

## 証券業の再編と効率性の検証

札幌学院大学 播磨谷浩三

中央大学 奥山英司

株式売買委託手数料の自由化や免許制から登録制への移行など、近年のわが国の証券業を取り巻く経営環境は、急激に変化している。さらに、金融持株会社の設立解禁などを契機に、外資系や銀行系を巻き込んだ業界の再編が加速しており、勢力図も大きく変動している。本論の目的は、これら近年（1999年度以降）の証券業における再編の効果について、効率性の観点から検証を行うことにある。金融機関の再編の効果に関しては、Berger et al. (1999) のサーベイ論文を始めとして欧米を中心に数多くの先行研究が蓄積されている。一方、わが国の金融機関を対象としたものはまだ途上にあるのが実情である。とりわけ、銀行業や保険業に比して、証券業を対象としたものは少ない。証券業の再編は銀行業との垣根問題とも関連した大きな問題であり、金融コングロマリットの是非など、今後のわが国の金融システムのあり方を考証するうえで多くの示唆に富む結果が得られるものと期待される。

検証方法として、本論では財務データに基づく費用効率性の計測とイベント・スタディを用いた市場評価の分析を行った。同様のアプローチは、銀行業を対象とした Kohers et al. (2000) や Yamori et al. (2003) などにおいても採用されている。分析結果から明らかとなった主な内容は、以下のように要約することができる。

まず、確率的フロンティア・アプローチにより費用効率性を計測した結果、再編を行っていない証券会社の方が、再編を行った証券会社よりも費用効率的事であることが明らかとなった。また、再編の形態が持株会社設立か合併かで再編後の費用効率性の推移はわずかに相違しているものの、短期的な著しい費用改善効果は確認されなかった。これらの結果は、欧米の銀行業に関する先行研究と概ね整合的である。他方、15件の再編（持株会社化が4件、合併が11件）を対象としたイベント・スタディの分析からは、持株会社化のニュースは反応されず、合併を伴う再編には期待するプラス効果が短期的に発生するものの、市場から積極的なプラス評価を受けることができなかつたことが確かめられた。

つまり、本論の分析では、費用効率性、市場評価のいずれからでも、わが国の証券業の再編を積極的に評価する結果は得られなかつた。