

証 研

レポート

No.1620

2003年10月

株券不発行制度の導入

～変貌する有価証券制度～

二上季代司（1）

米国のDIPファイナンス制度と現状

松尾 順介（8）

株価指数とは何か

～MSCIジャパン指数先物の取引停止～ 吉川 真裕（20）

地域通貨の機能は何か

清水 葉子（32）

株券不発行制度の導入

～変貌する有価証券制度～

二上季代司

先月、法制審議会は「株券不発行制度の導入に関する要綱」を法務大臣に答申した。この要綱の内容は、株式会社に株券発行を原則義務付けている現行商法を改正して株主から請求を受けても株券の発行を行わないようにし、あわせて、頻繁に株式が売買されている公開会社の場合には、株券なしに株式を適正かつ迅速に流通させるための新たな株式振替制度を定めている。今回の商法改正案によれば、公開会社については、来春にも予定される改正商法施行の日から五年以内の「一斉移行日」に、現在出回っている株券はすべて廃止されることになる。これによってわが国の証券決済システムは大きく前進するとともに、CP、一般社債について株式もペーパー化されることになり、「権利を表章した紙券」から「電磁的な記録」に有価証券概念が根本的に変わることになる。そこで、以下では今回の改正案を紹介し、その背景などについて簡単に整理してみた。

1 株券の不発行

現行商法は、株式会社に対し株券発行を原則義務付けているが、実際上は株券の多くが証券会社への保護預かりや証券保管振替機構（以下、保振と略）に預託され、株式に対する所有権の移転等は保振におかれた参加者

(証券会社等)口座および顧客口座の間での口座振替によっておこなわれている。すなわち、現在の保振制度は顧客が保振参加者(証券会社等)に顧客口座を開設してそこに本券を預け、参加者はさらに保振に参加者口座を開設して本券を再預託し、譲渡に際してはその口座間での振替を通じて行われている。したがって、現実には手元に株券を保有せず株券の交付や移転なしに株式の譲渡が行われているのである。本券は発行されていることになっているが、それが保振に混蔵保管され「不動化」されているのである。

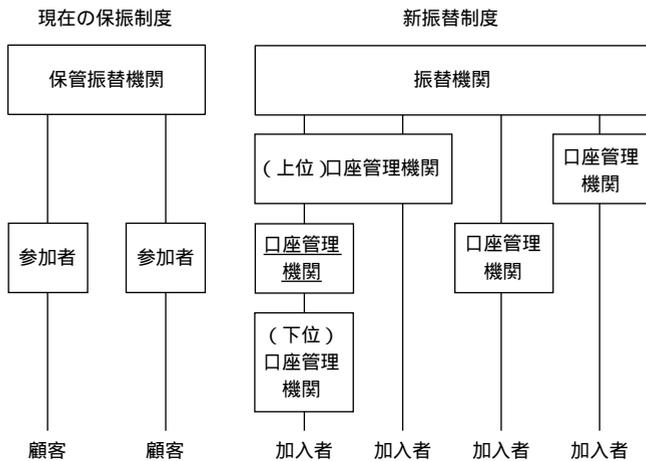
今回の措置はこれをさらに一歩進めて、現行の保振制度を新振替制度に置き換え、現在、保振を利用している公開会社の発行するすべての株式について、その帰属を振替機関に開設する振替口座への記載によって定め、その移転を口座間の振替によって行うことにより、株券そのものを「不発行」とするのである。その期日は、改正商法施行後五年⁽¹⁾以内の政令で定める日(一斉移行日という)であり、この日を期してすべての公開会社は株券不発行の定款変更決議を行ったこととされ、保振制度利用会社から新振替制度利用会社となる⁽²⁾。

2 新振替制度

この新振替制度は、実際上は現在の保振制度を基礎とし、それを一部修正・延長したものになるとされる。新振替制度では現行保振制度で作成されている参加者口座簿と顧客口座簿の内容が、そのまま振替機関に開設する口座管理機関の口座簿および口座管理機関に開設する加入者の口座簿に転記されることになる⁽³⁾。なお、現行の保振制度では、顧客参加者(証券会社等)、参加者保振の二階層構造になっているが、新制度では多階層構造が採用され、口座管理機関は、「上位口座管理機関」、「下位口座管理機関」をもつことになる。(図を参照)

では、保振に預託せず、かつ証券会社の保護預かりにもしていないで本券で保有している投資家の株主としての権利はどうなるか。本年三月末現在、個人の株式保有額は四八兆七千億円、本券保有分（いわゆるタンス株券）はその約半分、二〇兆円強と目される。この分については、発行会社は振替機関あるいは口座管理機関にその株主を名義人とする特別口座を開設し、それを通じて配当支払い、株主への総会決議通知などがなされる。

したがって、一斉移行日以後、本券はただの紙切れになるが、株主権は守られることになる。ただし特別口座を通じて売買はできないので、その場合にはあらためて振替口座を開設し、それを通じて売買することになる。また、本券保有者が、名義書換をせず株主名簿に記載されていなければ、当然のことながら株主権は行使できない。その場合、名義上の株主との関係（売買、質権設定、相続、贈与等によって譲渡されたこと）を証明できなければ株主権を失うことになる。したがって、名義書換を済ませていないタンス株券の保有者は早めに名義書換を済ませておくことが望ましい。



(注)「上位」「下位」は真ん中の口座管理機関から見たものである。

3 現行保振制度との違い

では、現在の保振制度と新振替制度はどこが違うのだろうか。

第一に、保振制度では、顧客 参加者（証券会社など） 保振機関の二階層構造であるが、新制度では加入者（顧客） 口座管理機関 口座管理機関…… 振替機関の多階層構造が可能になったことである。こうしたツリ一状の多階層構造になっていけば、海外の金融機関や証券会社が直近上位の口座管理機関に振替口座を持つことによって海外投資家の日本株売買に伴う決済はもとより株主権の管理・行使を円滑・容易に行うことができるようになる。

第二に保振制度では、株券は混蔵保管されていることになっており、過大記載に際しては連帯責任を負うことになっていた。例えば、参加者であるA証券会社がBの顧客口座に千株と記載すべきところ一万株と記載し、Bがこれを奇禍として売却、別のCがこれを善意取得した場合には発行株数を超過する過大記載が生じる。この場合には、この過大記載に全く責任の無い保管振替機関および他参加者も連帯責任とされている。しかし、新制度では、株主権は口座への記載によって生じる。したがって口座管理機関であるA証券会社（あるいは振替機関）が過大記載した場合には、A（あるいは振替機関）がその超過分を市場から自己負担で購入し、これを消却することによってその責任を負うことになる。⁴⁾「社債等の振替に関する法律」（本年四月施行）は社債、国債等の振替制度を定めたものであるが、過大記載の責任はそれを行った振替機関等に限定しており、これを今回の株式振替制度にも適用して統一的な証券決済制度になるように図ったのである。

第三に、現行の保振制度では、株券の保有者からの名義書換請求に応じて作成する株主名簿のほかに保振が年に二回行っている実質株主通知に基づく実質株主名簿の二つを作成しなければならない。これが振替機関による

株主通知だけで株主名簿が作成されることになり、株主管理がシンプルとなる。すなわち、振替口座簿の内容を発行会社に通知する一斉株主通知（年二回）のほか、正当な理由がある場合⁵には発行会社は費用を支払って株主通知の請求を行うことができる。他方、少数株主権、単独株主権⁶などの継続保有期間を必要とするような株主権限は、現行保振制度の場合には、年二回の実質株主通知の時点から起算していたため継続保有期間が寸断される恐れがあつた。これも株式を取得し口座に記載された時点で、株主側は振替機関に対し発行会社に個別株主通知を行うことを請求できるようになった。

4 小括

今回の株券不発行制度導入を推進した背景、動機、ニーズとして、次の点が指摘されている。

一つは、発行会社にとってのコストの節減である。増資による新株発行のほか、最近では会社合併や株式交換、株式移転などの組織再編が盛んに行われるようになっており、そのたびに株券を回収して新株券を刷りなおすということが行われている。株券の発行に伴う印刷費は大規模公開会社になると数億円といわれている。これが節約できるというメリットである。

第二は株式取引決済の迅速化・効率化である。現在は保振を通じた口座振替のほか本券の流通も混在している。そのために株券の受け渡しに時間がかかりT+3（四日目決済）の短縮が難しいといわれている。本券が無くなれば決済期間の短縮にとって前進となる。また約定成立から受け渡し・決済完了までのプロセスをペーパーレス化、自動化するSTP（Straight through processing）は事務リスクの縮減と効率化をはかるための切札と期待されているのだが、その条件が整うことになる。

第三は株主管理事務の合理化である。すでに見たように現在は、株券の保有者からの名義書換請求に依じて作成する株主名簿と保振からの実質株主名簿の二つが作成されている。二重に作成していること自体が不経済であることのほか、株主管理が二つに分かれることで、継続保有期間を必要とするような株主権限（単独株主権、少数株主権）が損なわれることが指摘されてきた。新振替制度になれば、振替機関による株主通知だけで株主名簿が作成されることになり、株主管理がシンプルとなる。そのほか、多階層構造にすることによってクロスボーダーの証券決済が容易になることも指摘できよう。

そしてなにより、情報通信技術の革新によって、株主としての権限が紙ベースではなく電磁的な記録によって移転できるようになったことが不発行を技術的に可能にした最大の要因であろう。今回の株券不発行制度によって、CP、社債と続いてきた有価証券のペーパーレス化が完成したといつてよからう。

「権利を表章した紙券＝ペーパー」という有価証券概念が現実と合致しなくなったのである。手形の振り出し自体が印紙税等の負担もあって激減し、これに代わって売掛債権の証券化が進行している。また、社債と類似することになるが銀行の貸付債権を証券化することも進んでいる。このようにもともと流通を予定していなかった売掛債権、貸付債権等の指名債権を、実質的に譲渡させることが行われている。「証券化」がそれである。それとともにこうした「証券化」を現実たらしめるための仕組みとしてSPV（特別目的事業体、Special Purpose Vehicle）なる受け皿が考えだされ、そこへの売却が真性か、オリジネーターの倒産の影響から隔離されているか（倒産隔離）、SPVは保有する債権等の第三者對抗要件を具備しているか、といった論点が法的関心事となっている。有価証券制度は、権利移転の過程で誰が正当な権利者であるか、を巡る紛争処理のために考えだされた法的技術であるが、まさに有価証券制度のイノベーションが起きているのである。

