

1997 年 6 月に証取審、金制調、保険審の 3 報告書が揃って公表され、「日本版ビッグバン」の方向性の全貌が明らかとなった。その基本理念は（イ）効率的な証券市場の構築と、（ロ）国際的競争力を持つ総合金融機関の育成の 2 点にあるとされるが、現実の証券・金融政策の遂行に当たって矛盾したものとなりかねないこれら両理念を掲げ持つことこそ、「日本版ビッグバン」と海外での金融制度改革を質的に識別する大きな特徴であり、また「日本版ビッグバン」の方向性を展望することを困難にしている要因でもある。

従来、わが国証券業と日本版ビッグバンとの関わりについて書かれたものの大半は、海外における証券制度改革の経緯・結果を単純にわが国に当てはめて論じる傾向が強く、高度な寡占状態にあるわが国証券業市場へ競争原理を導入し、同時に業者の国際競争力の強化をも実現しようという「日本版ビッグバン」の基本理念に対する考察はなおざりにされてきたように思われる。本稿の目的は、わが国証券業市場の競争構造及び近年のその変化を明示的に分析対象としつつ、その考察結果を踏まえて、「日本版ビッグバン」の方向性を論じることにある。

伝統的な産業組織分析においては、寡占・独占的な市場構造が企業間の競争制限的な行動を誘発し、超過利潤を発生させて効率的な資源配分をもたらすという基本コンセプトに立ち、市場集中度を示す上位企業のシェアやハーフィンダール指数等の指標（市場構造）と利潤率（市場成果）との因果関係が重視されてきた。これに対し、80 年代以降に台頭しつつある新しい産業組織理論は、仮に市場が上位企業による独占・寡占状態にあっても、参入の可能性さえ保証されれば資源配分の歪みは生じないというコンテストナビリティ理論に代表されるように、外形的な市場構造の分析よりも市場の競争構造自体の分析を重視する方向に進みつつある。

現実の証券業者財務データを使用してわが国証券業市場の競争構造を定量的に分析した結果、わが国証券業市場は 80 年代までの独占的競争状態が 90 年代に入って崩れ、コンテストナブルな競争状態に移行していることが明らかとなった。80 年代以降に進められた証券業務における自由化の進行、とりわけ銀行系・外国系証券業者を中心とした新規参入の拡大は、証券業市場を競争的に変質させ、寡占の弊害を除去することに成功しているように思われる。その意味で「日本版ビッグバン」は改革の「序幕」ではなく「第 2 幕」ということができる。

「競争原理の導入と国際競争力の強化」を同時に実現させるための条件は、わが国証券業市場が現在のコンテストナブルな競争状態を今後も維持できるような施策であり、具体的には、証券業への新規参入・退出の保証を現在以上に徹底させることが必要である。とりわけ、ホールセール分野と比べ多額の初期投資を要し、自然参入障壁が高いリテール分野におけるコンテストナビリティを向上させるには、「範囲の経済性」を発揮しうる商物流・銀行等の業態からの参入を促進させることが現実的な対応である。「公正な競争の確保」の美名の下に、業態によって新規参入を制限するような施策を行えば、高度に寡占化されたわが国証券業市場においてはコンテストナビリティ成立の前提を崩し、再び非効率的な資源配分状態を復活させてしまう可能性がある。「日本版ビッグバン」において最も必要とされているのは、予定調和的な「公正競争の実現」ではなく「競争原理の徹底」である。

1. はじめに

(1) 「日本版ビッグバン」の2つの理念

1997年6月13日に証券取引審議会、金融制度調査会、保険審議会の3報告書がそろって公表され、「日本版ビッグバン」と称される金融制度改革の方向性の全貌がようやく明らかとなった。

証取審総合部会の座長として報告書のとりまとめに当たった蠟山〔1997〕が自ら認めているように、「日本版ビッグバン」には2つの理念が存在する。1つは、(イ)「証券化」あるいは「銀行離れ」の傾向をゆるぎないものと認めつつ、増大するその役割を十分に発揮し得るような効率的な証券市場システムの再構築であり、具体的には証券取引および証券業務に関わる規制を可能な限り排し、競争原理を導入することによって証券市場改革を実現することが主張されている。

いま1つは、(ロ)わが国金融機関が、規模的にはともかく、国際的な競争力において大きく後れをとっているという現実を見据え、業態の垣根を越えた相互参入の拡大や金融持株会社の解禁を通じて、国際的な競争力を発揮し得る総合金融機関に成長させていくことである。

意外に論じられることが少ないが、(イ)競争原理の導入による証券市場改革の達成と、(ロ)国際的な競争力を持つ総合金融機関の育成・成長とは、現実の証券・金融政策の遂行に当たって矛盾したものとなる可能性をはらんでいる。例えば、巨大な総合金融機関の出現が証券市場改革に先行して達成され、それらが金融・証券市場における独占力を行使してむしろ競争原理を排除し、寡占のレントを追求してしまうケースはそうした可能性の1つである。

現実のわが国金融機関が総合金融機関化の過程でこうしたレント・シーキング的行動に走るか否かは別の問題として、こうした矛盾しかねない2つの理念を同時に掲げ持つことこそ日本版ビッグバンの際立った特徴であり、またその方向性を見通すことを困難にしている要因でもある。海外における大規模な金融改革は、アメリカのメーデー（1975年証券諸法改革）にせよ、イギリスの86年ビッグバンにせよ、固定手数料制や証券売買の取引所集中義務の廃止を通じて証券市場に競争原理を導入するという、(イ)証券市場改革が主目的であって、(ロ)金融機関の国際競争力強化という側面は、（とくにアメリカのメーデーにおいては）全く考慮されていないとはいえないものの、もっぱら背景に置かれていたのであった。

また、(イ)と(ロ)の理念は必ずしも両立して達成可能のものとは限らない。しばしば指摘されるように、イギリスのビッグバンにおいては、(イ)証券市場の効率化の目標は達成されたものの、そのプレイヤーたる国内証券業者の大半は海外資本の傘下に入ってしまう、(ロ)国内金融機関の国際競争力向上という目標の方は達成されないまま潰えてしまったのである。

(2) 市場の競争構造の重要性

もちろん、蠟山〔1997〕自身が指摘するように、「一定の条件が満たされれば、両者（(イ)と(ロ)の理念）（注1）は併存可能」かもしれない。その一定の条件が何かに関する考察は後に改めて試みることにし、ここでは現実にはそれらが併存したケースとして75年メーデー前後のアメリカ証券業の状況を確認しておきたい。

（図表 1）は、メーデーを挟んで前後 5～6 年間のアメリカ証券業の集中度（シェア）を、6 つの財務指標について示したものである。いずれの指標についてもメーデーを挟んで上位集中の進展がみられるが、引受手数料収入を除くと上位 4 業者の集中度はせいぜい 5～7 %ポイント程度の小幅な上昇だったのに対し、上位 25 業者の集中度は持分資本金を除き 10%ポイント以上の大幅な上昇となっている。また、絶対的水準で比較しても、上位 4 業者の市場集中度は期間中 20～30%程度のそれほど高くない水準に張り付いたままで、寡占的支配力を云々するほどの集中度にはほど遠いことがわかる。以上のことは、メーデーを挟んだアメリカ証券業の上位集中が、上位数社が強力な寡占に向かうという形ではなく、主に中位～下位業者の成長と合併等によって進展したことを示している（注 2）。この間にニューヨーク証券取引所（NYSE）の時価総額は 1.68 倍（71 年→80 年）、売買代金は 2.83 倍（同）に増加しており、一方、委託手数料率は個人投資家向け小口注文を除いて軒並み大幅に低下したので、少なくとも規制緩和が寡占的状况を深化させることなく証券市場の効率性を向上させたことは明らかである。

ただし、ここでチェックしておかねばならないのは、（図表 2）に示すようにメーデー前後のアメリカ証券市場には 4,000 社以上の SEC 登録ブローカー＝ディーラーが存在し、（図表 1）に示された上位業者への集中度の低さも加わって、もともと完全競争にかなり近い市場環境にあったと判断される点である。メーデーの中核をなす固定手数料制と市場集中義務の廃止は、機関化現象の進展を背景に、証券業者（とりわけブロック・ハウスと呼ばれた大手業者）が機関投資家の大口注文獲得競争にしのぎを削る過程で、地方取引所や第 3 市場等を利用した事実上の手数料割引が恒常化し、取引の流出に危機感を抱いた NYSE 側のやむを得ざる対応という一面を持っていたことは注目されてよい。すなわちメーデーは、規制緩和を通じて証券市場に競争原理を導入したというよりは、市場の完全競争状態にそぐわない規制が証券業者サイドの圧力によって撤廃され、競争状態に適合した証券市場への脱皮を果たした、という表現の方が適切なのかもしれない。こうした事情は、先に自由化を断行した NYSE への取引流出に起因する「市場の分裂」に悩まされていた 80 年代半ばのロンドン証券取引所（LSE）においても同様であった。

