

証  
研

レポート



No.1562

1998年9月

ビッグバンと個人金融資産

二上季代司（1）

韓国の金融危機と構造改革

松尾 順介（11）

ヘッジファンドと証券規制

伊豆 久（20）

ロンドン証券取引所のSETSに関する二つの  
アンケート調査

吉川 真裕（32）

SSECのATS規制案に対する関係者の対応  
一四月の新提案へのコメント・レター

清水 葉子（44）

社債発行の決定要因

岡村 秀夫（55）

財団法人 日本証券経済研究所

# ビッグバンと個人金融資産

二上季代司

一二月からの金融ビッグバン実施を控え、家計貯蓄の動向が注目されている。家計貯蓄のうち高い比率を占める預貯金からどの程度、証券とりわけ投資信託にシフトするか、これが注目点である。言い換えれば、投資信託の市場成長性が注目されているのである。図1は、日本の個人金融資産にしめる金融商品別の内訳であるが、預貯金の割合が高く、証券（株式、債券、投信）の比率は非常に低い。これに比べ、アメリカでは投信が九八年には五兆ドルを突破、家計貯蓄の一割以上を占めて、すでに預貯金の比率を上回ったと推定される。このような日米比較は、将来的に日本でも預貯金から投信へ家計貯蓄がシフトする印象を与える。

しかし当然のことであるが、日米にはそれぞれ固有の事情がある。日本の投信市場が成長するかどうかは、少なくとも、①投資信託に関する規制や税制等の制度上の問題、②わが国における投信産業（運用機関や販売会社）のあり方、③日本の貯蓄者の投資行動如何、の三つの要因に左右される。そこで、以下では、この点につき簡単ながら、整理してみた。

## 1. 制度的変化—金融システム改革関連法—

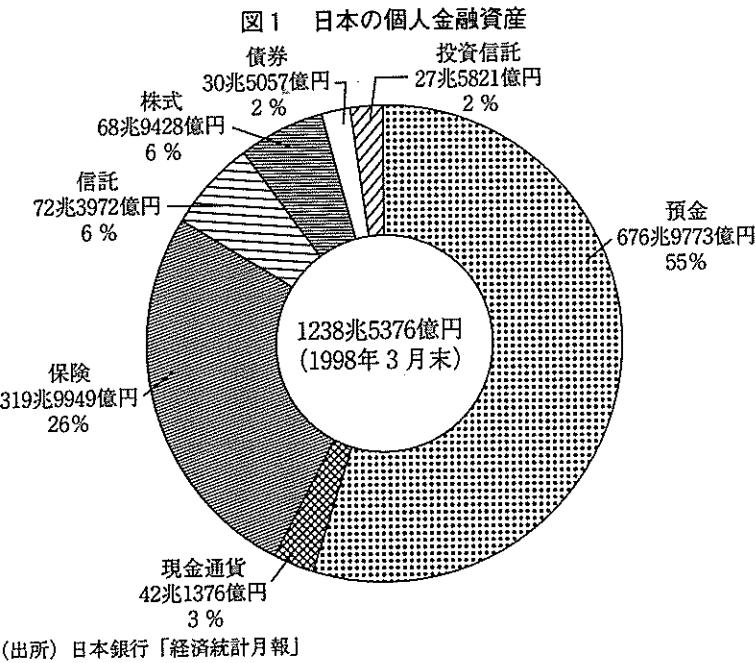
本年六月、「金融システム改革のための関係法律」が国会を通過した。この法律に盛り込まれた改革案のスケジュールは、本年二月から施行され二〇〇一年三月までに完了することとされている。いわゆる金融ビッグバンがこれである。さて、この改革案は極めて広範囲なものであるが、投資信託に関連するものを拾い上げて表にすると、第1表のようになる。説明を要すると思われる諸点につき簡単に見ておこう。

①投資信託のディスクロージャーについては、これまで証券取引法の開示義務が適用免除されていたが、今回の改革では、有価証券報告書の提出と法定監査の義務が課せられることになった。これによつて投資家保護の観点から透明性が向上したが、監査費用がかかることになった。監査費用はアメリカで一本あたり一万五千ドルから二万ドル程度とされているが、アメリカの投信市場は五兆ドル（七〇〇兆円）の規模で約九千本、これに対し日本では四四兆円の規模に対し約四八百本。それだけ日本の投信は一本あたりの規模が小さく、新しく導入される監査費用は割高になろう。法定監査の義務づけは当面は新規設定のファンドからとされているが、一本あたりの規模を大きくするため、既存のファンドについて集約化が進むであろう。

②投信委託業務と証券業務との兼業が可能になつたことは、投信運用会社が投信受益証券の保護預かりや累積投資業務を行えるようになつたことを意味し直接販売を推進しやすくなる効果がある一方、ラップ口座など証券会社による新しいサービス提供が可能になり、さらには投信委託業の免許制から認可制への転換と相まって、投信運用における競争促進の効果がある。

③金融機関による投信の窓口販売の解禁は、これまで証券会社の営業店に限られてきた投信の販売チャネルを飛躍的に拡大する効果がある。銀行店舗の数は証券会社店舗をはるかに上回り、今回の投信改革の目玉の一つとされている。

④今回の改革で解禁される私募投信は、規模の小さい基金が多く個別運用ではコスト高になるとされる適格年金の合同運用の受け皿として期待されている。



(出所) 日本銀行「経済統計月報」

表1 金融システム改革関連法案における投信改革

内 容	備 考
1 証券投資信託の受益証券へのディスクリージャー制度の適用	有価証券報告書の提出、法定監査の義務づけ(98年12月以降、新規設定につき)
2 証券業、投資信託委託業および投資顧問業の兼業が可	
3 金融機関の証券業務	金融機関による投信の窓口販売の解禁
4 私募投信の解禁	2人以上、49人以下の投信設定を認める
5 投資信託委託業の免許制から認可制への転換	投信委託業の競争促進
6 投信委託業務の外部委託の解禁	専門的な運用が可能
7 信託約款の事前個別承認制から届出制へ	多様な商品の出現を促進
8 投信委託業者の直接販売に関して証券取引法のルールを準用	
9 会社型投資信託(「証券投資法人」)の創設	
1 証券投資法人の登録制	
2 資産運用は運用業者(投信委託業者など)に委託することを義務づけ	
3 保管は資産保管会社(信託銀行)に委託することを義務づけ	
4 証券投資法人の投資証券を保管振替制度の対象とする	

(5) 投信委託業務の外部委託の解禁は、これによつてわが国の投信運用会社が比較的弱いとされている海外での運用や特殊な技法の運用を売り物とする投信が設定しやすい効果がある。

(6) 会社型投資信託(「証券投資法人」)の創設は、銀行の投信窓口販売とならんで今回の投信改革の目玉の一つである。これまで会社型投信の導入については幾度となく提案がありながら商法、税法等の理由で困難視されただが、商法上の会社ではなく、証券投資法人という特別な法人制度を認めることで法律上の問題をクリアしたこと、もう一つは、会社型導入の意義がこれまでのように市況対策としてではなくコーポレートガバナンスの観点から論じられるようになつたことが注目される。すなわち、会社型投信では投資家が投信の運用や運用機関との契約内容(運用手数料など)について発言権を持つ点に力点がおかれているのである。

このほか、投信運用会社が取引コストを節約することで運用パフォーマンスを高める余地を作つたといふ意味では、①「手数料の自由化」、②法改正ではなく取引所の定款の変更であるが「市場集中義務の撤廃」、③私設の取引システム「PTS」の解禁、④「証券取引所の專業規定の撤廃と複数市場の開設の解禁」も投信市場の成長に保護の観点からこれまで問題視されてきたディスクロージャー制度、ガバナンス構造についても決着した。強いてプラスの項目といえるであろう。

以上、投信については、若干の問題が残つてゐるもの(後掲第2表を参照)、今回の改革によつて制度上の課題はほぼ解決されたといつていい。既に運用上の規制緩和は前回の投信改革(九四年の投信協会「投資信託改革の実施」)によつてあらかじめ済んでいた。今回の改革により、運用、販売における競争促進策が導入され、投資家の保護の観点からこれまで問題視されてきたディスクロージャー制度、ガバナンス構造についても決着した。強いて残つてゐる大きな制度的問題としては税制であろう。

さて、制度改革はこれから実施されることであり、この改正によつてどの程度、投信市場が拡大、活性化する

かは予測できないが、一方すでに、投信産業では運用、販売の両面においていくつかの変化がでている。そこで次にそれをみよう。

## 2 日本の投信産業の変化

日本の投信市場は、これまで多くの識者によって問題視されてきた。<sup>(1)</sup> 日本の投信市場は本来あるべき姿からはずれた歪んだ特徴をもつていると批判されてきたのである。しかし、最近はそれが是正の方向へ変化しつつあるとも言われている。そこで次にそれについてみよう。

第2表は、さまざまな局面からみて、ベンチマークとされる規範的、理想的な市場と比べて日本の投信市場がどのように乖離していたか、そしてそれがどのように改善されつつあるか（あるいは依然と改善されていないまま）を整理したものである。

### 【商品提供】

商品の提供という点から見ると、理想的な投信市場ではグローバルな範囲で主要なアセットミックス、運用手法が網羅されており、その様な投信商品が長期的、競争的に提供されている。パフォーマンスの優れた商品が継続的に提供され、系列を超えた商品の品揃えが行われている。これに対して、これまでの日本の投信運用会社の提供商品は株式、債券のバランス型ファンドに偏り、グローバルな商品提供に弱いとされてきた。これに加えて、販売にあたる親会社は系列投信ばかりを売りさばき、手数料稼ぎのために顧客に利食いの解約と新規設定ファンドの販売に熱心だったという批判がなされてきた。

しかしこうした過去に対し、最近は変わりつつある。円安傾向に加えて国内の低金利傾向が長期化したこと

	規範的、理想的な投信市場	日本型投信市場	変化及び改革案
商品提供	a・主要アセットミックス、運用手法につき、グローバルに長期的・競争的に商品が提供	・バランス型ファンドに偏り	
		・グローバルな商品提供力に弱い	・外国投信の輸入販売、外資系運用会社との提携
		・加熱したテーマ、シナリオ（ドイツ株、アジア株ブーム）	
ディスクロージャー	・パフォーマンスの優れた商品の継続的提供	・単位型が多く、パフォーマンスが良くても追加的に購入できない	・追加型が増えている
	・系列を超えた商品の品揃え	・系列的な品揃え、手数料稼ぎの解約・設定の回転	・系列から離れたラインアップが浸透
効率的な競争関係	・大衆化に備えた投信評価制度の定着	・大衆的な評価制度は存在せず	・評価会社が多数参入
	・時価評価（透明性に優れている）	・公社債投信では非上場債は簿価	・非上場債に時価評価（1999/7実施予定）
効率的な競争関係	・運用会社間にパフォーマンス競争が働いている	・販売証券に依存するためパフォーマンス向上のインセンティブ弱い	・運用会社の新規参入 ・銀行の窓口販売
投信の社会的機能	・その結果、投信による効率的な資金配分機能が働く	・パフォーマンスの良いファンドから残高が減っていく	
手数料	・適切なサービスが継続的に提供される手数料体系	・投信協会の割引禁止規定（カルテル）が存在	・投信協会の割引禁止規定を削除（1998/3実施）
法制上の問題	・横断的で包括的	・投資対象別に縦割り	
	・コーポレートガバナンス	・受益者の発言力の確保の場所がない	・会社型投信の創設
	・ディスクロージャー	・現状の受益証券説明書・運用報告書では不十分	・有証報告書の提出と法定監査の義務づけ
	・裁判外紛争解決手続き	・総理大臣による仲介制度（ほとんど機能せず）	・協会による斡旋制度
税制	・バスルー（導管理論）	・預貯金と同じ、平均信託金の制度	

（出所）山崎養世「日本の投資信託」「証券アナリストジャーナル」1997年3月、上田正之「投資信託一何が問題か？」（東洋経済新報社、1994年）、落合誠一編著『比較投資信託法制研究』（有斐閣、1996年）、等により作成。

あり、外国投信を熱心に販売するようになつた。投信の運用会社を系列下におく証券会社でさえ、系列から離れたラインアップが浸透してきた。商品提供という点では、大きな変化が生じてゐるのである。

### 【ディスクロージャー】

ディスクロージャーについては、先に見たように今回の金融システム改革関連法により有価証券報告書の提出と法定監査が義務づけられたが、これらは一般の投資家にはわかりにくい。一般的な投資家にとって簡単な投信評価制度が定着していることが理想的である。日本にはこのような大衆的な評価制度が無かつたのであるが、これについても今年に入つて多くの投信評価会社が参入、事態は変わりつつある。

また日本の公社債投信では非上場債について簿価評価が許されてきた。このため時価を無視した理論基準価格制の公社債投信が主流を占めてきたのである。本来、リスクのある公社債投信があたかも預貯金類似の元利払い保証の金融商品のように扱われてきた。しかし、この点でも、非上場債に時価評価が義務づけられるようになり、変わりつつある。

### 【パフォーマンス運用競争】

理想的な投信市場では、運用会社間にパフォーマンス競争が働き、高いパフォーマンスを提示できる運用会社のファンドは良く売れ、資産規模が拡大、逆にパフォーマンスの悪い運用会社のファンドの売れ行きは悪くなり、市場から退出するという市場原理が働く。これは一面では投信による資金の効率的配分機能が働いているといふことである。

ところが日本の場合には、これまでファンドの販売をもっぱら証券会社に依存してきたため運用会社側にパフォーマンス向上のインセンティブが起きないし、独自のプランに基づく戦略的商品ライシングアップやマーケティング戦略に弱いといわれてきた。他方、販売会社サイドでも系列投信を売りさばくだけで、顧客へのコンサルティング、パフォーマンスの優れた商品を顧客に継続的に提供する、という努力に欠けてきた。販売会社は利がのつてきたファンドを解約させ、新規設定のファンドを販売して手数料を稼ごうとするので、パフォーマンスの優れたファンドほど残高が減っていくという傾向があり、投信による効率的資金配分機能が働いていないといわれてきた。