注

- (1) 五年という期間は新振替制度のためのシステム整備完了に必要な期間とされる。
- (2) 他方、保振を利用していない株式会社（非公開会社）については、株式の帰属、その譲渡は株主名簿への記載によつてなされる。この場合、株券が無いので、適正に名義書換が行われているかをチェックできるように、会社に対する株主名簿記載事項の証明書の交付請求権が認められることになった。
- (3) 新振替制度では、振替口座を開設するものは「加入者」と呼ばれる。なお振替機関には現在の証券保管振替機構（保振機構）があたり、口座管理機関には現在は保振参加者となっている証券会社、銀行、名義書換代理人（信託銀行等）がなるものと予定される。
- (4) なお、Aが超過分を購入し消却するまえに倒産した場合、Aに振替口座を有する投資家は保有株数に相当する数の株式を実は保有していないことになって損害をこうむる。このために社債の場合と同様に加入者保護信託制度の整備が必要とされている。
- (5) 例えば、毎月、株主優待券を送付したいので毎月この株主名簿を作成したい等、である。
- (6) 少数株主権とは帳簿閲覧権など一定数以上の株式を保有する株主が行使できる権限である。また、単独株主権は株主代表訴訟のように株主ならば誰でも行使できる権限である。ただしこれらの行使には六ヶ月以上、継続して保有する株主、という条件がある。

() にかみ きよし・客員研究員)

米国のDIPファイナンス制度と現状

松尾 順介

はじめに

最近、破綻企業に対するDIPファイナンスが、企業再生との関連で急速に注目されるようになってきている。とくに、公的機関が積極的な取り組みを進め、環境整備を行ってきたことが、その背景になっている。たとえば、日本政策投資銀行など政府系金融機関が中心となって積極的にDIPファイナンスを行ってきたこと、経済産業省中小企業庁事業環境部が「DIPファイナンス研究会」を主催し、二〇〇一年には「DIPファイナンス研究会報告書」を発表するなど、意欲的な姿勢を示したこと、商工中金による事業再生支援貸付制度および中小企業金融公庫による事業再生支援特別貸付制度が創設されたこと、中小企業庁によって事業再生保証制度要綱が制定され、全国の信用保証協会が事業再生保証制度の取り扱いを開始されたこと、などが挙げられる。

このようなDIPファイナンスは、もともと米国の商業銀行によって開拓された融資業務であり、相当なノウハウの蓄積があるだけでなく、米国の企業再生手続においては、DIPファイナンスは不可欠なものと位置づけられているといえるだろう。そこで、本稿では、米国のDIPファイナンスの制度的概要を示した上で、その現状を概観する。なお、米国の制度や状況を踏まえて、日本でのDIPファイナンス市場拡大の可能性についても簡単に言及する。

1 DIIPの規定

まず、DIIPとは、周知の通り、"debtor in possession"の略であるが、米国連邦倒産法では、"debt"は、"liability on claim"と定義され、同じく"claim"は、金銭債権のみならず、金銭債権となりうるエクイティ上の救済を求める権利を含むものと解されているので、通常は確定金銭債権に限定されない広い意味での債務を含んでいる。したがって、"debtor"も、このような債務を負うものであり、倒産手続係争中の債務者に関して使われている⁽¹⁾。ところで、英米法主要国の倒産法では、倒産手続に入ると、財産管理処分権や業務遂行権は管財人等の管理機関に移行し、債務者自身は倒産手続を積極的に進める主体ではなくなり、管理機関の指示に従い、それに協力すべき立場となる。しかし、現行の米国連邦倒産法（いわゆる七八年法）の第二章では、債務者に財産管理処分権や業務遂行権が残されており、本来の意味での"debtor"ではない。この趣旨から、"debtor in possession"（いわゆる「占有債務者」）とされている⁽²⁾。米国倒産法では、DIIPは誠実に合理的に判断し事業を行っている限りは、裁判所は特段の事情がない限り、事業判断に介入することを避けるのが相当とされており（いわゆる「事業判断の原則」⁽³⁾）、幅広い権限が与えられている。したがって、日本では、DIIPという旧経営陣が単に経営を継続する制度と早合点されているが、倒産手続に入って、かりに旧経営陣が交代したとしても、債務者が財産管理処分権や業務遂行権を有すればDIIPである。

2 DIIPファイナンスの規定

このような権限を持った債務者DIIPに対して、新たに融資を行うのがDIIPファイナンスである。米国倒産法では、DIIPの与信獲得に関して、次の権限が与えられている。

裁判所の許可なしに、DIEPは通常の事業の範囲に属する無担保債務を負担できる。そして、これら無担保債務に関しては優先的に支払われる管理（管財）費用（administrative expenses）として取り扱われる。この管理費用とは、日本での財団債権または公益債権に相当し、第一順位の優先的地位を付与され、裁判所の許可を得て随時弁済されるものと規定されている。ただし、第一章倒産においては、遅くとも計画認可時点においては、その全額を現金で支払わなければならない。また、計画案で延払いを定めるときは、利息を付さなければならない。この場合の債務負担は、一般的に原材料や納入商品代金などの商取引債務であり、貸付金債務などは必ずしも当然に管理費用とはならないので、裁判所の許可を得る必要がある（次の を参照）。なお、このようなファイナンスは、債権の優先性が高いので資金提供者にとっては回収可能性が高いとされている。そこで、米国の場合、納入業者は、倒産のうわさが広がると納入を見合わせるが、当該企業が第一章申請を行うと、優先性が高くなるので、納入が再開され、業況が安定するという現象が見られるという。そこで、企業は倒産のうわさが広がると、速やかに第一章申請に踏み切らざるを得なくなることも多いといわれている。⁴⁾

裁判所の許可の下で、DIEPは通常の事業の範囲外の無担保債務を負担できる。この場合も 同様の扱いとなる。ただし、裁判所の許可なしに負担した債務は、優先権のない一般の無担保債権となる。なお、やむを得ない事情により、事前の許可を受けられなかった場合でも、その資金があらかじめ許可を得た事業目的に使われ、その資金が事業継続のため不可欠であり、その結果が全債権者の利益となっていることが認められる場合は、濫及的許可により管理費用とすることができる。ここで、裁判所の許可は、通知と審問によって行われ、通知は債権者委員会または債権者に対して行われ、異議の申立がないときは改めて裁判所の許可を得る必要は

ない（ただし、後日の紛争回避のために許可書を取得するのが適当とされている）。意義の申立があった場合は、一五日経過後に最終審問を開いた上で、許否が決定される。特に、緊急を要する場合は、一五日経過前に審問を実施し、必要な範囲で債務負担が許可されることとなっている。

管理費用とするだけでは与信が受けられない場合、通知と審問の手続によって裁判所の許可を得て、すべての他の管理費用に優先する地位（超優先債権：super priority）を付与することにより、または既存の担保の対象となっていない財産について新たな担保権を設定することにより、債務負担することができる。ただし、超優先債権とすると同時に担保権を設定することもでき、一般に「DIEPファイナンス」というときは、このような担保付かつ超優先の債権を指す場合が多いといわれているが、超優先性さえ確保されれば、担保の有無はあまり問題ではないといわれている。清算された場合、担保付債権は担保の売却代金をもって回収でき、無担保債権も債務者の資産から優先的に返済されるからである。⁽⁵⁾

なお、倒産手続開始前の債権者が、申立後も融資を継続する際に、申立開始前の担保不足を申立後に設定した担保権で補おうとすることがあり、これは新旧債務担保権相互乗り入れ条項（cross-collateralization）といわれている。このような合意書を融資の認可申立書に添付し、裁判所の許可を求めるわけであるが、これによって当該債権者は、担保不足の旧債権を、十分な担保のある新債権に包含させることができ、倒産申立以前の債権を有する他の債権者よりも有利な立場となる。このような条項を認めるかどうかについては、論議があり、判例も認めるものと認めないものがある。ただし、このような旧債務をも担保するという条項を認めないと資金調達ができない場合があるのは事実であり、それゆえにこれを認める判決が出されたのであるが、たとえこのような条項を認めるにせよ、すべての与信獲得の最終手段としてのみ認められるべきだといわれている。⁽⁶⁾

超優先性を確保しても与信が受けられない場合、裁判所の許可を得て、担保権の設定されていない財産に担保権を設定することによって、または担保権の設定されている財産に後順位の担保権を設定することによって、債務負担することができる。

このようなあらゆる方法で与信が受けられない場合、裁判所の許可を得て、担保の対象となっている財産に先順位または同順位の担保権を設定することによって、債務負担することができる。具体的には、進行中のプロジェクトを完成させるための資金が必要であり、それなくしてはプロジェクト自体が塵芥に帰してしまい、既存債権者の担保物権が無価値になるような場合である。ただし、これが認められるためには、他の方法によっては資金が調達できないという要件と、既存債務者の「適切な保護」が必要とされている。さらに、DIPはこれについての立証責任を有している。また、ここでいう「適切な保護」とは、動産物件などの担保目的物をDIPが継続使用し、それによって経済的減価が生じる場合は、定期的現金支払いを行うことが考えられる。また、製品や仕掛品等に対して浮動担保が設定されている場合などは、担保価値は不安定であり、またその売却代金も分離特定できるとは限らないため、他の財産を担保として提供することも考えられる。そのほか、「疑いなく等しい価値を実現させる方法」であればよいとされ、具体的には、営業継続に関する種々の制限の提供、保険の増額、担保物の調査機会の提供、などがあげられる。また、担保目的物に被担保債権額を超える価値（余剰価値：cushion）があれば、担保権者は裁判所に救済を求めることはできないとされているが、これについては担保目的物の価値評価の問題が生じるため、かなり事情は複雑である。担保付債権者も、担保額の確定手続や計画案作成過程では、担保価値が高いほうが返済額も高まるため、できるだけ高い評価額を主張するインセンティブを有するが、逆に担保評価額が高くなると、余剰価値があるとされ、救済を求めにくくなる

