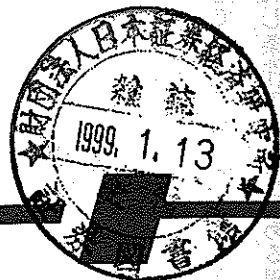


証 研

レポート



No.1566

1999年1月

日本版レポ市場と短期金融市場 二上季代司（1）

社債受託制度改革とその影響 松尾 順介（10）

米国証券取引所のPTS業務参入をめぐって
ーシカゴ証取のコールマーケットシステムー
伊豆 久（25）

オペティマークシステムのITS接続について
清水 葉子（35）

銀行との取引関係と企業の収益性
ーメインバンクを持つことは本当に良いのか？ー
岡村 秀夫（44）

財団法人 日本証券経済研究所

日本版レポ市場と短期金融市場

二上 季代司

現金担保付き債券貸借市場（いわゆる日本版レポ市場）が日本最大の短期金融市場に成長している。代表的なコール市場残高三七兆一千億円（うち有担保コール一兆三四二〇億円）、これに対し債券貸借残高は貸し付けベースで五五兆三四一九億円（うち現金担保付き債券貸借は四六兆六〇九八億円）となっている（九八年九月末）。債券貸借市場は文字どおり債券（主として国債）を貸し借りする市場であるが、その担保として債券の借り手が現金を債券の貸し手に差し入れるのが現金担保付き債券貸借市場である。債券を貸す側は債券の貸し賃として貸借料を徴収する一方、担保とはいえ受け入れた現金を運用すれば金利収入が得られることからこれに付利する。逆に、債券の借り手は付利金利を徴収する一方、債券貸借料を支払う。

通常、特定の銘柄を借り入れる場合（これをSC—Special Collateral—特定銘柄取引という）には、その銘柄の貸借需給によって貸借料は変動するが、銘柄を特定しない場合（これをGC—General Collateral—非特定銘柄取引という）には貸借料は債券時価の〇・〇—〇・〇—とされるのに対し、担保現金の付利金利は市場金利に相当する。このため、非特定銘柄取引では債券の貸し手は国債を担保にして無担保コールより若干安い資金を調達できるので、コール、手形市場等と並ぶ短期金融市場の一つとみなされている。実際、内容的には債券の買い戻し条件付き売買である現先取引やアメリカのレポ市場に極めて近い取引なのである。しかし、日本では有価証券取引税が存在しているため取引コストの観点から現先取引の対象とは、有取税がかからない政府短期証券

（FB）や短期割引国債（TB）に偏っており、最大の残高を誇る中長期国債は敬遠されている。このため、貸借形式にして債券貸借取引が創設されたという経緯があり、またこの取引を形式的にはともかく内容的にはアメリカのレポ市場と近似していることから日本版レポ市場などと形容されているのである^{（1）}。

しかし、一九九九年には①有価証券取引税・取引所税の廃止、②政府短期証券（FB）や短期割引国債（TB）の償還差益に対する源泉徴収税の撤廃や中長期国債の利子源泉徴収税の部分的廃止が予定されている。再び、日本版レポ市場は現先取引の改編と絡め、再編成されそうである。しかも、今回の措置は、日本の短期金融市場をグローバルなものにして円の国際化を推進させようという目的があると思われる。そこで、以下では、債券貸借取引と短期金融市場の現況ならびに問題点について簡単に整理してみた。

1 短期金融市場の現況

まず、短期金融市場の現況であるが、金融システム不安等さまざまな理由により、かつて見られない特徴を呈している。（ちなみに第1表は短期金融市場の市場別残高の内訳を見たものである。総額一一〇兆円の規模であるが、ここには債券貸借市場は含まれていないので第2表として債券貸借市場の規模を挙げておいた。）

第1表 短期金融市場の市場別残高
(1998年9月末、単位：億円)

無担コール	有担コール	プロパー手形	依権現先	CD	CP	FB	TB	合計
257,580	113,420	895	97,371	343,224	156,795	0	137,982	1,107,267

（注）1、日銀の売り手形を含む手形市場総額は175,840億円。
（出所）日銀『経済統計月報』、日本証券業協会『証券業報』より作成。

第2表 債券貸借取引残高

(1998年9月末、単位：億円)

有担保取引うち現金担保	無担保取引	合 計
503,010 (466,098)	50,409	553,419

(注) 貸し付けベース。額面ベース。
(出所) 日本証券業協会『証券業報』

まず第一に市中金融機関間での資金過不足の調節機能が低下していることである。

金融機関の破綻が続いた九七年一月以来九八年三月期にかけて日銀による短期金融市場への資金供給額は二五兆円を越す規模にまで膨張、九八年四月以降は一旦、縮小したものの九八年秋口には再び拡大、一〇月末には総額一四兆円規模の資金供給になっている。その内訳は、日銀貸し出し三兆三七億円、手形買いオペ二兆四八六二億円、CP(コマーシャルペーパー)買いオペ三兆八八〇九億円、債券借り入れオペ(いわゆるレポオペ)四兆六一一六億円。他方、日銀はほぼ同額の一三兆九千億円を手形売りオペによって吸収している。本来であれば、一四兆円前後の過不足は民間金融機関の間でコール・手形、CPの売買、債券現先、債券貸借その他によって調節されているはずである。ところが、そうはならないで日銀が間に入って資金を仲介しているわけである。

その理由としては、信用不安の高まりが挙げられるであろう。すなわち信用リスクの懸念から出し手が取り手に資金を出さず、結局は信用リスクゼロとされる日銀が間に入って出し手から手形オペによって資金を吸収し、それをさまざまな形態で取り手に供給しているという構図である。手形市場ではプロパー手形が極度に少なく一千億円以下であり、ほぼ全額が日銀の売出手形という状況である。他方、手形の買い手の六〇%は外銀であり、外銀の買い手形の九〇%以上は日銀の手形売りオペに向けられている。外銀にとっては日銀売りオペは格好の運用先となっているわけである。ちなみに「長銀問題」が過熱化した九八年六月以降、預金取扱金融機関が日銀に無利子で預けることとなっている預金準備額を上回る日銀預け金

(過剰準備金)が平残ベースで一兆七千億円(二兆六千億円にまで積みあがっている。このことは信用リスクのある相手に貸して取りはぐれるよりも、無利子でも「ブタ積み」(過剰準備のこと)のほうがマシ、という市場関係者の意識を反映したものであろう。

これと関連して、第二にコール市場では有担保比率が再び高まっているという事実がある。有担保コール取引は担保の授受に手間がかかり、またこれを短資会社が自己勘定で仲介するためコールレートのオフアールとビッドの差、スプレッドが抜かれる。そこでコスト節約、利回り向上の観点から、この一〇年ほどの間、有担保比率は低下してきたのである。しかしながら九四年に有担保比率が二五%にまで落ち込んだからは、これ以上の比率低下が見られず、九八年八月以後は逆に有担保比率が急上昇、一〇月には三〇%近くまでになっている。有担保コールは事務コストの面、実効利回りの面で魅力が薄いのであるが、それよりも信用リスクへの懸念の方が強いと言ふことなのであろう。

しかし第三に、変化は無担保コールにも表れている。無担保コールでは短資会社はブローキング形式で仲介するためスプレッドはなく出し手と取り手のレートは同じであるが、双方から〇・〇二%の短資手数料を取るため極度の低金利状態では出し手に魅力がない。そこで、短資会社抜き直接取引(いわゆる「直取りコール」)や期間の長いCD市場などへ資金がシフト、その分コール市場残高は縮小しているのである。

2 債券貸借取引の問題点

一方、債券貸借取引においても問題点がいくつかある。

第一に、短期金融市場の最大の出し手である投資信託が債券貸借取引にまだ資金の出し手として現れていない

ことである。債券貸借取引は日銀の統計では短期金融市場に含められていないが、冒頭で見たように、近年、有担保とくに現金担保比率が上昇しており、しかも非特定銘柄取引が増えていることから、実質的に債券現先と近似した性格に変貌している。現金担保付き債券貸借取引はいまや四六兆円を越え最大の短期金融取引に成長、日銀のオペレーションの手段としても最大の規模になっている。この債券貸借取引では九七年七月から「マージンコール」を実施、引き渡された債券の時価によって日々値洗いを行い、過不足担保金の授受を行って市場リスクの軽減を図っている。現金担保付き債券貸借取引は国債を使えば信用リスクを回避できることから、リスクの面でも最強の短期金融手段である。にもかかわらず、投信が出し手として現れていない理由は事務コストにある。マージンコールを実施しようと思えば受け取り債券を日々値洗いして担保金の過不足を計算、授受しなければならぬ。そのためマージンコールは「事務コストの固まり」といわれている。他方、投信はファンドごとの対応となるためほど規模の大きいファンドでなければ事務コストはベイしない。しかし、このことは他の参加者にとっても多かれ少なかれ言えることである。

無担保債券取引が比率を低下させたとはいえないお五兆円の残高をのこしている理由、また、マージンコール導入後も、これを実施しない参加者がいる理由は、担保の授受、値洗いの計算など事務コストにある。これほど低金利が浸透してくると、事務コストの負担は相対的に大きくなるからである。

第二に、国債利子の源泉徴収税の存在により、国債流通は非課税主体と課税主体に分断、これが債券貸借取引にも跳ね返り、債券貸借取引は国内の非課税主体だけの閉ざされたマーケットになっていることである。中島将隆「一九九八」によると、利払い期間中に源泉徴収の非課税主体と課税主体が混在する形で売買されると、非課税主体は源泉徴収の不適用を受けられない可能性が出てくる。もし課税主体Aから非課税主体Bが国債を購入

すると、非課税主体Bはその時点の経過利子から源泉徴収相当分を差し引いてその課税主体に支払う（この源泉徴収分は後日、国税庁に納付する）。しかし非課税主体Bが非課税主体Cに売却すると、Cはその前段のAがどの期間保有していたか、つまりどの期間が源泉徴収適用になるかを確認することはできないので、Bは非課税主体であるにもかかわらず源泉徴収相当分を差し引いた経過利子しか受け取れない。したがって、非課税主体は課税主体が混在する売買を忌避し、マーケットは二つ（課税主体と非課税主体）に分裂している。また、非居住者を中心とした課税主体は名義を自分の名前に変更せず、相手の非課税主体の名義のままにして、利払い期直前に売り戻して源泉徴収控除前の経過利子を取得するケースも多いと言われている。これは明らかな脱法行為であると同時に、電子的に所有権の移転を処理する日銀ネットを使えない（使うためには日銀にある登録簿に名義を記載する必要があるが、そうなれば課税される）ので紙ベースの決済が残ってしまい、決済事務が煩雑になり、これも国債流通を阻害する要因になっている。そしてこのことは債券貸借取引においても当てはまる。

