

91-J-7

# 金融制度改革の政治経済学

— とくに国内公募社債市場を中心に —

三輪芳朗

(東京大学経済学部)

1991年8月

# 金融制度改革の政治経済学

-----とくに国内公募社債市場を中心に-----

三輪芳朗

(東京大学経済学部)

## 目次

- [1] はじめに
  - [2] 現状
  - [3] 改善措置等
  - [4] 政治経済学的分析
    - [4-1] 注意すべきポイント
    - [4-2] 例示
    - [4-3] 全体像
    - [4-4] プロポーザル方式と市場メカニズムに対する規制当局の反応
  - [5] 望ましい対応策について
- 参照文献

<\*>この論文は、純粹に討論の素材に供することを目的に作成されたものである。多くの方々からの、ご批判、ご教示、ご示唆を期待します。なお、未定稿であるため、著者の書面による了承がある場合を除き、引用、Reference、コピーのいずれもご遠慮願いたい。

1991年初夏の2つの報告書（証取審[1991]と金制調[1991]）が出されたことにより、数年間にわたった「金融制度改革論議」は一段落した。議論の舞台となった証券取引審議会や金融制度調査会そのものは常設であり、必要に応じて特別の研究會等を設置して検討をするのであるから、検討結果である「報告」が公表されたことそれ自体が画期的であるというわけではないが、今回の「制度改革論議」が、戦後の日本の金融・資本市場を特徴づける業種・業態間（「業際」）に横たわる垣根を本格的に見直すという期待（多くの利害関係者にとっては「危惧」）を抱かせながら進められたために、長期間にわたってかつてないほどの幅広い関心を集めたのである。とりわけ、「業際」に存在する垣根の中でも、象徴的な存在であり、これまでもたびたび「紛争」の種となってきた銀行と証券の間に存在する垣根、その中心である証券取引法65条が、正面から実質的な見直しの対象となるかもしれないとの期待と危惧があったために、関心も高かったし、議論の経過や関連して表明されるさまざまな立場からする意見、研究成果等がとりわけジャーナリズムの関心を集めたのである。

報告書の読み方自体も一様ではありえないし<sup>1)</sup>、報告書に反映された結論についてもさまざまな評価があり得る。いささか強引であるとの誘いを免れないことを覚悟しつつ分類すると、評価には3つのタイプがある。

(1)国際化とデレギュレーションという大きな歴史的なうねりの中で、垣根により分割して保護（見方によっては「統治」）するという「護送船団方式」から訣別して、金融機関を自由化の海に解き放つことにより、政策の目的を生産者の利益から消費者の利益に大転換する結果になるのではないかとする期待に照らして、

---

<sup>1)</sup>この点は、報告書の性格上、ほとんど不可避と考えなければならない。関連して、三輪[1990]を参照。

あまりにひどい現状維持だという評価である<sup>2)</sup>。

(2)長い歴史的な背景のある「問題」であり、多くの「問題」が密接に絡み合っているので、議論・調整に長い時間がかかるのは当然だ。白地に新たに絵（あるいは地図）を画くのとではわけが違う。その意味で、かりに大きな一歩ではないとしても、将来に向けての重大な前進、幅が半歩程度ではあるとしても画期的な半歩だ、というとりわけ「改革論議」の当事者およびその周辺の事情に通じた人々の間で多い評価である。

(3)結局、消費者（ユーザー）の利益は実質的にほとんど無視されている、あるいは、消費者の利益とか利便とかいう言葉が顔を覗かせるのは、直接の利害関係をもつ業者が自らの主張を正当化するための方便やダシにするためにすぎない。業者がそういう議論の仕方をするのは当然だとしても、そんな意見が大勢を占める審議会、調査会でいつまで議論したって消費者の利益に結びつく結論が出されるわけがない。所詮、期待したって無駄である。今回はちょっと違うかもしれないと期待したときもあったが、このシステムでは無理なことだ、というシラケタ反応・評価である。

「金融制度改革の政治経済学」と題したこの論文は、もちろん、以上のような見方・評価について論評・評価することを目的とするものではない。

---

<sup>2)</sup>いささか誇張があるとしても、次の見方は象徴的なものである。「野村総研の徳田理事長が言うように『改革のためには、まず振り子を大きく振って見せることが必要』だったのかもしれない。が、見させてくれた夢が、あまりに魅力的だった。銀行業務も信託も、証券も一つの”会社”でこなせるユニバーサル・バンク構想。少なくとも二年前の金制の中間報告では、投資銀行の夢を実現する道が開かれたかに見えたのだ」（『金融ビジネス』1991.7.6頁）。本命ではない極端な選択肢に早いうちに利害関係者の関心を集めて、激しい議論・駆け引きの場にさらしておけば、反対する側が熱心にアラを捜してそのイメージ・ダウンに努力する。そうすることにより、反対する側に対応するための時間を与えることができ、その過程で妥協点を探ることができるから、然るべきところに落ちつくというのが、政治化した問題に対する「日本的」なものごとの決め方の一つの特徴かもしれない。

経済政策の一環として、政府が、制度やルール設計を含めて、民間企業の経済行動に関与あるいは干渉する目的が、「市場の失敗」に対応するためであり、政府は消費者の利益の増進を第一義的に考えて政策を遂行するとする経済政策観がかつては支配的であった。しかし、実際に行われる具体的な政策が、さまざまな利害関係をもつ経済主体（およびそのグループ）の利害（interests）を反映しつつ行われる「政治的」なもの（あるいは「政治的妥協の産物」）であり、そのようなグループの1つにすぎない「消費者」<sup>3)</sup>の利益を唯一至高の目的として政策が行われるとする経済政策観は、洋の東西を問わず、厳しい批判にさらされてきた<sup>4)</sup>。

「金融制度改革」に例をとっても、利害対立の長い歴史が背景にあることを意識した「白地に新たに絵を画くのではない」という発言を繰り返し目にし、耳にしたが、このような発言は、制度改革論議、およびそれを含む金融・資本市場に関わる政策が、さまざまな関係者（グループ）の利害を調整した結果として行われるものだという見方を当然の前提とし、消費者だけに焦点を絞った政策を導入しろという主張を、このような発言によって否定していることになる。

このような関係者の利害を反映して行われることが、消費者の利益を最優先して設計したという意味で最適な政策からどの程度、どの方向に乖離するかは、さまざまな要因に依存するから、特定の政策（例えば、金融制度の設計）がどのようなバイアスを持ち得るかは、国により、時代により、さらには分野、対応すべき課題の性格に依存するはずである。したがって、たとえば、他の条件が同じであれば、声の大きなグループの方が、しかも、そのことからより大きな利益を期待できるグループの方が政策を通じる自己の利益の実現により熱心になり、結果としてよりよく実現する傾向があるだろうという一般的な傾向を指摘できるにすぎない。

---

<sup>3)</sup> もちろん、消費者といってもさまざまであるから、これを1つのグループと見ることは常に妥当とはかぎらない。たとえば、三輪[1991]第3章の2、とりわけ110頁以下を参照。

<sup>4)</sup> たとえば、Stigler[1975], Wilson ed. [1980]など参照。

日本の金融・資本市場に関連する政策を念頭におけば、次の点を指摘すること  
に大方の賛同を得られるだろう。

日本の多くの分野と同じく、この分野でも、特定の産業を特定の局、部、課が  
所管して監督するという現業官庁システムが採用されており、このようなシステ  
ムのもとでは、多くの場合、官庁は所管業種に属する企業利益を擁護する傾向が  
強かった。利益を擁護するという表現の意味は、(イ)業界の「秩序の維持」と発展  
を第一義に考えること、(ロ)業界の外側からの「圧力」に対して必要に応じて対応  
し、あるいは、対応することを促し、対応を容易にすること、というものである。

