた価格で販売できるため、高収益が得られるという魅力がある。それゆえに、株式委託売買手数料の割引競争が激しさを増す中、これら三社は、新たな収益源として、外債販売に着目したのであろう。

表6 極東証券、東海東京フィナンシャルHDにおける債券トレーディングの内訳

(単位：百万円)

	極東証券				東海東京フィナンシャルHD			
	リテール	ホールセール	自己	合計	外債・仕組債	ディーリング	合計	
2005. 3	1,864	232	586	2,682	N/A	N/A	N/A	
2006. 3	2,152	255	711	3,118	N/A	N/A	N/A	
2007. 3	2,535	233	482	3,250	6,084		413	
2008. 3	3,572	209	55	3,836	7,804		77	
2009. 3	2,573	189	－1,468	1,293	13,470		39	
2010. 3	N/A	N/A	N/A	N/A	15,528		51	

(出典) 極東証券「アナリスト向け決算説明会資料」(平成20年度3月期～平成22年度3月期)、東海東京フィナンシャルHD「2010年3月期決算説明資料」より作成。

表7 東海東京フィナンシャルHDの通貨別外債販売高

(単位：百万円)

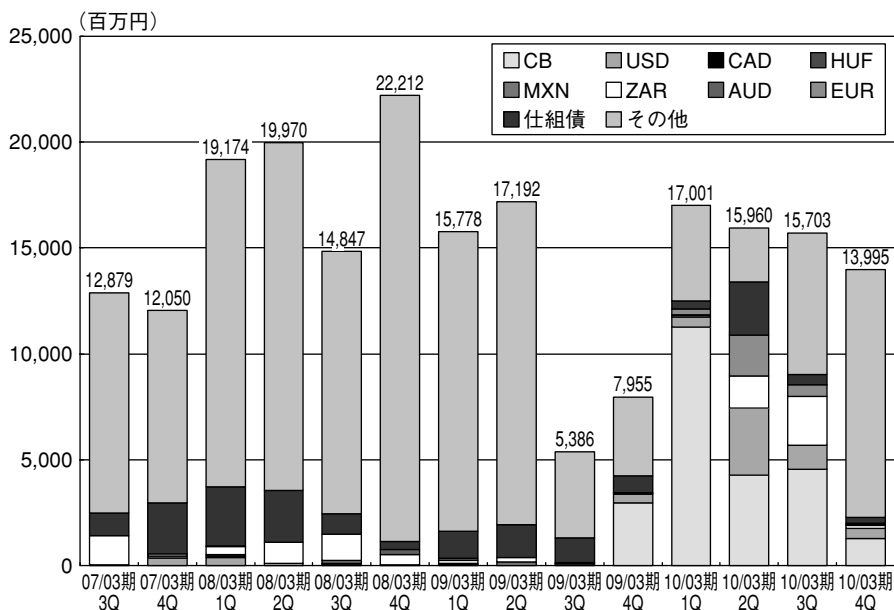
	2008. 3	2009. 3	2010. 3
米ドル	3,160	6,537	2,437
豪ドル	26,844	27,317	10,980
NZドル	58,131	14,660	23,508
ユーロ	1,127	2,671	709
加ドル	8	15	0
英ポンド	11,225	21	5
南アランド	0	113,767	28,055
トルコリラ	0	0	6,876
ブラジルレアル	0	0	19,467
合計	100,495	164,989	92,035

(出典) 東海東京フィナンシャルHD「2010年3月期決算説明資料」より作成。

また、岡三証券グループや東海東京フィナンシャルホールディングスは、外債販売に注力する一方で、投信販売にも注力してきた。岡三証券グループは、国内投信としては初となる「中国A株」に投資する投信の販売や毎月分配型投信の拡販を、東海東京フィナンシャルホールディングスは、投信積立サービスの企業団体向け販売を開始し、投信の募集を強力に推進している。そのことは、表3の募集・売上の取扱手数料の急激な伸びからも明らかである。このように、両社は収益に占める株式の委託売買の比率を下げる一方で、外債、投信の販売を拡充させている。

これら二社に対し、極東証券は少し特異で、外債販売に特化して高収益をあげている。同社は、もともと「(会社規模に似つかわしくないほどの)有数の先物プレーヤー」であり、先物撤退後も「株式市場の変動によって収益が大きくぶれることがないよう」J-RETや私募ファンドの組成など、新たなビジネス

