

証 研



レポート

No.1550

1997年9月

普通社債発行とメインバンク（2） 松尾 順介（1）

イントロデュース・ファームと
クリアリング・ファーム
—バックオフィス業務の外部化について—

伊豆 久（22）

株式オプションの取引状況

吉川 真裕（35）

『中華人民共和国会社法』について（2）

—株式会社（股份有限公司）の設立および組織機構を中心に—

王 東明（53）

自己株式取得制度と経済効果

岡村 秀夫（66）

財団法人 日本証券経済研究所

普通社債発行とメインバンク(2)

松尾 順介

1 はじめに

前回のレポートでは、九五年度の国内普通社債発行企業を対象として、(1) 銀行系証券子会社を主幹事として国内普通社債発行を行った会社のメインバンク関係、(2) 社債発行と金融機関借入金および長期借入金の増減関係、(3) 銀行系証券子会社を主幹事とする社債発行と当該親銀行からの長期借入金の増減関係、について調査した。その際、銀行系証券子会社を主幹事として国内普通社債発行を年度内に一度でも行った会社を銀行系主幹事会社とし、他方銀行系証券子会社を主幹事とした起債を年度内に行わなかった(すなわち大手四社ないし準大手証券会社のみを主幹事として起債を行った)会社を非銀行系主幹事会社として区別し、両者を比較しながら考察を行った。その結果、(1) については、銀行系主幹事会社と親銀行(その多くはメインバンクないしサブバンク)との関係は、いくぶん非銀行系主幹事とメインバンクとの関係よりも強いといえるが、それほど顕著ではなく、むしろ銀行系証券子会社が親銀行のメインバンク関係を越えて主幹事獲得を拡大していることをうかがわせる結果となっている。また、(2) については、社債発行企業は日銀の『主要企業経営分析』の調査対象となっている同期の六四七社に比べて、長短借入金のいずれにおいても大幅な減少を示しており、社債発行の要因が、いづれも金融機関借入金返済による「財務リストラ」であることを示している。そして、このことは一社平均の増減率でみる限り、銀行系主幹事会社も非銀行系主幹事会社もほぼ同じである。さらに(3) については、

銀行系主幹事会社の場合には親銀行長期借入金返済率、非銀行系主幹事会社の場合にはメインバンク長期借入金返済率という指標を用い、社債発行による資金調達額と親銀行(ないしメインバンク)からの長期借入金返済額がどのような見合いとなっているか、すなわちもし社債による調達資金が主幹事である銀行系証券子会社の親銀行(ないしメインバンク)からの長期借入金返済に当てられたとしたら、どの程度がそれに充当されたかを考察した。その結果、電力をのぞくと、銀行系主幹事会社の親銀行長期借入金返済率は七・三%であるのに対し、非銀行系主幹事会社のメインバンク借入金返済率は九・九%とやや高くなっているが、これは業種別でみると、卸売業・小売業・金融・不動産部門が突出して高いためであり、その他の業種ではほぼ全般的に銀行系主幹事会社のそれが高くなっている。さらに、親銀行ないしメインバンクからの長期借入金返済を行った会社だけを取り出して考察すると、銀行系主幹事会社の返済率が二七%であるのに対し、非銀行系主幹事会社では一三%となっており、これらの結果から、銀行系主幹事会社の方が主幹事に任命した証券子会社の親銀行に対して積極的に長期借入金返済をしていることが示唆されるものとなっている。

そこで、今回のレポートでは、九六年度の調査結果について検討する。

2 社債発行とメインバンク関係

前回のレポート同様に銀行系主幹事会社と非銀行系主幹事会社を比較しながら、社債発行会社とメインバンクの関係を考察しよう。

まず、銀行系主幹事会社と非銀行系主幹事会社とは全体としてメインバンク関係の強度にどの程度の差があるだろうか。第一に、役員派遣についてみると、銀行系主幹事会社が一社平均〇・九八人であるのに対し、非銀

表1 銀行系主幹事会社と親銀行の関係(業種別、一社平均)

会社名	会社数	親銀行数	役員派遣数(平均)	持株比率(平均)	大株主順位(平均)
建設	6	8	0.67	4.41	2.75
食品	2	2	1.50	4.64	2.50
繊維	5	8	0.40	3.77	2.25
化学・医薬品	8	9	0.88	4.39	2.67
石油・ガラス・鉄鋼・金属	15	25	0.93	2.60	2.20
機械・電気	12	14	1.08	3.90	3.86
輸送用機械・精密機器	12	16	1.17	3.77	4.75
卸売業・小売業・金融・不動産	22	36	1.68	3.59	3.06
(ダイヤモンドリースを除く)	21	35	1.05	3.55	3.09
運輸・電力・ガス・通信・サービス	23	29	0.39	3.18	3.66
(うち電力会社を除く)	19	25	0.42	3.18	3.76
全体(ダイヤモンドリースを除く)	104	146	0.85	3.50	3.21
全体(ダイヤモンドリースを含む)	105	147	0.98	3.51	3.20
全体(ダイヤモンドリースをおよび電力を除く)	100	142	0.87	3.51	3.21
全体(ダイヤモンドリースを含み電力を除く)	101	143	1.01	3.52	3.20

表2 銀行系主幹事会社と親銀行の関係(格付別、一社平均)

格付け	会社数	親銀行数	役員派遣数(平均)	持株比率(平均)	大株主順位(平均)
AAA	6	6	0.17	2.51	4.17
(電力会社を除く)	2	2	0	1.20	6.50
AA	50	33	0.73	3.31	2.76
A	69	49	1.24	3.61	3.32
(ダイヤモンドリースを除く)	68	48	0.96	3.59	3.34
BBB	22	19	0.89	3.91	3.55
全体(ダイヤモンドリースを除く)	146	106	0.85	3.50	3.21
全体(ダイヤモンドリースを含む)	147	107	0.98	3.51	3.20
	42	102	1.00	3.54	3.23

(注) オリックス・三井物産は格付が社債によって異なるので会社数が106になる

表3 非銀行系主幹事会社とメインバンクの関係(業種別、一社平均)

業種	会社数	役員派遣数(平均)	持株比率(平均)	大株主順位(平均)
建設	3	1.00	4.42	1.33
食品	2	0.50	4.70	3.00
繊維	2	1.00	4.60	1.50
化学・医薬品	2	0.00	4.55	2.50
石油・ガラス・鉄鋼・金属	3	0.67	3.85	3.00
機械・電気	3	0.67	4.00	3.33
輸送用機械・精密機器	1	1.00	4.59	3.00
卸売業・小売業・金融・不動産	9	0.56	3.95	2.78
運輸・電力・ガス・通信・サービス	14	0.36	3.27	3.21
全体	39	0.54	3.96	2.89

行系主幹事会社は、〇・五四人となっており、かなり銀行系主幹事会社が高いが、ただし銀行系主幹事会社農地には、東京三菱銀行直系のダイヤモンド・リース社が含まれ、同社には一五人の役員が東京三菱銀行から派遣されており、このために一社だけ突出した値となっているため、これを除くと〇・八人となる。しかし、第二に、持ち株比率についてみると、銀行系主幹事会社が一社平均三・五一%であるのに対し、非銀行系主幹事会社は三・九六%とわずかな差はあるが、逆に非銀行系主幹事会社が高くなっており、第三にその大株主順位についても、銀行系主幹事会社三・二〇位に対して、非銀行系主幹事会社二・八九位とわずかに非銀行系主幹事会社が高くなっている。したがって、役員派遣については銀行系主幹事会社のメインバンク関係がより強いが、持ち株に関しては銀行系主幹事会社のそれが強いとはいえず、全体としては、銀行系主幹事会社のメインバンク関係が顕著に強いとはいえず、このことは前年度の調査結果とほぼ同じといえる。

ただし、業種別にみると、役員派遣については、銀行系主幹事会社が食品(二・五〇人)、石油・ガラス・鉄鋼・金属(〇・九三人)、機械・電気(一・〇八人)、卸売業・小売業・金融・不動産(一・〇五人、ただし、ダイヤモンド・リース社を含むと一・六八人)などの部門で非銀行系主幹事会社を上回るものの、持株比率については、これら全部門で非銀行系主幹事会社が高くなっており、前回調査で機械・電気および輸送用機器・精密機器の両部門が、どの指標においても、銀行系主幹事会社のメインバンク関係が強くなっていたのと異なる(表1および表3参照)。

また、格付け別にみると、銀行系主幹事会社は役員派遣数ではA格、持株比率ではBBB格、大株主順位ではA格がそれぞれ高くなっており、一意的にどの格付けが高いとはいえないのに対し、非銀行系主幹事会社では役員派遣についてはA格、持株比率についてはBBB格がそれぞれ高く、これは前者同様だが、大株主順位につ

表4 非銀行系主幹会社とメインバンクの関係
(格付別、一社平均)

格付	社数	役員派遣数(平均)	持株比率(平均)	大株主順位(平均)
AAA	7	0.14	3.18	4.29
AA	5	0.00	2.90	2.60
A	20	0.85	4.14	2.60
BBB	7	0.43	4.40	2.14
全体	39	0.54	3.86	2.82

いてもBBB格が高くなっており、低格付けほどメインバンク関係が強くなる傾向があるが、それほど顕著とはいえない。したがって、ここでも、同じ銀行系主幹会社および非銀行系主幹会社の分類の中で顕著な特徴はなく、また両者を比較しても明らかな差はない(表2および表4参照)。ただし、非銀行系主幹会社において、低格付け会社のメインバンク関係が強くなる傾向があるとすれば、その理由として、これらの企業のメインバンク依存度が高く、銀行系証券子会社を主幹事とした社債発行、特に借入金返済目的の社債発行が憚られるために、四社主幹事としている可能性があるが、これについては個別企業についてのより詳しい調査が必要である。

3 社債発行と金融機関借入金の増減

本節では、社債発行による手取金が金融機関借入金返済に使われているといわれるが、この点についてみてみよう。

まず、九六年度の普通社債発行会社全体について、社債発行と金融機関借入金返済の関係を考察すると、普通社債発行会社の金融機関借入金残高(一社平均)を九五年度末と九六年度末で比較すると、三六三六億円から三五七八億円へと五八億円減少(増減率マイナス一・六%)し、長期借入金だけでみると二三三〇億円から二三〇二億円へと二八億円減少(増減率マイナス一・二%)している。これは、前回の調査結果が、金融機関借入金の増減率一〇%、長期借入金の増減率マイナス一%であったことと比較すると、金融機関借入金全体の残高の減

少率が低下したものの長期借入金の減少率はあまり変化していない。

これを業種別でみると、借入金全体の減少が顕著な業種は、化学・医薬品(マイナス一〇・六%)、輸送用機器・精密機器(マイナス八・五%)、食品(マイナス七・二%)、建設(マイナス六・八%)などであり、また長期借入金の減少が顕著な業種も、ほぼ同様に化学・医薬品(マイナス二〇・一%)、輸送用機器・精密機器(マイナス二〇・〇%)、建設(マイナス八・四%)などであり、前回の調査結果とあまり変化はない(表5参照)。

また、格付け別にみると、借入金全体の増減率では、電力を除くと、AAA格が最も減少しており(マイナス一〇・八%)、以下AAG格、A格と減少率は低下する。しかし、長期借入金の増減率では、AAA格は逆に五・八%(電力を除くと五・四%)の増加となっており、またBBB格の減少率がマイナス七・六%と最も高くなっている。これは、前回の調査結果と比較すると、前回は借入金全体の減少がAAG格でマイナス二四%と顕著に高かった点で異なっているものの、長期借入金の増減率ではAAA格が増加している点は同じである(表6参照)。

次に、銀行系主幹会社と非銀行系主幹会社とを区別して考察すると、まず銀行系主幹会社は、借入金全体の増減率がマイナス二・一%(ただし、電力を除くとマイナス四・〇%)、長期借入金の増減率がマイナス二・八%(ただし、電力を除くとマイナス五・七%)となっているのに対し、非銀行系主幹会社は借入金全体の増減率がマイナス八・一%(ただし、電力を除くとマイナス一〇・〇%)、長期借入金の増減率はマイナス七・三%(ただし、電力を除くとマイナス八・二%)となっており、借入金全体で見ても、長期借入金だけを見ても、非銀行系主幹会社の方が減少率が高く、さらに電力を除いて考えても、非銀行系主幹会社の方が減少率が高くなっている。この点について前回調査では、借入金全体の増減率はいずれもマイナス三%と変わらず、長期借入金の増減率が銀行系主幹会社マイナス一%であるのに、非銀行系主幹会社マイナス二%であったこ

表5 全社業種別借入金増減・金融収支・長期借入金（一社平均）

（単位：百万円，％）

業種別	会社数	55年度借入金	56年度借入金	借入金増減	増減率	55年度金融収支	56年度金融収支	金融収支増減	55年度長期借入金	56年度長期借入金	増減	増減率
建設	7	250,562	233,541	-17,021	-6.8%	-6,809	-5,456	1,353	88,454	81,037	-7,417	-8.4%
食品	4	107,793	100,024	-7,769	-7.2%	-9,951	-8,580	1,371	72,601	69,220	-3,380	-4.7%
繊維	8	78,380	103,072	24,712	31.5%	-1,385	-1,479	-94	36,300	46,341	10,041	27.7%
化学・医薬品	8	96,176	86,002	-10,174	-10.6%	-1,102	-1,914	-812	51,332	41,016	-10,317	-20.1%
石油・ガラス・鉄鋼・金属	17	226,467	230,815	4,348	1.9%	-10,688	-7,795	2,892	132,011	124,045	-7,966	-6.0%
機械・電気	14	103,010	106,558	3,548	3.4%	-1,836	-213	1,623	29,386	26,921	-2,465	-8.4%
輸送用機器・精密機器	11	94,856	86,754	-8,102	-8.5%	-4,172	-3,218	954	52,737	42,203	-10,534	-20.0%
防衛・小売業・金融・不動産	27	642,826	604,203	-38,623	-6.0%	-3,536	-1,436	2,100	344,419	324,863	-19,556	-5.7%
運輸・電力・ガス・通信・サービス	36	555,768	561,878	6,110	1.1%	-53,128	-43,503	9,625	446,937	460,344	13,407	3.0%
（電力会社を除く）	27	215,810	203,701	-12,108	-5.6%	-19,649	-19,286	363	168,648	170,158	1,511	0.9%
全体	132	363,586	357,777	-5,809	-1.6%	-18,368	-14,560	3,808	232,992	230,224	-2,768	-1.2%
全体（電力会社を除く）	123	270,380	259,650	-10,730	-4.0%	-8,044	-6,772	1,272	152,616	145,944	-6,671	-4.4%

(7)

表6 全社格付別借入金増減・金融収支・長期借入金（一社平均）

（単位：百万円，％）

格付別	会社数	55年度借入金	56年度借入金	借入金増減	増減率	55年度金融収支	56年度金融収支	金融収支増減	55年度長期借入金	56年度長期借入金	増減	増減率
AAA	13	838,685	849,316	10,631	1.3%	-88,078	-64,384	23,694	670,254	706,179	35,926	5.4%
（うち電力会社を除く）	6	376,515	335,876	-40,639	-10.8%	-54,804	-50,787	4,017	299,387	309,425	17,038	5.8%
AA	39	635,894	622,502	-13,393	-2.1%	-23,806	-19,178	4,629	383,628	368,923	-14,705	-3.8%
（うち電力会社を除く）	37	504,968	486,522	-18,446	-3.7%	-7,265	-4,137	3,128	263,868	247,103	-16,765	-6.4%
A	60	229,861	223,925	-5,936	-2.6%	-6,839	-5,412	1,426	128,373	121,750	-6,623	-5.2%
BBB	26	63,486	60,247	-3,239	-5.1%	-172	-2,334	-2,161	36,811	34,011	-2,800	-7.6%
全体	138	363,586	357,777	-5,809	-1.6%	-18,368	-14,560	3,808	232,992	230,224	-2,768	-1.2%
全体（うち電力会社を除く）	123	268,987	258,448	-10,538	-3.9%	-7,946	-6,691	1,255	151,408	144,965	-6,443	-4.3%

とと比較すると、今回非銀行系主幹事会社の減少率が両方の指標においてかなり顕著に高まったといえる。

これを業種別にみると、銀行系主幹事会社で借入金全体の減少率が顕著なのは、化学・医薬品（マイナス一・四％）、食品（マイナス八・九％）、建設（マイナス八・二％）であり、長期借入金では、化学・医薬品（マイナス二〇・一％）、輸送用機器・精密機器（マイナス二〇・二％）、建設（マイナス八・三％）、食品（マイナス四・五％）、などである（表7参照）。他方、非銀行系主幹事会社では、借入金全体では、化学・医薬品（マイナス五四％）、繊維（マイナス二六％）、運輸・電力・ガス・サービス（マイナス一〇・〇％）、ただし電力を除くとマイナス一八・一％）、建設（マイナス一〇・〇％）、卸売業・小売業・金融・不動産（マイナス七・三％）と銀行系主幹事会社の場合と異なる業種が含まれるが、長期借入金では化学・医薬品（マイナス二〇・三％）、建設（マイナス一〇・二％）、食品（マイナス七・二％）、繊維（マイナス一三・四％）、卸売業・小売業・金融・不動産（マイナス九・九％）、運輸・電力・ガス・サービス（マイナス七・六％）、ただし電力を除くとマイナス一四・五％）となり、比較的銀行系主幹事会社の場合と一致している（表7および表9参照）。しかし、化学・医薬品、繊維などは減少率が著しく、これらが非銀行系主幹事会社の減少率の上昇に貢献している。

また、格付け別にみると、銀行系主幹事会社の場合、A格が借入金全体でも、長期借入金でも減少率が大きく（それぞれマイナス四・七％、マイナス八・三％）、他方非銀行系主幹事会社でもA格が同様大きく（それぞれそれぞれマイナス二・七％、マイナス一五・八％）、この点は共通しているが、その減少率はかなり差があり、この点からも非銀行系主幹事会社の場合の減少率の高まりがうかがえるものとなっている（表8および表10参照）。

(8)

表7 銀行系主幹事会社業種別借入金・金融収支・長期借入金増減（一社平均）

（単位：百万円、%）

業種別	社数	95年度 借入金	96年度 借入金	借入金増減	増減率	95年度 金融収支	96年度 金融収支	金融収支 増減	95年度 長期借入金	96年度 長期借入金	増減	増減率
建設	6	254,760	223,897	-20,853	-8.2%	-6,904	-5,694	1,209	92,311	84,656	-7,656	-8.3%
食品	2	177,188	161,420	-15,779	-8.9%	-17,808	-15,323	2,486	133,264	127,236	-6,029	-4.5%
繊維	6	84,719	126,891	42,172	49.8%	-933	-1,586	-653	39,270	58,421	19,151	48.8%
化学・医薬品	7	83,219	73,720	-9,498	-11.4%	-569	-1,622	-1,053	52,541	41,996	-10,545	-20.1%
石油・ガス・鉄鋼・金属	15	247,193	248,232	1,038	0.4%	-12,157	-8,773	3,384	143,857	134,166	-9,691	-6.7%
機械・電気	12	117,533	122,092	4,559	3.9%	-2,034	-125	1,909	33,654	30,805	-2,849	-8.5%
輸送用機器・精密機器	12	84,943	77,123	-7,820	-9.2%	-3,865	-2,926	940	47,818	38,161	-9,657	-20.2%
卸売業・小売業・金融・不動産	22	714,708	668,351	-46,357	-6.5%	-2,664	-501	2,163	386,986	364,050	-22,936	-5.9%
運輸・電力・ガス・サービス	23	553,980	563,237	9,256	1.7%	-50,343	-36,680	13,663	450,053	457,411	7,358	1.6%
（うち電力会社を除く）	19	151,713	146,723	-4,991	-3.3%	-8,759	-9,868	-1,109	119,624	116,220	-3,403	-2.8%
全体	105	357,871	350,246	-7,625	-2.1%	-14,821	-10,557	4,264	223,088	216,919	-6,169	-2.8%
全体（電力会社を除く）	101	274,430	263,457	-10,974	-4.0%	-5,592	-4,479	1,113	151,939	143,211	-8,729	-5.7%

(6)

表8 銀行系主幹事会社格付別借入金・金融収支・長期借入金増減（一社平均）

（単位：百万円、%）

格付別	社数	95年度 借入金	96年度 借入金	借入金 増減	増減率	95年度 金融収支	96年度 金融収支	金融収支 増減	95年度 長期借入金	96年度 長期借入金	増減	増減率
AAA	6	1,715,085	1,772,318	57,233	3.3%	-180,646	-121,590	59,056	1,410,440	1,456,685	46,246	3.3%
（電力会社を除く）	2	215,758	223,600	17,842	8.3%	-46,200	-36,694	9,506	192,134	213,925	21,791	11.3%
AA	32	501,104	480,727	-20,378	-4.1%	-8,425	-7,562	863	298,661	283,649	-15,012	-5.0%
A	48	216,492	206,229	-10,262	-4.7%	-3,578	-2,323	1,255	105,672	96,860	-8,812	-8.3%
BBB	19	45,212	45,244	32	0.1%	-1,634	-1,342	291	17,485	16,335	-1,149	-6.6%
全体	105	357,871	350,246	-7,625	-2.1%	-14,821	-10,557	4,264	223,088	216,919	-6,169	-2.8%
全体（電力会社を除く）	101	274,430	263,457	-10,974	-4.0%	-5,592	-4,479	1,113	151,939	143,211	-8,729	-5.7%

表9 非銀行系主幹事会社業種別借入金・金融収支・長期借入金（一社平均）

（単位：百万円、%）

業種	社数	95年度 借入金	96年度 借入金	借入金 増減	増減率	95年度 金融収支	96年度 金融収支	金融収支 増減	95年度 長期借入金	96年度 長期借入金	増減	増減率
建設	3	76,078	77,734	1,655	2.2%	-2,587	-2,119	468	32,654	29,663	-2,991	-9.2%
食品	2	38,388	38,629	242	0.6%	-2,094	-1,837	257	11,937	11,205	-732	-6.1%
繊維	2	137,644	134,689	-2,955	-2.1%	-4,127	-2,640	1,488	63,692	56,443	-7,249	-11.4%
化学・医薬品	2	94,044	85,992	-8,052	-8.6%	-53,74	-1,904	382	42,874	34,154	-8,720	-20.3%
石油・ガス・鉄鋼・金属	3	58,975	76,997	18,021	30.6%	-291	-813	-522	28,775	32,089	3,315	11.5%
機械・電気	3	11,904	10,652	-1,252	-10.6%	-112	-329	-216	3,777	3,614	-163	-4.3%
輸送用機器・精密機器	1	27,430	32,130	4,700	17.1%	-3,341	-2,970	371	6,300	6,300	0	0.0%
卸売業・小売業・金融・不動産	9	184,684	182,048	-2,636	-1.4%	-3,799	-2,824	975	98,201	95,276	-2,925	-3.0%
運輸・電力・ガス・サービス	14	560,394	560,768	374	0.1%	-57,339	-53,586	3,753	442,747	466,071	23,325	5.3%
（電力をのぞく）	9	329,774	303,104	-26,670	-8.1%	-39,888	-35,271	4,617	254,849	266,536	11,686	4.6%
全体	39	269,644	270,156	512	0.2%	-8,13	-22,212	-14,082	209,819	217,879	8,060	3.9%
（電力をのぞく全体）	34	165,841	159,214	-6,627	-4.0%	-12,427	-10,834	1,592	101,143	102,929	1,786	1.8%