3 小括

以上のように見ると、短期金融市場の一層の発展にとっては、①信用リスクおよび、②事務コスト軽減への対処が必要と言ふことになる。

信用リスクの対処としてはリスクフリーのマーケットやリスクフリーの担保玉を拡大させること、つまり短期、中長期の国債市場の拡大が重要課題である。この観点から見ると、今年中に予定されている証券税制の改革は大きな意味がある。

現在、国・政府機関・地方公共団体を除き、有価証券を現物で売却すると売り手に売却金額の一定比率の有価

証券取引税がかかる。その率は業者と一般顧客で違っているが、国債で万分の三（業者は万分の一）である。その廃止（九九九年三月末予定）は、売買コストを下げる効果があり、他の条件を一定とすると、売買を促進する効果が期待できる。さらに国債利子にかかる源泉徴収税の部分的廃止が予定（九九九年九月）されている。現在、中長期利付き国債については地方公共団体・公社公団・学校法人等の公共団体ならびに外国政府を除く保有者に対して利子の二〇％（非居住者は一五％）が源泉課税される。ただし、銀行・保険会社・証券会社などの指定金融機関が本券ではなく登録債⁽²⁾を保有している場合に限り、この利子源泉徴収は免除されている。このうち非居住者の登録債保有分につき利子源泉徴収が免除されることになった。これに加え、政府短期証券（FB）および短期国債（TB）の償還差益に対する源泉徴収⁽³⁾も廃止されることになった（九九九年四月）。

これにあわせ、FBの発行方式を日銀引受から公募入札制に変更、FBの満期を二カ月から三カ月にしてTBの満期と同じにすることが決まった（九九九年四月以降）。FBの市中残高は九月末ゼロになっているが、日銀保有のFB約二兆円を全部、市中に売却すると、TBと併せて三兆六兆円規模の短期国債市場ができるのである。

第二に、今後成長が期待される債券貸借市場では事務コスト節約に向けた努力が必要であろう。債券貸借は債券と現金が双方向から二回（スタートとエンド）引き渡される。二〇〇〇年にも導入と伝えられる日銀当座預金と国債決済のRTGS化（即時グロス決済）では取引一件ごとに決済するため、決済事務は繁忙をきわめるであろう。そのうえマージンコール導入による値洗い、過不足担保金の授受が加わると、そのためのシステム投資も大きな負担になる。このためアメリカでは、債券貸借取引の過半はトライ・パーティ・レポ（Tri-party Repos）になっている。これは出し手と取り手が第三者である保管銀行（カストディアン）と契約を結んで行うレポ取引

であり、資金の取り手が送った証券を保管・管理し、値洗いによってマージンが保たれているかどうか確認し、債券の引き渡しもカストディアンにおく分別勘定への移転で済ますことによって引き渡し事務を節約するものである。もちろん、トライパーティレポによれば、それなりの手数料が必要であり、またトライパーティ自体の信用リスクを考慮する必要があるが、最も信用力の高い金融機関に取引を集中させることで事務コストを節約しつつ高い信用力を利用しあうという取引形態が今後、広がって行くであろう。これは、欧米のマネーセンターで見られるクリアリングバンクに他ならない。わが国もそうした方向に向かうのでは無からうか。

注

（1）詳しくは中島将隆「一九九六」を参照。

（2）登録債とは所有権が登録機関（国債の場合は日銀）にある登録簿名義人への記載によって発生し、所有権の移転も登録名義人の変更によって行われる。したがって名義の確認が本券に比べて容易であるため、利子源泉徴収の免除は登録債保有に限っている。

（3）FB、TBは振込債が一般的である。振込債では、保有者が、日銀に口座を保有できる振替制度参加者に国債を委託し、制度参加者の銀行・証券会社等はさらにこれら顧客分および自己保有分を日銀に委託し、日銀に置かれた参加者の委託口座間の振替によって決済が行われる。このため振込債においても名義確認が容易である。

参考文献

植月貢「一九九七」『レポ取引入門』日本経済新聞社。

中島將隆「一九九六」「日本における債券貸借市場の再編成」「証券経済研究」四号。
中島將隆「一九九八」「債券レポ市場の新たな展開」「インベストメント」五一卷三号。

社債受託制度改革とその影響

松尾 順介

前回のレポートでみたように、社債受託制度の本格的な改革は、金融制度改革による銀行系証券子会社参入と引き換えになされたものであったとはいえ、一九九三年商法改正によって実現した。ここでは、この社債受託制度の改革の内容を概観した上で、改革後の社債市場へ影響を検討する。

1 募集の受託会社から社債管理会社へ

九三年六月、商法等の一部を改正する法律（改正商法）が法律六二号として公布され、ここに従来の社債受託制度の抜本的な改革が実現した。この改革によって、従来の「社債募集の受託会社」は、「社債管理会社」と名称を改められ、その機能も明確化されることとなった。具体的には、①「社債募集ノ委託ヲ受ケタル会社」（募集の受託会社）を条文から削除する、②社債管理会社を新設し、原則として強制設置とする、③社債管理会社の資格を銀行、信託、担保付社債信託法上の免許を受けた会社に限定する、④社債管理会社の業務を発行後の社債管理に限定する、⑤現在受託会社が行っている発行段階の業務に関する規定を条文から削除する、⑥社債管理会社の権限・義務・責任を明確化する、というものである。すなわち、社債管理会社はその役割を発行後の社債管理業務に限定され、発行時の事務代行業務は本来業務でなく、例えば証券会社が行うことも可能とされた。つまり、従来の社債受託会社は、前述のように発行時に発行内容に関与することによって、社債市場をミクロ的に規

制し、フィナンシャル・アドバイザー的な役割を果たしてきたわけだが、その際募集の受託会社として発行事務を代行することが法律的な手がかかりとなっていた。それが、社債管理会社では本来業務ではないこととされ、証券会社に開放されたことの意義は大きい。したがって、社債受託会社が個別の発行会社の社債発行に参与する余地は、法律上取り払われ、ここに従来の社債受託制度のミクロ的な役割はその根拠を失い、終焉した。さらに、後述するように、これによって受託銀行の徴収していた手数料も、社債管理手数料と改称されるとともに、大幅に引き下げられ、さらに社債管理会社設置の例外規定があったことから、不設置の社債発行も拡大し、その既得権益はほぼすべて放棄されたといえる。

2 発行時の業務

従来の社債受託会社が社債管理会社となることで、その役割はどう変化したのかを具体的にみていこう。

まず、従来の社債受託会社では、社債発行時に、①適償性の確認、②発行要項の決定への関与、③受託契約の締結を行っていた。まず、適償性の確認とは、大蔵省の行政指導として定着していた適償基準および財務制限条項に当該発行会社が妥当するかどうかを確認する業務であり、従来は引受証券会社および発行会社が行うとともに、場合によっては受託会社も、担保提供債務の額など発行会社の財務状況の一部について調査し、適否の判断を行っていた。しかし、改正後は引受証券会社の業務となり、さらに一九九六年一月の適償基準および財務制限条項設定義務の撤廃にもなつて、確認そのものが不要となった。

次に、発行要項の決定であるが、これは社債発行時の取締役会決議で、一般的に発行額、発行方法、利率、償還期限、発行日、償還方法、財務制限条項などが決議され、発行要項といわれるが、これらの項目を決定する際、

受託会社は募集委託契約を根拠として、その決定に関与してきた。つまり、この契約時に発行条件決定に参与するとともに、発行条件の概要を記すことと規定されていた社債申込証も受託会社が作成しており、発行条件決定に直接関与する余地が法律的にも存在した。ただし、実態としては、前述のプロポーザル方式の導入などによって、受託会社が発行条件決定に直接関与することは少なくなっていたが、ただし償還方法や財務制限条項の決定に関しては、発行会社と受託会社との協議で決定されていた。すなわち、償還方法については、繰上償還条項を付した場合、繰上償還が行われるまでの経過期間および発行価格に上乗せするプレミアム幅は受託会社によって決定されており、また満期一括償還方式、減債基金方式、定時償還方式などの採用などについても受託会社と引受証券会社間の協議で決定されていた。また、財務制限条項については、A A格以上の発行会社は担保提供制限（起債後に他の債務に担保を提供した場合、当該社債にも同順位の担保権を設定する）を必要とするともに、純資産額維持、利益維持および配当制限の三条項のうち一条項を特約することとされていたが、その選択は発行会社と受託会社間の協議で決定されていた⁽¹⁾。しかし、これらも改正後は、引受証券会社と発行会社の協議で決定されることとなった。

第三に、募集の受託契約の締結であるが、従来この募集の受託会社は、前述のように①社債発行条件および最小限度の会社内部状況を記載した社債申込証の作成、②社債払込み金の徴収、といった募集の際の業務のほか、社債権者のために③社債の償還をうけるに必要な行為、④社債の償還を受けた際の公告および社債権者への通知、⑤社債権者集会の招集、⑥社債権者集会への出席および意見の陳述、⑦社債権者集会決議の執行、といった管理上の業務を行うものとされていた。しかし、今回の改正で、これは社債管理契約と改められることとなり、発行事務代行業務は本来業務ではないこととされたため、別途発行事務代行契約が発行会社と事務代行会社間で締結

されることになった。⁽²⁾ 前者については、次項で考察するとして、後者の発行事務代行契約は、改正商法でも規定はなく、社債申込証の作成、払込金の徴収などの業務を個別契約で取り決めることとなるとともに、この発行事務代行機関の資格規定もないために、証券会社が行うことも可能となった。⁽³⁾ また、改正商法では「契約二依り社債ノ総額ヲ引キ受ケル場合」(三〇二条)には社債申込証が不要とされており、買取引受がこれに該当すると解されているため、⁽⁴⁾ 商法改正後、買取引受が増加し、むしろ主流となっているため、社債申込証の作成自体も減少している。