図1 極東証券の通貨別外債販売高



(出典) 極東証券「アナリスト向け決算説明会資料」(平成22年度3月期)より作成。

に積極的に取り組んできた。それゆえに、できたことかもしれないが、外債販売に関して、同社は顧客に販売する債券を、一時的なポジションとして抱えるだけでなく、自己でも債券を保有した⁽⁹⁾。そして、営業を債券販売中心にしてから、毎年、新規顧客開設要因の半数近くは既存顧客からの紹介となったという副次的な効果も上がっている⁽¹⁰⁾。このように、これら三社のうち、二社は授信販売に加えて外債販売を、一社は外債販売に特化した。つまり、濃淡はあるものの外債販売に注力し、収入構造を変化させることに成功した。このことが、他社と特徴的に異なる点と言えよう。

3 むすびにかえて

バブル崩壊に伴う個人投資家の株式離れや手数料の全面自由化、手数料割引競争に伴う手数料率の低下など、ここ一〇年で準大手、中堅、中小証券を取り巻く経営環境は極めて厳しく変化した。それゆえに、中小証券の中には、株式委託手数料収入が減少する中、自己売買に生き残りをかけている会社もある。しかし、東証のアローヘッド稼働後、売買端末を見つめて値動きを追いつながら、差益を狙う手法はもはや通用しなくなっている。本稿では、こうした逆風下での準大手、中堅、中小証券の経営について、各社の決算から分析した。

その結果、次の点が明らかになった。すなわち、経営を安定させるためには、収益の多様化が必要と叫ばれたが、中堅・中小証券の多くは収益の多様化がうまくいっていない。そのため、未だ株式関連収益への依存度が高く、収益が市況に左右されている。ただ、準大手・中小証券の中でも収益力を回復させた会社もある。これらの会社に通することは、収益に占める比重に差はあるものの、新興国を中心とした、外債や仕組債を投資家に店頭取引で販売し、高収益を得ていることである。

これまで我が国の証券会社は、各社類似のサービスを提供しており、アメリカの証券会社に見られる多様性は見られない。⁽¹⁾ところが、これら三社は、一時的にポジションをとって債券を販売することにより、価格競争に巻き込まれない分野で高収益を得てきた。このことが示唆することは、もちろん収益の多様化は言うまでもなく必要である。それとともに重要なことは、横並びではなく新たな分野に、リスクをとって参入することこそが、今の準大手、中堅、中小証券に必要なということではなからうか。

注

- (1) 「日本経済新聞」二〇一一年三月二日
- (2) 日本証券業協会「インターネット取引に関する調査結果」二〇一〇年一月二四日
<http://www.jsda.or.jp/html/oshirase/1003kessan.pdf>
- (3) 「日本経済新聞」二〇一一年三月二日
- (4) 丸三証券株式会社「平成一九年三ヶ月決算短信」二〇〇七年四月二七日
- (5) このことは岡三証券グループでも同様である。すなわち、二〇一〇年三ヶ月期の債券トレーディングは、国内債券から一億二四〇〇万円の収益であったのに対し、外国債券からは九六億九一〇〇万円の収益を上げていた。また、外国債券の内容であるが、二〇〇六年三ヶ月期の「決算説明資料」によれば、南アフリカ・ランド建て債券が好調で、新たにメキシコ・ペソ建て外債の取扱開始が記述されており、同社でも新興国通貨建ての外債販売に注力していたことがわかる。

- (7) <http://www.nsjournal.jp/column/detail.php?id=195570&dt=2010-01-29>

(8) <https://www.kyokuto-sec.co.jp/company/pdf/20071105saij.pdf>

(9) その証左として、二〇〇八年三月中間決算で、自己保有債券から六億四一〇〇万円の受取利子などを得ていた
(<https://www.kyokuto-sec.co.jp/company/pdf/20071105saij.pdf>)。

(10) 二〇〇五年三同期には四九・六％、二〇〇六年三同期には四七・四％、二〇〇七年三同期には四八・九％、二〇〇八年三同期には六一・四％、二〇〇九年三同期には五六・八％、二〇一〇年三同期には四八・四％と、毎年約半数の新規顧客が、既存顧客からの紹介で口座開設している（極東証券「三同期決算説明会資料」平成二一年度、平成二二年度）。

(11) アメリカでは、一人店舗型の証券会社として有名なエドワードジョーンズや、販売チャネルの多様化を進めたレイモンド・ジェームズ、ネット証券からRIAを活用した対面営業に進出したチャールズ・シュワブなど、証券経営に多様性が見られる。

