

証  
研

レポート



No.1563

1998年10月

資産管理型営業定着の条件

二上季代司（11）

社債受託制度の法的役割と経済的役割

松尾 順介（13）

中国企業のADR（米国預託証券）と

ウォール・ストリート

王 東明（24）

ITSの第三市場への拡大について 清水 葉子（41）

社債比率の決定要因

岡村 秀夫（50）

財団法人 日本証券経済研究所

## 資産管理型営業定着の条件

一一上季代司

日本の証券界のリテールビジネスに「資産管理型営業」が導入されて一年経った。この間、この営業手法は、大手証券はもちろん準大手、中堅・中小証券の間にまで流布していき、資産管理型営業は一つの潮流になつた。しかし、導入されてまもないこともあって「資産管理型営業」とは何か、末端の営業員まで明確な認識が浸透しているわけではないようである。一部には、単純に、株式よりも投信を売ること、売った投信の預かり残高を出来るだけキープすること、というように「営業目標」の側面から捉える向きが多いようである。その様な中で、ロシア、東南アジア、中南米等の新興市場の経済混乱により、こうした国々の債券を組み込んでいた外国投信のパフォーマンスが八月以後、悪化、解約を巡って一部に混乱がみられる。資産管理型営業について再考する時期に来ているのではないかと思われる。

筆者の考えでは、手数料自由化以後を展望した場合に、資産管理型営業は依然として有力な営業手法であると思うが、それを定着させるにはそれなりの条件が必要である。そこで以下では、「資産管理型営業」の内容について、①対顧客サービス、②営業目標、③価格戦略の三つの視点から特徴づけるとともに、それが定着するための条件は何か、またアメリカではどのようなやり方でこの営業手法を進めているか、と言った点について整理してみた。

### 1 対顧客サービスから見た資産管理型営業

対顧客サービスという観点から見ると、資産管理型営業では、営業員は資産運用のコンサルタントの役割をする。顧客の年齢や家族構成、保有資産の中身や年収などをお聞きして、その顧客属性に応じて顧客に合った資産運用を提案し、顧客ごとにモデルポートフォリオを作成する。そしてそれにみあつた金融商品（このときに有力な商品として多種類の投資信託が品揃えされる）の購入を代行する。その後、そのパフォーマンスをレビューし、必要とあらば資産の再配分を提案する、そのようなプランニングベースの営業手法を指すのである。

#### 顧客資産の把握

このようなプランニングベースの営業を実行に移そうと思えば、いくつかの条件が必要である。第一に、意味のあるプランニングを行えるためには顧客資産の把握が必要である。すなわち、年収の額はもちろん、住宅ローンの残債や保有する金融資産の種類、額を聞き出さなくてはならない。つまり顧客のプライバシーに踏み込むわけである。顧客としては相当の信頼関係になければ営業員に自分の懐具合をさらけ出すようなことはしないだろう。しかし、営業員としては顧客に正確な財務状態を教えてもらわなければモデルポートフォリオを作成することは出来ない。さらに、作成したモデルポートフォリオに沿つた金融商品の購入を執行した後は、それを預からなければならぬ。そうしなければ、購入後のパフォーマンスを正確にモニターすることは出来ない。できるなら、顧客の金融資産の全額を預かることがベストである。このようにみると、営業員がプランニングベースの営業を行うためには、①顧客の信頼性を獲得すること、②顧客の金融資産を出来るだけ多く集結させること、この二つの条件を満たすことが必要であることが分かる。

このうち、第一の条件である「信頼性の獲得」には秘策は無い。顧客のニーズに沿ったアドバイス、コンサル

ティングを続ける中で自ずと信頼感は培わるとどうしかない。第一の条件である「資産の集結」について、アメリカではCMA（資金総合口座）が威力を發揮した。CMAはさまざまなサービスがパッケージになっているので、証券投資や消費・支払いをCMAで集中的に行えばお金の出入りの大半を把握できる包括的な月次報告書が送られてくるため、顧客はCMAに金融資産を集結させる傾向がある。メリルリンチではCMAの顧客についてその資産の四分の三を把握している<sup>(1)</sup>。

#### 営業員へのサポート

第二に、営業員に対するそれなりのサポートが必要である。まず、資産管理型営業は、今まで進めてきた営業手法とは中身が違うのだから、営業員に対する研修が必要である。またモデルポートフォリオに沿った金融商品の品揃えが必要である。流動性、安定性、収益性の三つの観点はもちろん、グローバルな範囲で主要なアセットミックス、運用手法を網羅した投資信託の品揃えが必要である。そして、顧客のポートフォリオを時価評価してそのパフォーマンスを即座にモニターできるシステムも必要だろう。①研修、②品揃え、③システム面でのサポートなどいずれもそれなりにコストのかかる諸策が必要である。アメリカでは営業員の流出流入が頻繁であるため新卒採用よりも外部からのスカウトに依存する度合いが高いが、そうかといって研修をおろそかにしているわけでは決してない。

上記のように、顧客信頼性の獲得、顧客資産の集結、営業員へのサポート体制、特に前二者については一朝一夕で成せるものではない。一年前から資産管理型営業が始まつたわが国証券界の場合には、まだこれらの条件は成熟しているとは言えず、なお時間をかけた企業努力が必要とされよう。

#### 2 営業目標から見た資産管理型営業

一方、この営業手法では売買注文よりも預かり資産の積み上げ（Transaction GeneratingからAsset Gathering<sup>(2)</sup>）に営業目標が変わることになる。また、これに価格戦略を絡ませて、手数料の徴収方法を売買<sup>(3)</sup>ことに得られるノミッション（Commission）から残高に比例するフィー（Fee）に変えていけば、営業目標の変更とあいまって、無用にお客様に回転売買を勧めるという顧客と営業員との利益相反とそれに付随する顧客トラブルが防止できるし、好不況に左右されない収益体质にする事が出来るという効果が得られる。しかしながら、この営業目標の追求に対して、日米では全く異なる方法が採られているのである。

#### アメリカ

まずアメリカでは、売買注文よりも預かり資産の積み上げをめざせ、と営業員に指示する事は出来ない。何となればアメリカでは営業員は自立心の高い歩合制のブローカーであり、日本ほど会社に対してもイヤルティ（忠誠心）が強くないからである。もし会社がそれを強制すると営業員はたちまち他社に転籍するであろう。会社として資産の積み上げを営業方針に掲げても、それを営業員に強制するのではなく自発的にそう仕向けることしかできないのである。ではアメリカの営業員は売買注文よりも預かり資産の積み上げと言う証券会社の営業目標に對して、どのような態度で居るか。それは一律背反的である。

まず、営業員はこの営業目標に對して反撥する一面がある。営業員の属する証券会社に設けた顧客口座に出来るだけ多くの顧客資産を集結させようとすると、その顧客口座は営業員個人よりも会社に帰属するようになり、移転し難くなるからである（Portabilityの低下）。このことは営業員がもっと条件のよい証券会社に移籍することとを困難にする<sup>(2)</sup>。例えば、ラップ口座をとつてみよう。ラップ口座は顧客の属性に沿つたファンスマネージャーを

斡旋し、顧客のニーズにあった運用をしているかパフォーマンスをモニターして必要あらばファンドマネージャーの交代を提案するという、一連のパッケージになつたサービスに対し残高に比例した年間フィーを頂くというふうファイバースプログラムの典型である。この場合、もし営業員がもつと条件のよい他社に顧客ごと移籍しようと思った場合、その顧客の資産を運用しているファンドマネージャーが移籍予定先の証券会社が提供しているラップ口座のマネージャーリストに載つていなければ、解約させざるを得ず、顧客利益に反する可能性がでてくる。だから顧客の口座を元の証券会社に残して置かなければならないのである。これはコンサルタント・ラップ口座の場合であるが、投信ラップなどファイバースプログラム一般に共通していることである。

しかし他方、アメリカ証券界では、営業員の間に資産積み上げの営業目標を受容しようとの傾向もあるのである。メリルリンチ社がCMA（資金総合口座）を導入した当初、手数料の拡大につながらないと懐疑的であった営業員が、先に見たようにCMAの持つ資産集結効果によって顧客は自分たちが思つて以上に大きな金融資産を持つているという事実を目当たりにし、この大きな金融資産を取り込むことにビジネスチャンスがあると実感したと言われる。<sup>(3)</sup>

このような二律背反的な傾向の中で、アメリカの営業員が結局は「資産積み上げ」の営業目標を受け入れた要因は、ディスカウントブローカーとファイナンシャルプランナーという二人の競争者の出現であった。以前と同じように、注文獲得に励んで売買を回転させると、顧客は割高感を感じてディスカウントブローカーに逃げてしまう。他方、ファイナンシャルプランナーがプランニングベースのコンサルタントを行う過程で証券外務員の顧客を奪っていく現実が見られ始めたのである。

### 日本

これに対してわが国の場合には、営業員は会社に対するロイヤルティ（忠誠心）が高い社員外務員を中心である。昨年からの資産管理型営業の導入に際して、多くの証券会社では預かり資産残高、投信残高の積み上げを評価基準の中心に据えるところがでている。また昨年冬、今年の夏には残高基準に基づいてボーナスが支給されており、営業員の営業行為に強いインセンティブを与えているのである。したがつて、日本の場合には、営業員が顧客資産のコンサルタントの役割を演じるという資産管理型営業の対顧客サービスが機能する条件がまだ未成熟である反面、残高の積み上げという営業目標の追求の方にバイアスがかかりすぎると言う傾向がみられるのである。もちろんこれも資産管理型営業の一側面であるが、これだけを強調しすぎると、残高純増という一種のノルマになりやすく、顧客とのトラブルの種になる恐れがある。資産管理型営業の本質は、コンサルティング、という対顧客サービスの側面にあつたはずである。

### 3 価格戦略から見た資産管理型営業

資産管理型営業が定着するための第三の条件として、手数料の徴収方法をコミッショングからファイーの形態に替えていく必要がある。そのための第一条件として手数料は自由化されていなければならない。しかし、手数料の自由化とは、手数料の料率および徴収形態を顧客との協議に委ねると言うことであり、証券会社側の事情だけで徴収形態をコミッショングからファイーに変更することは出来ない。

すでに手数料の自由化が先行しているアメリカでも、パフォーマンスが年率一〇数%の好況相場の時には、年率三%のファイーは顧客にとってあまり気にならない。逆に、証券会社や歩合制ブローカーにとつては、売買回転

第1表 メリルリンチの預かり資産（億ドル）と手数料（百万ドル）  
(1997年実績)

総預かり資産	12,040	Fee収入	2,789
運用会社	MLAM MAM	Asset Management Fee	1,208
	2,790 1,670	Portfolio Service Fee	844
証券プロパー	ML Consults MF Advisor Asset Power Financial Advantage 顧客口座数 900万以上 (500万世帯)	内訳 Account Fee (うちCMA分) 名義書換その他Fee	411 (175) 326
	270 63 79 29		
	CMA, 175万口座 (うちMMF)	Commission収入 投信手数料 (内、残高フィー等) マージン率	4,667 1,443 (950) 0.42%
	うち 401K口座 740		
	投信関係預かり (推定) 同平残	うち 3,699 3,417	
証券プロパー平残	9,380	フィー (証券プロパー) 広義フィー (証券プロパー) コミッション、フィー計	0.17% 0.27% 6,248 0.67%

(出所) メリルリンチ社、アニュアルレポートより。

(注) 1、MLAMはMerrill Lynch Asset Management、MAMはMercury Asset Management。  
2、CMAは資金総合口座。国内は4,550億ドル (170万口座)、海外は250億ドル (47,000口座)、  
年間管理料100ドル、CMAに組み込みのMMFには12b-1フィーとして0.13%が徴収。

を効かせた方が儲かったのに、と思うであろう。逆に、相場が低迷して年率数%のパフォーマンスしか上がらないときには三%のフィーは顧客にとっては割高に感じるが、証券会社サイドではありがたいと思うだろう。したがって、実際のコミッショントフィーの割合は相場動向や顧客と証券会社の力関係の中でどこかの均衡点に落ちつくことになる。手数料が自由化されてすでに四半世紀近く経ち、この間好不況を経験したアメリカでは、コミッショントフィーの割合ならびに料率はどうなっているか。

第一表は、資産管理型営業が最も定着していると言われているアメリカのメリルリンチ社の預かり残高（一九九七年末）と受け入れ手数料（一九九七年中）の関係を、同社アニュアルレポートに依拠して作成したものである。

同社の昨年末の総預かり資産は一兆二千億ドルであるが、連結ベースのためこれには資産運用会社の分が入っている。従って、証券プロパーの預かり資産を計算する場合には、これを調整しなければならない。MAM社は九七年末に買収したイギリスの運用会社であるから、これを除外するが、MLAM社の組成した投信はほぼ全額、メリルが販売しているとのことなので、個別運用勘定も含め全額が証券プロパーの預かりになつていると考えられる。従つて、証券プロパーの預かりは九七年末でMAMの分を除く一兆三七〇億ドルと想定できる。同様に九六年末の残高は八三九〇億ドルなので、九七年中の平残は九三八〇億ドルとなる。

このうち投信の預かりは、MMFについては自社投信のみとすると一〇七〇億ドル、長期ファンドについては自社ファンドと他社ファンドの販売比率が四五・六四%と五四・三六%（九七年実績）なので、これを残高比率にも当てはめると、自社ファンド預かり一二〇〇億ドル、他社ファンド預かり一四二九億ドル、総計三六九九億ドルとなる。同様のやり方で九六年末残高も求めると三一三五億ドルで九七年中の平残三四一七億ドル。これに対して投信の手数料は総計一四億四三百万ドルであり、投信残高のマージン（手数料を残高で除した率）は〇・四二%となる。しかし、投信のコミッションは前取りの販売手数料（front-end charge）のほか、残高に比例する一一b-1フィー、解約時に徴収する解約手数料（deferred charge）の三種類があり、実質的に残高に比例するフィーも含まれている。別の資料によると、同社の投信手数料のうちフロントエンドと残高フィー等の割合は五八対四二（九二一年）から三六対六四（九五年）に変化していることであり、九七年中の残高フィー等の割合を七〇%と仮定すると、投信の残高フィーは九億五千万ドルとなる。