（注）長期借入金およびその増減を計算する際、財務諸表規則によって長期借入金明細表を省略している会社を除外したため、そこでの社数は35社である。

表10 非銀行系主幹事会社格付別借入金・金融収支・長期借入金（一社平均）

（単位：百万円、%）

格付け	社数	95年度 借入金	96年度 借入金	借入金 増減	増減率	95年度 金融収支	96年度 金融収支	金融収支 増減	95年度 長期借入金	96年度 長期借入金	増減	増減率
AAA	7	831,138	824,777	-6,361	-0.8%	-92,729	-88,726	4,003	673,544	715,337	41,793	6.2%
（電力をのぞくAAA）	3	635,213	563,665	-71,558	-11.2%	-100,544	-93,651	6,893	514,671	554,605	39,933	7.8%
AA	5	342,184	350,333	8,148	2.4%	-26,129	-24,489	1,641	208,077	212,469	4,392	2.1%
（電力をのぞくAA）	4	186,423	177,829	-8,594	-4.6%	-8,592	-7,455	1,137	76,553	69,928	-6,625	-8.7%
A	20	134,937	135,992	1,055	0.8%	-3,841	-2,485	1,357	93,524	91,884	-1,641	-1.8%
BBB	7	41,214	41,591	376	0.9%	-1,384	-1,129	255	13,156	12,277	-880	-6.7%
全体	39	269,644	270,156	512	0.2%	-22,212	-20,542	1,670	209,819	217,879	8,060	3.9%
（電力をのぞく全体）	34	165,841	159,214	-6,627	-4.0%	-12,427	-10,834	1,592	101,143	102,929	1,786	1.8%

(10)

4 社債発行と親銀行またはメインバンク長期借入金との関係

以上の結果から、社債発行会社は借入金を減少させる傾向があるものと考えられるが、では銀行系主幹事会社にとって、主幹事に選定した銀行系証券子会社の親銀行からの借入金増減と社債発行の関係はどうなっているのであろうか。また、それを非銀行系主幹事会社の場合のメインバンクからの借入金増減と比較するとどのような差があるのだろうか、この点について最後に考察しよう。その際、前回同様長期借入金返済率という観点をを用いる。これは社債手取り金と長期借入金の返済に充当されたとしたらどの程度の比率になるかを計算上表したものであり、なかでも銀行系主幹事会社の場合、社債手取り金为主幹事に任命した証券子会社の親銀行からの借入金返済に当てられたものとして計算したのが、親銀行長期借入金返済率であり、また非銀行系主幹事会社の場合、同じものがメインバンクからの長期借入金返済に充てられたものとして計算したのがメインバンク長期借入金返済率である。

まず、銀行系主幹事会社と非銀行系主幹事会社とを全体に比較すると、単なる長期借入金の増減率でみると、非銀行系主幹事会社の方が減少率が高く、このことは電力を除いても同様である。しかし、親銀行（またはメインバンク）からの長期借入金を見ると、銀行系主幹事会社が全体でマイナス一・五%とわずかながら減少させているのに対し、非銀行系主幹事会社は一・三%とむしろ増加させており、これは電力を除いてみると、銀行系主幹事会社マイナス八・三%に対して、非銀行系主幹事会社マイナス五・二%と後者の方が減少率がより小さなものとなっている。つまり、全体としてみると、非銀行系主幹事会社は長期借入金の減少傾向は強いが、対メインバンクとなるとその減少傾向は弱まり、むしろ銀行系主幹事会社の方が主幹事証券の親銀行からの借入金をより減少させているといえる。このことは親銀行（またはメインバンク）長期借入金返済率をみるとより明らか

であろう。まず、全体として、銀行系主幹事会社は親銀行長期借入金返済率が一・七%であるのに対し、非銀行系主幹事会社はマイナス二・八%と逆にメインバンクからの長期借入金を積み増す傾向にあり、さらに電力を除外すると、この数字は銀行系主幹事会社八・八%に対し、非銀行系主幹事会社三・一%とかなりの差があるからである。つまり、社債手取り金が親銀行（またはメインバンク）に還流される傾向は非銀行系主幹事会社よりも銀行系主幹事会社の方が強いと考えられる。

これを業種別でみると、この親銀行（またはメインバンク）長期借入金返済率は銀行系主幹事会社の場合、食品（三〇・七%）、卸売業・小売業・金融・不動産（二六・六%）、輸送用機器・精密機器（二〇・六%）、化学・医薬品（一〇・九%）などであり、非銀行系主幹事会社の場合、建設（二二・五%）、化学・医薬品（五・六%）などであるが、その比率はかなり差がある（表11および表13参照）。

また、格付け別でみると、電力を除くと、銀行系主幹事会社ではA A格がもつとも高く（一六・九%）、他方非銀行系主幹事会社でも同様A A格がもつとも高く（二三・八%）、この点同じ傾向がみられる（表12および表14参照）。

以上の結果を前回の調査結果と比較すると、まず前回は若干ではあるが、銀行系主幹事会社の親銀行長期借入金返済率（五・〇%）、ただし電力を除くと七・三%）を非銀行系主幹事会社のメインバンク長期借入金返済率（五・九%、同九・九%）が上回っていたのに対し、今回は明確に非銀行系主幹事会社のそれが上回ったといえる。

さらに、銀行系主幹事会社および非銀行系主幹事会社のそれぞれの中から、親銀行（またはメインバンク）長

表11 銀行系主幹事会社（業種別）親銀行長期借入金（一社平均）

（単位百万円：. %）

	会社数	95年度 発行額	96年度 長期借入金	長期借入金	増減	増減率	返済率	返済率 親銀行	長期借入金	長期借入金	増減	増減率	返済率
建設	5	12,857	110,774	101,587	-9,187	-8.3%	71.5%	7	9,056	8,859	-197	-2.2%	1.5%
食品	2	10,000	133,264	127,236	-6,029	-4.5%	60.3%	2	10,823	7,750	-3,073	-28.4%	30.7%
繊維	6	13,889	26,180	38,947	12,767	48.8%	-91.9%	9	2,118	3,073	955	45.1%	-6.9%
化学・医薬品	7	10,625	52,541	41,996	-10,545	-20.1%	99.2%	8	4,836	3,677	-1,159	-24.0%	10.9%
石油・ガラス・鉄鋼・金属	14	12,391	154,133	143,750	-10,383	-6.7%	88.8%	23	10,196	9,943	-253	-2.5%	2.0%
機械・電気	12	22,000	33,654	30,805	-2,849	-8.5%	12.9%	14	2,611	2,458	-152	-5.8%	0.7%
輸送用機器・精密機器	10	9,923	57,381	45,793	-11,588	-20.2%	116.8%	13	8,026	5,979	-2,047	-25.5%	20.6%
卸売業・小売業・金融・不動産	19	11,469	448,089	421,532	-26,558	-5.9%	231.6%	32	35,555	32,504	-3,050	-8.6%	26.6%
運輸・電力・ガス・サービス	23	15,724	450,053	457,411	7,358	1.6%	-46.8%	29	14,290	18,056	3,766	26.4%	-24.0%
(うち電力を除く)	19	11,640	119,624	116,220	-3,403	-2.8%	29.2%	25	6,474	6,083	-391	-6.0%	3.4%
全体	98	13,613	229,023	222,414	-6,609	-2.8%	48.5%	137	15,112	14,885	-228	-1.5%	1.7%
全体(電力会社を除く)	94	12,782	163,254	153,875	-9,379	-5.7%	73.4%	133	13,668	12,539	-1,129	-8.3%	8.8%

(13)

表12 銀行系主幹事会社（格付別）親銀行長期借入金（一社平均）

（単位百万円：. %）

	会社数	発行額	95年度 長期借入金	96年度 長期借入金	増減	増減率	返済率	親銀行 返済率	95年度親銀行 長期借入金	96年度親銀行 長期借入金	増減	増減率	返済率
AAA	6	30,000	666,415	695,495	29,081	4.4%	-96.9%	6	40,421	46,700	6,279	15.5%	-20.9%
（うち電力を除く）	3	18,350	294,545	275,359	-19,176	-6.5%	104.5%	3	21,850	21,862	12	0.1%	9.2%
AA	51	18,284	408,706	391,273	-17,433	-4.3%	95.3%	35	21,862	21,803	-59	-0.3%	0.3%
（うち電力を除く）	50	10,000	70,103	64,245	-5,858	-8.4%	58.6%	34	21,850	20,164	-1,686	-7.7%	16.9%
A	58	9,888	133,978	125,739	-8,239	-6.1%	83.3%	45	11,074	10,030	-1,044	-9.4%	10.6%
BBB	22	7,955	45,526	42,018	-3,508	-7.7%	44.1%	19	3,207	2,967	-240	-7.5%	3.0%
全体	98	13,613	229,023	222,414	-6,609	-2.8%	48.5%	137	15,112	14,885	-228	-1.5%	1.7%
全体（電力会社を除く）	94	12,782	163,254	153,875	-9,379	-5.7%	73.4%	133	13,668	12,539	-1,129	-8.3%	8.8%

表13 非銀行系主幹事会社（業種別）メインバンク長期借入金（一社平均）

（単位百万円：. %）

業種	社数	社債 発行額	95年度 借入金	96年度 借入金	増減	95年度 金融機関 借入金	96年度 金融機関 借入金	増減	95年度 返済率	96年度 返済率	増減	95年度 返済率	96年度 返済率	役員 派遣数	役員 比率	役員比率 株主総会									
建設	2	10,000	112,718	115,700	2,982	3,961	716	32,651	29,663	2,988	-10.1%	29.9%	29.9%	1	42	1.5									
食品	2	12,000	38,388	38,629	242	4.3%	2,091	1,837	257	11,937	11,265	-732	-7.1%	17.6	928	825	-103	-5.3%	2.5%	0.5	4.1	3	3		
繊維	2	17,000	137,641	134,689	-2,952	-2.3%	4,127	-2,640	1,488	63,692	58,443	-5,249	-8.3%	25.5	11,430	10,361	-1,069	-9.3%	4.28	1	4.5	1.5	4		
化学・医薬品	1	15,000	156,879	171,990	15,111	9.7%	4,331	3,958	696	42,647	31,151	-11,496	-27.2%	24.9%	8,413	6,441	-1,972	-23.4%	5.63	0	4.74	4.74	3	3	
石油・ガラス・鉄鋼・金属	3	16,667	58,935	76,997	18,062	21.5%	-2.9%	-3.3%	522	28,775	32,089	3,315	8.7%	-15.2%	1,501	3,106	1,604	51.7%	-8.0%	3.82	0.67	3.85	3	3	
機械・電気	2	10,000	15,877	13,354	-2,523	-15.8%	-6.8%	-4.6%	-45	3,777	3,611	-166	-4.4%	1.5%	0	0	0	0	0	0.5	3.82	3.5	3	3	
輸送用機器・精密機器	1	10,000	27,430	32,130	4,700	17.1%	3.3%	-2,901	31	6,309	6,309	0	0	0	200	0	0	0	0	0	1	4.59	3	3	
輸送用機器・金融・不動産	8	16,000	204,692	201,831	-2,861	-1.4%	-3.3%	3,242	1,101	98,300	95,276	-3,024	-3.1%	4.3%	14,579	13,547	-1,033	-7.1%	3.51	0.63	3.56	3.58	3	3	
運輸・電力・ガス・サービス	12	57,083	514,381	529,740	15,359	3.0%	-44.7%	43,211	1,588	403,044	419,510	16,466	4.1%	-8.6%	38,983	54,014	15,031	41.4%	-13.4	0.42	3.56	3.58	3	3	
同上（電力を除く）	7	26,629	165,001	176,291	11,290	6.8%	-13.0%	12,251	1,117	133,651	129,795	-3,856	-2.9%	16.7%	5,776	5,386	-390	-7.3%	2.71	0.57	3.74	3.74	3	3	
全体（電力を除く）	33	30,515	266,588	273,072	6,484	2.4%	-5.5%	-18.2%	17,296	971	181,251	185,056	3,805	4.2%	-7.9%	17,339	24,433	7,095	40.5%	1.26	0.58	4.05	3.99	3	3
全体（平均）	28	18,107	140,456	139,877	-1,580	-6.7%	-5.8%	-4.9%	751	74,161	71,740	-2,421	-3.3%	10.0%	7,529	6,991	-538	-7.7%	3.11	0.61	4.04	4.04	2.75	2.75	

（注）財務諸表規則によって長期借入金明細表が省略されている4社（日本電産設備、アイプラン、横河電機、伊藤忠燃料）、メインバンクを不要とする1社（ソフトバンク）およびメインバンクを特定し難い1社（東日本旅客鉄道）の計6社を除外した。

表14 非銀行系主幹事会社（格付別）メインバンク長期借入金（一社平均）

（単位百万円：. %）

格付け	社数	社債 発行額	55年度 借入金	56年度 借入金	借入金 増減	増減率	55年度 金融債 発行額	56年度 金融債 発行額	金融債 支増減	55年度 長期借入金	56年度 長期借入金	増減	増減率	返済率	55年度 長期借入金	56年度 長期借入金	増減	増減率	返済率	役員 派遣数	メイト 増減率	メイト 増減率
AAA	6	60,000	694,781	716,882	22,101	3.43	63,100	62,723	828	97,367	98,892	524	4.59	15.11	54,225	77,955	23,730	43.7	3.2	0.17	3.2	4.67
AAA(電力を除く)	2	30,000	324,181	306,499	-17,682	-5.57	16,557	16,733	1,876	97,367	112,834	15,467	15.9	0	22,800	30,538	7,737	33.8	2.94	0	3.63	
AA	5	65,000	342,694	350,333	8,639	0.67	26,129	24,689	1,440	206,077	212,409	6,332	3.07	14.14	22,800	21,855	-945	-4.14	0	3.46	3.33	
AA(電力を除く)	4	31,250	186,423	177,829	-8,594	-2.78	8,592	7,655	1,937	76,593	69,928	-6,665	-8.7	23.76	2,678	2,185	-493	-18.4	0	3.46	3.33	
A	15	18,333	176,156	178,218	2,062	1.2	5,590	4,452	1,138	98,892	97,161	-1,732	-1.72	6.7	11,945	11,350	-595	-5.01	1	4.35	2.87	
BBB	7	6,714	41,214	41,591	376	0.91	1,384	-1,129	255	13,156	12,277	-879	-6.7	7.84	2,807	2,225	-582	-20.7	4	4.43	4.4	
全体	33	30,515	266,588	273,072	6,484	5.06	-18,266	-17,296	971	181,254	185,936	4,682	7.99	1.73	19,339	24,433	5,095	26.3	0.58	4.05	3.09	
全体(電力を除く)	28	18,107	140,456	138,877	-1,580	-6.78	-5,690	-4,929	761	74,161	71,740	-2,421	-3.27	10.02	7,529	6,994	-535	-7.1	0.64	4.04	2.75	

(14)

表15a. 銀行系主幹事会社のうち親銀行長期借入金返済会社

(単位: 百万円、%)

会社名	発行額	主幹事	倍付け	95年度 借入金	96年度 借入金	借入金増減	95年度 金融収支	96年度 金融収支	金融収支 増減
1 オリックス	10,000	三和	AA+	2,621,997	2,618,047	-3,950	-4,130	5,813	9,943
2 オリックス	10,000	興銀	AA	2,621,997	2,618,047	-3,950	-4,130	5,813	9,943
3 伊藤忠商事	20,000	興銀	AA-	2,442,804	2,295,883	-146,921	-508	8,860	7,352
4 三菱地所	10,000	三菱信託	AA+	400,910	397,556	-3,354	-44,848	-39,756	5,092
5 三井物産	10,000	富士	AA	2,580,827	2,413,102	-167,725	19,634	32,891	13,257
6 リコーリース	10,000	東京三菱	A	361,973	378,678	14,705	-269	-384	-115
7 いすゞ自動車	10,000	興銀	A-	272,784	209,247	-63,537	-10,792	-8,180	2,612
8 ニチメン	10,000	三和	A	1,027,750	929,296	-98,454	64	2,180	2,116
9 住友金属工業	10,000	住友信託	AA-	626,010	638,823	12,813	-33,096	-21,047	12,049
10 いすゞ自動車	10,000	第一勧銀	A-	272,784	209,247	-63,537	-10,792	-8,180	2,612
11 三井物産	20,000	東京三菱	A	2,580,827	2,413,102	-167,725	19,634	32,891	13,257
12 キムラニシティ	3,000	東海トラ	BBB+	2,522	600	-1,922	-131	-131	0
13 サッポロビール	10,000	富士	A	171,390	147,842	-23,548	-12,054	-10,045	2,009
14 三菱化学	10,000	東京三菱	AA-	228,792	202,167	-26,625	9,013	-2,565	-11,579
15 古河電気工業	10,000	第一勧銀	A	136,824	146,115	9,291	-3,316	-1,014	2,302
16 昭和シェル石油	10,000	第一勧銀	AA-	196,330	205,662	7,332	-5,570	-4,749	1,821
17 伊藤忠商事	50,000	住友信託	AA-	2,442,804	2,295,883	-146,921	-508	8,860	7,352
18 株式会社小野田	10,000	興銀	A	213,724	198,704	-15,020	-5,916	-4,465	1,451
19 カルソニック	5,000	興銀	A-	19,650	17,918	-1,732	-923	-892	31
20 東レ	10,000	長銀	AA	126,858	123,574	-3,284	8,097	3,872	-4,225
21 住友電装	4,000	住友信託	A-	19,185	10,767	-8,418	-705	-543	-162
22 カルソニック	5,000	あさひ	A-	19,650	17,918	-1,732	-923	-892	31
23 コニカ	5,000	東京三菱	A	38,888	32,789	-6,099	-543	-1,051	-508
24 コニカ	5,000	三和	A-	38,888	32,789	-6,099	-543	-1,051	-508
25 東亜建設工業	4,000	安田信託	A-	32,240	46,649	14,409	-657	-660	-3
26 三菱地所	15,000	東京三菱	A-	400,910	397,556	-3,354	-44,848	-39,756	5,092
27 日産自動車	20,000	興銀	AA-	401,965	360,037	-41,928	-21,487	-18,494	2,993
28 カヤハ工業	8,000	富士	A-	24,789	19,788	-5,001	-1,088	-771	317
29 日本鋼管	15,000	第一勧銀	AA-	446,575	406,204	-40,371	-36,493	-26,632	9,861
30 阪急不動産	5,000	三和	A	73,160	74,904	1,744	-2,711	-2,591	120
31 東洋紡績	10,000	住友信託	A-	111,805	88,286	-23,519	-4,812	-4,371	441
32 ヤマタセ	5,000	住友信託	AA-	16,500	22,200	5,700	-242	-78	164
33 井関農機	4,000	農中	BBB	30,590	41,051	10,461	-1,112	-965	147
34 日本セメント	10,000	富士	A	72,953	47,053	-25,900	-2,357	-2,516	-159
35 日本航空	20,000	興銀	BBB-	430,837	390,546	-40,291	-35,828	-29,340	-6,488
36 阪急電鉄	10,000	住友信託	AA	258,305	237,511	-20,794	-19,576	-17,638	1,938
37 京阪電鉄	15,000	興銀	AA-	188,874	178,510	-10,364	-5,961	-5,247	11,208
38 京阪電気鉄道	10,000	三井信託	A	162,294	157,358	-4,936	-9,171	-8,118	353
39 コニカ・ミノリタ通信	30,000	第一勧銀	A+	351,990	344,262	-7,728	-20,857	-18,455	2,402
40 京阪電気鉄道	10,000	住友	A	162,294	157,358	-4,936	-9,171	-8,818	353
41 日本郵船	5,000	第一勧銀	A-	31,378	26,863	-4,515	-726	-99	825
42 昭和飛行機工業	5,000	さくら	BBB+	4,044	3,420	-624	-504	20	524
43 日産自動車	20,000	富士	AA-	401,965	360,037	-41,928	-21,487	-18,494	2,993
44 東京ドーム	10,000	第一勧銀	AA+	72,317	71,588	-729	-2,935	-2,516	419
45 南海電気鉄道	7,500	住友信託	A	276,691	274,592	-2,099	-12,600	-12,551	39
46 イスミ	5,000	長銀	AA-	38,740	59,755	21,016	-573	-586	-13
47 ヤマナカ	3,000	東海トラ	BBB	6,261	5,447	-814	-580	-575	5
48 日本鋼管	20,000	興銀	AA-	446,575	406,204	-40,371	-36,493	-26,632	9,861
49 三菱瓦斯化学	10,000	東京三菱	A	81,597	78,143	-3,454	-1,199	1,320	2,519
50 名鉄運輸	3,000	東海トラ	A	20,810	22,005	1,195	-584	-295	289
51 神戸製鋼所	20,000	第一勧銀	AA-	431,579	457,267	25,688	-32,396	-23,989	8,407
52 神戸製鋼所	20,000	三和	AA-	431,579	457,267	25,688	-32,396	-23,989	8,407
53 小田急電鉄	20,000	興銀	A-	257,671	244,529	-13,142	-18,549	-18,800	-251
54 東洋ゴム工業	5,000	三和	BBB+	56,864	57,265	401	-1,773	-1,106	667
55 三井物産	30,000	さくら	AA	2,580,827	2,413,102	-167,725	19,634	32,891	13,257
56 しまむら	5,000	あさひ	A-	2,971	2,515	-456	-384	-497	-113
57 日本鋼管	30,000	富士	AA-	446,575	406,204	-40,371	-36,493	-26,632	9,861
58 サ・トーカイ	5,000	三井信託	BBB-	37,777	37,214	-563	-1,099	-1,058	31
59 東レ	3,000	東洋信託	BBB-	10,627	9,466	-1,161	-437	-284	153
60 ニチロ	10,000	農中	BBB-	50,529	46,221	-4,308	-1,154	-848	306
61 中部電力	60,000	さくら	AAA	1,970,973	2,126,283	155,310	-202,157	-205,948	-3,791
62 東洋ゴム工業	5,000	長銀	BBB+	56,864	57,265	401	-1,773	-1,106	667
63 三菱自動車工業	30,000	東京三菱	AA	271,324	289,560	18,236	-5,847	-2,494	3,353
64 クボタ	10,000	富士	AA	17,746	21,111	3,365	-1,502	-1,754	-252
65 電気化学工業	10,000	第一勧銀	A-	120,770	99,060	-21,710	-6,982	-4,899	2,083
66 阪急電鉄	10,000	三和	AAA	258,305	237,511	-20,794	-19,576	-17,638	1,938
67 ユニ	10,000	東海トラ	A+	25,981	37,142	11,161	-711	-461	250
68 住友金属工業	10,000	住友信託	AA-	626,010	638,823	12,813	-33,096	-21,047	12,049
69 富士電機	20,000	第一勧銀	A	64,389	74,489	10,100	-1,659	-627	1,042
70 富士電機	20,000	興銀	A	64,389	74,489	10,100	-1,659	-627	1,042
平均	12,564			454,307	437,121	-17,186	-9,810	-8,051	1,759