こうした現状についても、運用会社の新規参入が相次ぎパフォーマンス競争は高まりつつある。また販売サイドでも、銀行の窓口販売による販売チャネルの拡大、証券会社の個人営業における資産管理型手法の導入など、変化が起きている。

### 【手数料体系】

理想的な市場では営業員のアドバイス、コンサルタントの有無や質によって手数料は異なつてしかるべきであるが、日本では販売手数料の割引が禁止されたこともあり、手数料の徴収はサービスの質に応じて行われてこなかつた。しかしながら今年の三月に、割引禁止が撤廃されたこともあり、手数料とサービスの適切な対応が可能になつた。これにより、一部のファンドで他社と異なる手数料を設定する販売会社が現れている。

### 【税制】

理想的な投信市場では、ファンドは税制の観点からは、最終投資家である受益者への成果帰属の通り抜け勘定であり、単なる導管 (Conduit Theory) である。したがつて、ファンドが得た収益の大部分は受益者に配当金として還元すべきであり、受益者が受け取る配当金の原資がインカムゲイン（利子、配当）であるか、キャピタルゲイン（売買益）であるかによつて、利子所得、配当所得、売買益所得別の税率が課せられる。ところが日本の

投信税制は預貯金と同じ二〇%の源泉分離課税となつていて、この結果、追加型投信には平均信託金制度が課せられ、公社債投信の場合には元本割れが起ると追加設定が出来ないことになる。

他方、確定拠出型年金について税制上の優遇措置を講じれば、投信市場は大きく成長するという期待がある。アメリカでも確定拠出型年金四〇一Kの運用対象の多くは投信に向けられ、アメリカ投信市場成長の原動力となつたという評価がある。

しかし投信税制の改革、さらには日本版四〇一Kの創設にからむ税制上の措置は、証券税制全体と絡むだけに、その改正は容易では無かろう。

以上で見たように、様々な観点から見て、日本の投信産業は理想的な投信産業から乖離していたのであるが、系列外ファンドの販売が増えてきたことや、運用、販売両サイドにおける競争促進によつて日本の投信産業も是正の方向に向かっている。このことは投信市場拡大にプラスの方向に働く。

### 3 貯蓄者の投資行動

最後に検討すべきは貯蓄者の投資行動である。日本の貯蓄者は保守的であると言われている。その性格は、元本保証の預貯金に家計貯蓄が偏つてゐることに表れてゐる。しかし、日本の貯蓄者のもう一つの特徴は、家計貯蓄の多くが高齢者に集中してゐることである。一般的には、貯蓄のライフサイクルは、二〇代から五〇代までの間に資産を形成し、六〇代以上の退職者になると資産の取り崩しに入る。これからすると高齢者にとって金融資産は、流動性の高い短期の確定利付き商品の割合を高めることがベターなのである。

従つて、老齢者に資産が集中していることが、全体として預貯金の割合が高い理由であるが、さらにその原因は、わが国の退職金制度と日本の雇用制度にある。日本の雇用制度のもとでは、退職金は長く勤めれば勤めるほど多くなる仕組みになつております。一方、相続税の実効税率が不動産に有利で金融資産には不利という現状は、若年層の金融資産蓄積を抑制する方向に働く。これらのことが相まって、老齢者に金融資産が集中するのである。

したがつて、退職金制度、日本の雇用制度、相続税制等にメスが入らないと老齢者に金融資産が偏る傾向は是正されないのである。しかしこのことは投信市場成長にとつて絶対的な限界ではない。投資信託はさまざまな特性を備えた金融商品をつくりうる可能性をもつてゐるからであり、老齢者のニーズにあつた商品を提供すればよいのである。

そのうえ家計貯蓄を預貯金に集中させてきた要因の一つがはげ落ちようとしているのである。二〇〇一年三月からはペイオフが実施に移され、それまでのように預貯金は全額保護されず、返つてくるのは元本の一千万円までとなる。これまで貯蓄者は金融機関の信用リスクを考慮する必要がなかつた。このことが預貯金に資産を集中する背景となつてきたが、このような効果は今後は薄れてくる。むしろ、国債等の短期証券を中心に組み入れ、高格付けを取得しているMRF (Money Reserve Fund) の方が信用リスクが低い「こう」となる。

したがつて、投信のラインアップに工夫し、顧客属性にあつた商品を提供できるマーケッティング体制が整備されれば、投信市場の成長は大いに期待できるであろう。

注(1) 山崎義世「日本の投資信託」(『証券アナリストジャーナル』一九九七年三月)は、本来あるべき投信市場の姿をベンチマークとして日本の投信市場の問題点を整理している。以下では、この論文を参考にした。

# 韓国の金融危機と構造改革

松尾 順介

はじめに

通貨危機以来、韓国経済の混迷は著しいが、その中で政策当局は金融を含む急速な経済構造改革を推し進めてい。その内容は、財政改革、金融改革、貿易・資本自由化、企業経営改革など広範囲なものであるとともに、従来の韓国経済のシステム変革にもつながるラディカルなものと思われる。現在の韓国の経済危機では構造問題がさまざまなか形で指摘され、構造改革の成否に韓国経済の今後がかかっているといつても過言ではない。また、韓国内では構造改革に前向きな方向での世論の盛り上がりもみられ、その意味ではアジア諸国は日本を含めて、いかにして経済構造改革を成し遂げるかという改革競争の時代に入りつつあるともいえるが、そのためにはとくに危機的状況に陥っている韓国にとっては、雇用環境の悪化など相当の社会的コストの負担も予想され、当面予断を許さない状況が続くものと考えられる。

今回のレポートでは、韓国の金融危機の背景を国内的要因と対外的要因から概観した上で、不良債権処理、金融機関の整理、財閥システムの改革など、主として金融面の構造改革の内容と現況を紹介し、最後に課題を指摘する。

## 1 金融危機の背景

この間の韓国の金融危機の要因は、概ね国内の経済構造に起因する国内的要因と、東アジア通貨危機と連動した対外的要因に分けられるものと思われる。まず、この二つの要因からみてみよう。

### (1) 国内的要因

韓国経済の成長を特徴づけているのは、財閥による積極的な重化学工業などへの投資行動とその製品輸出に主導された経済成長であるといわれるが、九〇年代では、半導体・自動車・鉄鋼・石油化学・造船などの重化学工業、あるいはハイテク関連産業に重点的に投資が行われ、またこれら産業の輸出が増加することによって経済成長が支えられてきた。因みに、韓国のGDPは一九九〇年一五一八億ドルから一九九五年四五二六億ドルへと六年間で一・八倍に増加しているが、同時に輸出額も一九九〇年六一三億ドルから一九九五年一二三三億ドルへとほぼ倍増しており、典型的な輸出主導型成長を遂行していたことがわかる。

しかし、このような経済成長は、一方では輸出依存度を高め、貿易依存度（輸出入/GDP）を五八%にまで高めるとともに、他方では製造業全体の負債を増大させ、自己資本比率を低下させてきた。因みに、一九九六年の製造業平均の自己資本比率（自己資本／総資本）二四%、負債比率（流動・固定負債／自己資本）三一七・一%となっている。これは現在の日本の製造業の比率がそれぞれ三六%、一七五%であることと比較すると、その負債水準がいかに高いものであるかが分かる。そして、このような過剰信用状況は、企業の内外からの積極的な借入に支えられており、外債だけをとっても、一九九〇年三一七億ドルから一九九五年七九〇億ドルへと二・五倍に増加しており、その結果として外債輸出比率は同じ期間で五〇・一%から六四・一%、また外債GDP比率は一二・六%から一七・五%へと一貫して増加している。つまり、韓国の輸出主導型経済成長は、同時に債務

依存型経済成長でもあったことが分かる（表1参照）。

（単位：億ドル、%）

表1 対外債務関連指標の推移

年	GNP	輸出	外債	外債輸出比率	外債GNP比率	経常収支	外貨保有額	外債保有比率
1990	2518	613	317	50.2	12.6	-22	148	214.2
1991	2920	696	391	56.2	13.4	-87	137	285.4
1992	3052	752	428	56.9	14.0	-45	172	248.8
1993	3308	809	438	54.1	13.2	4	203	215.8
1994	3780	937	569	60.7	15.1	-45	257	221.4
1995	4526	1232	790	64.1	17.5	-89	327	241.6
1996	4804	1283	1047	81.6	21.8	-237	332	315.4
1997	4343	1366	1569a	114.9	36.1	-80	250c	627.6

(注) a・c: 1997年11月末現在、b: 金+外債為替+IMFポジション+SDR。  
1997年、その他資料より作成。

(資料) 韓国統計庁「韓国主要経済指標1997.9」ソウル  
(出所) 笠井信幸「韓国の経済危機と新体制の課題」、「世界経済評論」、1998年4月、40ページ。

以下の点が指摘される。第一に、財閥の規模拡大の追求であり、その背景には政府の財閥の規模拡大による輸出競争力拡大政策があり、財閥は政府の優先的資金配分政策に支援され、かつ財閥間で相互に競争しながら規模拡大を追求してきたわけである。第二に、設備投資によるリベートの発生であり、このリベートが財閥家族に莫大な収入をもたらすとともに、財閥による過剰投資を促していたことも指摘されている。第三に、对中国市場戦略があつた点である。つまり、未開拓市場としての中国市場への参入を企図して投資戦略が立てられたことも過剰投資に拍車をかけたとされる。第四に、モラル・ハザードが生じていた点である。すなわち、長年の財閥優遇策は、財閥と行政の癒着を生み出し、官僚の天下りを常態化させたが、それによつて財閥大企業は政府機関のような「不倒神話」を醸成させるとともに、金融機関の審査能力の欠如をもたらせたといわれる。そして、このような財閥系企業の借入は、財閥内の企業間の債務保証によって裏打ちされるとともに、慢性的な資金不足は「総合金融会社」（無担保・超短期融資中心のノンバンク）からの借入を拡大させていた。

(2) 対外的要因

このような不安定要因を内包しつつも韓国経済はその成長によつて、国際経済に占める位置づけを高め、結果的に一九九六年一〇月、二九番目のOECD加盟国に承認されるに至つたが、これによつて景気低迷にもかかわらず、「韓国版金融ビッグバン」などの経済・金融自由化を推進せざるを得なくなつた。まず、一九九六年には主要輸出品のひとつである半導体輸出が世界的な市況の悪化から低迷するとともに、円安の進展によつて日本との競争が激化し、輸出が全般的に低迷し、OECD加盟に対する危惧が高まつた。このような輸出低迷は、一九九七年には半導体価格急落の影響は收まり、ウォンの対円相場の下落によつて競争力の回復も見られたため、いくぶん輸出は回復する。因みに、輸出額の推移は一九九五年に一二三一億ドルに達した後、一九九六年一二八三億ドル、一九九七年一三六六億ドルである。しかし、生産過剰状況が改善されるには至らず、国内景気は一九九七年後半から一層悪化し、中小企業倒産や金融機関の不良債権の増加によつて金融不安が高まつていった。

一九九七年七月のタイ・バーツの急落に端を発したアジア通貨危機が、韓国に波及したのは同年一月である。従来、円などを除くアジア通貨は、プラザ合意後のドル安期のレートにリンクしており高い輸出競争力を維持していたが、一九九四年の中國人民元大幅切り下げ（約三三%）以降、アジア諸国の経常収支は悪化を余儀なくされていていた。しかし、九四年から九五年にかけての超円高はこの影響を緩和し、アジア諸国の国際収支の改善要因として寄与していたと考えられる。ところが、一九九六年後半以降は円安傾向が定着したため、次第に貿易収支は悪化し、タイをはじめ、インドネシア、マレーシア、フィリピンなどのアジア諸国はドル・リンクを放棄せざるを得なくなるとともに、これを見通した投機筋の売り浴びせによつて暴落する事態となるに至つた。そして、このような通貨危機は、單なる為替レートの急落にとどまらず、外資の撤退および海外からの融資回収につなが

り、国内信用不安と株価下落、さらには国際的なデイフォルト・リスク増大による信用失墜にまで発展した。とくに韓国では、OECOD加盟によって資本自由化がなされ、前述のような外債を中心とした海外証券発行も拡大していたが、そのデイフォルトを回避するためにIMFに対して支援申請せざるを得なかつた。つまり、通貨融資残高を一九九六年末一八〇億ドルから一九九七年六月九八億ドルへと大幅に低下させている。さらに、コリアン・プレミアムの年末二四三億ドルから九七年九〇億ドルへとやはり大幅に低下させている。<sup>(2)</sup> まさに、危機的状況が顕在化し、いつきに危機的事態となつたわけである。<sup>(1)</sup>

ただし、このような危機的状況は、早くから外国金融機関の危惧するところでもあり、例えば、米銀は対韓国融資残高を一九九六年末一八〇億ドルから一九九七年六月九八億ドルへと大幅に低下させており、邦銀も九六年末二四三億ドルから九七年九〇億ドルへとやはり大幅に低下させている。<sup>(2)</sup> さらに、コリアン・プレミアムの拡大などを通じて融資条件を厳しくしていく。