3 社債管理業務

まず、社債管理会社の資格としては、銀行・信託会社または担保付社債信託法上の免許会社となっており、証券会社はこの資格をもたないこととされているが、これは従来の引受業務(証券会社)と受託業務(銀行)の分離をそのまま踏襲しており、いわば銀証分離に沿ったものとなっているとともに、大口債権者であるメインバンクが社債管理会社となることを排除していない。⁽⁵⁾

次に、権限および義務としては、①社債権者のため、償還の弁済・保全に必要な一切の裁判上および裁判外の実為、②社債権者集会の招集、集会での意見陳述、集会決議の執行、③集会決議に基づき、総社債について支払猶予、和解、破産、会社更生手続き上の権利行使、④以上の権限・機能行使のために裁判所の許可に基づく発行会社の業務・財産状況の調査、となっている。ここで、①の規定は改正前商法の規定をいくぶん明確化した上で継承したものであり、②の規定も改正前商法を継承している。また、③については、社債管理会社は社債権者集会決議を経れば、支払猶予、和解などを行うことができることを定め、④は新設された規定であり、支払猶予、

和解などがやむをえないかどうかなどを判断するために発行会社の業務および財産状況を調査する権限が与えられていると解されている。⁽⁶⁾ そして、このような権限と義務を有する社債管理会社には、公平誠実義務および善管注意義務が課されており、全体として、社債管理会社の業務は、社債発行後の管理に明確に限定されたといえる。

さらに、今回の改正では、社債管理会社は強制設置が原則とされた。これについては、デフォルトの際に社債権者が適切な処置を講じるのが困難、期限の利益を喪失させるかどうかの判断を社債権者集会よりも社債管理会社に委ねることが適切などの理由から、社債権者保護のために強制設置が義務づけられたとされているとともに、⁽⁷⁾ さらにこの強制設置は、今回同時に改正された社債発行限度規制撤廃の代替措置であるという見方も示されている。⁽⁸⁾

しかし、法制審議会商法部会の社債法小委員会の審議過程をみると、都銀などの銀行側が、将来の社債発行限度規制撤廃はやむをえないという見解を示す一方、銀行側は発行限度規制撤廃によって信用度の低い社債発行の増加が懸念されることを理由に管理会社強制設置を強く主張したことが伝えられている。いわば、ここでも受託銀行側は、限度枠規制撤廃を交換材料にして管理会社強制設置という形で既得権益の維持を図ろうとしたことが推測できる。これに対し、証券界および産業界からは、強制設置は受託会社の権限強化につながる、設置の採否は発行会社の判断に委ねるべき、ユーロの財務代理人方式を導入すべき、また信用度は市場が判断すべきであるなどの理由から強い反発があったことも伝えられている。しかし、産業界はバブル期に大量発行したCB償還を前にしており、受託制度見直しについては金融界に譲歩し、発行限度枠規制撤廃を優先させたといわれる。また、証券界もその間の一連の証券不祥事で発言力を著しく低下させたことから、金融界に譲歩せざるを得なかったも

のと思われる⁽⁹⁾。その意味では、受託銀行側は、強制設置という形で既得権益に固執することに成功したといえるが、ただしこの強制設置には例外が設けられた。

この強制設置の例外規定は、①社債額面が一億円以上の場合、または②社債投資家が五〇人未満の場合、であり、①の場合の投資家は、証取法でいう適格機関投資家に該当し、デフォルトの際も自ら対応する能力を有している⁽¹⁰⁾と判断されるためであり、また②は証取法でいう私募に該当するためであるとされている。この例外規定をどのように定めるかについては、審議の過程で紆余曲折があった模様であり、そこでは前述のような金融界、証券界、産業界のやり取りがあったと推測できるが、このような例外規定を設けたことは、その後の社債発行を大きく変化させると同時に、受託銀行側の既得権益を大きく傷つけるものとなった。この点について項を改めてみてみよう。

4 手数料の引き下げ

この商法改正で社債受託制度が社債管理に明確化されたことによって、社債発行市場にどのような影響がみられたのかを検討しよう。

まず、手数料の引き下げが挙げられる。前述のように、従来の募集受託関連手数料は、当初費用としての受託手数料、期中費用としての利金支払手数料、償還時の元金償還手数料からなるが、これらの手数料は、八〇年代後半以降受託制度の在り方が問われるようになるにつれ、若干の引き下げが行われていた⁽¹¹⁾。すなわち、一九八五年利金支払手数料が一円三〇銭から六〇銭（利金一〇〇円につき、以下同じ）へと引き下げられ、同年に元金償還手数料も五〇銭から四〇銭（額面一〇〇円につき、以下同じ）へと引き下げられたあと、一九八九年には三

〇銭に引き下げられている。また当初の受託手数料は一九八六年に三〇銭から二五銭（額面一〇〇円につき、以下同じ）に引き下げられた後、一九八九年には一三銭から二五銭の範囲で格付けおよび発行額の組み合わせによって決定する方式となり、さらに一九九一年には一層引き下げられ、一一銭から一三銭の範囲で信用力および発行総額に応じて料率設定する方式となった。

この九一年の引き下げはまさに受託制度の明確化という論議と軌を一にするものであり、バブル崩壊以降エクイティ・ファイナンスの機会を失ない、国内普通社債市場に資金調達手段を求め始めた発行会社が、手数料引き下げ圧力を強めたことに対する受託銀行側の対応であった。また、同じ九一年一月には、公正取引委員会も各行横並びの受託手数料体系を「疑似カルテル」とした調査結果をとりまとめ、社債受託主要七行（興銀、太陽神戸三井、三菱、住友、富士、三和、一勧）に対して、情報交換による受託手数料の設定を止めるよう嚴重注意した。この時点ですでに興銀および太陽神戸三井は、手数料設定の「マトリックス」方式を廃止し、案件ごとの相対交渉に移行していたといわれるが、各行の横並びを指摘され批判の対象となった⁽¹²⁾。

このように、九三年商法改正以前から引き下げられていたが、改正以降はさらなる引き下げが生じている。もっとも、前述のように、料率設定がマトリックス方式から相対方式に変化したことで、引き下げ状況を一律に比較することが困難になっているが、当初の受託手数料については、改正直前の一九九三年三月段階で二四銭から一〇銭の範囲にあったのが、改正後の一九九四年中には、一・一銭から四・五銭の範囲となっており、かつて八〇年代に三〇銭であったことと比較すると、一〇分の一度にまで引き下げられた。したがって、仮に当時七年債一〇〇億円（利率七％）の無担保債発行を行った場合、一九八〇年代前半までは、当初受託手数料…三〇〇万円、元金償還手数料…五〇〇〇万円、利金支払手数料…六三七〇万円、合計一億四三七〇万円となっていた

(ただし、当時は完全無担保債は発行されていなかったため、このほか信託手数料…一億七五〇〇万円を要し、合計三億一八七〇万円となった)が、改正後は仮に同じ発行例で手数料を考えると、管理手数料(二銭)…一四〇〇万円、元金償還手数料(二〇銭)…一〇〇〇万円、利金支払手数料(二〇銭)…九八〇万円であり、その他に発行事務代行手数料…五〇〇万円、期中事務代行手数料…四二〇万円とすると、合計四三〇〇万円となり、大幅な低下となった(第1表参照)。

5 「不設置債」の増加

第二に、社債管理会社の強制設置に例外が設けられたことによって、社債管理会社を設置しない、いわゆる「不設置債」が増加したことが挙げられる。不設置債の第一号となったのは、実質的には一九九五年九月のソフトバンク債(主幹事野村證券、発行総額五〇〇億円、年限十二年)であるが、この起債では、元利払い事務を代行する財務代理人を設置したが、この場合財務代理人は社債権者保護の役割がないため、手数料も低く、ソフトバンク債では社債管理会社を設置した場合の手数料が二年間の期中事務代行手数料を含めて二億七二〇万円と推計されるのに対して、財務代理人手数料は一三〇〇万円に過ぎないとされている。⁽¹³⁾ソフトバンク債の場合、財務代理人は野村信託銀行が担当したが、その役割には元利金支払い業務の他、社債券の交付、利払い時の源泉徴収なども含まれている。

このような不設置債の発行に対し、当初銀行側が強く反発したことからも明らかなように、銀行側が維持しようとしていた社債管理会社の強制設置を発行会社の任意事項とすることによって、従来の社債受託制度のもとで維持されてきた既得権益の枠組みを崩したものといえる。したがって、ソフトバンク債以降発行コスト削減を求

める企業の間で、不設置債の起債増加が進むとともに、前述のような社債管理手数料などの手数料引き下げ圧力にもつながった。

実際、不設置債はその後発行会社から強く支持され、社債発行の主流として定着したといえる。すなわち、一九九五年九月にソフトバンク債が第一号として発行され、続いて第二号として一月に新日鉄債が発行された後、九五年一月から九六年三月末までの約四ヶ月間に三三銘柄が起債され、同期間の起債銘柄数の三〇%を占めるものとなったが、さらに、一九九六年度では二三〇銘柄(全銘柄の七一%)となっており、普通社債の主流となるに至っている。特に、ソフトバンク債が発行された後、約二ヶ月を経て新日鉄債(五〇〇億円、期間六年、主幹事興銀証券)が不設置債として発行されたが、その際不設置債に強く反発していた日本興業銀行が自ら財務代理人となり、主幹事に興銀証券がなったことは、発行企業の不設置債導入の要望をもちや興銀として押え切れないものであることを意味するとともに、銀行本体の既得権益を譲歩しても証券子会社の引受シェア拡大を援護する方向への経営戦略を印象づけるものであった。

6 デイフォルト債の不買取り

第三に、このように社債管理会社の業務が明確化されたことによって、従来行われていたデフォルト債の買取りが行われず、実際その後の経過をみると不買取りが定着したといえることが挙げられる。

そもそもなぜデフォルト債が受託銀行によって買取りされたかという点、戦後の社債市場においては銀行が社債の最大消化先であり、社債は融資の変形といわれたが、より正確には、都長銀・地銀・信託といった多数の銀行を消化先に引き込んでおり、協調融資の変形であり、受託会社はその幹事銀行的役割を果たしていた。したが