(注) 同一会社が複数回リスト・アップされるのは、銀行系証券子会社を主幹事とした起債を複数回行っているためである。

95年度 長期借入金	96年度 長期借入金	増減	増減率	返済率	銀行	95年度親銀行 長期借入金	96年度親銀行 長期借入金	増減	増減率	返済率	人数	持株(%)	順位
1,067,323	907,280	-160,043	-15%	1600%	三和	25,367	309	-25,058	-98.8%	200.6%	1	4.52	4
1,067,323	907,280	-160,043	-15%	1600%	興銀	75,884	57,052	-18,832	-24.8%	188.3%	0	2.34	8
1,579,656	1,390,637	-189,019	-12%	945%	興銀	118,054	94,675	-23,379	-19.8%	116.9%	0	NA	NA
375,741	334,186	-41,555	-11%	416%	富士信託	57,417	46,028	-11,389	-19.8%	112.9%	1	5.5	1
1,529,479	1,443,724	-84,755	-5%	848%	三和	37,297	36,965	-332	-0.9%	103.3%	0	3.57	4
271,603	240,736	-30,867	-11%	309%	東京三菱	45,000	35,000	-10,000	-22.2%	100.0%	0	NA	NA
207,928	145,500	-62,428	-30%	624%	興銀	23,859	15,795	-8,064	-33.8%	80.6%	1	2.06	6
410,104	388,852	-21,252	-5%	213%	三和	42,878	35,683	-7,195	-17.0%	73.0%	1	4.51	2
292,998	298,911	5,913	2%	59%	住友信託	12,102	4,968	-7,134	-58.9%	71.2%	1	5.52	1
292,998	145,500	-62,428	-30%	624%	第一勧銀	24,576	17,894	-6,682	-27.2%	66.6%	2	2.84	2
1,529,479	1,443,724	-84,755	-5%	424%	東京三菱	43,505	13,094	-30,411	-69.9%	0%	0	3.2	5
2,322	400	-1,922	-83%	64%	東海	10,146	4,000	-6,146	-60.6%	61.5%	2	4.9	2
149,520	120,472	-29,048	-19%	280%	富士	26,956	21,014	-5,942	-22.0%	59.4%	1	4.91	2
176,828	124,657	-52,161	-29%	522%	東京三菱	6,001	629	-5,372	-89.7%	52.7%	1	3.68	5
40,389	24,523	-15,866	-39%	159%	第一勧銀	17,186	11,941	-5,245	-30.5%	52.5%	1	4.03	3
70,037	78,567	8,530	12%	85%	第一勧銀	17,186	11,941	-5,245	-30.5%	52.5%	1	4.03	3
1,579,656	1,390,637	-189,019	-12%	378%	住友	85,923	64,585	-21,338	-24.8%	122.5%	1	4.83	2
116,224	90,375	-25,849	-22%	258%	興銀	26,660	22,827	-3,833	-14.4%	38.2%	0	4.83	2
17,010	10,889	-6,121	-36%	122%	興銀	6,400	4,500	-1,900	-29.7%	36.0%	0	2.4	10
120,806	117,704	-3,102	-3%	31%	長銀	10,500	7,000	-3,500	-33.3%	35.0%	0	1.95	8
11,916	7,371	-4,575	-38%	114%	住友信託	3,178	1,845	-1,333	-41.9%	33.3%	0	4.81	2
17,010	10,889	-6,121	-36%	122%	あさひ	4,920	3,280	-1,640	-33.3%	32.8%	1	2.8	8
24,888	18,760	-6,098	-24%	122%	東京三菱	3,000	1,500	-1,500	-50.0%	30.0%	1	4.94	1
24,888	18,760	-6,098	-24%	122%	三和	3,000	1,500	-1,500	-50.0%	30.0%	1	4.94	1
10,168	7,386	-2,782	-27%	85%	安田信託	4,163	3,012	-1,151	-27.6%	28.8%	1	6.28	1
375,741	334,186	-41,555	-11%	277%	東京三菱	24,450	19,613	-4,837	-19.8%	24.2%	1	4.4	3
223,340	166,914	-56,426	-25%	282%	興銀	6,480	4,590	-1,890	-29.3%	23.8%	2	4.66	6
18,679	13,678	-5,001	-26%	63%	富士	3,489	5	-3,484	-99.9%	23.2%	0	NA	NA
297,704	205,602	-92,102	-30%	614%	第一勧銀	3,489	1,064	-2,425	-69.5%	21.3%	0	2.62	3
45,513	42,344	-3,169	-7%	63%	三和	7,153	6,089	-1,064	-14.9%	14.9%	0	3.78	1
39,231	30,186	-9,045	-23%	181%	住友	3,750	2,000	-1,750	-46.7%	20.0%	0	1.77	4
4,000	0	-4,000	-100%	40%	住友	2,000	0	-2,000	-100%	20.0%	1	4.77	4
11,931	8,466	-3,465	-29%	86%	農中	1,373	694	-679	-49.5%	17.0%	2	3.97	2
30,993	19,084	-11,909	-34%	119%	富士	3,543	1,992	-1,551	-43.8%	15.5%	1	4.92	3
430,838	390,547	-40,291	-9%	201%	興銀	24,702	21,816	-2,886	-11.7%	14.1%	0	3.41	2
182,041	165,247	-16,794	-9%	168%	住友	10,037	8,627	-1,410	-14.0%	14.1%	0	4.02	3
130,474	120,109	-10,365	-7%	69%	興銀	9,234	7,640	-1,594	-17.3%	10.6%	1	4.02	3
106,225	103,719	-2,506	-2%	25%	三井信託	8,903	7,932	-971	-10.9%	9.7%	0	4.34	2
354,991	327,263	-27,728	-7%	92%	第一勧銀	36,200	33,360	-2,840	-7.8%	9.5%	0	NA	NA
106,225	103,719	-2,506	-2%	25%	住友	5,368	4,440	-928	-17.3%	9.3%	0	4.52	1
15,494	11,458	-4,036	-26%	81%	第一勧銀	1,828	1,390	-438	-24.0%	8.8%	1	3.61	5
2,306	1,850	-456	-19%	9%	さくら	450	50	-400	-88.9%	8.0%	1	4.93	4
223,340	166,914	-56,426	-25%	282%	富士	5,920	4,327	-1,593	-26.9%	8.0%	1	4.57	2
26,044	20,815	-5,229	-20%	52%	第一勧銀	3,081	2,288	-793	-25.7%	7.9%	1	4.49	2
189,986	189,337	-649	-0.3%	9%	住友信託	16,598	16,030	-568	-3.4%	7.6%	1	2.71	3
18,150	16,718	-1,432	-7%	29%	長銀	4,020	3,660	-360	-9.0%	7.2%	0	4.23	4
5,866	5,053	-813	-13%	5%	東海	1,608	1,401	-207	-12.9%	6.9%	2	4.99	2
297,704	205,602	-92,102	-30%	461%	興銀	14,573	13,327	-1,246	-8.6%	6.2%	1	NA	NA
35,338	32,255	-3,083	-8%	31%	東京三菱	3,000	2,400	-600	-20.0%	6.0%	1	4.69	4
10,610	10,206	-404	-3%	13%	東海	1,085	942	-143	-13.0%	5.1%	0	3.96	2
210,544	177,165	-33,379	-15%	167%	第一勧銀	5,547	4,589	-958	-17.3%	4.8%	0	3.69	2
210,544	177,165	-33,379	-15%	167%	三和	5,547	4,589	-958	-17.3%	4.8%	0	3.69	2
188,473	191,256	2,783	1%	-14%	興銀	5,230	4,936	-294	-5.6%	4.3%	0	4.21	3
26,425	25,046	-1,379	-5%	28%	三和	6,205	5,595	-610	-9.8%	4.2%	1	4.81	3
1,529,479	1,443,724	-84,755	-5%	283%	さくら	44,504	43,385	-1,119	-2.5%	3.1%	0	5	5
2,971	2,515	-456	-15%	9%	あさひ	1,207	1,021	-186	-15.4%	3.1%	0	3.75	5
297,704	205,602	-92,102	-30%	307%	富士	1,053	10	-1,043	-99.1%	3.5%	1	4.69	3
12,142	11,137	-1,005	-12%	32%	三井信託	1,500	1,370	-130	-8.7%	2.6%	1	4.69	3
6,902	6,766	-136	-2%	5%	昭洋信託	920	848	-72	-7.8%	2.4%	0	5.31	2
26,374	22,325	-3,999	-15%	40%	農中	5,408	5,178	-230	-4.3%	2.2%	1	4.99	2
1,543,955	1,693,656	149,701	9%	-250%	さくら	4,087	2,782	-1,305	-31.9%	2.2%	1	3.1	3
26,425	25,046	-1,379	-5%	28%	長銀	5,575	5,535	-40	-0.7%	0.8%	1	3.46	4
91,815	106,351	14,536	15%	-18%	東京三菱	5,201	5,000	-201	-3.9%	0.7%	1	4.67	4
17,747	16,112	-1,635	-9%	16%	富士	58	25	-33	-56.9%	0.3%	0	4.91	4
44,158	40,011	-4,147	-9%	41%	第一勧銀	2,632	2,090	-542	-20.6%	0.3%	2	4.99	2
182,041	165,247	-16,794	-9%	168%	三和	12,100	12,070	-30	-0.2%	0.3%	0	3.44	2
18,375	18,165	-210	-1%	2%	東海	1,800	1,780	-20	-1.1%	0.2%	1	4.7	1
292,998	298,911	5,913	2%	-59%	住友	25	11	-14	-56.0%	0.1%	1	3.97	4
8,565	7,665	-900	-10%	5%	第一勧銀	376	355	-21	-5.6%	0.1%	1	4.25	4
8,565	7,665	-900	-10%	5%	興銀	1,376	1,355	-21	-1.5%	0.1%	1	2.69	9
268,963	242,867	-26,096	-15%	201.0%		15,985	12,433	-3,551	-28.9%	31.5%	0.69	3.78	3.09

表15b. 銀行系主幹事会社のうち親銀行長期借入金返済会社
(参考) 親銀行長期借入金増加企業 (単位: 百万円, %)

会社名	発行額	主幹事	格付け	95年度 借入金	96年度 借入金	借入金増減	95年度 金融収支	96年度 金融収支	金融収支 増減
1 東京電力	15,000	さくら	AA+	5,127,498	5,223,326	95,828	-522,750	-464,013	58,737
2 ダイアモンドリソース	10,000	東京三菱	AA-	862,279	860,599	-1,770	-2,848	-2,265	583
3 新日本製鉄	10,000	興銀	AA-	769,405	800,933	31,528	-30,773	-21,380	9,393
4 プロミス	10,000	長銀	A-	631,728	686,110	54,382			0
5 日商岩井	10,000	三和	A	1,704,964	1,555,177	-149,787	-1,178	1,564	2,742
6 九州電力	40,000	興銀	AAA	1,566,290	1,593,526	27,236	-139,126	134,603	273,729
7 北越製紙	10,000	第一勧銀	A-	45,593	53,657	8,064	-1,909	-1,286	623
8 東京建物	10,000	富士	AA+	215,704	183,389	-32,315	-9,651	-4,918	4,733
9 住友金属工業	10,000	興銀	AA-	626,010	638,823	12,813	-33,096	-21,047	12,049
10 川崎製鉄	20,000	第一勧銀	AA	552,867	519,198	-33,669	-26,886	-22,381	4,505
11 丸紅	10,000	東京三菱	AA+	2,161,413	1,667,841	-493,572	4,061	4,250	189
12 東北電力	50,000	興銀	AA+	1,194,233	1,223,575	29,342	-127,441	-120,792	6,649
13 丸紅	10,000	富士	AA-	2,161,413	1,667,841	-493,572	4,061	4,250	189
14 住友アドサービス	5,000	三井信託	A-	13,800	9,760	-4,040	-502	-483	19
15 ミツバ	3,000	横浜正金	BBB+	3,021	4,133	1,112	-583	-517	66
16 日商岩井	10,000	農中	A	1,704,964	1,555,177	-149,787	-1,178	1,564	2,742
17 西日本旅客鉄道	25,000	興銀	A-	381,981	426,148	44,167	-91,287	-72,423	18,864
18 レンゴー	5,000	住友+三井	A-	45,928	47,169	1,241	-1,696	-1,557	139
19 東京建物	10,000	安田信託	A+	215,704	183,389	-32,315	-9,651	-4,918	4,733
20 ダイエー	10,000	東海+東海	A+	508,252	494,485	-13,767	-14,561	-12,849	1,712
21 ダイエー	10,000	三和	A+	508,252	494,485	-13,767	-14,561	-12,849	1,712
22 ダイエー	10,000	住友	A+	508,252	494,485	-13,767	-14,561	-12,849	1,712
23 ダイエー	10,000	富士	A+	508,252	494,485	-13,767	-14,561	-12,849	1,712
24 王子製紙	40,000	第一勧銀	AA-	176,012	446,661	270,649	-5,266	-5,817	-551
25 大阪商船三井船舶	10,000	興銀	A-	185,886	158,623	-27,263	-5,472	-2,843	2,629
26 コメリ	4,000	第一勧銀	BBB	13,277	12,763	-514	-435	-447	12
27 王子製紙	40,000	さくら	AA-	176,012	446,661	270,649	-5,266	-5,817	-551
28 新日本製鉄	10,000	三和	AA+	769,405	800,933	31,528	-30,773	-21,380	9,393
29 新日本製鉄	10,000	富士	AA+	769,405	800,933	31,528	-30,773	-21,380	9,393
30 大阪商船三井船舶	10,000	住友+三井	BBB-	185,886	158,623	-27,263	-5,472	-2,843	2,629
31 大阪商船三井船舶	10,000	さくら	A-	185,886	158,623	-27,263	-5,472	-2,843	2,629
32 ナカバヤシ	3,000	長銀	BBB	5,385	6,257	872	-850	-782	68
33 北海道瓦斯	5,000	第一勧銀	AA+	31,564	35,331	4,067	-1,310	1,352	2,662
34 ザ・トーカイ	5,000	興銀	BBB-	37,777	37,214	-563	-1,099	-1,068	31
35 川崎汽船	10,000	第一勧銀	AA-	122,208	123,916	1,708	-5,570	-4,304	1,266
36 日立化成工業	25,000	三和	A+	10,950	4,500	-6,450	-49	-232	183
37 東邦瓦斯	10,000	さくら	AAA	45,611	45,728	117	-6,503	-5,166	1,337
38 大成建設	10,000	富士	AA+	560,646	405,888	-154,758	-10,916	-8,589	2,327
39 フジタ	20,000	三井信託	BBB+	456,255	445,168	-11,087	-14,982	-13,056	1,926
40 フジタ	20,000	東海+三井	BBB+	456,255	445,168	-11,087	-14,982	-13,056	1,926
41 鹿島建設	20,000	住友+三井	AA	428,828	459,457	30,629	-12,035	-8,551	3,484
42 東亜建設工業	6,000	富士	A-	32,240	46,649	14,409	-657	-660	-3
43 アサヒビール	10,000	住友+三井	A	183,006	174,997	-8,009	-23,562	-20,599	2,963
44 東洋紡績	5,000	第一勧銀	A-	111,805	88,286	-23,519	-4,812	-4,371	441
45 東洋紡績	5,000	東京三菱	A-	111,805	88,286	-23,519	-4,812	-4,371	441
46 トーモク	5,000	興銀	BBB	2,118	1,999	-119	-12	-356	344
47 トクヤマ	10,000	三和	A-	47,829	46,995	-834	-1,934	-1,817	117
48 ダイセル化学工業	10,000	さくら	A+	53,604	52,387	-1,217	-2,288	-2,106	182
49 新日本製鉄+豊田+住友	10,000	農中	AA-	769,405	800,933	31,528	-30,773	-21,380	9,393
50 東洋シヤッター	5,000	興銀	BBB	4,048	8,465	4,417	-450	-197	253
51 トステム	20,000	さくら	AA	19,537	41,300	21,763	2,606	997	-1,609
52 SMC	10,000	あさひ	AA+	26,110	32,905	6,795	129	50	-79
53 日立建機	10,000	三和	AAA	49,535	41,051	-8,484	-1,112	-965	147
54 ダイフク	10,000	第一勧銀	A+	25,590	25,000	-590	384	467	83
55 東芝	40,000	さくら	AA+	260,337	285,797	25,460	3,321	14,673	11,352
56 沖電気工業	10,000	富士	A-	118,312	117,634	-678	-7,675	-5,695	1,980
57 ソニー	7,000	さくら	BBB+	2,398	2,335	-63	-42	-33	9
58 オリックス	10,000	さくら	AA	2,621,997	2,618,047	-3,950	-4,130	5,813	9,943
59 南海電気鉄道	7,500	三和	AA-	276,691	274,592	-2,099	-12,600	-12,561	39
60 国際電信電話	30,000	興銀	BBB+	15,839	14,088	-1,751	-198	374	572
61 川商ジェコス	4,000	第一勧銀	BBB	43,856	30,201	-13,655	-803	-615	188
62 川商ジェコス	6,000	長銀	AA	43,856	30,201	-13,655	-803	-615	188
63 日新製鋼	10,000	長銀	AA	102,923	139,021	36,098	-2,671	-1,703	968
64 富士通	60,000	第一勧銀	AA+	563,021	462,042	-100,979	-18,343	-12,251	6,092
65 富士通	30,000	興銀	AA+	563,021	462,042	-100,979	-18,343	-12,251	6,092
66 三菱電機	70,000	東京三菱	AA+	197,160	315,203	118,043	1,489	4,734	3,245
平均	14,789			498,349	485,921	-12,428	-20,242	-12,658	7,585

95年度 長期借入金	96年度 長期借入金	増減	増減率	返済率	銀行	95年度親銀行 長期借入金	96年度親銀行 長期借入金	増減	増減率	返済率	人数	持株(%)	順位
4,290,190	4,332,026	41,836	10%	-279%	さくら	22,492	103,776	81,284	361.4%	54.9%	0	2.45	4
515,891	488,004	-27,887	-5.4%	279%	東京三菱	63,583	77,120	13,537	21.3%	13.4%	15	5	2
494,628	498,774	4,146	0.8%	-41%	興銀	38,532	49,349	10,817	28.1%	10.8%	1	3	2
579,997	633,111	53,114	9.2%	-531%	長銀	85,148	94,348	9,200	10.8%	9.2%	3	4.86	6
734,086	717,696	-16,390	-2.2%	164%	三和	26,511	34,474	7,963	30.0%	7.9%	0	4.99	1
1,277,290	1,303,527	26,237	2.1%	-66%	興銀	109,362	133,252	23,890	21.8%	5.9%	0	2.85	3
14,184	35,817	21,633	152%	-216%	第一勧銀	1,000	6,600	5,600	560.0%	56.0%	1	4.24	1
92,056	108,692	16,636	18.1%	-166%	富士	30,980	36,330	5,350	17.3%	-53.5%	4	4.88	3
292,998	298,911	5,913	2.0%	-59%	興銀	18,739	23,974	5,235	27.9%	52.4%	0	2.13	5
497,478	509,488	12,010	2.4%	-60%	第一勧銀	39,778	48,529	8,751	22.0%	-43.8%	0	5	2
1,648,591	1,051,813	-3,222	0.3%	-32%	東京三菱	61,510	65,448	3,938	6.4%	39.4%	0	3.24	6
956,935	983,053	16,118	1.7%	-32%	興銀	116,626	131,737	15,111	13.0%	30.2%	0	4.27	2
1,048,591	1,051,813	3,222	0.3%	-32%	富士	58,495	60,580	2,085	3.6%	20.9%	0	4.79	1
0	1,000	1,000	100%	-20%	三井信託	0	1,000	1,000	100%	20.0%	0	2.08	7
1,050	2,476	1,426	135.8%	-48%	横浜	137	700	563	410.9%	18.8%	1	4.33	2
734,086	717,696	-16,390	-2.2%	164%	農中	25,635	27,436	1,801	7.0%	18.0%	0	NA	NA
381,982	426,148	44,166	11.6%	-177%	興銀	13,400	17,400	4,000	29.9%	16.0%	0	1.6	4
15,148	18,009	2,861	19.0%	-65%	住友	2,080	2,748	668	32.1%	13.4%	1	4.91	3
92,056	108,692	16,636	18.1%	-166%	安田信託	18,306	19,521	1,215	6.6%	12.2%	4	5.74	1
200,878	203,445	2,567	1.3%	-26%	東海	9,001	10,183	1,182	13.1%	-11.8%	0	2.46	6
200,878	203,445	2,567	1.3%	-26%	三和	9,001	10,183	1,182	13.1%	-11.8%	0	2.46	6
200,878	203,445	2,567	1.3%	-26%	住友	9,001	10,183	1,182	13.1%	-11.8%	0	2.46	6
200,878	203,445	2,567	1.3%	-26%	富士	9,001	10,183	1,182	13.1%	-11.8%	0	NA	NA
43,730	146,010	102,280	233.9%	-256%	第一勧銀	499	5,176	4,677	937.3%	-11.7%	0	3.9	1
144,804	139,059	-5,745	-4.0%	57%	興銀	3,189	4,229	1,040	32.6%	-10.4%	0	3.25	5
5,678	4,983	-695	-12.2%	17%	第一勧銀	647	876	229	35.4%	5.7%	0	3.1	5
43,730	146,010	102,280	233.9%	-256%	さくら	94	2,240	2,146	2283.0%	-5.4%	0	3.8	2
494,628	498,774	4,146	0.8%	-41%	三和	8,516	9,868	1,352	15.9%	-4.5%	0	NA	NA
494,628	498,774	4,146	0.8%	-41%	富士	8,516	9,868	1,352	15.9%	-4.5%	0	NA	NA
144,804	139,059	-5,745	-4.0%	57%	住友	1,342	1,782	440	32.8%	-4.4%	0	3.83	2
144,804	139,059	-5,745	-4.0%	57%	さくら	1,342	1,782	440	32.8%	-4.4%	0	3.68	3
4,435	3,207	-1,228	-27.7%	41%	長銀	1,030	1,145	115	11.2%	-3.8%	0	4.88	3
27,965	35,032	7,067	25.3%	-141%	第一勧銀	3,110	3,263	153	4.9%	3.1%	0	4.25	4
12,742	11,137	-1,605	-12.6%	32%	興銀	1,000	1,148	148	14.8%	-3.0%	1	4.61	4
47,177	46,343	-834	-1.8%	8%	第一勧銀	642	781	139	21.7%	-1.4%	1	4.92	3
8,151	1,900	-6,251	-76.7%	25%	三和	0	300	300	100%	-1.2%	0	2.09	4
25,982	25,788	-194	-0.7%	2%	さくら	350	357	7	2.0%	0.1%	0	3.79	4
181,430	154,746	-26,684	-14.7%	267%	富士	2,500	2,500	0	0.0%	0.0%	1	4	2
160,441	157,896	-2,545	-1.6%	13%	三井信託	16,240	16,240	0	0.0%	0.0%	0	2.15	9
160,441	157,896	-2,545	-1.6%	13%	東海	0	0	0	0.0%	0.0%	0	3.25	3
174,855	165,530	-9,325	-5.3%	47%	住友	35,080	35,080	0	0.0%	0.0%	1	4.83	1
10,768	7,386	-3,382	-31.4%	56%	富士	0	0	0	0.0%	0.0%	0	4.87	3
118,008	133,999	15,991	13.5%	-160%	住友	11,500	11,500	0	0.0%	0.0%	1	4.37	3
39,231	30,186	-9,045	-23.1%	181%	第一勧銀	750	750	0	0.0%	0.0%	0	3.78	1
39,231	30,186	-9,045	-23.1%	181%	東京三菱	90	90	0	0.0%	0.0%	0	3.78	1
2,119	1,999	-120	-5.7%	2%	興銀	300	300	0	0.0%	0.0%	0	3.52	4
24,817	23,961	-856	-3.4%	9%	三和	700	700	0	0.0%	0.0%	1	5	4
53,605	52,387	-1,218	-2.3%	12%	さくら	0	0	0	0.0%	0.0%	0	4.43	2
494,628	498,774	4,146	0.8%	-41%	農中	3,000	3,000	0	0.0%	0.0%	0	NA	NA
1,483	850	-633	-42.7%	13%	興銀	0	0	0	0.0%	0.0%	1	NA	NA
2,538	17,530	14,992	590.7%	-75%	さくら	0	0	0	0.0%	0.0%	1	3.12	6
26,110	26,700	590	2.3%	-6%	あさひ	3,300	3,300	0	0.0%	0.0%	2	4.67	4
2,265	1,701	-565	-25.0%	6%	三和	0	0	0	0.0%	0.0%	0	0.79	9
3,000	3,000	0	0.0%	0%	第一勧銀	1,000	1,000	0	0.0%	0.0%	2	4.97	1
78,029	47,262	-30,767	-39.4%	77%	さくら	0	0	0	0.0%	0.0%	0	3.72	2
51,528	46,879	-4,649	-9.0%	46%	富士	3,700	3,700	0	0.0%	0.0%	2	4.99	3
345	300	-45	-13.0%	1%	さくら	0	0	0	0.0%	0.0%	2	4.99	2
1,067,323	907,290	-160,033	-15.0%	1600%	さくら	42,600	42,600	0	0.0%	0.0%	1	3.27	6
189,986	189,337	-649	-0.3%	9%	三和	0	0	0	0.0%	0.0%	1	2.84	2
15,839	14,088	-1,751	-11.1%	6%	興銀	0	0	0	0.0%	0.0%	0	2.85	5
3,096	1,831	-1,265	-40.9%	32%	第一勧銀	0	0	0	0.0%	0.0%	0	1.29	10
3,096	1,831	-1,265	-40.9%	21%	長銀	1,800	1,800	0	0.0%	0.0%	0	1.56	7
60,924	55,122	-5,802	-9.5%	58%	長銀	8,103	8,101	-2	-0.0%	0.0%	0	2.81	6
149,882	133,203	-16,679	-11.1%	28%	第一勧銀	5,016	5,000	-16	-0.3%	0.0%	1	4.57	3
149,882	133,203	-16,679	-11.1%	56%	興銀	15,479	15,470	-9	-0.1%	0.0%	0	2.29	5
42,820	71,282	28,462	66.5%	-41%	東京三菱	1,691	1,669	-22	-1.3%	0.0%	1	4.08	2
285,336	287,921	2,586	0.9%	7.3%		14,416	17,710	3,294	22.9%	-23.1%	0.76	3.33	3.32