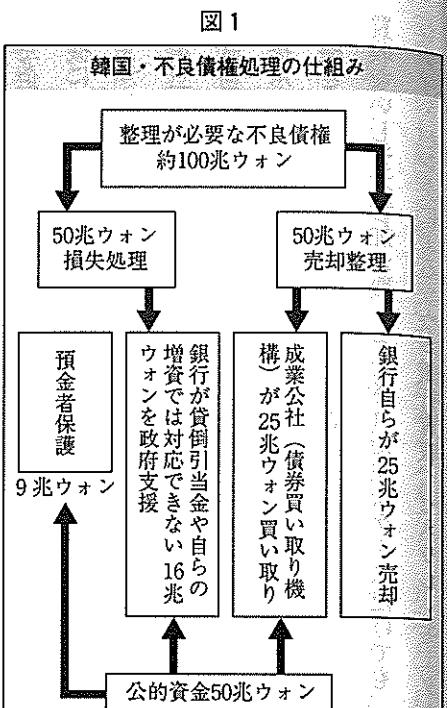
- (1) アジア通貨危機の要因については、伊豆久「アジア通貨危機をめぐって」、「証研レポート」、一九九八年五月、がその要因についての諸説を整理、検討しており、興味深い。
- (2) 笠井信幸「韓国の経済危機と新体制の課題」、「世界経済評論」、一九九八年四月、四一ページ、参照。

## 2 金融構造調整

以上のような金融危機の進展によって、政策当局は広範囲にわたる経済構造改革を余儀なくされるに至つたが、ここでは金融面を中心に不良債権処理、株式市場活性化策、金融機関整理、財閥改革について紹介する。

### (1) 不良債権処理

まず、現在整理を必要とする不良債権は約一〇〇兆ウォンとされているが、現在の政府案では、大胆な公的資金導入を行い、このうち五〇兆ウォンは損失処理し、残り五〇兆ウォンを売却処理するといわれている。すなわち、不良債権のうち売却可能な五〇兆ウォンについても、銀行自らが二五兆ウォンを売却する



(出所) 『日本経済新聞』、1998年7月17日。

つともに、政府が「成業公社」といわれる債権買取り機構を設立し、ここが残り二五兆ウォンを買取るものとされている。また、損失処理される五〇兆ウォンについては、銀行が貸倒引当金や増資で対応できない一六兆ウォンは政府支援で処理し、残りを金融機関の損失として処理する。さらに、この過程で預金者保護のために公的資金を九兆ウォン投入するというものである

(図1 参照)。したがつて、投入される公的資金は合計五〇兆ウォンにのぼるものと見積もられている。そして、この資金は国債発行によって調達するといわれているが、このような大量発行によってクラウディング・アウトが惹起される懸念は多分にあり、政府見通しの甘さが指摘されている。また、そもそも必要な資金が五〇兆ウォンで十分かどうかを疑問視するむきもあり、一〇〇兆ウォンに達するという見方もある。

### (2) 金融機関の整理

次に、金融機関の構造調整として、再建の困難な金融機関の整理が挙げられる。日本と同じく韓国の場合も金融機関に関しては、いわゆる「護送船団」方式が採用されてきたが、IMF支援以降はこの方式は放棄され、再建困難とされる金融機関は整理の対象となつており、政府方針では段階的かつ業態別に整理されることが表明さ

れている。まず、問題の総合金融会社は今年一月から六月までに三〇社のうち一四社に対し閉鎖命令が出されたことにより、清算が決定され、次に六月には再建困難とされた五銀行（うち都銀三行、地銀二行）を有力銀行に強制的に吸収合併させることが決定された。また、政府出資によって国有化された第一およびソウル両行については、一月を日途として外銀などに売却が予定されている。さらに、八月には再生困難とされた下位の生命保険会社四社の整理が発表され、上位生命保険会社中心に他社への売却が検討されている。現在、政府によつて自己資本比率八%未満の銀行を早期に整理する方針が出されており、これに該当する銀行は、都地銀二四行のうち、前述の五行を含めて一四行あるとされるが、これらは銀行では、いずれも資産圧縮を進めており、これが貸し済りに拍車をかける要因となつていて、さらに、政府は再建困難な事業会社についても早期に整理する方針を打ち出しており、このことも貸し済りに拍車をかける要因となつていて、整理対象となつた企業の労使紛争も激化しており、これがS&P社の格付けにも影響を及ぼしているといわれるよう、経済危機に拍車をかけていることは否定できない。

### （3）財閥システムの改革

第三に、財閥システムの改革についてであるが、今回の財閥企業が自ら提示した改革案は、不採算部門の売却や財務の健全性向上といった経営戦略上の変更に終始しており、企業統治のあり方にまで踏み込むような改革案は提示されなかつたといわれる。しかし、今年一月に労働者の解雇を容易にする整理解雇制が導入されたことを契機として、米国を中心とした外資による企業買収ないしは資本参加が加速している。今年になつて外資による買収ないし資本参加が取りざたされた主なケースだけでも、例えばチエース・マンハッタンによる第一銀行買収、シティ・バンクによるソウル銀行買収、ゼネラル・モーターズによる大宇自動車への資本参加、フォードによる

三星ないし起亜自動車買収などがある（ただし、現時点ではいずれも実現していない）。しかし、このような大型の買収ならずとも、外国資本の株式取得によって発言権の行使が積極化している。例えば、韓国第五位の鮮京財閥では中核のSKテレコムの株式九・三七%がタイガー・ファンド、コリア・ファンドなどの海外のファンドによって取得され、社外取締役の新設などを要求し、結果的にこの要求は受け入れられた。そして、SKテレコムでは外国人持ち株比率は通信分野の上限規制である三三%に達しており、もはや財閥経営に特有の株主に対する不透明な経営は許されなくなつていている。したがつて、従来財閥企業はオーナーを頂点として、その直属の「会長秘書室」が重要な経営戦略を策定していたといわれるが、このような財閥のオーナー型経営は岐路に立たされているといえる。そして、新政権はこのような会長秘書室の廢止を迫つており、また韓国の財閥の場合、オーナーの株式保有比率は九七年の三〇大財閥平均で三・二六%であり、会長以外の株主の保有比率を一〇%以内に制限する規制によって一族支配を維持していたといわれているが、この規制も九七年に撤廃され、いよいよその基盤が揺るがさぬかねない状況となつているものと考えられる。

## 3 課題

まず、このような構造改革を推し進める上で障害としては以下の三点が指摘できる。第一に、国内的利害の対立をどのように調整するかという点である。すなわち、再建困難な企業の整理には、すでに相当な労働者の反発が引き起こされており、これが経済危機に拍車をかけていることが指摘されているが、このような労働者側の反発が強い要因として、雇用保険などの失業対策の欠如が指摘されている。今後、金融機関整理のために税金が投入されるような事態が生じると、このような労働者の反発が国民全体に波及する恐れもあると考えられる。他

方、財閥改革にはオーナー経営者の反発もあるとともに、財閥と癒着した官僚・政治家の反発もあり、これをどのように調整するかが課題とされている。

第二に、不良債権処理や金融機関整理に際しては、資金的な手当ての不足も大きな課題である。政府は金融危機に対しても公的資金導入を迅速に決定したが、調達方法については必ずしも明確ではなく、前述のような甘さが指摘されている。今後、調達方法の多様化が課題となるのみならず、そのためには必要な資金規模のより正確な査定も必要であろう。

第三に、対外要因としてアジア経済全体の低迷が指摘できる。前述のように、韓国の通貨・金融危機はタイに始まる一連のアジア危機の一環として捉えられるわけだが、依然としてアジア危機は払拭されず、例えば中国人民元切り下げなどが行われた場合再燃する可能性は十分にある。したがって、韓国の構造調整はこのような対外的に不安定な状況下で遂行されざるを得ず、その迅速な遂行が課題となるだろう。

\*なお、本稿を作成するにあたり、姜敵熙氏（国民投信）、Jae Hyun Yoon氏（大宇証券）、孫福祚（大宇証券）、徐彰秀氏（大宇投資諮問）、張福鍊氏（元メリルリンチ証券）、安島徹氏（野村アセット・マネジメント）、鄭炳建氏（NTKテレコム）の各氏に大変お世話になりましたこと御礼申し上げます。

## ヘッジファンドと証券規制

伊豆 久

### はじめに

昨年九月、アジア通貨危機が深刻化する中で、マレーシアのマハティール首相はウォールストリートジャーナル紙に寄稿し、ヘッジファンドを激しく非難した。相場操縦によって巨額の富を手にし、東アジア経済を破綻に陥れているファンダメンテージャーは、グローバル経済に出没する「追いはぎ」である。<sup>(1)</sup>

九〇年代に入り金融危機が起ころるたびにヘッジファンドの「暗躍」が取り沙汰されてきた。では、ヘッジファンドとはそもそも何なのか。その金融経済上の役割については次回に取り上げることとして、今回はまず、米国の連邦証券規制<sup>(2)</sup>において、ヘッジファンドがどのように位置付けられているのか確認する。<sup>(3)</sup>

### 1 証券法上の私募証券

ヘッジファンドという概念は、法律上の概念ではなく通称である。一般に言われている特徴から定義すれば、①SECに登録されておらず、そのため規制を受けない、②レバレッジを活用する、③マネージャーの運用報酬はパフォーマンスベース、④ハイネットワース（富裕個人）を主たる顧客とする、⑤マネージャー自身が自分の金融資産のすべてをファンドに出資している、⑥その多くはリミテッドパートナーシップの形態をとる、⑦集合投資ファンド、ということになろう。それぞれの特徴は相互に関係しあっているが、SECに登録されていない

というのはどういうことで、それはなぜなのか、それぞれの法律」と見てみよう。

まず、一九三三年証券法との関係では、ヘッジファンドの持ち分権は、同法第二条（二）が定義する証券に該当するため、その販売においては「いかなる者」に対しても詐欺的行為等禁止の規定が適用される（第一七条）。しかし、第四条（二）が「発行者による公募を含まない取引」（いわゆる私募）については、登録を求める第五条を適用しないとしており、証券の登録と情報開示が免除される。要するに、ヘッジファンドへの出資は私募証券への投資となるため、ヘッジファンドの証券としての登録と情報開示は免除されているのである。

私募と認められるための一つの方法は、そのセーフハーバー規定であるレギュレーションDに従つた販売を行うことである。レギュレーションDは、勧誘方法について制限を加え（一般広告などの禁止）、投資家数についても適格投資家以外の投資家は三五名以内と定めている。投資家数の制限を受けない適格投資家（accredited investors）は、機関投資家のほか純資産一〇〇万ドル以上あるいは直近二年間の年収が一〇万ドル以上の個人などである。しかし、レギュレーションDにもとづく私募をおこなう場合には、当該証券の最初の販売から一五日以内に、発行者と仲介者の氏名、発行総額、投資家の数、費用、資金用途などを記載したフォームDの報告書を提出しなければならない（レギュレーションD規則五〇三）。したがつて、フォームDによって、ヘッジファンドに関するある程度の情報をSECは得ることになるが、レギュレーションDは、セーフハーバルールであるため、それにもとづかずに直接証券法第四条（二）（私募）の適用を求めることが可能である。そこで、ヘッジファンドは、その他の一般的な私募証券発行の多くの場合と同様に、レギュレーションDを利用せず、個別にSECのノーアクションレターを求めるという方法で私募認定を得ているものと思われる。

ヘッジファンドについての詳細な情報が一般に開示されず、またSEC自身も把握していないのは、以上のような事情による。それゆえ、ヘッジファンドに関する情報は、新聞、雑誌などのほか、ビジネスとしてヘッジファンドに関する情報を提供しているベンダーによるほかないのが実情である。<sup>(4)</sup>

## 2 投資会社法の不適用

次に、日本の証券投資信託法にあたる一九四〇年投資会社法上の扱いを見てみよう。同法第三条（c）（二）は、「その社外証券（短期手形を除く）が一〇〇名を超えない者によって実質的に所有されており、かつその証券の公募を行つておらず、または行おうとしていない発行者」は投資会社（日本でいう投資信託あるいは証券投資法人）にならないとし、投資会社としての規制に服する義務を免除している。いわゆる私募投信であるが、六月の金融システム改革法で解禁が決まった日本の私募投信の場合、私募投信を含めた形で投資信託が定義されているのに対して、米国の場合、そもそも私募投信は投信（投資会社）ではないという扱いになつてている。

この規定を利用したプライベートファンドの範疇に入るのは、ヘッジファンド以外にも数多くあり、投資クラブやベンチャーキャピタルなども含まれる。このような、一般に広く投資家を募るのではない小規模な集合投資ファンドの参加者（投資家）の間には、そのファンドへの投資家である前に、社交上あるいはビジネス上のプライベートな相互信頼（それは相互規制もある）関係があると想定できる。それが、当局への登録とそれによる規制に代替する役割をはたすと期待されており、そのことが、プライベートファンドに幅広い自由と私的自治を認める根拠となつてゐるのであろう。

では、ヘッジファンドはなぜ（法律上の）投資会社になることを拒否するのだろうか。言い換えると、投資会社に対する規制のうち、すでに述べた登録と情報開示以外にヘッジファンドが避けようとしているのはどの点だ

ろうか。

その一つは、ファンドのガバナンスに関する規制である。ミューチュアルファンドなどの投資会社は株式会社としての統治構造を備えねばならず、しかも投資会社法第一〇条（a）は、取締役の少なくとも四〇%は投資会社と利害関係のない者でなければならぬとしている。これは、「投資会社の資産を実質的に運営している投資顧問を中心とする、管理者による不正・違法な行為から一般投資家を保護するため」の規定である。これに対してヘッジファンドは、後述のようにリミテッドパートナーシップの形をとることが多く、部外者はもちろん、リミテッドパートナー（出資者）であつてもファンドの運用に口を出すことは事実上不可能であり、ジェネラルパートナーである投資顧問が自由に運用するというところに特徴がある。しかしその反面で、制度的なガバナンスの欠如が不正行為の可能性をともなうのは言うまでもない。