これに対して、わが国証券市場は典型的な寡占市場といわれ、とりわけバブル期にはこうした寡占状態が証券業者間の競争を阻害して、超過利潤の温床となっていたとの指摘が絶えなかったし、投資家サイドからの委託手数料自由化要求の高まりも、そもそもこうした超過利潤に対する不満に端を発していたと考えられる。もちろん、ここ数年はわが国証券市場においても機関投資家の大口売買が一部海外に流れ、「空洞化」現象が発生しているとの指摘もあるが、少なくとも 70 年代半ばの NYSE、80 年代半ばの LSE と比較すれば、「市場の分裂」と形容し得るほどの証券取引の流出が起こっているとは考え難い。競争原理が規制を排除するのではなく、規制を排除することによって競争原理を導入しようというのが日本版ビッグバンの狙いであるように思われ、この点が先行する海外の金融規制緩和との決定的な違いといえよう（注 3）。

バブル崩壊移行も、わが国証券市場が高い上位集中度を持つ寡占市場であることを現実のデータで確認しておこう。（図表 3）は各財務指標別の東証正会員証券会社のシェアを大手 4 社（野村、大和、日興、山一）、4 社を除く総合証券 44 社、その他国内証券 54 社、外国証券 22 社に分け、97 年 3 月期と 92 年 3 月期と比較する形で図示している（注 4）。97 年 3 月期において大手 4 社は営業収益、受入手数料とも 50%近いシェアを持っており、これに総合証券 44 社を加えたとほぼ市場の 7～8 割が押さえられていることがわかる。総合証券 44 社にはいわゆる準大手証券会社と中堅証券会社の双方を含む分類であるが、前者のシェアがはるかに大きいと考えられるから、現実のわが国証券市場は大手 4 社・準大手証券会社による寡占状態にあるとみて差し支えないだろう。巷間、そのプレゼンスの高まりが喧伝される外国証券会社（22 社）については、営業収

益、受入手数料、委託手数料で 10～20%のシェアを確保しているものの、データから判断する限り、大手・準大手による寡占状態を打破し得るほどの存在には成長していないことがわかる。一方、4社を除く総合証券 44 社シェアの趨勢的低下はデータからも明らかであり、これが外国証券会社のシェア上昇を食う形となって、大手 4 社の市場プレゼンスを高める方向に働いている。また引受・売出手数料における 4 社シェアは、外国証券会社がこの分野にさほど注力していないこともあってか、近年さらに上昇する傾向をみせており（97 年 3 月期の 4 社シェアは 77.3%）、企業金融分野における 4 社寡占支配体制はゆらぐどころか、近年さらに強固なものとなっていることを示唆している。

仮に新規参入規制が撤廃されたとしても、経済理論的には、寡占市場においては既存業者は市場支配力を背景に戦略的参入阻止行動をとることができ、規制緩和の効果を骨抜きにし得ることが知られている。とすれば、寡占状態にある市場に競争原理を導入するためには新規参入に関わる規制の撤廃だけでは不十分であり、寡占の打破や公正競争・取引の確保等の手立てと組み合わせた方策が考えられなければならない、という主張が当然に台頭することになる。このことは日本版ビッグバンを、典型的な寡占状態にあるわが国証券業市場への競争原理注入という視点（第 1 節の（イ））からみる場合の重要な論点となるだけでなく、国内金融機関の国際競争力強化（同（ロ））という視点からもきわめて重要な論点となり得よう。なぜなら、国際競争力強化が市場内の既存業者の合併・連合の形で行われれば、それは競争単位を減じてさらに寡占状態を高めることになりかねないし、相互参入による証券業市場外からの新規参入増加は、場合によっては他分野における圧倒的プレゼンスを背景にした少数金融コングロマリットによる証券業市場の寡占支配化、すなわち「寡占が寡占によって置き換えられる」状態がもたらされる可能性も残されているからである。いずれにせよ、日本版ビッグバンの帰趨を占うためには、わが国証券業市場の競争構造を十分に吟味、検討しておく必要があるだろう。

（3） 本稿の問題意識と構成

従来、日本版ビッグバンとわが国証券業との関わりについて書かれたものの大半は、（イ）わが国証券業市場は、証券業免許制や固定手数料制等により競争原理の働かない非効率的な市場である→（ロ）日本版ビッグバンの実施により、証券業市場に一举に競争原理が導入され、非効率な経営を行っていた証券業者は淘汰される→（ハ）効率的な業者のみが国際的競争力を備えた証券・金融業者として生き残る一方、わが国証券業市場は効率的市場に生まれ変わって国際的競争力を回復する、という単純な共通シナリオを採用しているように思われる。しかし、ビッグバンによって一挙に市場に競争原理が注入される（（ロ））という前提の根拠は、せいぜい先行して制度改革を実施した諸外国で委託手数料率が大幅に低下した、という歴史事実のみに基づくものであって、市場の競争環境の差異を考慮した経済理論整合的なものではない。また、わが国証券業市場において競争原理が働いていないという主張（（イ））は直観的には受け入れられやすいものではあるが、わが国証券業市場に全く新規参入がなかったというわけでもなく、80 年代中盤には毎年 10 件前後の海外証券会社に証券業免許が付与されていたし、ほぼ同じ時期に行われた金融機関や生保による中小証券の系列化も、それらの多くが同時に総合証券化を果たして引受・売出手業務へ進出したことを考えれば、証券業市場への新規参入と受け取っても差し支えないように思われる。90 年代に入ってから設立が認可された銀行子会社証券会社についても、一部業務に制限が設けられてはいるものの、同様の文脈で理解することができよう。こうした新規参入は、当然にわが国証券業市場の競争構造に影響を及ぼしたと考えられる。日本版ビッグバンの行方を占ううえで、これらはまたとない手がかりを与えてくれるはずである。あるいは、従来の新規参入勢はわが国証券業市場の競争構造に全く影響を及ぼすことができなかったかもしれない。もしそうだとすれば、日本版ビッグバンが証券業市場に競争原理を注入するという所期の目的を達成するためには、従来を上回る規模での新規参入の増加が必要なのかもしれない。あるいは、既存業者によって参入阻止的行動が行われ、それが競争原理導入を阻害す

る方向に働いたのかもしれない。いずれにせよ、これらに関する分析もまた日本版ビッグバンの帰趨を占ううえで重要な材料となり得るだろう。

以上の問題意識に基づき、本稿では以下の4ステップにしたがって分析が行われる。(イ) まず国内証券業者の実際の財務データを使用して、80年代半ば以降のわが国証券業市場の競争構造変化を定量的に分析する。次に、(ロ) こうした構造変化に対する証券業経営者の経営対応を、同じく証券業者財務データを基に定量的に分析する。続いて、(ハ) こうした競争構造変化・経営対応をもたらした要因である証券業を巡る近年の環境変化を整理する。最終第4ステップでは、これらの分析を踏まえて、(ニ) 日本版ビッグバンの方向性に関する政策提言を行う。

残る本稿の具体的構造は以下の通りである。

第2章は、わが国証券業市場の競争構造変化に関する実証分析であり、第3章は、このカウンター・パートとして、市場の構造変化に対応した証券業経営者の対応を、証券業の支出関数の推定結果から定量的に分析する。第4章では、第2、3章の実証分析結果を、わが国証券業を巡る経済環境・制度面での変化と対比させる形で整理する。

第5章では、それまでの分析結果を踏まえ、日本版ビッグバンが実効性を高めるための政策提言を試みる。

2. わが国証券業市場の競争構造変化に関する実証分析

(1) 市場構造分析から競争構造分析へ

伝統的な産業組織分析においては、寡占・独占的な市場構造が企業間の競争制限的な行動を誘発し、超過利潤を発生させて効率的な資源配分をもたらすという基本コンセプトに立ち、市場集中の度合を示す上位企業のシェアやハーフィンダール指数等の指標(市場構造)と利潤率(市場成果)との因果関係が重視されてきた。これに対し、80年代以降に台頭しつつある新しい産業組織理論は、仮に市場が上位企業による独占・寡占状態にあっても、参入の可能性さえ保証されれば資源配分の歪みは生じないというコンテストバリティ理論に代表されるように、外形的な市場構造の分析よりも市場の競争構造自体の分析を重視する方向に進みつつある。

第1章で指摘したように、わが国証券業市場の上位集中度は、90年代に入って従来以上に深化しつつあり、80年代半ば以降の証券業市場への規制緩和や外資系・銀行系証券会社の新規参入は、市場構造には大きな影響を与えられなかったとの結論が得られる。しかし、同様に高い上位集中度を持ちながらも、規制緩和・新規参入前後の証券業市場において、コンテストバリティ理論が示唆するような競争構造の変化が発生している可能性もあり、もしそうだとすれば、こうした規制緩和措置は市場の効率性を向上させる方向に働いていることになる。いずれにせよ、規制緩和・競争原理導入措置の実効性を把握するためには、導入前後でわが国証券業市場に競争構造の変化が生じたか否かを、客観的なデータに基づき定量的に検証する必要があるだろう。

市場の競争構造を定量的に分析する確立された方法論は未だ存在しない。本章ではPanzar & Rosse[1982, 1987]が最初に提唱したH統計量をわが国証券業者の実際の財務データから算出し、その統計的有意性に基づいて市場の競争構造を判断するアプローチを採用する。H統計量による競争構造分析を金融サービス業に適