表16 非銀行系主幹事会社のうちメインバンク長期借入金返済企業

(単位:百万円,%)

会社名	コード	格付け	社債発行額	95年度 借入金	96年度 借入金	借入金 増減	増減率	95年度 金融収支	96年度 金融収支	金融収 支増減	95年度 長期借入金
1 日本国上開発	1887	BBB	10,000	120,850	121,181	331	0.27	-4,812	-3,770	1,042	29,664
2 東洋建設	1890	BBB	10,000	104,585	110,220	5,635	5.39	-3,109	-2,720	389	35,643
3 トーメン	8003	A	10,000	1,083,600	1,082,641	-959	-0.09	-7,371	-3,006	4,365	561,177
4 西洋フードシステム	8176	A-	20,000	9,750	2,750	-7,000	-71.79	-1,708	-1,970	-262	8,750
5 ヤマト運輸	9064	A+	15,000	21,820	11,200	-10,620	-48.67	-3,582	3,334	6,916	14,260
6 日本製紙	3863	A	30,000	267,267	265,462	-1,805	-0.68	-8,126	-5,214	2,912	126,343
7 東急不動産	8815	A-	40,000	319,239	309,999	-9,240	-2.89	-14,962	-10,965	3,997	132,384
8 住友化学工業	4005	AA-	35,000	186,879	171,978	-14,901	-7.97	-4,834	-3,958	876	42,874
9 エスビー食品	2805	BBB	4,000	21,748	21,742	-6	-0.03	-1,006	-635	371	10,098
10 マルエツ	8178	A	10,000	25,257	21,131	-4,126	-16.34	-754	-1,027	-273	14,146
11 日本梱包運輸倉庫	9072	A	10,000	3,333	2,231	-1,102	-33.06	-705	-568	137	2,031
12 紀州製紙	3892	BBB+	5,000	8,020	3,915	-4,105	-51.18	-128	-65	63	1,040
平均			16,583	181,029	177,038	-3,992	-19	-4,258	-2,547	1,711	81,534

95年度 長期借入金	増減	増減率	返済率	銀行	95年度メインバン ク長期借入金	96年度メインバン ク長期借入金	増減	増減率	返済率	役員 報酬	持株	順位
23,306	-6,358	-21.43	63.58	三井信託	10,920	8,620	-2,300	-21.06	23	1	4.53	1
36,019	376	1.05	-3.76	三和	5,000	2,800	-2,200	-44	22	1	3.87	2
568,642	7,465	1.33	-74.65	東海	87,914	85,813	-2,101	-2.39	21.01	2	5	1
1,750	-7,000	-80	35	第一勧銀	4,750	750	-4,000	-84.21	20	1	4.15	3
3,640	-10,620	-74.47	70.8	富士	3,252	708	-2,544	-78.23	16.96	3	4.91	1
112,006	-14,337	-11.35	47.79	興銀	22,704	20,664	-2,040	-8.99	6.8	1	4.2	2
120,280	-12,104	-9.14	30.26	三井信託	15,624	13,256	-2,368	-15.16	5.92	1	5.22	2
34,154	-8,720	-20.34	24.91	住友	8,413	6,441	-1,972	-23.44	5.63	0	4.74	4
8,704	-1,394	-13.8	34.85	東京三菱	1,855	1,650	-205	-11.05	5.13	0	5	3
10,020	-4,126	-29.17	41.26	あさひ	1,330	822	-508	-38.2	5.08	0	3.94	6
1,006	-1,025	-50.47	10.25	東京三菱	338	134	-204	-60.36	2.04	0	4.26	2
880	-160	-15.38	3.2	大和	156	68	-88	-56.41	1.76	1	5	1
76,701	-4,834	-27	23.62		13,521	11,811	-1,711	-36.96	11.28	0.92	4.57	2.33

(参考) メインバンク長期借入金増加企業

1 関西電力	9503	AAA	120,000	2,450,768	2,577,288	126,520	5.16	-193,387	-193,975	-588	1,962,068
2 四国電力	9507	AAA	50,000	448,224	495,318	47,094	10.51	-48,240	-49,082	-842	397,425
3 三菱石油	5004	A	20,000	113,858	159,486	45,628	40.07	-278	-1,932	-1,654	71,934
4 信州ジャスコ	8277	BBB	3,000	5,307	6,229	922	17.37	-153	-132	21	2,158
5 北陸電力	9505	AAA	60,000	510,615	527,449	16,834	3.3	-58,019	-50,976	7,043	426,935
6 中国電力	9504	AA+	200,000	965,230	1,040,349	75,119	7.78	-96,280	-92,626	3,654	734,013
7 北海道電力	9509	AAA	70,000	502,718	482,418	-20,300	-4.04	-47,823	-46,097	1,726	384,367
8 フジクラ	5803	A-	10,000	36,346	43,413	7,067	19.44	-850	-1,144	-294	10,985
9 東武鉄道	9001	A+	30,000	425,134	432,415	7,281	1.71	-23,164	-22,233	931	366,687
10 日立電線	5812	AA-	20,000	26,722	28,091	1,369	5.12	256	638	382	3,405
11 帝人製機	6212	BBB	10,000	18,403	18,307	-96	-0.52	-221	-267	-46	4,703
12 タダノ	6395	A	10,000	13,350	8,400	-4,950	-37.08	-1,074	-1,217	-143	2,850
13 ニコン	7731	A	10,000	27,430	32,130	4,700	17.13	-3,341	-2,970	371	6,300
14 カスミ	8196	BBB	5,000	9,588	9,540	-48	-0.5	-258	-314	-56	8,789
15 平和堂	8276	A-	20,000	28,548	33,425	4,877	17.08	-1,450	-1,740	-290	23,261
16 日立クレジット	8586	AA	20,000	156,245	148,929	-7,316	-4.68	-8,081	-6,778	1,303	34,946
17 近畿日本鉄道	9041	AA	50,000	375,846	362,317	-13,529	-3.6	-21,708	-19,720	1,988	225,147
18 名古屋鉄道	9048	A+	20,000	212,529	213,076	547	0.26	-13,303	-13,084	219	128,499
19 東京瓦斯	9531	AAA	30,000	135,360	129,727	-5,633	-4.16	-18,015	-19,400	-1,385	120,427
20 大阪瓦斯	9532	AAA	30,000	120,999	83,091	-37,908	-31.31	-13,118	-14,106	-988	74,307
21 ニテレイ	2871	A	20,000	55,027	55,516	489	0.89	-3,181	-3,038	143	13,776
平均			38,476	316,107	327,948	11,841	2.85	-25,271	-25,723	547	238,237

2,088,588	126,520	6.45	-105.43	興銀	175,867	274,072	98,205	55.84	-81.84	1	2.65	5
443,719	46,294	11.65	-92.59	興銀	41,618	60,894	19,276	46.32	-38.55	0	2.79	3
82,022	10,088	14.02	-50.44	東京三菱	2,834	7,627	4,793	169.12	-23.97	1	4.77	3
3,430	1,272	58.94	-42.4	八十二	567	1,284	717	126.46	-23.9	0	4.99	2
431,769	4,834	1.13	-8.06	興銀	54,743	68,747	14,004	25.58	-23.34	0	3.55	4
782,633	48,620	6.62	-24.31	興銀	103,289	143,948	40,659	39.36	-20.33	0	4.15	3
379,468	-4,899	-1.27	7	興銀	51,846	62,803	10,957	21.13	-15.65	0	3.38	7
10,176	-809	-7.36	8.09	さくら	1,670	1,690	20	1.2	-0.2	1	4.9	2
373,968	7,281	1.99	-24.27	三井信託	33,565	33,584	19	0.06	-0.06	0	3.26	5
4,070	665	19.53	-3.33	三和	0	0	0	0	0	0	1.89	4
4,858	155	3.3	-1.55	三和	0	0	0	0	0	0	3.03	4
2,370	-480	-16.84	4.8	第一勧銀	0	0	0	0	0	1	4.61	3
6,300	0	0	0	東京三菱	200	200	0	0	0	1	4.59	3
8,740	-49	-0.56	0.98	三和	1,150	1,150	0	0	0	0	4.39	2
26,476	3,215	13.82	-16.08	三和	3,000	3,000	0	0	0	1	3.8	5
22,870	-12,076	-34.56	60.38	第一勧銀	2,300	2,300	0	0	0	0	NA	NA
218,517	-6,530	-2.9	13.06	東京三菱	0	0	0	0	0	0	3.74	2
125,046	-3,453	-2.69	17.27	東海	2,000	2,000	0	0	0	1	3.19	2
114,577	-5,850	-4.86	19.5	第一勧銀	1,274	1,274	0	0	0	0	1.8	8
71,091	-3,216	-4.37	10.72	大和	0	0	0	0	0	0	5	1
13,706	-70	-0.51	0.35	富士	0	0	0	0	0	1	4.39	3
248,309	10,072	2.93	-10.78		22,663	31,646	8,983	23.1	-10.85	0.39	3.57	3.39

期借入金返済率が正の値を示した会社だけを抽出すると、表15および表16となるが、このように限定すると、銀行系主幹事会社の親銀行長期借入金返済率は三一・五%であるのに対し、非銀行系主幹事会社のそれは一・三%にとどまり、先の結果はより明確になるものと思われる。

(1) これをいうためには、前回同様社債発行を行っていない会社を含めた主要企業全体の借入金増減率と比較する必要があるが、そのための資料である日本銀行『主要企業経営分析』（一九九六年版）が公刊されていないため、現時点での比較は困難である。

(2) ただし、前回の調査で非銀行系主幹事会社のメインバンク長期借入金返済率の方が高かったのは、卸売業・小売業・金融・不動産部門で突出した比率が記録されたためで、それ以外の部門では全般的に銀行系主幹事会社の親銀行長期借入金返済率の方が高い比率を示している。

(3) 銀行系主幹事会社の場合、複数の銀行系証券子会社を主幹事にした社債発行をしている会社があり、その際親銀行長期借入金返済率は、それぞれの親銀行毎に計算する必要があるため、同一の会社が重複して出てくることとなった。

イントロデュース・ファームとクリアリング・ファーム バックオフィス業務の外部化について

伊豆 久

1 はじめに

よく知られているように、米国では、顧客への営業活動に特化し、清算・執行などのバックオフィス業務を自社ではおこなわない証券会社が多い。そうした証券会社はイントロデュース・ファーム（注文取次会社）と呼ばれる。逆に、バックオフィス業務を自社で処理している会社、さらに他社から清算業務のアウトソーシングを受託する証券会社はクリアリング・ファーム（清算会社）と呼ばれる。

個々の会社の大きさを比較すると、クリアリング・ファームが圧倒的に大きく、日本で名前を知られているような大手証券会社はたいがい自社で清算業務をおこなっている。一九九五年の数字を見ると（表1参照）、クリアリング・ファーム一社あたりの収益が一億四九二三万ドル、税引き前利益で九六九万ドルなのに対して、イントロデュース・ファームの場合、収益が四五八万ドル、税引き前利益で五七万ドルにすぎない。一社あたりの規模が二〇〇三〇倍違うことになる。しかしながら、証券会社の数では、クリアリング・ファームが七八六社にすぎないのに対して、イントロデュース・ファームは四五二二社もあり、一般投資家との取引をおこなう証券会社五三〇八社の八五%を占めている。つまり、イントロデュース・ファームは、一社一社の会社の規

表1 会社数と収益の規模 (1995年)

	会社数 (社)	1社あたり 平均収入 (1,000ドル)	1社あたり 平均税引前利益 (1,000ドル)
イントロデュースング・ ファーム	4,522	4,580	570
クリアリング・ ファーム	786	149,230	9,690

(出所) SEC, 1996 Annual Report.

模は極めて小さいものの、数の上では米国証券業の大多数を占めているのである。米国では、自社でバックオフィス業務をおこなわないほうが「普通」だと言ってよいであろう。言い換えれば、自社でバックオフィス業務をおこなうためにはかなりの収益規模が必要だということである。

バックオフィス業務がアウトソーシングされる第一の理由は、取引所・清算機関の会員となるためのコストを負担することなく取引所市場にアクセスするためである。しかし、会員権を取得するに十分な資金力があるにもかかわらず、イントロデュースング・ファームにとどまる証券会社も少なくない。バックオフィス業務にかかるコストがあれば、自社が比較優位をもつ別の分野に投入しようとするためであり、また、何よりも収入が市況に左右されやすい証券業では、固定費の比率が大きいバックオフィス業務は外部化したほうが合理的だからである。米国の証券業では、

こうした業務のアンバンドリング(分業)によって、中小証券会社の新規参入と活躍、そして容易な退出が可能となっているのである。日本でも以前より同様の指摘はなされてきたが、業務のアンバンドリングは実際にはなかなか進んでいないようである。では、米国では、バックオフィス業務の外部委託はどのようなようになっているのか、以下、整理しクリアリング・ファームとイントロデュースング・ファームの関係はどのようなようになっているのか、以下、整理し

てみたい。

2 定義

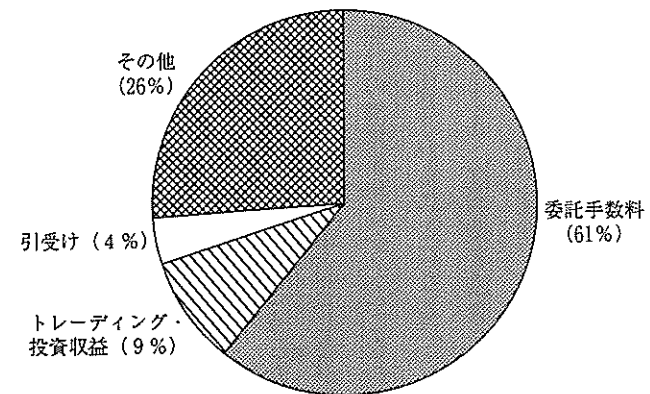
はじめに述べたように、米国の証券会社は、自社で清算業務をおこなう証券会社とおこなわない証券会社に大別できる。前者は、clearing firm (broker) またはcarrying firm (broker) と呼ばれ、後者は、一般にintroducing firm (broker)、クリアリング・ファームからはコレスポンダント (correspondents) と呼ばれている。また、クリアリング・ファームのイントロデュースング・ファームに対するサービス提供は、コレスポンダント・ビジネスと呼ばれる。

SECの分類では、イントロデュースング・ファーム以外は、すべてクリアリング・ファームとなるため、そこには、

- (A) パーシング社のようにこうした清算業務の受託を自社の主業務としている会社、
 - (B) 自社取引の清算を中心としながらもバックオフィスの余力を活用すべく他社の清算業務も引き受ける会社、
 - (C) 他社の清算業務は全くおこなわず自社分の清算だけをおこなう会社、
- のすべてが含まれることになる。

他方、SIA (証券業者協会) は、一般投資家と取引をおこなうNYSE会員会社を八業態 (全国展開証券、大手投資銀行、地方証券、ニューヨーク市中証券、デイスカウント・ブローカー、クリアリング・ファーム、コミッション・イントロデュースング、その他) に分類して、財務データなどを公表しているが、そこでは「クリアリング・ファーム」は、清算業務を主たる収益源としている証券会社 (一七社) のことであり、右に述べた

図1 (狭義) イントロデュース・ファーム
(94社) の収入構成 (1996年)



(出所) SIA, Securities Industry Databankより作成。

- 1 対顧客業務
- 2 注文の執行
- 3 顧客への取引の報告
- 4 顧客との決済
- 5 証券会社間の取引内容の照合・確認

- 6 証券会社間の決済
- 7 信用取引口座への信用供与
- 8 リサーチ

- 9 リスクテイク業務 (引受け、マーケットメイク、ブロックトレーディングなど)

この内、中小の (狭義) イントロデュース・ファームの多くは、1 (対顧客業務) に特化しており、2 から7はすべてクリアリング・ファームに委託している。また、8 (リサーチ) は別の証券会社からレポートを購入、9 (リスクテイク業務) はおこなわないのが一般的である。つまり、こうしたイントロデュース・ファームがおこなうのは、対顧客営業、すなわち、顧客口座の承認・開設・モニタリング、適合性のチェック、フィナンシャル・プランニングや投資アドバイスの提供、市場動向・価格情報の提供、注文の受託、だけなのである。

その結果、図1が示すように、こうした証券会社の収入構造は、委託手数料に極端に依存した形となっている。委託手数料が自由化されて二〇年を経て、それでも委託手数料に収入の六一%を依存している証券会社が多数存在することは驚くべきことである。なぜこのようなことが可能なのだろうか。

注文の執行や清算、口座管理などはクリアリング・ファームに委託しているものであるから、イントロデュース・ファームは、当然、そうした業務で収益をあげることとはできない。また、単に注文を集めるだけであれば、手数料を大幅に引き下げなければならない。したがって、イントロデュース・ファームであるためには、コストを削減してディスカウント・ブローカーとなるか、競争力のあるサービスを提供するかのどちらかが必要である。図1に示した収入構成となっている (狭義) イントロデュース・ファームは、付加価値の高いファイ

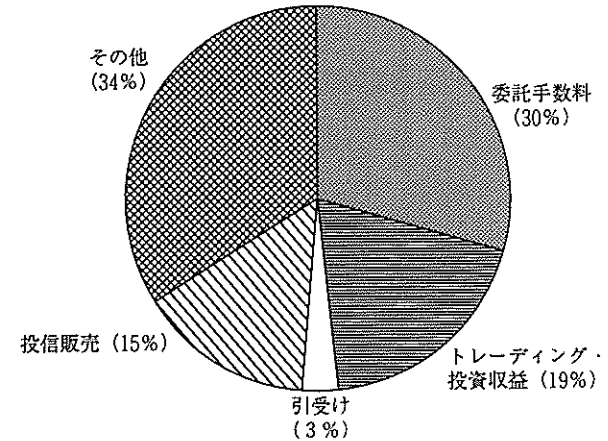
(A) に相当する。以下、必要に応じて、SECによる分類を広義の、SIAの分類を狭義のクリアリング・ファームとする。

またSIAのいう「コミッション・イントロデュースング」(二〇四社) が指すのは、SECの分類によるイントロデュースング・ファーム (自社で清算業務をおこなわない証券会社) の内、NYSE会員であり、かつ地方証券会社やディスカウント・ブローカーの範疇に入らないものに限定されるため、同じく必要に応じて、SECの分類を広義、SIAの分類を狭義のそれとすることにする。

3 アウトソーシングされる業務と収益構造

では、具体的に、イントロデュースング・ファームはどのような業務をアウトソーシングしているのだろうか。今、仮に証券業務を以下の九つのプロセスに分解してみよう。⁽²⁾

図2 (広義) イントロデュースング・ファーム
(4522社) の収入構成 (1995年)



(注) 四捨五入のため合計は100%とにならない。
(出所) SEC. 1996 Annual Report より作成。

ナンシャル・プランニングや投資アドバイスを提供することによって、生き残っているのである。言わば投資アドバイスの提供だけに特化している証券会社と言ってよいであろう。このことが意味しているのは、バックオフィスの全面的な外部委託をおこなうためには、会員証券会社であることに付随する執行や清算といったサービス以外に付加価値をもったサービス提供能力が必要だということである。

現在、日本でも一切勧誘をおこなわないことを売り文句とする通信取引やオンライン取引が伸びているようであるが、銘柄推奨等の対顧客サービスを提供する口座(証券会社)と提供しない口座(証券会社)が固定手数料制の下で併存するのは、米国の常識からすれば奇異なことである。米国であれば、同一料金であれば、当然に営業員からのアドバイスを要求するからである。したがって、現在の通信取引の拡大は、対顧客サービスが付加価値をもっていないことの端的な証拠と言わざるをえない。こうした現状のままで、フルディスクローズ方式(後述)のバックオフィスの外部委託が進むことは難しいであろう。(狭義) イントロデュースング・ファームが存立しえないからである。