って、そこでは当然のことながら、融資においてメインバンクが果たしていた役割が社債市場においても貫かれる。つまり、融資の場合、メインバンクは相手先企業の破綻に際し、救済融資を行うなどして、他の協調融資の信用リスクを肩がわりすると同様、社債もデフォルトした際には、受託銀行が買い取ってきたのである。しかし、七〇年代からは社債の個人消化も増加し、さらに八〇年代になると機関投資家中心の消化構造に移行していくと、このような協調融資的な性格は失われ、実質的には受託銀行が買い取る必然性もなくなっていく。したがって、例えば、一九八五年三光汽船のデフォルトの際、受託銀行は慣例から一括買取り処理を行ったが、これに対する評価はそれ以前と異なり厳しいものであり、この当時においてすでに一括買取りの根拠が失われていることを表わすものといえる。⁽¹⁴⁾ その意味では、八〇年代には一括買取り処理の必然性が失われていたにも関わらず、受託銀行がこのような処理を行っていたのは、手数料および制度改革の際の交換材料としての受託制度の価値を維持するという必要性があったからである。

このように考えると、商法改正によって受託制度の在り方が明確化されたことによって、一括買取り処理の根拠はもはや完全になくなり、不買取りが定着したといつてよいと思われる。すなわち、前述のような手数料の低下によって買取りは採算に合わなくなっているものとかんがえられ、また金融制度改革は子会社相互参入という形で決着がつき、交換材料としての利用価値は使い果たしているからである。

さらに、銀行側の体力低下があげられる。従来の買い取り処理については、有担保であり、幾分の例外はあるものの回収の可能性が高いものが多かったが、現在は無担保が主流であり、また担保付きであっても担保価値が低下しているなどの理由から、回収の可能性が低い場合が多くなると思われる。その上、社債の発行総額も従来に比べると大きくなくなっているため、買い取りを行った銀行側の損失は大きく、それを負担するだけの体力がない

場合が考えられる。

また、株主代表訴訟の対象となる可能性があることも指摘できる。一九九三年商法改正前であり、実際に提訴された事例はなかったと思われる。しかし、商法改正後は、周知のように株主代表訴訟が多発し、回収の可能性が不透明な社債の買い取りは株主代表訴訟の対象となる可能性が高いと思われる。

7 小括

以上のように、商法改正によって社債募集の受託会社が社債管理会社となったことによって、国内社債発行市場の最も大きな規制が取り除かれ、少なくとも社債管理会社不設置債では、手数料関係の発行コスト低下によって、ユーロ市場と同水準になったといわれている(第1表参照)。とくに、格付けA A以下の銘柄については、海外投資家だけで消化することが困難な場合が多いため、日本企業の現地法人による消化に依存する場合が多く、その際還流制限(ただし、九八年四月撤廃)などの規制があったため、割高な金利を要求され、実質的には国内発行が有利とされる。そこで、海外投資家だけでも消化可能なA A A格の電力債や国債優良銘柄の場合のみ海外発行と国内発行の条件がほぼ同一となり、両者の間で選択の余地があるわけだが、これらの発行会社の場合、海外起債の要因は資金調達ルートの確保を目的としているといわれる。したがって、かつて八〇年代に問題視された「空洞化」という事態は、ほぼ解決したといえる(第2表参照)。

(3) 証券会社が発行事務代行機関となることは、法律的には可能となったが、実際には社債管理会社ないし財務代理人が代行機関になっている。というのは、代行機関の業務として社債券の作成業務が発生するが、社債券を作成する際、番号の振り方について社債管理会社ないし財務代理人と打ち合わせる必要があるため、実際上は同一の銀行がこれを行っている。しかし、法務省参事官は、発行事務委託契約は社債管理契約とは別に締結されなければならないとしている。これについては、吉戒修一「平成五年商法改正法の解説」(七)、『商事法務』、一三三二号、一九九三年九月五日、三〇ページ、参照。また、証券会社の実務家からは、ユーロ債ですでに実績があること、有価証券届出書および目論見書作成の際にアドバイスをを行っていること、さらに社債権者の代理人たる社債管理会社が、発行会社の代理人たる事務代行機関を兼ねるのは利益相反のおそれがあることなどを理由に、証券会社がこれを行うことが適切とする意見が示されている。例えば、和田成一郎「社債法改正と今後の社債発行事務」、『公社債月報』、一九九三年一〇月、二四ページ、参照。

(4) この点について詳しくは、河本一郎「社債の買取引受上の性質について」、『公社債月報』、一九九三年一〇月、参照。

(5) このため、利益相反が生じた場合に対処するため損害賠償の特則を設けている。

(6) 前田庸「平成五年商法等の改正要綱について」(中)、『商事法務』、一三二六号、一九九三年三月二五日、一八ページ、参照。また、財務場の特約が守られているかについては、監視権限が定められておらず、同論文では、これは当事者間の約定に委ねられているとしている。

(7) 前田庸、前掲、一四ページ、参照。

(8) 例えば、前田庸、前掲、一四ページ、および吉戒修一「平成五年商法改正法の解説」(七)、『商事法務』、一三三二号、一九九三年九月五日、二八ページ、参照。

(9) 法制審での審議過程については、「社債法改正は発行市場を変えるか」、証券会社側の意見としては、木下公明「受託会社の過剰関与を抑制せよ」、また法務省の参事官の見解は、大谷禎男「限度規制撤廃と受託会社の設置は一体」、以上すべて『金融財政事情』、一九九一年八月一八日、所収、参照。

(10) 当初は、証取法上の私募債および一年未満の短期債または五億円未満の小額社債を設置規制の例外とすることが検討されたといわれる。大谷禎男「社債法の改正について」、『公社債月報』、一九九一年七月、五ページ、参照。

(11) 八六年の証取審報告に見られるように、国内社債発行の低迷要因として、証券大手四社寡占も指摘されていたため、この間引受手数料も引き下げられ、例えば八六年には一五・一〇年債・一円九〇銭が一円六〇銭に引き下げられた後、一九九一年段階では一二年債では一円二〇銭まで低下しているが、率では受託手数料の低下が著しい。

(12) 『日本経済新聞』。一九九一年二月一七日、および『日経公社債情報』、一九九一年二月二日、参照。また、公正取引委員会は大蔵省に対しても行政指導のあり方にも一因があるとして、見直しを要請している。

(13) 丸木強「社債管理会社を不設置とした社債について」、『公社債月報』、一九九五年九月、参照。

(14) 例えば、日本経済新聞社説「社債買取りは三光汽船を最後に」、『日本経済新聞』、一九八五年八月二日、商事法務トピックス「三光汽船の倒産と社債権者の保護」、『商事法務』、一〇五一号、一九八五年八月二五日、参照。

米国証券取引所のPTS業務参入をめぐる —シカゴ証券のコールマーケットシステム—

伊豆 久

1 はじめに

米国の証券取引所法は、その第一条A a—Bで、議会が「新しい情報処理および伝達の技術は、より有効かつ効率的な市場運営の機会を創り出すものである」と確認したことを明記している。確かに近年の目覚ましい情報技術の発達には、証券取引をますます効率的なものにしてきたが、それは同時に、伝統的な証券取引規制では簡単に対応できない問題も引き起こしてきた。それが、結局は、昨年の一二月八日に発表されたSECの新しい規則制定（取引所・代替的取引システム規則）(<http://www.sec.gov/rules/final/34-40760.txt>)に至るわけであるが、そこに至る過程で大きな影響を与えた一つの出来事が、九五年のシカゴ証券取引所によるシカゴマッチ導入であった。シカゴマッチは、開設後約一年でストップしたままであるが、事実上PTS（私設取引所）としての性格をもつものであり、それをシカゴ証券が取引所となつた時、それまでの取引所規制との整合性をどう考えるのか、様々な問題を提起したのである。本稿では、このシカゴマッチをめぐる議論を簡単に紹介することとする。

2 シカゴマッチの概要

シカゴマッチ（The Chicago Match）と名づけられたシカゴ証券の新しい取引システムは、九四年一月三〇日付のSECのリリース（Release No.34-35030）によって認可され、九五年一月六日よりスタートした。シカゴ証券が目指したのは、PTSのメリットと取引所取引のメリットを結合させることであつた。⁽¹⁾取引所の利点であるスペシャリストによる流動性の提供を活かしつつ、PTSの利点、すなわち、ブローカーを介在させない投資家同士の直接取引、安い執行コスト、匿名性の確保、マーケットインパクトの抑制、を取り込もうとしたのである。

具体的には、まず、シカゴ証券会員だけでなく、非会員の証券会社や投資家にも直接、注文を入力できるようにした（この点については、先月号⁽²⁾で触れたので本稿では省略する）。注文の約定は、継続的オークション方式ではなく、コールマーケット方式で、マッチングは立会時間中の一日一回（後に二回）、約定価格はマッチング時の全米最良気配の中値とされた。したがって、マーケットインパクトは理屈上ゼロとなる。また、投資家は、自分がシカゴマッチに出した注文の価格と数量を他の利用者の端末に開示するかしないかを選択することができ（発注者の名前はいずれにしても開示されない）。投資家の負担する取引手数料も、注文を開示するか否かで異なり、開示の場合で一株〇・五セント、非開示の場合で二セントとされた。（通常、取引所で取引した場合のコストは六―九セントと言われる）

以上のような仕組みでPTSのメリットを取り入れると同時に、取引所取引であることのメリットを活かして、マーケットメイカーが一定の流動性を保証することになっている。PTSの最大の悩みは、注文が実際に約定される比率が小さいことで、一割にも満たないことが多いと言われている。そこでシカゴマッチでは、マーケット

メイカーによる約定保証、流動性フィー、ニアマッチという三つの方法が導入された。マーケットメイカー制は、シカゴ証券取会員が、取引所に登録して特定の銘柄のシカゴマッチ・マーケットメイカーとなると、注文入力開始時に自己勘定の注文が自動的に入力され、最低執行サイズ⁽³⁾の注文に対しては約定を保証する義務を負うというものである。その一方で取引所は、マーケットメイカーの注文が約定されなかった時には、一株につき〇・一二五セント支払うことで会員のマーケットメイカー登録へのインセンティブとしていたのである。