用した先行研究としては、Shaffer [1981, 1982]（アメリカの銀行を対象）、Nathan & Neave [1989]（カナダの金融サービス業を対象）、Molyneux, et al [1996]（わが国銀行業を対象）等があるが、証券業への応用は筆者の知る限り、内外を問わず本稿が最初のものである。

（２） Panzar & Rosse のH統計量について

Panzar & Rosse のH統計量について、これをカナダ金融サービス業に適用した Nathan & Neave [1989] のケースを基に説明しておこう。 まず、Nathan & Neave [1989] は、銀行の誘導系収入関数を以下のよう

$$\ln(\text{TRLL}) = \alpha_0 + \alpha_1 \cdot \ln(\text{PL}) + \alpha_2 \cdot \ln(\text{PKB}) + \alpha_3 \cdot \ln(\text{PF}) + \alpha_4 \cdot \ln(\text{AST}) + \alpha_5 \cdot \ln(\text{BR}) + \varepsilon \cdots \cdots (1)$$

ただし、TRLL は銀行の貸出損失控除後総収入、PL は労働の単位当たり価格、PKB は資本財の単位当たり価格、PF は資金の単位当たり価格であり、これらが投入価格変数である。また AST は総資産、BR は当該銀行の支店数の全銀行中シェアであり、これらは銀行の総収入に影響を与える環境変数として加えられている。また \ln は自然対数を表し、 ε は誤差攪乱項である。ここでH統計量は、投入価格に対する総収入の弾力性の和で定義される。すなわち、

$$H = \alpha_1 + \alpha_2 + \alpha_3 \cdots \cdots (2)$$

である。

Panzar & Rosse [1982] は、このH統計量を用いて市場の競争構造を定量的に把握できることを以下のよう

まず、市場が1社によって独占されている（あるいは寡占企業が完全な結託関係にある）ケースを考えよう。このとき、投入要素価格の上昇は限界費用を上昇させ、均衡における生産量と収入の双方を減少させる。したがって、このとき $H < 0$ である。

一方、市場が長期的競争均衡状態にある場合はどうであろうか。やはり、投入価格の上昇は限界費用と平均費用の双方を上昇させるが、価格メカニズムが働いて長期的には、価格上昇とそれに伴う収入の増加を費用の増加とちょうど一致させるような水準に需要が調整される。したがって、このとき $H = 1$ である。なお、完全競争状態以外にも、企業が限界費用または平均費用と一致するような価格設定を強いられる完全にコンテストブルな自然独占状態、あるいは企業が黒字制約の下で売上高最大化戦略をとっているケースにおいても、長期均衡の下では $H = 1$ の関係が成立することがわかっている。

また、 $0 < H < 1$ の関係は、企業がその製品販売に関しいくばくかの独占力を発揮し得る状態にはあるが、長期的に見れば競争圧力から完全に絶縁されてもいないことを示しており、このとき市場は独占的競争状態にあると判断できる。

ところで、以上のH統計量による競争構造分析は、対象となる市場が長期均衡状態にあることを前提としている。実はH統計量の算出定義を変更することにより、市場が長期均衡状態にあるか否かについてもH統計量を

用いて検定することが可能である。市場が長期均衡状態にある場合、価格は独占価格、限界費用または平均費用のいずれかに一致するように決定され、どのケースにおいても、企業の利潤は投入要素価格の変化によって変化しないことがわかっている。一方、市場が均衡状態になれば、投入価格の一時的な上昇（下落）は、一時的な利潤の減少（増加）をもたらすことになる。したがって、(1)式の左辺（被説明変数）を企業の利潤率を示す指標（ROE、ROA 等）に変更すれば、H統計量は、長期均衡状態においては $H=0$ 、不均衡状態であれば $H<0$ の関係を示すと考えられるのである。

（図表 4）は以上の関係をまとめたものである。

（3）モデル化と使用するデータについて

本稿では、わが国証券業の収入関数を以下のように定式化する。

$$\ln(\text{TR}) = \alpha_0 + \alpha_1 \cdot \ln(\text{PL}) + \alpha_2 \cdot \ln(\text{PK}) + \alpha_3 \cdot \ln(\text{PF}) + \alpha_4 \cdot \ln(\text{BR}) + \alpha_5 \cdot \text{BROKER} + \alpha_6 \cdot \text{SELLING} + \alpha_7 \cdot \text{DEALER} + \alpha_8 \cdot \ln(\text{PRICE}) + \varepsilon \cdots \cdots (3)$$

ここで、各変数のノーテーションは以下の通りである。

TR：総収入（営業収益＝受入手数料＋金融収益＋売買損益＋その他営業収益）

PL：労働の単位当たりコスト（人件費＋役員賞与）÷期中平均従業員数）

PK：資本財の単位当たりコスト（減価償却費＋不動産関連費＋事務委託費）÷期中平均営業店舗数）

PF：資金の単位当たりコスト（金融費用÷期中平均負債総額）

BR：期中平均営業店舗数（規模の代理変数）

BROKER：委託売買比率（委託売買手数料÷営業収益）

SELLING：募集・売出比率（募集・売出手数料比率÷営業収益）

DEALER：自己売買比率（自己売買益÷営業収益）

PRICE：売買単価（売買代金÷売買株数）

ここで、PL、PK、PF が投入価格であり、BR 以下が総収入に影響を与えると考えられる環境変数である。規模の代理変数として営業店舗数をとったのは、わが国証券業の場合、営業店舗設置に際し賃貸を利用する場合が多いため、貸借対照表上の有形固定資産等では営業規模を正しく代理できないと考えたためである。BROKER、SELLING、DEALER の 3 つは証券業者の特性を示す代理変数である。なお、引受手数料比率を除いたのは、これを加えると 4 変数の合計がほぼ 1 となり、定数項との間で多重共線性の問題が発生するためである。また PRICE を加えたのは、株式市況の好不調が収入に与える影響を代理させる目的からである（注 5）。

一方、長期均衡状態をテストするためには(3)式の TR を ROA に置き換えて、同様の計測を行う。ここで ROA は税引後利益を期中平均総資産で除した総資産純利益率である。

本稿で使用するデータは、日経 NEEDS-COMPANY の証券会社財務データベースからダウンロードしたものである。同データベースからは 83 年 9 月期以降のデータが得られるが、一部のデータについて期中平均値を算出する必要があるため、回帰分析は 84 年 9 月期以降を対象に行われる。また、89 年 3 月期は決算期変更に

よる6カ月の変則決算であるため、フロー・データに関しては一律に2倍して年率換算した。なお、同データベースに所収されている業者数に年度による増減があり、また一部データが欠落しているため、年度によって対象サンプル数が微妙に異なっている点を予めお断りしておく。

なお、同データベースに所収されている国内証券業者は、大手4社、準大手20社、その他総合証券会社および中堅証券会社を含む50社前後であり、外国証券会社・銀行子会社証券会社等は含まれていない。したがって後2者の参入の影響は、国内勢間の競争構造変化の形で間接的に測られることになる（注6）。

計測はOLSにより行ったが、誤差項の分散不均一性が予想されたため、White [1980] の方法によって標準誤差を修正し、それに基づいて推定パラメータおよびH統計量の有意性の検定を行っている。

（4）計測結果

まず、競争構造テストの結果は（図表5）にまとめられている。一部の年度に関して説明変数間の多重共線性が疑われ、推定パラメータの符号が不安定となるケースも見受けられるが、全体的な計測結果は概ね良好であるように思われる。

まず、投入価格変数のうち資本財コストの推計パラメータは全て有意に正の値を示している。また労働コストも概ね正の値を示し、うち84年、91年、94年は有意であり、85年、93年、96年に関する有意水準は10%にごく近い。一方、資金コストは有意となるケースは少ないものの概ね負の値を示している。

環境変数では、規模の代理変数である支店数の推定パラメータが安定的に有意に正の値をとっている。証券会社の特性を示す業務比率3変数は概ね有意に負の値をとっているが、このうち自己売買比率は91年以降有意性があいまいなケースが目立つようになる。また、株式市況の代理変数である売買単価の推計パラメータは、有意となるケースこそ少ないものの、91年を境に符号が逆転している点が目立つ。あるいは90年代に入って株式市況が長期的に低迷する過程で、従来みられたような株式市況と証券会社収益の正の相関が、次第にあいまいになりつつあるのかもしれない。

計測結果から算出されたH統計量は92年まで0～1間にあったが、93年以降は95年を除き1を上回っている。H=0の帰無仮説はWald検定により全ての年について10%以下の有意水準で棄却される。一方、H=1の帰無仮説は93年と96年について10%以下の有意水準で採択され、94年についても有意水準は10%にごく近い。以上の推計結果をそのまま受け取れば、わが国証券業市場は92年を境に、それまでの独占的競争状態から（外形的な寡占度の高まりとは裏腹に）コンテストナブルな競争構造を持つ市場に移行したことになる。

一方、（図表6）は、被説明変数をROAに置き換えた推計結果を示している。ここで注意しなければならないのは、92年以降、株式市況の長期低迷に伴って対象証券業者のうち税引後利益が赤字となる業者が急増し、92年、93年、95年については推計が不可能となっている点である。辛うじてサンプル数を確保できた94年と96年の計測結果に関しても、91年までと比較してサンプル数が半分近くに減少しており、サンプルの同質性にも問題が生じているため、それまでの結果と横並びで比較することはできない。