米国の(狭義) イントロデュースング・ファームの支出構造を見ると、営業員の報酬が完全歩合制である上にバックオフィスコストが外部化され流動費化されている。費用と収入がともに市況に連動する構造となっており、会社はそのスプレッドを利益とするのである。手数料自由化後、大手証券会社が積極的なリスクテイク業務(投資銀行業務)に注力する中で、こうした中小証券会社は、全く逆に、リスクをできる限り排除することを選んだのである。

しかしながら、(広義) イントロデュースング・ファームは、こうした委託手数料依存型の中小証券会社ばかりではない。図1は、SIAの分類による(狭義) イントロデュースング・ファームの収入構成であったが、(広義) イントロデュースング・ファームの収入構成は、図2のようになっている。それによると、(広義) イントロデュースング・ファームは、トレーディングや引受けなどの投資銀行業務からも収益を上げることがわかる。これは、そうした業務をおこなう地方証券会社の中にも、バックオフィス業務をアウトソーシングするところが決して少なくないためである。つまり、こうした証券会社は、先の証券業の分類で言えば、1(対顧客業務)のほか、8(リサーチ)や9(リスクテイク業務)も一部おこなないながら、会社の技術力や人材から、清算関連業務に資本を振り向けるのは得策ではないとしているのである。

4 オムニバス方式とフルディスクローズ方式

具体的に、バックオフィス業務の委託はどのような形でなされているのであろうか。アウトソーシングには、オムニバス方式(一括)方式とフルディスクローズ(全面開示)方式がある。

オムニバス方式では、クリアリング・ファームはイントロデュースング・ファームの顧客の注文をイントロデュースング・ファームの名前で執行、清算する。クリアリング・ファームは、顧客の個別の名前を知らされず、顧客の側もクリアリング・ファームの存在を知らない。したがって、個々の取引の報告、報告書の送付等はクリ

アッシング・ファームからイントロデューシング・ファームに一括して送られ、個別顧客への送付はイントロデューシング・ファームがおこなう。

オムニバス方式の場合、バックオフィス業務のどこまでをクリアリング・ファームがおこなうかは個々の契約ごとにまちまちである。最も少ない場合だと、上記証券業務の内の5（証券会社間の取引内容の確認）と6（証券会社間の決済）だけである。この場合、2（注文の執行）はイントロデューシング・ファームでおこなわれるのであり、SIAの分類が示すようにNYSE会員会社であるにもかかわらず自社で清算業務をおこなわない証券会社があるが、その場合のアウトソーシングはこうした形になると考えられる。しかし、ほとんどは、2（注文の執行）もクリアリング・ファームによっておこなわれる。

委託契約のポイントとなるのは、4（顧客との決済）と7（信用取引口座への信用供与）をどちらが分担するかである。（これをイントロデューシング・ファームがおこなう場合はまれであるが、その場合、その会社は、クリアリング・ファームではないがキャリイニング・ファームであることになる。）顧客との決済をおこなう証券会社は、同時に、顧客の資金・証券を預かり、売買にともなう受渡・決済、配当・利子の支払いもおこなうことになるが、その時には、顧客口座の余剰資金（証券）を使って別の信用取引口座への信用供与をおこなうことができ、金利収入を得ることができるのである。そのため、こうしたサービスもクリアリング・ファームに委託した場合には、かえって委託費用が割り引かれることになる。

しかしながら、こうしたオムニバス方式のクリアリング契約は、現在ではまれで、フルディスクローズ方式が一般的だと言われている。この場合、クリアリング・ファームは、イントロデューシング・ファームから個別顧客の名前、住所等を知らされており（fully disclosed）、アウトソーシングの範囲は形式上は契約によって異

なるとはいえ実際には上記2から7のバックオフィス業務のすべてがクリアリング・ファームに委託されるのがほとんどである。すなわち、イントロデューシング・ファームが新規顧客を獲得すると、顧客の資金・証券は顧客から直接クリアリング・ファームに送られるか、イントロデューシング・ファームが一旦受け取る場合もすぐにクリアリング・ファームに送られ、クリアリング・ファームに口座が開設される。後は、イントロデューシング・ファームが注文を受ける度にそれをクリアリング・ファームに連絡すれば、その後の執行、決済、口座管理、報告書の送付等すべてはクリアリング・ファームがおこなうのである。売買委託手数料も、クリアリング・ファームが顧客口座から徴収しそれをイントロデューシング・ファームに送金する形を取る。

こうしたクリアリング・ファームのサービスに対する対価は、おおよそ委託手数料の一五〜二〇％程度と言われているが、その算出方法は、契約によりまちまちである。委託手数料の一定割合もあれば、取引一株あるいは取引一件につきいくら、また取引量に関係なく一カ月につきいくらという方法もある。

5 アウトソーシングと法的責任

イントロデューシング・ファームとなっている証券会社は、三四年証券取引所法が証券会社に求めている義務のいくつかを免除されている。例えば、規則15c3-3は顧客証券の保管義務を定めているが、そのk（適用除外）の（2）で「イントロデューシング・ファーム[*introducing broker or dealer*]と」顧客と（および顧客のため）のすべての取引をフルディスクローズ方式によりクリアリング・ファーム[*clearing broker or dealer*]と清算し、かつ、「中略」クリアリング・ファームに顧客のすべての資金および証券を速やかに交付する者」を挙げ、同条の適用を免除している。同様にして、最低自己資本要件（ネットキャピタルルール）（同

規則15c3-1)、記録作成義務(17a-3)、顧客用説明書送付義務(17a-5)などが免除されている。

では、投資家が資金・証券の受け払いに応じない場合のリスクはどちらが負担することになるのだろうか。そうした場合、当然、清算機関等の会員であるクリアリング・ファームが責任を負うことになる。しかしながら、クリアリング・ファームにとっては、自分たちが直接接触しない顧客の信用リスクを負わされるのは割にあわない。そのため、クリアリング契約において、顧客の不払いによって生じたクリアリング・ファームの損失は、イントロデュッシング・ファームが賠償することと定めるのが一般的である。つまり、市場に対しては会員であるクリアリング・ファームが責任を負うものの、その負担は事実上、イントロデュッシング・ファームに転嫁されているのである。しかしながら、株価が急激に動いた時など、多くの投資家が決済不能となり結局イントロデュッシング・ファーム自身も支払い不能に陥る場合もある。そうした時には、クリアリング・ファームは市場に対する清算債務を他に転嫁できないまま自分で被るほかない。実際、八七年のブラックマンデーの際には、そうした理由で巨額の損失を被ったクリアリング・ファームも少なくなかったのである。そうしたリスクに対処するため、クリアリング・ファームは、自社が管理する口座の状況、例えば、投資証券の価格変動、流動性、特定証券への集中度などを常時チェックしている。さらに、ほとんどのクリアリング契約において、クリアリング・ファームに対して様々な権利、例えばイントロデュッシング・ファームから顧客の信用情報を受ける権利、いかなる顧客の口座・注文もいつでも停止・拒否する権利、イントロデュッシング・ファームに財務状況の報告を求める権利等が認められている。

次に、イントロデュッシング・ファームとクリアリング・ファームの関係を、インデペンデント・コントラクター (Independent Contractor/IC) とそれが属する証券会社の関係と比較してみよう。ICとは、証券会

社に属しながらも、営業活動は会社から全く独立しておこない、その代わり委託手数料の八割程度の戻しを得る証券営業員のことである。⁽³⁾ ICが所属する証券会社自身がクリアリングを外部委託している場合も少なくないが、簡単にするため、所属証券会社が(広義)クリアリング・ファームである場合を考えてみよう。その時には、ICとイントロデュッシング・ファームは、どちらも、一定の手数料を払ってバックオフィス業務をアウトソーシングしており、かつ営業組織としてはそれらから独立しているという点でよく似ている。ICも、戻し率が八割であるというより、手数料の二割を払ってバックオフィス業務を会社に委託しているといったほうが実態に近いからである。したがって、両者は、証券営業員が独立する際の段階の違いにすぎないと思われることもできる。すなわち、証券営業員の典型的な独立化のパターンは、大手証券会社の営業員から地方証券会社に移籍し、それからICとなり、次にイントロデュッシング・ファームを設立するというプロセスと考えられるからである。

しかし、決定的な違いは、言うまでもなくイントロデュッシング・ファームが三四年証券取引所法上の証券会社 (broker-dealer) であり、したがって、それにとまなう様々な義務を負うのに対して、ICは実態的には独立した営業をおこなっているとしても法令上は証券会社に属する営業員にすぎないという点である。それが具体的に問題となるのは、一つには顧客とのトラブルが発生した場合である。顧客の不払いという場合なら、ICもイントロデュッシング・ファームも同様であり、すでに述べたように、市場に対してはクリアリング・ファームが責任を負い、次にクリアリング・ファームがICないしイントロデュッシング・ファームに損害賠償を請求することになる。しかし、適合性違反などの不適切な営業行為に対して投資家から損害賠償が請求された場合、その被告となるのは、ICの場合、その所属証券会社であるのに対して、イントロデュッシング・ファームの場合はクリアリング・ファームではなくイントロデュッシング・ファームそのものとなる。ICが所属証券会社の

代理人にすぎないのに対して、イントロデュッシング・ファームは、法令上もそれ自体が独立した証券会社だからである。

以上、イントロデュッシング・ファームとクリアリング・ファームの関係を見てきたが、こうした現状は、実は七〇年代後半以降の制度改革によって成立したものである。次号では、七〇年代後半以降のアウトソーシングの急増とその背景について検討することとする。

- (1) クリアリング・ファームを指す言葉としては、三四年証券取引所法規則ではclearing broker or dealer、SEA Cのアンニュアルレポートではclearing and carrying firm、NYSE規則ではcarrying organizationが使われている。clearingは取引の清算、carryingは顧客の証券・資金の保管（口座管理）を意味し、厳密に言えば両者は全く同じではなく、二つの機能を別の証券会社が担うことも従来皆無ではなかった。しかし、最近では、取引の執行・清算と口座管理はほとんどの場合、同じ証券会社でおこなわれており、二つを区別することに現実的な意味はない。後掲参考文献等でも二つの言葉は区別なく使われており、clearing firmが一般的な用語となっているようにある。

- (2) 文献 [2] PP.34-5 による。

- (3) ICについては、拙稿「インデペンデント・コントラクターについて」本誌一五四一号、一九九六年二月参照。

参考文献

- [1] Fitzpatrick W.J and R.T.Carman, "An Analysis of the Business and Legal Relationship Between Introducing and Carrying Brokers", *The Business Lawyer*, Nov. 1984.

- [2] Minnerop, H.F., "The Role and Regulation of Clearing Brokers", *The Business Lawyer*, May 1993.

- [3] Minnerop, H.F. and Hans R.Stoll, "Technological Change in the Back Office: Implications for Structure and Regulation of the Securities Industry", in *Technology and the Regulation of Financial Markets* (A.Saunders and L.J.White, eds.), LexingtonBooks, 1986.

株式オプションの取引状況

吉川 真裕

1 はじめに

わが国における株式オプション取引は七月一日に開始され、大阪証券取引所と東京証券取引所でそれぞれ二〇銘柄の上場オプションが取引されている。このうち両取引所での重複上場銘柄は東レ・新日本製鉄・日立製作所・ソニー・三井物産・日本興業銀行・東京三菱銀行の七銘柄で、大阪証券取引所での単独上場銘柄は武田薬品工業・ブリヂストン・NEC・松下電器産業・ローム・京セラ・三菱重工業・トヨタ自動車・本田技研工業・任天堂・NTT・住友銀行・東京海上火災保険、東京証券取引所での単独上場銘柄は大成建設・キリンビール・三共・富士写真フイルム・小松製作所・デンソー・日産自動車・キャノン・リコー・大日本印刷・セガエンタープライゼス・セブンイレブンジャパン・東京電力である。

本稿では七月一日から八月二二日までの取引開始後約一ヶ月間の両取引所における株式オプションの取引状況を紹介する。国内における株式オプションの重複上場はアメリカ・カナダ・ブラジルでも行われているが、複数の取引所が同時に株式オプション取引を開始したという事例はわが国が始めてである。⁽¹⁾ その意味では株式オプションという新商品の導入に止まらず、重複上場銘柄に関しては主取引所をめぐる取引所間競争という観点からも非常に興味深い事例と言えよう。

2 売買高と建玉の推移

表1は七月一日から八月二二日までの売買高と建玉の推移を表わしている。

まず、売買高合計を見ると、初日の七月一日、七月二九日、八月一日を除けば一日六〇〇枚前後(平均七五六枚)で八月四日まで推移していたが、八月五日以降は取引が大幅に(六二%)減少し、三〇〇枚弱(平均二八六七枚)になっていることがわかる。

次に、大証と東証の取引状況を比較してみると、売買高では大証が一貫して東証を上回っていることがわかる。そして、両取引所ともに八月五日以降に取引が減少していたが、大証では売買高が八月四日までの平均五〇七一枚から八月五日以降の平均二二一七枚に五八%減少しているのに対して、東証の売買高は八月四日までの平均二四九七枚から八月五日以降の平均七五〇枚に七〇%減少しており、両取引所の格差は次第に拡大していることがわかる。

また、両取引所での単独上場銘柄と重複上場銘柄の売買高を区別して比較してみても、初日の重複上場銘柄で東証が大証を上回った以外はすべて大証が東証を上回っていることがわかる。ただし、八月五日以降の売買高の減少に関しては、大証では単独上場銘柄の減少の度合い(六一%)が重複上場銘柄の減少の度合い(五六%)を上回っていたのに対して、東証ではほとんどそれほど取引の多くなかった単独上場銘柄の減少の度合い(五〇%)は小さく、重複上場銘柄での減少(七五%)は著しかった。

さらに各取引所の単独上場銘柄と重複上場銘柄の売買高を比較すると、七月三〇日に大証で単独上場銘柄が重複上場銘柄を上回った以外は、大証でも東証でも重複上場銘柄が単独上場銘柄を上回っていたことがわかる。

同様にして、大証と東証の建玉を比較してみると、取引開始後三営業日目の七月二三日以降は大証の建玉が東

表2 (A) 大証単独上場銘柄の銘柄別売買高の推移

	武田薬品	テグリス	日本電気	松下電産	ローム	京セラ	三菱重工	トヨタ	本田技研	任天堂	NTT	住友銀行	東京海上
7月18日	98	87	153	349	384	632	513	82	87	888	692	368	45
7月22日	18	32	40	4	128	350	151	0	12	221	47	115	18
7月23日	39	58	191	25	54	621	37	36	59	524	83	33	15
7月24日	15	27	105	0	92	124	29	24	122	250	87	3	8
7月25日	46	2	317	51	40	349	62	13	28	379	240	6	1
7月28日	15	28	7	2	106	819	0	52	38	362	210	7	3
7月29日	30	2	36	24	219	1,027	0	229	191	400	1,105	20	0
7月30日	44	4	28	33	28	2,066	27	34	46	90	862	118	80
7月31日	2	46	53	12	14	916	4	42	48	261	550	27	0
8月1日	9	0	81	17	6	1,258	0	42	37	205	1,428	68	0
8月4日	19	8	35	20	3	748	9	57	65	241	299	13	0
8月5日	20	0	63	12	54	626	12	96	67	110	583	17	12
8月6日	41	1	11	0	35	355	1	3	49	42	302	175	1
8月7日	76	0	69	4	87	343	61	8	19	229	202	232	3
8月8日	60	0	19	1	19	744	69	3	14	58	197	37	13
8月11日	1	0	73	2	12	276	2	6	38	77	133	55	3
8月12日	65	2	19	7	24	220	12	11	41	202	91	12	15
8月13日	33	2	4	15	33	109	32	5	48	72	408	47	19
8月14日	6	5	72	13	27	54	4	39	57	33	40	127	5
8月15日	1	3	10	61	10	288	10	7	33	62	69	31	0
8月18日	25	2	44	8	10	282	8	10	18	121	55	21	18
8月19日	13	6	11	12	41	194	12	21	30	115	107	519	20
8月20日	45	12	34	48	29	99	8	37	15	86	130	8	19
8月21日	17	28	29	30	22	74	31	19	32	150	32	35	5
8月22日	32	16	50	23	13	276	18	64	19	219	119	40	6
平均	30.8	14.8	62.2	30.9	59.6	514.0	44.5	37.6	48.5	215.5	322.8	85.4	12.4

(39)

表3 (A) 大証単独上場銘柄の銘柄別建玉の推移

	武田薬品	テグリス	日本電気	松下電産	ローム	京セラ	三菱重工	トヨタ	本田技研	任天堂	NTT	住友銀行	東京海上
7月18日	90	53	134	333	276	442	371	62	59	598	574	245	45
7月22日	106	73	157	336	203	635	424	62	52	703	617	255	63
7月23日	140	100	316	353	134	1,195	460	87	111	1,090	673	287	60
7月24日	155	113	417	353	195	1,294	474	79	204	1,308	724	290	56
7月25日	181	115	718	404	228	1,418	532	87	224	1,567	919	295	55
7月28日	182	116	724	404	308	1,736	532	126	257	1,687	1,057	294	57
7月29日	183	118	725	402	293	2,399	532	328	426	1,627	1,701	308	57
7月30日	156	118	738	421	296	2,987	533	328	437	1,652	1,890	424	131
7月31日	158	154	757	431	299	3,352	537	342	470	1,711	2,231	447	131
8月1日	162	154	794	431	300	3,962	537	342	489	1,792	2,683	509	131
8月4日	165	150	808	441	302	4,316	537	367	549	1,876	2,723	520	131
8月5日	185	150	852	447	323	4,587	549	414	593	1,939	2,967	532	143
8月6日	187	149	854	447	358	4,496	550	416	588	1,947	2,997	703	144
8月7日	214	149	900	451	438	4,727	552	424	606	2,121	3,118	927	147
8月8日	231	149	868	447	457	4,956	608	418	598	2,105	3,276	933	142
8月11日	231	149	935	449	468	5,089	610	424	623	2,126	3,356	986	144
8月12日	213	149	947	442	477	5,081	607	423	632	2,234	3,334	979	156
8月13日	232	149	947	445	500	5,060	627	422	670	2,284	3,663	1,010	171
8月14日	232	148	1,018	443	481	5,059	626	431	689	2,298	3,678	922	171
8月15日	233	151	1,019	504	482	5,143	636	434	705	2,291	3,702	940	171
8月18日	247	151	1,031	512	483	5,211	644	444	714	2,339	3,744	928	189
8月19日	236	157	1,028	511	513	5,182	640	453	708	2,410	3,789	1,440	197
8月20日	280	169	1,041	536	526	5,216	640	463	707	2,409	3,873	1,448	193
8月21日	265	161	1,062	544	523	5,191	642	472	737	2,534	3,891	1,473	197
8月22日	279	177	1,087	559	519	5,297	648	472	737	2,635	3,882	1,501	201
平均	197.7	136.9	795.1	441.8	375.3	3,761.2	561.9	332.8	503.4	1,891.4	2,602.5	743.8	131.3

(40)

表2 (B) 東証単独上場銘柄の銘柄別売買高の推移

	大成建設	キリン	富士写真	三共	小松製作所	リコー	キヤノン	デンソー	日産自動車	大日本印刷	セガ	東京電力	ヤマハ
7月18日	145	89	33	11	121	122	104	136	333	72	186	52	15
7月22日	2	118	5	0	0	5	14	9	4	10	55	0	3
7月23日	3	0	0	37	5	0	34	0	94	1	8	450	0
7月24日	20	2	1	10	15	34	5	20	1	0	5	274	20
7月25日	5	14	53	18	0	5	58	10	159	0	0	72	2
7月28日	5	62	12	3	1	60	134	0	106	1	0	2	52
7月29日	6	2	20	11	0	13	50	0	6	1	17	151	14
7月30日	1	61	72	128	1	10	18	2	4	2	30	2	3
7月31日	1	21	201	21	0	33	16	23	2	14	51	24	50
8月1日	0	7	2	21	10	52	94	0	1	0	3	0	0
8月4日	13	0	13	5	13	9	107	15	43	0	16	2	0
8月5日	1	0	1	1	1	0	44	1	76	2	15	2	0
8月6日	0	24	1	29	20	0	48	5	3	25	32	102	0
8月7日	5	17	2	29	21	7	145	11	13	33	20	2	2
8月8日	127	10	0	2	11	2	34	0	0	1	0	1	1
8月11日	2	2	4	10	0	5	25	0	11	12	11	0	0
8月12日	18	0	0	1	1	2	20	1	7	2	0	0	10
8月13日	11	3	2	28	1	0	11	2	0	0	0	2	0
8月14日	27	4	4	0	23	10	208	3	1	1	31	0	10
8月15日	3	10	77	30	0	47	93	12	10	0	0	0	1
8月18日	9	4	13	166	0	83	65	12	22	14	4	0	6
8月19日	5	4	12	24	1	84	34	12	20	4	4	144	16
8月20日	21	16	21	30	12	29	52	36	16	4	4	4	5
8月21日	20	16	18	17	0	77	42	18	22	5	4	4	5
8月22日	11	4	16	16	0	45	63	16	21	16	4	4	5
平均	18.4	19.6	23.2	25.9	10.3	28.4	60.7	13.8	39.0	8.8	20.0	51.8	8.8

(41)

表3 (B) 東証単独上場銘柄の銘柄別建玉の推移

	大成建設	キリン	富士写真	三共	小松製作所	リコー	キヤノン	デンソー	日産自動車	大日本印刷	セガ	東京電力	ヤマハ
7月18日	145	89	31	11	121	117	89	125	332	58	186	52	15
7月22日	145	207	36	11	121	121	99	130	336	67	238	52	15
7月23日	146	207	36	48	126	121	129	130	427	67	246	500	15
7月24日	153	207	37	58	131	152	133	150	428	67	251	772	25
7月25日	154	219	90	66	131	152	176	160	587	67	251	841	25
7月28日	154	229	100	67	132	170	246	160	688	68	251	841	77
7月29日	159	231	90	78	132	171	291	160	694	67	267	832	91
7月30日	159	192	160	181	131	181	287	160	698	67	295	832	93
7月31日	160	213	357	200	131	188	283	178	697	77	346	854	93
8月1日	160	212	359	201	141	238	348	178	697	77	349	854	93
8月4日	165	212	358	204	134	237	412	192	740	77	355	854	93
8月5日	166	212	359	205	135	237	437	193	810	79	380	854	93
8月6日	166	235	360	208	155	237	456	197	812	92	409	954	93
8月7日	171	250	360	230	156	239	513	197	813	101	429	954	93
8月8日	273	250	360	228	167	239	521	197	813	102	429	953	94
8月11日	273	249	363	238	167	242	502	197	824	111	430	953	94
8月12日	285	249	363	238	168	244	504	198	830	113	430	953	94
8月13日	284	250	363	242	167	244	507	198	830	113	430	953	94
8月14日	304	246	363	242	147	254	542	199	829	112	401	953	104
8月15日	307	256	438	212	147	257	533	203	829	112	401	953	103
8月18日	316	256	451	262	147	335	570	215	851	122	401	953	103
8月19日	319	260	439	259	148	272	563	203	843	126	405	1,087	117
8月20日	340	268	460	261	156	301	575	239	859	122	401	1,083	112
8月21日	358	272	444	245	156	306	555	223	843	125	405	1,087	116
8月22日	369	268	460	261	156	345	591	239	864	121	401	1,083	112
平均	225.2	229.6	289.5	178.2	144.1	224.0	394.5	184.8	719.0	92.4	351.9	842.3	82.3