もう一つの流動性対策である、流動性フィーと流動性クレジットは、投資家が注文を入力する際に、一定の手数料（流動性フィー）を支払うことで約定の優先度を高めてもらう、反対に、優先度が劣後してもよいかわりに約定された時には一定の手数料（流動性クレジット）を受け取りたい、という条件をつけられるというものである。シカゴマッチでの約定は、価格は全米最良価格の中値であるため価格優先は機能せず、またコールマーケットであるため時間優先も機能しない。そこで、流動性を高めるべく、高い約定優先度を求める投資家から別途フィーを徴収し、それを約定の相手方となった投資家に還元するという方法が考えられたのである。ただし、実際にフィーの受け渡しが行われるのは、マッチングした注文が流動性フィーをつけた注文と流動性クレジットをつけた注文であった場合に限られる。また、空売りの際には、後に述べる理由から、流動性クレジットをつけることは可能だが、流動性フィーをつけることは禁止された。

しかし、こうした流動性フィー・クレジットを設けると、逆に、フィーとクレジットが合わないために約定できないというケースが生じうる。そこで、そうした場合をニアマッチ (Near Match) として、ブローカーが双方の投資家の間に入り、約定に向けた交渉をすることを可能とした。ニアマッチとなると、システムから投資家にブローカーの仲介を受けるかとの確認のメールが自動的に送られる仕組みになっており、双方の投資家が承諾

した時にブローカーを介した交渉が始まるのである。

シカゴマッチは、PTSからの攻勢に防戦一方だった取引所が、初めて本格的に反撃に出たものとして大きな注目を集めた。シカゴ証券の九〇年代前半の出来高は一日あたり一五〇〇万株弱であったが、少なくとも一〇〇万株が上乗せされると期待された。

しかし、多くの機関投資家がクロッシング市場を必要としているナスダック銘柄が、シカゴマッチ銘柄三二〇〇のうち五%しか含まれていなかったこと⁽⁴⁾、FIXベースになっておらず最終投資家のシステムとリンクさせることができなかったことなどもあって、実際の取引高は一日平均四万株どまりだった。シカゴ証券ではマッチングあるいはニアマッチとなった注文の比率をペアリング率と名付けていたが、それも六―七%にとどまっていた⁽⁵⁾。それでも、こうした新しい取引システムが一定の流動性を確保するためには二―三年かかるのが普通とも見られていたが、担当者がスタート直前にシカゴ証券を辞職するなどの混乱もあり、シカゴ証券は、財政上の理由を上げて九六年はじめに稼働を停止している⁽⁶⁾。

3 取引所とPTS

このシカゴマッチ導入のための取引所規則改正案が公表されると、NYSE（ニューヨーク証券取引所）から、厳しい批判が寄せられ、取引所とPTSの関係をめぐる様々な点で議論が戦わされた。

批判は、まずシカゴマッチが事実上のPTSにあたる点に関するものである。すなわち、シカゴマッチはパッシブなクロッシングシステムではなく、取引所の外で行われる私的オークションにはかならず、PTSあるいは登録免除取引所としての性格をもつ、したがって、シカゴ証券にシカゴマッチの開設を認めれば、取引所にP

TSの開設を禁止してきたSECのこれまでの政策と矛盾することになる、との主張である。

これについてSECは、シカゴマッチは、取引所の施設（ファシリティ）の一部であって、PTSではないと判断した。なぜなら、シカゴマッチは、取引所の職員、設備、ソフトウェア、回線を使ったシステムであり、かつ証拠のマーケットメイカーが加わり、決済には取引所の決済機関であるミッドウエスト・クリアリング・コーポレーションが利用されるからである。さらにSECは、この点はNYSEのクロッシング・セッションがPTSではなく、取引所の提供している取引システムと見なされているのと全く同様だとし、したがって、SECはシカゴマッチの認可にあたってPTS政策を見直す必要はない、と結論づけたのである。

取引所の施設の一部であるからPTSではない、との判断は、言い換えれば取引所であれば事実上のPTSを開設してよい、ということになる。となれば、取引所とPTSの違いは、ただ、それが取引所としての規制を受けるのか、PTS（証券会社）としての規制を受けるのか、でしかなくなる。取引所は証券業者からなる会員組織であるとの特徴は、シカゴマッチの場合、投資家の直接発注を認めることですでに形骸化しているのである。となると問題は、SECがある取引システムをどのような基準で取引所あるいはPTSと判断するのかということになるが、この点、SECはもはやそうした基準の決定を自ら放棄し、取引システムの提供者自身に選択させるという形で解決を図っている。それが冒頭に触れた今回のリリースである。

4 コールマーケットと気配公表義務

二つ目の論点は、シカゴマッチでは気配公表義務が満たされない点である。シカゴマッチでは、マッチングの実行までに会員及び非会員の利用者が注文を入力するが、入力注文はマッチング以前であれば取り消すこともで

き、確定気配として公表されることがない。しかし、証券取引所法規則「A c c e p t e d (b)」は「すべての取引所は、取引のために取引所が開かれているときはつねに、当該取引所において上場され、または非上場取引特権を認められた各報告証券について、責任ブローカーまたはディーラーによって当該取引所の立会場によって唱えられた最高の買呼値および最低の売呼値を集め、処理し、かつ、それを気配相場販売業者が利用可能なものと」しなければならないと定めている。したがって、シカゴマッチはこの気配公表義務を満たさないことになるわけであるが、その適否が問題となったのである。これについてNYSEは、確定気配ルール違反として批判したが、シカゴ証拠は、シカゴマッチへの入力注文は確定気配でないため公表する義務はない、と反論した。確定気配は、当然、特定の価格での気配でなければならないが、シカゴマッチへの入力注文は価格をもたず、その執行価格は約定時の全米最良気配によって決まる。したがって、シカゴマッチに入力された注文は気配ではなく、指値価格をもたない注文をCQSに公表することは不可能だとしたのである。そして、SECも、シカゴ証拠の見解を支持したのである。

コールマーケットであるため、この決定は当然であるとも言える。しかもシカゴマッチの場合、価格発見機能がなく、マッチングの回数も一日に一回と少ない。しかし、マッチングの数が増えていけば、コールマーケットも継続的な市場としての性格を強めていく。それゆえ、銘柄によっては九〇秒に一回のマッチングがおこなわれ、かつ価格発見機能をもつオプティマークが認可される際、同じ問題が再度論じられたのである。しかし、そこでもSECはコールマーケットへの入力注文は確定気配には当たらないと判断している。

5 流動性フィー・クレジットと約定価格

流動性フィー・クレジットについても、NYSEは、それが約定価格を歪めることになると指摘した。流動性手数料は、約定された注文の一方の投資家が他方の投資家に支払うものであり、それはまさしく売買価格の一部とすべきもの（買い方がフィー、売り方がクレジットの場合）、あるいは売買価格から差し引かれるべきもの（買い方がクレジット、売り方がフィーの場合）である。したがって、シカゴマッチでの約定価格は全米最良気配の中値とされているが、それは実際の売買価格ではなく、シカゴ証取は売買報告義務を遵守していない、というわけである。

また、同じ理由で、形式的な約定価格は最良気配の中値であってもフィー・クレジットを加味した本当の約定価格で見ると、最良気配よりも劣った価格で約定がなされ、他の市場の気配がトレッドスルーされる可能性がある、と主張した。

この点に関してはシカゴ証取はNYSEの批判を受け入れ、売買報告では、約定価格（最良気配の中値）にフィー（クレジット）の加重平均を加味した価格を売買価格とすること、フィーに上限を設け最良気配の二分の一を越えないこととした。二つめの措置によって、フィーを考慮した売買価格であっても最良気配に劣後した価格とはならないことが保証できるからである。SECはシカゴ証取の修正を認め、これによってNYSEが指摘した問題はクリアされたと判断した。

6 ニアマッチと「隠れたオークション市場」

ニアマッチについても、NYSEは、これは通常のオークション市場とは別個にブローカーが売買の仲介をおこなうもので、全米市場システムの外部に取引所が「隠れたオークション市場」をつくることにはかならないと主張した。SECが取引所にこうした市場の開設を認めた先例はなく、当然に禁止されるべきだとしたのである。

しかし、SECは、ニアマッチは「隠れたオークション市場」ではなく、単なる投資家へのサービス提供にほかならないと判断した。その理由は、第一に、こうしたサービスは、取引所フロアのクラウドや、市場外のアップステアズでブローカーがおこなっているサービスと全く同じ種類のものであること、さらには、ニアマッチ・サービスを受ける投資家は、それを受けるか受けないかの選択をおこなうことになっており、そこでは、シカゴ証取やシカゴマッチの関与はもはやなく、投資家とブローカーの問題であること、というものであった。

7 空売り規制適用免除

NYSEは、最良気配の中値で約定をおこなうシカゴマッチでは、空売りの場合、取引所法規則一〇a―1が禁じている直近価格未満での売りや、直近価格がその前の価格よりも低い時の直近価格と同値での売りが可能となってしまうている、さらには、売り方が流動性フィーを付ければ最良気配よりもさらに低い価格での空売りが可能となり、その違法性は高いと主張した。これに対して、シカゴ証取は、批判の一部を受け入れ、空売りの場合には流動性フィーを付けることを禁止した（クレジットは可能）ものの、空売り規制についてはSECに空売り規制の免除を申請していた。

SECは、空売りへの流動性フィーの付与が禁止されたことで空売りの約定優先度を高めることができなくなり、相場操縦を目的としてシカゴマッチで空売りをするのはほぼ不可能になったと判断した。そして、そもそ

もシカゴマッチの約定価格は最良気配の中値であつて本質的に派生市場としての性格をもっていることから、たとえ約定価格が直近価格未満であつたとしても空売りの利用による弊害が生じる可能性は小さいこと、を理由として空売り規制の適用免除を認めている。

8 おわりに

以上見てきたように、SECは、シカゴ証取の主張をほぼ認める形でシカゴマッチの開設を認可した。SECは様々な場所で、自分たちは、法の定める投資家保護と公正で秩序あるマーケットスタンダードと両立する限りにおいて、投資家への新しい執行システムの提供を促進してきたと繰り返し述べている。しかし、情報技術革命は、そうした両立が困難となるところにまで達していると思われる。現在では、それぞれが提供している実際のサービスの内容からすると、あるいは資本・提携関係からしても、証券取引所、証券会社、情報ベンダー、システム開発会社等の間で、明確な区別をつけることが困難となっている。証券取引規制の全面的な見直しが必要となっているのであり、冒頭に触れたSECの新しいリリースはそれを示したものであるが、事態はまだ進行中と考えるべきであろう。日本では、証券会社のPTS業務が解禁されたばかりであるが、米国と同様の変化が生じることが当然に予想され、取引システム規制について様々な対応策が今後必要になってくるものと思われる。

注

(1) H. Lux, "New Chicago trading system will make debut next month", *Investment Dealers' Digest*, Dec. 12, 1994.

