

**証 研**

# **レポート**

**No.1631**

---

2005年 8 月

国債決済リスクの削減と国債清算機関の創設

中島 将隆（1）

地方再生ファンドの現状

松尾 順介（17）

アメリカの空売り規制と日本へのインプリケーション

清水 葉子（32）

日本における敵対的買収防衛策の導入

福本 葵（42）

財団法人 **日本証券経済研究所**  
大 阪 研 究 所

# 国債決済リスクの削減と国債清算機関の創設

中島 将隆

はじめに

日本国債清算機関が、本年五月二日から業務を開始した。国債清算機関の設立は、日銀ネットによる国債の即時決済が開始された時点から待望されていた。また、一九八九年のG8（グループ・オブ・サートイ）の国債決済システムに関する勧告が出されて以降、国債決済に関する様々の修正勧告が提案され、この提案に基づいて各国では国債決済システムの整備が行われてきた。日本国債清算機関の設立によって国際的な合意に基づく国債決済システムが構築されたこととなる。では、設立された国債清算機関はどのような機能を果たすことになるのだろうか。また、国債清算機関の設立は国債決済システムにとって如何なる意義があるのだろうか。この問題は、日本の国債決済システムの歴史とそこでの問題点を振り返る事によって自ずと明らかになってくるだろう。

## 1 国債決済システム改革の歴史は決済リスク削減の歴史である

### （1）決済期間の短縮と未決済残高の縮小

図表1は、日本の国債決済システムとインフラ整備の歴史を概観したものである。この図表から、日本の国債決済の歴史をたどると、まず、決済期間の短縮と未決済残高の縮小、次に資金の支払と債券の受渡のタイムラグの解消、そして、国債事務の簡素化の三つに整理することができるだろう。以下、具体的みていこう。

図表1 国債決済システムの推移とインフラ整備

| 年          | 国債決済システムの整備内容                                                                                                                                   |
|------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 昭和55(1980) | ・国債振替決済制度スタート（2月）                                                                                                                               |
| 61(1986)   | ・国債の決済日、月2回（20日、月末）から月3回（10、20、月末）へ業者間の申し合わせ（7月）                                                                                                |
| 62（1987）   | ・国債の決済日、月3回から月6回（5、10、15、20、25、月末）へ。約定から決済までの決済期間を最長20日間（休日を含む）から最長11営業日以内へ（8月）。証券、銀行両協会通達                                                      |
| 平成元(1989)  | ・G30（Group of Thirty）「世界の証券市場における決済システム」を発表（3月）<br>T+3の国債ローリング決済やネットティング、債券貸借市場の整備など9項目を勧告<br>・債券空売りの自由化と債券貸借市場の創設（5月）                          |
| 2（1990）    | ・国債系の日銀ネット（国債MACによる移転手続き）稼動開始（5月）<br>国債の売買に伴う受渡事務（登録国債の移転登録、振替決済制度における口座振替）、国債発行時における入札事務、発行・払い込み事務を行う<br>・TBについて、5・10日決済から（T+3）ローリング決済に移行（10月） |
| 6（1994）    | ・日銀ネット、国債系と資金系のリンクによる国債DVP（国債資金同時受渡）取引開始、参加は任意（4月）                                                                                              |
| 8（1996）    | ・現金担保付債券貸借取引（日本版レボ取引）のスタート（4月）<br>・T+7の国債ローリング決済開始（9月）                                                                                          |
| 9（1997）    | ・T+3の国債ローリング決済開始（4月）                                                                                                                            |
| 11(1999)   | ・「証券受渡・決済手段改革懇談会」発足（7月）                                                                                                                         |
| 12(2000)   | ・金融審議会答申「21世紀を支える金融の新しい枠組みについて」（6月）<br>・日本証券業協会、債券のフェイルの解消に関する規則（統一慣習規則第4号）（9月）                                                                 |
| 13(2001)   | ・国債のRTGS（即時決済）開始（1月）<br>時点ネット決済の廃止<br>国債DVP同時担保受払機能の新設                                                                                          |
| 14(2002)   | ・証券保管振替機構の株式会社化（6月）                                                                                                                             |
| 15(2003)   | ・「社債等の振替に関する法律」（1月施行）<br>国債の完全ペーパーレス化<br>ペーパーレス化された国債（振替国債）のブックエントリーシステム開始<br>旧国債振替決済制度廃止<br>・株式会社日本国債清算機関の設立（10月）                              |
| 17(2005)   | 日本国債清算機関業務開始（5月）                                                                                                                                |