というデメリットも生じる。

なお、この場合、実際には既存債権者（担保権者）が新融資者となることが多いといわれており、このようなDIPファイナンスを、受動的DIPファイナンスとよぶ場合もある。すなわち、既存の債権者が倒産手続申立後も引き続き、信用を供与するものである。商業銀行がこのような信用供与を行うインセンティブとしては、申立後に新資金を提供することで、引き続き債務者企業の業容把握を行い、既存債権回収の不透明さをできるだけ排除することがあげられる。その際、前述の新旧債務担保権相互乗り入れ条項を融資条件に入れることもある。他方、能動的DIPファイナンスは、既存の債権者以外が新たに信用を供与するもので、その要因としては、高い収益性と高い債権回収の可能性である。⁽⁷⁾

3 米国のDIPファイナンスの現状

米国でのDIPファイナンスは、現行の一九七八年連邦倒産法が施行され、DIP制度や超優先性が導入されたこと⁽⁸⁾によって確立した業務となった。とくに、この業務に積極的に進出したのは、当時のケミカル銀行（現在、チェース・マンハッタン銀行）であり、同行のダーラ・ムーア率いる専門部署であったといわれている。その後、この業務が高収益であることが認識され、他行もこれに追随した模様である。

近年のDIPファイナンスの市場規模は、表1の通りであり、年々市場規模が拡大していることがわかる。American Bankruptcy Instituteのデータでは、同じ一九九八年から二〇〇二年の企業倒産件数は、それぞれ四四、一九六件、三七、五六四件、三五、四七二件、

表1 DIPファイナンスの市場規模

(単位：億ドル)

年	1998年	1999年	2000年	2001年	2002年
市場規模	21.6	22.7	34.6	34.1	98.7

(資料) Loan Pricing Corporation

(出所) James G. Connolly, 'Breathing New Life into Ailing Companies', The Secured Lender, May/June 2003, vol.59 Issue 3, p18.

四〇、〇九九件、三八、五四〇件とそれほど増加しておらず、むしろ二〇〇一年から二〇〇二年にかけては減少となっているにもかかわらず、市場規模は三倍近くに拡大している。これは、倒産企業上位一五社の資産合計が、この間急激に拡大していることによるものと推測される。Bankruptcydata.comによると、同じ一九九八年から二〇〇二年の合計額は、それぞれ二、〇〇〇万ドル、三、五六〇万ドル、五、四五〇万ドル、一七、〇三〇万ドル、三一、一七〇万ドルと拡大しており、倒産が大型化しているからである。

また、DIPファイナンスを供与している銀行の上位は、表2の通りである。これによると、JPMorganやシティグループなどの金融機関が上位を占めていることがわかるが、GEなどもこの業務に参入しており、非金融機関も参入していることがわかる。実際、報道によると、

表2 FIPファイナンス上位行

2001年上半期					2000年上半期				
	金額 (百万ドル)	順位	市場シェア	件数	金額 (百万ドル)	順位	市場シェア	件数	
JP Morgan	2206.9	1	41.7	8	675.0	2	19.6	5	
Citigroup/Salomon Smith Barney	675.0	2	12.8	3	1650.0	1	47.9	5	
Wachovia Corp	457.5	3	8.6	2					
FleetBoston Financial Corp	361.0	4	6.8	3	302.5	3	8.8	4	
Credit Suisse First Boston	300.0	5	5.7	1					
Goldman Sachs & Co.	257.5	6	4.9	1					
Mizuho Financial Group	235.0	7	4.4	2	60.0	8	1.7	1	
Banc of America Securities LLC	205.0	8	3.9	2					
Deutsche Bank AG	200.0	9	3.8	3	90.0	7	2.6	1	
Comerica Inc.	100.0	10	1.9	1					
Ableco Finance LLC	100.0	10	1.9	1					
Wells Fargo Bank NA	85.0	12	1.6	1	175.0	5	5.1	1	
Bank of New York	85.0	12	1.6	1					
General Electric Co.	27.0	14	0.5	1	22.5	11	0.7	1	
Mellon Bank Corp.					250.0	4	7.3	1	
ABN AMRO					124.8	6	3.6	1	
Societe Generale					36.0	9	1.1	1	
PNC Financial Services Group					35.0	10	1.0	1	
KeyCorp/McDonald Investments					20.9	12	0.6	1	
計	5294.9		100	25	3441.7		100.0	22	

(データ) Tomson Financial

最近は機関投資家の参入も増えていると伝えられている。その背景には、商業銀行などの従来の貸し手に対して、テレコムやエネルギー関連業界の不良債権の重圧がかかっていることがあるといわれている。⁽⁹⁾ただし、DIPファイナンスのリターンは、魅力的であることには変わりなく、たとえば表3のようにLIBORスプレッドが四〇〇を超えるような案件もある。さらに金利以外の各種手数料も指摘されている。⁽¹⁰⁾

また、DIPファイナンスは、融資段階によって分類されることがある。つまり、手続申立から計画の認可決定までの段階で融資を実行する場合と、計画認可決定以降計画完了までの段階で融資を行う場合である。前者は、申立直後の運転資金調達が主流であり、売買代金等のキャッシュフローに基づいて貸し出されるが、後者になると、企業再生プロジェクトに対する融資の性格が強くなってくる。とくに、後者のなかでも、倒産手続を終結させるための融資はイグジット・ファイナンスExit Financeとよばれている。これは、倒産企業が新規の事業プランを遂行するための資金調達であり、運転資金目的のDIPファイナンスよりもリスクが高いとされる。運転資金目的のDIPファイナンスは、前述のように短期的なキャッシュフローの安定性だけを審査すれば、法的な保護の下で審査が実行できるが、後者はプロジェクトの長期的な収益性や成長性を判断せねばならないからである。

表3 DIPファイナンスの例

貸し手	借り手	融資額	融資実行額	契約時期	LIBORスプレッド	満期
Bear Stearns/BNP Paribas	Vitamin Shoppe Inc.	120	100	2002/12/2	475	
JPM/BankAmerica	Marathon Oil Co.	573.8	573.8	2002/11/27	40	2003/11/26
BankAmerica/JPM	Gallo Wine Distributors	71.5	70	2002/11/27	225	2005/11/27
Citibank	Honeywell International	1000	1000	2002/11/27	24	2002/11/28
TD Securities	Western Oil Sands Inc	31.73	50	2002/11/27	200	2004/11/27

(出所) 'DIP Roundup: Will Institute Get a Large Slice of the Pie', Bank Loan Report, Vol.17, No.49, December 16, 2002, p.4.

近年の報道では、貸し手はイグジット・ファイナンスに対して、従来ほどに積極的ではなくなってきたており、むしろ回収にむかっている。景気後退によって、リスクが高まったためであるが、それとともに通貨監督官の債権分類に関する検査も厳しくなってきた。これによって、企業再建型投資を行っている機関投資家やプライベート・エクイティ投資家は、イグジット・ファイナンスが受けられず、追加的な投資を余儀なくされている。ただし、多くの貸し手がイグジット・ファイナンスに慎重になっている反面、その間隙を狙って融資機会を模索する貸し手もある。たとえば、GEキャピタル、サーベラス・ファンド、フットヒル・キャピタルなど、商業銀行以外の貸し手である。したがって、再生可能性の高い大企業はイグジット・ファイナンスを受けられるが、安定的な固定資産にもキャッシュフローにも乏しい中堅企業は受けにくくなっている。⁽¹⁾

まとめ

以上、米国のDIPファイナンスの制度と現状を考察したが、米国においてDIPファイナンスが普及した要因をまとめると、次のようになる。担保付融資が日本のように価値の安定した不動産担保ではなく、価値が劣化しやすい原材料、仕掛品、商品、売掛金、回収金などを対象とした浮動担保である場合が多いが、連邦倒産法では、浮動担保権者が異議をとらえた場合、「適切な保護」を与えない限り運転資金として使えず、資産価値の劣化や運転資金の枯渇が引き起こされる可能性が高くなる。したがって、これら既存の担保に優先する地位を与えて資金繰りを付ける必要性があった。また、貸し手側も、超優先性などの規定で保護され、かつ高収益が見込まれただけでなく、場合によっては既存債権の保護も図ることができた。そこで、DIPファイナンスをめぐる需給が一致し、大規模な市場を形成していったと考えられる。

他方、日本では、冒頭に述べたように、公的機関がこの業務に積極的に取り組んできたが、必ずしも市場が急速に拡大しているとはいえない。その理由は、需要側にも供給側にもあるものと考えられる。まず需要側には、浮動担保の制度がなく、売掛金や回収金を運転資金として利用できたために、米国のような需要が存在しなかったことが挙げられる。次に、倒産申立の際、担当弁護士は、手続開始申立直後の資金不足に備え、別の銀行口座開設し資金移動するなどの「秘策」を駆使し、運転資金確保に努めたことが挙げられる⁽¹²⁾。実際、会社更生手続申立の際には、裁判所の事前審査があり、資金繰りがつくことが受理の要件とされていたようである。第三に、いわゆるメインバンク制度があったことである。メインバンク関係が強固な場合は、法的手続に移行することが極力回避され、メインバンク関係の中で支援が行われたために、米国型のDIPファイナンスが供与される素地がなかったのである。他方、供給側には、まず金利設定の問題がある。DIPファイナンスは、相手先が倒産企業であるため、通常融資に比してハイリスクであるが、それに応じた金利を設定しにくいという銀行側の事情がある。しばしば指摘されるように、そもそも日本の銀行の金利設定は、価値の安定した不動産担保融資が主流であったために、信用リスクに対応していなかったからである。第二に、不良債権分類上の問題があった。貸出相手先が倒産企業であると、融資債権が不良債権に分類され、バランスシートを悪化させた。第三に、銀行としては倒産企業は、場合によっては債権カットを余儀なくされた相手先であることもしばしばであり、このような相手先への不信感も根強いといわれている。

ただし、今後はこれらの要因は変化する可能性がある。供給側というと、すでに不良債権分類に関しては、金融検査マニュアルが変更されている。また、銀行の担保貸付のあり方、リスクに応じた金利設定、さらにメインバンク関係などにそれぞれ変化が生じている。他方、需要側でも、倒産件数の増加のため、前述のような「秘策」