二つ目は、投資顧問の報酬に関してである。第三六条（b）は、投資会社の投資顧問は、投資会社からの報酬の受け取りに関する信認義務を負うとしている。具体的な報酬基準は述べられていないが、この信認義務違反を理由としてSECと投資家が訴訟を提起する権限を認めていた。自分が運用するファンドが投資会社とならないことによって、ヘッジファンドの投資顧問にはこの信認義務が発生しないのである。（投資顧問の報酬については、投資顧問法が具体的な規定を設けているが、それについては後述）

第三に、運用スタイルについても、投資会社法は、第八条による登録でその基本方針を登録せねばならず、第二条でSECの規則に反して証拠金取引（空売り、空買い）することを禁止している。こうした運用規制が、投資会社でないヘッジファンドには適用されないため、マネージャーの判断のみによって瞬時にデリバティブの利用を含めた投資方針を決定し、変更することができるるのである。しかしながら、デリバティブの利用の意味は、

レバレッジを利かせること、つまり運用資金よりも大きな額の投資をおこなうことだけにあるのではない。デリバティブにとってそれはむしろ副次的な意味ではないかと考える。それよりも、既存の金融商品に内在する様々なリスクを一旦アンバンドリングし、その中から自分が選択するリスクだけを受け、それ以外はヘッジできるところにこそデリバティブの基本的な役割がある。そしてデリバティブを活用するヘッジファンドの最大の特徴も、レバレッジを利かせるところではなく、その名が示す通りリスクの選択的な引受け（＝選択的なヘッジング）にこそある（こうした点については次稿で検討する）。投資会社法第二二条はそれを妨げるのである。

### 3 投資顧問法における未登録投資顧問

ヘッジファンドのマネージャーは、一九四〇年投資顧問法第二〇一条（a）（一一）が定義する投資顧問に該当し、そのため、第二〇六条が定める詐欺的行為等の禁止規定が適用される。しかし、第二〇三条（b）（三）が、「過去一二ヶ月における顧客数が一五人以下であつて、一般公衆に対し自己」が投資顧問であることを明らかにせず、かつ「一九四〇年投資会社法」にもとづいて登録した投資会社に対する投資顧問としての業務を行わないもの」については、投資顧問としての登録を免除しているため登録の必要はない。なお、ここでの顧客数の計算では、一本のファンドは出資者の数に關係なく一人の顧客として勘定される。

プライベートな投資顧問の顧客に対しても、詐欺的行為等禁止以外の法による保護を認めていないわけで、これは、証券法における私募投信の扱いと同様である。

ヘッジファンドの投資顧問に関しては、同法上の登録を行つている者もあるが、この規定を利用して登録をしていない者もいる。登録を避ける大きな理由に登録投資顧問への報酬規制がある。第二〇五条（a）は、登録投

資顧問が、「顧客の投資資金またはその一部についてのキャピタル・ゲインまたは評価益の分け前にもとづいて投資顧問の報酬」を定めること（パフォーマンス報酬）を禁止している。ヘッジファンドを投資会社としないことの理由の一つもここにある。投資会社の投資顧問は、同法第二〇三条（b）（三）により、投資顧問としての登録を義務づけているため、自動的にこのパフォーマンス報酬禁止規定に引っ掛かるからである。

この禁止規定が設けられている理由は、それを認めれば、投資顧問にとってはパフォーマンスが悪くてもせいぜい契約を打ち切られるだけで自分が損失を被ることはないと対し、成績が良ければそれに見合った高報酬を得られることになり、投資顧問をよりリスキードへ駆り立ててしまうからである。この点に関して、ヘッジファンドでは、マネージャー自身が自「資金のほとんどを当該ファンダに出資している」とが無謀な運用を防ぐ役割を果たしていると言われている。つまり、ファンダの損失は自分の損失となる形をとることで、モラルハザードを防いでいるのである。それらは、リミテッドパートナーシップの契約書、投資家への報告書などで明らかにされており、そこで虚偽記載は証券法と投資顧問法の禁ずる詐欺的行為として規制されている。

では、日本でしばしば主張される「日本の投信に比べて米国のミューチュアルファンドの成績がよいのは、投資顧問の報酬が固定給ではなくパフォーマンスベースだからだ」との指摘については、どうなるのだろうか。これは、投資顧問法第一〇五条のただし書きによる。すなわち、同条（b）は、パフォーマンス報酬の禁止条項は、残高ベースの成功報酬を禁止するものと解され得てはならず、また、投資会社または運用資産一〇〇万ドル以上<sup>(6)</sup>の顧客との投資顧問契約の場合には残高ベース報酬でかつそのベースが「適当な株価指数」等との相対的な成績に比例して増減する契約であれば、適用されない、と定めている。要するに、投資会社の投資顧問はインデックスとの相対的な成績によって更改される残高ベースの報酬を得ており、それは投資顧問法が禁止するパフォーマンス報酬と見なされないのである。これに対して、ファンダ自身が投資会社でもなくマネージャーが登録投資顧問でもないヘッジファンドの場合は、対インデックスでの相対的な成績ではなく絶対的な利回りをもとにしたパフォーマンス報酬を受け取ることができるのである。

実際、ヘッジファンドのマネージャーの報酬は、多くの場合、資産の一一一%プラス利益の一五一二〇%と言わわれている。また、当然にファンダの目標とするところも、ミューチュアルファンドがインデックスをいくら上回るかにあるのに対し、ヘッジファンドは市場動向に関係なく利回りはいくらかで考えられている。このことは、（次回述べるように）ヘッジファンドがそもそも、市場全体のリスク（つまりインデックスの変動リスク）をヘッジした個別銘柄間の裁定取引から始まつたという事実からしても、ヘッジファンドの本質的な特徴だと見える。

#### 4 証券取引所法上の規制

一九三四年証券取引所法との関係では、一つは、ヘッジファンドが同法上の登録を要する証券業者（ブローカー・ディーラー）にあたらないか否かが問題となる。ディーラーは、正規の業務の一部として証券の売買を行い、公衆と直接取引をし、市場仲介機能を担い、多くの場合投資家に他の市場サービスも提供する者を指すのに対し、トレーダーは自分の投資勘定のためにのみ証券の取引を行う者とされ、両者は区別して解釈されている。そしてディーラーは登録が必要であり、トレーダーはその必要がない。区別の基準はいささか神学的であるが、ヘッジファンドはトレーダーであってディーラーではないとされている。

ブローカーについては、ヘッジファンドの持ち分を販売する者がブローカーにあたらないかが問題となるが、

この点、多くの場合、ジエネラルパートナーが直接雇用しているスタッフによって、販売手数料なしに、また不特定多数への勧誘もなく販売されるため、取引所法規則三a四一一（ブローカーとはみなされない発行者の提携者）が定める登録免除要件を満たすとされている。ただし、持ち分の販売に外部のコンサルタントなどが利用される場合もあるが、こうした場合には、当該コンサルタントは登録証券業者でなければならない。

取引所法との関係でもう一つ問題となるのは、五%ルールの適用である。第一三条（d）と同法規則一二一一は、第二二条で登録された証券の五%以上を直接間接に保有する者は、一〇日以内にSECにスケジュール一二Dの報告書を届け出なければならないとしている。ただし、発行体の支配に影響力を及ぼす目的をもたない場合には、翌年の四五日以内により簡単なスケジュール一二Gで登録すればよいことになっている。

また、第一三条（f）は、公開されている株式に一億ドル以上投資している一任運用口座を預かる機関投資管理人（Institutional Investment Manager）は、SECに様式一二Fを四半期毎に届け出る義務を負う。様式一二Gは、銘柄名、株数、総売買額について記載することになっている。SECは、ヘッジファンドの米国株式投資に関する情報については、この様式一二Dと一二Fによって、ある程度は把握することが可能となっている。

## 5 リミテッドパートナーシップとしてのヘッジファンド

以上、連邦証券関係法上の扱いについて見てきたが、次に、ヘッジファンドの組織上の特徴について簡単に見ておこう。

ヘッジファンドは、その多くが会社組織ではなくリミテッドパートナーシップ（L.P.）の形をとっている。<sup>(7)</sup> L.P.は、パートナー間で、お互いの権利義務、損益の配分などを定めたパートナーシップ契約を結び、リミテッド

パートナーシップ証明書を州当局に登録することで設立される。L.P.は、その債務に無限責任を負い経営に参与するジエネラルパートナーと、経営に参画せず、自分の出資分しか責任を負わないリミテッドパートナーの二種類の出資者から成る。ヘッジファンドの場合、ファンドの設立者＝ファンドマネージャー＝ジエネラルパートナーとなるわけである。リミテッドパートナーが、実際にはL.P.の管理・運営に参加している場合には、裁判所などでジエネラルパートナーとみなされるため、リミテッドパートナーが、L.P.の運営（ヘッジファンドであればファンドの運用）に口を出すことは事実上ありえない。

ヘッジファンドがL.P.の形をとるのは、主に課税対策のためである。つまり、会社でなくL.P.であることによつて、ファンドのあげた収益に対するファンドレベルでの課税を回避して、収益を非課税のままファンド出資者に還元（パススルー）することが可能となるのである。

## 6 日本におけるヘッジファンド

米国でヘッジファンドが多く活動しているのに対し、日本では、現在のところヘッジファンドは作られていない。それは、証券投資信託法第二条が、投信の定義において「その受益権を不特定かつ多数の者に取得させることを目的とするもの」と定めていたためで、つまり、公募投信以外は投信と認められなかつたのである。しかし、この点は米国と同じで、米国もヘッジファンドは投資会社法上の投資会社ではない。ただ、日本と米国の風土の違いにより、米国では、法律に書かれていなければ、法律の規制を受けない自由な商品が作られるのに対し、日本の場合、法律で書かれていないものは事実上の禁止を意味するとの慣行が維持されてきた。法律解釈において、「法令上の証券発行規定があつてはじめて私法上の有価証券となると解する説が多数説」だとされる。

また、米国では、前述のように、ヘッジファンドは投資会社ではないものの証券法上の証券、投資顧問法上の投資顧問にあたるため、それぞれの法律の詐欺行為等禁止条項が適用される」とで（証券法第一七条、投資顧問法第二〇六条）、最低限の公正維持は担保される構えとなつてゐる。といふが、日本の証券取引法の証券の定義は私募投信を含んでおらず、したがつて、証取法による投資家保護規制の対象外となり、その不公正取引に関しては刑法などによるほかなくなる。他方、証取法上の証券の範囲が同時に証券会社の業務範囲を決定する少數向けの集合投資商品は業態間の「空白地帯ないし緩衝地帯」となつてゐたのである。<sup>(29)</sup>

それが、六月の金融システム改革法により、従来の「不特定かつ多数の者」が「複数の者」と改められ、私募投信が解禁となつたわけである。公募投信との規制上の違いは、省令（証券投資信託の委託会社の行為準則に関する省令）の改正によって図られる予定であるが、情報開示についての区別はなく（ハ）の点米国と大きく異なる（ハ）（公募）投信に残つてゐる運用規制が撤廃される」とになる模様である。

おわりに

米国におけるヘッジファンドは、以上のような証券規制の下で（と）よりもほどんど規制を受けずに運用されてきたが、それは、そのプライベートな性格が、顧客対象の適格投資家への限定とあいまひて、投資家保護を目的とする公的な証券規制の必要性を小視しているからである。投資家の自己責任を問うための前提条件を整えることが投資家保護（証券規制の目的）だと考えても、同じである。しかし、投資家保護（証券規制）といふ

う観点から、金融証券市場における役割といつて観点を移せば、ヘッジファンドはまた違つた特徴を見せるようつに思われる。では、金融証券市場におけるヘッジファンドの役割はどう考へればよいのか、次回（一月号）では、その歴史と現状、グローバル化時代におけるヘッジファンドの役割について検討やむこととした。

- (1) Mahathir Bin Mohamad, "Highwaymen of the Global Economy", *Wall Street Journal*, Sept. 23, 1997.
- (2) 米国でのヘッジファンドに関する規制には、他より連邦レベルやは商品取引法等による規制があり、また州レベルでの規制もある。
- (3) 本稿は、主に以ての文献によつた。

マーシャ・L・マクハーグ「日本の投資信託規制改革のための米国マーチュアル・ファンドからの教訓」「証券投資信託制度の将来」（マーケットポート第一五号）一九九四年一〇月。

Schulte Roth & Zabel, "Critical Legal and Regulatory Issues" in *Hedge Funds*, ed. by Jess Lederman and Robert A.Klein, McGraw-Hill, 1995.

Sunil Sharma, "Regulation of Hedge Funds" in *Hedge Funds and Financial Market Dynamics* (IMF Occasional Paper 166), 1998.

Arthur Levitt, Testimony Concerning Hedge Fund Activities in the U.S. Financial Markets Before the Committee on Banking, Finance and Urban Affairs, U.S. House of Representatives, April 13, 1994.