（出所）『日本相互証券史』等より作成

国債決済は、長らくの間、特定日決済であった。特定日と言っても昭和六一年までは、国債決済は月に二回で二〇日と月末に行われていた。約定から受渡の期間が長期間であれば、この間、債券ディーラーは受渡の期日まで買手に渡す債券を自由に売買ができる。いわば、調達コストゼロの債券を自由に売買することが可能である。さらに、二〇日と月末に受渡を一括して行うのであるから、この間の売買を相殺して差額だけ受渡をすれば決済は完了する。特定日決済は、受渡の債券を節約でき、しかも、調達コストゼロの債券を運用することができるから、債券ディーラーにとっては都合のよい決済方式であった。ところが、特定日決済方式においては、決済日に一つでも決済が出来なくなると受渡は連鎖しているから一つの決済不能は全体の決済不能に転化する。また、未決済算残高が積み上がると決済リスクが高まる。そこで、昭和六一年七月には従来の月二回から月三回に、更に翌六二年八月には月六回（五、一〇、一五、二〇、二五、月末）に短縮された。いわゆる五・一〇日決済方式である。債券ディーラーの自主規制によって決済期間の短縮と決済期間の短縮による未決済残高の縮小が図られたのであった。

五・一〇日方式になったとはいえ、約定から決済までの期間は最長一営業日と長期である。決済リスクを軽減するには、決済期日を更に縮小する必要がある。平成元年（一九八九年）、CDOは国債決済リスクを軽減するためT+3のローリング決済方式やレポ市場の整備など九項目を勧告した。ローリング決済方式では、例えばT+3であれば、契約一件毎に約定日から三営業日目に受渡を行うのであるから、特定日決済のように一つの決済不能が全体に波及することはない。しかし、一件毎に決済するから、受渡に必要な国債を調達せねばならない。日本では、平成八年四月に決済に必要な国債の調達市場として日本版レポ市場が創設された。そして、平成八年九月からT+7の国債ローリング決済方式が導入された。さらに、平成九年四月からは、T+7からT+3に移行

した。ローリング決済方式の導入によって決済期間の短縮が行われ、未決済残高が縮小したのである。決済リスクの大きさは、期間と金額の積で決定される。決済期日を短縮することにより、国債決済リスクを軽減することが可能になった。

## (2) 資金の支払と債券の受渡のタイムラグ解消

国債決済は資金と債券の受渡が行われることによって完了する。債券と資金の受渡を行う場合、受渡にタイムラグがあれば、「取りっぱくれ」のリスクが内在する。資金と債券の受渡については、当初は、資金と債券は別々の受渡になっていた。平成二年五月から国債系日銀ネット（国債MACによる移転手続き）が稼動する。しかし、日銀ネットの資金系とはリンクしていなかった。債券と資金の受渡は、別々のシステムによって行われていたのである。

日銀ネットの資金系と国債系がリンクするのは、平成六年四月からである。日銀ネットの国債系と資金系がリンクして、国債DVP (Delivery versus Payment 国債資金同時受渡) 取引が開始された。国債DVPによって、資金と債券の受渡のタイムラグが解消した。そして、「取りっぱくれ」のリスクが解消したのである。

「取りっぱくれ」のリスクは解消したものの、平成六年四月に始まった国債DVPは、後述するように、時点決済であった。時点決済はネットイング決済であるからシステミックリスクを内包している。このため、ISSN (International Securities Services Association 国際証券サービス協会) によるG30勧告の修正勧告やBIS (国際決済銀行) の勧告においても、システミックリスクを解消するため、RTGS (Real Time Gross Settlement 国債即時決済) の導入を勧告していた。そしてついに、平成一三年一月、日本においても国債DVP