91年までの推計結果に関しても、先の競争環境テストと比較して良好な結果は得られていない。投入要素価格変数のうち労働コストの推計パラメータは概ね有意に負の値を示している。資本財コストのパラメータは

85 年から 87 年にかけて有意に正の値をとっているが、88 年以降は有意ではないものの符号が負に変わる。資金コストのパラメータは 88 年まで有意に 0 から離れていないが、89 年以降は有意に負の値をとる。環境変数のうち規模を示す支店数と株式市況を示す売買単価の推定パラメータは概ね有意に正の値をとっているが、証券業者の特性を示す比率 3 変数の符号はまちまちで、有意となるケースも少ない。また 94 年と 96 年の推計結果に関しては、ほとんどの説明変数の推計パラメータが有意ではなく、それまでの推計結果と比較しても説明力が大きく低下していることがわかる。

推計式の説明力がかなり低いケースが多いこともあり、H 統計量による長期均衡状態のテスト結果はかなりの幅を持って解釈する必要があることを念頭に置いて、H 統計量の時系列的な変化を確認しておこう。H 統計量は 86 年と 96 年を除いて全て負の値をとっているが、有意に 0 から離れている（長期均衡状態が成立していない）のは 84 年および 88 年から 91 年にかけてである。これらの期間は競争状態テストで証券業市場が独占的競争状態にあるとの結果が得られていた時期と一致する。とりわけ 88 年から 91 年の 4 年間は概ねバブル経済の最盛期でもあり、証券業者が軒並み高水準の利潤をあげていたことを考慮すると、以上の結果はこの時期に証券業者が平均費用を大きく上回る水準で証券サービスの販売を行い、超過利潤を得ていたことを示唆していよう。この結果、証券業市場のサステナビリティが崩れ、正の利潤を求めて新規参入が起り得る状況への競争構造変化が喚起されたとみられる。しかもこの期間は、銀行系証券会社や外国証券会社の新規参入が急増し、わが国証券業市場に対し外部からの競争圧力が従来以上に強まった時期でもある。90 年代に入って証券業市場がそれまでの独占的競争状態から、証券サービスの販売に関し独占力を行使できないという点で証券業者にとってより厳しい競争環境である、コンテストナブルな競争構造へ移行したという本章の推計結果は、こうした証券業を巡る環境変化と整合的であるといえよう。

（5）小 括

本章では、Panzar & Rosse [1982] の提示した H 統計量によって、80 年代から 90 年代にかけてのわが国証券業市場の競争構造と均衡状態の変化を、現実の証券業者財務データを使用して定量的に判断する試みを行った。その結果、バブル形成～崩壊期までのわが国証券業市場は独占的競争状態にあったが、バブル最盛期には市場の均衡状態が崩れ、超過利潤を求めて外部からの参入が発生しやすい状態に変化し、バブル崩壊後はコンテストナブルな競争構造を持つ市場に移行していることを示唆する推計結果が得られた。

既に指摘したように、以上の推論は必ずしも良好といえない推計結果に基づいており、ここからあまり強いインプリケーションを引き出すことには慎重でなければならない。しかし、バブル崩壊を境に証券業市場に競争構造の変化が生じたという推計結果自体は直観的に受け入れられやすいものであるし、バブル最盛期における超過利潤の発生、証券業市場に対する競争圧力の高まりという外部環境変化とも整合的に解釈可能ではある。

しかし、バブル形成以前からわが国証券業市場は大手・準大手証券による寡占状態にあったことは既に指摘した通りであるし、80 年代後半の時点では、証券業市場に対する外国系・銀行系証券会社の参入圧力が今後さらに強まるとの観測もほぼコンセンサスを得ていたはずである。このように、将来的な競争圧力の高まりが容易に予想される状態にありながら、これら大手・準大手証券はなぜ自らの市場支配力を利用した参入阻止戦略を講じなかったのだろうか。あるいは、講じられた参入阻止戦略が実効性を持ち得なかったのかもしれないが、だとすればその失敗の原因はどのような点にあったのであろうか。この点に関しては、バブル崩壊を境に証券業市場の独占的競争状態が崩れたという本章の観察結果が示唆的かもしれない。なぜならこのことは、証券サービスの販売において証券業者の持っていた独占力が低下したこと、言い換えれば、これまで証券業者が証券

サービスに付与してきた程度の機能分化・差別化に対して顧客がもはや魅力を感じなくなっていることを暗示しているからである。こうした顧客サイドの志向変化やそれを背景とした市場の競争構造変化に対して、わが国証券業者はどのような経営対応を取り、それはまたどのような結果をもたらしているのだろうか。

以上の新しい問題意識を踏まえ次章では、80年代から90年代にかけてのわが国証券業者の競争構造変化に対する経営対応という観点に注目して、分析を進めることとしたい。

3. 競争構造変化に対するわが国証券業者の経営対応の実証分析

(1) 支出選好行動分析の意義

本章では、バブル経済の崩壊に伴う証券業市場の競争構造変化に対して、わが国証券業者がどのような経営対応を講じたかを、証券業者の支出選好行動（*expense preference behavior*）の分析を通じて考察する。

支出選好行動分析とは、企業が経営に必要な諸費用を支出する際に、どのような要因・環境に影響されてそれを決定しているかを分析することによって、現実の経営行動のプロセスを明らかにしようとするアプローチである。経営行動分析においてこのアプローチを採用する意義は以下の3点に集約される。

まず、第1のメリットは、一般的なマイクロ経済学が想定するように、経営者が株主のエージェントとして企業の利潤を極大化するような行動をとっているか否かを定量的に判断できる点である。産業組織分析では、古くはWilliamson [1963]、近年ではRees [1974]らによって、経営者には自己の効用最大化を追求する傾向を持つことが指摘されている。すなわち、経営者にはより多くの従業員を雇用し、用品・備品に対しより多くの支出を行い、またより多くのリスクな投資を行おうという誘因が存在し、資本と経営の分離、モニタリング・コストの上昇、独占・寡占等による競争圧力の低下、等によって経営者と株主間の情報の非対称性が強まる状態の下では、そうした傾向はより強まると考えられている。したがって、これら要因と支出行動との関係を計測することにより、経営者がどの程度、株主の忠実なエージェントとして行動しているかを検証することができる。

第2に、企業の費用支出行動を費用項目別に分析することによって、市場環境の変化や将来像に対する経営者の認識を客観的に把握できる点である。例えば、比較的に削減しにくい項目である固定費項目が大幅に削減されていれば、経営者がその時点で将来の市場環境について厳しい観測を持っていたことが類推できる。また、項目別の凹凸およびその変化を観察することによって、経営者の経営資源配分の状況を推し量ることもできる。

第3に、例えば前章で観察されたように、市場の競争構造に明らかな変化がみられる場合、その前後の支出行動を別々に計測したり、あるいは支出関数の構造変化を調べることによって、構造変化に対する経営者の認識の強弱やその変化の方向性をある程度客観的に類推することができる点である。

(2) モデル化と使用するデータについて

支出選好行動に関する過去の実証研究の多くは、Edwards [1977]に代表されるように、とりわけ寡占や集中度と経営者のモラル・ハザード的支出選好行動との関係に注目して、費用項目を被説明変数、市場構造・競争構造の代理変数、規模や企業の特性を示す代理変数を説明変数とする回帰分析を行っている（注7）。本章

における実証分析の興味を中心は、前章で観察された競争構造変化の前後での支出選好行動の変化にあるので、まず支出選好行動を規模や特性の代理変数でモデル化し、そのフィットを確認したうえで、期間ダミーによって支出選好行動における構造変化の存在を検証するというアプローチを採用する。

基本的な推計モデルは以下の通りである。

$$\ln(\text{EXP}) = \alpha_0 + \alpha_1 \cdot \ln(\text{BR}) + \alpha_2 \cdot \ln(\text{PRICE}) + \alpha_3 \cdot \text{BROKER} + \alpha_4 \cdot \text{SELLING} + \alpha_5 \cdot \text{DEALER} + \alpha_6 \cdot \text{DUM4} + \varepsilon \cdots \cdots (4)$$

説明変数のうち BR から DEALER までは前章と共通であり、DUM4 は大手4社のみ1、他は0の値をとるダミー変数である。EXP は費用項目を示し、以下の6変数が採用される。

TEXP：総営業費

EQUIP：設備費（不動産費＋減価償却費＋事務委託費）

STAT：事務費（器具・備品費＋事務用品費）

PEXP：人件費（人件費＋役員賞与）

TRANS：交際費等（交際費＋旅費・交通費）

LAB：従業員数（期中平均値）

これらのうち、従業員数は費用項目ではないが、支出選好行動分析において費用項目と同様に被説明変数に加えられるケースが多いことをここでも踏襲したものである。また、設備費に事務委託費が加えられているのは、コンピュータ・システムを外注した場合、その経費が事務委託費として処理されるケースが多いためである。また、交際費に旅費・交通費を加えた交際費等は、いわゆるフリンジ・ベネフィットの代理変数として、経営者のモラル・ハザード的支出選好行動の有無を確認する目的で加えている。データは前章と同様に日経 NEEDS-COMPANY の証券業者財務データベースから入手した。金額表示の変数は GDP デフレータで実質化し、84年9月期～96年3月期までのパネル・データを作成して分析のデータベースとした（注8）。