金融・資本市場では、このような一般的な構図が、次のような理由からより鮮  
明に現れると考えられる。

(イ)業際の「垣根」が存在し、活動領域である特定の市場とそこで活動する企業  
群とが一对一に対応し、業界の管轄と活動分野の管轄とが対応しており、それだ  
け、所管の意味が強力である<sup>5)</sup>。(ロ)多くの分野で免許制を典型とする強力な参入  
規制が行われ、活動領域への参入と産業への参入が同時に強く規制されている。  
(ハ)相互に密接な代替関係にある関連産業分野のほとんどが、局、部、課は異なっ  
ても、大蔵省という一つの官庁の所管に属する。

このような構図のもとで、消費者の利益のみならず、当該業界以外の業界の利  
益を反映することは、容易ではなかろう。証券市場あるいは証券業に対して、た  
とえば銀行が自らの利益を実現しようとするれば、一つの手段が、銀行を所管する  
銀行局および大蔵大臣の諮問機関である金融制度調査会を通じて意向を表明する  
ことになる。また、資本市場の一環である事業債等の発行市場についてユーザー  
である非金融業の企業（とりわけ製造業）が同様の注文を付けようとするれば、一  
つの方法が、たとえば、通産省産業構造審議会産業資金部会[1991]を通じる意見  
表明であることになる。消費者の場合には、このようなルートがあるとすれば、  
経済企画庁の経済審議会あるいは国民生活審議会、さらには公正取引委員会を通

---

<sup>5)</sup>たとえば、現状では、市場のルールを定める証券取引法が同時に証券業に対す  
る規制の内容も定めており、関連する諸問題に対する検討は、基本的には、証券  
局および大蔵大臣の諮問機関である証券取引審議会によって行われる。関連して、  
たとえば、神田[1990]を参照。

じるものであろうが、すくなくともこれまでのところ強力な意見表明さらには強い官庁間交渉あるいは取引を通じて消費者の利益を実現させたということは少ないようである。

今回の金融制度改革論議のなかで、どの経済主体（グループ）の利益がどのようにどの程度、反映された（できた）のかを一般的に論じることは、問題が大きすぎることに、現在進行中でありあまりにナマナマシイこと、時間と共に漏れ出てくる断片的な情報の重要性を考慮すると、現時点ではとり上げるタイミングとして早すぎるということの理由のために、今後の検討課題としたい。ここでは、戦後のほとんど全期間中一貫して、利害対立と制度改革論議の的であり続けた、公社債市場、とりわけ一般事業債市場に注目し、そこでの政策の行われ方を素材として政治経済学的分析を試みる<sup>6)</sup>。

本論に入る前に、若干のexcuseを述べておく必要がある。

この分野の関連文献を始めとする情報源の顕著な特徴は、「xxは---となっている」あるいは「決まっている」という書き方が圧倒的に多いことである。誰がどのようにして決めたか、いつ変更になったか、どのようにして変更するのか、どのようにして維持しているのか、などという点が明かでない<sup>7)</sup>し、そのように書いた本人自身その点は重要ではないと考えているようである。また、周囲の情報通に尋ねても明確な回答がかえってくることは稀であるし、なぜそうなっているのかと尋ねたときに明瞭な回答がかえってくることはほとんどない。このため、明確な「証拠」を示しながら、以下の議論を展開することはほとんど不可能である。以下の記述は、多くの文献をひもとき、多くの関係者からのヒアリングなどを参考にしながら展開するが、以上の理由のためもあり、根本的な点での無理解、

---

<sup>6)</sup> もちろん、以下で試みるケース・スタディーは金融制度改革の政治経済学的分析として特殊なものではなく、これにより一般的な性格を明らかにすることができると私は考えている。

<sup>7)</sup> 市場メカニズムに信頼を置き、関連して独禁法に関心を持ち続けて来た人間の目から見ると、このような状況はいささか異様なものと言わざるを得ない。なぜ独禁法上大きな問題となり、その結果業界側の責任体制が明瞭になるという過程を経なかったか、理解に苦しむところである。

誤解、曲解の可能性があるので、多くの点でご教示、ご示唆をいただければ幸いです。

## [2] 現状

まず、現状を見ることから始めよう。

第1表は、公社債市場全体での発行額の年度別推移を示したものである。右側の4つの欄には、1989年度と最近5年間について金融債を除く公社債を分母にした比重と全体に対する比重を示した。

### -----第1表-----

以下との関連で指摘しておくべきことは次の3点である。(イ)公社債市場の過半は、金融債であり、次いで国債が大きな比重を占めている。(ロ)事業債の比重は一貫して極めて小さく、比重ばかりではなく、絶対額でも、事業債の発行額は減少傾向にある。(ハ)事業債の中の大きな部分は電力債が占めている。表には直接現れていないが、戦後一貫して、事業債の中で優先的な取扱いを受けてきた電力債と、NTT債、KDD債という旧公社のものを除くと、最近ではその他の「一般事業債」は実質的に日本の市場から消滅した。

第2表は、日本の企業の資本市場からの資金調達の最近の推移を表にしたものである。

### -----第2表-----

以下との関連で指摘しておくべきことは、(イ)株式市場の混乱を反映して、1990年度には比重が上昇するが、一貫して普通社債の比重が低かったこと。(ロ)海外市場の比重がきわめて高くなっていること。ことことは、有償増資を除外すると一層明瞭となる。(ハ)普通社債でも海外市場の比重が高まっている。日本市場で優先的な取扱いを受けている電力債等を除いた一般事業債にかざると、この傾向は一層明瞭となる。



表1 公社債年度別発行状況(額面←→) (単位: 億円、%)

	比率(1989)									比率(1985-89の合計)			
	対(A)	対(B)	対(A)	対(B)	対(A)	対(B)	対(A)	対(B)	対(B)	対(B)	対(B)		
公共債	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	25.4	12.9	34.5	16.7
国債	64389	76000	75750	75278	99173	96408	99659	101659	88205	4.5	2.3	9.6	4.6
長期国債	25443	38091	43446	39468	34679	31075	27889	25026	15636	1.2	0.6	2.2	1.0
中期国債	2894	4324	5684	6937	6758	6382	6209	6794	4134	31.1	15.7	17.8	8.6
割引国債	-	-	-	-	10236	40988	47220	44414	107710	62.2	31.5	54.1	31.1
短期国債	92726	118415	124880	121683	150846	174853	180977	177692	215685	5.3	2.7	8.4	4.1
計	16222	22454	27895	26060	27479	27989	22311	22573	18208	2.9	1.5	3.2	1.5
政府保証債	8812	6010	7719	8231	8073	8586	9762	8246	9383	0.0	0.0	0.0	0.0
地方債	1300	1100	1600	2000	-	-	-	-	-	70.3	35.6	75.9	36.8
特別電電債	117060	147979	162094	159974	188398	211538	213050	208711	243876				
計	9310	6980	6360	6190	5580	4850	6880	5050	6930	2	1.0	2.1	1.0
民間債	3380	3495	4470	1010	955	1600	270	640	60	0	0.0	0.3	0.1
事業債	-	-	-	-	2900	3350	2000	1800	300	0.1	0.0	0.7	0.4
電力債	12690	10475	6830	7200	9435	9800	9150	7480	7290	2.1	1.1	3.1	1.5
計	5260	4175	8610	16115	18855	34680	50550	69945	76395	22	11.2	17.6	8.5
転換社債	200	470	170	30	550	1040	270	640	60	2.6	1.3	0.8	0.4
新株引受権付社債	18150	15120	15610	23345	25840	45520	59700	77435	92835	26.8	19.6	21.5	10.4
計	6130	6900	6150	10500	11700	4400	5050	6550	10005	2.9	1.5	2.7	1.3
円建債券	141340	169989	183854	193819	225938	261458	277800	292696	346716	100	50.6	100.0	48.5
合計(A)	54617	58930	63160	52392	73191	80614	86195	93937	105425	15.4	15.4	15.2	15.2
金融債	87657	95944	112430	131806	176884	193168	229206	222818	232609	34.0	34.0	36.4	36.4
利付金融債	142275	154873	175590	184197	250075	273782	315401	316755	338034	49.4	49.4	51.5	51.5
割引金融債	283615	324872	359444	378016	476013	535240	599201	609451	684750	100.0	100.0	100.0	100.0
計													