他方、同社はラップなどフィーベースのプログラムを提供しており（第一表を参照）、その総額は九七年末残四四一億ドル、そのフィーは八億四四百万ドル、マージンは約一%と比較的高い。運用手数料（Asset Management

Fee) は運用会社の収入であるから、証券プロパーのフィーからこれを除外しよう。口座管理手数料 (Account Fee) や名義書換その他Feeは、残高よりも口座数に比例するフィーである。

以上のように見ると、残高に対する手数料の割合、これを取りに残高マージン率と呼ぶと、メリルリンチ証券プロパーのマージン率は〇・七%弱、コミッショントフィーの割合は狭義で三対一、広義では三対二となる。

#### 4 収支上の条件

メリルの例では、証券プロパーの総預かり残高をすべて個人顧客の分と仮定したのである。実際は法人の預かりもあるが、日本と比べてその割合は非常に低いはずである。せいぜい、MMFの残高に法人保有分がある程度である。もちろん、機関投資家による株式などの売買注文は多いが、それに関連する収益はトレーディング益として計上される割合が高く、また機関投資家は運用するポートフォリオを保管銀行に保管している場合が多いので、ここに現れた数字はほぼ個人営業に関連するもの、そして法人所有のMMFを勘案して、個人営業の残高マージン率は〇・八%程度と考えて間違いないかろう。これを日本の証券会社に当てはめはどうだろうか。

第三表は、上場証券23社の九八年三月期の総預かり資産（平残ベース）とリテール関係手数料（引受・売出手数料を除く）およびそのマージン率を計算したものである。

これによると、ややばらつきがあるが、大手三社では〇・四～〇・五%，準大手証券ではそれより〇・三1%程度高くなり、中堅証券ではさらにそれより若干高くなっている。メリルリンチ社と比べて、大した差がないように見える。

しかし、日本の預かり資産の中身はアメリカと比べて法人保有分が多く、その割合は大手証券ほど高いという

第2表 メリルリンチ社の主なフィーベースプログラムの概要

プログラム名	97年末残 (億ドル)	口座数 (万)	1口座あたり (万)	備 考
Capital Builder Account	210	39.2	6.7	初心者向き
ML Consults (最低単位10万ドル)	270	10.0	27.0	コンサルタントラップ、提携アドバイザーは25社
MF Advisor	63	11.5	5.5	投信ラップ
Asset Power	79	2.7	29.3	経験豊富な投資家向けの定額手数料制(注)
Financial Advantage	29	1.0	30.0	証券売買、ローン、リサーチ・レポート、プランニングが込みの定額手数料制

(注)「定額手数料制」とは、資産残高に比例した年額のフィーを支払えば、あらためて売買手数料を徴収することなく一定回数までの売買が行えるというもの。

第3表 上場証券23社の残高（平残ベース）マージン率  
(98年3月期)

	預かり資産額	リテール 関係手数料	同マージン率	うち投信 預かり	投信手数料	同マージン率
野村	464,165	179,693	0.39%	96,084	69,201	0.72%
大和	338,496	168,372	0.50%	81,030	74,657	0.92%
日興	318,738	143,792	0.45%	66,948	57,512	0.86%
新日本	67,353	51,142	0.76%	15,151	19,509	1.29%
勵角	50,686	34,679	0.68%	9,537	12,376	1.30%
国際	83,452	55,698	0.67%	24,030	30,358	1.26%
和光	50,653	38,525	0.76%	15,161	14,863	0.98%
岡三	21,800	27,237	1.25%	5,080	7,782	1.53%
山種	8,114	12,168	1.50%	2,469	5,243	2.12%
東京	16,039	18,320	1.14%	5,649	6,581	1.17%
コスモ	17,022	17,641	1.04%	5,432	5,073	0.93%
第一	16,678	14,275	0.86%	2,989	3,508	1.17%
丸三	11,305	12,966	1.15%	5,326	4,752	0.89%
東洋	7,513	9,162	1.22%	2,484	1,920	0.77%
太平洋	9,736	11,854	1.22%	3,301	3,318	1.01%
ユニバーサル	17,768	18,193	1.02%	5,772	5,912	1.02%
水戸	8,507	11,378	1.34%	2,792	2,260	0.81%
光世	764	784	1.03%	154	146	0.95%
一吉	4,350	5,501	1.26%	1,097	768	0.70%
明光	7,429	6,733	0.91%	1,884	1,766	0.94%
高木	2,219	3,887	1.75%	519	696	1.34%
東海丸万	11,537	11,794	1.02%	3,737	2,853	0.76%
ナショナル	8,869	8,824	0.99%	1,660	2,180	1.31%

(出所) 各社有価証券報告書ならびに『日経公社債情報』等により当所作成。

(注) リテール関係手数料は、受け入れ手数料から引受・売出手数料を控除した額

特徴がある。まず株式では、法人間の持ち合い分について互いに売却を牽制するため幹事証券に預けるケースが多く、しかも証券会社にとってこの預かり分は収益に貢献しない。第二に、債券についてはCB（転換社債）や外債は個人保有分が比較的多いが、国債については法人所有が多く、事業法人や外国投資家などの課税主体が課税を逃れるために証券会社に預けている分が多いと言われている。しかも、この分の収益は売買益として現れため、マージン率を計算する際には控除すべきであろう。また投信についても平均して法人保有分は四割（投信残高四四兆円のうち家計保有分は二七兆円—日本銀行資金循環勘定による）とされている。業界筋によると、大手証券の預かり残高のうち法人保有と個人保有は一対一、準大手クラスで一対一と推定されているので、マージン率はそれぞれ三倍、二倍にしなければならない。そうなると、残高マージン率は大手証券で一・二%～一・五%，準大手クラスで一%前後、中堅ではそれを若干上回る水準となる。

つまり日本の場合には手数料自由化によって、料率が低下する余地があること、また資産管理型営業への移行により売買回転が低下する余地があることを物語っている。この結果、将来的に残高マージン率の落ちつくべき水準は、やはりメリルリンチ社と同様の〇・八%程度つまり現在の水準の約半分ということになる。投信残高マージン率だけを取り出してみると、やはり日本はメリルの約二倍があるのである。となると、わが国の資産管理型営業が收支上、成り立つ得る条件としては、いまより残高を二倍以上積み上げるか、コストを半減させるか、のいずれかの組み合わせの方策が必要といふことになる。

（注）

- (1) 以上については近藤哲夫「日本版証券総合口座の導入に向けて」東証正会員協会『正協レポート』一九九七年八月、佐賀卓雄『メリルリンチの真実』日本短波放送、一九九八年に詳しい。
- (2) Nicole Olmstead, "Fee Business, Taking it with you", *Registered Representative*, October 1996.
- (3) 近藤、前掲論文、一〇ページ。
- (4) 野村総合研究所『ミューチャルファンド』東洋経済新報社、一九九七年、七七ページ。

(11)

# 社債受託制度の法的役割と経済的役割

松尾 順介

はじめに

国内普通社債市場は、今年度の年間発行額が一〇兆円と見込まれる市場へと拡大してきているが、このような市場拡大の制度的要因を探ると、一九九三年の商法改正による受託制度改革をまず指摘しなければならないと思われる。

従来の国内普通社債市場は、「限界的資金配分市場」とされ、銀行融資の補完的な位置づけに置かれており、八〇年代に金融自由化が進展する中でも、ほとんど改革がなされず、極めて規制的な市場であったが、その規制の中心的な役割を果たしてきたのが社債受託制度であった。すなわち、この社債受託制度のもとで、社債発行は受託銀行によってマクロ的かつミクロ的に規制され、銀行融資の補完的役割を与えられていた。実際、高度成長期に社債受託銀行の代表である起債会が果たしていた資金配分的役割は、低成長期にはいつて徐々にその役割を終え、起債会も機能停止し、社債受託制度もその機能を終えていたのである。それにもかかわらず、この制度は維持され、結果的に八〇年代の国内企業の普通社債発行はユーロ市場に流出し、「国内普通社債市場の空洞化」といわれる事態を惹起するに至った。

このような社債受託制度に対し、社債法改正という幅広い観点から制度改革が論じられたが、受託銀行側の抵抗によって、八〇年代において社債受託制度は改革されず、社債発行限度枠規制のような既得権益に抵触しな

い領域での改革だけが行われた。つまり、九〇年の社債発行限度枠規制緩和とは、社債受託制度維持のための交換材料に過ぎなかつたといえる（ただし、このようにして維持された社債受託業務から各々の銀行が得た収益はさほど大きくなく、社債発行の受託会社がメインバンクを表わすという象徴的な意味の方が大きかつたものと思われる）。したがって、その三年後の九三年の商法改正で社債受託制度改革がなされた背景には、金融制度改革による証券業参入という受託銀行側の大きな変化があり、子会社とはいえ銀行が社債引受け業務に直接参入する手がかりを得たことが指摘できる。つまり、引受け業務という新規分野を獲得することによって、受託業務というメリットの低下した既得権益を放棄する判断を下したといえる。その結果、社債受託制度は改革されるとともに銀行系証券子会社が相次いで参入するという社債発行市場にかつてない変化がもたらされ、今日の市場拡大につながつていくわけである。

したがって、①従来の社債受託制度はどのような役割を果たし、②それはいかにして改革され、③現在の制度はどうのような役割を果たしているのか、という点が検討課題となるが、まず本稿では、かつての社債受託制度が果たしてきた役割を法律的な役割と経済的な役割に分けて考察する。

## 1. 社債受託制度の法律的役割

かつての社債受託制度を論じる場合、その法律的な役割と経済的な役割を分けて考察する必要があると思われる。というのは、法律的に規定された役割とそれが経済的に果たしてきた役割には相違があり、そこに日本の社債受託制度の大きな特徴があつたからである。<sup>(1)</sup>

法律的な観点からみると、いわゆる社債受託会社とされるのは、商法にもとづく「募集の受託会社」と担保附

社債信託法にもとづく「担保の受託会社」があり、これらがそれぞれに法律的な役割を有していた。

### (1) 募集の受託会社

まず、募集の受託会社の役割は、①社債発行条件および最小限度の会社内部状況を記載した社債申込証の作成、②社債払込み金の徴収、といった募集の際の業務のほか、社債権者のために③社債の償還をうけるに必要な行為、④社債の償還を受けた際の公告および社債権者への通知、⑤社債権者集会の招集、⑥社債権者集会への出席および意見の陳述、⑦社債権者集会決議の執行、などをを行うとされている。そして、この募集の受託会社には、銀行および信託会社しかなれず、証券会社は除かれている。そして、ここでの募集の際の業務は、証券取引法で証券業者の固有の業務とされる「募集または売出の取扱」、すなわち不特定多数の投資家に対する均一条件での申し込みの勧誘とは異なり、証券業者の募集についての具体的な事務を取り扱うこと、例えば払込み金を起債会社に引き渡すことなどを指すものと解釈されている。<sup>(3)</sup>したがって、募集の受託会社の法律的な役割は、募集の際の事務的な手続きの取扱、社債償還の際の事務的な手続き、そして償還不能時の社債権者集会に関する手続きとなる。

### (2) 担保の受託会社

次に、担保の受託会社の役割は、①社債権者のための担保権の保存かつ実行（その際、公平かつ誠実に善良なる管理者の注意をもつて信託事務を処理する義務を有する）、②発行会社と受託会社の間で取り交わされ、担保の内容などを記載した信託証書の保存、備置、公示、さらに③社債権者集会の招集、④社債権者集会への出席および意見の陳述、⑤社債権者集会の招集または議決手続きに契約違反があつた場合の無効宣告の請求、⑦社債権者集会議

事録の備置、閲覧、⑧社債権者集会決議の執行、とされている。すなわち、通常は担保権および信託証書の保存といつた事務的業務が中心であり、償還不能といつた事態が生じた場合に社債権者集会を招集し、その処理に当たることになる。

したがつて、受託会社の役割を法律的にみると、その役割は基本的に事務的なものであり、リスク負担<sup>(4)</sup>といつてはいる。

- (1) 諸外国で募集の受託会社について特別の権限を法定している例は全くないといわれる。これについては、鴻常夫「社債法」、有斐閣、一九五八年、一一〇一ページ、参照。
- (2) これについては、具体的には①社債の償還の請求、②償還金の受領、③償還請求の訴訟提起、破産の申し立て、さらに破産債権または更生債権の届け出、などと解釈されている。例えば、上柳克郎ほか編「新版注釈会社法（一〇）社債（二）」、有斐閣、一九八八年、一一六、一一七ページ（藤井俊雄執筆）、参照。
- (3) 鴻常夫・前掲書、一一二ページ、参照。
- (4) ただし、戦後に証券取引法が制定され、引受業務が証券業者に固有の業務とされるまでは、請負募集（引受募集）が広く行われ、その際には銀行や信託会社が受託会社となり、その受託会社が引受リスクを負担していたが、これは戦後の証券取引法制定によって行えなくなつた。

とができるものと思われる。そして、これらの経済的役割は高度成長期に典型的に機能し、その後その役割は徐々に低下していくと考えられる。

### (1) マクロ的な役割

まず、受託会社は社債発行に対するマクロ的な規制としての役割を果たしていたと思われる。すなわち、社債発行市場全体に対する調整的役割であり、これは起債調整といわれ、受託会社が中心となつた起債会が行つていった。そこで行われた起債調整とは、第一に起債会格付けといわれる基準<sup>(6)</sup>を作成し、公募適格銘柄を選別したことである。つまり、発行会社の強い資金需要を、あらかじめ日銀・大蔵省によつて設定された枠の中に収める役割を果たしたことである。そこでは、各発行会社の起債額・起債回数はこの格付けをもとに決定されたために、例えば金融引き締め期にはA、B格には起債額の純増を認めるが、C、D格には認めないといた起債圧縮が行われた。そして、格付け基準は資本金および純資産額という量的基準をもとにしていたため、重厚長大型産業が起債において優先され、重点産業への優先的資金配分の役割を担つていたといえる。第二に、発行条件の決定を行つたことである。ただし、これは人為的低金利政策の一環として行われたものであり、国債を基準とし、政府保証債、地方債、利付金融債、事業債といつた序列的金利体系がすでに存在する中で、起債会はこの体系にそつて事業債の金利を確認するにすぎなかつた。したがつて、社債の金利は硬直的であり、事業債の発行条件の改定頻度は、例えば公定歩合の改定頻度よりも少なかつた。このように、起債会の役割は一方で社債市場を通じて資金を基幹産業に重点的に配分する役割を果たすとともに、他方では人為的低金利政策の一環を担うという役割を果たしていだのである。