（ふかみ やすたか・客員研究員）

証研レポート既刊目録

No.1648 (2008.6)	執筆者	No.1657 (2009.12)	執筆者
ユーロ域の企業金融と資本市場	入江	リーマン・ブラザーズ証券の破綻とフェイルバンの整備に向けて	中島
ユーロ導入後の傾向と変化—		私的整理の拡充と課題	松尾
第三者割当増資の規制に関する英米の事例	二上	アメリカのダークプール規制について	清水
サブプライム問題とITバブル	伊豆	ノミニーの自由裁量議決権行使を制限するNYSE規則452の改正	福本
取引所とクリアリング機関	吉川	独立取締役導入義務化を巡って	深見
証券化商品の原資産情報トレーサビリティ向上とは	横山	No.1658 (2010.2)	
No.1649 (2008.8)		最近における金融経済教育の動向について	坂下
資金循環統計にみる国債保有構造の変化(再論)	中島	最近の証券業界の動向	二上
整理回収機構による企業再生	松尾	IMFをめぐる最近の動き	伊豆
株券電子化後の株式担保	福本	SECの株式市場構造コンセプト・リリース	吉川
先物市場の分裂と取引流動性	志馬	レギュレーションNMSの修復—	
—大証25mini導入のインパクトを測定する—		規制強化迫られる証券化商品市場	横山
No.1650 (2008.10)		No.1659 (2010.4)	
厳しい状況下のグリーンシート銘柄制度	坂下	歴史の教訓——グラス・ステイーガル法——	奥村
再考迫られる米系投資銀行ビジネス	二上	リーマンショックとレボ市場の整備	中島
レバレッジド・ローン市場について	伊豆	—二つのワーキング・グループ—	
MIFFID後のヨーロッパ株式市場	吉川	新しい信託と事業再生	松尾
住宅ローン証券化商品の市場規模と価格形成	横山	ダイレクト・マーケット・アクセスに関する新規制	清水
No.1651 (2008.12)		議決権行使結果の開示	福本
「貯蓄から投資へ」の動きとファイナンシャル・プランナー	坂下	機関投資家の議決権行使結果の開示について	深見
創刊から五〇年を迎えた証研レポート	中島	No.1660 (2010.6)	
ヘッジファンドが主役の新たな議決権売買	福本	地方銀行の証券ビジネス	二上
米国の空売り規制と住宅公社の救済	志馬	FRBの出口戦略	伊豆
No.1652 (2009.2)		フラッシュ・クラッシュ	吉川
事業再生の新たな展開	松尾	—米国株価急変動の実態—	
国際金融危機と短期金融市場	伊豆	米国資産担保証券の開示規制強化にかかるSEC規則改正案	横山
ヨーロッパの株式保有構造	吉川	シンガポール取引所のデリバティブ市場	志馬
金融危機下の債券フェイル多発について	横山	—市場の分裂者か?パイの共同メーカーか?—	
No.1653 (2009.4)		No.1661 (2010.8)	
銀行証券分離撤廃後の「ゲームのルール」	二上	ギリシャの財政危機から何を学ぶか	中島
—「CSEプログラム」のどこが間違っていたのか?—		風力・太陽光発電ファンドの展開	松尾
地域における中小企業再生の取り組み	松尾	—市民出資型ファンドを中心に—	
ドル不足はなぜ生じたか	伊豆	統合監査追跡システムに関するSEC提案について	清水
—米国におけるレボ市場と通貨供給方式—		アメリカのコーポレート・ガバナンス改革	福本
アメリカの市場分裂は深刻化しているのか?	清水	我が国のPTSの現状と課題について	深見
—ダークプールの拡大について—		No.1662 (2010.10)	
ニューボートバイイングの現状と対応策	福本	SEC、登録外務員(RR)に受託者責任(fiduciary duty)を適用	坂下
二〇〇八年九月 米国金融システム危機と空売り規制	志馬	利回り「反」革命は定着するか	二上
No.1654 (2009.6)		金融危機下の米国ネット証券会社	伊豆
「銀証融合」コングロマリット形成の意味するもの	二上	フラッシュ・クラッシュに関する共同報告書	吉川
バラスシートから見たFRBの金融危機対策	伊豆	—謎は解けたか—	
ヨーロッパの市場間競争	吉川	国庫短期証券は国債か—公社債市場関連統計に関する一考察—	横山
—取引所MTFダーク・プール—		J-REIT市場の投資家構造	志馬
住宅ローン関連不良資産買い取りスキームの困難性	横山	No.1663 (2010.12)	
No.1655 (2009.8)		なぜ日本の政府債務は世界最悪になったか	中島
矛盾するレボ差額非課税の論理	中島	—平成元年以降の財政構造分析—	
企業再生手法の現状	松尾	SEC、登録外務員(RR)に受託者責任(fiduciary duty)を適用(2)	坂下
—私的整理と法的整理をめぐって—		農林業再生と金融機関・投資ファンド	松尾
レギュレーションNMS後のニューヨーク証券取引所の地位について	清水	フラッシュ・クラッシュ後の対応策	清水
スポンサーなしADR急増の理由	福本	個別株主通知とは何か	福本
クレジット・デフォルト・スワップ(CDS)取引の清算を巡る米国の現状と考え方	志馬	大手ネット証券を巡る最近の動向	深見
No.1656 (2009.10)		No.1664 (2011.2)	
リーマンショック後の金融規制	二上	証券会社のROE概観	二上
リーマンショック・MMF・FRB	伊豆	Eトレードとサブプライムローン	伊豆
フラッシュ・オーダー	吉川	SGXによるASX買収合意	吉川
—問題の真相—		—アジアの取引所再編?—	
〈再開〉に向け情報開示の整備進む証券化商品市場	横山	J-REIT市場の価格形成	志馬