(資料) 『大蔵省証券局年報』1990年版より

第2表 資金調達額の推移 (単位: 億円, %)

	1970	1975	1980	1985	1986	1987	1988	1989	1990	
普通社債	国内	6083	15042	9935	9435	9800	9150	7490	7290	20660
	海外	xx	2330	1680	14393	16392	8240	8426	11199	22982
	合計	6083	17972	11615	23828	26192	17390	15916	18489	43642
転換社債	国内	1145	3310	965	15855	34680	50550	69945	76395	9110
	海外	162	1820	5149	9480	4853	10766	10665	17389	5138
	合計	1307	5130	6114	25335	39533	61316	80610	93784	14248
WT付き	国内	xx	xx	xx	550	1040	xx	xx	9150	3950
	海外	xx	xx	xx	8662	19932	34390	49821	82698	26245
	合計				9212	20972	34390	49821	91848	30195
有償増資	国内 (A)	6613	9024	11601	6513	6315	19725	45625	75630	2478
	海外	18	211	1077	107	6	388	165	3364	xx
	合計 (B)	6631	9235	12678	6620	6321	20113	45790	78994	2478
合計	国内 (C)	13841	27376	22501	32353	51835	79425	123060	168465	40363
	海外	180	4961	7906	32642	41183	53784	69077	114650	54365
	総計 (D)	14021	32337	30407	64995	93018	133209	192137	283115	94728
国内の比率(1): (C)/(D)	88	85	74	50	56	60	64	60	43	
国内の比率(2): ((C)-(A)) / ((D)-A(B))	98	79	61	44	53	53	53	45	41	

(出所) 『公社債年鑑』、『公社債月報』

とりわけ国内公募普通社債を念頭において用いられる「空洞化」と呼ばれる状況がなぜ生じたのだろうか？

さまざまなシナリオが論理的には可能である。ここでは、ストレートに、1990年4月から1991年2月までの間に海外普通社債および国内大型私募社債を発行した上場企業（銀行をのぞく）に対する「わが国企業の普通社債発行に関する調査」の結果を参照することにする<sup>8)</sup>。

ここで注目するのは、ユーロ円建普通社債を発行した企業に対する調査の結果である。ユーロ円建普通社債の起債に踏み切った理由として特に重視したもの（2つ以内回答）としては、「発行手続きが簡略」「発行条件以外の社債仲介手数料等費用」がそれぞれ71.4%、57.1%で1位、2位を占めている。

比較検討された国内の社債の種類としては（複数回答）、「大型私募社債」「公募普通社債」がそれぞれ57.1%、42.9%で1位、2位を占めている。

ユーロ円建普通社債と国内公募普通社債の仲介手数料等費用の比較では、「引受手数料」がどちらかといえば海外の方が高いという回答が多いことを除き、「当初・期中の受託手数料」「利金取扱い手数料」「元金取扱い手数料」「資金の受払期間」「当初登録手数料」の全てにおいて、海外の方が好ましいという評価が圧倒的である。その内で海外が特に有利と考えるもの（2つ以内回答）としては、「受託手数料」に圧倒的多数（85.7%）の回答が集中している<sup>9)</sup>。

ユーロ円建普通社債と国内公募普通社債の発行手続き等を比較すると、以下のすべての面で、海外市場の方が高い評価を受けている。(1)「発行開示内容の程度」、

---

<sup>8)</sup> この調査は、公社債引受協会が定期的実施する調査シリーズの一環であり、結果は『公社債月報』1991年4月号に掲載されている。調査表の回収率は90.4%。

<sup>9)</sup> 結果の読み方で留意すべきことは、(i)この調査が公社債引受協会のものである点、(ii)調査対象が国内普通社債と密接な代替関係にある社債を発行した企業である点、(iii)そもそも、「引受」「受託」のそれぞれの役割（職務・権限）の内容および相互間の分業関係はさまざまである点である。最後の点に関して、たとえば、竹内[1987]8頁以下を参照。日本の引受手数料をコストとの比較で見ると高すぎるとの見方が有力である。このことを反映する現象については[4-4]でとり上げる。

(2)「発行届出書・目論見書の作成等の事務負担」, (3)「起債決定から発行までの所要期間」, (4)「財務制限条項の内容等」, (5)「幹事団・引受団の編成等」, (6)「受託会社または財務代理人の選定」, (7)「起債にメインバンクが関わっている度合い」, (8)「社債種類の多様性」。このうち海外が特に有利と考えるもの(2つ以内回答)としては、(4)と(8)がともに46.4%で最も多く、(3)と(2)がそれぞれ39.3%と28.6%で続いている。

より詳細に検討するためには、外貨建普通社債や国内大型私募社債等の他のタイプの普通社債、さらに、転換社債や新株引受権付社債等の資金調達手段との関係についても見る必要があるが、なぜ国内公募普通社債市場が日本企業の資金調達の間としての比重を低下させてきたのか、低いのかという点に対する一応の回答は以上で十分に得られたと考えてよいだろう<sup>10)</sup>。

次に進む前に、日本の中に債券投資の需要がなければ、需要者のいる場所を求めて債券の供給者である発行企業が海外にでかけるのは当然ではないかという疑問に答えておこう。

まず、日本企業の発行する債券の多くの部分が、日本の投資家によって取得される点に注意する必要がある。具体的な数字は得られないが、たとえば、海外で発行された分離型ワラント債のワラント部分の国内持ち込みは1986年1月に解禁になったが、西方編[1991]によれば、「これらの発行額の約7割程度が発行直後に国内に還流してきているといわれて」(140頁)いる<sup>11)</sup>。

また、日本の機関投資家のアメリカ国債を始めとする海外債券投資に対する需要が極めて大きく、政策的な制約の緩和と共に著増したという1985年のプラザ合

---

<sup>10)</sup> さらに詳しい内容に関心のある読者は、この調査の末尾につけられた「国内公募普通社債の活性化について、調査対象会社から寄せられた主な具体的意見」(56頁以下)を参照されたい。本文中で触れたものは不満のうちの主要なものではあっても一部にすぎない。

<sup>11)</sup> 現状でも、90日ルールと呼ばれる行政指導があり、発行後90日間は持ち込みが禁止されている(還流制限)から、完全に自由であるというわけではない。また、ヒアリングによると、多くの場合発行企業と実質的な投資家の双方が東京にいることになるから、実質的な交渉も東京で行われることも少なくない。

意以降の現象は、日本国内に長期債券に対する大きな需要があることを示唆している。

### [3] 改善措置等

国内の社債市場に対して発行企業がさまざまな側面について大きな不満を持つとしても、このような不満は長期にわたって表明され続けたのであり、国内公募普通社債市場の縮小傾向は長期的に進行したのだから、それに対する対応策が全くなされなかったのではない。

たとえば、1985年5月からの証券取引審議会公社債取引部会の審議を受けた証券取引審議会の報告書「社債発行市場の在り方について」（1986.12.12.以下、証取審[1986]）には社債発行市場活性化のための次のような具体的措置が提言されており、『大蔵省証券局年報』は1987年版(以下、『年報87』)以降、その実施状況に関して1章を割いている。

#### ----第3表----

証取審[1986]の提言に沿って実施されている「改善措置」が紹介が毎年の『年報』で行われているが、たとえば、87年版の各節の目次は次の通りである。

- 第2節 無担保適債基準の緩和
- 第3節 プロポーザル方式と月2回起債方式
- 第4節 財務制限条項の見直し
- 第5節 担保付社債の適債基準の緩和
- 第6節 大型私募債市場の創設
- 第7節 社債法改正問題
- 第8節 コマーシャル・ペーパー（CP）

具体的に何がどこまで行われたかにここで立ち入ることはしないが、次々と行われる「改善措置」の結果である状態の下で、[2]で見た現象がおき、しかも依然として発行体から多方面にわたる不満がある点、さらに、1991年5月の証取審基本問題研究会報告書が、私募についての法整備に関連して、「公募市場は、当研究