なお、従業員数を除く各費用の時系列的な推移は（図表7）に示されている。

（3）計測結果とその解釈

（4）式をランダム・エフェクト推定した結果は（図表8）にまとめられている（注9）。なお、ここでの推計方法としては、誤差項の分散不均一性と1階の系列相関を前提とした GLS（一般化最小二乗法）を採用している。

総体的にみた推計結果は概ね良好である。まず、全ての費用項目にわたって支店数と4社ダミーの推計パラメータは有意に正の値をとっている。これは規模をコントロールしてもなお4社の費用支出額がその他を上回っていることを示している。また、株式市況の代理変数である売買単価も全て有意に正の値をとっており、株式市況の好調時には証券業者の支出も増えるという傾向が確認できる。ただし、被説明変数を従業員数とした場合、売買単価の推計パラメータはジャンプして小さくなり、有意水準も10%水準の微妙なものとなるので、株式市況と証券業の雇用吸収力との間の正の相関は通常考えられているよりもかなり小さいのかもしれない。

証券会社の特性を示す委託売買比率、募集・売出比率、自己売買比率の3変数は興味深い対照を示している。被説明変数を人件費とした場合、これら3変数の推計パラメータはいずれも有意に正の値を示しているが、設備費や事務費については有意に負の値をとるケースが多い。サンプル中でこれら3変数の比率が高い証券業者は比較的規模が小さい層に集中している点を考慮すると、営業拠点整備やシステム投資等の資本設備支出が比較的規模の大きい証券業者を中心に行われたという関係を検出しているように思われる。

(図表9)は、証券業者の支出選好行動に構造変化が生じていたか否かをアプリアリに与えられた情報を用いずに客観的に判断する試みとして、(4)式について時系列方向のフィクスト・エフェクト推定を行い、各年のフィクスト・エフェクトが全て同じという帰無仮説をF検定した結果を示している。帰無仮説が有意に(1%水準)棄却されれば、その年を境にパラメータのシフト(構造変化)が発生していると判断し、それ以降はその年を起点に検定を繰り返し行った。

従業員数を除く全ての被説明変数に対して、93年3月期に構造変化が生じている。総営業費、設備費、事務費に関してはバブル最盛期の88年9月期から90年3月期にかけて構造変化が生じているが、人件費、交際費にはこの期間に構造変化が検出されないの、総営業費における構造変化は設備費、事務費に生じた構造変化の影響を反映したものと思われる。交際費については、直近96年3月期にも構造変化が生じている。また、従業員数については95年3月期まで構造変化が検出されず、直近の96年3月期に唯一の構造変化が検出されている。

以上の結果を参考に、それぞれ88年9月期、93年3月期、96年3月期のみ1、他の期間は0の値をとる3種のダミー変数を(4)式に追加した推計を行った。推計結果は(図表10)にまとめられている。(図表8)と比較して、いくつかのパラメータで符号の逆転が生じているが、有意に符号が逆転するケースは1つもないので、規模・特性変数の推計パラメータの解釈を大きく変更する必要はないと判断できる。それゆえ、以下では3種の期間ダミーの推計パラメータの解釈に集中しよう。

まず、88年9月期ダミーは、この時期に構造変化が検出されなかった人件費、交際費、従業員数を含む全てのケースにおいて有意に正の値をとっており、バブル期の支出額膨張が株式市況をコントロールしてもなお過大なものであったことを示している。一方、93年3月期ダミーのうち有意なのは設備費、事務費、交際費の3種であるが、符号は前2者が正、最後者が負と割れている。すなわち、93年3月期に検出された構造変化は、交際費については減少方向のものであるが、設備費、事務費に関しては、大方の予想に反する増加方向のものであったことがわかる。また96年3月期ダミーの符号は全て負であるが、設備費のみは有意に0から離れていない。人件費と従業員数はここで初めて有意に負の値を示すようになり、経費削減の影響が雇用面にまで波及してきたことを示唆している。また交際費は推計値、t値とも相対的に大きく、冗費削減の傾向がさらに強まっていることを示唆している。

バブル崩壊以降、わが国証券業界が未曾有の苦境に陥っている原因としてはバブル期に野放図な支出額の膨張を許した経営の甘さが指摘されることが多く、それはまた明らかな事実でもあるが、経営者のフリンジ・ベネフィットを代理する交際費については他の項目に先駆けて、しかも大幅な削減が行われているので、証券業経営者が自己の効用最大化に向けたモラル・ハザード的支出選好行動に陥っていたわけでもなさそうである。

支出、とりわけ固定費の膨張は、営業店舗数の増加とシステム化投資(第3次オンライン化投資)を背景とする設備費の増加によるものであるが、バブル崩壊以降営業店舗数はかなりのテンポで減少しているので、近年

ではもっぱら後者の影響が大きいように思われる。システム化投資は新規投資を凍結してもメンテナンス費用が発生し、また減価償却もすぐには減少しないという点で下方硬直的な性格を持つことを考慮する必要はあるが、経費削減が雇用面にまで及んだ直近期においてなお、設備費に関しては統計的に有意な削減傾向が検出されないという本章の推計結果は、証券業経営者が現時点においてなお、システム化投資に対し優先的な資源配分を行っていることを示唆している。もっとも、システム化投資は省力化や事務の効率化を通じて他の固定費部分を代替する効果を持つので、実態以上にその膨張を過大評価されている可能性はある。こうした費用削減効果が十分に大きければ、システム化投資の維持・優先自体は非難されるべき経営判断とはいえないことになる。

ただし、第3次オンライン化投資計画が策定されたのはバブル最盛期の80年代後半においてであり、当時と現在では、前章で検出された競争構造の変化を始め、証券業を取り巻く環境は大きく変化している。こうした環境変化に対し、システム化投資への注力という同一の対応をとり続けている（ようにみえる）わが国証券業経営者の経営意思決定はどのような状況判断に基づくのだろうか。また、そもそもバブル最盛期において、こうした大規模なシステム化投資が企画・実行されたのはどのような経営判断に基づくものであり、また何を目的としたものであったのであろうか。これらの解明なくして、本章で見出された証券業経営者の支出選好行動は正しく把握できないように思われる。次章では、これらの新しい問題意識に対して、ここまでの考察結果によりマイクロ的な視点からの分析を付加することによって明らかにすることとしたい。

4. 証券業市場の競争構造変化と日本型証券業経営の変質

(1) 第3次オンライン・システム化投資の背景

そもそも、わが国証券業における第3次オンライン・システム化とは何を目的としていたのであろうか。二上[1992]によれば、その主目的は、(イ)顧客の総管理と、(ロ)営業店のシステム化の徹底（勘定系と情報系の統合により営業員の顧客対応を支援する）、(ハ)機関投資家からの大口注文の執行を支えるためのトレーディング・システムの構築、(ニ)グローバルな資金運用・調達業務の拡大をサポートする体制作り、の4点であった。このように多種多様な目的を有する点で、本支店事務の省力化を主目的とした第1次オンライン、国債大量発行に対応したボンド・トレーディング・システム構築を主目的とした第2次オンライン化とは明らかに性格を異にしており、当初から費用対節約効果があいまいであるとの指摘もあったようである（注10）。

また、第3次オンライン化投資は現実化の過程で次第に(イ)、(ロ)よりも(ハ)、(ニ)の性格を強く帯びたものに、言い換えればリテールよりも機関投資家・事業法人顧客を強く意識したものに変質していく。これは、直接には機関化の進行や財テク・ブーム等によって法人投資家の証券取引量が急増し、それへの対応が急務となったこと、および、株高を利用したエクイティ・ファイナンスが盛行するなかで、より規制の少ない海外市場での証券発行が日常的となったこと、の2点によるものであるが、(イ)、(ロ)の目的が所期の成果をあげられなかったことの裏返しでもあった。この点に関して二上[1994]は、リテール営業の基本は相も変わらぬノルマ営業、推奨販売であって、顧客アドバイス向けの情報系システム((ロ))は「宝の持ち腐れ」だったこと、また、こうした営業体制にあっては、顧客ニーズを汲み上げるための総管理システム((イ))も好ましい成果を発揮し得るはずがなかったこと、の2点を強調している。

こうして第3次オンライン化は、実際には機関投資家・法人顧客との長期的な証券取引関係の維持・強化のためのシステム投資に変質していく。それはまた当時の証券業者が盛んに標榜した「総合金融会社への脱皮」の