ところで、このようなマクロ的調整機能を担つていた起債会は、引受証券会社（証券大手四社）と社債受託会社（二〇数行の銀行）によつて構成されていたが、ここでの主導権は「八行会」（興銀・三井・三菱・富士・住友・三和・第一・勵業）といわれる受託会社の代表であつたと言われる。では、なぜ起債会では、本来的に引受リスクを負担し、発行会社に対してファイナンシャル・アドバイザー機能を果たすべき立場にある引受証券会社より受託会社のイニシヤティブが強く發揮されたのであるうか。その理由は、社債消化の中心が銀行消化であり、受託会社II銀行は、社債市場における最大の投資家であったからである。たとえば、一九六〇年代の社債消化をみると、都長銀・地銀・信託の合計シェアはほほ五〇%以上、場合によつては八〇%に達し、平均六三・四%となつており、銀行の比重が圧倒的に高いことがわかる。<sup>(6)</sup>受託会社は社債市場の最大消化先であることを背景に起債会での強いイニシヤティブ行使し得たのである。このように銀行が社債の最大消化先であつたことから、社債は融資の変形といわれたが、より正確に言うと、都長銀・地銀・信託といった多数の銀行を消化先に引き込んでいることから、協調融資の変形というべきであり、受託会社はその幹事行的な役割を果たしていだといえる。

逆に、引受証券会社は引受リスクを負担するといつても、銀行が多くを消化する以上、その引受リスクは小さく、また発行会社に対するファイナンシャル・アドバイザーとしての役割も、金利は硬直的であり、かつ起債額も格付けを基準として決定される以上、アドバイスの余地はほとんどなく、引受証券会社の引受手数料こそが「眠り口銭」と批判された。<sup>(7)</sup>そして、このような批判に対する証券会社側の対応が、公社債投信の育成や社債の個人消化促進策であり、これを通じて社債市場における証券会社のイニシヤティブを高めることが企図されたのである。したがつて、一九七〇年代にはいつて、社債の個人消化の比率が高まるとともに、社債市場の弾力化が進展し、金利決定の頻度が高まるとともに、発行会社の起債希望も完全に充足されるようになり、マクロ的な調整の

役割も低下するのである。

## (2) ミクロ的な役割

次に、社債発行に対するミクロ的な規制としての役割である。これは、受託会社が個別の発行会社の社債発行に深く関与したことを意味し、多くの場合引受け幹事証券会社よりもその関与度は強かつたと思われる。それは、第一に発行会社が任命する受託会社は通常メインバンクであることによるものであり、融資・株式持ち合い、役員派遣といった関係を有するメインバンクの方が、前述のようにファイナンシャル・アドバイザー機能を喪失した引受け幹事証券よりも発行会社に対して強い影響力を行使していたからである。そして、この影響力の行使によつてときには個別企業の銀行ばなれを防ぎ、より間接金融偏重の負債構造を維持させることに結びついたと思われる。ただし、メインバンクが受託会社として社債発行に関与する際、法律的な手がかりとしたのが、募集の受託会社の作成する社債申込証である。ここには起債額や金利など発行条件が記載されることとなつており、この作成の際にメインバンクが関与する余地があるとされる。したがつて法律的には募集の受託会社の設置は任意であるにもかかわらず、慣行として設置されてきたのである。これにかかるものであるが、第二に有担保原則が維持されたことによつて、担保の受託会社は事実上強制設置であったことである。つまり、かりに発行会社が募集の受託会社を設置せずに社債発行を行うとしても、担保付である以上担保の受託会社は設置せざるを得ず、その際メインバンクを受託会社に任命することとなると思われる。したがつて、銀行は無担保債の発行には強い抵抗を示し、そのため完全無担保普通社債が発行されたのは一九八五年であった。

## (3) 救済的役割

このように、ミクロ的には、メインバンクが受託会社となることで個別企業の社債発行に関与する一方、マクロ的には圧倒的な社債消化シェアを背景に受託銀行は起債会にイニシアティブをとつてきたわけであるが、これから受託銀行によるディフォルト債の一括買取処理という、いわば救済的役割が生じる。すなわち、社債受託会社は一方では、発行企業のメインバンクとして深くコミットしたと同時に、他方では協調融資の幹事的役割を果たしたといえる。そこでは、当然のことながら、融資においてメインバンクが果たしていた役割が社債市場においても貫かれる。つまり、融資の場合、メインバンクは相手先企業の破綻に際し、救済融資を行うなどして、他の協調融資行の信用リスクを肩がわりするが、社債が協調融資の変形となることによつてその原則が社債にも貫かれたといえる。その際、受託銀行は肩代わりした信用リスクをできるだけ小さくする、すなわち回収率をできるだけ高めることを求めたわけであるが、そのためには会社を解散価値で処分する清算よりも会社更正を選択する必要があり、会社更正を速やかにおこなうためには、技術的には、社債権が個別分散しているよりも一手に取りまとめたほうが手続き上簡便であった。そこで、ディフォルトの場合は、受託銀行一括買い取り後に会社更正法申請がなされたのである。<sup>(8)</sup> したがつて戦後のメインバンク制の確立した後、このディフォルト債の買取処理方式が定着するのである。

(5) ここでの当初（一九五九年）の一般事業債の格付けは、A格・鉄鋼三社・東芝・日立など超一流企業債、B格・その他かなりの起債実績のある会社債、C格・これまであまり起債実績のない会社債および新規銘柄などとされ、戦後復興期の一九四九年から一九五五年まで行われていた日銀の適格担保事前審査制度のもとで採用されていた格付けを踏

製したものであつたが、その後漸次整備され、一九六一年からは資本金・純資産額・起債残高によつて、A格からD格までが決められるようになり、やがては配当率・純資産倍率などの質的基準も加えられた。そして、一九六三年には、A格：資本金六〇〇億円以上、純資産九〇〇億円以上、起債残高一五〇億円以上とされ、以下それぞれ、B格・三〇億円～四〇〇億円、四五億円～六〇〇億円、五～一〇〇億円（ただし、BaからBgまで7つに細分される）、C格：二〇億円～三〇億円、三〇億円～四五億円、五億円以上、D格：二〇億円未満、三〇億円未満、五億円未満、といった基準が定められた。さらに、一九六六年からは、資本金・純資産という量的基準のほか、配当率・純資産倍率・自己資本比率・使用総資本利益率などの質的基準が加えられ、また一九七一年には量的基準は純資産に一本化された。また、起債会という名称は、当初は「起債打ち合わせ会」といわれていたが、その後一九六八年から「起債会」と称されるようになった。

(6) ただし、これら銀行も消化した社債を日銀担保にいれることで日銀信用を引き出しており、その意味では銀行の社債消化も大蔵省・日銀の金融政策に影響されるを得ず、起債会は大蔵省・日銀のリモートコントロールを受けていたといえる。

(7) とくにこのような批判が強かつたのは、一九五〇年代前半であり、引受手数料も一九五〇年一〇月では三円であったのが、一九五六年四月には一円六〇銭にまで段階的に引き下げられている。

(8) 会社更正法申請のための必要性から一括買取りがなされたような説明があるが、それは逆であるといえる。実際、会社更生法申請がなされなかつた場合（一九六九年明治鉱業）でも、受託銀行は買い取り処理をおこなつている。

### 3 既得権益としての受託制度

このように社債受託制度は社債市場に対し、マクロ的かつミクロ的な調整機能を果たしたわけであるが、この役割は一九七〇年代後半から徐々に低下していくと思われる。そして、その背景として、第一に一九七五年以降の国債大量発行によって金利自由化が進展したために、硬直的な金利体系が崩れ、人為的低金利政策の一環としての起債調整もその役割を終えたこと、第二に七〇年代には個人消化、続いて八〇年代には機関投資家消化が進展したことによつて、起債の量的調整の必要性が低下したこと、第三に低成長期の経済のソフト化・サービス化によつて、基幹産業が多様化し、重点的資金配分政策の役割が終わつたこと、などが挙げられる。その結果、一九八〇年代には受託制度は単なる受託銀行の既得権益に過ぎなくなつたといえる。

その際、既得権益とされるものは、第一に高率の手数料である。いわゆる受託手数料とされるものは、当初経費としての受託手数料、期中経費としての信託手数料、元金償還手数料および利金支払手数料からなつてゐるが、これらの手数料は一九五六年六月から一九八五年四月に元金償還手数料が一〇銭（一〇〇円につき、以下同じ）引き下げられるまでいずれも一度も変更されておらず、それぞれ三〇銭（当初のみ）、一二五銭（毎年）、五〇銭（償還時のみ）、一円三〇銭（毎年・対利金額）に固定されていた（他方引受手数料は、当初経費のみであり、一九七九年当時七年債で一円八〇銭であった）。ちなみに、発行会社が仮に七年債一〇〇億円（利率七%）<sup>(9)</sup>を発行すると、受託銀行に支払う手数料は合計三億一八〇〇万円となり、年平均四五四三万円余りとなる。すなわち、発行者コストが〇・四五%以上も上乗せされたことになる。このため、やがて発行会社側からこの高率の手数料に対する批判が加えられることになるとともに、実際八〇年代半ばからは国内の受託制度が適用されないユーロ市場へと起債がシフトしたため、国内発行が低迷し、また受託会社側も一九八五年四月に利金支払い手数料を約五

○%引き下げるなどの措置をとるとともに無担保社債発行規制緩和で信託報酬手数料のディスカウントを行うなどしたことから、全体の受託手数料収入も減少したと推測される。したがって、高率の手数料という既得権益も徐々に低下していくと思われる。

そこで、第二に取引材料としての価値が浮上してくる。すなわち、八〇年代後半から金融制度改革論議が盛んになつてくるが、そこで中心的テーマの一つが専門金融機関のあり方をめぐるものであり、とくに地盤低下しつつある長信銀対策であった。しかし、この解決には業態間の垣根問題が横たわっており、大蔵省主導の裁量行政のもとで、業態間利害調整が図られたが、その決着は周知のように容易ではなかつた。その際、従来業務において地盤低下が進行しつつある長信銀は、新規分野への参入のための交渉材料として受託制度改革を最大限利用し、そのためにこそ収益性の乏しくなつた受託制度に最後まで固執したと思われる。したがって、受託制度改革が行われたのは、九三年商法改正であり、まさにこの時子会社による証券参入という形で金融制度改革が決着し、その参入の第一陣として長信銀が証券参入することになったのである。

(9) ただし、元金償還手数料と利金支払手数料のうち、証券会社の窓口取扱分については、証券会社の受取となるが、これについては相対的に小さなものにすぎない。

※本稿を作成するにあたり、篠秀一氏（元山一證券）および後藤猛氏（同）からご教示を頂きましたことを記して感謝いたします。

## 中国企業のADR（米国預託証券）と ウォール・ストリート

王 東明

### 1. はじめに

一九九三年七月二六日中国最大の石油化学メーカーである上海石油化学股份有限公司は香港証券取引所とニューヨーク証券取引所（NYSE）に同時上場した。同社のニューヨーク証券取引所（NYSE）上場は中国企業の第一号で、ADR（America Depositary Receipts: 米国預託証券）方式による上場は内外の関心を集めている。それ以来五年、現在ニューヨークに上場している中国企業いずれもADRは九社になり、香港、シンガポールの中国出資企業を合わせれば中国関連上場企業は一七社を数え、約三〇億ドルの資金が調達され、時価総額は約五〇億ドルに達している。<sup>(1)</sup> ニューヨーク証券取引所（NYSE）より公開条件が比較的緩い全米店頭市場（OTC）にも一〇数社がADRを発行し、現在取引されている。その他、一〇社前後の中国企業は適格機関投資家（Qualified Institutional Buyer: QIB）を対象に私募の規制一四四A条ADRを発行した。

以上のように中国企業のニューヨーク上場は実験的段階を経て、今後さらに拡大する傾向がある。九社という数はまだまだ少ないとは言え、世界最大の資本主義国アメリカの資本市場で現在残った最大の社会主義国中国の国有企業が上場を実現したという事は大変意味深い。一体中国国有企业がどのようにして世界最大の資本市場で

あるウォール・ストリートに接近し資金調達したのか、その背景とプロセスを考察することは必要である。小稿では近年拡大している米中の経済関係に触れ、ADR（米国預託証券）の仕組みとその発展状況を紹介し、中国企業海外上場の状況を概観する。そしてADR方式によるニューヨーク（NYSE）上場と店頭公開ADRの状況を紹介し、それらに関連する問題点を探つてみたい。

## 2. 最近の米中経済関係

「天安門事件」以来、冷めきついていた米中関係は昨年一〇月の江沢主席の訪米と今年六月のクリントン大統領訪問によつて急速に改善をみた。両首脳は「求同存異」（お互いに相手の異なる意見を認め、共通のものを求めること）という大原則の下で、二一世紀に向けた戦略的なパートナーシップを築いていくことに合意し、相互訪問の成果を上げた。この世紀末における米中両超大国の急接近は、その政治舞台の裏側で勿論近年益々拡大している両国の貿易・投資など経済関係が密接に関連し、また二一世紀の経済利害関係と新たな国際競争をめぐつての両国の長期戦略があつたと言えよう。