第3表 証券取引審議会報告「社債発行市場の在り方について」  
に伴う改善措置の概要

項 目	改善措置の概要
1. 有担原則の見直し	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 無担保社債・転換社債の適債基準の緩和</li> <li>・ 財務制限条項の見直し</li> <li>・ 格付制度の充実</li> </ul>
2. 起債の仕組みの改善	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ プロポーザル方式の導入</li> <li>・ 随時発行方式の導入</li> </ul>
3. 引受業務の在り方	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 幹事持ち回りの解消</li> </ul>
4. 社債の多様化の推進	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 年限、商品性の多様化等</li> </ul>
5. 発行市場の裾野の拡大	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 担保付普通社債・転換社債の適債基準の緩和等</li> </ul>
6. 私募債の位置付け	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 私募債市場の自由化</li> </ul>
7. 受託業務の在り方 8. 社債発行限度の見直し	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 社債法の改正</li> </ul>
9. コマーシャル・ペーパー	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 国内コマーシャル・ペーパー市場の創設</li> </ul>

(『証券局年報』1987年版、54頁)

会第2部会報告で指摘されている諸規制・諸慣行が存在することもあり、十分に機能していない」という判断を示し、次のように述べている点に注意する必要がある。

「公募市場における諸規制・諸慣行について、次のような見直し・撤廃を行う必要がある。

(イ)社債法の改正については、法制審議会商法部会社債法小委員会において審議が行われているところであるが、社債発行限度の撤廃を図るとともに、受託制度の改善として、受託会社の権限の明確化等を実現する。

(ロ)適債基準については、できる限り速やかに撤廃するとともに、財務制限条項についても、引き続き弾力化を図る。

(ハ)公募市場の機能の拡充を図る上で、格付の一層の活用を図る。

(ニ)発行に係る諸手数料については、自由化・弾力化を図ることにより、国債的に見ても適切な水準への引下げを実現する。

(ホ)商品の多様化については、商品性の制約をできる限り速やかに撤廃し、発行者、投資者のニーズに応じた自由な商品開発の促進を図る。」

もちろん、ここで提言されていることで不満がすべて網羅されているわけではないが、鳴り物入りで始められ、その実現に努力されている「提言」のほぼ5年後

の状況はこのようなものである<sup>12)13)</sup>。

5年後の状況に依然として多くの不満が残るとしても、長い歴史的経緯の中では、政策のスピードを画期的に引き上げる提言が出るためには、大きな背景があったはずである。

たとえば、後藤[1985]の冒頭の次の文章は象徴的なものである。

「昭和59年度の社債発行額は、55銘柄7,200億円に終わった。これは、前年度比370億円増で2年つづきの起債減少を食い止めたとはいえ、月平均600億円という低調であり、ことに一般事業債は1年間かかって僅かに16銘柄1,010億円と実に昭和37年以来22年ぶりの低水準実績に止った。

またこれを、起債額から償還額を差引いた純増ベースでみると、58年度はマイナス2,251億円と戦後の混乱期を除いては初の純減を記録したのに引続き、59年度もマイナス1,917億円と2年つづきの純減となった。

.....

戦後営々と築き上げてきた社債発行市場は今や衰退に向かいつつある。国債残高120兆円、公社債総残高240兆円という時代に、社債残高は9兆円余に過ぎず、しかも次第に市場から姿を消しつつある」（2頁）。

注目すべきことは、証取審[1986]に出てくる考え方は、より鮮明な形で、すで

---

<sup>12)</sup> もちろん、提言が取りまとめられる段階では、そのいくつかについて具体的な対応策が予め検討されたはずであるから、実質的にはもう少し長い期間があったと考えてよいはずである。

<sup>13)</sup> それでも、それまでの歴史的経緯を知るものにとっては、提言以降の変化のスピードは驚くべき速さと映るに違いない。長期にわたって変革の必要性が主張され続けてきたことが、その達成レベルに関して不満を残すとしても、改善措置として掲げられたほとんどすべての項目について目立った変化が見られたのである。たとえば、「私募債の位置づけ」では、「従来、公募債市場の育成を図るという観点から」（あるいは、名目の下に）、「公募債を発行した実績のある企業は私募債の発行を自粛するという取扱い（いわゆるノーリターンルール）がされてきたが」（『年報87』59頁）1987年6月から撤廃された。もちろん、発行額、ロット、転売制限等の点で依然として不満の種は尽きない。



に1977年の同じ証券取引審議会の基本問題委員会の「望ましい公社債市場の在り方に関する報告書」（証取審[1977]）に示されているという点である。その後の10年近い期間の間、この報告書の結論は放置されたままだったのである。

1977年の研究会は、委員が7名の大学教授（6名の経済学者と1名の法学者）のみにより構成されたという点で官庁の研究会としては異例のものであった。証取審[1986]を作成した研究会の委員11名のうち、5名が先の研究会のメンバーであり、座長が同じであったから、内容が大筋において似たものとなるのは当然であろう。

証取審[1977]の取扱いと証取審[1986]の結論の内容の双方について、両方の研究会に属したメンバーの間に、政策当局に対する強い不満があったことが漏れ伝わっているが、ここでは、竹内[1987]の一部を引用しておく<sup>14)</sup>。

「昭和五二年の証券取引審議会基本問題委員会の『望ましい公社債市場の在り方に関する報告書』は、今日のような国内起債市場の空洞化をもたらしているという点で、失敗であったという意見もある。しかし、私は五二年報告を失敗とは思わない。国内市場が空洞化したのは、国際化の進展とペースを合わせて、その後の国内市場の自由化を進めなかったからである。報告書では国内市場の自由化の必要を指摘したにもかかわらず、そのペースが国際化のペースに合わなかったからである」（6頁）。

この部分は、「空洞化」したことに関連した証取審[1977]に対する批判に反論するために書かれたものであるために「国際化のペースに合わせて」国内市場の自由化を進める必要があった点を強調しているが、もちろん、空洞化しないことだけが「望ましい公社債市場の在り方」だというわけではないし、自由化が空洞化防止のためにだけ主張されているのではない。

証取審[1977]では、冒頭で、「国民経済的観点から見て今日最も重要なことは、現在の公社債市場に見られる不必要な制約を取除き、自由で開かれた市場を形成し、そこでの有効な競争を通じて公社債市場の拡大と深化を図ることである、というのが本報告書におけるわれわれの基本的な考え方である」と述べている。

さらに、証取審[1977]が、次のような書き出しで始まり、公社債市場がその時

---

<sup>14)</sup>竹内[1987]は、特別部会で、報告書起草前に全委員が意見を述べるという方針に従って述べた意見に加筆したものである旨が断られている。

点で既に重大な問題に直面していた点に注意する必要がある。

「国債・地方債等の増大、金融資産・負債に対するニーズの多様化、流通市場の拡大、国際化の進展など、最近における公社債市場の展開は目覚ましいものがあるが、公社債市場の制度・慣行は必ずしもこのような客観情勢の変化に合致した動きを示してきたとはいいがたい。」

つまり、空洞化とも呼ばれる国内公募普通社債市場の状況およびこれを象徴とする公社債市場全体に対する各種の不満が山積する状態とは、1977年当時に既に深刻な問題として考えられていた「制度・慣行」が、依然として「問題」の根底に横たわり続けていることによる生み出されているのである。

#### [4] 政治経済学的分析

検討すべきポイントは、さまざまな「問題」の根源と認識され続けた「制度・慣行」が、なぜ「問題」を解決する方向へ変更されなかったのかである。

ここで「問題」を反映する疑問は次のようなものである。

(イ)なぜ空洞化するのを放置したのか？ そうなってもかまわないと考えたのか？

(ロ)空洞化のおそれが現実化する段階になってようやく動き出すことになったとすれば、それまで動き出せない理由はなにか？

(ハ)動き出しても、十分な対策を講じられない理由はなにか？

(ニ)資金の需要者である発行企業と供給者である投資主体（とりわけ機関投資家）の双方に国内の発行市場を利用することに対する強い需要があるにも拘らず、「制度・慣行」がその利用を実質的に妨げ続けているとすれば、その理由はなにか？ また、それが可能なのはどのようなメカニズムによるのか？