に精通した倒産弁護士は不足しているようである。したがって、今後は日本でもDIEPファイナンスの市場が拡大する可能性は大きいと考えられる。

注

- (1) 中島弘雅・田頭章一『英米倒産法キーワード』、弘文堂、二〇〇三年、七八〜七九ページ、参照。
- (2) 同上、八〇ページ、参照。
- (3) 高木新二郎『アメリカ連邦倒産法』、商事法務研究会、一九九六年、三二五ページ、参照。なお、本稿における米国連邦倒産法の諸規定の記述は、同書に負っている。
- (4) 田作朋雄「DIEPファイナンスの意義 アメリカにおける現状」、『金融法務事情』、二〇〇〇年九月二五日、八ページ、参照。
- (5) 田作朋雄、前掲、八ページ、参照。
- (6) 渡邊光誠『アメリカ倒産法の実務』、商事法務研究会、一九九七年、六八ページ、参照。
- (7) ここでの受動的・能動的DIEPファイナンスの説明は、田作朋雄『アメリカのワークアウト』、近代文芸社、一九九六年、七六〜八〇ページ、による。
- (8) ただし、七八年連邦倒産法施行以前にも、倒産手続き中の企業に対する融資は、商業銀行によって行われているようである。Sterling National Bank and Trust (ニューヨーク)の会長を長年務めたTheodore H. Silbertに対する一九九一年のインタビューによると、同行は「約三五年前、最初にDIEPファイナンスを提供した銀行の一つであり、それ以来この市場を積極的に開拓してきた」とのことである。すなわち、同行は一九五六年ごろからこの業務を営んでいた

「安全と健全さ、最初に現れる」と、*ABA Banking Journal*, June 1991, p.20 参照。

- (9) "DIP Roundup: Will Institute Get a Large Slice of the Pie", *Bank Loan Report*, Vol.17, No.49, December 16, 2002, p.1246。
- (10) 岩谷賢伸「米国のDIEPファイナンスとわが国における普及への課題」、『資本市場クォーター』、二〇〇一年春号
によると、アップフロント・フィー、アドバイザー・フィー、未使用残高手数料、管理費（担保等の監視）、信用状
の費用などの手数料がある。
- (11) "While DIPs May Come Easy, Exit Financing Prove Hard to Get", *Bank Loan Report*, Vol.16, No.43, November 12, 2001, 1-9
による。
- (12) 高木新一郎「DIEPファイナンスとデット・エクイティ・スワップ」、『金融法務事情』、No. 一六二七、二〇〇一年
一月二十五日、一九〇二二ページ、参照。また、会社更生申立の際の予納金については、東西倒産実務研究会編『会
社更生・会社整理』、商事法務研究会、一九八九年、五九〇六八ページ、参照。

（まつお じゅんすけ・客員研究員）

株価指数とは何か

MSCIジャパン指数先物の取引停止

吉川 真裕

二〇〇三年五月二日、大阪証券取引所は二〇〇二年七月二五日から取引をおこなってきたMSCIジャパン指数先物の取引を停止した。これは二〇〇三年五月三〇日の取引終了後、モルガン・スタンレー・キャピタル・インターナショナル(MSCI)がMSCIジャパン指数の構成銘柄を入れ替え、不動産投資信託(REIT)・二銘柄を組み入れることを決めたため、REITを含む株価指数はわが国の株価指数先物取引の対象として関係法令上の有価証券指数に適合しないためと発表されている。しかし、大阪証券取引所と同時期にMSCIジャパン指数先物の取引を開始したシンガポールのSGX・DT(旧SIMEX)ではMSCIジャパン指数先物が引き続き取引されており、取引が活発でないのと今のところ影響は小さいものの、わが国の取引所は国際競争上、不利な立場にあることが明らかになった。くしくも五月二三日には証券取引法等の一部を改正する法律が成立し、五月三〇日に交付され、二〇〇四年四月一日から外国証券取引所による国内への端末設置が認可されているのに、国内の取引所では取引できず、国内に端末を設置した海外の取引所では取引可能ということでは、国内市場の空洞化という事態が生じかねない。

本稿では、REITの仕組みを簡単に解説し、REITが含まれた海外の株価指数とそのデリバティブ取引を紹介した後、株価指数とは何かという問題について考察する。

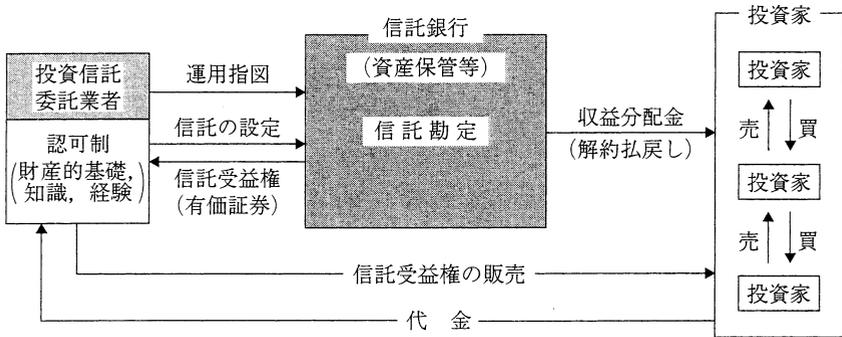
1 不動産投資信託（REIT）

不動産投資信託（REIT）は不動産を主な投資対象とし、それらから生じる賃貸料や売却益を投資家に分配する投資信託であり、二〇〇一年九月一〇日からは東京証券取引所で取引がおこなわれている。投資信託を株式と同様に投資家どうしが取引するという仕組みはわが国では一般的ではないが、一九九一年一二月には大阪証券取引所で会社型上場外国投資信託（カントリーファンド）の取引が開始され、一九九五年五月には全国八つの証券取引所（当時）で日経三〇〇連動型上場投資信託、二〇〇一年四月には東京証券取引所と大阪証券取引所で株価指数連動型上場投資信託（ETF）がすでに導入されている。

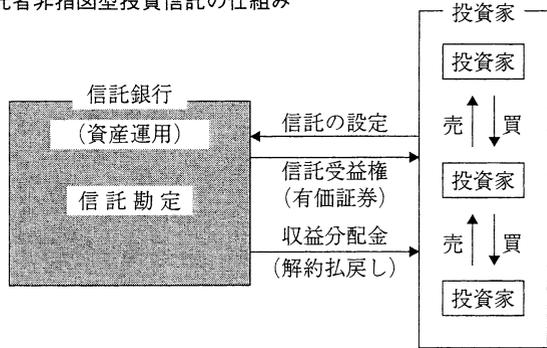
REITの組成は投資信託法に規定されている信託型の「委託者指図型投資信託の受益証券」、委託者非指図型投資信託の受益証券」、および会社型の「投資法人の投資証券」という二種類の形をとることが可能であるが、東京証券取引所に上場されているREITはいずれも会社型の「投資法人の投資証券」の形態をとっている。委託者指図型投資信託は運用会社が資産を保管する信託会社へ運用支持をおこない、委託者非指図型投資信託は信託銀行が独自の判断で運用をおこなうのに対して、会社型投資信託は投資信託法上の法人である投資法人が資産を保有し、運用会社へ運用を支持するスキームである（図参照）。

REITの投資家にとってのメリットは小口の資金で不動産投資を可能とし、しかも市場で自由に取引できる流動性を確保できることにある。さらに、他の株式と価格変動特性の異なる対象に投資することが容易となり、

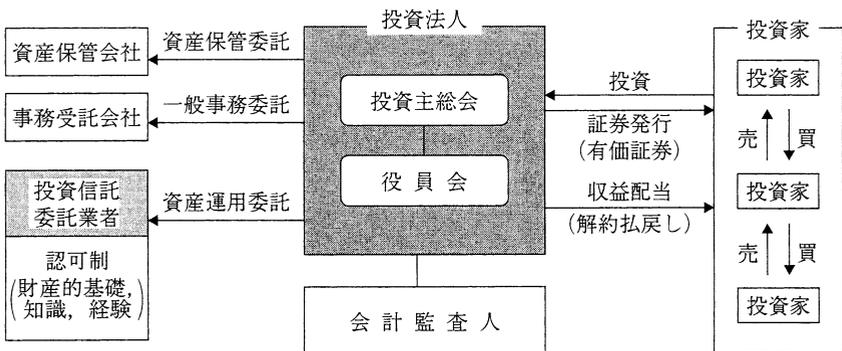
委託者指図型投資信託の仕組み



委託者非指図型投資信託の仕組み



会社型投資信託の仕組み
投資法人制度



〔出所〕『詳説 現代日本の証券市場 2002年版』(財)日本証券経済研究所

分散投資によるポートフォリオのリスク削減／リターン向上効果が高まることが予想される。なお、REITは法人税を非課税とするためには所得の九〇％以上を配当する等の要件を満たさなければならず、投資家への利益還元は配当が中心となるものと考えられ、低金利下の高利回り証券というユニークな特性を備えている。

2 REITを含んだ株価指数

今回、五月三〇日からMSCIが東京証券取引所に上場されている日本ビルファンド投資法人投資証券とジャパンリアルエステイト投資法人投資証券のREIT二銘柄をMSCIジャパン指数に組み入れたように、取引所で取引されているREITを株価指数に組み入れるということはアメリカをはじめとした海外諸国ではさほど珍しいことではない。アメリカでは二三種類の株価指数がすでにREITを組み入れており、オーストラリアでは一〇種類の株価指数、カナダ、ニュージーランド、香港、シンガポールでもそれぞれ一種類の株価指数がREITを組み入れている(表1)。しかもREITを組み入れた株価指数を作成しているのは、S&P、MSCI、FTSEといった世界的に有名な株価指数の算出企業であり、これを一部の国にのみ見られる特殊な例外として見過ごすことはできないであろう(表1)。

ちなみに、REITのみからなる指数としては、アメリカで四種類、オーストラリア、カナダ、わが国にそれぞれ一種類ずつの指数がすでに存在するが、知名度はいずれも高くはない(表2)。そして、ヨーロッパにREITのみからなる指数が存在しないのは、ヨーロッパ諸国ではREIT自体が導入されていないか、あるいは十分な規模に達しておらず、REITの存在がまだ十分に認められていないからである。