Pは時点決済から即時決済に移行したのである。RTGS化によってシステムリスクは解消された。RTGS化の伴う問題は次節で検討する。

### (3) 国債事務の簡素化

国債は有価証券であり転々流通する。巨額の国債が売買されると、国債取り扱い事務は膨大になる。この事務量を軽減し様々の手続きを簡素化すれば、それだけ決済リスクの軽減に大いに役立つ。昭和五五年二月には、国債振替決済制度が発足した。この制度は日本銀行が振替決済機関となり、参加者は国債を日銀に預託し、日銀に口座を設けた参加者の帳簿上で国債の受渡しを行うから、現物の受渡しは行われない。現物の受渡しが行われないのであるから、実質的には国債のペーパーレス化と同じである。平成一五年一月には「社債等の振替に関する法律」が施行され、この時点で現物債・登録国債・振替債は一本化され、国債は完全にペーパーレス化された。そして、ペーパーレス化された国債（振替国債）のブックエントリーシステムが開始されるのである。同時に、昭和五五年に発足した旧国債振替制度は廃止された。旧国債振替制度は現物債の存在を前提とした制度であり、従って、ペーパーレス化によって制度の存在意義が無くなったからである。

以上に見てきたように、国債決済改革の歴史は決済リスク軽減の歴史だといえよう。特に近年、決済システムは急速に改革されている。その背景には、国債の発行残高・売買高が激増し国債が準貨幣の地位を占めていること、国債決済の安定は決済システム全体の安定に連動していること、クロスボーダー取引の拡大によって各国と共通する安定した国債決済システムの構築が日本の課題となっているからと思われる。

## 2 国債の即時決済導入と見送られた国債清算機関の創設

### (1) DVPの時点決済と即時決済

資金の支払と債券の受渡のタイムラグを解消するため、前述したように平成六年から国債DVP取引が開始され「取りっぱくれ」のリスクが解消した。しかし、導入されたDVPは時点決済のネットーネット型のDVPであった。時点決済は証券も資金も双方の数量を相殺計算した結果のみを決済する。従って、資金と債券を節約することが出来る。だが他方で、未決済残高の積み上げでシステムリスクを内包している。

このリスクを解消するため、平成一三年一月から国債RTGS (Real-time Gross Settlement 国債の即時決済) が導入された。即時決済はグロスーグロス型のDVPで、一件毎にグロスベースで決済を行う。従って、時点決済に内包していたリスクを回避することが出来る。だが他方で、決済に必要な資金と債券が追加的に必要となる。それでは、即時決済の導入に際して、新たな課題は、どのように解決されたのだろうか。

### (2) フェイル市場慣行と国債DVP同時担保受払機能の新設

まず、フェイルの市場慣行の導入である。即時決済の導入によって、債券の売り手は決済日に受渡に必要な国債を調達できない可能性がある。そこで、平成一二年九月、日本証券業協会は即時決済の導入に先立ち、「債券のフェイルの解消に関する規則」を定め、決済日に国債の受渡が出来なくともデフォルトとして取引解除を行わず、後日の受渡を認めるという市場慣行を導入することにした。導入されたフェイルは、債券の売り手に対してであり、債券の買い手には認められていない。フェイルの市場慣行は、これまで日本には全く無かった。また、フェイルの市場慣行を導入しようとしても不可能であった。というのも、時点決済はネットーネット決済であり、

一件の決済が行えないと全ての決済をいったん停止してネットティングをやり直す必要があった。ネットティングをやり直すと、本来受け取るはずの資金が滞って新たに支払不能に陥る金融機関が発生したり、決済の大幅な遅延によって決済システム全体に大きな混乱が生じ、システムリスクに拡大する危機が生まれるからである。

次に、国債DVP同時担保受払機能の新設である。即時決済の導入によって、国債の買い手にとっては新たな資金が必要になる。この必要に應えるために新設されたのである。この仕組みは、国債の買い手である金融機関が売り手から受け取る国債を担保に日銀から当座貸し越しを受け、同時にその資金を当該国債の買入代金の支払に充当する、というものである。ここでは、①DVPによる国債の譲受・譲渡、②日銀への担保の差し入れ・受け戻し、③日中当座貸越の実行・返済、の三つのプロセスを同時に処理する。同時担保受払機能は、資金の流動性を確保するため幅広く利用され、DVP決済のうち九八%が同機能による受け払いとなっているといわれている。<sup>(1)</sup>