(42)

表 2 (C) 重複上場銘柄の銘柄別売買高の推移

	東レ		新日鉄		日立製作所		ソニー		三井物産		興銀		東京三菱銀行	
	大証	東証	大証	東証	大証	東証	大証	東証	大証	東証	大証	東証	大証	東証
7月18日	3	163	1	431	5	162	975	2,428	52	145	115	186	15	55
7月22日	1	14	0	28	30	47	1,804	1,632	28	0	101	12	0	1
7月23日	0	42	1	41	72	47	1,717	1,220	0	2	282	142	21	0
7月24日	0	4	1	47	5	55	2,614	1,562	0	0	384	90	34	5
7月25日	0	4	0	3	52	10	2,394	1,046	1	20	417	178	20	7
7月28日	0	0	31	7	75	3	2,484	1,856	20	30	190	47	22	5
7月29日	0	0	0	0	62	46	3,877	3,156	1	0	137	73	3	12
7月30日	0	21	3	5	36	8	2,287	1,196	1	0	127	42	13	12
7月31日	0	0	16	14	3	18	1,728	1,115	13	10	159	64	504	5
8月1日	0	0	0	50	42	378	3,793	2,816	21	3	1,518	0	210	0
8月4日	0	0	0	6	44	31	2,349	1,523	0	0	108	65	24	0
8月5日	0	0	0	6	29	1	1,364	751	1	5	170	69	53	0
8月6日	0	0	2	2	0	1	1,249	466	11	0	94	44	29	2
8月7日	2	5	0	10	25	2	997	368	0	4	59	5	17	10
8月8日	0	8	0	123	0	1	1,096	297	0	0	124	20	13	35
8月11日	0	0	15	45	35	7	1,086	736	0	0	72	1	15	0
8月12日	1	0	0	0	29	0	1,197	614	6	0	76	0	39	0
8月13日	0	0	0	3	18	2	1,060	433	7	0	65	69	50	33
8月14日	8	0	32	70	0	3	743	201	0	0	66	16	65	5
8月15日	0	0	0	0	20	10	1,309	481	0	0	70	3	41	0
8月18日	0	0	4	4	9	200	661	246	4	0	102	55	47	10
8月19日	4	0	4	0	38	5	1,445	770	4	0	44	15	17	7
8月20日	4	0	44	0	27	2	1,041	260	13	0	94	12	36	6
8月21日	14	0	34	0	12	3	753	203	5	2	61	12	20	7
8月22日	6	20	114	45	43	13	1,114	394	45	2	20	13	55	6
平均	1.7	11.2	12.1	37.6	28.4	42.2	1,645.5	1,030.8	9.3	8.9	186.2	49.3	54.5	8.9

(43)

表 3 (C) 重複上場銘柄の銘柄別建玉の推移

	東レ		新日鉄		日立製作所		ソニー		三井物産		興銀		東京三菱銀行	
	大証	東証	大証	東証	大証	東証	大証	東証	大証	東証	大証	東証	大証	東証
7月18日	3	153	1	425	4	147	457	1,723	32	134	70	173	15	46
7月22日	2	165	1	442	34	169	939	2,434	60	134	157	185	15	47
7月23日	2	164	2	482	104	202	1,833	3,196	60	134	333	307	36	47
7月24日	2	166	3	521	104	248	1,803	3,843	60	134	707	387	70	47
7月25日	2	166	3	522	106	253	2,679	4,240	61	134	840	559	85	54
7月28日	2	166	34	527	107	255	2,801	4,320	81	141	714	576	66	56
7月29日	2	166	34	527	107	254	3,905	5,106	81	141	746	622	67	65
7月30日	2	168	53	562	140	259	4,145	5,533	82	141	747	656	80	77
7月31日	2	168	51	561	140	259	4,952	6,062	85	141	686	654	582	81
8月1日	2	168	53	555	124	253	6,536	7,192	106	144	701	654	739	81
8月4日	2	168	53	556	140	254	7,808	7,879	106	144	752	691	807	81
8月5日	2	168	53	562	140	254	8,365	8,216	107	145	785	747	754	81
8月6日	2	168	51	561	140	259	8,462	8,507	97	145	793	775	778	81
8月7日	4	173	51	571	165	253	8,364	8,620	97	147	771	776	786	91
8月8日	4	168	51	562	165	253	8,575	8,682	97	147	836	771	773	76
8月11日	4	168	51	567	170	256	8,865	8,911	97	147	819	770	778	76
8月12日	5	168	51	587	168	256	9,090	9,077	98	147	835	770	781	76
8月13日	5	168	51	584	169	257	9,190	9,204	103	147	822	785	814	74
8月14日	5	168	23	605	169	257	9,309	9,283	103	147	842	798	833	79
8月15日	5	168	23	605	179	257	9,126	9,314	103	147	831	797	839	79
8月18日	5	168	23	605	188	257	9,312	9,387	103	147	862	797	861	78
8月19日	9	168	27	605	188	256	10,036	9,529	107	147	848	811	858	85
8月20日	5	168	62	605	189	256	10,261	9,588	102	147	794	823	864	91
8月21日	19	168	96	605	197	256	10,203	9,503	106	147	839	835	861	97
8月22日	17	168	162	640	203	253	10,218	9,465	135	147	852	847	875	103
平均	4.6	167.0	42.0	556.4	139.7	447.0	6,689.4	7,152.6	90.8	143.0	721.7	662.6	560.7	74.0

(44)

表4 株券オプションの銘柄別取引状況

大証銘柄	売買高	建玉	売買高/原株	売買高/建玉	東証銘柄	売買高	建玉	売買高/原株	売買高/建玉
武田薬品	30.8	197.7	1.9%	15.6%	大成建設	18.4	225.2	1.1%	8.2%
パナソニック	14.8	136.9	1.3%	10.8%	キヤノン	19.6	229.6	2.1%	8.5%
NEC	62.2	795.1	1.8%	7.8%	富士写真	23.2	289.5	2.5%	8.0%
松下電産	30.9	441.8	1.1%	7.0%	三共	25.9	178.2	3.4%	14.5%
ローマ	59.6	375.3	15.9%	15.9%	小松製作所	10.3	144.1	1.3%	7.1%
京セラ	514.0	3,761.2	8.7%	13.7%	リコー	29.4	224.0	1.5%	13.1%
三菱重工	44.5	561.9	1.7%	7.9%	キヤノン	60.7	394.5	3.7%	15.4%
トヨタ	37.6	332.8	1.5%	11.3%	デフソー	13.8	184.8	1.9%	7.4%
本田技研	48.5	503.4	2.4%	9.6%	日産自動車	39.0	719.0	2.2%	5.4%
任天堂	215.5	1,891.4	7.2%	11.4%	大日本印刷	8.8	92.4	0.5%	9.5%
NTT	322.8	2,602.5	3.4%	12.4%	セガ	20.0	351.9	1.6%	5.7%
住友銀行	85.4	743.8	3.3%	11.5%	東京電力	51.8	842.3	0.8%	6.1%
東京海上	12.4	131.3	0.8%	9.4%	フタバ	8.8	82.3	4.4%	10.7%
単独合計	1,479.0	12,475.2	3.9%	11.1%	単独合計	329.6	3,957.8	2.1%	9.2%
東レ	1.7	4.6	0.1%	37.7%	東レ	11.2	167.0	0.9%	6.7%
新日鉄	12.1	42.0	0.2%	28.8%	新日鉄	37.6	556.4	0.8%	6.8%
日立製作所	28.4	139.7	0.7%	20.4%	日立製作所	42.2	447.0	1.0%	9.4%
ソニー	1,645.5	6,689.4	12.5%	24.6%	ソニー	1,030.8	7,152.6	7.8%	14.4%
三井物産	9.3	90.8	0.3%	10.3%	三井物産	8.9	143.0	0.3%	6.2%
興銀	186.2	721.7	8.8%	25.8%	興銀	49.3	662.6	2.3%	7.4%
東京三菱銀	54.5	560.7	2.5%	9.7%	東京三菱銀	8.9	74.0	0.4%	12.1%
重複合計	1,937.8	8,248.7	3.6%	22.5%	重複合計	1,189.0	9,202.6	1.9%	9.0%
大証合計	3,416.7	20,723.9	3.8%	15.1%	東証合計	1,518.6	13,160.3	2.0%	9.1%

(45)

比率が三〇％程度であることを考えると、人気銘柄の取引が多すぎるといふよりもその他の銘柄の取引が少なすぎると見た方が良さそうである。

同様にして表4の平均建玉を見ると、ソニー（東証重複）・ソニー（大証重複）・京セラ（大証単独）・NTT（大証単独）・任天堂（大証単独）の順で建玉が大きいがわかる。ソニーの平均建玉は東証が大証を上回っているが、表3（C）で確かめると八月一日・八月一日と八月一日以降では大証が東証を上回っており、大証重複上場銘柄の建玉が八月一日以降に東証重複上場銘柄の建玉を上回っていたり、各取引所で重複上場銘柄の建玉が単独上場銘柄の建玉を上回っていたのはこのためと考えられる。

また、ソニーの平均建玉は大証平均建玉の三二％、東証平均建玉の五四％であり、各取引所での平均建玉上位三銘柄のシェアは大証で六三％、東証で六六％に達しており、平均売買高ほどではないにしろ、やはりかなり集中していることがわかる。さらに流動性を計る指標の一つとして平均売買高を平均建玉で割った比率を見ると、大証東レ（三七・七％）・大証新日鉄（二八・八％）・大証興銀（二四・六％）・大証ソニー（二五・八％）・大証日立製作所（二〇・四％）の順であり、個別の銘柄で見ても大証での建玉不足、東証での売買高不足といった状況が確認できる。

4 投資主体別取引状況

表5は大証株式オプションの投資主体別売買動向を、表6は東証株式オプションの投資主体別売買動向をそれぞれ表わしている。

まず、この間のコール・オプションとプット・オプションを合わせた売買高合計を投資主体別に見ると、大証

(46)

表6 東証株式オプションの投資主体別売買動向

(単位:枚)

取引主体	取引対象	7月第3週 (7/18) 1営業日	7月第4週 (7/22-25) 4営業日	7月第5週 (7/28-8/1) 5営業日	8月第1週 (8/4-8) 5営業日	8月第2週 (8/11-15) 5営業日	8月第3週 (8/18-22) 5営業日	全期間 (7/18-8/22) 25営業日
証券会社	コール (対コール合計比)	4,339 (61.65%)	8,755 (69.26%)	12,831 (65.38%)	5,343 (75.66%)	3,090 (72.50%)	3,149 (78.31%)	37,567 (68.63%)
	プット (対プット合計比)	1,664 (59.13%)	1,735 (62.39%)	3,190 (78.57%)	2,096 (79.64%)	1,998 (84.13%)	2,990 (88.30%)	13,663 (75.75%)
	売買高 (対合計比)	6,003 (60.93%)	10,490 (68.02%)	16,021 (67.64%)	7,439 (76.74%)	5,088 (76.66%)	6,129 (82.87%)	51,170 (70.40%)
	コール (対コール合計比)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)
生保・損保	プット (対プット合計比)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)
	売買高 (対合計比)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)
	コール (対コール合計比)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)
	プット (対プット合計比)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)
長銀 都銀 地銀	売買高 (対合計比)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)
	コール (対コール合計比)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)
	プット (対プット合計比)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)
	売買高 (対合計比)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)
信託銀行	コール (対コール合計比)	54 (0.77%)	10 (0.08%)	127 (0.65%)	12 (0.17%)	10 (0.23%)	0 (0.00%)	213 (0.39%)
	プット (対プット合計比)	211 (7.50%)	19 (0.68%)	1 (0.02%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	13 (0.39%)	244 (1.35%)
	売買高 (対合計比)	265 (2.69%)	29 (0.19%)	128 (0.54%)	12 (0.12%)	10 (0.15%)	13 (0.18%)	457 (0.63%)
	コール (対コール合計比)	135 (1.92%)	0 (0.00%)	20 (0.10%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	155 (0.28%)
その他金融	プット (対プット合計比)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)
	売買高 (対合計比)	135 (1.37%)	0 (0.00%)	20 (0.08%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	155 (0.21%)
	コール (対コール合計比)	0 (0.00%)	10 (0.08%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	10 (0.02%)
	プット (対プット合計比)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)
投資信託	売買高 (対合計比)	0 (0.00%)	10 (0.06%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	10 (0.01%)
	コール (対コール合計比)	542 (7.70%)	1,407 (11.13%)	583 (2.97%)	202 (2.86%)	136 (3.19%)	413 (10.27%)	3,283 (6.01%)
	プット (対プット合計比)	2 (0.07%)	68 (2.45%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	1 (0.04%)	50 (1.48%)	121 (0.67%)
	売買高 (対合計比)	544 (5.52%)	1,475 (9.56%)	583 (2.46%)	202 (2.08%)	137 (2.06%)	463 (6.26%)	3,404 (4.68%)
その他法人	コール (対コール合計比)	41 (0.58%)	0 (0.00%)	20 (0.10%)	0 (0.00%)	101 (2.37%)	0 (0.00%)	162 (0.30%)
	プット (対プット合計比)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	1 (0.02%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	1 (0.01%)
	売買高 (対合計比)	41 (0.42%)	0 (0.00%)	21 (0.09%)	0 (0.00%)	101 (1.52%)	0 (0.00%)	163 (0.22%)
	コール (対コール合計比)	1,544 (21.94%)	1,645 (13.01%)	4,368 (22.26%)	1,285 (18.20%)	763 (17.90%)	320 (7.96%)	9,925 (18.16%)
個人	プット (対プット合計比)	541 (19.23%)	595 (21.40%)	558 (13.74%)	479 (18.20%)	366 (15.41%)	296 (8.77%)	2,835 (15.72%)
	売買高 (対合計比)	2,085 (21.16%)	2,240 (14.53%)	4,926 (20.80%)	1,764 (18.20%)	1,129 (17.01%)	616 (8.33%)	12,760 (17.55%)
	コール (対コール合計比)	383 (5.44%)	813 (6.43%)	1,677 (8.54%)	220 (3.12%)	162 (3.80%)	139 (3.46%)	3,394 (6.21%)
	プット (対プット合計比)	416 (14.78%)	364 (13.09%)	310 (7.64%)	57 (2.17%)	10 (0.42%)	36 (1.07%)	1,193 (5.61%)
外国人	売買高 (対合計比)	799 (8.11%)	134 (0.87%)	1,987 (8.39%)	277 (2.86%)	172 (2.59%)	175 (2.37%)	4,587 (6.31%)
	コール (対コール合計比)	7,038 (71.44%)	12,640 (81.97%)	19,626 (82.86%)	7,062 (72.85%)	4,262 (64.22%)	4,021 (54.37%)	54,649 (75.19%)
	プット (対プット合計比)	2,814 (28.56%)	2,781 (18.03%)	4,000 (17.14%)	2,632 (27.15%)	2,375 (35.78%)	3,375 (45.63%)	18,037 (24.81%)
	売買高 (対全期間売買高合計比)	9,852 (13.55%)	15,421 (21.22%)	23,656 (32.59%)	9,694 (13.34%)	6,637 (9.13%)	7,396 (10.18%)	72,686 (100.00%)
合計	コール (対全期間コール平均比)	7,038 (321.96%)	3,150 (144.56%)	3,925 (179.56%)	1,412 (64.61%)	852 (38.99%)	804 (36.79%)	2,186 (100.00%)
	プット (対全期間プット平均比)	2,814 (390.03%)	695 (96.36%)	812 (112.55%)	526 (72.98%)	475 (65.84%)	675 (93.56%)	721 (100.00%)
	売買高 (対全期間売買高平均比)	9,852 (338.85%)	3,855 (132.60%)	4,737 (162.93%)	1,939 (66.68%)	1,327 (45.66%)	1,479 (50.88%)	2,907 (100.00%)
	平均							

表5 大証株式オプションの投資主体別売買動向

(単位:枚)

取引主体	取引対象	7月第3週 (7/18) 1営業日	7月第4週 (7/22-25) 4営業日	7月第5週 (7/28-8/1) 5営業日	8月第1週 (8/4-8) 5営業日	8月第2週 (8/11-15) 5営業日	8月第3週 (8/18-22) 5営業日	全期間 (7/18-8/22) 25営業日
証券会社	コール (対コール合計比)	5,051 (59.43%)	17,520 (68.78%)	33,059 (59.51%)	14,571 (63.61%)	8,438 (61.66%)	7,977 (62.25%)	86,716 (62.35%)
	プット (対プット合計比)	1,463 (59.30%)	3,071 (65.23%)	3,324 (60.23%)	4,047 (67.38%)	2,829 (57.86%)	4,511 (74.51%)	19,245 (64.92%)
	売買高 (対合計比)	6,514 (59.40%)	20,691 (68.23%)	36,383 (59.57%)	18,618 (64.39%)	11,267 (60.66%)	12,488 (66.19%)	105,961 (62.80%)
	コール (対コール合計比)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)
生保・損保	プット (対プット合計比)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)
	売買高 (対合計比)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)
	コール (対コール合計比)	2 (0.02%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	2 (0.00%)
	プット (対プット合計比)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)
長銀 都銀 地銀	売買高 (対合計比)	2 (0.02%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	2 (0.00%)
	コール (対コール合計比)	197 (2.32%)	347 (1.35%)	69 (0.12%)	40 (0.17%)	50 (0.37%)	10 (0.08%)	713 (0.51%)
	プット (対プット合計比)	278 (11.27%)	80 (1.70%)	0 (0.00%)	45 (0.75%)	227 (4.64%)	113 (1.87%)	743 (2.51%)
	売買高 (対合計比)	475 (4.33%)	427 (1.41%)	69 (0.11%)	85 (0.29%)	277 (1.49%)	123 (0.65%)	1,456 (0.86%)
その他金融	コール (対コール合計比)	20 (0.24%)	0 (0.00%)	50 (0.09%)	0 (0.00%)	1 (0.01%)	0 (0.00%)	71 (0.05%)
	プット (対プット合計比)	0 (0.00%)	2 (0.04%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	10 (0.17%)	12 (0.04%)
	売買高 (対合計比)	20 (0.18%)	2 (0.01%)	50 (0.08%)	0 (0.00%)	1 (0.01%)	10 (0.05%)	83 (0.05%)
	投資信託	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)
事業法人	コール (対コール合計比)	149 (1.75%)	3,895 (15.20%)	7,311 (13.16%)	2,429 (10.60%)	2,575 (18.82%)	2,129 (16.61%)	18,488 (13.29%)
	プット (対プット合計比)	3 (0.12%)	246 (5.23%)	871 (15.78%)	1,168 (19.45%)	1,444 (29.54%)	417 (6.69%)	4,149 (14.00%)
	売買高 (対合計比)	152 (1.39%)	4,141 (13.65%)	8,182 (13.40%)	3,597 (12.44%)	4,019 (21.64%)	2,546 (13.49%)	22,637 (13.42%)
	その他法人	24 (0.28%)	0 (0.00%)	31 (0.05%)	10 (0.04%)	0 (0.00%)	150 (1.17%)	215 (0.15%)
個人	プット (対プット合計比)	5 (0.20%)	15 (0.32%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	20 (0.07%)
	売買高 (対合計比)	29 (0.26%)	15 (0.05%)	31 (0.05%)	10 (0.03%)	0 (0.00%)	150 (0.79%)	235 (0.14%)
	コール (対コール合計比)	1,427 (16.79%)	2,022 (7.89%)	9,868 (17.76%)	4,116 (17.97%)	2,016 (14.73%)	2,305 (17.99%)	21,754 (15.61%)
	プット (対プット合計比)	296 (12.00%)	357 (7.58%)	679 (12.30%)	586 (9.76%)	564 (11.54%)	346 (5.72%)	2,828 (9.54%)
外国人	売買高 (対合計比)	1,723 (15.71%)	2,379 (7.84%)	10,547 (17.27%)	4,702 (16.26%)	2,589 (13.69%)	2,651 (14.65%)	24,582 (14.57%)
	コール (対コール合計比)	1,629 (19.17%)	1,735 (6.77%)	5,168 (9.30%)	1,742 (7.60%)	428 (3.13%)	243 (1.90%)	10,945 (7.87%)
	プット (対プット合計比)	422 (17.11%)	937 (19.90%)	645 (11.69%)	160 (2.66%)	1 (0.02%)	157 (2.59%)	2,322 (7.83%)
	売買高 (対合計比)	2,051 (18.70%)	2,672 (8.81%)	5,813 (9.52%)	1,902 (6.58%)	429 (2.31%)	400 (2.12%)	13,267 (7.86%)
合計	コール (対全期間コール平均比)	8,499 (77.50%)	25,619 (84.48%)	55,556 (90.96%)	22,908 (79.23%)	13,684 (73.68%)	12,814 (67.91%)	139,080 (82.43%)
	プット (対全期間プット平均比)	2,467 (22.50%)	4,708 (15.52%)	5,519 (9.04%)	6,006 (20.77%)	4,889 (26.32%)	6,054 (32.09%)	29,643 (17.57%)
	売買高 (対全期間売買高平均比)	10,966 (6.50%)	30,327 (17.97%)	61,075 (36.20%)	28,914 (17.14%)	18,573 (11.01%)	18,868 (11.18%)	168,723 (100.00%)
	平均							

株式オプションで取引が多いのは証券会社(六三%)・個人(一五%)・事業法人(一三%)・外国人(八%)、東証株式オプションで取引が多いのは証券会社(七〇%)・個人(一八%)・外国人(六%)・事業法人(五%)であり、証券会社・個人・事業法人のシェアが日経平均オプションと比べて大きく、外国人と金融機関等のシェアが日経平均オプションと比べて小さいことがわかる。⁽³⁾

次に、コール・オプションとプット・オプションの売買高をそれぞれ投資主体別に見ると、大証株式コール・オプションで取引が多いのは証券会社(六二%)・個人(二六%)・事業法人(二三%)・外国人(八%)、大証株式プット・オプションで取引が多いのは証券会社(六五%)・事業法人(二四%)・個人(二〇%)・外国人(八%)・信託銀行(三%)・生損保(二%)、東証株式コール・オプションで取引が多いのは証券会社(六九%)・個人(一八%)・外国人(六%)・事業法人(六%)、東証株式プット・オプションで取引が多いのは証券会社(七六%)・個人(二六%)・外国人(七%)・信託銀行(一%)・事業法人(一%)であり、大証では個人のコール・オプションのシェアがプット・オプションのシェアよりも大きく、東証では個人と事業法人のコール・オプションのシェアがプット・オプションのシェアよりも大きいことが特徴となっている。