表 1 REITを含んだ株価指数

名 称	対象国/地域	指数算出者
MSCI JAPAN	日本	MSCI
S&P 500	アメリカ	S&P
S&P Midcap 400	アメリカ	S&P
S&P Smallcap 600	アメリカ	S&P
S&P SuperComposite 1500	アメリカ	S&P
S&P 500/Barra Value	アメリカ	S&P
Russel 1000	アメリカ	Frank Russel Company
Russel 1000 Value	アメリカ	Frank Russel Company
Russel 2000	アメリカ	Frank Russel Company
Wilshire 5000 Equity Index	アメリカ	Wilshire Associate Inc.
NYSE Composite Index	アメリカ	ニューヨーク証券取引所
AMEX Composite Index	アメリカ	アメリカン証券取引所
MSCI USA	アメリカ	MSCI
FTSE USA	アメリカ	FTSE
FTSE Canada	カナダ	FTSE
FTSE Hong Kong	香港	FTSE
FTSE Singapore	シンガポール	FTSE
All Ordinaries	オーストラリア	S&P
S&P/ASX 300	オーストラリア	S&P
S&P/ASX 200	オーストラリア	S&P
S&P/ASX 100	オーストラリア	S&P
S&P/ASX 50	オーストラリア	S&P
S&P/ASX 20	オーストラリア	S&P
S&P/ASX Small Ordinaries	オーストラリア	S&P
S&P/ASX Midcap 50	オーストラリア	S&P
MSCI Australia	オーストラリア	MSCI
FTSE Australia	オーストラリア	FTSE
FTSE New Zealand	ニュージーランド	FTSE

表 2 REITのみからなる指数

名 称	対象国(地域)	指数算出者
東証REIT指数	日本	東京証券取引所
Morgan Stanley REIT Index	アメリカ	Morgan Stanley
S&P REIT Composite	アメリカ	S&P
Dow Jones Equity Reit Index	アメリカ	Dow Jones Indexes
Dow Jones Composite REIT	アメリカ	Dow Jones Indexes
S&P/TSX Capped REIT Index	カナダ	S&P
S&P/ASX 200 Property Trusts Index	オーストラリア	S&P

3 REITを含んだ株価指数のデリバティブ取引

REITを組み入れた株価指数が七カ国で二七種類存在することはすでに紹介したとおりであるが、このうちアメリカ、オーストラリア、シンガポールの三カ国では一種類の株価指数がデリバティブ取引の対象として六つの取引所で取引されており、REITのみからなる指数についてもアメリカとオーストラリアでそれぞれ一種類ずつの指数がデリバティブ取引の対象として二つの取引所で取引されている(表3)。

このデリバティブ取引の対象となっているREITを組み入れた一種類の株価指数はいずれも知名度が高く、REITを組み入れるために新たに作られた株価指数ではないことは明らかである。とりわけS&P500指数はシカゴ・マーカンタイル取引所で取引されている世界最大の株価指数先物取引の対象であり、この株価指数がREITを組み入れることの意味合いは大きい。これをアメリカでのみ見られる現象、あるいはアメリカに追隨する国々でのみ見られる現象として片付けることはできないであろう。アメリカで一九七二年にはじまった金融商品を対象とした先物取引(シカゴ・マーカンタイル取引所での通貨先物取引)が世界中に広がり、一九七三年の株式オプション取引(シカゴ・ボード・オプション取引所)、一九七五年の債券先物取引(シカゴ商品取引所)、一九八一年の定期預金金利先物取引(シカゴ・マーカンタイル取引所)、一九八二年の株価指数先物取引(カンザスシティ商品取引所)はいずれもアメリカから世界へと広まっていったのである。

さらに、証券投資に関係するファイナンス理論もアメリカで発展し、この分野のノーベル経済学賞も一九九〇年のハリー・マーコヴィッツ、ウイリアム・シャープ、マートン・ミラー、一九九七年のマイロン・ショールズ、ロバート・マートンといずれもアメリカ人が獲得している。こうした理論を踏まえた投資行動が世界で最も実用に使われているのがアメリカであり、そこでの趨勢を見過ごすことはできないであろう。

表3 REITを含む指数を対象とするデリバティブ取引

現物指数	デリバティブの種類	上場取引所	取引高 (2002年)	建玉 (2002年末)
MSCI JAPAN *	先物	大阪証券取引所	12	0
	先物	SGX-DT	1,433	0
S&P 500	先物	CME	23,699,667	584,326
	先物オプション	CME	5,235,388	214,950
	オプション	CBOE	29,939,598	3,169,415
S&P Midcap 400	先物	CME	387,800	13,821
	先物オプション	CME	2,573	0
S&P Smallcap 600	先物	CME	191	4
	オプション	CBOE	0	0
S&P 500/Barra Value	先物	CME	17,238	1,207
	先物オプション	CME	0	0
Russel 1000	先物	CME	0	0
Russel 1000 Value	先物	NYBOT	646,455	1,237
	先物オプション	NYBOT	1,449	70
Russel 2000	先物	CME	843,479	25,304
	先物オプション	CME	4,602	152
	オプション	CBOE	386,262	95,467
NYSE Composite Index	先物	NYBOT	216,479	1,237
	先物オプション	NYBOT	89,791	6,652
S&P/ASX 200	先物	シドニー先物取引所	3,761,904	124,240
	先物	オーストラリア証券取引所	10,897	50
	オプション	シドニー先物取引所	414,598	92,405
	オプション	オーストラリア証券取引所	0	0
S&P/ASX 50	先物	オーストラリア証券取引所	11,970	539
Dow Jones Equity Reit Index	オプション	CBOE	0	0
S&P/ASX 200 Property Trusts Index	先物	オーストラリア証券取引所	2,908	379
	オプション	オーストラリア証券取引所	0	0

*ただし、2002年にはREITを含んではない

4 株価指数とは何か

株価指数の本来の役割はさまざまな株式の価格の動向を一つの指標であらわすことである。その意味では最も単純な指標は値上がり株式数と値下がり株式数であろう。しかし、この指標では大幅な株価変化と小幅な株価変化を同等に扱っていることが問題であり、市場の動向を正しくあらわしているとは限らない。そこで、株価変化の大きさを加味した平均株価が大幅に株価が変化した銘柄のウエイトを大きくし、小幅に株価が変化した銘柄のウエイトを小さくするという点でより正確に市場の動向をあらわしているということになる。とはいえ、配当受取権利確定日に株主に支払われる一株当たり配当を当日の株価から差し引いた価格が翌日の株価の基準価格となる配当権利落ち調整や、既存の株主に持ち株数に比例して株式を分配する株式分割がおこなわれた翌日の株価の基準価格が増加した株式数に比例して引き下げられる株式分割権利落ち調整がおこなわれれば、平均株価は企業業績とかかわりなく変化することになるので、こうした変化を連続的にあらわすために考え出されたのが修正平均株価であり、アメリカのダウ指数やわが国の日経平均株価はこの方法によって計算された株価指数である。

ところが、修正平均株価は株式分割調整をおこなって株式分割に伴う株価水準の変化を除去しているが、発行済み株式数に対する考慮がおこなわれていないという問題が残る。ある株式会社が一株を二株に株式分割した場合（既存の株主に保有株数と同じ株数を新たに分配した場合）、株式分割後には株価の水準が半分になり、株価の変化も半分になるはずであるから、平均株価を計算する際の寄与度も半分になってしまう。また、同じ株式会社が自社株償却をおこなえば（株式市場で自社株を購入し、その株式を廃棄してしまえば）、株価は上昇し、平均株価を計算する際の寄与度は高まることになる。株式を発行している企業の株式数は各企業によって異なっているから、発行株式数の小さな企業ほど、他の条件が同じであれば、株価水準は高く、平均株価を計算する際の

寄与度は高まつてしまふことになり、平均株価や修正平均株価は市場の動向を正しくあらわしているとは限らない。そこで、発行済み株式数を考慮して、発行済み株式数の大きな企業の株価のウエイトを高くし、発行済み株式数の小さな企業の株価のウエイトを小さくするために、時価総額（発行済み株式数×株価）で各企業の株価をウエイト付けしたのが時価総額加重平均株価指数である。この方式を採用した株価指数としてはアメリカのNYSE総合株価指数、ナスダック総合株価指数、わが国の東証株価指数（TOPIX）、イギリスのFTSE100指数などが有名であり、現在はほとんどの株価指数が基本的にはこの方式を採用している。ちなみに、アメリカで機関投資家がベンチマークとして用いているS&P500指数は発行済み株式数から保有自社株を除いた株式数をウエイトとしており、近年では投資家が購入可能な浮動株をウエイトとする株価指数が増えつつある。

このように株価指数はもともさまざまな株価の変化をあらわす指標として生み出されたわけであるが、ファイナンス理論の発展につれて異なる機能を持つことになった。市場に存在するリスク資産全体をあらわす「市場ポートフォリオ」の代理変数として、投資するポートフォリオの構成比をあらわす基準（ベンチマーク）という役割を株価指数は担うことになったのである。この場合には市場に存在するリスク資産全体の代理変数であるから、あらゆる銘柄を含んでいることが理論的には必要であり、ニューヨーク証券取引所上場の全株式を時価総額加重平均したNYSE総合株価指数、ナスダック上場の全株式を時価総額加重平均したナスダック総合株価指数、東京証券取引所第一部市場上場の全株式を時価総額加重平均したTOPIXなどがこの機能を果たしている。さらに、アメリカでは2000銘柄の株式の時価総額加重平均指数であるラッセル2000や5000銘柄の株式の時価総額加重平均指数であるウィルシャー5000といった株価指数も新たに作成されている。