### (3) 見送られた国債清算機関の創設

国債即時決済はクロスベース決済がおこなわれるから、時点決済と比較して決済に必要な資金と債券が更に必要となる。このため、債券の売り手に対してはファイルの市場慣行を導入し、債券の買い手に対しては国債DVP同時担保受払機能の新設したのである。しかしながら、国債清算機関の創設は見送られた。国債即時決済と国債清算機関は、本来、同時に実施されるべき筋合いのものである。後述するように、国債清算機関を創設すればネットティングが可能となり、クロスベースで決済が行われてもネットティングによって決済額を圧縮することが出来るからである（後掲図表4参照）。決済額を圧縮すればファイルの発生も抑制される。



では、なぜ、本来はペアで実施されるべき国債清算機関の創設を待たずして、日銀は一足先に国債の即時決済を先行させたのであろうか。一つには、「決済システムの円滑かつ安全な運行」のためであった。平成一三年一月に開始された即時決済は、日銀ネットの国債システムだけでなく、日銀当座預金決済もRTGS化された。当時においては、金融不安を払拭して決済システムを強固に維持することが重要課題であった。国債は今日、準貨幣の地位を占めている。国債決済においてシステミックリスクの危険性を排除することは、決済システムの円滑かつ安全な運行のために重要な課題である。このため国債清算機関の創設を待つことなく、一足先に日銀は国債のRTGS化を推し進めたのである。もう一つには、国債清算機関を創設してネットینگを行うには国債のペーパーレス化が必要である。この準備が未だ整っていなかった。ペーパーレス化をすすめ国債清算機関を創設するには、証券界には追加的資金が要求される。こうしたコスト面での制約によって清算機関の創設が遅れたのであろうと思われる。

### 3 国債清算機関の設立と機能

#### (1) 国債清算機関の設立

日本国債清算機関(JGCC (Japan Government Bond Clearing Corporation))は、図表2で見るように、平成一五年一〇月に設立され、平成一七年五月二日から業務を開始した。資本金一六億七一三〇万円、株主は三四社でほぼ全ての主要な債券ディーラーを網羅する株式会社である。国債清算機関の設立と業務開始に先立ち、平成一四年一〇月には、国債清算機関設立の具体化に関するワーキング・グループが報告書を発表し、一一月には国債市場参加者一七社によって日本国債清算機関設立準備委員会が発足し、具体的な検討が開始された。一五年一

月には「社債等の振替に関する法律」が施行され、国債は完全にペーパーレス化し、ペーパーレス化された国債のブックエントリーシステムが始動した。一五年六月には上記の設立準備委員会が「日本国債清算機関業務要綱」を発表し、この要綱に基づいて一〇月に株式会社国債清算機関が設立されたのである。そして、いよいよ一七年五月二日から業務が開始された。

## (2) 国債清算機関の機能

国債清算機関の機能については、平成一四年一月に発表されたワーキング・グループの報告書や平成一五年六月に発表された「日本国債清算機関業務要綱」で詳述されている。ここでは、昨年に引き続き今年も開催された「証券決済制度改革フォーラム」において報告された沖津正恒国債清算機関社長の特別講演録と当日配布された資料を参考にして、国債清算機関の機能を紹介していきたい。<sup>(2)</sup> 国債清算機関

図表 2 国債清算機関設立の経緯

| 平成・年      |                                                                                                                                                                                   |
|-----------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 14 (2002) | <ul style="list-style-type: none"> <li>・国債清算機関設立の具体化に関するワーキング・グループ検討のとりまとめ (10月)</li> <li>・「日本国債清算機関設立準備委員会」発足 (11月)<br/>国債市場参加者17社により、具体的な検討開始</li> </ul>                        |
| 15 (2003) | <ul style="list-style-type: none"> <li>・振込国債の振替制度への移行 (1月)</li> <li>・「日本国債清算機関設立準備委員会」、日本国債清算機関業務要綱案とりまとめ (6月)</li> <li>・「株式会社日本国債清算機関」設立 (10月)<br/>資本金 3億4400万円、株主19社</li> </ul> |
| 16 (2004) | <ul style="list-style-type: none"> <li>・証券取引所内に事務所開設</li> <li>・増資手続き完了 (7月)<br/>資本金 16億7130万円、資本準備金 13億2730万円、株主 33社 (現在34社)</li> </ul>                                           |
| 17 (2005) | <ul style="list-style-type: none"> <li>・証券保管振替機構 国債照合業務開始 (3月)</li> <li>・清算資格取得申請手続きに関する説明会 (3月)</li> <li>・国債清算機関と日本証券クリアリング機構と業務提携 (3月)</li> <li>・国債清算機関業務開始 (5月)</li> </ul>     |