実態に他ならなかったといえよう。

(2) 戦略的参入阻止行動としてのシステム化投資

もっとも、80年代後半の時点における機関化・国際化・自由化の進行を考慮すれば、証券業者が法人顧客との取引関係強化という経営方針を選択することは、少なくともその時点ではきわめて合理的なものと思われた。まず、前2者によって証券市場における主なプレイヤーが個人投資家から法人顧客にシフトすることが予想されたので、証券業者にとってもその主要業務を個人対象の委託売買業務から資金調達と運用に関わるサービスを同時提供するフルライン・サービスを提供する方向へ移行させる必要が生じていた。ところが、わが国においては60年代以降、企業が特定の証券会社と「主幹事関係」を結び、各種の証券取引に関して優先的な地位を与える慣行が始まっており、この時点では既に法人向け各種証券業務市場では大手・準大手証券業者による安定的な寡占体制が構築され、主幹事証券は「法人総合取引の独占」による利益を享受していた（注11）。また、ほぼ時期を同じくして、外資系証券会社の進出や、銀行・その他金融機関等の財政支援を背景とした中堅証券業者の総合証券化という、証券不況以降ほとんどみられなかった証券業市場への新規参入という現象がみられるようになり、これら新規参入勢のほとんどが法人向け業務に特化・注力する意向をのぞかせていたこともあって、法人向け業務市場における競争が将来的に激化することは容易に予想される状態にあった。こうした事情を背景に、第3次オンライン化は「法人顧客の囲い込み」的な性格を強く帯びたものとなっていたと考えられる。

こうした既存証券業者の第3次オンライン化投資は、先発業者の戦略的参入阻止行動として理解することができる。すなわち、第3次オンライン化投資を法人業務獲得のカギとなる幹事ポストを巡る競争に不可欠な投資と考えれば、これを予め費用にサンクすることにより、新規参入勢を費用面で不利な立場に置くことができ、参入阻止→寡占による超過利潤の維持という成果が期待できる。証券業者が、当時においてさえ費用対効果があいまいだという指摘があった第3次オンライン投資に踏み切り、しかもその規模が巨額に膨らんだのは、そこに外部からの新規参入阻止という戦略的な狙いが込められていたからである。

第2章で観察されたように、80年代後半のわが国証券業市場は独占的競争状態、すなわち証券サービスの販売において証券業者が、提供する証券サービスの機能分化・差別化によって、ある程度の独占力を行使できる状態にあった。第3次オンライン化によるサービスの質の向上や幹事関係自体に関しても、それらに対し法人顧客が高い評価を与えるのであれば機能分化・差別化の範疇に含めて考えることができるので、当時の証券業市場が独占的競争状態にあったという第3章の観察結果はここまでの推論と整合的である。また、幹事関係の締結やオンライン化による付加サービスが法人顧客に高く評価されるという関係が成立していたからこそ、第3次オンライン化投資は新規参入勢に対し戦略的参入阻止行動として作用することが期待できたとも考えられよう（注12）。

(3) 独占的競争からコンテストナブルな競争状態への移行の背景

ところが第2章の観察結果によれば、現実の証券業市場は90年代に入りそれまでの独占的競争状態が崩れ、コンテストナブルな競争構造に移行している。これは、顧客が証券業者の提供するサービスに対し、独占力を発揮しうるだけの差別化・機能分化の存在を認めなくなったことを意味している。言い換えれば、顧客がどの業者の提供する証券サービスも同質だと感じるようになったからこそ、証券業者は潜在的な競争相手との間で価格競争に陥っていると考えられる。

それでは、なぜ顧客（ここでは法人顧客を想定する）は従来、高い評価を与えていた幹事関係やシステム化投資を評価しなくなったのだろうか。基本的には、バブル経済の崩壊～証券不祥事の露見という 90 年代初頭の証券市場の環境変化の過程で、法人顧客の変質が進んだからである。

以下、具体的に検討していこう。

まず、バブル経済の崩壊に伴って、法人顧客のうち金融法人の機関投資家志向がより強まりをみせるようになった。従来、信託銀行や生保等の証券投資行動には、委託者の利益極大化よりも自らの営業上の利益を優先する傾向がみられ、またここに証券業者と長期取引関係を持つ誘因が存在した。また、運用資金も特金・ファントラに代表される事業法人の余資が中心であって投機的な短期売買が盛行していたから、大口注文への迅速な対応力を発揮するシステム化投資への評価も高かったのである。しかし、運用資金の大宗が企業年金等の保守的な資金に代わり、しかも全体的な運用成績の低下傾向の下で運用成績へのチェックが厳しくなると、これら金融法人も顧客の利益極大化という機関投資家の側面を強く打ち出さざるを得なくなり、幹事関係に代表される長期取引関係を重視した証券取引の発注は困難になっていった。また、保守的な運用が支配的となる過程で急増したシステム運用は、単一銘柄の大口注文を減少させ、システム化投資やその延長線上にあった証券業者のリテール販売力への評価を減じさせる方向に働いた。

一方、バブル期には財テクの名の下で金融法人を上回る活発な証券取引を行っていた事業法人も、バブル崩壊によって資金原資となるエクイティ・ファイナンスが困難となったのに伴い、財テクからの撤退とデット・ファイナンスへの回帰志向を強めた。前者はシステム化投資への評価を削ぎ、後者は証券業者の継続的な株価形成力を評価する余地を狭めたので、ここでも証券業者が期待した「囲い込み」の効果は低下していったと考えられる。

マイクロ経済理論にしたがえば、先発業者のコミットメント（サunk・コストの支出）が参入阻止機能を発揮するためには、その支出が「実際に競争を行う時に必要なコスト」でなければならない。80 年代後半の証券業者が大規模なシステム化投資に踏み切ったのは、それが法人顧客の囲い込みに不可欠な投資であり、ゆえに戦略的参入阻止行動として機能すると考えたからだ、実際には 90 年代以降、金融法人は本来の機関投資家志向を、事業法人は財テクからの撤退と保守的な資金調達行動への傾斜を強める過程で、これら法人顧客が証券業者に求めるサービス内容が 180 度とっていいほど変化し、提供するサービスとの間で乖離が生じてしまったように思われる。ここに、外国証券会社や銀行系証券会社等の新規参入勢がサunk・コストの壁によって参入を断念させられることなく、潜在的な競争圧力として作用し、コンテストブルな競争状況を作り出す余地が拡大したと考えられる（注 13）。

（4）小 括

本章では、第 2 章および第 3 章の実証分析結果に基づいて、まず、第 3 次オンライン化投資が戦略的参入阻止行動の性格を強く帯びたものであり、それゆえに費用対効果が曖昧なまま、巨額の投資費用支出が看過されたとの仮説を提示し、現実の証券業市場を巡る構造変化からその仮説の妥当性を検証した。

誤解のないように付け加えるが、本章は証券業者のシステム化投資の是非を論じることを目的とするものではなく、ましてや 90 年代後半という現在の視点に立って 80 年代後半の第 3 次オンライン化投資の誤謬を指摘

する意図は全くない。ただし前者について若干言及すれば、機関投資家のパッシブ運用志向が強まるなかで、バスケット売買の迅速な執行や、大口売買に対応するポジション・リスクのヘッジ能力に代表される、いわゆる IT(インベストメント・テクノロジー) 能力の強化が機関投資家向け営業できわめて重要になっているし、先物・オプションに代表されるデリバティブ取引の拡大もまたそれなりのシステム武装を不可避なものとしている。また、リテール分野においても、ビッグバンの進行に伴う取扱商品の拡大やラップ口座の導入等の現象が、顧客の資産内容や投資ニーズの迅速な把握なしにリテール営業を効率的に運営することを不可能とするだろうから、将来的にみた証券業が現時点以上に装置産業の性格を強めることはほぼ確実と考えられる。バブル崩壊以降もシステム化投資については統計的に有意な減少傾向がみられないという第3章の観察結果は、こうした見方と整合的である。

むしろ本章で強調したいのは、排他的な幹事関係を基盤とした「法人総合取引関係」により超過利潤を獲得するという「日本型証券業経営」は、コンテストナブルな競争状態、すなわち常に潜在的な競争圧力にさらされている市場では成立し難いという点である。新規参入勢の「ヒット&ラン」戦略によって法人向け業務における超過利潤が希薄化すれば、法人業務獲得のために被るリテール部門の損失をカバーできなくなるからである（注 14）。言い換えれば、「日本型証券業経営」とは競争制限的な政策の下で、法人向け業務において寡占による超過利潤が獲得できることを前提としたシステムであったということができよう。

6. 総括(日本版ビッグバンへの政策提言)

(1) ビッグバンは競争激化の「第2幕」

本稿は、日本版ビッグバンに競争原理導入と金融機関の国際競争力強化という2つの相反しかねない目標があるとの認識から出発し、その行方を展望するうえで国内証券業市場の競争状態を検討する必要がある、との問題意識に立って、まず国内証券業市場の競争状態を定量的に分析した。その結果、国内証券業市場は、80年代までの独占的競争状態が90年代に入ってコンテストナブルな競争状態に移行していることが明らかとなった。

従来、日本版ビッグバンとわが国証券業との関わりについて書かれたものの大半は、わが国証券業市場が競争原理の働かない非効率的な市場であるとの認識を前提に、ビッグバンによってわが国証券業市場に一举に競争圧力が導入され、証券業者は厳しい淘汰の波にさらされるという「黒船来襲シナリオ」を採用しているように思われる。しかし、現在のわが国証券業市場は、超過利潤を獲得できないという意味で既に十分競争的な状態に移行しているので、日本版ビッグバンを「黒船」と呼ぶ表現はいささか正確さを欠いている。わが国証券業市場は既に競争激化の「第2幕」を迎えようとしているのである。