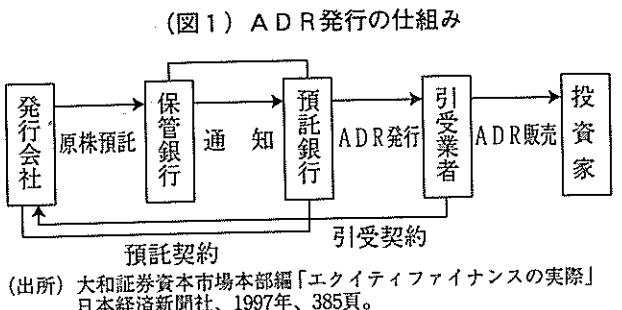
両国の貿易額は七八年の九・九一億ドルから昨年は四八九・九億ドルに伸び、二〇年間に約五〇倍に拡大した。米国にとって昨年の対中輸出だけで約一七万人の国内雇用を創出したという試算がある。<sup>(2)</sup> また現在登録済米国の対中投資企業は二万四千社となり、昨年までの累積直接投資額は一七五億ドルに達し、一番目に大きい対中投資国となつた。昨年の全米最大企業ランディング上位三〇社のうち二一社は中国に投資しており、プロジェクト件数は一七五にのぼつた。<sup>(3)</sup>

現在中国の外貨準備高は既に一、四〇〇億ドルを超える世界第二位となり、その六割前後は米ドルである。また

外貨準備による米国債投資残高は六〇〇億ドルに達している。近年中国経済は高度成長を続け、六、〇〇〇億ドル（七八年六月末現在国内個人預金・四兆九、九四八億人民元）を超えるチャイナマネーを持ち、その高い貯蓄率（国内総生産の四〇%）でウォール・ストリートを魅了している。<sup>(4)</sup> ウォール街を代表する米大手証券メリルリンチ社は近年对中国金融業務に力を入れ、九三年から現在までに手掛けた中国政府・企業向けの株式、債券、融資などの総額は八〇億ドルを超えて、中国での金融業務量は外国投資銀行中トップを占める。中国政府と米ボランティア協会はメリルリンチ社の貢献を高く評価し、同社のデビット・コマンスキーカー会長に対し「マルコ・ポーロ賞」を授与した。<sup>(5)</sup> メリルリンチに限らず米大手金融機関は中国本土に加え、中国個人マネーの「寄港地」といわれている香港にもそれぞれ三百～四百人のスタッフを配置し、中国関連業務に積極的に取り組んでいる。モルガン・スタンレーなどは中国建設銀行と手を組み、銀行の証券業務営業を認めた中国内で九五年八月合弁金融会社—中国国際金融有限公司（CICC）を設立した。そのCICCに対し中国政府は原則として外国証券会社に禁止しているA株（国内投資家向け株式）の販売免許をCICCに与え、これによつてモルガン・スタンレーなどはCICCを通じて、A株の取扱い業務を間接的にできるようになった。<sup>(6)</sup>

以上のように近年米中は貿易、投資、金融、証券など様々な分野で経済的交流を深めている。中国側にとっては貿易・投資の拡大、世界最大資本市場の利用がその狙いであろう。一方米国側は輸出の増加、国内雇用の拡大、そして今後成長する巨大な中国マーケットに期待しており、特にウォール街は「中国は究極の成長市場」と関心が高まつてゐる。

### 3. ADR (米国預託証券) の仕組みと近年の発展状況



一般的な ADR (America Depository Receipts: 米国預託証券) は一九二九年 J.P.モルガン氏がイギリス会社の株式をアメリカの投資家に売り出すため、最初に発明した預託証券の方法と言われる。当時アメリカとヨーロッパの間は交通が不便で、郵便・通信の時間が長く、配当の受取、株券の検証確認などに非常に手間がかかる等の問題があった。それを解決するため、DR (預託証券) という形でアメリカで ADR を発行し、原株はヨーロッパの銀行に保管・預託するという方法が生まれた。要するに外国会社がアメリカ市場に上場する際、普通株の形を探らず、原株を銀行に保管・預託し、それを預託証券 (原株の表象) としてアメリカの投資家に売り出し売買されるという方法である。

一般的に ADR は米国外企業の株式所有権を表象する譲渡可能な証書と定義され、アメリカの証券市場において米ドル建てで値付けされ取引される。投資家の配当金はまた米ドルで支払われる。ADR は米国投資家にとって外国証券の購入、所有、売却を容易にして、また外国企業の資金調達の手段として利用される。ADR の発行は図1のような仕組みである。

現在では殆どの外国会社 (非アメリカ会社、カナダを除く) は ADR 方式で NYSE (NYSE)、AMEX (AMERICAN STOCK EXCHANGE)、NASDAQ (NASDAQ)、OTC (店頭取引市場) など上場・取引されている。ADR は一般的に公募のレベルI、レベルII、レベルIII ADR と私募の規制一四四A条 ADR がある。レベルI、レベルII、レベルIII ADR はアメリカ市場で公募し、証券取引委員会 (SEC) に登録する義務がある。

がある。規制一四四A条 ADR は一九三三年証券法の規制一四四A条に基づき適格機関投資家 (Qualified Institutional Buyer: QIB) に転売され、SEC に登録する義務がない。

#### (1) レベルI ADR

レベルI ADR は外国会社にとってはアメリカ証券市場に入る最も簡単な方法である。レベルI ADR は米国店頭市場 (OTC) で取引され、市場価格は OTC Bulletin Board, National Quotation Bureau の [Pink Sheets] により公表され、また米国外の取引所で取引される」ともあり、登録と報告義務が最小限に留められて「る」とが特徴である。レベルI ADR に係る開示では、発行会社は一九三三年証券法の義務を満たすために様式 F-6 を提出する必要があり、また一九三四年証券取引所法の継続報告義務を満たすために、1282-2(b) 条による発行会社の所在国で要求されている報告内容をそのまま (英文表記) で提出することができる。要するに発行会社の報告内容は米国企業会計原則 (GAAP) に基づいて財務諸表を作り直す必要がない。

またレベルI ADR では主に発行会社所在国以外の海外投資家層を開拓するため、店頭公開 (OTC) によって企業の知名度を高めることがわかる。しかしそれは原株の転売 (一次上場) によって新規の資金調達ができない、取引所に上場することができないため、多くの発行会社はレベルI ADR 発行以後、レベルII、レベルIII ADR にアップするケースが多い。

#### (2) レベルII ADR

レベルII ADR は米国証券取引所の NYSE、AMEX ならびに NASDAQ 上場・公開され、流動性がレベルI

(表1) ADRの種類と登録・開示内容

	レベルI	レベルII	レベルIII
1933年証券法に基づくSEC登録	様式F-6	様式F-6	様式F-1(原株) 様式F-6(DR)
1934年証券取引所法に基づくSEC報告	施行規制12g3-2(b)により 発行会社の本国の開示情報	様式20-F及び6-K	様式20-F及び6-K
上場／取引	〈店頭取引〉 Electronic Bulletin Board及びNational Quotation Bureau "Pink Sheets"による市場価格の公表	NASDAQ, NYSE, AMEXなどの米国取引所に上場	米国内公募、米国内私募、グローバル発行
会計原則	米国一般会計原則に準拠するための修正を必要とする。	米国一般会計原則に準拠	米国一般会計原則
〈1933年法登録〉 ADRの1933年法に基づく登録には様式F-6が使用される。様式F-6の主な内容は、預託銀行がADRを発行し、預託証券及びADR証券の保持に合意する預託契約である。			
〈1934年法登録〉 1933年法に基づいて原証券を登録する、または、全米規模の証券取引所もしくはNASDAQにADRを上場する外国会社は、1934年法に基づいて原株を登録し、様式20-Fによる年次報告書及び様式6-Kによる中間報告書を提出しなければならない。外国会社のADRが、米国内で店頭市場のみで取引される場合には、ルール12g3-2(b)に基づく1934年法登録の免許対象となり、外国会社は母国で株主もしくは証券取引所に提出している、または、その他の方法により公開が求められている情報のみをSECに送付することを要求されるのが一般的である。			

(出所) 大和証券資本市場本部編「エクイティファイナンスの実際」日本経済新聞社、1997年、386～387頁。

ADRより高く、開示に必要なものは様式F-6に加えて、三四年証券取引所法による様式20-F(年次報告書)並びに様式6-K(中間報告書)の提出が要求される。一次上場という」とで新規の資金調達ができないため、レベルI ADRの改良型と見られている。

### (3) レベルIII ADR

レベルIII ADRはレベルI、レベルII ADRと違つて新規の資金調達ができる。発行会社に1933年証券法による原株登録書類の様式F-1、ADR登録書類様式F-6の提出が要求され、また様式20-F(年次報告

書)と様式6-K(中間報告書)も要求される。ここで発行会社は上場する取引所の規制・条件を満たすと同時に、米国企業会計原則(GAAP)による財務報告をしなければならない。12g3-2(b)条の免除は適用されない(表1)。

(4) 私募(規制一四四A条) ADR

私募(規制一四四A条) ADRは1933年証券法の第四章第一条の免除条件に基づいて適格機関投資家(Qualified Institutional Buyer: QIB)を対象に私募する。一九九〇年四月一九日SECは外国会社がアメリカ証券市場の参入を促進するため、規制一四四A条、S条例(オフショア取引の緩和)を採用し、それによって私募(規制一四四A条) ADRの発行が多くなった。この方法は発行会社にSECの登録、情報開示の義務がなく、また米国企業会計原則(GAAP)に照準しなくてよいことから手続きが簡単、費用が安いというメリットがある。しかし第一四四A規則で許可されている有資格機関投資家(QIB)にのみ転売できないため、流通性に欠ける。ちなみに一九九〇年全米有資格機関投資家(QIB)は約四千社であり、一九九五年私募株発行額は六九億ドル、うち外国企業の発行額は六割以上を占めている(図2)。<sup>(7)</sup>

ADR市場は九〇年代以後急成長した。預託証書による外国企業公募調達額は一九九四年に100億ドルを超える(1

10億ドル)、一九九五年は八五億ドルの水準を維持している(図3)。一九九七年ADR項目は一、八四三プログラムに達し、八六年の二倍を超えている(図4)。一九九七年売買金額は五、〇五〇億ドルになり、一九年より五倍以上に増えており(図5)、また売買高(株数)は一二三億株、一九年の三倍となっている(図6)。

現在六〇以上の国で、一、八〇〇プログラムを超えるADRが発行され、その預託銀行業務は主にバンク・オブ・NY(The Bank of New York)、ハイバンク、JPモルガンによって行われ、それぞれが配当、委任状等の責

審査委員会と中国企業の香港上場に合意し、両当局が「監督管理協力覚書」に調印した後のことである。この合意

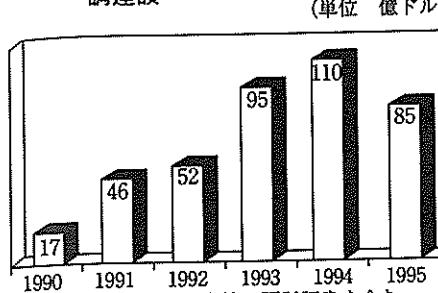
以上の成果を上げた中国企業の海外上場は外国の証券監督当局の協力が無ければそれを実現することができなかつた。制度上海外上場実現したのは、一九九三年六月中国証券監督管理委員会が初めて香港証券暨期貨事務監

(32)

#### 4. 中国企業海外上場の状況

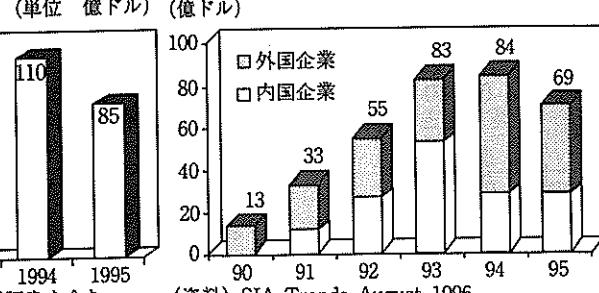
一九九三年七月一五日中国企業海外上場の第一号である青島ビールが香港証券取引所に上場した。これに伴い、中国企業海外上場の幕が開け、海外の証券市場を通じて国有企业の直接金融方式による資金調達がスタートした。それから五年の歳月を経過した現在、香港市場を中心に展開した中国企業の海外上場は四三社となり、一〇〇億ドル以上の資金を調達した。<sup>(9)</sup> 香港上場（H株）は四一社、資金調達額は五八九億香港ドル（七五・五億米ドル）になる。<sup>(10)</sup> ニューヨーク（NYSE）上場は九社（ADR）、そのうち二社（山東華能発電、国際華能電力）は一次上場でいわゆるN株である。八社は香港と重複上場し、うち国際華能電力は最近になつて香港に上場した。ニューヨーク（NYSE）上場によるアメリカ投資家の資金調達額は約一〇億ドルに達している。その他、ロンドン市場では香港とロンドンの重複上場は二社（大唐発電、江西銅業）、浙江東南発電はB株（中国国内で海外投資家向け株式）として初めてGDR（国際預託証券）方式でロンドン上場した。シンガポール市場では、一次上場のS株是一社（天津中新薬業）、二次上場は約七社がある。<sup>(11)</sup>

(図3) 預託証書による外国企業公募調達額



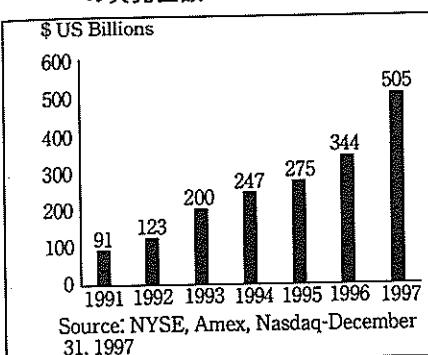
(注) 普通株のほか優先株の預託証書を含む。  
(資料) Investment Dealers' Digest, August 12, 1996.  
(出所) (財) 日本証券経済研究所「図説アメリカの証券市場1998年版」、75頁。

(図2) 規則144A条による外国・内国企業私募株発行額



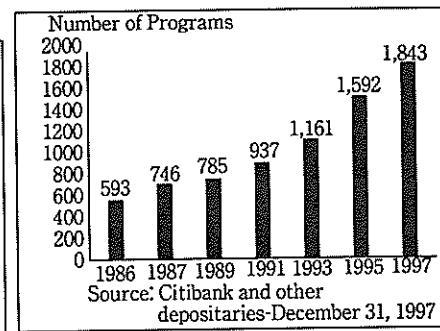
(資料) SIA, Trends, August, 1996.  
(出所) (財) 日本証券経済研究所「図説アメリカの証券市場1998年版」、75頁。

(図5) NYSE, Amex, Nasdaqに上場ADRの買売金額



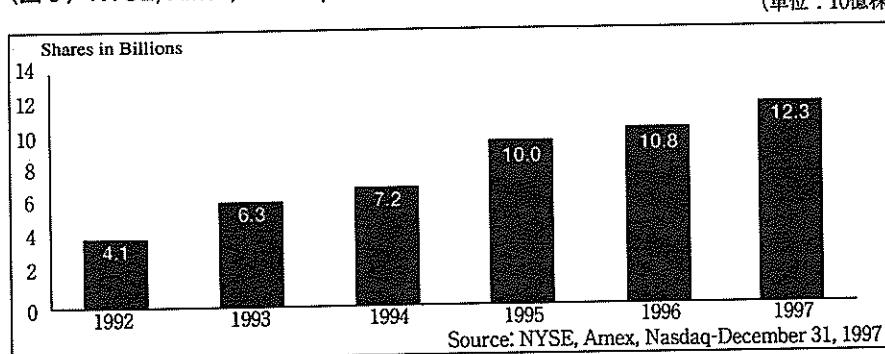
(出所) Citibank 「RESEARCH」 March, 1998.