(2) 拙稿「投資家の直接発注について」本誌九八年二月号。

(3) 最低執行サイズは、取引銘柄を流動性で三ランクに分け、上位二〇〇銘柄については一万株、中位一〇〇銘柄については五千株、その他については二千株と定められた。

(4) シカゴ証取は、当初すべてのナスダック銘柄の取扱いを構想していたが、NYSEの反対もあり、結局、シカゴ証取上場銘柄と非上場取引特権銘柄に限定された。

(5) H. Lux, "New Chicago trading systems is off to a sluggish start", *Investment Dealers' Digest*, Feb. 27, 1995.

(6) M. Peltz, "The Liquidity Trap", *Institutional Investor*, Sep. 1995; S. Gates, "Will anyone miss Chicago Match?", *Wall Street & Technology*, April 1996.

オペティマークシステムのI-TS接続について

清水 葉子

1 はじめに

パシフィック証券取引所のオペティマークシステム採用がSECによって認可された⁽¹⁾。オペティマークシステムは、証券取引のためのコンピュータシステムであるが、価格と数量という従来の条件に、「満足度(satisfaction)」という指標を加えた三次元のプロフィールを入力すると言う点で画期的なものである。

通常の委託売買による取引では、価格と数量という二次元の要素で構成された注文が投資家から証券会社に伝えられ、加えて口頭で、市場状況などに応じて価格変化をどの程度許容するかとか、取引サイズをどう変更するかといった追加的条件が打ち合わせされていると考えられる。オペティマークシステムはこのように口頭でなされてきた追加的な条件設定を、「満足度」という形で投資家自身が明示的に入力するシステムであるということができる。

このように、注文の条件を明示的に付合わせシステムの計算に入れるという点でオペティマークは独特の先進性をもったシステムであるが、さらに加えて、オペティマークがパシフィック証券取引所の会員だけでなく非会員が直接システムに注文を入力することを認めている点も重要である。オペティマークはパシフィック証券取引所の施設として認可されたのであるから、このことは投資家が会員証券会社を通じて直接取引所に発注を行うこととほぼ同等の意味を持つ⁽²⁾。

アメリカの地方取引所は、証券会社が運営する私設取引システムと競合関係にあり、取引コストの削減や新たな市場サービスの提供のために取引システムの自動化を進めていかざるを得ない環境にある。取引システムの自動化が必然的に周辺システムの自動化やネットワーク化につながっていく結果、取引所取引においても実質的な直接発注に行き着きつつあると考えらる。

このような直接発注の進展は、当該取引所の会員制度のあり方に変化をもたらすのはもちろんであるが、さらにその取引所からI-TSを通じて非会員の注文が他のI-TS参加市場へ回送されるため他の市場への影響も見逃せない。I-TSを通じて取引所非会員の注文が、ならコストを支払わずに従来の会員制度を維持する取引所へと回送されると、回送先の取引所にとっても会員制度への影響が生じる。

このように、オペティマークシステムがパシフィック証券取引所を通じてI-TSに接続することはひとすじなわけでは解決できない複雑な問題をもたらす可能性がある。

2 パシフィック証券取引所のオペティマーク採用

パシフィック証券取引所で採用されるオペティマークシステムは、コール・オークション型のシステムで、参加者が価格・数量・満足度の三つの要素から構成されるプロフィールを入力しておくと、銘柄に応じて一日に一回から数回、コール・オークションによる付合わせが自動的になされるというシステムである。プロフィールの入力は匿名で行われる。プロフィールは、満足度が付与されている以外は通常の売買注文と同等のものであるが、入力されたプロフィールはシステムの中に保存されるだけであって入力した本人以外のものに伝達されることはなく、また付合わせが行われる前であれば自由に変更したり取り消したりすることができるため、通常の注

文ではなく「trading interest」として扱われ、気配表示義務を課されない。

参加者は、あらゆる価格と数量の組み合わせに対する満足度をひとつのプロファイルで示している⁽⁴⁾ので、付合わせは満足度の高いものから順に行われる。入力されたプロファイルは、まず満足度一のものから価格優先・時間優先の原則にしたがって付け合わせられ、続いて満足度が一未満のものについて、売り手と買い手双方の満足度をかけ合わせた数字が大きいものから順に付合わせが行われる。満足度〇(ゼロ)のものはかけ合わせても〇(ゼロ)であるからつけあわされることはない。

パシフィック証券取引所は、オプティマークシステムへのインターフェイスとしてPCXアプリケーションを開発しており、参加者はこのインターフェイスを通じてオプティマークシステムにアクセスする。PCXアプリケーションはスペシャリストやフロアー・ブローカーを含むパシフィック証券取引所の全会員と、非会員である機関投資家の一部に利用が許され、これを通じてオプティマークにプロファイルが入力される。スペシャリストやフロアー・ブローカーは証券取引所フロアー内の端末を、その他の会員証券会社や非会員機関投資家は自社オフィスの端末からネットワークを通じてシステムにアクセスする。非会員ユーザーはあらかじめパシフィック証券取引所の会員を指定しその会員の承認の下で取引を行い、約定後の注文処理も指定した会員の名前で行う。パシフィック証券取引所の会員が非会員の注文に関して果たす役割は、実質的に非会員ユーザーに決済や精算のために名義を貸すことと、非会員の決済リスクを負担することだけに限られるということになる。一方、パシフィック証券取引所のフロアーでの取引は従来通り会員のみがアクセスする。

3 オプティマークシステムと顧客の指値保護

このように、オプティマークシステムは従来の取引システムとは異なった証券取引の場を提供することになるが、オプティマークシステムでは顧客の指値保護という全米市場システムの原則はどのように実現されるのだろうか。

まず、オプティマーク内に出されたプロファイルに関しては、満足度ごとに価格優先の原則にしたがってユール・オークションによる付合わせがなされるのであるから、指値保護の問題は生じない。それでは、オプティマーク内に出されたプロファイルと、パシフィック証券取引所のフロアーに出された注文や、ITSに参加している他市場の気配や注文とのインターアクションはどのように確保されるのだろうか。

オプティマークに出されたプロファイルは、すでに述べたように入力された時点ではまだ注文ではないと考えられているので、取引所フロアーに出ている注文とのインターアクションはない。しかしながら付合わせの実行時点では、プロファイルは注文と同様のものとみなされ、システム外で出されている注文との間のインターアクションが行われる。

すなわち、オプティマークでの付合わせの開始時点で、各銘柄に関して他の市場、すなわちパシフィック証券取引所と、そこからITSで連結されている取引所およびNASDAQで出ているすべての気配のうち最良の気配から一つのプロファイルが自動的に作られ、満足度を一としてオプティマークに入力される。このプロファイルはCQSを通じて他の市場からもたらされるものであるから、CQSプロファイルと呼ばれる。オプティマークに直接入力されたプロファイルは、このようにCQSプロファイルも含めて付合わせがなされ、CQSプロファイルとマッチングした場合にはITSを通じて当該市場へ注文が回送される。この仕組によって、オ

プティマーク内のプロファイルよりもよい気配が他市場に出ていた場合でもその気配が無視されることはなく、オプティマークでの取引マッチングに参加することになるため、ITSでの価格保護が実現できる。

逆にオプティマーク内によりよい価格が出ているときは、パシフィック取引所のスペシャリストがフロアーの端末からPCXアプリケーションを通じて顧客注文を満足度一のプロファイルとしてオプティマークシステムに入力していればその価格での執行を得ることができる。スペシャリストが顧客の指値注文をオプティマークに入力しなかった場合でも、当該銘柄に関してオプティマークでよりよい価格のマッチングがなされた場合には、スペシャリストは顧客の注文をオプティマークで出たよい方の価格で満たす義務を負っているので、顧客の指値注文の保護は実現される。スペシャリストがこの義務を負いたくない場合は、顧客注文をプロファイルとして入力するしかないため、既存のフロアーに出された顧客注文がオプティマークとの関係上不利を被ることはない。⁽⁵⁾

このように、オプティマークシステムとそのインターフェイスであるPCXアプリケーションは、顧客の指値注文の保護に関してほぼ問題がないシステムであるといえることができる。それではニューヨーク証券取引所などが、PCXアプリケーションのITS接続に反対しているのはどのような理由によるのだろうか。

4 ITSへの接続

ITSは現在全米八つの証券取引所とNASDAQをむすぶ注文回送システムであるが、パシフィック証券取引所のオプティマーク採用にあたって、オプティマークが全米市場システムから見て隠れた市場にならないためにも、オプティマークでの取引がITSに接続される必要が生じる。パシフィック証券取引所は、オプティマークシステムのインターフェイスであるPCXアプリケーションをITSに連結することで、システム内のプロファイルがCQSプロファイルとマッチングした場合に自動的にITSへの注文回送を行うことを計画している。しかしながら、PCXアプリケーションのITS接続は、ニューヨーク証券取引所などの反対によって実現が遅れている。

PCXアプリケーションのITS接続にあたっての問題は、まず、オプティマークが、前述のようにパシフィック証券取引所会員だけでなく、取引所非会員である機関投資家の直接発注も認めている点である。このため、PCXアプリケーションを通じてオプティマークがITSに自動連結すると、機関投資家から直接発注された注文が、ニューヨーク証券取引所など他の取引所において会員を通じて出されている注文と付合せられる可能性が生じ、このことは事実上、非会員による取引所内流動性へのアクセスを無料で認めることにつながる。実際ニューヨーク証券取引所は、オプティマークのITS連結は取引所取引への非会員の裏口アクセス策略 (back door play) となるとして反発している。⁽⁶⁾

オプティマークシステムのITS接続は、ある意味でニューヨーク証券取引所などの主要取引所にとつては、オプティマークも含めた他市場からコミットメントが送られてくるため流動性の増加に資するとの考えもあるが、それでもニューヨーク証券取引所内の最良気配に、非会員が直接発注した注文が回送されてくることは、会員権なしでのニューヨーク証券取引所アクセスを許すことになるため許容しがたいものと思われる。SECは、こうした非会員の裏口アクセスを制限するために、ITS接続に関しては、コミットメントの送付量に上限を設けることで、会員権が無限に拡大することを防ぐ予防的措置を取る計画を示している。⁽⁷⁾