ところが、多くの銘柄を取引することには費用がかかり、とりわけ取引の少ない銘柄は迅速に取引をおこなう

ことが困難であることから、時価総額の大きな銘柄や取引の活発な銘柄などの時価総額加重平均指数で市場全体の代理変数とすることがアメリカではファイナンス理論の普及以前からおこなわれており、五〇〇銘柄の優良企業の時価総額加重平均指数であるスタンダード・アンド・プアーズ社のS & P 五〇〇指数が機関投資家のベンチマークとしての役割を果たしてきた。現在でもアメリカの機関投資家の多くは実用性の観点からS & P 五〇〇指数を運用のベンチマークとしており、小型株に注目する一部の機関投資家だけがラッセル二〇〇〇やウィルシャ―五〇〇〇といった株価指数をS & P 五〇〇指数と併用している。また、株式の国際分散投資に一九六〇年代から注目し、同じような基準で実用的な各国の株価指数を作成してきたスイスのキャピタル・インターナショナルの株価指数はモルガン・スタンレーの傘下に入ってMSCI指数と名前を変えたが、世界で最も利用されることの多い株価指数の一つであり、時価総額や流動性を加味した時価総額加重平均指数である。そして、MSCIジャパン指数は日本を対象としたMSCI指数であり、多くの外国投資家に利用されている。わが国でも一九九四年から日本経済新聞社がMSCIジャパン指数とよく似た時価総額加重平均指数である日経三〇〇〇指数を導入しており、歴史のある日経平均株価やTOPIXを補完する役割を果たさせよつとしている。

このように、株価指数は今や株価動向をあらわすという役割のほかに、投資家のベンチマークとしての役割を担うことになったのである。とりわけ、株価指数を対象とした先物取引やオプション取引の導入は取引が容易な銘柄群から市場全体に近いポートフォリオをあらわす株価指数の必要性を高め、一〇〇銘柄のイギリス株式を対象とするFTSE一〇〇指数や四〇銘柄のフランス株式を対象とするCAC四〇指数、三〇銘柄のドイツ株式を対象とするDAX指数、さらには五〇銘柄のユーロを導入した一二カ国の株式を対象とするDJユーロSTOXX五〇指数などが近年に生み出されている。

それでは、こうした株価指数の役割の中でREITを組み入れた株価指数はどのように位置付けるべきであろうか。まず、REITが株式と同様に取引所で取引の対象となっている以上、投資家にとってはREITの株価変動を含まない株価指数はさまざまな投資対象の値動きをあらわす指標としては不完全であると言えよう。REITは会社型投資信託であり、一般企業が営業活動から得た利益を株主に分配すると同じように賃貸料収入等から得た利益を投資家に分配するのであるから、投資対象という点では投資家にとって違いはないはずである。独立した会社ではないという点からREITを別扱いするのは規制当局の考えであり、投資家の考えとは異なっている。さらに、ベンチマークとしての役割から見ても、市場ポートフォリオの代理変数としての役割を担う株価指数がREITを含まないことは市場全体をあらわす指数という性質をゆがめることになる。

ところで、現時点ではわが国だけでなく、アメリカやオーストラリアにおいてもREITが時価総額や取引金額から見て市場を代表する投資対象として少数の株式ポートフォリオの中に選ばれることには異論がある。個々の投資対象や投資対象グループの代表としてスクリーニングをしてもREITが少数の銘柄からなるポートフォリオに含まれる可能性は高くはないだろう。しかし、ポートフォリオは個々の銘柄の特徴ではなく、ポートフォリオ全体との関係からより望ましい構成銘柄を選び出すというのがポートフォリオ選択理論の核心である。他の銘柄と値動きが反対（相関係数がマイナス）の銘柄は最も効率よくポートフォリオのリスクを削減できるものであり、こうした観点から時価総額や取引金額という基準とは別にREITがポートフォリオに組み入れられる可能性は高いのである。REITは景気変動にあまり影響されずに高配当をおこない、景気の動向に左右されるほかの株式とは明らかに異なる性質を備えているはずである。この特性は電力株等の公益企業株と共通するはずであるが、配当利回りが公益企業株よりも高ければ公益企業の代わりにREITを組み入れることで、同じリス

クのもとでよりパフォーマンスの高いポートフォリオができてあがるはずである。こうした観点からすれば、株価指数は株価動向をあらわす指標と市場ポートフォリオの代理変数という役割に加えて、模範的なポートフォリオという役割を新たに担う段階を迎えたとも言えよう。S & PやMSCI、FTSEといった世界的に有名な株価指数の算出企業が率先して株価指数にREITを組み入れている背景にはこうした側面があることも忘れてはならないであろう。これらの会社は取引所のように株価指数を独占的に提供できる公益法人ではなく、他社よりも優れた株価指数を開発することで顧客を獲得しようとして競い合っている民間企業なのである。

二〇〇三年五月二日、大阪証券取引所は二〇〇二年七月一五日から取引をおこなってきたMSCIジャパン指数先物の取引を停止した。これは二〇〇三年五月三〇日の取引終了後、MSCIがMSCIジャパン指数の構成銘柄を入れ替え、REIT二銘柄を組み入れることを決めたため、REITを含む株価指数はわが国の株価指数先物取引の対象として関係法令上の有価証券指数に適合しないためと発表されている。しかし、大阪証券取引所と同時期にMSCIジャパン指数先物の取引を開始したシンガポールのSGX・DT(旧SIMEX)ではMSCIジャパン指数先物が引き続き取引されており、取引が活発でないで今のところ影響は小さいものの、わが国の取引所は国際競争上、不利な立場にあることが明らかになった。くしくも五月二三日には証券取引法等の一部を改正する法律が成立し、五月三〇日に交付され、二〇〇四年四月一日から外国証券取引所による国内への端末設置が認可されているのに、国内の取引所では取引できず、国内に端末を設置した海外の取引所では取引可能ということでは、国内市場の空洞化という事態が生じかねない。すでに見たように、株価指数の担う役割が重層的になり、取引所が投資家に株価動向を伝えることだけを目的とする時代ではなくなってきているのであるから、REITの組み入れを不適合とする関係法令の改正に向けて速やかな取り組みが望まれる。

地域通貨の機能は何か

清水 葉子

1 はじめに

一九九〇年代に入るところから、地域通貨発行の試みが世界的に急増している。地域通貨とは、簡単にいえば、流通が一定の地域や特定の取引領域に制限される通貨を指している。代表的な地域通貨としては、カナダを発祥としてイギリスやオーストラリアに広まった「LETS」、アメリカ、ニューヨーク州イサカの「イサカ・アワード」、七十年の歴史を持つスイスの「ヴィア（WIR）」などがよく知られている。また、日本でも、よく紹介されるものとして、北海道「クリン」、千葉県「ピーナッツ」、神奈川県「LOVES」、滋賀県「おつみ」、大分県「Yufu」などが挙げられよう。日本で運営されている地域通貨の数は、ウェブサイトで検索可能なものだけで三二〇あまり存在する（二〇〇三年九月現在）。

地域通貨の発行形式は、後で見るとように極めて多様であり、通貨と言うときに一般的に思い起こすような紙幣タイプのものだけに限らない。また、発行の目的も、地域経済の活性化、環境保護運動、ボランティア活動の支援、コミュニティの再生、福祉活動など多岐にわたる。このため、地域通貨には必ずしも統一的概念定義があるわけではなく、論者によって地域通貨発行の目的に応じた定義がなされていると考えた方がよいと思われる。たとえば、地域通貨と法貨（中央銀行券）との兌換性をとりあげても、兌換できないことを地域通貨の定義の一つに挙げる考えもある一方で、兌換を認めるものも地域通貨に含める考え方も併存する。また、時間にとまな

て減価することを地域通貨の重要な特性の一つとする見方もあれば、そうした性質を採用しない地域通貨もある。このため、地域通貨をもっとも広く定義するならば、法定貨幣である中央銀行券とは別に、ある程度限定された地域や取引領域向けに限って利用されているクレジットを指すということになる。

本稿では、具体的な地域通貨について紹介した後、地域通貨発行の意義を、広義のマナーサプライ増加と、特定目的に限定した貨幣の発行という二つに分けて論じ、その効果と限界について考察したい。

2 地域通貨の歴史

地域通貨の歴史については、すでに多くの紹介があるが、本稿では守山(二〇〇一)、泉(二〇〇一)などに主に依拠しながら簡単に紹介しよう。

地域通貨にあたるものとして、古くはイギリス・ガーンジー島で一八一六年から発行されたステート・ノートや、一八三二年から一八三四年まで発行されたロバート・オーウエンの「労働証書」などが挙げられるが、最初の地域通貨発行ブームは、世界が大不況にあえぐ一九三〇年代に出現した。この背景には、ドイツ人実業家シルビオ・ゲゼル(Silvio Gesell)⁽¹⁾が提唱した「自由貨幣(free money)」の考え方がある。ゲゼルは、不況のなかで金融業者の投機のために実態経済が攪乱されることに疑問を感じ、投機が起きる原因を、他のすべての財は時間の経過とともに劣化していくのに対して、貨幣だけは時間が経っても劣化しないことにあると考えた。経年劣化しないことで、貨幣は一般の財にくらべて優位性を持ち、人々は他の財を所有することよりも貨幣を所有することを好む。このことが貨幣の退蔵につながり、不況を深刻化したり投機を生んだりしていったのである。

貨幣の退蔵を防ぐためには、貨幣も時間とともに減価すればよい。これがゲゼルの提唱した「自由貨幣」の具

体的な形であった。そのためには、一定期間経過ごとに、紙幣の裏面に印紙などを貼るよう義務づけるといった仕組みで、貨幣保有にコストがかかるようにすればよい。こうすることで、貨幣は時間とともに価値を減じていくので、人々は保有コストを避けるため貨幣を早く使おうとし、貨幣の流通速度が高まり取引が活発になる。

ゲゼルの提唱した自由貨幣を実際に応用した記録としては、ヴェーラ交換組合のアイデアを利用したドイツの炭鉱町シュヴァーネンキルヘンと、オーストリア・チロール地方の小さな町ヴェルグルの試みが有名である（図1参照）。