また、コール・オプションとプット・オプションがそれぞれ売買高合計に占める比率は大証で八二%と一八%、東証で七五%と二五%でコール・オプションに取引が偏っていることがわかる。これはコール・オプションとプット・オプションの売買高がほぼ等しい日経平均オプションとは異なっていたが、取引の少ない日経三〇オプションでコール・オプションに取引が偏りがちであるのとは同様であった。

さらに、一営業日あたりの平均売買高を一週間ごとに比較してみると、大証でも東証でも八月第一週以降に売買高は減少していたが、いずれの取引所でもプット・オプションの売買高はそれほど減少しておらず、コール・

オプションの売買高減少が売買高減少の原因であったことが分かる。

5 低迷の原因と振興策

以上で見たように、七月一八日の取引開始から一ヶ月を経過して、株式オプション取引の売買高は低迷している。一九九五年九月八日にわが国に先駆けて株式オプション取引を開始した香港と比べても、株式オプション売買高が原株売買高に占める比率では大きく下回っている。⁽⁴⁾香港での株式オプション取引でさえ世界的に見ればそれほど取引は活発とは言えないので、わが国での株式オプション取引の現状は成功とは言い難い状況にあると言える。

もちろん、株式オプションの売買高は相場動向にも左右されるので、今後急速に拡大するという可能性がないわけではないが、現状における取引低迷の原因を探ってみると、以下の点が考えられる。

まず、第一に考えられるのは、オプション取引自体がわが国では欧米諸国ほど認知されておらず、株式オプション取引に限らず、他の商品でもそれほど活発に取り引きされていないことが上げられよう。一九九六年の数字が公表されている上場ものに関していえば、大証の日経平均オプションは三九二万枚で日経平均先物の五六%、東証の国債先物オプションは一九八万枚で国債先物の一六%、東京金融先物取引所の日本円短期金利先物オプションは五七万枚で日本円短期金利先物の二%であり、先物取引に比べてのオプション取引の比率は欧米諸国よりもかなり小さい。

次に考えられる原因は、個人以外の委託注文が少ないことである。委託注文が売買高に占める比率は大証株式オプションで三七%、東証株式オプションで三〇%であり、日経平均オプションの三七%と大差はないが、個人

以外の委託注文が売買高に占める比率は大証株式オプションで二三%、東証株式オプションで一二%であり、日経平均オプションでの二八%を下回っている。⁽⁵⁾ただし、個人以外の委託注文という点に関しては、実はアメリカでも株式オプションの委託注文は個人投資家を中心と言われている。その理由としては、機関投資家は株価指数をベンチマークとしたポートフォリオ運用を行っているので、数多くの銘柄を同時に取引するには株式オプションの流動性の銘柄間格差が大きすぎ、銘柄ごとの建玉制限が比較的小さいために、あまり用いられてはいと言われている。もちろん、アメリカではスベシヤリストやマーケットメーカーが値付けを義務づけられているが、それはあくまで小口注文に対してであって機関投資家の大口注文に対してはかならずしも十分に答えられてはいないようである。わが国の場合では株式オプションの上場銘柄はまだ三三銘柄にすぎず、機関投資家のポートフォリオに比べるとあまりにも少ないという点も問題であろう。

三番目の原因としては、日経平均オプションに比べれば多いとはいえ、個人の委託注文がそれほど多くはないことが上げられる。オプション取引が個人投資家にはなじみが薄いという点では第一原因と重なり、わが国ではマーケットメーカーが存在しないために注文を出しづらいという点では第二原因とも関係しようが、キャピタルゲイン課税の関係で株式オプション取引は個人には原株取引に比べてデメリットがあるという問題も見逃せないだろう。現状では信用取引を含めた株式取引はキャピタルゲイン税を源泉分離課税としてその他の所得とは分離して扱えるが、株式オプション取引では権利行使をしなければ売買益は年度末に雑所得として申告しなければならぬ。株価指数先物や株価指数オプションも売買益は雑所得扱いであるが、これらは従来、個人投資家の利用が少なかったため、それほど問題にならなかったが、株式オプションでは個人投資家が委託注文の半分を占め、取引の振興に不可欠であることを考えると、原株同様に源泉分離課税の導入が望まれる。一九八九年の個人に

する源泉分離課税導入の精神からすれば、源泉分離課税の対象を個人の株式オプション取引にまで拡大することにそれほど問題はないはずである。⁽⁶⁾

以上のことからすれば、株式オプション取引の振興策としては、オプション取引の知識の普及に努めること、上場銘柄数を拡大すること、マーケットメーカー制の導入を検討すること、個人の株式オプション取引に源泉分離課税を導入すること等が考えられよう。

注

- (1) アメリカにおける株式オプションの重複上場をめぐる問題については、拙稿「アメリカにおける株式オプションの重複上場」(『証券経済研究』第9号、一九九七年九月)を参照。
- (2) 「大阪米国証券市場視察団報告書」(日本証券業協会大阪地区協会、一九九六年二月)、一六〇ページの第9表を参照。

- (3) 日経平均オプションの投資主体別取引動向については、拙稿「日経平均先物 平成九年六月限」(本誌一五四八号、一九九七年七月)、三七—三八ページの表2を参照。

- (4) 香港での株式オプション取引導入後の状況については、拙稿「株式オプションの導入—香港市場での経験—」(本誌一五四〇号、一九九六年一〇月)を参照。

- (5) 注(3)の表2を参照。

- (6) この点については、渡辺博史「『税制改革大綱』の概要」(『金融財政事情』三九卷二四号、一九八八年六月二七日)を参照。

「中華人民共和国会社法」について(2)

株式会社(股份有限公司)の設立および組織機構を中心に

王 東明

1 はじめに

前回は「会社法」の目的および有限責任原則を考察し、主に「会社法」の第一章「総則」と第二章「有限責任会社」「有限責任公司」の設立および組織機構」の内容を紹介した。今回は引き続き「会社法」の第三章「株式会社」「股份有限公司」の設立および組織機構」の法規定の内容を紹介することにしよう。

2 株式会社「股份有限公司」の設立

株式会社の設立は以下の要件を具備しなければならない(第七十三条)。(1) 發起人が法定人数に一致すること。(2) 發起人の引受および社会公募の資本(股本)が法定最低資本金額を充たすこと。(3) 株式の発行、会社設立準備事項が法律規定に適合すること。(4) 發起人による会社定款の作成、創立総会による承認。(5) 会社名称の確定、株式会社の要件に適合する組織機構の確立。(6) 固定した生産経営場所および必要な生産経営条件の具備。

まず發起人の法定人数について、本法は五人以上と規定し、その過半数は中国国内に住所を有しなければならない

ないとした。ただし例外的に国有企業が株式会社に改組される場合、發起人は五人以下でもよいが、募集設立の方法を採用しなければならないと規定した(第七十五条)。

株式会社は發起設立または募集設立の方法を採用することができる。發起設立とは、發起人が会社の発行する全ての株式を引受けることをいう(第七十四条)。發起設立の場合、發起人は書面をもって会社定款で定めた発行株式数を全額引受けた後、直ちに株金を全額払い込まなければならない。有体財産、工業所有権、非特許技術または土地使用権を払込金にあてる場合には、法に基づき、その財産権の移転手続を行わなければならない(第八十二条)。一方募集設立とは、發起人は会社の発行する株式の一部を引受け、残余は一般から公募する方法をいう(第七十四条)。募集設立の場合、發起人の引受株数は発行株式総数三五%を下回ってはならず、残余部分は公募しなければならない(第八十三条)。以上の国有企業に関する規定は、現在企業制度改革中の国有企業の株式会社化を促進するため發起人数を法定人数(五人以上)より緩かに設定し、また募集設立という形でできるだけ広範な民間資金を調達し、国有企業の資金不足問題を緩和・解決することにも配慮している。

株式会社の登録資本とは、会社登記機関に登録された実際払込資本総額であり、その最低限度額は一千万人民元である。資本金がこの最低限度額を上回る必要がある場合は、別に法律、行政法規により規定する(第七十八条)。また發起人の出資については、金銭で出資することも、また有体財産、工業所有権、非特許技術、土地の使用権を評価し出資することもできる。有体財産、工業所有権、非特許技術または土地使用権による出資は、その財産評価価値を確認し、株式に換算しなければならない。過大評価または過小評価をしてはならない。土地使用権の評価は法律、行政法規の規定に従う。ただし發起人が工業所有権または非特許技術を価値評価して出資する場合の価額は、登録資本の二〇%を超えてはならない(第八十条)。その他、国有企業が株式会社に改組される

場合、国有資産の適正価格以下での株式への換算（出資）、低価格での売出し、または個人への無償譲渡を厳禁する（第八十一条）。これは株式会社への組織変更する国有企業の資産の過小評価あるいは不正流失を防ぐことがねらいである。

株式会社の設立は國務院の授權機關または省級人民政府の認可を受けなければならない（第七十七条）。國務院証券管理部門の認可を受けずに、発起人は株式を公募してはならない（第八十四条）。國務院証券管理部門は本法規定の条件に適合する株式募集の申請は認可し、適合しない株式募集の申請は認可しない。すでに認可されたものでも本法規定に適合しないと認められた場合は、認可は取消される。株式を募集していない場合は募集を停止し、すでに募集している場合は、株式応募者は、発起人に対し、銀行の同時期の預金利息を加算した払込済株金の返還を請求することができる（第八十六条）。その他、株式会社は國務院証券管理部門の認可を受けて、国外で株式の公募を行なうことができる（第八十五条）。この規定のおかげで、現在香港株式市場を中心に中国企業の海外上場が促進され、海外資本市場で中国企業が資金調達できる新しい道が開けた。その意義は大きいと思われる。

株式を公募する場合、発起人は國務院証券管理部門に株式募集の申請を行ない、以下の主要書類を提出しなければならない（第八十四条）。（1）会社設立の認可書類。（2）会社定款。（3）経営見込書。（4）発起人の氏名または名称、発起人の引受株式数、出資の種類および出資検査証明書。（5）株式募集説明書。（6）株式払込金の受託銀行の名称および住所。（7）委託募集機関の名称およびそれに関連する契約書。

株式会社設立に必要な会社定款は下記の事項を明記しなければならない（第七十九条）。（1）会社の名称および住所。（2）会社の経営範囲。（3）会社の設立方法。（4）発行株式総数、一株の金額および登録資本。（5）

発起人の氏名または名称、その引受株式数。（6）株主の権利および義務。（7）取締役会の構成、権限、任期および議事規則。（8）会社の法定代表者。（9）監査役会の構成、権限、任期および議事規則。（10）会社の利益配分方法。（11）会社の解散事由および清算方法。（12）会社の通知および公告の方法。（13）株主総会が規定を必要とするその他の事項。

また株式募集説明書には、発起人が作成した会社定款を添付し、下記の事項を明記しなければならない（第八十七条）。（1）発起人の引受株式数。（2）一株の額面金額および発行価格。（3）無記名株券の発行総数。（4）株式引受人の権利、義務。（5）株式募集期間及びそれ以後も募集額が達成されない場合には、応募者は申込みを撤回できるという説明。

株式を公募する場合には、発起人は株式募集説明書を公告し、株式申込書を作成し、申込書には第八十七条の五つの事項を明記しなければならない。株式応募者は申込株式数、金額および住所を記入し、署名、捺印しなければならない。株式応募者は申込株数に応じ株金を払い込む（第八十八条）。

その他、株式公募の場合は発起人は法に基づき設立された証券経営機構に募集を委託し、委託募集契約を締結しなければならない（第八十九条）。また発起人は銀行と株式申込金受託契約を締結しなければならない。受託銀行は契約に基づき払込金の代理受領と保管を行ない、代金を払込んだ株式引受人に領収証を発行するとともに、関係部門に払込金領収証明書を提出する義務を負う（第九十条）。

株金の払込み後、法定の出資検査機関は出資検査を行ない、証明書を発行しなければならない。発起人は三〇日以内に会社創立総会を招集しなければならない（第九十一条）。また発起人は創立総会開催の一五日前に、会議の日時を各株式応募者に通知し、公告しなければならない。創立総会の開催は株式総数の二分の一を超える株

式応募者の出席を必要とする。創立総会は以下の権限を行使する。(1) 発起人による会社設立準備状況についての報告の審議。(2) 会社定款の承認。(3) 取締役会構成員の選任。(4) 監査役会構成員の選任。(5) 会社設立費用についての審査。(6) 発起人による株金に換算した財産の評価についての審査。(7) 不可抗力の発生または経営条件の重大な変化により会社の設立に直接な影響を与える場合、会社不設立の決議の採決。前項に掲げる事項の決議を創立総会が行なう場合は、会議に出席した株式応募者の有する議決権の半数以上の賛成を必要とする(第九十二条)。

創立総会で選任された取締役会は総会終了後三〇日以内に、会社登記機関に必要書類を提出し、設立登記を申請する(第九十四条)。会社の登記機関は株式会社設立登記の申請を受理した日から三〇日以内に、登記の可否について決定する。本法規定の条件に適合するものに対しては登記を行ない、会社に対し営業許可書を発行する。本法規定の条件に適合しないものに対しては登記を行わない(第九十五条)。営業所の設置申請も同様で会社登記機関の営業許可書を取得しなければならない(第九十六条)。また営業許可書の発行日をもって会社の設立日とする。会社成立後、その旨の公告を行わなければならない。その他、株式会社が登記、設立された後、募集設立方式を採用した場合は、株式募集状況を国務院証券管理機関に報告し、記録に留めなければならない(第九十五条)。

発起人および株式応募者は一旦株金の払込みまたは株金にあてる出資を行なった後、期限内での株式引受・払込の未済、あるいは発起人による創立総会の未招集または創立総会による会社不成立の場合を除いて、出資を撤回することはできない(第九十三条)。

株式会社の設立にあたって、発起人は下記の責任を負わなければならない(第九十七条)。(1) 会社不成立の

場合、設立行為による債務および費用についての連帯責任。(2) 会社不成立の場合、株式応募者の払込済株金に対し、銀行の同時期の預金利息を加算した株金返還についての連帯責任。(3) 会社の設立において、発起人の過失により会社の利益に損害を与えた場合、会社に対する賠償責任。株式会社設立時の発起人の法律責任をこのように明記している。

また有限責任会社(有限会社)が株式会社に組織変更される場合には、本法で規定する株式会社の条件に適合しなければならず、本法の株式会社設立に関する手続きを経なければならない(第九十八条)。

以上、「会社法」の第三章「株式会社の設立および組織機構」第一節「設立」から株式会社の設立条件、設立方法、認可・登記制度、株式公募に関する諸規定および発起人の法律責任などを見てきた。次に第三章の第二節「株主総会」、第三節「取締役会、社長」、第四節「監査役会」の法規定の内容を紹介していこう。

3 株主総会【股東大会】

株式会社では株主により株主総会を構成する。株主総会は会社の最高意思決定機関であり、本法に従い権限を行使する(第一〇二条)。株主総会は下記の権限を行使する。

(1) 会社の経営方針および投資計画の決定。(2) 取締役の選任および解任、取締役の報酬に関する事項の決定。(3) 株主代表が就任する監査役の選任および解任、監査役の報酬に関する事項の決定。(4) 取締役会報告の審議、承認。(5) 監査役会報告の審議、承認。(6) 会社の年度財務予算案および決算案の審議、承認。(7) 利益配分案および欠損補填案の審議、承認。(8) 登録資本の増加または減少についての決議。(9) 会社債券発行についての決議。(10) 会社の合併、分割、解散および清算などの事項についての決議。(11) 会社定款

の改正（第一〇三条）。

株主総会は株式会社の最高意思決定機関であり、以上一一項目に見られるように、有限責任会社（有限会社）の株主総会【股東会】とは同様の決定権を持っている。

株主総会は年に一回定時総会を開催しなければならない。ただし下記事項のいずれかに該当する場合、二ヵ月以内に臨時株主総会を開催しなければならない（第一〇四条）。（一）取締役の人数が法定人数または会社定款で規定する定員の三分の二以下になったとき。（二）会社資産の欠損の未補填額が資本金総額の三分の一に達するとき。（三）会社の発行済株式総数の一〇％以上を有する株主から要請があったとき。（四）取締役会が必要と認めたとき。（五）監事会が開催を提案したとき。

株主総会は本法規定に従って取締役会が招集し代表取締役会長【董事長】が主宰する。会長が特別な事由により職務を遂行できない場合は、会長が指名した副会長またはその他の取締役により主宰される。株主総会を開催する場合には、会議開催の三〇日前までに会議の審議事項を各株主に通知しなければならない。臨時株主総会は通知書に明記されなかった事項について決議してはならない。また無記名株券の場合は、会議開催の四五日前までに前項規定の事項を公告しなければならない。無記名株券の所持者が株主総会に出席するとき、会議開催の五日前から株主総会の閉会までの間、株券を会社に提出・保管しなければならない（第一〇五条）。

株主総会に出席する株主は、所有する株式の一株につき一議決権を有する。株主総会の決議は出席株主の有する議決権の過半数の賛成を得なければならない。株主総会が会社の合併、分割あるいは解散の決議をするときは、出席株主の有する議決権の三分の二以上の賛成を得なければならない（第一〇六条）。また会社定款の改正についても出席株主議決権の三分の二以上の賛成が必要である（第一〇七条）。ここでは西側先進諸国で一般的にみ

られる株式会社の一株一票の原則、そして株式議決権の多数決という「株式民主主義」をそのまま法規定に導入している。

株主は株主総会出席を代理人に委任することができる。代理人は株主から授權された委任状を会社に提出し、授權範囲内で議決権を行使できる（第一〇八条）。

その他、株主は会社定款、株主総会議事録および財務会計報告書類を閲覧し、会社の経営について提案または質問をする権利がある（第一一〇条）。また株主は株主総会、取締役会の決議が法律、行政法規に違反し、株主の合法的權益を侵害した場合、裁判所に当該違法行為および侵害行為の差止めを求め提訴する権利を有する（第一一一条）。ここでは株主は会社経営に対し提案・質問する権利および株主の合法的權益が侵害された際提訴する権利を持つことを明確に定めている。

4 取締役会【董事会】

株式会社は取締役会を設置し、その構成員は五人から一人とする。取締役会は株主総会に責任を負い下記の権限を行使する（第一一二条）。

（一）株主総会の招集、株主総会への活動報告。（二）株主総会決議の執行。（三）会社の経営計画および投資案の決定。（四）会社の年度財務予算案、決算案の作成。（五）会社の利益配分案および欠損補填案の作成。（六）会社登録資本の増資案または減資案および社債発行案の作成。（七）会社の合併、分割、解散案の作成。（八）会社内部管理机构設置の決定。（九）会社の社長【經理】（支配人）の選任または解任、社長が提案する会社の副社長、財務責任者の任命または解任、その報酬の決定。（一〇）会社基本管理制度の制定。

ここでは株式会社の取締役会は、会社債券発行案の作成を除けば、有限責任会社の取締役会とは同様の権限を行使し、いずれも株主総会に責任を負う。

取締役会は、代表取締役会長【董事長】一名を置き、副会長一名ないし二名を置くことができる。代表取締役会長、副会長は取締役会を構成する取締役全員の過半数により選出される。代表取締役会長は会社の法定代表者とする（第一一三条）。会長は下記の権限を行使する。（１）株主総会の主宰および取締役会会議の招集、主宰。（２）取締役会決議の実施状況の検査。（３）会社株券および会社債券への署名。副会長は代表取締役会長の職務に補佐し、会長がその権限を行使できない場合、会長が指名した副会長がその権限を代行する（第一一四条）。また取締役会には必要に応じ代表取締役会長に授權し、取締役会の閉会中、その権限の一部を行使させることができる。また取締役会には取締役会構成員の社長兼任を決定することができる（第一二〇条）。特に近年、国有企業から株式会社へ組織変更した企業（一部の上場企業も含む）を見れば、代表取締役会長自ら社長を兼任するケースが少なくない。

取締役の任期は会社定款により定める。但し任期は三年を超えてはならない。取締役は任期満了後、再任を妨げない。株主総会は正当な事由もなく、任期満了前に取締役を解任してはならない（第一一五条）。

取締役会は毎年少なくとも二回開催される。毎回会議は開催日の一〇日以前に取締役全員に通知しなければならない。臨時取締役会招集の通知方法および通知期日は別途定めることができる（第一一六条）。取締役会会議は二分の一以上の取締役の出席により成立する。取締役会の決議は取締役全員の過半数の賛成を必要とする（第一一七条）。

取締役会会議には取締役本人が出席しなければならない。取締役が別段の事由により出席できない場合、書面

によりその他の取締役に代理出席を委任することができる。委任状の中に授權範囲を明記しなければならない。取締役会は審議事項の決定につき、議事録を作成し、会議に出席した取締役および記録員は議事録に署名しなければならない。取締役は取締役会の決議に責任を持たなければならない。取締役会の決議が法律、行政法規または会社定款に違反し、会社に重大な損害を与えた場合、決議に参加した取締役は会社に賠償責任を負う。但し決議にあたって異議を表明し、議事録にその記載があることが証明されれば、当該取締役は責任を免除されることができる（第一一八条）。ここで取締役会決議に対する取締役個人の責任を明確に定めている。

5 社長【經理】

株式会社は社長【經理】（支配人）を置き、取締役会により選任または解任される。社長は取締役に責任を負い下記の権限を行使する。（１）会社の生産経営管理業務の主宰、取締役会決議の実施。（２）年度経営計画および投資案の実施。（３）内部管理機関設置案の作成。（４）基本管理制度案の作成。（５）諸規則の制定。（６）副社長、財務責任者の選任または解任の提案。（７）取締役会の選任または解任によらない管理責任者の選任または解任。（８）会社定款および取締役会が授与したその他の権限。社長は取締役会会議に出席する（第一一九条）。取締役会構成員は社長を兼任することができる（第一二〇条）。

株式会社社長の権限の範囲は有限責任会社の社長（支配人）と全く同様で、日常的な経営管理、具体的な業務の執行、そして取締役会に対する職務責任である。

株式会社は従業員の賃金、福利、安全生産および労働者の保護、労働保険など従業員の利益に関する問題を決定する場合には、会社の労働組合および従業員の意見および提案を事前に聴取し、労働組合および従業員代表に

関係会議への出席を要請しなければならない(第二二一条)。また会社は生産経営に関する重要問題の決定、重要な規則制度の制定において、労働組合および従業員の意見および提案を聴取しなければならない(第二二二条)。この第二二一条と第二二二条では労働者の利益保護を重視し、生産経営の重大な決定では労働組合および従業員の意見を尊重する規定になっている。

取締役および社長は会社定款を遵守し、忠実に職務を履行し、会社の利益を守らなければならない。会社における地位および職権を利用して自己の私的利益を図ってはならない(第二二三条)。

6 監査役会【監事会】

株式会社は監査役会【監事会】を設置し、その構成員は三人を下回ってはならない。監査役会はその構成員の中から一名の招集権者を選任しなければならない。監査役会は株主代表および適切な比率で選出した従業員代表から構成される。具体的な比率は会社定款で定める。監査役会における従業員代表は会社従業員の中から民主的に選出される。会社の取締役、社長および財務責任者は監査役を兼任できない(第二二四条)。

監査役の任期は三年とする。任期満了後の再任は妨げない(第二二五条)。

監査役会は下記の権限を行使する(第二二六条)。(1) 会社財務の監査。(2) 取締役、社長の業務執行中の法律、行政法規または会社定款の違反行為に対する監督。(3) 取締役および社長の行為が会社の利益を侵害した場合、取締役および社長に対する是正の要求。(4) 臨時株主総会開催の提案。(5) 会社定款で定めたその他の権限。監査役は取締役会に参加(列席)する。

監査役会の議事方法および決議手続は会社定款で規定する(第二二七条)。監査役は法律、行政法規、会社定

款に従い、忠実に監督の職責を履行しなければならない(第二二八条)。

以上、株式会社の株主総会、取締役会および監査役会のそれぞれの責任と権限、そして株主、取締役、社長および監査役のそれぞれの責任と権限を見てきた。しかし第五十七条に該当する者(禁治産者、犯罪者、破産会社の取締役など)は、株式会社の取締役、監査役、社長に就任してはならない(第二二三条、第二二八条)。また第五十九条、第六十二条および第六十三条有限責任会社(有限会社)の取締役、社長および監査役の責任、義務についての規定は、株式会社の取締役、社長および監査役にも準用する(第二二三条、第二二八条)。

すなわち第五十九条は、取締役、監査役、社長は会社定款を遵守し、忠実に職務を履行し、会社の利益を守らなければならない。会社における地位および職権を利用して自己の私的利益を図ってはならない。取締役、監査役、社長は権限を利用して賄賂またはその他の不法な収入を受取り、会社の財産を侵害してはならないと規定している。

第六十二条は、取締役、監査役、社長は法律の規定または株主総会の承認を得た場合を除き、会社の秘密を漏洩してはならない。また第六十三条は、取締役、監査役、社長は会社の職務執行において、法律、行政法規、会社定款に違反し、会社の損害を与えた場合、賠償責任を負わなければならないと規定している。

7 むすびにかえて

今回は「会社法」の第三章「株式会社の設立および組織機構」の法規定の内容を見てきた。そのなか、議決権における一株一票の原則が守られており、また株式会社の設立にあたって、国有企業が株式会社へ組織変更する

際の幾つかの規定（発起人数、応募設立および資産評価など）、そして代表取締役会長【董事長】が会社の法定代表者であることが特徴的である。次回は引き続き株式会社の株式発行および譲渡、会社債券などの内容を紹介することしよう。

【参考文献】

王立民編「公司法基礎知識」立信會計出版社、一九九四年。

志村治美監訳、王進生訳「中国会社法」【国際商務法事】Vol.22.No3.No4.No5 (1994) .