(ホ)国民経済的観点からみた望ましい改革の方向性が示されているにも拘らず、その方向への変革が進まないのはなぜか？

「制度・慣行」が問題視され、変更すべきだとする意見が表明され続けたにも拘らず、大きく変更されることなくそのままの形で維持されたのは、その「制度・慣行」を強力に支持し、その維持に努力する経済主体（グループ）が存在したからだと考え、それが誰であったかを検討しようというのである。

#### [4-1] 注意すべきポイント

検討にあたって注意すべき点は、次の7点である。

(イ)たとえば「空洞化」に注目し、その原因として[2]にとりあげた不満あるいは改善すべきポイントをとり上げ、それぞれについて、なぜこれまで改善せずに放置したのか、誰が変更反対したのか、と問えば、多くの場合について回答を見つけることは困難ではなかろうが、それはスタートではあっても、ゴールではない。

(ロ)たとえば、「証券会社が反対したから実現しなかった」という回答は、「なぜその反対の意向を実現できたか」という設問につながる。通常の財であれば、たとえば供給する財の価格の引き上げを望んでも、同業者の競争がそれを阻止するし、辛うじて同業者間の競争の回避に成功してもその成功が新規参入を促して回避体制は崩壊するだろう。対応策として、強固なカルテルや共同での新規参入阻止行動をとれば独禁法違反となるだろう。

(ハ)国内公募普通社債に限定しても、改善すべきポイント、利用者の不満のリストは膨大なものである。重要なことは、それらが、「密接に関連するものとして取り扱われている」という現実が存在することである。このため、1つの「制度・慣行」の変更によって自らの利益を侵害されると判断するグループは、変更反対し、変更の際にはその代償の提供を強硬に主張することになる。具体的には、自らの利益の増進につながる別の「制度・慣行」の変更を同時に実現することを事実上の交換条件として提示することになる。交換条件の提示は、それにより利益を侵害されるグループを「制度・慣行」の変更反対する側に引き込むことになる。各企業（グループ）が変更反対する「制度・慣行」、したがって、そこから生まれる共通の利害により支えられた他のグループとの結びつきは、無数に存在し得るから、特定の変更の実現になぜ特定のグループが熱心ではないのかを理解することは、それ自体の利害関係だけに注目しては理解できない。重要なことは、交換条件あるいは交渉の対象となり得る「制度・慣行」は、社債市場に限定されるものではないことはもちろん、証券市場一般、さらには金融・証券

市場全般に広がるものである点である<sup>15)</sup>。

(ニ)(ハ)で注意する必要があるのは、市場では、このような諸問題は、通常独立した別個の問題として処理されるという点であり、このように利害関係グループが相互に事実上交換条件を提示して交渉することが可能であるためには、市場とは異なるメカニズムで利害調整が行われるという「条件」が前提として必要であり、それが何かという点に注意を払う必要がある。

(ホ)このメカニズムの下では、交換条件を提示して交渉をする主体とそれ以外との間に明確な境界ができ、インサイダーとアウトサイダーとがはっきり分かれることになる。交換条件を提示できない経済主体であるアウトサイダーの利益を実現する手段は実質上存在しないことになる。公社債市場でいえば、そのユーザーである発行体と投資家がアウトサイダーであることになる。

(ハ)伝統的に、政府は消費者の利益の増進を第一義に考え、民間の経済活動への関与もこの目的の実現のために行うと想定してきたが、この点についても冷静に吟味する必要がある。とりわけ、金融債を除けば、中央政府は資本市場での最大の資金調達主体である点と、調達を担当する部局と金融・資本市場を所管する部局がほとんどすべて同じ役所（大蔵省）に属する点に注意する必要がある。調達する主体は、市場金利よりも低い金利での資金調達を望んできたし、スムーズな調達を実現するために銀行を中心とする金融機関の協力を一貫して望んできたのである。

(ト)さらに、1点を加えるとすれば、日本の政策当局、とりわけ現業官庁と呼ば

---

<sup>15)</sup>「金融制度改革」などという広範囲な「問題」が直接検討対象になるケースでは、このような傾向はいっそう明瞭になる。しばしば、「そんなものだけを取り出して議論されては困る」という意見が表明されるし、検討のための委員会には各「関係業界」の代表が入るのが通例であるし、さらに各業界の業界として（各企業の意見ではなく、業界内で調整したものである）の意見を表明する機会が与えられるのが通例である。もちろん、水面下、あるいは非公式の場でのさまざまな交渉、利害調整、「根回し」が行われると言われるが、こちらの方が実質的な意味を持つという見方も有力である。

れる部局に伝統的に根強い、市場メカニズムに対する不信感、統制的システムに対する選好をとり上げる必要があるだろう。このような伝統的嗜好と、政策当局者の「ことなかれ主義」が、「制度・慣行」の変更、とりわけ自由化の方向への変更を遅らせていると考えることができる。

#### [4-2] 例示

[4-1]で列挙したポイントのそれぞれについて個別に説明することは不可能であるから、以下では重点的にのみ順次説明する。

利害関係が分かり易いケースを例示としてとり上げることから始めよう。

証取審[1986]の提案する改善措置のリストの中に、社債の多様化の推進があり、最短期間6年しか認められていない中短期債について、「金融市場に与える影響にも配慮し、当面4年以上のものについてその導入を検討していくことが適当である」としている。

「なぜ認められてこなかったのか」、「『金融市場に与える影響』とは何か」「なぜ4年以上なのか」などという点が、即座に浮かぶ疑問であるが、それに対する標準的な回答は次の発言に見ることができる。

「金制の答申には預入三年超の預金を導入するということが、フラットに書かれている。これは実は大変なことで、戦後四十数年間、三年四年五年の預金ができなかったのは、興長銀三行への配慮のためだった」（徳田博美野村総合研究所理事長、『金融ビジネス』1991.7.14頁）。

認められなかった理由は、同じく「興長銀三行への配慮のため」だし、「金融市場に与える影響」の内容もこの発言からおおよその理解が可能である。三年以下の期間への社債の発行は、さらに銀行の預金・貸付に対する影響への「配慮」が必要なのである。

コマーシャル・ペーパーについて次にとり上げよう。

「CP（コマーシャル・ペーパー）は、主に米国で短期資金の調達手段として大企業が盛んに利用している有価証券で、米国では財務省証券と並ぶ短期金融市場の中核商品となっている。・・・

CPを発行する企業の側からみれば、CPは銀行借入れよりも面倒な手続きなしに、

しかも低利で短期資金を調達することができるわけである。そのため、わが国においてもCPの導入を望む声が産業界からあがっている。しかし、これが実現すれば銀行貸出と競合する恐れがあるので、これまで見送られてきたが、産業界からの強いニーズを受けて大蔵省はついにこれを解禁することとし、……。『解禁』といっても、いままで法律で禁止されていたわけではなく、あくまで行政的に禁止されていただけであるが」（河本他[1987]113頁）。

「銀行貸出と競合する恐れ」がとりわけ銀行の強い抵抗を産み、「導入」が「行政的に禁止されていた」のであるが、証取審[1986]では、「短期の資金調達・運用手段としての有用性等を積極的に評価し、その国内導入を図るべきする意見が出される一方、我が国金融制度に及ぼす影響の大きさから見てなお慎重な検討が必要との考え方があった」とし、「CPをめぐる諸問題について、今後検討が進められていくことが望ましい」と結論している<sup>16)</sup>。