(図4) ADR発行プログラムの推移



(出所) Citibank 「1997 Depository Receipts Market Review」.

(図6) NYSE, Amex, Nasdaqに上場ADRの買賣高



(出所) Citibank 「Depository receipts market Overview-1997」.

(31)

(表3) 中国海外上場候補企業数

時 間	発表回数	海外上場候補企業数(社)
1992.10	1	9
1994.1	1	22
1995.9	1	7
1996末	1	38
計	4	76

(出所) 「中国証券報」1997年1月24日。「人民日報(海外版)」1995年9月28日などより作成。

制度改はさらに進み、株式発行による資金調達も増える一方で、世界最大資本市場の利用が益々重要視されることになるだろう。次に近年の中国企業ニューヨーク(NYSE)上場の状況を見ることにしよう。

現在の中国企業の海外上場は香港を中心に行なわれたもので、もはやADR方式によるニューヨーク(NYSE)上場は実験的なものに過ぎない。しかし今後国有企业の幹部あるいはインフラ関連の業種であり、いずれもレベルⅢADRによる上場である。そのうち上海石油化学は

にあたっては約二年に渡り七回の専門家会議を経て、法律、会計制度など様々な難問にぶつかりながらも、最終的に問題が解決されて、それにより中国企業の香港上場が可能になった。<sup>12)</sup> 現在まで中国証券監督管理委員会は米国、イギリス、日本を含め既に一の国と地域の証券監督管理当局と「協力覚書」に調印し(表2)、今後中國企業海外上場の拡大、諸外国と証券分野での協力関係を築くことに合意した。

今まで中国政府は四回に渡り海外上場候補企業リストを発表し、上場候補企業は七六社となつた(表3)。その内実際に上場を実現した企業は四三社、全候補企業は半分以上にのぼつた。海外上場は今後さらに増えてゆくであろう。

(表2) 中国証券監督管理委員会と海外証券当局の覚書一覧表

時間	国・地域	海外証券当局	覚書名称	調印地
1993.6	香港	証券暨期貨事務監察委員会	「監督管理協力覚書」	北京
1995.7	香港	証券暨期貨事務監察委員会	「先物に関する監督管理協力覚書」	北京
1994.4	アメリカ	証券取引委員会(SEC)	「合作・協商および技術協力に関する了解覚書」	北京
1995.11	シンガポール	金融管理局	「証券と先物の監督管理に関する協力と情報交換覚書」	シンガポール
1996.5	オーストラリア	証券委員会	「証券先物監督管理協力了解覚書」	キャンベラ
1996.10	イギリス	財政部、証券と投資委員会	「証券先物監督管理協力了解覚書」	北京
1997.3	日本	大蔵省	「了解覚書」	東京
1997.4	マレーシア	証券委員会	「証券監督管理協力了解覚書」	北京
1997.11	ブラジル	証券委員会	「証券監督管理協力了解覚書」	北京
1997.12	ウクライナ	証券と株式市場委員会	「証券監督管理協力了解覚書」	北京
1998.3	フランス	証券委員会	「証券先物監督管理協力了解覚書」	北京
1998.5	ルクセンブルク	証券委員会	「証券先物監督管理協力了解覚書」	北京

(出所) 「中国証券報」1998年5月19日。

(表4) 中国企業のニューヨーク(NYSE)上場ADR一覧表

銘柄	上場日	ADRの種類	1単位 ADR対 株式比率	発行額 (万ADRs)	発行価格 (米ドル)	資金調達 (百万米 ドル)	主幹事	預託銀行	業種
上海石化 H株、A株	1993. 7.26	レベルⅢ ADR	1:100	840.0	20	168.00	メリルリ ンチ	バンク・ オブ・NY	石油化学
山東華能 N株	1994. 8.4	レベルⅢ ADR 一次上場	1:50	2,337.4	14.25	333.08	CSファ ースト・ボ ストン	バンク・ オブ・NY	エネル ギー(電 力)
華能国際 N株、H株	1994. 10.6	レベルⅢ ADR 一次上場	1:40	3,125.0	20.0	625.00	リーマ ン・ブラン ザーズ	シティバ ンク	エネル ギー(電 力)
吉林化工 H株、A株	1995. 5.22	レベルⅢ ADR	1:100	804.0	20.75	166.83	メリルリ ンチ	バンク・ オブ・NY	化学工業
広深鉄道 H株	1996. 5.13	レベルⅢ ADR	1:50	2,053.7	19	390.20	ペニー・ スター ーズ	J.P.モル ガシ	鉄道運送
東方航空 H株、A株	1997. 2.4	レベルⅢ ADR	1:100	1,400	18	252.00	モルガン・ スタンレー	バンク・ オブ・NY	航空会社
北京燕化 石化 H株	1997. 6.24	レベルⅢ ADR	1:50	809.6	11,149	93.12	ペニー・ スター ーズ	バンク・ オブ・NY	石油化学
南方航空 H株	1997. 7.30	レベルⅢ ADR	1:50	1,853.6	28.0	519.00	ゴールド マン・サ クックス	バンク・ オブ・NY	航空会社
兗州煤業 H株、A株	1998. 3.31	レベルⅢ ADR	1:50	1,650.0	15.75	259.88	ペニー・ スター ーズ	バンク・ オブ・NY	エネル ギー(石炭)

注:N株とはニューヨーク証券取引所(NYSE)にADR方式による一次上場の中国企業銘柄をいう。

(出所) 劉鴻儒編「中国企業海外上市回顧与展望」中国財政経済出版社、1998年、124頁。

「International Financing Review」の各号、<http://www.nyse.com>などより作成。

## 5. 中国企業のニューヨーク上場ADR

中国企業のニューヨーク(NYSE)上場は表4が示すように九社となり、これらの企業は中国の超一流大手企業で、石油化学(三社)、エネルギー(電力一二社、石炭一二社)、運送(航空会社一二社、鉄道一二社)などの基幹産業あるいはインフラ関連の業種であり、いずれもレベルⅢADRによる上場である。そのうち上海石油化学は

中国最大の石油化学メーカーであり、また華能国際電力は現在までに中国海外上場企業中最大の資金調達企業（六・一五億ドル）となつた。

中国企業のニューヨーク（NYSE）上場は、上海石油化学上場の後、九四年四月に中国証券監督管理委員会と米証券取引委員会（SEC）の間で「合作・協商および技術協力に関する了解覚書」に合意した。それから山東華能発電（九四年八月四日）と華能国際電力（九四年一〇月六日）は電力会社としてニューヨーク証券取引所（NYSE）にレベルⅢ ADRで上場した。<sup>(13)</sup>この上場は一次上場であるためN株と名称が付けられた。山東華能発電は一ADS一四・一五ドルの発行価格、一ADS対五〇原株（N株）の比率で一、三三七・四万ADS（一一・六七八億N株）を発行し、三・三三億ドルの資金を調達した。また米証券取引委員会（SEC）はその財務報告の開示について一定の免除を与え、中国企業第一次上場の第一号としてウォール街で大きな反響を呼んだ。華能国際電力は一ADR一一〇ドルの発行価格、一ADS対四〇N株の比率で三、一二五万ADS（一一・五億N株）を発行し、六・一五億ドルの資金を調達した。<sup>(14)</sup>同社は九七年六月に転換社債（CB）一億ドルも発行し、ニューヨーク証券取引所（NYSE）に上場をした。また最近では香港市場にもH株を上場し、資金調達のルールが多元化している。

しかし、の二社N株は流通市場で取引のパフォーマンスを發揮できず、九四年末の終値は山東華能は九・六二五ドル／ADS、華能国際は一四・七五ドル／ADSでそれぞれが発行価格より割り込んだ。華能国際は一時的に一六・〇一一五ドル／ADSという高値を付けたが、また九八年九月三〇日現在の終値は華能国際は一〇・〇一五ドル／ADS、山東華能は四・〇五ドル／ADSで低迷している。<sup>(15)</sup>

他の七社ニューヨーク（NYSE）上場企業は表4が示すものである。これらの企業はまず香港市場にH株を上場し、そしてその原株H株をレベルⅢ ADR方式でニューヨーク証券取引所（NYSE）に改めて上場するという特

（表5）中国企業OTC公開ADR一覧表

銘柄	ADRの種類	1単位 ADR対 株式比率	預託銀行	業種
青島ビール H株	レベルI ADR (二次上場)	1:10	バンク・ オブ・NY	飲料
広船国際 H株	レベルI ADR (二次上場)	1:10	バンク・ オブ・NY	造船
上海アルミニウム B株	レベルI ADR (二次上場)	1:10	バンク・ オブ・NY	化学工業
上海二紡機 B株	レベルI ADR (二次上場)	1:10	バンク・ オブ・NY	機械
中海发展 H株	レベルI ADR (二次上場)	1:50	バンク・ オブ・NY	運送・ 倉庫
上海金橋出口加工区 B株	レベルI ADR (二次上場)	1:10	バンク・ オブ・NY	不動産
陸家嘴金融貿易区 B株	レベルI ADR (二次上場)	1:50	バンク・ オブ・NY	不動産
上海外高橋 B株	レベルI ADR (二次上場)	1:5	バンク・ オブ・NY	不動産
上海タイヤ＆ラバー B株	レベルI ADR (二次上場)	1:10	バンク・ オブ・NY	タイヤ
深圳特区房地產 B株	レベルI ADR (二次上場)	1:10	バンク・ オブ・NY	不動産
西安飛機工業	レベルI ADR (二次上場)	—	—	飛行機 製造

（出所）「証券市場導報」1995年9月号、P40。The Bank of New Yorkの資料などより作成。

（表6）中国企業私募（規制144A条）  
ADR一覧表

銘柄	ADRの種類	業種
馬鞍山鉄鋼 H株	規制144A条 (QIBs私募)	鉄鋼
儀征化織 H株	規制144A条 (QIBs私募)	化織
慶鈴汽車 H株	規制144A条 (QIBs私募)	自動車
海興輪船 H株	規制144A条 (QIBs私募)	海運
ハルビン動力 設備(H株)	規制144A条 (QIBs私募)	機械

（出所）劉鴻儒編「中国企業海外上市回顧与展望」中国財政経済出版社、1998年、70頁より作成。

徵がある。また一部の中国ニューヨーク上場企業（四社）は国内のA株（上海、深圳）市場にも上場し、いわゆる「三地上場」を実現している。海外上場企業は資金豊富な国際市場に進出し、できるだけ多くの資金を調達し、資金難に悩まされている国有企业の設備投資などに賄う。現在まで中国企業のニューヨーク（NYSE）上場やアメリカ投資家からの資金調達額は約10億ドルとなっている。

ニューヨーク（NYSE）上場以外に、全米店頭市場（OTC）公開と私募（規制一四四A条）ADRを発行する中国企业も出ている。全米店頭市場（OTC）公開企業の一部は表5が示す通り、レベルI ADR方式による公開や、資金調達機能を持たず、企業のイメージアップと流動性の向上を図るもので、今後レベルII ADR、レベルIII ADRにさらにランクアップの準備段階であると考えられる。また表6が私募（規制一四四A条）ADRを発行する企業の一部である。これらの企業は適格機関投資家（Qualified Institutional Buyer: QIB）を対象に私募ADRを発行し、殆どの企業が国内のB株あるいは香港のH株にも上場している。

## 六・むすびにかえて

以上、ニューヨーク（NYSE）上場中国企业 ADRの状況を紹介した。これらの企業が他の海外市场で上場して、いる中国企业と同じように、海外上場にあたっては中国企业が直面している問題は如何に外国の法律、上場基準、会計基準、開示義務、投資家保護などの基準に照準しそれをクリアするかであり、これらにより生み出される大きな問題としては主に中国国内の会計基準で評価した資産価値と海外の会計基準で評価した資産価値の相違の問題、また国有企业の株式会社組織へ変更する際、肥大な非生産部門の分離問題、そして余剰人員の問題、旧体制で抱えている企业福利厚生（病院、学校、退職金など）の負担問題、情報開示の問題などが挙げられるであろう。

これらを解決しない限り海外上場の実現は難しい。それは国有企业にとって抜本的な企业制度改革でもある。<sup>(18)</sup>この五年間中国企业海外上場の実験を振り返ってみると、全体としては海外上場企业は外国の諸基準にしたがつてルールを遵守し、各方面で外国企业と同じように努力・改善する傾向が見られる。例えば九六年二月、香港証券取引所は上海石油化学股份有限公司の情報開示の努力に対して「情報開示最優秀賞」を授与した。<sup>(19)</sup>しかし一部の企业はまた国内企业的慣習で情報開示などの面でその努力に欠けている。これに対して海外投資家の意見が出ており、九六年一〇月二十四日米証券取引委員会（SEC）のレビット委員長は中国に訪問した時、中国株の情報開示改善を要望したと報道されている。<sup>(20)</sup>