(出所) 沖津正恒「日本国債清算機関の現況について」証券決済制度改革推進フォーラム2005年3月特別講演資料、証券決済制度改革推進センターHP等より作成

(注) 株主は2005年3月現在で34社

は国債のみを扱い、業務は清算のみである。その主な業務は、図表3でみるように、債務の引受とネットティング、決済の履行保障である。以下、もう少し詳しく見ていこう。

### ①債務の引受

・相対で売買する場合、相手のクレジット管理が重要になるが、清算機関が債務を全部引き受ければ個別取引先との決済の必要がなくなる。参加者にとっては、決済の相手方が清算機関に一元化されることにより決済の効率化に繋がる。

・一方、清算機関としては、自己が債務を引き受けることを担保とするために、リスク管理を仕組みとして徹底する必要がある。「ネット決済ポジションの日々時価評価とマージンコール」を非常に厳密に行う必要がある。

### ②ネットティング

・清算機関は自分が主体となつて参加者と直接契約を結び、債務を引き受けてオブリゲーション・ネットティングを行う。オブリゲーション・ネットティングとは、同一銘柄、同一日の売り買いがある場合、相殺して新しい債務に置き換えることをいう。

図表3 国債清算機関の機能

|          |                                                                                            |
|----------|--------------------------------------------------------------------------------------------|
| ①債務の引受   | 清算機関が国債取引の相手方に代わり、証券の受渡し及び資金の受け払いつき、債務を引き受けること。参加者にとって、決済の相手方が清算機関に一元化されることにより、決済の効率化に繋がる。 |
| ②ネットティング | 清算機関と各参加者で、売付数量と買付数量、支払金額と受取金額の差額を計算し、その差額について決済を行う。これにより事務コスト、各種リスクを軽減する。                 |
| ③決済の履行保障 | 清算参加者の破綻が生じた場合においても、清算機関が他の参加者との決済を履行すること。これにより、市場の安定性・信頼性を維持。                             |

(出所) 沖津正恒「日本国債清算機関の現況について」証券決済制度改革推進フォーラム  
2005年3月 特別講演資料

・実質的にはマルチラテラルを実現

・オペレーション・ネットティングによって実質的にはマルチラテラルが行われることになる。図表4は、この関係を図解したものである。グロス決済であれば、当事者の決済は四件一二〇億円であったが、ネットティングの結果二件二〇億円となる。国債清算機関が債務の全てを引き受けるから、参加者は個別取引先との決済が不要となり、決済額が大幅に削減されるのである。

・ループの解消…ABC間を同じ銘柄がぐるぐる回り、当事者同士でこれを解くことは非常に難しい。そもそもループであるかどうかはなかなかわかり難い。すくみが取れない。しかし、図表4で明らかなように、清算機関ができると、一連の流れが結果的に同額の売買の組合せになるので、これはいつぱんに解消する。

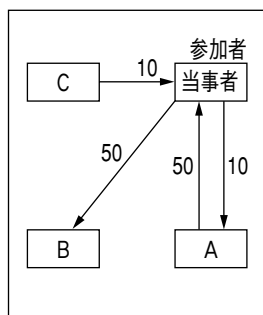
### ③ 決済の履行保障

・資本金は僅かであるが、国債清算機関は潰れない、潰さない仕組みとなっている。

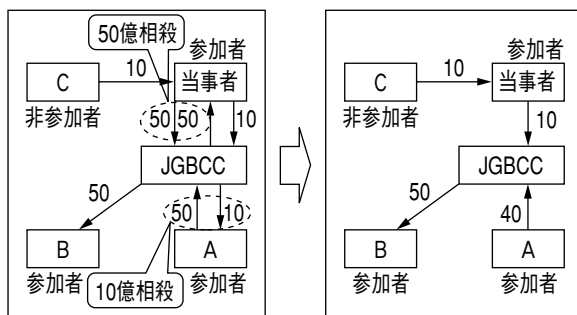
・清算機関としては、自己が債務を引き受けることを担保とするために、リスク管理を仕組みとして徹底する必要がある。「ネット