---

<sup>16)</sup>この時点では、既に日本企業の海外現地法人以外の海外企業が発行したCPの国内流通が認められていたが、これを認めるにあたってもすでに大きな騒動があったのである。海外CPが「日本に流通することになったのは、昭和五五年に施行された新外為法で海外CPが同法上の証券として位置づけられ、誰でも事前の届け出さえすれば取得できるようになってからである」が、それを誰が取り扱うかという争いであると同時に、これが将来の日本企業のCPの発行とその際の取扱い業者の決定にも結びつくと予想されることが、騒動を大きくしたのである。取扱い業者としては、銀行、証券の双方が取扱い可能となるように、「証取法上の有価証券としないで、しかも証券会社が兼業としてこれらを取扱えるように」したが、これに対しては、「銀行、証券会社の双方に取扱わせるという政策的目標がまず設定され、そのためにこれらを証取法上の有価証券に指定しないという解決方法がとられた。しかし、投資者保護を目的とする証取法の建前からは、ある証券を証取法上の有価証券とすべきかどうかということは、本来はその証券について投資者を保護するための諸制度を適用する必要があるかどうかといった観点から検討しなくてはならない」（以上、河本他[1987]114～7頁）と批判されている。

「証券局と銀行局が共同して検討作業を進め」て具体案をまとめ、この案をもとに、「証券局長と銀行局長が共同で主催するCP懇談会（メンバーは、原則として証券取引審議会、金融制度調査会の中立的な立場の委員で構成）」で、この具体案について「制度発足時のものとしては妥当であり、この案を基礎に具体化していくことに賛同が得られた」ので、証券取引審議会と金融制度調査会を開いて「審議し、具体案をもとに具体化していくことについて了承がえられた」（『年報87』61頁）。

1987年11月にCP市場が創設され、1年を経過した88年12月と90年1月に、見直しが行われた。たとえば、証券金融会社のCP発行は88年12月から可能になり、証券会社のCP発行については1990年1月の見直しに際して「一定の条件の下で、発行できる」ことになったが、この時にも、「信販会社、リース会社等のCP発行については、引き続き検討を行う」（『年報90』59頁）となっている。

これ以上の、解説は不要であろう。

#### [4-3] 全体像

[4-1]では、金融・資本市場の「制度・慣行」の変更について検討するに際しては、個別の「制度・慣行」に関する部分だけを取り出して分析するだけでは十分ではないことを強調したが、ここでは全般にわたる背景に目を転じてみよう。

証取審[1977]は、「第二次世界大戦後、経済全般にわたった戦時統制が次第に解除され、株式・公社債市場を含む広義の金融の分野でも徐々に自由化の傾向が見られてきた。しかし、金融の分野は、今日でもなお統制的な制度・慣行が最も強く残っている分野のひとつである、といてよいであろう」とのべ、具体的にその内容を説明しているが、ここでは「戦後のわが国金融の特徴を公社債市場について」みた重要な特徴の第一のものを、状況の紹介のために引用する。

「第一は、公社債市場には、金融の繁緩により強弱に違いがあり、最近ではその色合いが弱まってはいるものの、信用割当・資金割当的な色彩が強く見られてきたという点である。公社債発行市場は、公式・非公式の規制、当事者間の話合いなどによって、低利の資金を重点的に配分するという戦後わが国金融方式の一

環をなしてきた。新たに発行される公社債の消化の主体は、電力債や割引金融債など一部のものを除き、銀行をはじめとする金融機関であり、起債は、金融機関に集められた資金を政府・公益事業等に対して重点的に配分するという性格を強く持ってきた。そして、発行条件なども、金融機関の諸金利とのバランスを考慮して、発行者、引受証券会社のほか、金融機関等を含む広い範囲の関係者の話し合いによって、人為的に決定されてきた。

特に、わが国においては、戦後も起債調整協議会に始まる起債会などにより、発行される証券の量（発行量、起債時期等）と質（適債基準、格付基準、発行条件、償還期間等）との双方について、例外的な金融緩和期を除き、ほぼ一貫して人為的な調整が行われてきた点に、著しい特徴が見られるのである。」

証取審[1977]は、「今後の望ましい公社債市場の在り方」の「第1節 発行条件の弾力化・競争的決定」の最初に、「1 国債の発行条件の弾力化」を掲げ、「国債の発行条件の弾力化、流通利回りとの相互連関を持ったその競争的決定は、特に重要な問題である」とのべ、「最も直截な方法は公募入札制であり、基本的な目標として公募入札制の導入を指向すべきである」と主張している。

「金融機関に集められた資金」が大量の国債の購入に「重点的に配分」される状況は、「御用金方式」とも呼ばれたものであるが、その金利が低いために、発行価格が市場価格を上回る状態が続いたのであり、これが、さまざまな「問題」を発生させていたことを連想される読者も多いだろう。当初は、売却を制限しつつ日銀が優先的に購入する対象としたし、キャピタル・ロスを顕在化させ、強く意識させることになるとして流通市場の発展も歓迎されなかった。大量発行の時期になると、金融機関の負担を小さくするために銀行の窓口での販売を認めることで、銀行の利益につながる条件を受け入れた。このような国債を発行する主体が、競合関係にある事業債の市場の発展は望ましいと考えてこなかったという点にも注意する必要がある。

具体的な対応策がとられるまでには、さらに長い時間が必要である（あった）。

現時点での国債の発行方式は次のようなものである。

まず、国債全体について、「大蔵大臣は、国債の年度発行予定額などについて国債発行等懇談会の意見を聴取し、さらにシ団引受方式によって発行されるものについては国債発行世話人会（頭取、社長クラス）において年度間の引受等に



ついて説明し了承を得る。」

国債の中心的な存在である10年債はシ団引受方式によるが、その具体的な発行手続きは次の通りである。

「(1)国とシ団との間で交渉が行われ、クーポン、発行額等が決定される。(2)発行総額の60%につき、シ団メンバーにより価格競争入札が行われる(残る40%については、シ団が価格競争入札分の落札平均価格により固定シェアに応じて引き受ける)。(3)国債発行世話人会(専務、常務クラス)が開かれ、発行条件、発行額等について正式の合意がなされる。(4)日銀とシ団幹事との間で契約が締結され、払込日に各引受シ団メンバーが日銀に払い込む」(以上、西方編[1991]100頁<sup>17)</sup>。

競争入札が始まったのは、ようやく1987年11月のことであった。この時の上限は20%であり、89年4月に40%、90年10月から60%となった。

#### [4-4] プロポーザル方式と市場メカニズムに対する規制当局の反応

最後に、証取審[1986]の改善項目の一つである、起債の仕組みの改善のうち発行方式のプロポーザル方式について、その採用の経緯と、実情、さらには、最近起きた事例にみる、市場メカニズムに対する政策当局の評価を見ることにしよう。

「新たに発行される社債の発行条件が、流通市場における需給実勢を反映して個別的、競争的に決まるようにするために、従来の月末一括起債方式、発行条件の共同提示方式を改め、昭和62年4月よりプロポーザル方式が採用された。プロポーザル方式とは、証券会社がそれぞれ発行条件等を提示し、その他の事情も勘案して決定された主幹事が幹事団を代表し、あるいは単独で、発行会社と発行条件を協議し、そのもとで引受シ団を招聘・組成するという方式である。プロポーザル方式の下では、主幹事は、条件決定、シ団組成について強い権限を有する一方、全額の引受、マーケットメイクの責任を負うことになる。

適用範囲については、証取審報告で『同方式の導入については、混乱が生じる

---

<sup>17)</sup> 1990年10月現在、シ団メンバー数は839、シ団代表者メンバー数は38である。38のうち、都市銀行等12、長信銀3、地銀5、証券11等である。西方編[1991]107頁。

ことがないよう、その定着状態を勘案しつつ段階的に行っていくことが適当と考えられる』と提言されていることを踏まえ、62年4月にまずNTT債について導入された。その後、10月より、従来のNTT債に加え、電力債、営団地下鉄債、NHK債、KDD債に拡大され、また63年4月には全銘柄に拡大された」『年報89』61頁）<sup>18)</sup>。

ようやく導入された方式であるが、その現状は、断片的に得られた情報を総合すると次のようなものである。

発行実績は、最近では、ほとんどが、電力債、NTT債に限られるが、1990年度についてみると、主幹事はすべて4社であり、幹事団は主幹事を含め5～6社（4社＋新日本、勸角の両方もしくは一方）である。発行体によれば、打診先はこの4社＋2社であり、このうちから提示された条件に裁量を加えて主幹事を決める。それ以外は、能力的に無理であるから、最初から声をかけない<sup>19)</sup>。各社の提示案にはある程度差がついているという。