現在ニューヨーク証券取引所（NYSE）は中国企业上場の拡大を計画しており、NYSEの総裁Grasso氏は上海証券取引所を訪問したとき、その意向を伝えた。<sup>(21)</sup>また中国側も様々な準備をしており、例えば、九七年一二月一日四川省の大手郷鎮企业（農村部の新興企业）である恩威製薬は、ニューヨーク市場への株式上場について四川省政府から承認を得り、ニューヨーク証券取引所（NYSE）と上場条件の協議に入ったという報道もある。今後国际競争が益々激化し、両超大国の協力と提携関係は世界の安定にも繋がり、経済協力では巨大マーケットと世界最大资本市场の利用が重要で、特にウォール街で蓄積されてきた金融技術、投资銀行業務などのノウハウが如何に今後の中国国有企业の制度改革、M&A（吸收・合併）、海外での資金調達などに役立つかが重要な課題になるであろう。

\*本稿の作成にあたり、The Bank of New York上海代表處の代表石慶安（Caleb shin）、張經明、唐偉忠（上海石油化工股份有限公司）、陳玉龍（大阪証券取引所）の各氏より大変お世話をなりました。記して感謝したい。

注

- (1) 以上の数字はニューヨーク証券取引所の総裁 Grasso 氏が今年の三月に上海証券取引所を訪問した時に披露した数字である。上海証券取引所「上場公司」一九九八年第四期、六頁。
- (2) 「経済導報」一五七六期、九八年六月一九日、四六頁。
- (3) 「人民日报（海外版）」一九九八年六月一四日。「経済導報」一五七六期、九八年六月一九日、四六頁。「経済導報」一五七七期、九八年七月六日、四〇頁。
- (4) 「人民日报（海外版）」一九九八年七月三一日。「中国巨龍」一九九八年七月七日。「中国証券報」一九九八年七月一四日。
- (5) 「マルコ・ボーグ賞」は米ボランティア協会と中国関連部門の「チャイナ・プロジェクト」を積極的に支援した個人、団体を表彰する賞である。「人民日报（海外版）」一九九八年七月一五日。
- (6) 「米中時代—中国マネーを果敢に」「解放」「日本経済新聞」一九九六年一〇月六日。
- (7) The Bank of New York 「An Overview of Depositary Receipts」 <http://www.bankofny.com/adr/aovrview.htm>. 大和証券、大和総研編「從國有企業到境外上市公司—理論與實務」中国社会科学出版社、一九九四年、第七章。（財）日本証券経済研究所「図説 アメリカの証券市場」一九九八年版、第一八章。河本一郎等編「証券取引ハンドブック」ダイヤモンド社、昭和五七年、五七七頁～五九五頁。大和証券資本市場本部編「エクイティファイナンスの実際」日本経済新聞社、一九九七年、第七章。
- (8) Citibank 「Depositary Receipts Market Overview—」一九九七」. The Bank of New York 「An Overview of Depositary Receipts」 <http://www.bankofny.com/adr/aovrview.htm>.
- (9) 「中国証券報」一九九八年四月一八日。九七年七月一日香港返還後、香港市場は一般的に依然として海外市場と見ら  
れてくる。
- (10) 「人民日报」一九九八年、五月二一日。香港上場のH株については、拙稿「香港株式市場の中国企業株（H株）について」「証券経済研究」第七号、一九九七年七月を参照されたい。
- (11) 金徳環編「証券市場規範化建設研究」上海財経大学出版社、一九九八年、二二六二頁。「中国証券報」一九九七年六月二十六日。
- (12) 劉鴻儒編「中国企業海外上市回顧与展望」中国財政経済出版社、一九九八年、一七八頁。
- (13) 「International Financing Review」 August 6, 1994, P32. 劉鴻儒編「中国企業海外上市回顧与展望」中国財政経済出版社、一九九八年、一五九～一六七頁。
- (14) 「International Financing Review」 September 3, 1994, P38. 劉鴻儒編「中国企業海外上市回顧与展望」中国財政経済出版社、一九九八年、七一～七一頁、一七七～一八七頁。
- (15) 「The Asian Wall Street Journal」 October 1, 1998. 中国証券監督管理委員会編「中国証券市場年鑑」一九九四年、一〇一～一〇二頁。
- (16) 中国企業の制度改革と海外上場に関する問題は、拙稿「中国国有企业の「現代企業制度改革」—福州第二化学工場の事例を中心に—」「証券経済研究」第五号、一九九七年一月。「香港株式市場の中国企業株（H株）について」「証券経済研究」第七号、一九九七年七月を参照されたい。
- (17) 劉鴻儒編「中国企業海外上市回顧与展望」中国財政経済出版社、一九九八年、一六六頁。
- (18) 「日本経済新聞」一九九六年一〇月二五日。
- (19) 上海証券取引所「上市公司」一九九八年第四期、六頁。

# ITSの第三市場への拡大について

清水 葉子

## 1 はじめに

全米市場システム（NMS）は、一九七五年証券諸法改正法に基づいてSECが実施しておだ構想であった。その中心理念は、物理的には分散している複数の独立した証券市場を情報伝達ネットワークで結ぶことで投資家保護を確保し、市場間の競争を促進するところである。すなわち、市場間を結ぶ事後の約定情報、事前の気配情報、注文回送のシステムを整備する)ことによって、分散し独立した運営が行われている複数の市場の間で公平・公正な競争が促進され、その結果投資家に取引情報の透明性と最良執行の機会と提供すると同時に、より効率的な価格を実現することをねらしていると考える)ことがである。

SECはNMSの理念を実現するため、直近の約定情報を伝達する総合テープシステム（Consolidated Transaction Reporting System, CTS）、事前の気配情報を伝達する総合気配表示システム（Consolidated Quotation Service, CQS）、最良気配を出している市場に注文を回送する市場間取引システム（Intermarket Trading System, ITS）の整備をすすめてきた。

現在、約定情報の伝達に関しては、第三市場、PTSも含めて国内で約定された取引はすべてCTSに報告されており、国内のすべての証券市場を網羅した情報伝達が行われていると言つゝことができる。

一方、実際に最良気配が提示されている市場に注文を回送するITSも、最良気配を知るためのシステムであるCQSなどならんで、いざれが欠けても、全米市場システムの理念を形式的なものにしてしまうと言つて、NMSの理念の具体化の中心であると言つことができる。したがって、本来ならばCTSと同様、すべての上場証券に関して、登録証券取引所と取引所外市場のすべての取引についてITSとCQSの両システムによる市場リンクageが整備されてくることが望ましいと考えられる。ところが、ITSとCQSについては一部にカバーしきれていない領域が残されていることが従来から問題になつてゐる。店頭市場のNMS統合については、取引規則や取引システムのあり方をめぐつて取引所と店頭市場の間に意見の相違があり、このことがITS拡大を難しくしてゐた。一方、それとは別に、ITSとCQSのカバーする範囲がずれてゐるのも微妙な問題を生んでゐる。

## 2 ITS成立の経緯

現在、ITSがカバーしている市場は、ニューヨーク、アメリカン、ボストン、シカゴ、シンシナティ、パシフィック、フィラデルフィア、シカゴ・ボード・オブ・オプションズの八つの国法証券取引所のほか、上場証券の取引所外取引の市場である第三市場の一部におよんでいる。ITS成立の経緯を簡単に見てみよう。

一九七五年の証券諸法改正法によつて全米市場システム創設のための法的な裏づけが与えられると、SECは一九七八年のスタートメントで、総合取引報告システム（CTS）、総合気配通報システム（CQS）とともに、適格証券について注文回送のための市場リンクageの必要性を述べた。

これを受けて、一九七八年四月からNYSEはじめ五取引所間の合意に基づいて、現在のITSの前身に当たるシステムがニューヨーク証券取引所とフィラデルフィア証券取引所の間で十一銘柄について試験的に稼動した。

その後四証券取引所が徐々に試験的稼動に参加し、現在の取引所市場間を結ぶITSネットワークの原形が形作られた。

証券取引所の試験的ITS稼動は、その後試験期間を一九八三年まで延長することが決まり、その間にITSの利用方法などに関する各取引所間の細かな相違をすりあわせるなど、他市場とのリンクを拡大するにあたって予想される諸問題を解決することとなつた。<sup>(1)</sup>

一方、一九七九年には、NASDも店頭市場の気配伝達システムであるNasdaqシステムを強化して、執行機能を持つ上場証券の注文回送システム(Computer Assisted Execution System, CAES)を装備する計画を発表し、ITSとの連結を視野に入れて開発を進めていた。

SECは、一九七七年と一九八〇年に、取引所外取引の制限を除去する規則19c—1と19c—3を採用することや、第三市場での上場証券の取引についての制限を緩和した。SECは両規則採用によって第三市場での上場証券の取引が拡大することを想定して、ITSとNASDの注文回送システムであるCAESとのリンクが早期に実現されることを意図していた。

ところが、参加市場の自発的なITSリンクが進まなかつたため、SECは一九八一年四月に全米市場システムの構築に関しては初めての命令を出して、ITS/CAESのリンクを要求した。その時点では、リンクの範囲を将来的に店頭取引が活発化すると予想される19c—3銘柄に限定し、試験的稼動期間を経て一九八三年にはITS/CAESリンクが成立した。この時点ですでにSECは将来的にはリンクを全銘柄に拡大することを意図していた。

その後も、SECは一九九四年のマーケット1000報告書<sup>(2)</sup>や、一九九七年に採用した注文執行ルールのため

のリリースなど<sup>(3)</sup>、ITS/CAESリンクを非19c—3銘柄にまで拡大することの必要性を述べている。この間、NASDもITS/CAESリンクの拡大案を提示しているが未だ実現していない。

### 3 ITSの第三市場への拡大問題

#### (1) 第三市場の成長

取引所集中義務の緩和の進んだアメリカの証券市場では、そもそも取引所非会員については取引所集中義務が課されないほか、会員証券会社に対しても、すでに述べたように、一九七七年に施行されたSEC規則19c—1によつて、会員証券会社が受けた委託注文に関しては取引所外での執行が認められ、さらに一九八〇年の規則19c—3によつて一九七九年四月以降に上場された証券については取引所集中義務が一切適用されないこととなつてゐる。このため、会員証券会社であつても、取引所集中義務が残るのは、一九七九年以前の上場銘柄であつて、自口勘定での売買と、クロス取引の場合のみに限定されることになる。このため、取引所外の店頭市場で上場証券の取引を行う第三市場の存在は無視することができない。

近年、上場証券の第三市場での取引規模は年々拡大しており、現在ではCTSに報告される全取引高の8%を超えてゐる。この取引高は、すでにどの地方取引所での取引量をも超えている。第三市場の成長は、電子取引システムなどを利用した新しいタイプの証券会社によつても支えられており、たとえば第三市場店頭ディーラーであるMadoff社などは、小口注文に対して株数に比例したリベートを払うなど、会員会社にはできないサービスを行ふことや第三市場での上場銘柄の売買高の拡大に大きく寄与しているといわれてゐる。

## (2) 第三市場のNMS統合の現状

ITSは、述べたように現在八つの国法証券取引所とNASDAQが参加して市場間の注文回送をしており、ITSの適格証券の数は一九九六年で四〇〇〇を超えていた。<sup>(4)</sup>しかしながら、ITSがカバーしている市場を見ると、上場証券の取引所外取引が行われている第三市場での売買は、以下で見るよう ITSに十分統合されているとは言えない。

一九九七年一月から施行されたSECの注文執行ルール制定以前には、第三市場で上場証券を扱うマーケット・メーカーは、NASDAQ規則によって、19c-3銘柄について直近の四半期で全取引量の一%を超える取引を行っている場合は、CQSマーケット・メーカーとしてNASDAQに登録し、NASDAQのCQSマーケット・メーカー規則にしたがうことが定められていた。その場合、CQSマーケット・メーカーはCQSに連続的に売りと買いの気配を提示する義務があるが、一九八二年以降は確定気配を呈示する義務は免除されている。このように、制度上は第三市場ディーラーも19c-3銘柄について一定以上の取引量を持つ場合には、CQSに気配を出すことになっているが、確定気配の提示義務が免除されており、実質的にはCQSに参加しているとは言えなかつた。

また、ITSについても、第三市場マーケット・メーカーは直接のリンクageを持つていない。ただし、19c-3銘柄についてのみ、店頭市場での上場銘柄自動執行システムであるCAESが第三市場とITS、CQSを結んでいる。第三市場マーケット・メーカーの気配情報は、CAESを通じて自動的にCQSに表示され、ITS/CAESリンクageによって他の取引市場へ注文回送が行なえるようになっている。しかしながら実際に第三市場ディーラーはCAESを利用して上場銘柄を執行することはあまりなく、CQSに表示される最良気配を用いて自ら第三市場で執行することが多いため、CAES登録をしていない者もあり19c-3銘柄についてさえ、十分NMSに統合されているとは言えない状態であった。

このように、注文執行ルール以前は、第三市場での上場株式の取引のうち、CQSやITSにリンクしているのは、規則19c-3銘柄の一部のみであって、しかもリンクは十分ではなく、非19c-3銘柄については全くリンクがなされていない。このことは市場のアクセスの問題にとって第三市場の規模を考えると大きな問題である。

### (3) 注文執行ルールとITS接続

このように第三市場がITSの枠外に置かれていることは、NMSの理念に照らして極めて深刻な事態であるが、その背景には取引所市場との間のルールの違いなどより根本的な問題がある。

ところで、そういう問題とは別に、CQSとITSのカバーする範囲がずれていたことは、ITS参加者にとって不要な混乱を招くおそれもあった。全くCQSマーケット・メーカーの上場証券の売買に関する気配はCQSを通じて取引所市場を含めた他のCQS参加者におくれれているが、このなかにはITSにリンクしていないマーケット・メーカーの気配が含まれている。

ITS参加者はITS参加者だけが見ることのできるディスプレイを持つており、ディスプレイ上にITS参加者の気配が表示されているが、このようにITS非参加のCQSマーケット・メーカーの気配がCQSを通じて送られると、CQS上で気配値を見たITS参加者が、その気配に対してもコミットメントを送ってしまう可能性が否定できない。