(2) 証券業市場の競争激化はなぜもたらされたか？

バブル崩壊をはさんで、わが国証券業市場がコンテストナブルな競争状態に移行した背景に関してはここまで断片的な形で述べてきたが、ここで改めて整理すれば以下の5点に集約できよう。

- (イ) 法人顧客の変質と戦略的参入阻止行動の蹉跌
- (ロ) 証券不祥事によるリテール部門の「自主営業」戦略への転換
- (ハ) 銀行系証券会社、外国系証券会社等の新規参入
- (ニ) 証券業市場への参入コストの低下

（ホ）証券業務における諸自由化の進行

（イ）および（ロ）によって、日本型証券経営、具体的にはリテール部門の犠牲の上に構築された排他的な幹事関係が流動化し始め、同時に既存業者による新規参入阻止戦略も実効性を失ったため、証券業市場への新規参入余地が大幅に拡大した。ここで（ハ）によって、その担い手が確保され、それら新規参入勢は、（ホ）を背景に独自の差別化されたサービスを提供することによる顧客開拓が可能となった。さらに、（ニ）証券業務進出のための参入コストについては、システム化投資面では既存業者による業務システム外販の増加やアウトソーシングを容易化した技術進歩、人的資源面では長引く不況による証券労働人口の流動化や雇用コストの低下、制度面では取引所会員権の部分開放やこれまた長引く不況ゆえの会員権価格の低下、といった諸現象がみられ、これらはいずれも新規参入勢の証券業市場への参入コストを引き下げ、「ヒット＆ラン」参入戦略を可能とする方向に働いたと考えられる。

（イ）～（ホ）は独立した事象ではなく、相互に密接不可分な関係を有してはいるが、コンテストナブルな市場の実現という観点から最も重要視されるべきは新規参入の可能性を保証すること、すなわち（ハ）であろう。新規参入勢としては外国系証券業者の活動が注目されることが多いが、むしろ証券業市場への潜在的競争圧力という観点からは、80年代後半に総合証券化を果たした銀行系証券業者および、90年代に入って設立が認可された銀行子会社証券業者のプレゼンスに注目したい。多くの外国証券業者がホールセール向け委託売買業務に注力しているのに対し、これら金融機関系証券業者は、後者には業務制限が課せられていることもあって、もっぱら法人向け引受業務に注力した営業活動を行っており、既存業者の法人総合取引と真っ向から競合する関係にあると考えられるからである。言い換えれば、金融機関系証券業者の法人向け業務への進出が既存業者による法人総合取引における超過利潤という果実の享受を困難とし、証券業市場における資源配分を効率化するという好ましい結果がもたらされたことになる。

80年代以降進められたわが国証券業市場への新規参入拡大はきわめて限定的かつ不十分なものであり、ほとんど目立った成果をもたらしていない、というのが支配的な論調ではなかろうか。こうした論者は、おそらく各種業務における既存業者のシェアに大きな変動がみられない（むしろ大手業者のシェアは近年上昇傾向にあり、外形的には寡占の高度化を示している）ことに注目しているのであろう。しかし、ここ10年余りの新規参入の拡大は（仮にそれらが現実の証券業市場におけるシェアを変動させるほどのプレゼンスを発揮できなかったとしても、証券業市場に対する潜在的な競争圧力を確実に高めたことにより）、わが国証券業市場をより競争的な状態に変質させ、かつ寡占の弊害を除去することにも成功しているように思われる。この点は、日本版ビッグバンの行方を展望するうえで見過ごせない論点となり得よう。

（3）日本版ビッグバンへの提言（イ）

……新規参入・退出保証の徹底

競争力強化を目的とした既存業者の合併・連合によって競争単位が減少し、外形的な寡占状態が高度化しても、市場のコンテストビリティが維持されていれば資源配分上の問題は生じない。この関係は、競争単位の減少が外部からの参入者による既存業者の資本参加・支配、すなわち「寡占が寡占によって置き換えられる」ことによってもたらされたケースにおいても同様に成立する。したがって、第1章で提示された「競争原理の導入と国際競争力強化の併存」を可能とする条件とは、わが国証券業市場が現在のコンテストナブルな競争状態を今後も維持できるような施策に他ならない。

前節で検討したように、証券業務への経済的にみた参入コストは従来と比較して大幅に低下していると考えられ、この面から参入可能性を大きく阻害するような要因は見当たらない。むしろ、コンテストタビリティを阻害する可能性があるのは、制度的な障害、具体的には「激変緩和措置」や「一般投資家保護」の美名の下に講じられる業態別の参入規制、最低資本金規制、業務内容制限、退出の自由制限、等である。

証取審最終報告は証券業の免許制から登録制への移行を原則とすると明言し、証券業市場への参入の自由度を極力高めることを提言しているが、店頭デリバティブ業務や引受業務など、業務の専門性やより高度なリスク管理が求められる特定の業務については、業者の質を確保する観点から許可制を維持する意向を示している。また、銀行からの参入についても、子会社方式・持ち株会社方式を問わず今世紀中は業務制限が残されるなど、参入自由の保証という観点からは理解し難い内容も含まれている。

リスクの大きい業務分野への参入に対し資金力等に関する基準を設けること自体は首肯し得るものではあるが、それが事実上の参入規制として作用したり、あるいは行政が自らの許可権のステイタス向上を強く意図し過ぎたために証券業市場からの退出の自由を制約して、結果的に市場のコンテストタビリティを失わせてしまっただけでは本末転倒である。

証券業市場をコンテストタブルな市場として機能させ続けるためには、証券業への参入・退出の自由が全てに優先されて保証されなければならない。仮に一部業務に関して許可制を残すにしても、適格性の基準が開示され、それを充足した場合は例外なく開業が許可されるような明示的なスキームが構築されなければならない。また、銀行の証券業務参入に関しても参入自体は他の業態と差別せずに自由化し、ファイアーウォールの徹底や公正取引の確保という観点から個別に規制していくというのが望ましい方向性であろう（注 15）。

（４）日本版ビッグバンへの提言（ロ）

……リテール分野の同時自由化

証取審最終報告においては、委託手数料の自由化は 99 年末には完全実施されることをうたいつつも、その前段階として 98 年 4 月からの自由化は売買代金 5,000 万円超の部分に限定するとされている。個人を中心とする大方のリテール顧客は、手数料自由化の恩典を 99 年末まで享受できないことになる。

こうした措置が盛られた理由として、しばしば経営規模の小さい証券業者の経営への配慮が指摘される。しかし、一足先に自由化を果たした店頭株式のケースをみると、中堅以下の業者間で 5 割を超す大幅な料率の低下がみられる一方、大手・準大手のほとんどは料率を据え置いているから、こうした主張は説得的なものではない。むしろ、比較的経営規模の大きい業者において、先行する大口売買の自由化によって希薄化した法人部門からの収益をリテール部門からの収益で補完するという部門間補助の関係が成立していることが疑われる。

委託手数料が自由化されると、大口注文における料率が大幅に低下することはあたかも自明のこのように理解されているが、注文規模の増加に伴って執行リスクも急激に高まることを考慮すれば、市場に供給されている流動性の状況によっては、逆に上昇するケースもあってよいはずである。ところが、部分的に固定料率が残され、ここで小口注文に不利な料率が設定されていると、本来、法人顧客が負担すべきこうした執行リスクまでが料率格差を通じてリテール顧客に移転されてしまうという深刻な問題が生じる（注 16）。

こうした弊害を防止するためには、リテール部門の小口売買においては料率を限界費用と一致させるような価

格規制を行うことも考えられ、事実、証取審の論議の過程ではそうした主張もみられたようである。しかし、現実に各業者に限界費用を算出させ、それに基づいて料率を決定することはきわめて困難であるし、仮にそれが実現したとしても、一律的な規制は経営努力へのインセンティブを失わせ、将来的な経営効率の改善を阻害するだろう。

もう1つのより現実的な対応策は、リテール部門についても同時に全面的な手数料自由化を行ったうえで、リテール部門におけるコンテストタビリティをより高めるような措置を講じ、部門間補助の前提となっているリテール部門における超過利潤の獲得を不可能にすることである。

もっとも、リテール部門への参入には営業店舗の新設や営業人員の確保、あるいは顧客管理システムの構築等、相当の初期コストが予想されるので、ホールセール部門と比較してコンテストタビリティを高めるうえで障害が多いのも事実である。この点を解消するためには、いわゆる証券リテール業務との間で「範囲の経済性」を発揮できる業態からの参入が有効であると考えられる。具体的なその担い手として期待されるのは、全国的な店舗・情報システム網を既に構築している商流・物流業、資金運用業務経験者を有する銀行等の金融機関であろう。また、電話・パソコン通信あるいはインターネット等を利用した無店舗業者や、一切の付随サービス提供を排することによって参入コストを削減し得るディスカウント・ブローカーの参入も、同様の観点からは大いに歓迎すべき現象である。

(5) 日本版ビッグバンへの提言 (ハ)