証券会社によれば、幹事団のメンバーやシェアも発行体の方で決めているというが、主幹事は引受シェアもいちばん大きいし、実績にもなるので主幹事をめぐる競争は激しい。また、他社が主幹事をとった場合でも、自社は必ず幹事団に加わる。もし断ったら、次回から声をかけてもらえないからだという。

発行条件の一部である引受手数料については、法令上の規制はなく、当事者間の交渉によりその水準が自由に決定されるべきものとされているが、現実には年限によって水準（額面に対する比率）が決められており<sup>20)</sup>、現行の水準は、1990年1月、野村証券が主幹事のエクイティものについて、発行金額の区分を設けた上で、その水準を引き下げたものである。現在、すべての証券会社がすべての発

---

18) ヒアリングによれば、この時点から、普通社債についての起債会は開催されなくなり、主幹事の持ち回り制も廃止された。

19) ここで、能力とは、情報提供力、販売力、歴史的経緯などのことであるという。

20) 年限ごとに差があるが、6年7年債では、額面に対して1.5%である。CB、WBについても同様のリストがある。

行体について同一の水準を適用しているようである<sup>21)</sup>。

ヒアリングによれば、個々のファイナンスについては、基本的には主幹事と発行体との協議によって決まり、引受シ団の契約書（発行体と幹事団が連名で署名する）中にもその金額が記載されるため、他の幹事にも同一水準が適用されることになる。また、ある企業についてその水準を引き下げれば、他のすべての企業についても引き下げざるを得ず、従って、結果的に全てのファイナンスで同一水準となるという。

プロポーザル方式の導入が発行条件の決定を競争的に行うことに結びついたかという点については、せいぜい6社しか打診を受けないこと、そのほとんどが幹事団に参加すること、したがって幹事団相互の競争にならないことなど、十分な結果に結びついたとは言えないだろう。とりわけ引受手数料だけに注目すると、ほとんど変化はない。

しかし、プロポーザル方式の導入は、十分とはいえないまでも、大きなインパクトを与え、一部に「過当競争」とも評価される状況を産みだした。

次に紹介する「事件」は、そのインパクトの大きさ（したがって、それによって解き放たれることになった過去の強引な政策により蓄積されたエネルギーの大きさ）とそれに対する大蔵省の反応に象徴される政策当局の市場メカニズムに対する基本的な見方を反映している。

「事件」とは、1991年4月11日午前、「大蔵省証券局は大手証券四社と新日本証券、勸角証券の計六社から、引受担当者呼び、電力債など公募事業債の引受価格を大幅に下回る価格での販売を自粛するよう口頭指導を行なった。最近、引受競争過熱のあおりを受け、販売予想価格を大幅に上回る発行価格や、市場実勢を大きく割り込むクーポンでの事業債発行が目立ち、これを是正するという趣旨で

---

<sup>21)</sup>ただし、NTT債については、同一年限の他の事業債と比べ20銭安くなっているが、これは、公社時代の名残りのようである。

ある」（『金融財政事情』1991.4.22号26頁）<sup>22)</sup>

とりわけ主幹事が受け取る引受手数料が高いこともあって、発行条件が発行体に有利に設定されることが多く、流通市場の実勢と発行条件との乖離が大きくなったと言われる。このため、証券会社は投資家に対し、発行価格から一円以上の値引き販売を実施せざるを得なくなった。「主幹事は、発行後一か月間マーケットメイクの責任を負う」（同上）ため、事実上買い取り義務のある主幹事が、他のシ団メンバー等の売り戻しに対し、引受手数料を吐き出して買い向かう現象が目立つようになったのである<sup>23)</sup>。

「販売コストにもよるが、一円程度のディスカウント販売なら利益は出る」という大手証券引受担当者の言が伝えられているが、「事件」の時点では、「発行価格を二円も下回る水準で取り引きされる新発債」（同上）が出現していた。

注目すべきことは、次の3点である。

(1)大蔵省はこのような現象を望ましくないと判断している。

---

<sup>22)</sup>「証券会社の健全性の準則等に関する省令」のうち、証取法54条第1項第3号に規定する大蔵省令に定める場合（「是正を加えることが必要な場合」）を定めた第3条のうち、次の第9項に基づく、「きわめて嚴重な指導であった」（『金融財政事情』1991.4.22号、26頁）。「引受けに関する自己の取引上の地位を維持し又は有利ならしめるため、著しく不適當と認められる数量、価格その他の条件により、有価証券の引受を行っている場合。」理由として、「発行価格から大幅に値引きして投資家に売ることが続けば、証券会社の経営の健全性を損なう」という証券局の説明が伝えられている（同上）。

<sup>23)</sup>断片的な情報を総合すると、主幹事が買い受け義務を負う「下限価格」は、発行価格から「引受手数料+50銭」を差し引いたものである。当時は、その上に、売り気配値よりも30銭安い水準での買い気配値を主幹事が提示するという慣習があったと言われる。前者であれば、下限価格は12年債で発行価格よりも2円10銭低い水準であることになる。プロポーザル方式導入後の期間の長さには照らせば、「慣習」とはなにか、だれがどうやって決めたのかという疑問が即座に浮かぶだろう。

(ロ)引受手数料は、大幅にディスカウントしても十分利益が出る水準に固定されている。

(ハ)当然のことながら、このような介入は、カルテルと同様の効果をもつから、主幹事争いをしている大手4社の利害と一致する。

なにゆえに大蔵省が「経営の健全性を損なう」と判断したのか、なぜ「損なう」ほと「続く」と判断したのか、は改めて検討されるべきことだろうが、通常の市場メカニズムの発露である<sup>24)</sup>と少なくとも多くのエコノミストであれば判断すると思われる現象に対する大蔵省の反応に、市場メカニズムに対する不信、拒否反応あるいは恐怖を見るのは私だけではないだろう<sup>25)</sup>。

#### [5] 望ましい対応策について

前節の検討内容をさらに進めて、変更が望ましいと多くの人々が考え、それが国民経済的利益に合致する「制度・慣行」のそれぞれについて、変更しないことにより誰が、あるいはどのグループがいちばん大きな利益を受けるのか、変更による大きな直接的打撃はどこに発生するのか、等という点について検討することも可能ではあるが、ここでは試みない。また、戦後日本の金融・資本市場において、銀行、とりわけ興銀といくつかの都市銀行の果たした役割の大きさに注目し、起債会を中心的な舞台として、受託銀行が、個々の案件の発行条件の詳細にまでわたって口を出し続けたこと、さらにはそれが可能であったことにさらに分析の焦点を合わせる必要があるかもしれないが、それについてもここでは試みない。

以下では、前節までの検討結果に基づいて、望ましい対応策について簡単に見ることとする。

最初に確認しておくべきことは、現行の環境の下では、「制度・慣行」を決定

---

<sup>24)</sup>なぜそんな現象が起きるのかという点に対する説明にはさまざまなものが可能であろう。たとえば、別の仕事を獲得するためのデモンストレーション、他の仕事での見返りを期待しての行為、近い将来での「止め役」の出現を計算しての行為、単なる行きがかり、不慣れであるための錯誤など。

<sup>25)</sup>関連して、三輪[1991]第4章を参照。

する直接の舞台での発言権を持つという意味でのインサイダーにとって、国内公募普通社債市場の「空洞化」は、その回避に努力するに値しない、という点である。他の条件に影響がなければ、個々の「制度・慣行」の変更により利益を受ける企業（グループ）をインサイダーの中に見つけることがほとんど常に可能であろう。しかし、それを積極的に主張することが、自らの利益の現象につながる他の「制度・慣行」の変更の要求という他のインサイダーの反応を呼び起こす<sup>26)</sup>ことを考慮すれば、ペイしないのである。