ところが相手方のマーケット・メーカーはITSに参加していないので、当然ながらこのロミットメントは執行されないまま一定時間後に効力を失つてしまうことになる。気配を出したいたCQSマーケット・メーカーは気配を表示しながら取引に応じなかつた（バック・アウエイ）と非難されることになる。

このように、CQSのカバーする範囲とITSのカバーする範囲が違うと、無用の混乱がおこるとして、NASDはNASD規則の修正をSECに申し出、一九九四年六月に許可を得て<sup>(5)</sup>いる。これによつて、19c—3銘柄のCQSマーケット・メーカーは全員がITS/CAESに登録することが定められ、19c—3銘柄についてはCQSとITSのいずれはなくなつた。

ところが、一九九七年一月から施行されている注文取扱い規則についても、その導入にともなつて同様の混乱が生じる可能性がある。この規則では、非19c—3銘柄も含めた全上場銘柄について、全取引量の一%を超える取引を行う店頭市場マーケット・メーカーは気配をCQSに公表すること、ECNに私的に出した気配でもより有利な気配については公表することが定められた。

これによつて、今度は非19c—3銘柄に関しても一定以上の取引量をもつマーケット・メーカーはCQSに気配を表示しなければならなくなる。このため、非19c—3銘柄について、同様にCQSに気配は出でているが、ITSによって回送できないという問題が生じることが予想される。実際、SECは注文取扱い規則の実施とともに、ITS/CAESリンクケージの早期拡大を関係者に促しており、市場関係者の間で自主的な形でITS/CAESリンクケージが進められない場合は、SECの権限による推進も辞さない姿勢である。

#### 4 おわりに

右で述べたように、気配値の伝達システムであるCQSに関しては、注文執行ルールによつて19c—3銘柄と非19c—3銘柄の両方にわたる全上場証券に関して一定以上の取引量のあるマーケット・メーカーがカバーされたが、ITSのカバーする範囲は依然として取引所市場と第三市場の19c—3銘柄に関する領域であつて、非19c—3銘柄についてはいまだITSに統合されていないことになる。ITSによつて注文が回送できる領域を全米市場システムの領域であると考えると、成長しつつある第三市場での上場株式の取引がITSに統合されていないといふことは、重要な問題であると考えられる。

SECは、ITSの稼動当初からITSの拡大の重要性を主張しているが、ITSの拡大にとって最も根本的な問題は、劣後執行（Trade Through）などに関する市場規則が取引所市場とNASDAQの間で違うことであり、そうした規則のすり合わせが十分行われない限り、第三市場の完全な統合は難しいとされている。しかしながら、現実問題として、自動執行機能を備えたNASDAQの上場証券の注文回送システムであるCAESがITSと完全リンクケージされるということは、NYSEなどの取引所にとって、人手を介した執行を否定することになるため、受容が難しいともされている点も見のがせない。

この問題に関しては、SECは現在ITS/CAESリンクケージを全上場銘柄に拡大する修正案を準備しており、ITS参加者がこの問題に関して自発的な行動をおこさない場合にはSEC案を提出する準備があるとしている。<sup>(6)</sup>また、このSEC案では、ITSの意志決定の仕組みが前会一致制をとつてゐるために、一部のITS参加者の反対でリンクケージの拡大が進まないことも問題視している。

(注)

(1) 未参加だったハンハナカルトの会、National Securities Trading System, NSTS へハケーンも同様に問題であった。  
一九八〇年前後までのマークの移動のよハナや各取引所の取り組みには、大阪証券取引所【米国証券市場におけるマークの進展とそれをめぐる諸問題—中央市場と地方市場の両側から見よ】一九八一年四月に詳しく述べた。

(2) Securities Exchange Commission, Division of Market Regulation, Market 2000: An Examination of Current Equity Market Developments, January 1994. マーケット 1000 ドラ、第三市場の規模が拡大しつゝあるか、マークのマーケーティングを拡大して注文を済す市場間の競争を進めるアンドラジタル執行 (trade through) などを詳説する。

(3) Securities Exchange Commission, Order Execution Obligations, Release No. 34-37619A; File No. S7-30-95, September 1995.

(4) 一九九六年時点マークの適格証券は四〇〇一銘柄である。ペル川日本一一一銘柄がリバーマーク証券取引所上場銘柄、残りの四八八銘柄がアメリカン証券取引所上場銘柄となる。ちなみに、実質的には地方証券取引所上場銘柄はマークの関連じて取り扱われなくなっている。

(5) Securities Exchange Act Release NO.34280, June 1994.

(6) Securities and Exchange Commission, To Amend the Intermarket Trading System Plan to Expand the ITS/Computer Assisted Execution System Linkage to All Listed Securities and to Eliminate the Unanimous Vote Provision, Release No. 34-40260; File No. 4-208. の段にマークのマーケーティングを關係市場が自由的に行動を與えるべき場所に提唱する。日本ではよく見る用語である。

## 社債比率の決定要因

岡村 秀夫

### 1 はじめに

一九九八年にはいって普通社債の発行が相次ぎ、二月から七月までの連続六か月にわたって毎月一兆円を超える水準を記録した。しかし、八月、九月の二か月は一兆円を割り込む発行水準と若干減少ぎみである。その背景の一つとして、企業の信用リスクに対し投資家側が敏感になつてゐることが指摘されている。<sup>(1)</sup>そもそも、社債の償還可能性は発行企業の自律的な財務政策に依存している。確かに、発行時点では格付機関による格付けや発行条件の設定を通じて企業の財務政策に一定の規律を与えることはできるだろう。だが、一旦発行されてしまえば社債権者が社債発行企業の経営に直接規律を与えることは困難である。そのため、発行後はマーケットでの評価や今後発行する際の評判などを通じた間接的な規律づけに依ることになる。

社債（普通社債。以下では特に断らない限り社債とは普通社債のことを指す）による資金調達と銀行借入による資金調達の大きな違いの一つは、資金の借入期間中の強力かつ直接的なモニタリング（監視）の有無である。誤解を恐れずに言えば、企業側からみれば社債はモニタリングなしの資金であり、銀行借入はモニタリング付きの資金ということになる。社債がモニタリングなしの資金であるからといって、企業は直ちに放漫な経営を行うわけではない。going concernとしての合理的な企業であれば、将来の資金調達条件の悪化を招くような放漫経営を行うとは限らない。しかし、企業の将来の業績・成長見通しや景気状態しだいでは、モニタリングなしの資金

である社債は、デフォルトの可能性が銀行によるモニタリングが存在する場合に比べて高くなるかもしれない。別の見方をすれば、企業の負債に占める社債の比率が高くなるほど銀行によるモニタリングが弱くなり、それだけデフォルトの可能性が高くなるかもしれない。そうであるなら、負債に占める社債の比率が高い企業に対しても資金提供者はデフォルトのリスクを織り込んで、あらかじめ高い金利を要求するだろう。

以下では、第二節で Diamond(1991) に従って、モニタリングの有無という視点から社債と銀行借入という異なる二種類の負債の違いを整理する。第三節では、東証一部上場企業の中からサンプルを選んで社債比率の決定要因を推定し、モニタリングの強さと企業の財務状態・投資行動との関連を検討する。最後の第四節では、本稿のまとめを行う。

## 2 社債発行と銀行借入 —モニタリングの視点から—

第一節で触れたように、銀行借入の特徴をモニタリング付きの資金調達と考えると、社債はモニタリングなしの資金調達「<sup>(2)</sup>」ができる。もちろん、社債による資金調達であっても全く「監視」がないというわけではないが、資金提供者による直接かつ強力な関与の程度は小さいと考えられる。だが、企業が社債による資金調達を行った場合、社債権者によるモニタリングが（ほとんど）ないからといって、直ちに放漫経営に走るとは限らない。むしろ、格付けの低下による将来の資金調達条件の悪化を避けるため、財務体質を改善したり、競争力を強化するかもしれない。つまり、企業は「評判」を上げて、よりよい条件で資金調達を調達できるように努力することも多いのである。

このようないくつかの概念を軸に、企業の資金調達における銀行借入と社債発行の関係を分析した研究例として Diamond(1991)<sup>(2)</sup> を挙げることができる。Diamondは借り手のモラルハザードを抑制する（エージェンシー問題を抑制する）ものとして、銀行による「モニタリング」と借り手自身の「評判」に注目した。モニタリングの機能としては、借り手が危険なプロジェクトに投資することを抑制し、安全なプロジェクトに投資させるよう誘導すること、そしてそもそも資金を借りるに値しないような借り手を事前に選別（screening）することが挙げられている。また、企業は調達した資金を安全なプロジェクトに投資することによって、「評判」を向上させて資金調達条件を改善（あるいは悪化を防止）することができる。言い換えると、モニタリングという他者による規律付けと、評判という自らのインセンティブによる規律付けの二種類のルートによって経営が規律付けられる可能性があることになる。

Diamondによると、「モニタリング」と「評判」のどちらが借り手の規律付けに効果的であるかは、借り手が現在までに獲得してきた評判の程度、（実質）利子率、経済全般にわたる将来の収益見通し、などに依存する。良い評判を十分に獲得していれば、評判を失うような機会主義的な行動をとる可能性は低いだろう。逆に、利子率が高い場合（すなわち割引率が高い場合）には相対的に将来よりも現在の価値が高くなるので、危険なプロジェクトに投資するといった機会主義的行動をとる可能性が高くなる。また、将来の収益見通しが悪い場合にも、現在の機会主義的行動によって将来失うものが小さくなるため、借り手は危険なプロジェクトに投資する可能性が高まるかもしれない。

Diamondの結論の概要は次の通りである。

- ① 中程度の評判（格付け）をもつ借り手は、銀行借入に依存する。高い評判（格付け）を持つ借り手は、その低い資本コストを享受し続けるためにモニタリングがなくても評判を維持するように行動し、社債発行によって資金

調達を行うことが可能である。評判（格付け）の低い借り手は、事前のスクリーニングによって選別されるため、資金調達をできない場合がある。

②利子率が高い場合、あるいは経済全体で将来の収益見通しが悪い場合には、銀行借入への需要が高まる。つまり、利子率が高い時期には（全体として）負債のなかで銀行借入の比率が高まる。

③利子率が高い場合、あるいは経済全体で将来の収益見通しが悪い場合には、銀行の新規の借り手の質は高まる。（②の結果、良質の借り手が資金調達手段を社債から銀行借入に変更するため。）

Diamondの結論は直感ともおおむね一致するようと思われる。銀行が審査能力・リスク負担能力を生かすことのできる貸出先はおもに中程度の評判（格付け）を持つ企業であり、利子率が高い場合や将来の景況感が悪い場合には貸出先が上方（格付けが良い方）にシフトする（あるいは拡大する）ということである。ところでも、Diamondの議論を実証実証的に検証する上で問題点としては、実際に格付けを取得している企業は全体からみて一部であることが挙げられる。また、中程度以下の評判（格付け）しかもたない企業の財務データを入手することも困難である。さらに、社債発行規制が近年まで存在していたために、銀行借入と社債発行が常に代替関係にあつたとはいえず、過去に遡つて利子率や収益見通しの変動との関係を検証することも困難であろう。

そこで次節では視点を変えて、データの入手可能性を考慮して、負債全体に占める普通社債の比率と企業の財務状態や投資行動を表す変数との関係を分析する。そして、この分析を通じてモニタリングの程度と企業の財務状態・投資行動の関連性を見いだす。<sup>(3)</sup>

### 3. 社債比率の決定要因

#### （1）各変数の説明

第二節で紹介したDiamond(1991)の議論は、近年までの社債発行規制の存在や格付けを取得している企業が一部であるため、実証的に検証することが困難である。そこで、社債と銀行借入の違いがモニタリングの有無である点に注目し、普通社債の発行残高が負債総額の占める比率（以下、社債比率）をモニタリングの強さを表す変数として、その決定要因を推定する。そして、企業の財務状態や投資行動が社債比率、即ちモニタリングの強弱にどのような影響を与えているか検討する。

社債比率の決定要因を推定する際に用いる各変数の説明は次の通りである。なお、各変数は、社債比率を除いて「証研レポート」九八年九月号「社債発行の決定要因」と同じ変数を用いた。

被説明変数である「社債比率」は、負債総額に占める普通社債の発行残高である。但し、普通社債の発行残高は貸借対照表の社債総額から転換社債および新株引受権付社債の額を差し引いて求めた。そのため、普通社債はすべてが国内公募普通社債であるとは限らない。

「売上高／資本金」は、各企業の業績要因が社債比率に与える影響を検討するために用いている。

「総資産」（推定では自然対数値を用いる）は、企業間での規模の違いが社債比率に与える影響を検討するために用いている。

「自己資本比率」は、各企業間での自己資本比率の違いをコントロールした上で、負債に占める普通社債の比率の決定要因を検討するために用いている。

「借入金利率」は、投資家（資金提供者）が予想するモラルハザードの生じる可能性（あるいはエージェンシ

一問題の程度)を表す代理変数として用いてくる。つまり、モーラルハザード(あることはヨージュンシーアー問題)が生じる可能性が高いほど、その分のコスト(ヨージュンシーコスト)をあらかじめ織り込んだ水準の金利を投資家は要求するものと考えられる。なお、借入金利率は、支払利息・割引料を前期末と当期末の有利子負債残高の平均値で除して算出してくる。

「PER」は、企業価値(企業の収益性の割引現在価値)の純資産に対する相対的大きさであり、企業の将来性を表す代理変数として用いてくる。

「株式益回り」は、収益力の成長性と株価の関係を表す変数として用いてくる。一般に、株価は長期資金を融通する手段であると考えられ、この変数を加えることによって長期・固定的な投資の比率と社債比率の関連の成長性も低く評価されてくると考えられる。

「有形固定資本比率」は、長期・固定の投資の比率を表す変数として用いてくる。一般に、社債は長期資金を融通する手段であると考えられ、この変数を加えることによって长期・固定的な投資の比率と社債比率の関連を検討する。