- (4) くつかつたハントに関する有力情報ベンダーはウェブサイトやメール、関連リース、パフォーマンス評価など様々な情報を提供してゐる。Managed Account Reports社 ([www.marhedge.com](http://www.marhedge.com))、Van Hedge Fund Advisors International社 ([www.vanhedge.com](http://www.vanhedge.com)) など。

(5) 近藤光男「アメリカ法制」落合誠一編著『比較投資信託法制研究』有斐閣、一九九六年、一九頁。

(6) この運用資産一〇〇万ドル以上という規定は、同法規則二〇五一二によって五〇万ドル以上に緩和されていたが、今年七月にSECが規則を改正し、条件をさらに緩和した（[www.sec.gov/rules/final/ia-1731.htm](http://www.sec.gov/rules/final/ia-1731.htm)）。

(7) パートナーシップに関しては、平野嘉秋「パートナーシップの法務と税務」税務出版出版会、一九九四年。

(8) ただし、最近、各州で税制上L.P.と同様の性格をもつリミテッドライアビリティカンパニー（LLC）を認める動きが広がり、ヘッジファンドでもLLCの形態をとるものが増えていく。両者の違いはLLCの場合、出資者全メンバーに有限責任が認められるのに対し、L.P.の場合には無限責任を負うジェネラルパートナーが少なくとも一人必要とされるところにある。LLCについては、舛田淳二「アメリカの新しい事業形態～LLC、L.P.およびLLPの展開～」『国際商事法務』第一六巻第七号、一九九八年。

(9) 「投資信託の改革に向けて（投資信託研究会報告書）」（資本市場研究会編『魅力ある投資信託をめざして』一九九五年二八頁）。

(10) 神田秀樹「証券投資信託の法的側面」『ファイナンシャル・レビュー』第二六号、一九九五年、一六一頁。

## ロンドン証券取引所のSETSのトランクート調査

吉川 真裕

昨年一〇月一〇日のロンドン証券取引所における新取引システムSETS (Stock Exchange Electronic Trading Service) の導入は第一のヒッグバンとも呼ばれ、一九八六年のヒッグバン以来の大改革と位置づけられてる。本年三月には、導入後四カ月間の取引状況を振り返り、取引状況の分析とこれを踏まえたルール変更に関する協議文書がロンドン証券取引所から発行されており、五月にはこの協議文書に対する回答の検討とこれに基づくルール変更のスケジュールがすでに明らかにされている。

SETS導入後の取引状況とロンドン証券取引所が発行した協議文書に対する回答状況についてはすでに紹介したが、ロンドン証券取引所以外の機関による二つのアンケート調査結果も公表されている。<sup>(1)</sup>そこで本稿ではこの二つのアンケート調査の結果を紹介し、ロンドン証券取引所による取引状況の分析と協議文書に対する回答状況を補完して、より正確な状況の把握を試みる。結論を先取りしておけば、本稿で取り上げる二つのアンケート調査結果によると、SETS導入後の取引状況はロンドン証券取引所による評価よりもかなり控えめなものであり、オーダードリブン方式の採用という点での評価は高いものの、実際の取引にあたっての使い勝手という点ではまだ十分に評価される状況には至っていないというのであった。

## 1 ロイターによるアンケート調査

まず、はじめのアンケート調査はロイターがテンペスト・コンサルタンツに委託して毎年実施しているイギリスの大企業三五〇社に関する調査であり、一九九八年版ではSETSに関する質問がこの中に含まれている。<sup>(2)</sup>

アンケート調査は大企業三五〇社や証券会社のアナリスト、ファンスマネージャーを対象として行われていて、イギリス株に投資する一〇〇大ファンスマネージメントグループに対して取引や執行に関して質問した箇所があり、その中で機関投資家のSETSに関する評価が取り上げられている。この一〇〇大ファンスマネージメントグループの比率は大企業三五〇社に投資されている八〇八〇億ポンドの七九%にあたる六四二〇億ポンドと推定されており、回答数は各質問によって三一件（三一%）から三七件（三七%）であったが、資産管理額では三〇五〇億ポンド（四八%）から五八二〇億ポンド（九一%）に達していた。そこで、このアンケート調査では回答数の比率を示すのではなく、一〇〇社のうち上位二〇社を五、次の二〇社を四、その次の二〇社を三、その後次を二、下位二〇社を一という具合にウェイト付けし、より大きなファンダの回答を重視して比率を計算している。

### （1）流動性

SETS導入に伴って流動性は改善したかという質問に対する加重回答率は、改善したが〇・〇〇%、変わらないが一七・〇九%、悪化したが八一・九一%であり、悪化したが圧倒的に多かつた。

### （2）取引速度

SETS導入に伴って取引速度は改善したかという質問に対する加重回答率は、改善したが一・五六%、変わらないが七・六九%、悪化したが八九・七四%であり、やはり悪化したが圧倒的に多かつた。

### （3）大口取引の執行可能性

SETS導入に伴って大口取引の執行可能性は改善したかという質問に対する加重回答率は、改善したが〇・〇〇%、変わらないが五四・一二%、悪化したが四五・七九%であり、変わらないが悪化したを上回った。

### （4）大口取引の執行価格

SETS導入に伴って大口取引の執行価格は改善したかという質問に対する加重回答率は、改善したが一八・九一%、変わらないが三四・二三%、悪化したが四六・八五%であり、悪化したが最も多かつた。

### （5）決済

SETS導入に伴って株式取引の決済は改善したかという質問に対する加重回答率は、改善したが〇・〇〇%、変わらないが九六・〇八%、悪化したが三・九二%であり、変わらないが圧倒的であった。

### （6）取引費用一般

SETS導入に伴って取引費用一般は改善したかという質問に対する加重回答率は、改善したが三一・八二%、変わらないが四四・五五%、悪化したが二三・六四%であり、変わらないが最も多かつたが、改善したが悪化したを上回っていた。

### （7）プログラム取引

プログラム取引とその他の取引を区別して両者の比率を尋ねた質問に対する加重回答率は、プログラム取引が一一・〇〇%、SETSまたはマーケットメーカーが八八・〇〇%であった。

### （8）SETSの利用比率

SETSとマーケットメーカーの利用比率を尋ねた質問に対する加重回答率は、SETSが二八・八三%、マ

一ケットメーカーが六一・一七%であり、機関投資家側もまだ過半数の取引を従来通りマーケットメーカーを通じて取引していることが明らかになつた。ただし、この質問は大企業三五〇社を対象とした取引全体と考えられ、SETTSが導入されているのはFTSE一〇〇構成銘柄とその他数銘柄であり、その点は若干割り引いて考える必要があると思われる。また、先の質問でSETTSまたはマーケットメーカーと区別されたプログラム売買が含まれているのかどうかも明らかではない。

SETTSに関する質問への回答をまとめてみると、取引速度と流動性では悪化したという回答が圧倒的であり、大口取引の執行可能性と大口取引の執行価格では悪化したと変わらずがほぼ同程度、決済については変わらずが圧倒的で、取引費用一般においては変わらずが最も多かつたものの、唯一改善したが悪化したを上回つていた。この結果を見る限り、オーダードリブン方式になれないということもあるうが、機関投資家のSETTSに対する評価はかなり低いといわざるを得ない。したがつて、SETTSの利用比率が四〇%に満たないという回答結果とも整合的であると言えよう。

## 2 レードポイントとベストラスティーによるアンケート調査

もう一つのアンケート調査は、トレードポイント証券取引所と独立系ではイギリス第二の受託機関であるベストラスティーが機関投資家を対象として実施したものであり、報告書全体はまだできあがつていないが、結果の一部は公表されている。<sup>(3)</sup>

アンケート調査は上位二五〇社の機関投資家を対象としており、オーダードリブン方式の導入に伴つて投資業

務と取引がどのような影響を受けたかを理解することを目的にして行われた。ここでSETTSではなく、オーダードリブン方式としているのはトレードポイントもオーダードリブン方式を採用しているので、トレードポイントを含めた回答を求めていためと考えられる。回答数は文書には明記されていないが、トレードポイントが発表したプレスリリースによると四〇社ということであり、回答率は二七%であったと考えられる。<sup>(4)</sup>

### (1) FTSE一〇〇銘柄へのオーダードリブン方式導入

FTSE一〇〇銘柄にオーダードリブン方式の取引方法を導入すべきかどうかという質問に対する回答率は、導入すべきが八四%、導入すべきでないが一六%であり、導入すべきが圧倒的に多かつた。

### (2) FTSE一〇〇銘柄でのアップステアーズ取引比率

FTSE一〇〇銘柄を対象としたアップステアーズ取引（こ）では非SETTS取引の総称として用いられている）の比率に関する質問への回答率は、二〇%刻みの五区分で見ると、①六〇%から八〇%が二七%、②〇%から二〇%が二二%、③四〇%から六〇%が一九%、④一〇%から四〇%が一八%、⑤八〇%から一〇〇%が一四%であり、本文では過半数の回答者が五〇%以上と回答し、三二%は七〇%以上と回答していたと説明されている。

### (3) SETTS導入後の大口取引

SETTS導入後に大口取引の執行可能性は悪化したかという質問に対する回答率は、①わずかに悪化したが四四%、②変わらないが三四%、③かなり悪化したが一〇%、④改善したが一%であり、本文では六四%の回答者が悪化したと答えていたと説明されている。

#### (4) 仲介業者への情報漏洩

プローカーやマーケットメーカーへの取引情報の漏洩をどの程度気にしているかという質問に対する回答率は、  
①気しているが五三%、②気していないが三四%、③かなり気しているが一三%であり、本文では六六%  
の回答者が気にしていると答えたと説明されている。そして、SETTS導入後にアップステアーズ市場とキャピ  
タル・コミットメント（相対のリスク取引）、WPAの間の不明瞭さが市場の透明性を低下させ、業者が投資家の  
取引情報を利用する機会が増えたと述べられている。

#### (5) 大口注文の際の仲介業者への情報漏洩

大口注文を仲介業者に開示することが取引執行に悪影響を与えることについてどの程度気しているかとどう  
質問に対する回答率は、①気しているが五四%、②気していないが一五%、③かなり気しているが一一%  
であり、本文では七五%の回答者が気にしていると答えたと説明されている。これを仲介業者への情報漏洩一般  
と比べると、かなり気しているが八ポイント上昇、気にしているが一ポイント上昇、気にしていないが九ポイ  
ント低下であり、気していないからかなり気にしているへの変化が見られるが、本文ではこの結果はSETTS  
導入後の大口取引の執行可能性悪化とある程度は関係していると説明されている。

#### (6) 迅速な執行

取引対象をFTTSE100銘柄、FTTSE150銘柄、その他の銘柄に分けて迅速な執行に要する時間を質問  
した結果、FTTSE100銘柄では、①五分が三七%、②平日が一〇%、③一日が一一%、④一〇分が九%、④  
一時間が九%、⑥二〇分が六%、⑥三〇分が六%、⑧一時間が一%、FTTSE150銘柄では、①平日が一〇%、  
①一日が二〇%、③五分が一九%、④一〇分が一五%、⑤一時間が九%、⑤一時間が九%、⑦二〇分が六%、⑧

三〇分が一%、その他の銘柄では、①一日が四九%、②平日が三%、③五分が一二%、④一〇分が九%、⑤一  
〇分が七%、⑤一時間が七%、⑦三〇分が三%、⑧一時間が〇%であった。この結果で特徴的なのは、FTTSE  
100銘柄では最短区分の五分間が三七%と高く、逆にその他の銘柄では最長区分の一日が四九%と高かつた  
ことであり、全般的には五分ないし一〇分と半日ないし一日という両極端な区分への回答が多かつたことであろう。

#### (7) 迅速な執行の必要性

迅速な執行を必要とする注文の比率に関する回答率は、一〇%刻みの五区分で見ると、①〇%から一〇%が三  
〇%、②二〇%から四〇%が二七%、③四〇%から六〇%が一五%、④六〇%から八〇%が一四%、④八〇%か  
ら一〇〇%が一四%であり、本文では七〇%以上の注文で迅速な執行を必要とするという回答者が約三分の一に  
達していたと説明されている。そして、迅速な執行を必要とする理由に関しては、①価格変動のリスクが二八%、  
②現金需要（cash flow requirements）が一七%、③各機関の内部ルールが二二%であつたとされている。

#### (8) 価格改善

より有利な価格で取引を執行するためにどの程度の取引を忍耐強く執行しようとしているかという質問に対す  
る回答率は、一〇%刻みの五区分で見ると、①八〇%から一〇〇%が四六%、②四〇%から六〇%が一四%、③  
六〇%から八〇%が二二%、④〇%から一〇%が八%、⑤一〇%から四〇%が〇%であり、かなり高い比率で価  
格改善が試みられていることがわかる。

#### (9) 取引機会の喪失

プローカーに注文する際に発注の遅れによって取引機会を喪失する頻度に関する回答率は、①めったにないが  
六六%、②ときどきが一四%、③一度もないが五%、③頻繁にが五%、⑤非常に頻繁にが〇%であり、取引機会

喪失頻度はそれほど高いとは思われないが、本文では五%の回答者だけが取引頻度を喪失したことがなく、二四%がときどき、五%が頻繁に取引機会を喪失していることが強調されている。

#### (10) SETS導入後の発注時間

SETS導入後に注文の取り扱いにどれぐらいの時間を必要としているかという質問に対する回答率は、①より多くの時間が六一%、②変わらないが三四%、③より少ない時間が五%であり、本文では、SETS導入の利点が数多く上げられていたにも関わらず、機関投資家の注文取り扱い時間は増加していたことが強調されている。

#### (11) ブローカーによる調査的重要性

ブローカーの提供する調査的重要性に関する質問への回答率は、①いくつかは重要が七〇%、②たいていは重要が二三%、③重要なが七%、④すべてが重要は〇%であったが、本文では二三%の回答者のみがたいていのブローカーの調査情報を重要と考えており、七七%は全く重要でないまたは少しは重要であると回答していたと否定的に説明されている。

#### (12) ブローカーの手数料

ブローカーに支払う手数料の水準をどう思うかという質問に対する回答率は、①ほぼ妥当が七六%、②高すぎるとが一四%、③低すぎるが〇%であったが、本文では一四%の回答者がブローカーに支払いすぎていると考えていると説明されている。

#### (13) SETS導入後のコスト要因の変化

SETS導入後に四つのコスト要因がどのように変化したかという質問に対する回答率は、マーケット・インパクトでは、①変わらないが四四%、②改善したが二八%、③悪化したが二八%、気配値スプレードでは、①悪化したが四一%、②改善したが三七%、③変わらないが二二%、多重執行コストでは、①変わらないが六五%、②悪化したが二六%、③改善したが九%、委託手数料では、①変わらないが五三%、②改善したが三三%、③悪化したが一四%であった。この数字を見る限り、SETS導入後のコスト要因の悪化はそれほどひどいものではないと思われるが、本文ではマーケット・インパクトが著しく悪化したという回答が大半であり、気配値スプレードに関しては四二%、多重執行コストに関しては二六%の回答者が悪化したと答えたと説明されている。