図表4 日本国債清算機関の業務

JGBCC稼動前（グロス決済）



JGBCC稼動後（ネットティング決済）



- ・A社、B社及び当事者の取引をJGBCCが債務引受する。
- ・当事者の決済は、4件120億からネットティングの結果2件20億となる。

（出所） 沖津正恒「日本国債清算機関について」証券決済制度改革推進フォーラム  
2004年3月 特別講演資料

決済ポジションの日々時価評価と「マージンコール」を非常に厳密に行う必要がある。

・参加者からは担保を入れてもらう。予定として一〇億円程度。もしマージンコールをかけて支払いがでない場合、この担保部分で充当する。それでも賄いきれない場合は国債を処分する。国債を処分すれば、その際損失が生ずれば破綻先と取引した会社がこれを負担する。

・これでも間に合わない場合は、清算機関が利益剰余金を使い、これをも超えてしまう場合には、全メンバーでの損失負担となる。

・損失が発生した場合、最終的には全メンバーが損失を負担するから参加基準は厳格である（図表5参照）。

### （３）国債清算機関は決済の組み合わせで成立

国債清算機関の創設によって国債決済リスクの削減と事務効率化（STP化の実現）が進み、インフラ整

図表５ 参加者形態と参加者基準

#### ●参加者形態

|         |                                                             |
|---------|-------------------------------------------------------------|
| 自社精算参加者 | 参加者と取引当事者が同一の場合、もしくは常任代理人を通じて参加する形態（この場合の常任代理人は決済代行又は事務代行。） |
| 他社精算参加者 | 常任代理人が参加者となり、顧客の精算取次ぎを行う形態。有価証券等清算取次ぎを行う事が出来る。              |

#### ●参加者基準（維持基準は別に規定）

|                                                       |                                                                                                            |
|-------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| ①財務状況について、一定の基準を満たすこと。（以下、具体的な財務基準）                   |                                                                                                            |
| ②清算参加者として適切な経営体制及び業務執行体制を有していること。                     |                                                                                                            |
| 証券会社、外資系証券会社、短資会社、証券金融会社                              | 純財産額50億円以上（他社清算参加者の場合200億円以上）<br>資本金 3 億円以上、自己資本比率200％以上                                                   |
| 銀行、協同組織金融機関、保険会社                                      | 純資産額50億円以上（他社清算参加者の場合200億円以上）<br>資本金 3 億円以上、自己資本比率：国際統一基準適用先 8 ％以上・国内基準 4 ％以上、ソルベンシー・マージン比率 400％以上（保険会社のみ） |
| ※ただし「仲介業者に対する特例」「親会社保証を受ける参加者に対する特例」といった清算資格の要件の特例あり。 |                                                                                                            |