人口わずか五〇〇人のシュヴァーネンキルヘンでは、閉山に追い込まれた炭鉱を買い取った炭鉱主マックス・ヘベッカーが、一九三一年に減価貨幣を導入する。彼は、銀行借入れを炭鉱労働者の賃金にあてるとすぐに経営が行き詰まることを見越して、労働者の賃金のうち三分の二を減価貨幣ヴェーラで支払う代わりに、町の商店などに生活必需品をヴェーラで購入できるよう交渉した。ヴェーラは減価するため、速い速度で労働者から小売商店、卸、生産者へと流通していくが、最後にはヴェーラでの石炭購入が保証されていた。⁽²⁾ 生産者は燃料として石炭を使うので、貨幣ヴェーラは炭鉱主であるヘベッカーに還流し、好循環が形成される。ヴェーラの発行によって地域経済は活性化し、ドイツ全土に広く紹介されるとともに「シュヴァーネンキルヘンの奇跡」ともよばれたという。しかし、ヴェーラの発行は国家の通貨発行権に抵触するという理由で、発行後まもなく政府とドイツ帝国銀行によつて禁止され、町はまたもとの停滞状態にもどってしまった。

一方のヴェルグルでは、町長自ら銀行から借り入れた資金を担保に「労働証明書」と呼ばれる地域通貨を発行した。町は、公務員や町が行う公共事業に従事した労働者に対して給与の半分を労働証明書で支払った。この通貨もヴェーラと同様に減価したため、驚くほどの速度で流通したという。ヴェルグルの労働証明書は、手数料を

図 1 減価貨幣の発行・流通事例

	ドイツ・シュヴァーネンキルヘン ドイツ東南部所在の石炭鉱山の町、人口は500人足らず	オーストリア・ヴェルグル チロル地方ザルツブルグ近郊の観光を主体とする町、人口は4300人
発行期間	1931年1月～11月	1932年8月～1933年9月
発行主体	小鉱山の所有者、ヘベッカー	ヴェルグル町当局
発行方法	<ul style="list-style-type: none"> ・鉱山の石炭を担保として「ヴェーラ」と称される減価貨幣を発行、貨幣の減価を回避するためには2週間に1回、スタンプの貼付が義務付けられた。 ・ヴェーラは、炭坑労働者に対する給料支払い手段として発行され、給料の3分の2がヴェーラで、3分の1がライヒスマルクで支払われた。 	<ul style="list-style-type: none"> ・「労働証明書」と呼ばれる町独自の減価する地域通貨を発行、当初の発行高は1800シリング、券種としては、1シリング、5シリング、および10シリングの3種類が発行された。なお、法貨との交換も2%の手数料支払いにより保証された。 ・労働証明書は毎月、1%の割合で減価するため、その額面金額を維持するには、月末に減価分に相当する印紙を町当局から購入の上貼付することが求められた。なお、印紙の売上金は貧困者の救済基金に充当された。 ・失業対策として実施された道路の整備、橋の建設などといった公共事業に従事した労働者1500人、および町職員に対する給料の50%が労働証明書により支払われた。公共事業の実施に伴い、町では失業手当の支給を取り止め。
流通状況と経済効果	<ul style="list-style-type: none"> ・当初、町の商店はヴェーラを受け入れようとはしなかったが、ヘベッカーが従業員専用の店を設け、ヴェーラで日常生活に必要な商品を販売したことを契機として急速に普及。つれて、シュヴァーネンキルヘンの町も活気を取り戻した。 ・ヴェーラは炭坑労働者から町の商店、卸売業から生産者へと流れた。最終的な受け手となった生産者は、ヴェーラでもってシュヴァーネンキルヘン産の石炭を購入したため、石炭が売れば炭坑労働者の雇用が保証されるというかたちで経済の好循環が発生し、それが地域経済の活性化を支えた。 ・1931年10月、ドイツ帝国銀行はヴェーラの発行から使用まで全て禁止。それとともに、鉱山経営者は炭坑労働者への給料支払いが不可能となるなか、鉱山は閉鎖されることになった。その結果、鉱山労働者は再び、失業状態に陥るとともに、シュヴァーネンキルヘンの町も活気を失った。 	<ul style="list-style-type: none"> ・印紙代金支払い回避のため、労働証明書を受け取った人や商店は、法貨であるオーストリア・シリングより先に使おうとしたことから、労働証明書は町内を猛烈な勢いで循環することになった。 ・支払いが滞っていた町税の支払いも急速に進み、税の滞納問題も解消した。税金の支払いというかたちでもうにも早く労働証明書が町に還流してくるため、会計課の役人が偽札の発行を疑うまでに至った。 ・町は労働証明書の発行後、4ヶ月で総額10万シリングの公共事業を実施、その結果、失業がみるみる解消したほか、商店も繁盛するなど、ヴェルグルの町だけ、大不況のなかで繁栄を謳歌することになった。また、町の税収も労働証明書発行以前の8倍に増えた。 ・オーストリアの中央銀行が、労働証明書の発行は紙幣発行の独占権に抵触するとして訴え、裁判では中央銀行が勝利した。この結果、労働証明書の発行は1933年9月、1年余で取り止められ、完全雇用状態に近かったヴェルグルの町は再び30%近い失業率を記録することになった。

(出所) 西部(2002)

支払えば法貨との交換も認められていたほか、町税の納入にも使われた。とくに商店主は、印紙コスト負担を避けるために法貨より先に労働証明書を町税の支払いに使ったため、それまで滞納されていた税金が一気に集まり、町の会計係が偽造を疑うまでに至ったとされる。このヴェルグルの試みも、まもなくオーストリア中央銀行の貨幣発行権に抵触するとして裁判になり、中央銀行側の勝訴に伴って発行後一年余りで禁止された。

こうしたヨーロッパでの減価貨幣はまもなくアメリカやカナダにも紹介された。アメリカへはアービング・フイッシャーによつて紹介され、減価貨幣が貨幣の流通速度を高めるといふ方向から着目された。類似的減価貨幣の導入事例はアメリカで三〇〇件にのぼったという。ただしアメリカでも、その後行われたニューディール政策によつて、地方分権的な貨幣発行は中央集権的な有効需要政策に置き換えられ、禁止された。

3 現代の地域通貨

一九三〇年代の地域通貨ブームは、その後の景気の回復とともにいったん終焉するが、一九九〇年代に入る頃から地域通貨は第二のブームを迎える。一九八三年にカナダでマイケル・リントンによつて始められたLETSと呼ばれる地域通貨が一九九〇年代に入るころから爆発的に広まったことなどがきっかけとなった。

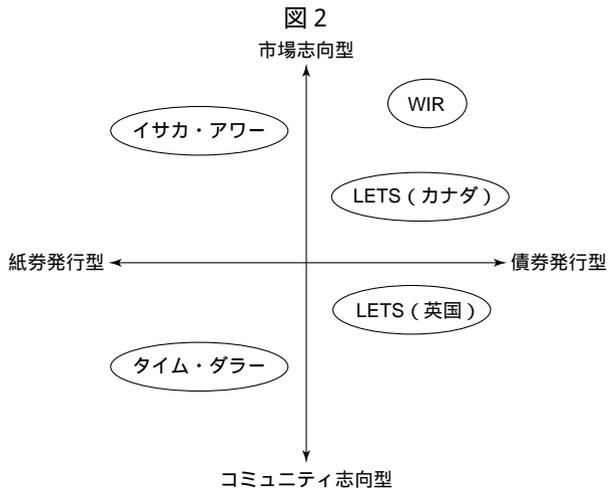
現在世界中で発行されている地域通貨は、数千とも言われるが、その形式はきわめて多様である。守山(二〇〇一)では、地域通貨を図2のように類型化している。すなわち、地域通貨を、市場志向型かコミュニティ志向型か、紙券発行型か債務発行型(口座変動方式)かの二つの次元で分けたものである。紙券発行型は、通常の法貨と同じように紙幣が発行されるタイプであり、これに対して、債務発行型では紙幣が発行されず、事務局が管理する各参加者の口座の増減によつて決済を行うタイプである。また、市場志向型は、企業活動との親和性が高

く、地域経済活性化といった経済目的を追求するタイプであるのに対し、コミュニティ志向型は、企業活動とは一線を画し、市場取引になじみにくい福祉やコミュニティ活動にかかわる取引を中心とするタイプを意味している。

たとえば、債務発行型（口座変動方式）の代表例であるLETSでは、参加メンバーの間で配布される提供リスト（各参加者が自分の提供できる財やサービスを掲載する）に基づいて相対で値決めをして取引を行い、決済は事務局が管理する各人の口座の増減として記録することで行っている。なかには赤字を累積する参加者もいるが、LETSに継続的に参加することでバランスを回復すればよいという考えである。むしろ、赤字は他の参加者から財やサービスを購入している（地域通貨システム内で有効需要を作り出している）ことになるので「コミットメント」と呼んで肯定的にとらえている。LETSはカナダでリン

トンが提唱した時には、地域経済の活性化をめざす市場志向型であったが、それを移入したイギリスでは、福祉やコミュニティ再生をめざす形で受け入れられ、むしろ後者の方が盛んに取引されている。

一方、紙幣発行を行うイサカ・アワーでは、最初に事務局に法貨であるドルを支払って提供できる財やサービスを登録すると、イサカ・アワーの紙券を受け取ることができ、この紙券を使って、登録されている財やサービスの決済を行う。イサカ・アワーは、地元の平均的な時給である一〇ドルの法貨と交換可能であり、イサカ・



[出所] 守山 (2001)

アワーは、地域の食料品店やコミュニティバンクなどで法貨と併用する形で受け入れられていて、市場経済との親和性が高い。事務局は、新規のイサカ・アワーの発行を、新規加入者のあったときや、メンバーからイサカ・アワーでの借入れ（無利子）申し込みがあったときなどに限定することで、通貨発行量を管理している。

一九三〇年代から現在にまで続く地域通貨の老舗、スイスのヴィアは、中小企業者の協同組合として始まった。事務局は現在ではスイスの銀行法に基づき正規の銀行である。参加者どうしの取引は、一部が法貨であるスイス・フランで、一部がヴィアで決済され、ヴィアの決済はヴィア銀行の口座で行われる。また、ヴィア銀行は参加者に対してヴィアで信用供与するので、ヴィアの発行量はこの信用供与によって伸縮することになる。参加者は取引額の〇・六%を手数料としてヴィア銀行に支払い、これが銀行の運営費にあてられる。また、参加者はヴィア銀行にヴィアで出資することもでき、この出資金には配当が支払われることから、ヴィアは通常の地域通貨とは異なり、価値貯蔵手段としての機能も持っていることになる。このように、ヴィアはきわめて市場経済に親和的な地域通貨であると考えられる。