現状は、国内公募普通社債市場のユーザーである、発行企業、投資家双方にとって（したがって、国民経済的に見て）、望ましくない状態が、「制度・慣行」さらにはそれと密接に結びついた政策の決定システムから実質的に排除されており（アウトサイダー）、仲介サービスを提供する企業を含むインサイダーの利益を反映したものとなっている。重要な点は、これまでの議論から容易に推論できるように、このことが国内公募普通社債市場にかぎって成立することではなく、金融・資本市場のほとんど全域に関して成立することである。「金融制度改革」に対して長期間かつ多方面にわたる不満が存続する理由も同質のものである。

この点を踏まえて、望ましい対応策を列挙すれば次のようなリストができあがる。

大前提として留意すべきことは次の2点である。

(a)国民経済的な利益（消費者、ユーザーの利益）の増進を最大の目標とする政府を検討の前提とすることができれば、個々の「制度・慣行」について何が望ましいかを検討することが最も重要なことであり、それで十分であるが、現状を見るかぎり、この前提は満たされない。対応策の中心は、「制度・慣行」の望ましい姿について検討するための「制度」の設計である。

(b)現状は、各経済主体にとって「制度・慣行」を含めて与えられた環境条件の中での最適な選択であるという点を重視する必要がある。この経済主体の中には、各企業およびそのグループ、さらには政府（およびそのメンバー）が含まれる。そのため、「望ましい姿」を提示して、「それに沿って行動すべきだ」という説得（さらには「脅迫」）を繰り返しても、その効果が限られたものである点に注

---

<sup>26)</sup> その代表が、さまざまな料率、参入の自由化要求であろう。

意すべきである<sup>27)</sup>。

リストは次のようなものである<sup>28)</sup>。

(1)まず、「制度・慣行」の望ましい姿を、国民経済的観点から検討して、明示すること。その際には、歴史的経緯を無視して、「白地新たに絵を画く」ようにすることが重要である。その上で、歴史的経緯に配慮すべきであるという点について国民的合意が得られれば、納得が得られる範囲内・期間内でのみ配慮することを認めることである<sup>29)</sup>。

(2)市場の内外で、個々の企業が自らの利益の実現のために努力することは当然のことであり、これこそが経済発展の原動力であるが、この努力がグループ単位で行われる場合には、ルールとそれに基づく規制が必要である。とりわけ「制度・慣行」の決定や変更、さらにはその維持に関しては、グループ行動の途を閉ざすべきである。

(1)まず、規制当局は、市場メカニズムに対する認識を改めるべきである<sup>30)</sup>。

(2)証取法などにより市場メカニズムへの関与を求められるケースについては、

---

27)単純に言えば、「猫を追うより、(皿)鯉節を引け」ということである。経済学の言葉を使えば、incentive compatibilityが欠けているということになる。

28)もちろん、そのような対応策がこれまでに実現してこなかった理由に関する「政治経済学的分析」も可能であろう。また、簡単に実現可能な対応策であると私が判断してリスト・アップするのではない。

29)通常の市場メカニズムの下では、消費者の支持を失った財、供給者は、歴史的経緯に関わりなく市場から排除される。たとえば、火鉢の生産者の多くが、石油ストーブの普及によって市場から排除されるプロセスが急激に進んだとしても、「日本文化の象徴の一つであった」という歴史的経緯は重視されなかったし、重視しても配慮する手段を持たなかったのである。金融の分野での制度改革論議の際に、しばしば登場する「白地に・・・」という表現は、特殊な状況にある、いわば特権的な地位にあるグループの利益を擁護すべきだと主張していることになる。

30)詳細には立ち入らないが、前節で言及したケースに象徴されるように、大蔵省関係者の市場メカニズムに関連した発言は、いささか大時代的である。

具体的な関与の範囲とその目的、さらにはそのことに伴う政策効果の一応の評価を予め示すべきである。又、具体的なケースで関与したケースでは、その内容、理由等をできるだけ速やかに公表すべきである。このようにして、関与の内容を外部からチェックすることが可能な状況をつくる必要がある。

(ハ)関係業界等からの意見聴取が必要な場合には、業界単位での調整済みの意見ではなく、個々の企業の意見を聴取すべきである。さらに、聴取した意見は、できるかぎり、公表すべきである。可能であれば、意見聴取は公開の場で行うのが望ましい。

(ニ)業界の協調的行動に対する独禁法の適用を厳格にすべきである。また、これまで、政府の関与の内容、業界と政府の役割分担関係等が明瞭かつ透明ではないことが、独禁法適用の障害となってきたように思われるから、この面での対応が必要である。

(3)「制度・慣行」の変更が利害関係を持つ業界の大きな抵抗を伴うのは紛れもない事実である。その抵抗の大きさと推進力の大きさが、ともに、利害調整範囲の大きさに依存する点に注目し、できるかぎり、これを狭めるように検討方法を変更すべきである。具体的には、次の2点である。

(イ)(2)の(ハ)とも関わるが、業界内での調整を、検討の俎上にのせるため、さらには政策として採用するための前提としないこと。かりに前提とするとしても、その調整を業界に任せないこと。これを前提とするかぎり、ほとんど完全な拒否権を個々の企業あるいはサブ・グループに与えることになる。

(ロ)検討の場から、直接・間接の利害関係者を排除すること。そのことにより、検討の場が、利害調整の場ではないことを確認すること。

(4)政府（その実行機関としての大蔵省）が資本市場の最大の利用者の一つであり、資金調達という目的の実現と資本市場の「制度・慣行」の決定や変更という政策が直接・間接に関連してきた歴史的経緯に鑑み、今後、資本市場のユーザーの一人としての立場を徹底すべきである。

(5)さらに、以上のように考えても、政府の関連する部局がほとんどすべて大蔵省の中にある点に対する対応策も必要かもしれない。たとえば、次のような対応策である。

(イ)資金調達を担当する部局と、資本市場を管理する部局の分離。



(ロ)市場の規制を担当する部局と、銀行、証券会社、保険会社等の業者を所管する部局との分離。

「制度改革」が国民経済的利益の観点からみて望ましい方向に向けて十分なスピードで行われてこなかった原因が、「制度改革」について検討し、実行する「制度」そのものにあったことは明かであろう。必要なのは、この「制度」の見直しであり、そのためには、インサイダーとは異なる視点の重要性を認識し、それを考慮せざるを得ない「制度」を採用することである<sup>31)</sup>。

### 参 照 文 献

- 河本一郎・大武泰南[1987]『証券取引法』日本経済新聞社
- 神田秀樹[1990]「金融の証券化と法制整備への課題」『資本市場』10月号
- 金融制度調査会[1991]『制度問題専門委員会報告』（金融制度調査会制度専門委員会）6月4日
- 公社債引受協会[1991]「わが国企業の普通社債発行に関する調査」『公社債月報』4月号
- 後藤 猛[1985]「社債発行市場の回顧と今後の問題点」『公社債月報』4月号
- 三輪芳朗[1990]「『金融制度改革』の改革」『金融ビジネス』12月号
- 三輪芳朗[1991]『日本の取引慣行』有斐閣
- 西方俊平編[1991]『図説 日本の証券市場 平成3年版』財経詳報社
- Stigler, George[1975] The Citizen and the State: Essays on Regulation,  
The University of Chicago (余語将尊・宇佐美泰生訳『小さな政府の経済学』東洋経済新報社1981年)
- 証券取引審議会[1977]『望ましい公社債市場の在り方に関する報告書』（証券取引審議会基本問題委員会）10月18日
- 証券取引審議会[1986]『社債発行市場の在り方について』（証券取引審議会公社債特別部会）12月12日
- 証券取引審議会[1991]『証券取引に係る基本的制度の在り方について』（証券取

---

<sup>31)</sup> 関連して、三輪[1990]を参照。

引委員会基本問題研究会) 5月24日

竹内昭夫[1987]「社債発行市場の在り方」『商事法務』No. 1100、1月25日号  
通産省産業構造審議会産業資金部会[1991]『中間報告書』(産業構造審議会産業  
金融小委員会) 5月31日

Wilson, Q. James ed. [1980] The Politics of Regulation, Basic Books, Inc.