(財) 日本証券経済研究所「中国の株式会社制度と証券市場の生成」平成六年。

自己株式取得制度と経済効果

岡村 秀夫

1 はじめに

一九九七年五月一六日、「株式の消却の手續に関する商法の特例に関する法律」（以下「消却特例法」）が成立した。今回の改正によって、定款の定めがある場合においては取締役会の決議によって自己株式を取得・消却することが可能になった。一九九四年の改正商法では定時株主総会の決議が必要とされていたため、今回の改正によって自己株式取得・消却をより機動的に行えることになった。同時に成立したストックオプション制度を導入する「商法の一部を改正する法律」の陰に隠れた感もあったが、年一回の定時株主総会という制約から解放されて、企業の経営状態、株式市場の状況などに合わせた株式の取得・消却が可能になったことは、企業金融の面からも一定の評価を与えることができる。

自己株式取得の経済効果については、一部の通説には誤解が含まれていると思われる。金融・資本市場で市場メカニズムが機能し、効率的な市場であれば、企業の利益配分政策は本来株価には影響を与えない。従って、自己株式取得によって株価が影響を受けるのは、市場の効率性に関する何らかの前提が満たされていない場合である。現在までの研究では、自己株式取得が株価に影響を与えるのは、税制が企業の財務政策に対して中立的でない場合や、市場において何らかの情報の非対称性・不完全性が存在し、その解決に自己株式取得による情報の伝達が有効な場合とされている。

本稿では、最初に自己株式取得制度の概要を整理し、次に自己株式取得の効果に関する考え方を紹介する。そして、日本における近年の自己株式取得・消却の実施例を整理した後で、問題点と課題について検討する。

2 自己株式取得制度の概要

(1) みなし配当課税問題

一九九四年に改正された商法で、全ての会社について「定時株主総会の決議に基づく利益消却のための自己株式の取得」が認められるようになった。一九九四年の改正以前は、会社設立時の定款で自己株式取得が規定されていない限り実施できないとの解釈も有力で、事実上日本において自己株式取得は行われていなかった。この改正によって、商法上は定時株主総会での決議がなされれば、全ての会社について自己株式取得・消却を行う得ることが明確にされた。しかし、みなし配当課税の問題のために一九九四年の商法改正後も自己株式取得は実際には行われなかった。

会社が利益による株式の消却を行った場合、その消却により会社の発行済株式数は減少するが資本の金額そのものは変動しないため、消却されなかった残存株式一株当たりの資本金額が増加することになる。みなし配当課税とは、消却による一株当たり資本金額の増加分に対して、会社から株主に対する利益の配当または剰余金の分配が行われたものとみなして配当所得として課税されるというものである。そのため、利益による株式消却を実施しようとする場合の税制上の問題として、例えば以下のような点が指摘されていた。⁽¹⁾

(1) 消却に応じなかった残存株主については、会社から実際には現金分配を受けないにもかかわらず、みなし配当課税による税負担が生じ、そのために利益消却について株主の協力が得られにくい点。

(2) 消却に応じた個人株主については、市場買付と公開買付の二種類の自己株式取得方法のうち、市場買付では源泉分離課税（売却額の1%）が適用されるのに対し、公開買付ではみなし配当課税（20%の源泉分離課税または総合課税）が適用され、取得方法の違いにより税負担が異なる点。

また、当時の株式市場が低迷していたことも、みなし配当課税の凍結を後押しすることとなった。

そこで、上場会社および店頭登録会社について、株式消却に関わるみなし配当課税を一九九九年三月三十一日までの三年余りにわたって凍結する「租税特別措置法の一部を改正する法律」が一九九五年一月一〇日に成立（同一七日施行）した。改正のポイントは、以下になる。⁽²⁾

(1) 消却に応じなかった残存株主については、みなし配当課税を行わず非課税とする。ただし、法人株主の場合はみなし配当課税を選択することも可能とされ、将来の売却時のキャピタルゲイン課税を軽減することができる。

(2) 市場買付に応じた株主は改正前と同じく、個人株主については通常のキャピタルゲイン課税（譲渡益の26%の申告分離課税または売却代金の1%の源泉分離課税）、法人株主については株式譲渡益に対して法人税および地方税の課税、とされた。

(3) 公開買付に応じた株主のうち、個人株主についてはみなし配当課税を行わず通常のキャピタルゲイン課税とし、法人株主については現行通りのみなし配当課税とされた。その理由は、個人の場合は一般にキャピタルゲイン課税の方が税負担が軽く、逆に法人の場合は配当課税の方が税負担が軽いためであった。

(2) 消却特例法の概要

上記のみなし配当課税凍結により、自己株式の取得・消却への障害は相当程度解消され、一九九七年末までに定時株主総会決議に基づいて利益消却のための自己株式取得を行った会社は合計一九社となっている。しかし、自己株式取得・消却を実施しようとする度に定時株主総会決議が必要とされることについて、要件が厳格すぎるとの考えから、一九九七年五月一六日成立（同六月一日施行）の消却特例法によって、以下の要件のもとに取締役会決議に基づいて自己株式取得・消却を実施できることとされた。⁽³⁾

(1) 公開会社（上場会社、店頭登録会社）であること。

(2) 定款に取締役会の決議により自己株式の利益消却を行うことができる旨を定めていること。（定款変更には株主総会の特別決議が必要）

(3) 数量規制（発行済株式総数の一〇分の一以内で、定款に記載）と財源規制（中間配当財源から実際に中間配当した金額を控除した額の二分の一以内）を満たしていること。

(4) 自己株式の取得は、市場買付または公開買付により行い、取締役会の決議後最初の定時株主総会までに終了すること。

以上の要件に従えば、取締役会で取得する自己株式の種類・数・取得総額を決議して実際に取得することが可能になる。そして、取得した自己株式は遅滞なく失効の手続をとらなければならない。また、取締役会の決議後最初の定時株主総会で、取得理由、取得総額、取得した自己株式の種類・総数、失効の手続をした旨、を報告しなければならない。

(3) 自己株式の取得方法

先述の通り、日本で認められている自己株式の取得方法には、市場買付と（一定価額での）公開買付があり、両者を併用することも可能である。二つの方法の選択は、利益消却の理由、買付予定総額、買付予定株数、株主構成などを総合的に判断して決定されるものと思われる。

市場買付の場合、株式市場から株式を通常購入するのと同じ方法で自社株を買い付ける。買付終了後は、遅滞なく利益消却を実行し、発行済株式数、授權株式数の変更登記を行うことになる。

公開買付の場合、買付価格（通常は市場価格にプレミアムが上乗せされる）、買付予定株数など必要な事項を新聞二紙以上で公告し、公開買付届出書を大蔵大臣（写しを取引所または日本証券業協会）に提出する。また、買付に応じようとする株主に対しては公開買付説明書を交付する。買付終了後は公開買付報告書を大蔵大臣（写しを取引所または日本証券業協会）に提出し、利益消却を実行し、発行済株式数、授權株式数の変更登記を行う、という手順になる。

アメリカでは、日本でも認められている市場買付と一定価額での公開買付の他に、ダッチ・オークション方式による買付とプット権の交付による買付も行われている。⁽⁴⁾ ダッチ・オークション方式では、前もって一定の幅で買付予定価格帯を定めておき、株主が入札を行うことになる。そして、価格帯のなかで入札価格が最も低い入札者から順に予定購入株数に達するまで購入し、購入価格は予定購入株数に最後に達した入札者の価格を一律に適用する。プット権の交付による買付の場合、通常市場価格にプレミアムの付いた権利行使価格で株式を売却する権利のあるプット権を交付する。

自己株式取得に関連する情報の多くについては、証券取引法における「重要事実」とされ、どのような方式で

自己株式取得を行う場合であってもインサイダー取引、株価操縦などについての規制を受ける。⁽⁵⁾アメリカでは、セーフ・ハーバー・ルールによって違反とされない行為が比較的明確に規定されているのに対して、日本の規定はどちらかというと不明瞭な印象を受け、今後個別事例の積み重ねを待つことになるかもしれない。インサイダー取引規制、相場操縦規制などの問題を回避する一つの手段としては、市場買付の場合には信託を利用した自己株式取得も考えられる。⁽⁶⁾このように、自己株式取得は株主および投資家に対して大きな影響を与え得るので、証取法との関係にも十分な配慮が必要である。

3 自己株式取得の経済効果

本来、「モジリアニミラーの定理」にあるように、配当やキャピタルゲインに対する課税や、取引費用が存在せず、さらに企業経営者と株主の間に情報の非対称性が存在しないなら、利益分配の手段として配当と自己株式取得は無差別になり、株価に影響を与えない。しかし、税制あるいは情報の非対称性・不完全性などのために自己株式取得が株価に影響を与える可能性がある。

以下では、アメリカでの研究例を交えながら、税制による効果、債権者間の富の移転効果、情報伝達効果などについて紹介する。

(1) 税制と自己株式取得の効果

(節税効果および顧客効果・供給効果)

キャピタルゲインに適用される税率の方が配当に適用される税率よりも低い場合、税が節約されるので企業が

株主への利益分配の手段として自己株式取得を配当よりも望ましいと考える投資家が存在し得る。税率の違いによる節税効果を有する投資家が多い場合、自己株式取得によって利益分配を行う企業の株価が上昇するかもしれない。

しかし、投資家には個人投資家、法人投資家の双方があり、さらに法人投資家には一般の法人、機関投資家、非課税法人がいる。それぞれの投資家に適用される税制および税率が異なれば、配当を愛好する投資家もいれば自己株式取得を愛好する投資家も存在するだろう。このことは税制による顧客効果と呼ばれている。⁽⁷⁾そして顧客効果が存在するときに、ある特定の株主層が望むような利益分配方法を各企業が選択するような対応を供給効果と呼ぶ。顧客効果と供給効果によって税制の効果が弱められるかもしれないし、両者が有効に機能し均衡している状態では、自己株式取得は税制に対して中立的になり株価を上昇させる効果は望まなくなるかもしれない。

Masulis[1980]は一九六二年から一九七三年の間に公開買い付けによる自己株式取得を行った企業一九九社をサンプルとして選出し実証研究を行った。発行済み株式数に対する買い戻し株式数の比率および買い戻し資金の調達方法によって分類したサンプルを分析した結果、税制と自己株式取得の効果については個人所得税、法人税ともに節税効果が存在すると結論している。

Dann[1981]は一九六二年から一九七六年の間に公開買い付けによる自己株式取得の事例から一四三のサンプル(企業数にすると一二二社)を選び実証研究を行った。その結果から、自己株式取得の発表による株価の上昇は個人所得税の節約効果を否定するものではないとしている。だが、応募期間終了後も発表前に比べて高い水準で株価が推移しているという事実は、当該企業の利益分配政策が配当重視から自己株式取得に変更されたと市場が認識した場合でなければ、節税効果だけでは説明できないとしている。そして、個々の企業について言えば自

己株式取得が頻繁に行われるものではなく、節税効果が自己株式取得による株価上昇の主要な要因ではないと結論している。

Vermaelen[1981]は一九六二年から一九七七年までの間に公開買い付けによる自己株式取得を行った企業から一三一のサンプルと、一九七〇年から一九七八年の間に流通市場から買い付けを行った企業から二四三のサンプルを選んで実証研究を行った。その結果から、個人所得税、法人税双方について節税効果の存在は否定できないが、株価の上昇を説明する主要な要因ではないと結論している。

上記のいずれの研究結果からも自己株式取得による節税効果の存在は否定できないが、現在のところ株価の上昇分の全てを十分に説明可能な仮説とは言えないだろう。

(2) 債権者間の富の移転効果

自己資本の空洞化をもたらすという意味で、予想外・不定期の自己株式取得による企業資産の減少は、株主以外の債権者が保有する請求権の価値を低下させ、企業の他の債権者から株主へ富を移転する効果があるかもしれない。ただし、自己株式取得の原資は一般に利益の範囲に制限されているため、この仮説だけで自己株式取得を説明することは困難であると考えられる。

Dann[1981]は、節税効果に加え、富の移転効果についても検討を行った。実証分析の結果、普通社債の収益率はわずかながら負の変化を示しているが、自己株式取得を行った企業の転換社債、優先株、普通株に転換可能な優先株それぞれの収益率は正の変化を示している。そして、自己株式取得による株価の上昇は株主以外の債権者からの富の移転だけでは説明できないと結論している。

Vermaelen[1981]は自己株式取得を実施した企業について債券の格付けの変化を検討した。格付けは大まかな評価であるとしながらも、自己株式取得で残存株主が得た六五日間で平均二三・一九%の収益率をすべて富の移転効果によって説明できるなら格付けは引き下げられると想定した。だが実際には引き下げられた例はなく、富の移転効果が自己株式取得による株価上昇の主要な要因とは言えないと結論している。

(3) 情報伝達効果と企業価値

経営者の目的が株価の最大化にあり、自社の株価が市場で過小評価されていると判断した場合、経営者と市場の間に存在する企業価値に関する情報の非対称性を軽減あるいは解消する手段として自己株式取得が有効であるという仮説がある。その背景に自己株式取得の募集期間後の株価は発表前の株価よりも平均して高い水準にあるという事実があり、自己株式取得の情報伝達効果(シグナリング効果)を示すものと考えられている。例えば、企業内に余剰資金がある場合、有利な投資機会があればそこに投資し、一方すぐに投資する機会がないときは自己株式取得・消却を行う、というように経営者の姿勢が明確であれば自己株式取得が一種のメッセージになり得る。

自社株の取得価格は、一般に発表前の市場価格にプレミアムが上乗せされている。このとき真の企業価値に相当する以上のプレミアムを上乗せして買い戻せば、応募しなかった株主を犠牲にして応募した株主の利益のために行動したことになり、株主間で富の移転をもたらすことになる。しかし、経営者が買い戻しに応募せず、経営者の自社株保有比率が高かったり、報酬の大部分がストックオプションによるものであれば、高すぎるプレミアムを上乗せして偽りのメッセージを送ろうとする誘因は小さくなる。また、株式を長期保有している大株主に

不利益を与えるような行動を経営者がとることは困難であると考えられる。

Dann[1981]は、普通社債権者からの富の移転だけでは他の債権者の富が増加することを十分に説明できず、一方全体として市場で評価される企業価値は増加しているため、自己株式取得が正の情報伝達効果をもつと結論づけている。

Vermaelen[1981]が公開買付による自己株式取得のサンプルを用いて行った推定では、企業内部者の持株比率は有意に株価の上昇を説明するという結果が得られている。さらにVermaelen[1984]では自己株式取得による株価上昇で得られた収益率を被説明変数に、買い戻し価格に上乘せされたプレミアム、買い戻し株式数の全株式に占める比率、企業内部者の持ち株比率を説明変数として推定している。その結果から、説明変数として用いた上記三者の変数は企業価値に関する正のシグナルと考えられると結論している。

Comment-Jarrell[1991]では、自己株式取得の方法による情報伝達効果の大きさを分析している。その結果、一定価額での公開買付、ダッチ・オークション方式による公開買付、流通市場からの買付の順で市場価格に上乘せされるプレミアムが大きく情報伝達効果が大きいことが予想され、実証結果でも支持されたとしている。

4 自己株式取得の実施状況

一九九四年の商法改正と一九九五年の消却特例法によって、ようやく日本においても自己株式取得・消却が実際に行われるようになった。一九九六年度において定時株主総会決議に基づいて利益消却のための自己株式取得を行った会社（取得可能期間の始期または終期が一九九六年度内であるもの）は、上場会社一三社と店頭登録会社六社の合計一九社となっている。⁽⁶⁾ 初めて定時株主総会で利益消却について決議を行ったのは日本アムウェイで

表1 利益消却のための自己株式取得を決議した会社

会社名	上場/店頭	取得方法	株主総会決議		発行済株式総数		取得株式数/発行済株式数
			決議日	取得株式数(千株)	取得総額(千円)	(千株)	(%)
日本アムウェイ	店頭	公開	95.11.29	5,000	15,000,000	146,625,000	3.3
アサヒビール	上場	公開/市場	96.3.28	8,000	10,000,000	424,837,528	1.9
東燃	上場	公開	96.3.28	40,000	50,000,000	646,546,560	6.2
ダッチアラザース	店頭	公開	96.3.28	6,000	10,000,000	45,240,000	13.3
イズミヤ	上場	市場	96.5.23	8,000	14,000,000	113,485,403	7.0
トヨタ自動車	上場	市場	96.6.26	43,000	100,000,000	3,758,164,893	1.1
日本ガイシ	上場	公開/市場	96.6.27	10,000	15,000,000	355,466,356	2.8
コベツ	上場	市場	96.6.27	20,000	20,000,000	1,003,921,701	2.0
デンソー	上場	公開/市場	96.6.27	10,000	20,000,000	870,581,249	1.1
大東建託	上場	公開	96.6.27	3,000	5,100,000	142,102,832	2.1
ワールド	上場	公開	96.6.27	1,100	5,000,000	35,874,000	3.1
厚木ナイロン商事	店頭	市場	96.6.27	7,500	3,000,000	99,198,658	7.6
エニックス	店頭	公開	96.6.27	1,200	4,000,000	18,503,000	6.5
日本アムウェイ	店頭	市場	96.11.27	3,000	12,000,000	146,821,300	2.0
松下電工	上場	市場	97.2.27	50,000	50,000,000	778,581,123	6.4
OSG	上場	市場	97.2.27	5,000	3,500,000	104,906,226	4.8
東亜合成	上場	市場	97.3.28	13,000	5,000,000	279,479,768	4.7
サンテレビジョン	上場	市場	97.3.28	3,000	2,000,000	46,748,438	6.4
エイボン・プロダクツ	店頭	市場	97.3.28	2,000	550,000	62,294,000	3.2

(出所)【商事法務】1997年版増資白書号

(注1) 日本アムウェイは1995年度と1996年度の定時株主総会でそれぞれ決議を行った。

(注2) 取得可能期間の始期あるいは終期が1996年度内に到来したもの。

あり、実際に初めて自己株式の取得・消却を行ったのはアサヒビールである。(表1参照) そのうち、公開買付を選択した会社は、上場会社が六社、店頭登録会社が三社の合計九社であった。なお、アサヒビール、日本ガイシ、デンソーの三社は公開買付の後、取得上限株数に達するまで市場買付を行った。また、一九九七年度に入つて自己株式取得・消却を予定していると公表している会社は、五月末現在で上場会社二三社と店頭登録会社八社の合計三三社と昨年度を上回るペースである。

自己株式取得が株価に与える影響については、新聞報道などによれば、概して株価に好影響を与えているとのことである。一%未満というほとんど影響を受けていない銘柄もあるが、中には二〇%から三〇%を上回る値上がりをしている銘柄もある。⁽⁹⁾ 株価上昇の要因については、自己株式取得の実施例が少ないため十分な分析を行い得る段階ではないが、今後の実証研究の結果に期待したい。

5 最後に

自己株式取得は、現実には配当と併用されることが一般的であり、企業の財務政策全般において自己株式取得を位置づけた上で分析する必要があるだろう。例えば、仁科「一九九五」によると先端的な資金調達・管理手法を用いる場合に、アメリカでは自己株式の取得が必要なプロセスとして組み込まれているとの指摘がある。負債についてだけではなく、自己資本についても機動的な調達・返済を行つて最適な企業財務戦略をとる上で、自己株式取得制度は今後重要な意義を持つかもしれない。また、自己株式取得が企業価値情報の有効な伝達手段として機能するには、ストックオプション制度等、株価に連動した報酬制度も効果的であり、本年五月に自己株式取得制度の改正とともに導入されたストック・オプション制度との連携が注目される。自己株式取得は単なる

株価対策ではなく、企業をより効率的に経営し、企業情報を伝達するための重要な手段であることが企業経営者、投資家双方に認識されることを期待したい。

(注)

- (1) 鳴島「一九九五」参照。
- (2) 鳴島「一九九五」、吉川「一九九五」など参照。
- (3) 保岡「一九九七」、法務省民事局参事官室「一九九七」参照。
- (4) 花枝「一九九四」参照。
- (5) 石黒「一九九六」参照。
- (6) 廣田「一九九六」参照。
- (7) 花枝「一九八九」七〇・七五ページ参照。
- (8) 吉川純「一九九六」および「商事法務」一九九七年版増資白書号、参照。以下のデータも同様。
- (9) 「日本経済新聞」一九九七年四月二九日付。

〈参考文献〉

(和文)

石黒徹「一九九六」、「自己株式取得と証券取引法——インサイダー取引・相場操縦の関係を中心として」、『商事法務』一四四二号、