これに対して、ピーナッツ、Yufuなどが採用しているのは日本独自の発行形式とされる借用証書方式である。これは参加者が記名の上で紙券を発行して取引に利用する。発行された紙券は、次々に参加者の間を流通するが、もとの発行者のところにもどってくると、そこで償却されるといふものである。これは、債務発行型（口座管理方式）の一類型として理解でき、債務発行型の口座管理の複雑さを借用証書を紙券で発行することによって回避していると考えられる。

図2の類型に付け加えるとするならば、地域通貨の発行量が中央管理されるタイプと自己発行型のタイプに分けることも可能であろう。債務発行型（口座変動方式）のうち、LETSでは、通貨発行量を決めるのは参加者

個人であつて、個人が口座上の債務（赤字）を累積することに対してこれを強制的に禁じる方策は存在しない。一方、同じく債務発行型（口座変動方式）であつても、WIRの場合は、WIR銀行の信用供与という形でマネーが供給されるので、発行量は中央管理型であると言える。

一方、同じように紙券が発行されていても、イサカ・アワーは、通貨発行量が事務局によって管理されており、通貨発行はルール化されているのに対して、ピーナッツなどで発行される借用証書型の紙券は自己発行されるので通貨発行量を中央管理することはできない。

4 地域通貨の機能

不十分ながら、地域通貨の具体的な紹介を踏まえて、地域通貨の機能について考察してみたい。地域通貨の持つ重要な機能としては、まず局所的にはあるにせよ、マネーサプライを増加させるという点を挙げる事ができる。一九三〇年代の不況期に多く発行された地域通貨では、貨幣を減価させることによつて貨幣の流通速度を上げて、マネーサプライの増加をさらに補完することで効果的な不況対策が行われたと考えられる。これは、局所的に金融緩和が行われているのと機能的には同じと見てよいだろう。

もつとも、鹿野（二〇〇二）は、貨幣が減価することに過大な意味を見出すことは誤解であるとしている。ヴェルグルなどでの地域通貨の成功は、減価することから来る流通速度の増大によるよりも、むしろ通貨が発行されたこと自体がもたらしたマネーサプライの増加効果が大きかった可能性があるうえ、地域通貨は減価することで、法貨に比べて先に使われやすくなったにすぎず、その分法貨の方の流通速度が落ちるなら合計した時の流通速度は大きく変わらなかった可能性があるという点を指摘している。また、ヴェルグルなどの例では、賃金を地

地域通貨で支払うことによって公共事業を行っており、しかも発行された地域通貨はかなりの部分が納税に使われたと見られる。そうであれば、これは赤字国債発行による有効需要政策に極めて近いことが行われたのであって、経済活性化が地域通貨の効果であると言えるかどうかは疑問であるとしている。

一方、地域通貨は、特定目的のためだけに限定された貨幣としての機能も持っていると考えられる。こちらは、地域活性化だけにとどまらず、環境保護運動やコミュニティ再生といった特定の目的のために発行され、主としてその目的のためにだけ利用されるという点に特徴がある。これは空間的な地域であるか、無農薬野菜の生産販売ネットワークといった形で物理空間と関係のない特定の興味・関心をもった参加領域であるかを問わない。地域通貨の持つこの機能の本質は、特定領域にしか流通しない貨幣が発行されることで市場を分断することにある。

たとえば、環境保護目的で発行される地域通貨であれば、そうした運動に賛同する参加者の間だけに流通し、貨幣のもつ購買力が特定領域の外に出て行くことがない。環境保護関連で手に入れた環境保護通貨は、かならず環境保護関連の財やサービスの購入に使われる。同様に、地域が獲得した所得（購買力）は、法貨のままではローバリゼーションによって地域の外部に流出していくが、所得の一部でも地域通貨として保有することで、限定された地域に購買力を留めることができる。このように、購買力を特定領域に閉じ込めるといった地域通貨の特性が、地域活性化や環境保護といったさまざまな目的の実現を経済的に支えることに効力を発揮していると考えられる。

とはいえ、この特定目的の実現という地域通貨の機能にも、問題がないわけではない。東京一極集中といった明らかな購買力の偏りに対しては、地方が地域通貨を発行することによって購買力を困い込むことは一定の意義をもつと考えられるが、社会全体の有効需要が一定であるとすれば、特定地域が地域通貨によって購買力を困い

込むことは、そのぶん他の地域に流れていた購買力が流れなくなることを意味しており、ある種の「近隣窮乏化」につながる可能性がないとはいえないからである。理屈上は、環境保護活動を目的とした地域通貨と福祉目的の地域通貨の間にも同じことが起こりうるかもしれない。また、地域通貨によって購買力を囲い込まなくても、個人にその意志さえあれば法貨でも当該目的が実現可能であるなら、地域通貨はその目的のための十分条件ではあっても、必要条件であるとは言えないのである。

参考文献

泉留維（二〇〇一）、「地域自立のためのオルタナティブな貨幣・金融システム」、『現文研』第七七号、二〇〇一年三月、専修大学現代文化研究会

加藤敏春（一九九八）『エコマネー』、日本経済評論社

鹿野嘉昭（二〇〇二）「地域通貨と経済活性化」、『経済学論叢』、第五四巻第三号、同志社大学

西部忠（二〇〇二）『地域通貨を知ろう』、岩波書店

守山昭男（二〇〇一）『地域通貨と郵便貯金』、郵便貯金に関する委託研究報告書、二〇〇一年十一月、中国郵政局（二〇〇二）「セー法則と地域通貨」、『経済科学研究』第六巻第一号、広島修道大学経済科学会

注

- (1) ゲゼルは一八六二年ドイツ・ライン地方に生まれ、後にアルゼンチンに移住した実業家。
- (2) この点で、ヴェーラを石炭を担保とする債務証券と見ることできる。

(しみず ようこ・客員研究員)

証研レポート既刊目録

1603 (2002. 2)	執筆者	1611 (2002.10)	執筆者
減資について	伊豆	証券代理店構想について	二上
- 株式・資本金・株主持分 -		社会的責任投資とエコファンド	三木
ナスダックの電子的価格改善システム	吉川	スーパー・モンタージュ導入とECNのビジネス	清水
- プライメックス・オークション・システム -			
中国上場企業の株式所有構造と企業効率	王	1612 (2002.11)	
証券決済制度改革	福本	中国株式市場の機能について	王
- 現行改革議論の整理 -		機関投資家と株券貸借取引	三木
		「第二期グローバル化」論について	伊豆
1604 (2002. 3)		1613 (2002.12)	
清算機関のガバナンス	二上	市場間競争と証券取引所	二上
- 市場インフラと競争 -		中国のQ F I I 制度の導入	王
法定準備金の取り崩しについて	伊豆	シングル・ストック・フューチャーズ	吉川
ドイツ取引所によるクリアストリームの買収合意	吉川	- アメリカにおける個別株先物の導入 -	
ペーパーレス化証券の新決済制度	福本		
米国機関投資家の取引コストと取引システム (1)	三木	1614 (2003. 1)	
		日本の産業・企業再生の行方	二上
1605 (2002. 4)		日中の経済関係について	王
中国株式市場の形成と国有企業改革	王	米国のストックオプション制度とその問題	三木
米国機関投資家の取引コストと取引システム (2)	三木	初期のロンドン証券取引所	清水
債券取引の電子システム	清水		
		1615 (2003. 2)	
1606 (2002. 5)		ドイツ取引所の上場制度再編	二上
日本版金融ビッグバンの評価	二上	- ノイエ・マルクト消滅の意味するもの -	
中国の証券行政	王	機関投資家とオルタナティブ投資	三木
- 中国版SEC (中国証券監督管理委員会) の誕生 -		ITバブル期の米国企業金融	伊豆
外為取引の減少と電子取引	伊豆		
		1616 (2003. 3)	
1607 (2002. 6)		中国株式市場の問題点について	王
資産管理型営業の再考	二上	わが国の最良執行の現状について	三木
中国の個人投資家	王	スーパーモンタージュ導入の影響	吉川
投資顧問業者の注意義務について (1)	三木	- ナスダックによる予備的分析 -	
- 運用機関の受託者責任より -			
		1617 (2003. 4)	
1608 (2002. 7)		東証・上場廃止基準を強化	二上
家計の金融資産を取り巻く状況	二上	- 急がれる上場廃止銘柄の受け皿づくり -	
投資顧問業者の注意義務について (2)	三木	日本におけるディストレスト証券市場の現状と課題	松尾
ベイオフと地方公共団体の公金管理	清水	ナスダック・ドイチェラント	吉川
		- ナスダックの新たなヨーロッパ戦略 -	
1609 (2002. 8)		第一次世界大戦前後のロンドン証券取引所	清水
中国上場会社のコーポレート・ガバナンス原則 (1)	王		
トランジション・マネジメント	三木	1618 (2003. 6)	
ITバブル後の国際資本移動について	伊豆	欧米証券取引所の国際化について	伊豆
		欧州委員会による株式決済市場改革	吉川
1610 (2002. 9)		不正会計事件後のSECによる格付会社調査	清水
ワン・ストップ・サービスの論点	二上		
中国上場会社のコーポレート・ガバナンス原則 (2)	王	1619 (2003. 8)	
ユーロクリアとクレストの合併	吉川	オプション取引の社会的意義と投資家保護	二上
		マイカル社債のデフォルトと個人向け社債処理の問題点	松尾
		米国の「双子の赤字」と国際資本移動	伊豆
		クリアネットとL C Hの合併	吉川
		- ユーロネクストのロンドン証券取引所包囲網 -	

証研レポート第一六二〇号
二〇〇三年十月十四日発行

(偶数月第二月曜日発行)

昭和五十二年十一月十一日第三種郵便物認可

2003年10月号

発行所

財団法人 **日本証券経済研究所**
大阪研究所

〒541-0041 大阪市中央区北浜 2-1-5 大阪証券会館別館

電話 (06) 6201 0061(代表) Fax (06) 6204 1048

<http://www.jsri.or.jp>

定価400円(本体381円)