……予定調和的な「公正競争」よりも「競争原理の徹底」を

逆説的な表現であるが、コンテストタブルな競争状態にある市場においては理論的には新規参入が成立し得ない。先発業者が利潤0で生産を行っているので、先発業者と同一の費用関数を持つ後発業者が、先発業者と同一の生産物市場へコスト0で新規参入しても、やはり0利潤しか獲得できず、参入へのインセンティブが消滅するからである。

ビッグバンによって証券業市場に一斉に競争圧力が導入される結果、参入ブームが発生して過剰参入状態に陥り、際限ない手数料引き下げ等のサバイバル競争の結果、ほどなくして大多数の業者が撤退を余儀なくされる、という一般的な日本版ビッグバンに対する見通しは、第2章で指摘したようなバブル崩壊を挟んだわが国証券業市場のコンテストタブルな競争状態を持つ市場への移行という現象を見落としているように思われる(注17)。

わが国証券業市場が既にコンテストタブルな競争状態にあるという本稿の分析結果にしたがうならば、証券業市場への新規参入を「現実化」するためには、全ての企業が(イ)同一生産物、(ロ)同一費用関数、を持つというコンテストタビリティ理論の前提の枠外で参入を行うしかない。具体的には、(イ)については独自商品や新しいサービスの提供による独占力の獲得が、(ロ)については、とりわけ「範囲の経済性」を持つ業態からの新規参入が、それぞれ参入を現実化する要件となろう。

最近、ビッグバンを契機に証券業への新規参入の意向を表明する企業がいくつか現れているが、具体的な業務内容をみると、未公開株式の売買仲介であったり、投信のリテール向け無店舗販売であったりで、既存業者の業務内容と直接競合することを極力回避する傾向が目立っており、これは(イ)と整合的な現象でもある。したがって、一般的な証券業務において潜在的参入圧力を背景に市場のコンテストタビリティを維持するには、(ロ)をどれだけ徹底し、潜在的新規参入勢力を温存できるか、にかかっている。「公正な競争の確保」の美

名の下に、一部業態からの新規参入を事前に制限するような措置が講じられた場合、高度に寡占化されたわが国証券業市場においてはコンテストビリティ成立の前提が崩れ、再び非効率的な資源配分状態が復活する危険性を常にはらんでいることに留意しなければならない。

注

1. () 内は筆者が追加した。
2. もちろん、以上は 1970 年代におけるアメリカ証券業の構造変化を示すデータであり、80 年代に入ると、ブローカー業務等の伝統的証券業務における収益性の低下→よりリスクなマーチャントバンク業務への傾斜→資本力の強化を目的とした異業種を含む大規模な合併、吸収の進行、という新しい展開がみられるようになる。こうした 80 年代以降のアメリカ証券業の業界再編成に関しては、佐賀 [1991] 第 6 章に詳しい。
3. 淵田 [1997] は取引所改革なしのビッグバンはあり得ないとし、日本版ビッグバン論議において取引所改革の議論が前面に出ていない点を、改革における競争原理の重要性についての認識がない証拠として批判しているが、わが国において証券市場改革の順序関係が諸外国と逆転している点を見逃しているように思われる。逆に取引所改革を不可避とするような証券業市場における競争原理の盛り上がりが存在しない状況の下では、淵田の主張する取引所改革→業務・商品内容の自由化→委託手数料自由化・参入制限の撤廃、という改革のオーダーも説得的なものではなくなる。米澤 [1997] が指摘するように、証券業市場への競争原理導入に対する時間的猶予は、**first mover advantage** を作り出して、既存業者による寡占状態を一層強化するだけではなかろうか。
4. 外国証券会社の数値は、わが国内支店の数値を集計したものである。なお、東証が外国証券会社（東証正会員）の経営指標をこのように明示的分類で公開するようになったのは 92 年 3 月期からである。
5. この点に関しては松浦 [1997] から示唆を受けた。
6. ただし、いわゆる銀行系列証券会社の一部はサンプル中に含まれている。
7. 支出選好行動に関する過去の実証研究のサーベイは、Gropper & Oswald [1996] に簡潔にまとめられている。
8. 一部データに欠落があるので非バランス・パネル・データとなる。項目によりサンプル数に微妙な違いがあるのもこのためである。なお、前章と同様に 89 年 3 月期（6 カ月決算）のフロー・データは一律に 2 倍して年率換算した。
9. 4 社ダミーを加えているので、クロスセクション方向のフィクスト・エフェクト推定はできない。
10. 第 3 次オンライン化に踏み切った背景について、野村證券 [1986] は以下のように述べている。「……第三次総合オンラインの経営戦略上の狙いが、第一次、第二次計画と大きく異なるのは、事務処理の効率化・省力化が第一義でない点である。その目的は……総合金融会社となるための 1990 年代のインフラストラクチャーの構築にあった。」

11. 法人総合取引の獲得が証券業者に超過利潤をもたらす要因としては2つの主張がある。1つは「範囲の経済」説、すなわち同一企業による複数業務の提供により費用面での削減効果が発生するという見方であり、今1つは「部門間補助」説、すなわち法人総合取引の獲得によって特定部門に集中して寡占利潤が発生し、その獲得のために他部門で損失を被ってもまだその果実が残る、という見方である。首藤〔1987〕は証券業者の費用関数を測定して引受業務と売買業務との間で範囲の経済性を検出し、前者の成立を主張した。一方、二上〔1990〕は大手証券業者の損益状況から、引受業務の兼営がしばしば多大な自己売買損失を与えている関係を見出し、後者の正当性を主張した。新美〔1995〕は、首藤〔1987〕の計測の問題点を指摘し、これを是正すると70年代から90年代にかけてわが国証券業に範囲の経済性が存在しない（年度によっては範囲の不経済性が存在するケースもみられる）ことを確認して、首藤の主張に疑問を呈した。近年、首藤〔1996〕は、80年代に入り大手証券会社の総合化戦略が範囲の経済性の追求から部門間補助へと変化を遂げてきたとの見方に転じているが、その論拠は明示されていない。この論争は未解決だが、実務者サイドでは圧倒的に「部門間補助」説に分があるようである。本稿も、基本的に「部門間補助」説を是とする立場を執る。
12. もちろん、現実の法人顧客の囲い込み行動はこうしたフォーマルなものにとどまらず、法人営業部門を通じてさまざまな利益供与（バブル期の証券業者の交際費支出は他の時期に比較して有意に大きい）や、リテール部門を動員した株価形成への関与といったインフォーマルな形でも行われたと想像される。一連の証券不祥事の発端となった法人顧客への損失補填も、法人顧客との長期取引関係の維持を目的として行われたインフォーマルな利益供与とみなすことができる。
13. 90年代に入って、巨額に膨らんだシステム化投資額をいくらかでも回収する狙いから、証券業者傘下のシステム関連会社では親会社向けに開発した証券業務システムを他業者へ転売する動きが活発化している。しかし、こうした動きは、新規参入勢の証券業務への参入コストを引き下げ、証券業市場をコンテストブルな競争状態に置く要因としても作用する。
14. いうまでもなく、以上の解釈は法人総合取引による超過利潤の享受がリテール部門→法人部門の方向で行われた部門間補助の存在を前提としたものであるとの見方に立っている。
15. 海外の証券引受業者が自ら「投資銀行」と名乗っているように、銀行の証券業参入に際して問題となるのは商業銀行（預貸）業務、より本質的には決済関連業務だけであり、これに関しては制度的な手当て（いわゆるナロー・バンク論による決済業務（純粋銀行）と資金運用業務との分離、あるいは Edwards〔1996〕流の「担保化された銀行（collateralized banking）化」、等）が講じられる必要がある。これに対し、しばしば証券界から主張される、銀行が株式持ち合いや信用力を背景に証券業務において「不公正な競争」を持ち込むとの指摘は、ファイアーウォールや公正取引規制で十分対応可能であると考えられるだけでなく、銀行以外の業態からの新規参入に対しても同様の論拠が転用され、幅広い参入阻止機能を発揮する恐れすらある。例えば、「幅広い取引先を持つ大企業は、その影響力を発揮して証券業市場に「不公正な競争」を持ち込む懸念があるから、証券業への参入を認めるべきではない」といった類の主張である。
16. いわゆる推奨販売は、いったん、自己売買部門のポジション・リスクに振り替わった大口顧客の執行リスクを、自己ポジションの解消と料率格差の収受によって迅速かつ効率的に回収できる手段として理解することができる。

17.ビッグバンを契機に証券業市場に参入ブームが起こるという一般的見解は、その代表的存在である淵田[1997]を読む限り、(イ) イギリスのビッグバンにおいてユーフォリア的な参入ブームが起こったこと、(ロ) 横並び的行動をとる国内金融機関が一斉に参入すると予想されること、の2点を根拠にしているように思われる。しかし、(イ) については既に指摘したように当時のイギリスと現時点のわが国とでは証券業市場を巡る環境が全く異なっているし、(イ) 自体がわが国で新規参入を目論む勢力に対し、一種の学習効果を与えることを見落としているように思われる。(ロ) についても、バブル崩壊以降、わが国金融機関が厳しい経営状態に直面し、あいまいな収益観測に基づいた横並び的業務拡大がもはや許されない状態にあることを全く考慮していない難点がある。