公益財団法人 日本証券経済研究所 ホームページのご案内

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

(YAHOO、Google などの検索サイトで、「証券経済研究所」、「jsri」ですぐ検索できます。)

I. 研究所の紹介等

J S R I について

当研究所の概要や事業活動を紹介しています。

出 版 物 案 内

『証券レビュー』『証研レポート』『金融商品取引法研究会研究記録』の全文、『証券経済研究』の各論文要旨を掲載しています。また、定期刊行物のバックナンバー一覧、単行本の内容紹介と目次もご覧いただけます。

証 券 図 書 館

証券図書館の概要や利用の手引きを紹介しています。

講 演 会 録

「資本市場を考える会」「証券セミナー」の講演会録（全文）をお読みいただけます。

研 究 会

当研究所が主催する研究会の概要と活動状況を紹介しています。また、金融商品取引法研究会研究記録（全文）をご覧いただけます。

株式投資収益率

株式投資収益率（東証第一部、第二部）の年別・月別のデータ（概要）や産業別・銘柄によるランキングを掲載しています。

ト ピ ッ ク ス

海外の論文の翻訳・紹介や証券経済関係の小論文を掲載しています。

II. データベース検索

研 究 所 出 版 物

出版物案内に掲載している出版物を書名・論文名または著者名等により検索できます。

証券図書館の蔵書

証券図書館（東京）所蔵の蔵書を書名、著者名等により検索できます。また、新規受け入れ図書を紹介する新着資料案内もあります。

証券関係の論文・記事

証券図書館（東京）が受け入れている国内雑誌に掲載された証券関係の論文・記事を論文名、著者名及びキーワードにより検索できます。

証 券 年 表

新聞、雑誌等の記事を「証券」「金融」「一般」に3分類し、月単位で更新しています。日付ごとに記事を一覧することができるとともに、探したい用語を含む記事の検索もできます。

証券図書館

証券・金融・経済関係の資料をご覧になりたい方はどなたでも、ご利用いただけます。

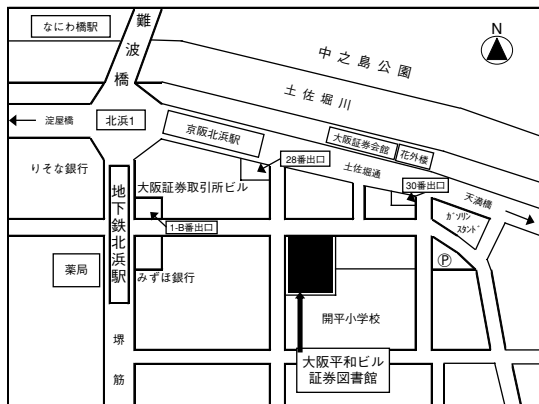
所在地 大阪市中央区北浜 1-5-5 大阪平和ビル地下1階
TEL (06) 6201-0062

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、金融、財政、経済、経営、会計関係の図書および、年報、年鑑、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、一般雑誌、産業関係資料ほか、海外の新聞、雑誌等を集めております。

(みなさんのご利用をお待ちしております。)



道順
地下鉄堺筋線・京阪本線
北浜駅 1-B 番出口又は
28番出口より徒歩2分

日本証券経済研究所のホームページ (<http://www.jsri.or.jp>) から図書の検索ができます。ご利用ください。

証研レポート第一六六五号
二〇一一年四月十一日発行
(偶数月第二月曜日発行)

2011年4月号

発行所

公益財団法人 **日本証券経済研究所**
大 阪 研 究 所

〒541-0041 大阪市中央区北浜 1-5-5 大阪平和ビル
電話 (06) 6201 0061 (代表) Fax (06) 6204 1048
<http://www.jsri.or.jp>

定価400円(本体381円)