#### (14) セントラル・カウンターパーティの重要性

オーダードリブン方式にとってセントラル・カウンターパーティがどれほど重要と考えるかという質問に対する回答率は、①重要が四〇%、②不可欠が二七%、③非常に重要が二四%、④重要でないが七%、⑤少しは重要が二%であり、本文では九一%の回答者がオーダードリブン方式にとってセントラル・カウンターパーティは重要であると考えており、七%だけがセントラル・カウンターパーティを重要でないと考えていると説明している。そして、この重要な問題をSETSは明らかに無視していると付け加えている。

#### (15) オーダードリブン方式の重要性

FTSE二五〇銘柄、FTSEスマートキャップ銘柄、新興市場（fledging market）銘柄にオーダードリブン方式を導入すべきと考へるかという質問に関する回答率は、FTSE二五〇銘柄では、導入すべきが四七%、導入すべきでないが五三%、FTSEスマートキャップ銘柄では、導入すべきが一四%、導入すべきでないが八六%、新興市場銘柄では、導入すべきが七%、導入すべきでないが九三%であったが、本文ではほぼ半数の回答者がFTSE二五〇銘柄にオーダードリブン方式を導入すべきと考えており、新興市場銘柄にオーダードリブン方式を導入すべきという回答はほとんどなかつたと説明している。そして、回答者の多くは現在のマーケットメーカー

制を維持しながらオーダードリブン方式を導入することが望ましいと付け加えていたと述べている。

SETSに関する質問への回答をまとめてみると、注文取り扱い時間ではより多くの時間が必要になつたという回答が過半数であり、気配値スプレッドと多重執行コストでは悪化したが改善したを上回つていたが、マーケット・インパクトでは悪化したと改善したが等しく、委託手数料では改善したが悪化したを上回つていた。また、SETS導入に伴う大口取引の執行可能性については悪化したが改善したを上回つており、FTSE100銘柄のSETS以外での取引比率でも過半数の回答者が五〇%以上と回答していた。

なお、トレードポイントはFTSE100銘柄をはじめとしたロンドン証券取引所に上場されている高流動性銘柄をオーダードリブン方式で取引しており、ロンドン・クリアリング・ハウスをセントラル・カウンターパーティとして機関投資家の直接参加を認めているので、ロンドン証券取引所のライバルである。<sup>(5)</sup>したがつて、アンケート調査の質問項目がトレードポイントに有利であることを機関投資家に認識させるような形で進められるようにも思われ、回答結果の解釈においてはSETSの評価に関して否定的なものが多いように感じられる。

### 3 二つのアンケート調査

さて、以上でロイターによるアンケート調査結果とトレードポイントとベストラスティーのアンケート調査結果を紹介し終わつたわけであるが、これら二つのアンケート調査を比較してみることも有益であろう。二つのアンケート調査結果には共通する点が多く、現状には満足していないという機関投資家による評価はほぼ妥当なものと考えられる。ただし、トレードポイントとベストラスティーによるアンケート調査結果の方が取引費用に関する事態の悪化についてやや寛容なようである。この違いが資産管理額でウエイト付けした回答率をロイターの調査が用いていることから生じたのかどうかはわからないが、これもまた興味深い点である。

ロンドン証券取引所の協議文書では具体的な改善点に関する質問は見られたが、SETS導入前と比較しての変化に関する質問はなく、この点に関しては新聞報道等に見られる市場参加者の声に頼らざるを得なかつた。<sup>(6)</sup>その意味で今回取り上げた二つのアンケート調査はロンドン証券取引所の協議文書を補完し、ロンドン市場の実像を把握する上で極めて有益であると考えられる。さらに、くしくも二つのアンケート調査が別々に行われたことは一つのアンケート調査による偏りを補う意味を持つており、調査結果の共通する部分に関してはより信憑性が高まるという予期せぬ結果をもたらしたことは幸運であったと言えるだろう。

ロンドン証券取引所の協議文書ではSETS採用銘柄のSETS対象取引の六〇%がSETSを通じて取引され、七五%はSETS価格で取引されていると述べられており、SETSが過半数の取引を占めているような印象を与えているが、多くの新聞報道等はSETS採用銘柄の取引のうちSETSを通じて取引されているのは四〇%にも満たないと報道していた。今回紹介した二つのアンケート調査結果では、最もSETSの利用に前向きであると考えられた機関投資家でさえ今のところSETS対象銘柄の取引のうちSETSを通じて行つてゐる取引が五〇%にも満たないということであり、従来のマーケットメーカー制からオーダードリブン方式のSETSへの移行がまだ十分には進んでいないことを明らかにしたと言えよう。

(注)

(1) の上への導入後の取引状況」については拙稿「ロハム・証券取引所における上への導入後の取引状況」(本誌一五六〇号、一九九八年七月)、ロハム・証券取引所が発行した協議文書に対する回答といれば基でヘルル変更にいたるが報紙「ロハム・証券取引所の上への導入後の取引状況」(本誌一五六一号、一九九八年八月)を参照。

(2) Tempest Consultants Limited, *The Reuters Survey of UK Large Company Investment Research, Sales & Trading*, April 1998, Tempest Consultants Limited.

(3) TRADEPOINT Stock Exchange and BESTRUSTEES, *Results from the Institutional Post-SETS Questionnaire*, July 1998.

(4) TRADEPOINT Stock Exchange, Press Release, 29 April 1998. (<http://www.tradepoint.co.uk/pr980429.html>)

(5) ルームズボイントは一九九五年九月から取引を開始し、一九九七年夏頃から上への移行を痛じてマーケットメーカー各社がインター・ディーラー・クローカーを通じての売買ルール調整をトーマス・ボイントの開拓を行つた。取引量を伸ばしてくると間ねれども、上の点に因るトーマス・ボイントの Stephan Wilson は、「教訓を吸収したり」と記して感謝している。

(6) の上への導入後の取引状況」については拙稿「ロハム・証券取引所における上への導入後の取引状況」(本誌一五六〇号、一九九八年七月)の第七節を参照。

## SECのATS規制案に対する関係者の対応

～図面の新提案へのコメント・レター～

清水 葉子

はじめに

アメリカの代替的取引システム（Alternative Trading System, ATS）をめぐっては、これまでにもさまざまな規制案の試行錯誤が続いている。すでに紹介したように、昨年五月にSECがコンセプト・リリースを発表し、取引量や価格決定方式によってATSを分類し、重要性の低いATSはこれまでどおりブローカー・ディーラーとして規制するが、重要性の高いATSについては段階的に規制義務を免除しながらも基本的には取引所として規制することを提案した。<sup>(1)</sup>

しかしながら、リリースに対する関係者のコメントの多くがATSの取引所規制に反対していたことなどから、SECは今年四月の新プロポーザルで、規制方式を選択式とし、ATS自身に取引所としての規制か、ブローカー・ディーラーとしての規制かを選択させることによる新たな規制案を発表した。<sup>(2)</sup>

四月の規制案の概要是次のようなものである。まず、取引所の定義を拡大し、すべてのATSをいつたん取引所の範疇におさめる。その上で、SECの免除権限を用いて、ATSが希望すれば取引所登録を免除し、ブローカー・ディーラーとしての登録を許容する。

ATSが取引所規制を選択した場合は、基本的に従来の登録取引所と同じように自主規制義務や公平なアクセスの保証などの規制負担を負うことになる。とはいっても、ATSの営利・非会員組織という特徴を考慮して、取引所のガバナンス構造については、別途公正性を重視した理事選出方法などを採用するなどの措置を講じることと、会員権と市場アクセスの問題については、取引所と同様、参加者をブローカー・ディーラーに限定し、機関投資家は端末を通じて参加ブローカー・ディーラー経由でアクセスさせるなど例外的な措置を講じるなどの工夫をする。一方、ATSがブローカー・ディーラー登録を選択した場合には、新たにRegulation-ATSと呼ばれる規則を制定して規制を行う。Regulation-ATSでは、取引量の少ないATSは従来の規則17a-23による規制と大きく変わらず、自主規制機関の会員になること、システム運営の通知と定期的報告を行うこと、取引記録を保持することなどの規制義務を負う。一方、取引量が一定限度を超えるATSは、こうした規制義務に加えて、ATS内の最良気配を一般に公開し、外部からのアクセスも認める」と、ATSでの取引参加の認定に公正な基準を設けて不公正な参加拒否を禁ずること、システム容量や緊急時の安全性についても十分な手立てを講じることなどの規制義務が課される。

本稿では、ATS規制に関する以上のような新しいプロポーザルに対する関係者のコメントのうちいくつかを取り上げて、今後の規制の方向について考えてみたい。コメントは、電子的に提出されたものに限ってSECのホームページ上に掲載されており閲覧が可能である。<sup>(3)</sup>九月五日現在で、九通のコメントが寄せられており、その中から、代表的なATSであるインステイネット、ATS研究者であるRuben Lee氏、SIIAのコメントを取り上げる。

## 2 インステイネットの「メント

インステイネットは代表的な代替的取引システムの一つである。インステイネットは、取引所登録とブローカー・ディーラー登録の選択式となつた今回の規制方針については基本的に賛成の意向を表明している。一方、インステイネットは、自らのビジネスを、アップステアーズ取引（取引所会員ブローカー・ディーラーが取引所外で大口の顧客注文の付け合わせを行い、執行のみをフロアに回送して行う取引）と並列する従来どおりのブローカレッジ業務であると規定しており、アップステアーズ取引も含めた通常のブローカー・ディーラー業務との違いは高度なシステムを利用しているかどうかという点だけであるというふうことを強調している。したがって、高度なテクノロジーを利用していいるというだけのために、新たにRegulation-ATS規制が課される」とは適切ではないという観点から規制案のいくつかに反論している。

### (1) 取引所の定義について

ATSにとって、どちらの規制方式を選択するのが有利であるか判断するためには、取引所の定義の拡大とそれにもなる規則変更に関してより詳細な情報やガイドナンスが必要であり、現時点の情報では判断しかねる。

また、取引所の定義拡大によってますます多くの市場仲介者が取引所の定義にあてはまってしまうため、SECは取引所登録の免除ないし除外の判断に追われることになり、いざれば技術革新に規制が追い付かなくなることが懸念される。したがって規制が選択式となる」とには賛成であるが、取引所の定義の拡大には賛成できないとしている。

## (2) 利用しているテクノロジーに中立的な規制

インステイネットの業務は従来のブローカレッジ業務と同じであり、むしろインステイネットの場合は高度なシステムを利用して顧客注文どうしの直接付け合わせを行うことや、ディーラーとして流動性を提供する場合と比べて自己ポジションと顧客注文とのコンフリクトもなく、より中立的なサービスが提供できている。にもかかわらず、通常の会員ブローカー・ディーラーと同様に取引所会員ブローカー・ディーラーであるATSが、利用テクノロジーによって追加的な規制負担を課される」とは適切ではない。

また、Regulation-ATSのトド、より重い規制を課されるだけの取引量に達しているATSは、実際には一二三社であり、結局成功したシステムがより重い規制を受けることになってしまい競争阻害的である。

### (3) ATS上の顧客注文の公開について

SECの規制案では、注文量が一定条件を超えているATSについて、顧客注文を一般に公開するとともに非参加者からのアクセスも認めなければならないとしているが、この点について、ATSは高度なシステムを用いてはいるものの、業務は伝統的ブローカー・ディーラーとかわらないのであるから、ATSに対してだけ顧客注文の公開を求めるとは適切ではない。

とくに、機関投資家の注文については、従来からアップステアーズ取引の形で取引所フロア外での注文の付け合わせが行われている。アップステアーズ取引は機関投資家の大口注文をフロアで執行した場合に被るマーケット・インパクトをさけるため、大手ブローカーがフロア外で注文の取引き相手を見つけたり、自己売買で対応し、執行のみフロアに回送するものである。こうした取引きは、取引所集中義務の緩和を利用した通常の

フローリングサービスの一貫であると認識されており、当然ATSのような注文公開義務が課されているわけではない。インステイネットは、ATSの業務もこうしたアップステアーズ取引となんらかわるところはなく、むしろシステムを使う」とで自己ポジションを持たないだけに顧客注文とのコンフリクトが少ないとして、ATSにのみ注文の公開を求めるには強く反論している。ATSにこうした注文公開義務を課した場合、機関投資家の注文は公開義務のないアップステアーズ取引のためのブロック・デスクや外国市場に流出するだけであって、市場全体として取引き前の透明性はなんら高まるものではないとしている。

### (4) 外国市場との整合性について

インステイネットは、プロボーザルのように取引所の定義を拡大して、ATSをいつたん証券取引所法上の取引所と認めた上で、免除規定によって取引所登録を免除してRegulation-ATSに従わせるという規制案が実行された場合、アメリカ国内では今回の措置で登録免除が認められるにしても、諸外国の規制との整合性を失つてしまふとして懸念を表明している。

ATSが証券取引所法上の取引所の定義にあてはまるとする、諸外国の市場において同様の免除が行われないかぎり、アメリカの登録免除取引所（であるATS）が、諸外国での取引所会員権を有して会員として市場にアクセスしていることになる。こうしたことが諸外国の市場で許容されるとは考えにくく、外国でのブローキング業務に大きな支障をきたすとしてこれも強く反対している。

インステイネットは以上のような懸念を表明した上で、注文公開と執行義務を定める規則301(b)(3)などについて具体的な変更案を出している。顧客注文の公開義務や自動執行義務を、それにともなうアクセス手数料の問題、

公正なアクセス義務に違反した場合の罰則や記録保持義務などについて緩和ないし柔軟化などである求めるものである。

### 3 Ruben Lee氏のコメント

Ruben Lee氏は、ATS規制の問題を、當利・非会員組織をとる市場運営者であるATSのガバナンスの問題と、ATS上の顧客注文の透明性の問題の二つに分けて把握している。