二つめの問題は、オプティマークがITSに自動接続される結果、他市場での最良気配とオプティマークシステム内のプロファイルとがマッチングした場合に、ITSへの注文回送が即座に行われてしまう点にある。

ITSでは、他市場の最良気配に注文を回送する前に、まず自市場の気配改善の可能性を待つことが定められており、取引所スペシャリストは回送するつもり注文をしばらくのあいだ自市場のフロアーにさらすのが通常である。PCXアプリケーションの自動接続では、マッチングすると即座にITSへの回送が行われるため、このルールが満たされていない。このようにパシフィック証券取引所での価格改善の機会を待たずに即座に回送が行われた場合、回送はかなりの量に上る可能性があるが、これも結果的にかなりの量の取引が会員権なしで主要取引所にアクセスすることを意味する。このためニューヨーク証券取引所などは、ITSコミットメントの送付前に十五秒間のパシフィック証券取引所スペシャリストの価格改善を促す時間を設けるよう要望している。

5 おわりに

取引所取引においても、インターネットなどの私設取引システムに対抗するためには、コンピュータシステムを導入して取引コストを削減し、さらにマーケットインパクトの低減や匿名性の確保など取引システムの差別化を行って従来とは違った市場サービスを提供することが求められている。取引所の中核にあたる取引システムのコンピュータ化がすめば、当然その周辺システムの自動化、ネットワーク化を進めて全体としての取引コストを削減しようとするのが自然な方向であると考えられる。

こうした方向を徹底していけば、取引所と証券会社とのネットワークを整備するだけでなく、さらには証券会社と機関投資家のあいだにも自動ネットワークを拡大し、最終的には投資家から取引所までのいわゆるシームレストレーディングを実現しようという方向へ進むと予想される。このように、一証券取引所にとっては、取引所から投資家までつながる直接発注ネットワークを整備することはより効率的な市場の構築につながる。

しかしながら、ITSに関しては、こうしたシームレストレーディングの進展が現在の取引所間ネットワークとしてのITSの非効率性を明らかに始めている。シームレストレーディングが進んで発注が効率化されればされるほど、いったん注文のある取引所に発注してからでないと回送サービスを受けることができないITSはいかにも無駄が大きいように思われる。シームレストレーディングのもとでは、個々の投資家ないし証券会社の端末から直接複数市場の価格情報入手し、回送先の市場を選択し、執行結果が直接通知されるようなネットワークがより合理的となるだろう。

注

(1) SEC, Release No. 34-39086, (Sep. 17, 1997)

(2) 投資家の直接発注にともなう会員証券会社の顧客熟知義務については、伊豆久(一九九八)、「投資家の直接発注について」『証研レポート』一九九八年十二月、参照。

(3) オプティマークシステムの詳細に関しては、淵田康之(一九九七)「実現に向かうオプティマーク」『資本市場クォータリー』一九九七年秋号、参照。

(4) 実際には、直近価格の前後の価格と希望取引数量に関して投資家の優先順位が付与されていることになり、希望からかけ離れていて取引する意志のない価格と数量の組み合わせには満足度〇(ゼロ)が付与されていることになる。

(5) ただし、他市場にとっては、オプティマーク内に出されているプロフィールが付合わせ以前には見えないことは否定できない。この点に関してはオプティマークに出されたプロフィールが注文と考えられるべきなのか、オプティマー

クやバシフィック証券取引所が主張するものに trading interest であるのが問題となる。

(6) Jeffrey Keegan, "Cyber Cowboys.", Investment Dealer Digest, November 16, 1998.

(7) PCX アプリケーションの ITIS 接続の条件は, SEC, Release No. 34-40204, File No. 4-208.

銀行との取引関係と企業の収益性 —メインバンクを持つことは本当に良いのか?—

岡村 秀夫

1 はじめに

銀行の貸し渋り問題が深刻化しているが、金融システムを今後どのように再構築すれば良いのだろうか。公的資金を導入して自己資本を増強し、従来のような銀行中心の金融システムを回復させればよいのだろうか。新たな金融システムのあり方を検討する際に、少なくとも一九八〇年代以前には機能していた（あるいは機能していると評価されていた）メインバンク・システムについて、注意深い分析と再評価が必要であろう。本稿では、メインバンク関係に代表される企業と銀行との密接な取引関係について、従来からよく論じられてきたベネフィットの面だけではなく、企業が負担する直接・間接のコストの面について、関連する文献を紹介しながら検討する。

銀行との取引関係の緊密度は企業の負債構成にも関連している⁽¹⁾。企業の負債は、大きく分けて、銀行借入に代表される私的（あるいは相対（あいたい）的）な負債（private debt）と、社債に代表される公開された市場で取引される負債（public debt）から構成されている。従って、資本市場にアクセスできない企業については負債の大半が銀行借入になるのはもっともではあるが、資本市場から資金調達が可能で大企業のなかにも社債に

よる調達をほとんど行わず銀行借入が大半の企業もある。一方で、銀行からの借入をほとんど行わず、社債やCPで負債の大部分を調達している企業もある。このような事実から、企業の負債調達方法（あるいは負債構成）が何らかの要因によって左右されている可能性を考えることができる。言い換えると、企業の負債構成を検討することによって、銀行借入のベネフィットとコストを明らかにする手がかりが得られることになる。

第二節では、負債構成に関して銀行借入と社債の特徴を整理した後で、銀行と緊密な取引関係を結ぶことのベネフィットとコストの両面を検討する。第三節では、銀行との結びつきを強めることによって企業が被るコストに関して、一九七〇年代から八〇年代の日本についての実証研究を紹介する。第四節は本稿のまとめである。

2 銀行との取引関係 ―ベネフィットとコスト―

銀行と社債権者では、貸し手による借り手に対するモニタリング（およびそのインセンティブ）の強さ、そして貸し手による借り手のコントロールの強さに違いがある。銀行借入には、長所として銀行によるモニタリングによって借り手の非効率性・機会主義的行動を抑制する機能があるが、短所として銀行の情報独占によって借り手の努力水準が低下する可能性がある。一方、社債による資金調達ではモニタリングが事実上行われないために借り手の非効率性・機会主義的行動を引き起こす可能性が高くなるが、社債権者は企業の内部情報をほとんど持ち得ないため、情報独占によって努力水準が低下する可能性は低くなるだろう。

負債構成に関する理論的研究としては、銀行借入のベネフィットを取り上げたと言えるDiamond（一九九一）⁽²⁾、そして銀行借入のコストを扱ったRajan（一九九二）⁽³⁾などを代表的なものとして挙げる事ができる。Diamond（一九九一）は、借り手のモラルハザードを抑制するものとして貸し手によるモニタリングと借り手

自身が獲得する評判（reputation）に注目した。銀行は貸し手の中でも負債の大きな割合を保有するので、コストをかけてモニタリングを行うインセンティブが強いと考えられる。一方、社債権者は負債の小さな割合しか保有していないため、モニタリングを行うインセンティブは弱い。そのため、銀行借入による資金調達では、モニタリングによって借り手のモラルハザードが抑制されたり、あるいは事前のスクリーニングによって望ましくない借り手が選別されるというベネフィットが存在し得る。社債による資金調達では、貸し手によるモニタリングが行われないため、貸し手は借り手のモラルハザードの可能性を織り込んだ水準の収益率を要求し、また高い評判を獲得している借り手ほど要求される収益率は低くなると考えられる。従って、資金調達手段の選択は銀行借入と社債の相対的なコストから決定され、それらのコストは貸し手のモニタリングと借り手の評判に大きく影響を受ける。

Rajan（一九九二）は、銀行借入のコストに関して分析を行った。そして、銀行が単独の貸し手として借り手と継続的な関係を結ぶ場合、銀行は借り手の私的情報を独占することによって借り手に対して強い交渉力を持ち、その結果として借り手の努力水準が低下する非効率性の生じる可能性を示した。さらに、社債発行や複数銀行からの借入によって資金調達手段を多様化すれば情報独占の問題が解消され、借り手の努力水準が向上して効率性が改善されることを指摘した。

つまり、銀行と借り手企業の取引関係に関して、Diamond（一九九一）はモニタリングによるモラルハザードの抑制と効率性の改善という正の側面に注目したが、Rajan（一九九二）は銀行の情報独占を背景とした強い交渉力から生じる非効率性という負の側面に注目したということが出来る。

以下では、Diamond（一九九一）とRajan（一九九二）をふまえて、銀行との取引関係についてベネフィット

とコストの両面について整理する。

(1) 銀行との取引関係 ― ベネフィット ―

企業はなぜ銀行と取引関係を結ぶのか。そこには何らかのベネフィットが存在していると考えられる。一点目としては、銀行が情報生産活動の専門組織として金融仲介を行うことにより情報生産コストが節約され、結果的に企業が低コストで資金を調達できる点をまず取り上げる。二点目に、企業の業績やキャッシュフローの不確実性に対して銀行が保険機能を提供する点について取り上げる。

一点目に関しては、金融取引の特徴の一つとして借り手と貸し手の間で資金の返済可能性について情報の非対称性が存在することが挙げられる。そのため、貸し手が借り手の返済可能性を知ろうと思えばコストをかける必要があるし、あるいはコストをかけても全く知ることができないかもしれない。そして、資金返済を確実にしようと思えば、継続的に借り手の状態を監視する必要があるだろう。また、個々の金融取引に係わるリスクはプールすることによって、つまり分散投資を行うことによって、ポートフォリオ全体としては小さくすることが可能である。すなわち、銀行は金融取引に関する上記のような活動に特化し、預金者が個別に行う場合に比べて、低コストで情報生産とリスクのプールを行っていると考えられる。

このように金融機関の存在理由を情報生産活動に求める理論としては、Diamond (一九八四)⁽⁴⁾ がよく知られている。Diamond (一九八四) によれば、銀行は個々の預金者から集めた資金を分散投資し、その投資先(貸付先)の監視(モニター)を預金者から「委任されて」行っているとされる。個々の預金者が銀行に預金する代わりに、おのおの分散投資を行えば、監視のためのコストが重複し社会的に非効率となる。つまり、銀行の