## (2) サンプルの特徴

サンプルとして選んだ企業は、東証一部上場企業のなかで化学、鉄鋼、非鉄金属、機械、電気機器、輸送用機械・精密機器・その他製造の六つの産業分類に属し、かつ決算期が三月であって、推定に必要なデータが得られた企業である(『証研レポート』九八年九月号「社債発行の決定要因」で用いたサンプルを元にしてくる)。分析期間は一九九五年三月から一九九七年三月までの二年度である。表一には各年度、ことにサンプルの基本統計量が示す。

表1 基本統計量  
(社債発行残高 > 0 : 194社) (社債発行残高 = 0 : 273社)

	平均	標準偏差	最小値	最大値		平均	標準偏差	最小値	最大値		平均	標準偏差	最小値	最大値
社債比率(%)	5.72	9.18	0.90	46.92	社債比率(%)	14.45	9.91	0.12	46.92	社債比率(%)	-	-	-	-
売上高(百万円)	283.81	630.75	7,456	7,567,152	売上高(百万円)	448,072	917,950	9,202	7,657,152	売上高(百万円)	117,411	166,650	7,456	120,442
資本金(百万円)	56,513	47,630	1,000	419,524	資本金(百万円)	69,149	13,205	419,524	13,205	資本金(百万円)	14,738	16,231	1,000	122,211
売上高/資本金	883.16	622.75	65.07	6,361.61	売上高/資本金	917,514	592.20	131.99	3,697,714	売上高/資本金	837.54	689.66	94.39	610,028
自己資本比率(%)	44.15	27.93	10.94	6,334.00	自己資本比率(%)	47,729	10.25	14.89	3,951	自己資本比率(%)	47.45	18.99	1.27	91.25
借入金利率(%)	4.06	2.51	0.12	47.41	借入金利率(%)	4.32	1.43	1.35	3,87	借入金利率(%)	3.21	0.12	0.73	47.41
P/B	2.05	1.92	0.73	30.48	P/B	1.97	1.10	0.78	12.15	P/B	2.11	2.33	0.73	30.48
株式益回り(%)	0.65	6.68	-10.51	37.56	株式益回り(%)	1.97	4.45	-30.73	8.35	株式益回り(%)	0.76	-10.24	7.90	37.56
有形固定資本比率(%)	25.13	11.50	0.72	71.72	有形固定資本比率(%)	26.91	11.48	6.83	67.76	有形固定資本比率(%)	25.57	11.16	0.72	71.72

<1997年3月期>  
(全サンプル=464社)

(社債発行残高 > 0 : 185社)

(社債発行残高 = 0 : 282社)

	平均	標準偏差	最小値	最大値		平均	標準偏差	最小値	最大値		平均	標準偏差	最小値	最大値
社債比率(%)	5.77	9.64	0.00	53.80	社債比率(%)	15.01	10.15	0.23	58.8	社債比率(%)	-	-	-	-
売上高(百万円)	265.77	69,157	7,299	910,479	売上高(百万円)	432,203	83,729	10,767	4,397,076	売上高(百万円)	159,431	563,311	7,299	9,104,792
資本金(百万円)	27,500	49,519	1,000	419,524	資本金(百万円)	66,056	13,205	419,524	13,205	資本金(百万円)	29,142	1,000	0.00	354,657
売上高/資本金	868.50	622.75	62.43	6,108.00	売上高/資本金	95.25	16.13	3,592.48	6,108.00	売上高/資本金	863.34	713.13	92.43	610,028
自己資本比率(%)	288.02	40,612	9,916	7,124,625	自己資本比率(%)	174,350	81,830	14,690	4,665.35	自己資本比率(%)	172,055	9,816	7,124,625	610,028
借入金利率(%)	4.81	17.65	-11.13	92.66	借入金利率(%)	39.98	14,48	3.29	82.46	自己資本比率(%)	48.37	18.51	-11.13	92.43
P/B	1.97	1.79	6.07	22.23	P/B	2.06	1.56	1.01	7.40	P/B	2.01	2.65	0.96	22.23
株式益回り(%)	1.83	4.45	-46.66	33.92	株式益回り(%)	2.00	1.56	-7.78	7.40	株式益回り(%)	1.91	1.92	-6.07	33.92
有形固定資本比率(%)	25.67	11.57	0.64	75.05	有形固定資本比率(%)	25.54	11.72	-5.00	75.05	有形固定資本比率(%)	25.13	11.13	0.64	75.05

(注)  
1) 社債比率 = (普通社債残高) / (負債総額) × 100  
2) 借入金利率 = (支払利息・割引料) / (有利子負債) × 100  
3) 有利子負債 = (短期借入金) + (長期借入金) + (社債合計) + (受取手形割引料)

まとめられている。

一九九五年三月期では、全サンプル四六七社中、普通社債発行残高（以下、社債残高）が正であった企業は一九四社（四二%）、社債残高がゼロであった企業は一七三社（五八%）である。全サンプル平均での社債比率は六・三六%であり、社債残高が正であった企業に限って平均を求めるに一五・三一%となっている。一九九六年三月期では、全サンプル四六七社中、社債残高が正の企業は一八五社（四〇%）、社債残高がゼロの企業は二八二社（六〇%）である。また全サンプルでの平均社債比率は五・七二%、社債残高が正であった企業に限ると平均一四・四五%となっている。一九九七年三月期では、全サンプル四六四社中、社債残高が正の企業は一七八社（三八%）、社債残高がゼロの企業は二八六社（六二%）となっている。全サンプル平均での社債比率は五・七七%、社債残高が正の企業に限ると平均一五・〇四%となっている。

次に社債比率以外の変数について、社債残高が正の企業と社債残高がゼロの企業を比較すると、まず売上高では各年度とも前者は後者の三倍弱から四倍弱の水準である。また、資本金では前者は後者の二・五倍から三倍程度、総資産では三倍弱から三・五倍程度、それぞれ各年度ごとに大きな値を示しており、社債残高がゼロの企業に比べて社債残高が正の企業は、全般的に企業規模が大きいことが分かる。自己資本比率は、社債残高が正の企業の方が社債残高ゼロの企業を八%から九%程度下回っており、社債を発行する企業の方が自己資本比率が低い傾向にあることが分かる。借入金利率については、社債残高がゼロの企業に比べて社債残高が正の企業の方が〇・四%から〇・五%高く、社債を発行している企業の方が資金調達コストが高い傾向にある。PBR（株価純資産倍率）および株式益回りについては、年度により社債残高が正の企業で大小関係が入れ替わっている。そして、有形固定資本比率については、社債残高が正の企業の方が社債残高がゼロの企業に比べてそれれる。

なお、社債比率の決定要因の分析結果は表2にまとめられている。

表2 社債比率の決定要因

<1995年3月期>  
サンプル数：467

変数	推定値	標準誤差	t-statistic
定数項	-89.367	24.326	-3.674
売上高/資本金	-0.605	0.002	-3.200
log(総資産)	4.126	0.897	4.600
自己資本比率	-0.313	0.078	-4.002
借入金利率	0.946	0.384	2.465
PBR	-2.750	1.133	-2.428
株式益回り	-0.072	0.166	-0.435
有形固定資本比率	0.031	0.094	0.330

<1996年3月期>  
サンプル数：467

変数	推定値	標準誤差	t-statistic
定数項	-134.765	22.391	-6.019
売上高/資本金	-0.409	0.002	-2.471
log(総資産)	5.306	0.846	6.275
自己資本比率	-0.235	0.064	-3.652
借入金利率	2.306	0.554	4.162
PBR	-0.047	0.225	-0.211
株式益回り	-0.128	0.241	-0.530
有形固定資本比率	0.055	0.084	0.661

<1997年3月期>  
サンプル数：464

変数	推定値	標準誤差	t-statistic
定数項	-147.782	24.061	-6.142
売上高/資本金	-0.459	0.002	-2.486
log(総資産)	5.901	0.920	6.416
自己資本比率	-0.314	0.072	-4.385
借入金利率	2.875	0.651	4.413
PBR	-0.399	0.637	-0.626
株式益回り	0.310	0.259	1.199
有形固定資本比率	0.052	0.094	0.549

\*トービット・モデルによるもの  
\*\*推奨値によるもの

5 %  
水準で有意。

モデルによるもの、下線があるものは、

推奨値によるもの。

対的に売上高が多いほど社債比

率が低くなる傾向にある。

（総資産）の係数は正で有意とな

つており、総資産額が大きいほ

ど社債比率が高くなっているこ

とが示された。自己資本比率の

係数は負で有意となつており、

自己資本比率が高いほど社債比

(4) (3) 分析結果  
社債比率の決定要因の推定に際しては、トービット・モデルを用いた。<sup>(4)</sup> トービット・モデルは、最小二乗法などの一般的な回帰モデルと異なり、被説明変数が一定の条件を満たした場合のみ観測できるモデルである。本稿の分析対象である社債比率は、社債を発行している企業については正の値を観測することができるが、社債を発行していない企業については観測値はゼロとなるので、トービット・モデルを用いることが適当であると考えられる。

一九九五年三月期については、（売上高／資本金）の係数は負で有意となつておらず、資本金の大きさに比べて相

対的に売上高が多いほど社債比率が低くなる傾向にある。<sup>(5)</sup> 一方で、（総資産）の係数は正で有意となつており、総資産額が大きいほど社債比率が高くなっていることが示された。自己資本比率の係数は負で有意となつており、自己資本比率が高いほど社債比

率は低くなる傾向にある。借入金利率の係数は正で有意となつておらず、借入金利率と社債比率の間には正の相関があることが示された。また、PBRの係数は負で有意となつており、PBRが高いほど社債比率が低くなる傾向にある。なお、株式益回りおよび有形固定資本比率の係数については、統計的に有意な結果は得られなかつた。

一九九六年三月期については、一九九五年三月期とほぼ同様の結果が得られている。(売上高／資本金)の係数は負で有意となつていて、 $\log$ (総資産)の係数は正で有意となつておらず、総資産額が大きいほど社債比率が高くなっている。また、自己資本比率の係数は負で有意となつておらず、自己資本比率が高いほど社債比率は低くなる傾向にある。そして、借入金利率の係数は正で有意となつており、借入金利率が高いほど社債比率が高くなる傾向にある。だが、一九九五年三月期では有意な結果が得られていたPBRの係数は、一九九六年三月期について有意な結果が得られなかつた。また株式益回りおよび有形固定資本比率についても有意な結果は得られなかつた。

一九九七年三月期については、一九九六年三月期と同様の結果が得られた。(売上高／資本金)の係数は負で有意となつていて、 $\log$ (総資産)の係数は正で有意となつておらず、総資産額が大きいほど社債比率が高くなる傾向に変わりはない。自己資本比率の係数は負で有意となつておらず、自己資本比率が高いほど社債比率は低くなる傾向にある。借入金利率の係数は正で有意となつておらず、やはり借入金利率が高いほど社債比率は高くなる傾向にある。なお、PBR、株式益回り、および有形固定資本比率については有意な結果は得られなかつた。

各年度の結果を説明変数ごとにまとめると、「売上高／資本金」の係数は各年度について負で有意となつておらず、売上高が資本金に対して相対的に大きな企業ほど社債比率が低い傾向にあることが示された。但し、表1にあるように社債発行残高が正である企業の方が売上高、資本金とともに大きいことに留意する必要がある。

「総資産」の係数は、各年度について正で有意となつておらず、総資産額の多い企業ほど、言い換えると規模の大きな企業ほど、社債比率が高くなつてている。

「自己資本比率」の係数は、各年度について正で有意となつておらず、自己資本比率が低いほど(言い換えると負債比率が高いほど)社債比率が高くなつていることが示された。

「借入金利率」の係数は、各年度について正で有意となつておらず、借入金の利率と社債比率の間に正の相関があることが示された。

「PBR」の係数は、一九九五年三月期については負で有意となつたが、一九九六年三月期および一九九七年三月期では統計的に有意な結果は得られず、社債比率との安定的な関係を見いだすことはできなかつた。

また、「株式益回り」の係数は、各年度とも有意な結果は得られず、企業の成長性・相対的な株価水準と社債比率との関係は見いだされなかつた。

「有形固定資産比率」の係数についても、各年度とも有意な結果は得られず、企業の投資行動と社債比率との関係は見いだされなかつた。

#### 4 さいごに

第三節の推定結果のなかでは、借入金利率と社債比率の間に安定期に負の相関関係が見いだされたことに注目したい。社債比率が高ければモニタリングの程度が弱く(あるいは銀行の関与する程度が小さく)、企業が機会主義的行動に走る可能性が高くなると予想して、資金提供者はエージェンシーコストを織り込んで高めの金利を要求しているのかもしれない。但し、社債比率とモニタリングの強さ、そして借入金利率の関係については、企業

の資金調達コストの要因などを分析する必要がある。そこで、Aghion-Bolton(1992)<sup>(1)</sup>など議論された負債による企業の再組織化機能や経営の規律付け機能に関して、銀行借入と社債の違いを考慮した上で実証分析を行うことと今後の課題とした。

- (1) 「日本経済新聞」平成10年九月一七日付など参照
- (2) Diamond, D(1991)"Monitoring and Reputation: The Choice between Bank Loans and Directly Placed Debt", *Journal of Political Economy*, vol.99, no.4, pp689-721.  
他に、銀行から借入を行っている場合、銀行がバーゲーニング・パワーを持ち、企業の行動が制約を受け得る点に注目した研究例として次の論文を参考して顶く。Rajan, R(1992)"Insiders and Outsiders: The Choice between Informed and Arm's-Length Debt", *Journal of Finance*, vol.47, no.4, pp1367-1400.
- (3) 借り手に対するモニタリングの型に押しかけメインバンクは注目する研究が数多く行われている。本稿では分析の焦点を社債比率に絞っているため、メインバンクの役割については捨象した。
- (4) テーマット・モヘルビの「たま、牧・飼田・浪花・繩田（一九九七）『応用計量経済学II』（多賀出版）第四章、島中（一九九六）『計量経済学の方法 改訂版』（創文社）などを参考。
- (5) Aghion, P. and P. Bolton(1992)"An Incomplete Contract Approach to Financial Contracting", *Review of Economic Studies*, vol.59, pp473-494.