#### (1) ATSのガバナンスの問題

従来の非當利・会員組織である取引所であれば満たすべき公正な代表によるガバナンスを、ATSがどのように満たせば良いかという問題に関して、SECのプロポーザルでは、間接的な代表方式や市場監督を行う子会社の設立などの代替的な方法を提案している。この点に関してLee氏は、なんら制約を設けずにATSに任せてしまつても、利用者による選別と競争を通じて最終的には公正なガバナンスが可能であると考えている。利用の得にならないようなガバナンス構造を採用していると、それがどんなに会員にとって有利であっても注文が流出してしまっては何にもならないためで、競争を通じて効率性を最大にするガバナンス構造が選択されるだろうとしている。

Lee氏は対案として、ガバナンス構造になんらかの制約を設けることも想定しているが、その場合でも當利目的であれば取らないであろう行動を、なんらかの条件の下で取るように義務づけておくという程度であり、それですら、制約をつけることでATSの発展の元になった効率性を損ねることになる恐れがあると述べている。

#### (2) ATS上の顧客注文の透明性について

Lee氏はSECが透明性を重視し過ぎている点に批判的で、投資家保護、競争の促進、公正性、効率性といった異なるた政策目的が、透明性の徹底によってすべて達成できるわけではないとしている。透明性の徹底は場合によつては効率性や流動性の高さといった別の政策目的を損なってしまう可能性があり、複数の政策目的の間のトレード・オフを考慮すべきである。したがってATSに強制的に高い透明性を要求することは適切ではなく、透明性の点でも、適切な競争圧力があれば参加者にとって最も適切な水準に落ち着くだろうとしている。

#### (3) 規制の方針

Lee氏が推奨する規制方針は次のようなものである。すなわち、注文の回送と執行、情報の伝達に関する市場管理の部分の規制を切り離し、その部分の規制に関しては競争原理を用いる。例えば市場の透明性に関しても、競争を通じて最適な水準に収束するのであれば、それが必ずしも完全に透明でなくともかまわない。市場管理の部分については、ATS同士が互いに競争するのであるから、システム内では反競争的になる可能性があり、自主規制機能が十分機能するとは限らないからである。

市場管理以外の領域に関しては、現行の自主規制方式を維持する方法のほか、一案としてATS自身に誰を自らの規制者とするかを選択させ、SECは最低レベルの規制水準が守られているかを監督するという方法も考えられるとしている。

#### 4 SIAのコメント

SIAは、基本的には現行の規制方針を支持するという立場をとっている。現行規制の下では、ATSはノードアクション・レターによって取引所の定義にあてはまらないことを非公式に認められた上で、規則17a-23によって取引内容の報告義務などを課されている。また、システム上に出された注文の透明性に関しては、一九九七年以降、注文取扱いルール(Order Handling Rule)によるマーケット・メーカー・スペシャリストの注文に関する最良気配の公開が定められている。

SIAは、こうした現行規制はうまく機能していると評価しており、SECは規制監督上の不都合ではなく、投資家保護の観点から不都合が生じている場合にのみ規制の見直しを行えばよいとしている。とはいうものの、SECが今回のプロポーザルで規制体系自体の見直しを行うとするのであれば、それについて提言するという立場である。

##### (1) 取引所の定義拡大について

取引所の定義に関しては、SECの提案した取引所の定義拡大案では、取引所とブローカー・ディーラーの区別が依然あいまいであると指摘している。両者の区別を明確にするために、自己資金を取引に投下するものはブローカー・ディーラーであつて取引所ではないから、その点を定義に取り込む」と、さらに取引所であるために参加者が注文が執行される」とに対する合理的な期待 (reasonable expectation of the regular execution of their [the purchasers' and sellers] orders at posted prices) が持てるのでなければならずその点も定義に含める」とを求めている。

(2) Regulation-ATSの内容に関する問題について  
Regulation-ATSの規制内容に関するたために、Regulation-ATSの中で重い規制が課されるかどうかをきめる取引量の下限を引き上げる。また、銘柄との取引量の下限についても、システム全体に比して一部の銘柄のために規制対象となってしまうことを避けるために、緩和措置を取ることなどを新たに提案している。

(3) 公正なアクセスに関する問題について  
公正なアクセスに関するたには、SECはATSの投資家に対する非合理的なアクセス拒否に対する訴訟などの措置を取ることを想定しているが、SECはいつした不必要的規制をする必要がないとしている。SECはATSのアクセス規定の中身を問う必要はなく、ATSの定めた規制の下で実際に公正なアクセスが維持されているかどうかを調べるだけでよいとしている。

#### 5 おわりに

以上のように、SECの提案に対するコメントには多くの論点があり、概括するには困難であるが、いくつ

かの論点を整理してみよう。

まず、SECの選択式規制案自体には大きな反対の余地は少ないと思われる。ところが、たとえSIAのように現行の規制を支持しているにしても、規制方式を自由に選べるのであるから、現行のブローカー・ディーラー規制を選択すれば多くのATSは現行と大きく変わらない規制義務を果たすだけで済むことになる。ただし、取引量が一定以上に達するごくへんなATSについては、より厳しい規制が課せられることになるがこの点はRegulation-ATSの細目部分を緩和する」とに対応やめると考えられる。

次に、取引所の定義の拡大についてもあるが、これに関する問題としてはインスタイルが主張するように、多くのATSはアメリカ国内では登録免除にならなければ取引所の定義にあてはまる」とになり、外国市場での活動に弊害が生じる可能性が高くなる。この点はSEC自身もプロポーザルで指摘しているならば、登録免除とせずに取引所定義の例外規定とするなどの措置が必要であると考えられる。

Regulation-ATSに関しては、取引前の透明性の問題として、システム上に出された顧客注文の公開とシステム外からのアクセスをどの程度求めるかが最大の争点となると考えられる。ATSでの取引の多くは通常のブローカー・ディーラーの行うアップステアーズ取引と同列に考えるべきものであるとするインスタイルの主張には説得力があるが、一方で注文取扱いルール (Order Handling Rule) 制定前に、多くのNasdaqマーケット・メーカーがATS上で有利な価格でのポジション解消を一般投資家の目に触れることがなく行つたことを考えると、一定の透明性の確保も重要であると考えられる。注文取扱いルールの強化によってマーケット・メーカーなどがATSやECN上に出す気配の透明性はかなり確保されてきていると考えられるため、それに加えてさらなる規制が必要かどうかの判断はむずかしいところであろう。

#### 注

- (1) Securities and Exchange Commission (1997), *Regulation of Exchanges*, Release No.34-38672, File No.S7-16-97, May 23, 1997. 内容の要約は清水葉子（一九九七）「アメリカの代替的取引システムの規制について」の以下の部分。  
ワーリースムーン「証研レポート」一五四八号、一九九七年七月参照。
- (2) Securities and Exchange Commission (1998), *Regulation of Exchanges and Alternative Trading Systems*, Release No.34-39884, File No.S7-12-98, April 18, 1998. 内容の要約は清水葉子（一九九八）「ATSの規制に関する案の提出」の「議論」部分、一九九八年五月参照。
- (3) <http://www.sec.gov/rules/proposedx.htm>

# 社債発行の決定要因

岡村 秀夫

## 1 分析の目的と背景

本稿における分析の目的は、企業が負債による資金調達を行う際に、社債発行を選択する要因を明らかにすることである。言い換えると、なぜ負債による資金調達のなかでも、ある時には社債発行が選択され、別の時には銀行からの借入が選択されるのか、という問い合わせ明らかにすることである。従来、間接金融が中心的であった日本では、企業の資金調達は銀行からの借入に大きく依存していた。しかし、一連の社債発行規制の緩和・撤廃をはじめとする資本市場の環境整備が進められたこと、そして不良債権問題によって銀行の金融仲介機能が低下したことなどによつて、社債発行額は年々増加傾向を示している。そして、一九九三（平成五）年の適債基準等の緩和に引き続き、一九九六（平成八）年一月一日をもつて国内における社債の適債基準および無担保社債についての財務制限条項に関するルールが撤廃されたことで、制度面に関する自由な社債発行のための環境整備はほぼ完了したと言つてよいだろう。そして銀行が従来同様の資金供給機能を果たすことができない状況下では、企業が借入に代えて社債発行を行うことを取引銀行に配慮する必要は薄れてきており、そればかりか社債が重要な資金調達手段となりつゝあると考えられる。つまり資本市場に参加可能な企業、少なくとも上場会社、については負債による資金調達を行う際に、銀行からの借入だけでなく社債発行という選択肢を同等に検討しうる状況になつたのである。そこで、本稿では社債の中でも銀行借入に最も性質が近い普通社債に焦点を当て、社債発行が選択される際の決定要因の分析を行う。

図1は一九八九（平成元）年以降の国内公募普通社債発行額の推移を、表1は国内公募社債（普通社債・転換社債・新株引受権付社債）の年度別発行額および各年度末の現存額の推移をまとめたものである。一九八九年度には七二九〇億円であつた普通社債の発行額が、一九九七年度には八兆七九九五億円と約一二倍もの大幅な増加を示している。なかでも、一般債（電力会社、NTT、JR以外の一般事業会社が発行した普通社債）の伸びが著しく、一九八九（平成元）年度にはわずか六〇億円であつた発行額が一九九七（平成九）年度には六兆四九四五億円にまで増加している。そして、電力債、NTT・JR債の発行額がほぼ一定があるいは減少傾向を見せていることから、普通社債全体の発行額の増加は一般債発行額の増加と軌を一にしていることが分かる。また、一九九八年にはいつて二月から七月まで六ヶ月連続で普通社債発行額が一兆円を超える、通年では一〇兆円を超える可能性もできている。<sup>(1)</sup> このように、近年の社債発行額の推移からも企業の資金調達における社債の重要性が高まつてゐることが示されている。

以下、二節では分析に用いるデータと推計方法の概要を述べる。三節では、仮説と分析結果について述べる。最後の四節はまとめである。

## 2 データと推定方法

### （1）サンプル

分析対象期間は一九九五（平成七）年度から一九九七（平成九）年度の三年間である。この三年間を取り上げた理由は、前節で述べたように一九九五年度に適債基準等の撤廃が行われたこと、そして、図1・表1にあるよ

表2 分析対象産業における国内公募社債発行企業数<sup>注</sup>

	化学	鉄鋼	非鉄金属	機械	電気機器	輸送用機器 精密機器 その他製造	年度別計							
							(社中)比率(%)							
1995年度	3	2.5	5	14.7	8	36.4	4	4.5	12	10.2	7	6.6	39	8.0
1996年度	10	8.3	6	17.6	3	13.6	6	6.7	5	4.2	9	8.5	39	8.0
1997年度	15	12.5	6	17.6	6	27.3	6	6.7	16	13.6	19	17.9	68	13.9

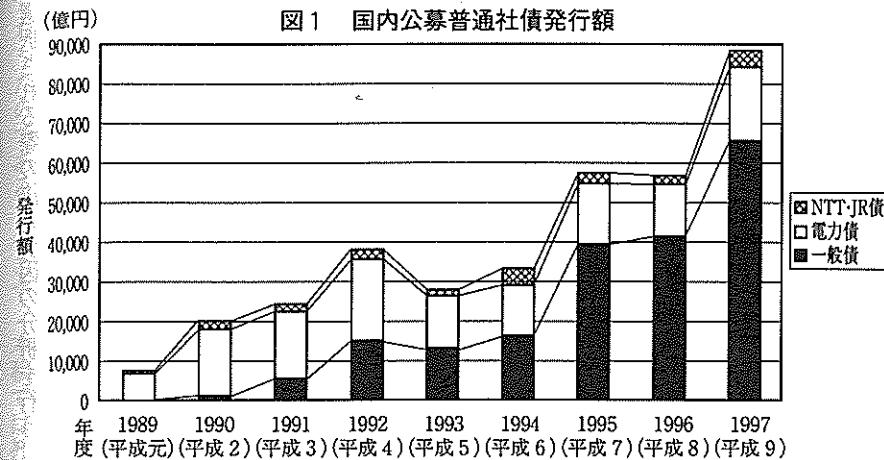
(注) 東証一部上場で決算期が3月の企業のみ  
(出所) 「公社債月報」(公社債引受協会)

ト・モデルは、質的データを分析する際に用いられる離散選択モデルの代表的な手法の一つである。ここでいう質的データとは、価格や数量のような一般的な連続した数値データではなく、その分析対象がある状態やカテゴリーに属しているかどうかとい

(2) 推定方法 一プロビット・モデルについて一

本稿では、プロビット・モデル (probit model) を用いて分析を行つた。<sup>(2)</sup> プロビット・モデルは、質的データを分析する際に用いられる離散選択モデルの代表的な手法の一つである。ここでいう質的データとは、価格や数量のような一般的な連続した数

図1 国内公募普通社債発行額

表1 国内公募社債発行額・現存額<sup>1)</sup>

(単位：億円)

年度	普通社債				転換社債				新株引受権付社債		公募民間債計	
	一般債 <sup>2)</sup>		電力債		NTT・JR債		発行額		現存額		発行額	
	発行額	現存額	発行額	現存額	発行額	現存額	発行額	現存額	発行額	現存額	発行額	現存額
1989 (平成元)	7,290	88,886	60	11,811	6,930	67,458	300	9,617	76,395	165,781	9,150	10,768
1990 (平成2)	20,660	99,001	360	9,835	18,300	77,549	2,000	11,617	9,110	160,914	3,950	14,678
1991 (平成3)	24,267	112,465	5,517	13,011	17,250	86,336	1,500	13,117	12,790	169,729	3,815	18,070
1992 (平成4)	38,200	142,968	14,550	26,253	20,450	100,398	3,200	16,317	5,750	168,112	—	17,640
1993 (平成5)	29,700	162,927	12,290	39,368	14,400	106,642	1,100	16,917	20,280	182,775	—	9,187
1994 (平成6)	32,650	187,102	15,600	53,148	13,550	113,544	3,500	20,410	25,525	191,063	—	4,967
1995 (平成7)	57,192	231,456	39,142	88,465	16,050	122,662	2,000	20,239	10,100	196,152	—	3,112
1996 (平成8)	56,360	271,737	40,910	123,528	13,600	128,794	1,850	19,415	27,320	194,633	—	2,765
1997 (平成9)	87,995	312,079	64,945	180,851	19,450	139,028	3,600	22,201	2,280	169,355	—	2,315