（出所） 沖津正恒「日本国債清算機関の現況について」証券決済制度改革推進フォーラム  
2005年 3 月 特別講演資料

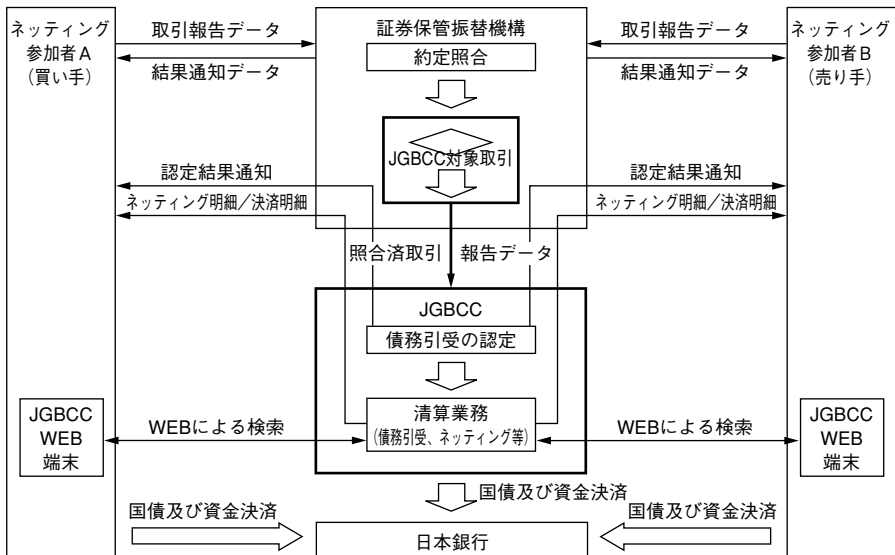
備によって国債市場は強化されたといえよう。だが、国債清算機関は国債決済業務の一部を担っているだけで、国債清算機関は決済の組合せで成立している点に留意する必要がある。

図表6でみるように、国債の売り手・買い手の約定照合は証券保管振替機構で行う。国債清算機関では、証券保管振替機構で清算機関の対象となる取引について、まず、債務の認定を行う。ここでは、個人国債や物価連動国債は除外される。その上で、前掲図表4でみたように、清算業務を行うのである。清算機関の業務は清算に限定されている。国債及び資金決済は日本銀行の即時決済で行うのである。

#### (4) 国債清算機関の統計月報（平成一七年五月号）から

国債清算機関は五月二日から営業を開始したが、六月一五日には最初の統計月報を発表した。同社のホームページ立ち上げまで、この統計月報は証券決済制度

図表6 国債清算機関のスキーム



（出所） 沖津正恒「日本国債清算機構の現況について」証券決済制度改革推進フォーラム  
2005年3月 特別講演資料

改革推進センターのホームページに掲載されている。

統計月報と言っても僅か二ページに過ぎないが、五月の債務引受額は四五九兆円、一日平均二四兆円となっている。市場全体の取引高と比較すると、債務引受額は市場取引高の五二・二％を占めている。ネットインク効果を見ると、DVP決済金額は一一九兆円、債務引受金額は三六七兆円、ネットインク後決済比率は三三・四％となっている。フェイル発生状況を見ると、額面・金額ともに日を追って減少している。額面で見ると、五月六日から一三日までの間には額面で一四五六億円であったが、五月三〇日から六月三日までの間では三分の一の四五四億円に減少している。発生件数も減少して、この間、七五件から一四件となり、激減しているといえよう。

こうした統計数字から国債清算機関は国債決済システムにとって極めて重要な機能を果たすようになった事が理解できるのである。国債決済システムにとって残された課題と言えばT＋1を実現することぐらいであろうか。

#### 注

- (1) 中島真志・宿輪純一『証券決済システムのすべて(第二版)』東洋経済新報社 二〇〇五年 二九〇頁
- (2) 証券決済制度改革推進フォーラム(平成一六年三月)のHP  
<http://www.kessaicenter.com/kokunai/2004031112.html>

証券決済制度改革推進フォーラム(平成一七年三月)のHP  
<http://www.kessaicenter.com/kokunai/suishin2005.html>

## 参考文献

- ・「決済システムの課題と展望」『日本銀行月報』一九九二年五月号
- ・「決済システムを巡る海外の動き」『日本銀行月報』一九九五年一〇月号
- ・「即時クロス決済システムに関する報告書について」国際決済銀行支払い・決済システム委員会 一九九七年四月二二日
- ・島田顕生「米国における国債振替決済制度の成立について」『経営研究』第四八巻第三号 一九九七年
- ・『わが国の金融制度』日本銀行金融研究所 一九九七年
- ・浜田恵造編『国債』大蔵財務協会 一九九七年
- ・二上季代司「債券取引におけるフェールについて」資本市場研究会編 CaMPLレポート No.19 一九九八年十一月
- ・『日本相互証券史』日本相互証券株式会社 一九九八年
- ・「日銀ネット国債系システムにおけるRTGS化対応の具体的内容および日銀ネット国債系システムの運行について」日本銀行 一九九九年二月
- ・「国債の即時クロス決済に関するガイドライン」日本証券業協会 二〇〇〇年八月
- ・「債券のフェイル解消に関する規則（統一慣習規則第四号）」日本証券業協会 二〇〇〇年九月八日
- ・「証券決済システムのための勧告」支払・決済システム委員会・証券監督者国際機構共同作業部会報告書 国際決済銀行 二〇〇一年一月
- ・「システミックな影響の大きい資金決済システムに関するコア・プリンシプル」G10中央銀行「支払・決済システム委員会」報告書 国際決済銀行 二〇〇一年一月
- ・福本 葵「国債のRTGSの現状と課題」『証券経済研究』第三五号 二〇〇二年三月