存在意義は「委任された監視者」としてモニタリング・コスト(監視費用)を節約することにある、というのがDiamond (一九八四)の主張である。ただし、ここで重要な点は清水(一九九七)⁽⁵⁾も指摘しているように、預金者の代わりに委任された銀行が分散投資によりリスクのプールを行うことにある。そして、その結果として預金者が個々に分散投資をしてモニタリングを行うよりもコストが節約されることになる。

二点目の企業の業績やキャッシュフローの不確実性に対する保険機能については、企業の(回復の見込みのある)一時的な業績不振やキャッシュフローの予期できない大幅な減少に対して、再建支援や資金の供給を行うというものである。メインバンクのような企業と長期安定的関係を結んでいる銀行は、他の債権者は保有していないような内部情報に基づいて業績の回復見込みを判断することが可能かもしれない。一時的な支援のコストが、倒産させてしまった場合の貸し倒れ損失やその銀行の名声などを含めた有形・無形のコストを下回ると判断すれば、銀行は企業を支援するだろう。例えば、Hoshi = Kashyap = Schaferstein (一九九一)⁽⁶⁾では、メインバンクを持つ企業に比べて、銀行との強い結びつきを持たない企業の方が厳しい流動性制約に直面していることを明らかにしている。

銀行との取引関係に関するベネフィットとして挙げたもののうち、一点目は銀行が存在しなければ資金を調達できないような企業(資本市場にアクセスできない企業)が資金を調達できるというベネフィットとして考えることができる。二点目は、資本市場にアクセスできる企業であっても(もちろん、資本市場にアクセスできない企業も)一時的な業績不振やキャッシュフローの落ち込みに対する保険という意味でのベネフィットとして考えることができる。

次項では、銀行との(密接な)取引関係を結ぶことによって、企業が負担するコスト面について検討する。

(2) 銀行との取引関係 ―コスト―

前項では、金融取引において借り手と貸し手の間に情報の非対称性が存在し、それを解決する専門組織として金融機関が存在することを述べた。銀行は、株式保有、役員派遣、その他の形態で借り手企業と密接な関係を築き、メインバンク関係を結ぶことがある。メインバンクは借り手企業の経営状態を常時モニターし、そのことによって企業の内部情報を蓄積する。メインバンクが企業の内部情報を保有することによって、企業の業績不振やキャッシュフローの落ち込みなどの経営危機に際して、回復の見込みをより適切に判断することが可能になる。そして業績不振が一時的であると判断すれば、適切な支援によって不必要な倒産を防いで、他の債権者やメインバンク自らの損失を最小限に抑え、また社会的な損失も減少させることができると考えられる。つまり、メインバンクが経営危機時の保険提供機能を果たすには企業の内部情報を保有することが必要なのである。

だが、メインバンクが企業の内部情報を独占的に保有していることによって（独占的に保有しているからこそ内部情報であるのだが）弊害が生じ得ることに注目する必要がある。メインバンクが借り手企業の内部情報を独占的に保有している場合、他の銀行や投資家に対して情報優位な立場にある。また、初めから借り手企業に関する情報を集めて審査を行うには多大な時間と費用がかかる。そのため、一旦ある銀行とメインバンク関係を結んでしまうと、借り手企業は他の銀行（または投資家）から資金を借り入れることが困難になる。そして、メインバンクは借り手企業の情報を独占することによって、融資の継続・打ち切り・増減などの決定権を持つことになり、借り手企業はメインバンクのコントロール下に入ることになる。このような、銀行が融資の打ち切りを脅しに使って企業の利益の一部をレントとして獲得する「ホールド・アップ問題」は、メインバンク関係を結ぶこ

との一種のコストと考えることができる。

銀行と借り手企業が緊密な関係を結ぶことによるホールド・アップ問題などの情報独占のコストを分析した研究としては、先に触れた Rajan（一九九二）を挙げることができる。Rajan（一九九二）は、銀行が単独の貸し手として借り手と継続的な関係を結ぶ場合、銀行は借り手の私的情報を独占することによって借り手に対して強い交渉力を持ち、その結果として借り手の努力水準が低下する非効率の生じる可能性を示した。すなわち、「ホールド・アップ」されて銀行に努力の成果を奪われることを予想する借り手はあらかじめ低い水準の努力しかせず、そのために非効率が発生し得るのである。その解決策として、社債発行や複数銀行からの借り入れを行うって資金調達手段を多様化すれば、貸し手の交渉力低下によって借り手の努力水準が向上し、効率性が改善されることを指摘した。

次節では、Rajan（一九九二）の理論研究に基づいた、日本のメインバンク関係についての実証分析を紹介する。

3 メインバンク関係のコスト

本節では、前節で述べたメインバンクによるホールド・アップ問題を分析した Weinstein=Yafeh（一九九八）^①の概要を紹介する。

Weinstein=Yafeh（一九九八）は、日本企業に関して、メインバンクのある企業と特定の銀行と密接な関係を結んでいない企業を比較することによって、銀行による情報独占の問題を実証分析した。分析の内容は、費用関数の特定化および資本集約度の推定、収益性の決定要因の推定、支払利息の決定要因の推定、そして売上高成

長率の決定要因の推定などである。サンプル企業数は六八六社、そのうちメインバンクを持つ企業（以下、メインバンク企業）が二七九社、メインバンクを持たない企業（以下、独立企業）が四〇七社となっている。サンプル期間は一九七七年から一九八六年であり、金融自由化によって資金調達手段が多様化した影響を検討するために、金融自由化以前（一九七七年～一九七九年）、中間期（一九八〇～一九八三年）、自由化後（一九八四年～一九八六年）の三つのサンプルに分けられている。一〇年のサンプル期間内に、日本の国内社債市場の規制緩和によって、社債発行が発行件数で三倍に、発行額で約七倍に急増した。

費用関数の特定化に基づいた資本集約度の推定では、全サンプル期間（一九七七年～一九八六年）についてはメインバンク企業が独立企業よりも約四％ほど資本集約的な生産を行っているとの結果が示されている。さらに、金融自由化以前（一九七七年～一九七九年）についてはメインバンク企業は独立企業よりも約一〇％も資本集約的な生産を行っている」と示されている。一方、中間期および自由化後については、メインバンク企業と独立企業との資本集約度について統計的に有意な差は存在していない。これらの結果から、少なくとも金融自由化以前については、メインバンク企業は独立企業よりも資本集約的な生産を行っており、メインバンクは顧客企業の資金調達に寄与していたことが示唆される。

次に、全サンプル期間（一九七七年～一九八六年）について行った収益性の決定要因の推定結果から、メインバンク企業の収益性が独立企業に比べて統計的に有意に低かったことが示された。さらに、支払利子の決定要因の推定結果から、全サンプルおよび三つのサブサンプルすべてについて、メインバンク企業は独立企業よりも統計的に有意に多くの利子を支払っていることが明らかになった。ただし、メインバンク企業と独立企業との支払利子の差は金融自由化が進むにつれて減少していることも示されている。このことは、企業が代替的な資金調達手段を獲得するに従って、メインバンクの独占力が低下して獲得できるレントが減少したことを示唆している。

また、売上高成長率の決定要因の推定結果からは、メインバンク企業と独立企業の間には成長率に統計的に有意な差はみられなかったことが明らかになった。つまり、メインバンクは顧客企業に積極的に資金を供給していたにもかかわらず、独立企業を上回る成長を実現させることができなかったのである。

以上の実証結果は、銀行の情報独占による顧客企業の効率性低下の可能性や資金調達手段の多様化による銀行の交渉力低下（と獲得するレントの減少）の可能性を示したFama（一九九二年）の理論的含意をおおむね支持するものである。また、これらの実証結果から、日本のメインバンクがモニターとして顧客企業の経営を改善する役割を果たしていたというよりは、情報独占や資金調達手段の独占によって顧客企業の利益の一部をレントとして獲得していた可能性が示された。

4. 考察

第三節で紹介したWeinstein=Yafeh（一九九八年）の実証結果から、メインバンクは顧客企業の経営効率化に寄与していたというよりは、利益の一部をレントとして獲得していた可能性が明らかになった。もちろん、この結果から直ちに高度成長期におけるメインバンク・システムがすべて否定されるわけではないが、少なくとも銀行と借り手企業が密接な取引関係を結ぶことによる一種のコストの存在が実証的に示された意義は大きいと考えられる。同時に、金融自由化の進展に従って社債市場が整備され、企業の資金調達手段が多様化することにより、メインバンクの獲得するレントが減少したことも興味深い。

今後の金融システムのあり方を考えると、各種の資金調達手段が競争的に存在し、またそれらが大企業だけで

はなく中堅企業まで利用可能となることが望ましい。だが、金融取引においては不可避な情報問題を低コストで解決し、スムーズな資金の流れを作る銀行の役割が小さくなるものではない。銀行融資と資本市場を通じた資金が競争的に存在し、資金調達者だけではなく資金運用者にとっても効率的な金融市場が形作られることを期待したい。

注(1) 岡村(一九九八)「銀行借入と社債発行の選択」『証研レポート』九八年七月号、「社債発行の決定要因」同九月号、「社債比率の決定要因」同一〇月号、参照。

(2) Diamond (1991) "Monitoring and Reputation: The Choice between Bank Loans and Directly Placed Debt", *Journal of Political Economy*, vol.99, no.4, pp689-721.

(3) Rajan, R. (1992) "Insiders and Outsiders: The Choice between Informed and Arm's-Length Debt", *Journal of Finance*, vol.47, no.4, pp1367-1400.

(53)

(4) Diamond (1984) "Financial Intermediation and Delegated Monitoring", *Review of Economic Studies*, 51, pp393-414.

(5) 清水啓典(一九九七)『日本の金融と市場メカニズム』(東洋経済新報社) 一三―一四ページ。

(6) Hoshi, Takeo, Kashyap, Anil and David Scharfstein (1991) "Corporate Structure, Liquidity and Investment: Evidence from Japanese Industrial Groups.", *The Quarterly Journal of Economics*, 106, pp33-60.

(7) Weinstein, David and Yishay Yafeh (1998), "On the Costs of a Bank-Centered Financial System: Evidence from the Main Bank Relations in Japan", *Journal of Finance*, Vol.53, No.2, April, pp635-672.

また、同論文をサベイした、鯉渕賢(一九九八)「メインバンク関係のコストと日本企業のパフォーマンス」『経済セミナー』

一九九八年一一月号(日本評論社) 一一五―一二九ページも有用である。