(注1) 発行額は各年度中の合計値、現存額は各年度末の値。

(注2) 一般債は、電力会社、NTT、JR各社以外の一般事業会社が発行した普通社債で、NHKおよび地下鉄のものを含む。

(出所) 「公社債年鑑」(公社債引受協会)

う質的特性だけを表すようなデータのことである。例えば、ある製品を「購入した」「購入しなかった」、ある問い合わせして「賛成」「どちらでもない」「反対」というようなデータのことである。

本稿では社債の発行・非発行に注目しているので、前項で説明したサンプル企業について、

・社債を発行した場合： $Y_1 = 1$

・社債を発行しなかつた場合： $Y_1 = 0$

の値をそれぞれとするダミー変数を被説明変数とした。そして次節で説明する七つの説明変数によって、

$$(1) \quad Y_1 = \beta_0 + \beta_1 X_{11} + \cdots + \beta_n X_{1n} + \varepsilon$$

のようく表されるとする。 $\varepsilon$ には誤差項である。プロビット・モデルでは、 $-\varepsilon$ の累積分布関数に標準正規分布を仮定している。）、（）では選択肢が一つであるので一項プロビット・モデル (binomial probit model) と呼ばれ、それぞれの選択肢が選ばれる確率が（1）式によつて説明される。そして、 $Y_1 = 1$ となる確率 $P(Y_1 | X_{11}, \dots, X_{1n})$ は、

$$F(\beta_0 + \beta_1 X_{11} + \cdots + \beta_n X_{1n})$$

で与えられる。従つて、尤度関数は、

$$L(\beta_0, \beta_1, \dots, \beta_n) = \prod F(\beta_0 + \beta_1 X_{11} + \cdots + \beta_n X_{1n}) F[1 - (\beta_0 + \beta_1 X_{11} + \cdots + \beta_n X_{1n})] \quad (59)$$

で与えられ、対数尤度 $\log[L(\beta_0, \beta_1, \dots, \beta_n)]$ を最大にする（）によつて最尤推定量を求めることがわかる。

### 3 分析結果

#### （1）各変数の説明と仮説

本項では、分析に用いた各変数の説明と仮説および各変数に期待される符号条件について述べる。なお、各変

数の基本統計量は表3の通りである。

拙稿「銀行借入と社債発行の選択」（『証研レポート』No.1560、（九八年七月号）でも紹介したように、社債による資金調達では銀行のようなモニターが存在しないために、銀行借入の場合に比べてエージェンシー問題のよくな情報の非対称性に起因する問題はより深刻となり得る。そのため、合理的な投資家は社債購入にあたつて、あらかじめエージェンシーコストなどの情報コストを織り込んだ条件を要求するだろう。従つて、実際に社債発行による資金調達が銀行借入に比べて有利となる企業は、投資家にとってエージェンシー問題等の程度が小さい企業であることが予想される。そこで、エージェンシー問題等の程度を表す代理変数として、各企業ごとの「借入金利率」（支払い利息・割引料／有利子負債）を用いた。（）では、既存の借入金に対する利率の違いが、各企業間でのエージェンシーコスト等の情報コストの差を表していると想定しており、借入金利率とエージェンシーコスト等は正の相関を持ち、借入金利率が高いほど社債発行が行われる可能性が低いと予想される（符号条件は負）。

次に、「自己資本比率」について検討する。自己資本比率が高いほど社債権者のリスクが小さくなり、低コストでの起債が可能になるので社債発行を行う可能性が高くなる（符号条件は正）。一方、自己資本比率が高い企業は、言い換えると負債比率が低い企業であり、そもそも社債発行の必要性が低いとも考えられる（符号条件は負）。従つて、自己資本比率に関しては、前者の効果が強ければ符号は正になり、後者の効果が強ければ符号は負になる」とが予想される。

【P.B.R】については、投資家の企業の将来性に対する評価を表す代理変数として用いた。従つて、P.B.Rの高い企業ほど将来の償還可能性が高く、社債発行が低コストで可能となるため、符号条件は正となる」とが予想

社債発行の決定要因の分析結果は、表4にまとめられている。

## (2) 分析結果

「株式益回り」については、企業の収益性と株価の関係を表す代理変数として用いた。つまり、株式益回りはP/E R（株価収益率）の逆数であり、この値が高いほど（つまりP/E Rが低いほど）株価が相対的に低く、企業の成長性も低く評価されていると考えられる。従つて、株式益回りが高い企業ほど、増資による資金調達よりも、負債である社債発行を行う可能性が高いことが予想される（符号条件は負）。

「有形固定資本比率」については、長期・固定の投資を行う企業ほど、投資期間に見合った資金調達を行い、従つて中長期の負債である社債による資金調達を行う可能性が高いと予想される（符号条件は正）<sup>(4)</sup>。

「売上高／資本金」については、各企業の循環的な業績要因が社債発行に与える影響を検討するために用いている。<sup>(5)</sup>業績と資金需要が正の相関を持つなら、符号条件は正となることが予想される。（符号条件は正。なお売上高を資本金で除しているのは、企業規模の違いを基準化するためである。）

される（符号条件は正）。

表3 基本統計量

1995年3月期				
	平均	標準偏差	最小値	最大値
売上高（百万円）	231,628	561,043	7,107	6,163,885
資本金（百万円）	26,110	47,248	1,000	419,524
売上高/資本金	871	653	86	6,262
総資産（百万円）	273,489	601,517	10,194	6,334,060
自己資本比率（%）	44.18	17.81	1.27	91.25
借入金利率（%）	4.34	6.62	0.12	135.88
PBR	2.05	1.92	0.73	30.48
株式益回り（%）	0.60	6.67	-100.24	37.56
有形固定資本比率（%）	26.15	11.35	0.72	71.72

1996年3月期				
	平均	標準偏差	最小値	最大値
売上高（百万円）	248,938	630,146	7,456	7,957,152
資本金（百万円）	26,505	47,579	1,000	419,524
売上高/資本金	884	655	95	6,110
総資産（百万円）	280,047	618,726	10,432	6,543,864
自己資本比率（%）	44.54	17.92	-14.86	92.25
借入金利率（%）	5.65	49.81	0.00	1,080.31
PBR	2.72	4.11	-5.66	71.95
株式益回り（%）	1.20	4.42	-34.66	33.51
有形固定資本比率（%）	25.85	11.39	0.66	77.89

1997年3月期				
	平均	標準偏差	最小値	最大値
売上高（百万円）	266,375	693,457	7,249	9,104,792
資本金（百万円）	27,488	49,496	1,000	419,524
売上高/資本金	898	658	92	6,108
総資産（百万円）	287,736	639,457	9,816	7,124,626
自己資本比率（%）	44.90	17.74	-11.13	92.66
借入金利率（%）	2.83	1.59	0.06	16.20
PBR	1.97	1.79	-6.07	22.24
株式益回り（%）	1.89	4.45	-46.66	32.92
有形固定資本比率（%）	25.66	11.36	0.64	75.05

(注) 借入金利率 = (支払利息・割引料/有利子負債) × 100

有形固定資本比率 = (有形固定資本/総資産) × 100

(出所) 有価証券報告書

『株価CD-ROM'98』(東洋経済新報社)

表4 社債発行の決定要因

(1995年度)	係数推定値	t 値
定数項	-15.81**	-6.55
売上高/資本金	-0.001*	-2.57
log(総資産)	0.63**	6.92
自己資本比率	-0.02**	-2.76
借入金利率	0.001	0.05
P B R	-0.11	-0.73
株式益回り	0.01	0.60
有形固定資本比率	-0.01	-0.92

(R<sup>2</sup> : 0.27) \*\*:有意水準1%, \*:有意水準5%

(1996年度)	係数推定値	t 値
定数項	-13.54**	-6.02
売上高/資本金	-0.0002	-1.36
log(総資産)	0.51**	6.14
自己資本比率	-0.02**	-2.93
借入金利率	-0.001	-0.13
P B R	-0.11	-1.14
株式益回り	0.03	1.14
有形固定資本比率	0.01	1.10

(R<sup>2</sup> : 0.22) \*\*:有意水準1%, \*:有意水準5%

(1997年度)	係数推定値	t 値
定数項	-20.37**	-8.97
売上高/資本金	-0.0002	-1.46
log(総資産)	0.76**	8.82
自己資本比率	-0.02**	-2.82
借入金利率	0.05	0.78
P B R	-0.06	-0.64
株式益回り	0.05*	2.03
有形固定資本比率	0.01	1.20

(R<sup>2</sup> : 0.32) \*\*:有意水準1%, \*:有意水準5%

(注) 借入金利率 = (支払利息・割引料/有利子負債) × 100  
有形固定資本比率 = (有形固定資本/総資産) × 100

(出所) 有価証券報告書  
「株価CD-ROM'98」(東洋経済新報社)

これらの結果を仮説から予想された符号条件と比較すると、「自己資本比率」に関しては、すべての年度について自己資本比率が高いほど負債への依存度が低く、そのような企業は社債を発行しない可能性が高くなっていることが分かる。言い換えると、負債への依存度が高い企業ほど社債を発行する傾向が強い。

次に、「売上高/資本金」の係数は一九九五年度に限って負で有意となつており、各企業の業績が不調であるほど社債発行が行われる可能性が高いという予想と反対の結果となつてているが、一九九六年度、一九九七年度とも

一九九五年度について各説明変数の係数をみると、「売上高/資本金」は負で有意となつており、資本金に比べて売上高が相対的に少ないほど社債が発行される可能性が高くなっている。「log(総資産)」は正で有意となつており、総資産額が多いほど社債が発行される可能性が高くなっている。「自己資本比率」は負で有意となつており、自己資本比率が低いほど、言い換えると負債比率が高いほど、社債が発行される傾向にあることが分かる。一方、「借入金利率」、「P B R」、「株式益回り」、「有形固定資本比率」についてはいずれも統計的に有意な結果ではなく、影響を与えていない。

一九九六年度については、「log(総資産)」は正で有意となつており、一九九五年度と同様に総資産額が多いほど社債が発行される傾向にある。また、「自己資本比率」については負で有意となつており、一九九五年度と同様に自己資本比率が低いほど(つまり負債比率が高いほど)社債が発行される傾向にある。

なお、「売上高/資本金」、「借入金利率」、「P B R」、「株式益回り」、「有形固定資本比率」はいずれも統計的に有意な結果ではなく、一九九六年度において社債が発行される可能性に影響を与えていない。

に符号は有意ではなく、業績と社債発行に負の相関が持続しているとは言えない。

「株式益回り」の係数は、一九九七年度において正で有意となつており予想された符号条件と一致している。株式益回りが高い企業ほど、言い換えると株価が相対的に低い企業ほど、社債発行を行う可能性が高いことが分かる。

「総資産」の係数については、各年度について係数が正で有意となつており、企業規模が大きいほど社債発行を行う可能性の高いことが示されている。

なお、「借入金利率」については、どの年度に關しても有意な結果は得られず、借入金利率がエージェンシーコストなどの情報コストを十分に表しているとは言えない。また、「PBR」に關しても各年度全てにおいて有意な結果は得られていない。さらに、「有形固定資本比率」についても各年度について有意な結果は得られておらず、必ずしも長期・固定的な投資を行う企業が社債発行を選択するとは限らない可能性が示された。

#### 4 さいごに

三節の分析結果のなかで特に興味深い結果は、株式益回りの係数が予想された符号条件を満たし、株価が相対的に低い場合に社債発行が選択される傾向が示されたことである。有意な結果であったのは一九九七年度だけであつたことを留保する必要はあるが、一九九六年一月の適債基準等の規制撤廃や一九九七年に入つて深刻化してきた銀行による金融仲介機能の低下（いわゆる「貸し渋り」）を受けて社債発行が急増していることを考えると、株価水準と社債発行の関係には継続的に注目していく価値があるだろう。今後、企業の資金調達行動を分析する上で、株式市場と債券市場の関連を総合的に検討することの重要性が増していくものと考えられる。

(1) 「日本経済新聞」平成二〇年八月四日付。なお、八月には七ヶ月ぶりに一兆円を下回る見込みと伝えられている。  
(同紙平成二〇年八月三日付)

- (2) 詳しくは、畠中（一九九六）『計量経済学の方法 改訂版』（創文社）第五章、牧・宮内・浪花・繩田（一九九七）『応用計量経済学II』（多賀出版）第四章、Greene(1997), *Econometric Analysis*, Prentice-Hall, Chapter18などを参照。
- (3) 関数形が複雑なため、実際の計算ではコンピューターを使った数値計算で二重回帰法などを用いて最尤推定量を求めることがある。

- (4) 社債と設備投資の関係については、長期資金の決定メカニズムの視点から、福田・河原・小原・計（一九九七）「長期資金の決定メカニズム－一九八〇年以降の日本企業の実証分析」（『経済学論集』、東京大学）が分析している。
- (5) マッケンジー（一九九六）「日本のコマーシャルペーパー市場」（橋本・筒井編著『日本の資本市場』、日本評論社）では、CPの発行要因について売上高など企業の業績要因との関連をも含めて分析している。