- ・「国債清算機関設立の具体化に関するワーキング・グループ 報告書」二〇〇二年一〇月三〇日
- ・中島真志・宿輪純一『証券決済システムのすべて』東洋経済新報社 二〇〇二年
- ・「日本国債清算機関業務要綱案」国債清算機関設立準備委員会 二〇〇三年六月
- ・「証券決済制度改革推進フォーラム（平成一六年三月一一・一二日）」証券決済制度改革推進センター 二〇〇四年三月
- ・「やさしい証券決済制度改革」証券決済制度改革推進センター 二〇〇四年五月
- ・中島真志・宿輪純一『証券決済システムのすべて（第二版）』東洋経済新報社 二〇〇五年
- ・「証券決済制度改革推進フォーラム（平成一七年三月二三・二四日）」証券決済制度改革推進センター 二〇〇五年三月

（なかじま まさたか・客員研究員）

# 地方再生ファンドの現状

松尾 順介

はじめに

投資ファンドによる企業再生が注目されているが、なかでも地方の中堅・中小企業を対象とした地方再生ファンドの設立が相次いでいる。これらの地方再生ファンドの特徴は、第一に地方銀行の関与が大きく、地銀と民間ファンド会社との提携によって設立されたものが多数あること、第二に地方自治体やその関連団体等の公的機関が関与しており、これら機関の主導によって設立されたものもあること、第三に国内外大手の企業再生ファンド運営会社の参入は一部に見られるものの、それほど多くないこと、第四に各ファンドの投資総額は二〇～五〇億円程度であり、それほど大きくないこと、第五に投資方針は債権買取型が多いが、株式等への出資も行われていること、などである。従来、企業再生ファンドというと、外資系や国内系の大型ファンドが設立されており、大型案件への投資が注目されたが、それらの企業再生ファンドに比べて、地方再生ファンドは投資方針や投資対象などの点で異なっており、地方金融機関の不良債権処理というニーズが強く反映するものとなっている。一般に、投資ファンドは、リスク・マネーを供給し、リターンを追求するものであるが、これら地方再生ファンドは、地銀や地方自治体の関与度が高いために、地銀の不良債権処理や地方自治体の政策目的などが重視され、逆にリスク・リターンといった尺度が軽視される可能性もある。また、地方の中堅・中小企業は、投資案件として小規模でありすぎるため、ファンド投資の間尺にあわない場合が多く、投資ファンドによる企業再生が難しいという指

摘もある。実際、これらのファンドがどの程度の案件を手がけ、どの程度地方再生に寄与しているかは必ずしも明らかではない。そこで、本稿では、これらの地方再生ファンドの現状を概観した上で、大阪産業振興機構と筆者が共同で行ったアンケート調査結果を紹介する。

## 1 地方再生ファンドの特徴

まず、現在運営されている地方再生ファンドは、四五にのぼっており、ほぼすべての都道府県でこの種のファンドが活動している（図表1参照）。これらのファンドの特徴は、主に以下である。

第一に、地方銀行の関与が大きい点である。従来型の企業再生ファンドは、ファンド運用会社または証券会社のプリンシパル・インベストメント部門が主体となっている場合がほとんどであり、一部の銀行系ファンドを除いては、金融機関は再生対象企業の融資債権者としての立場に過ぎなかった。しかし、これらの地方再生ファンドに関して、地銀を中心とする地方金融機関が果たしている役割として、①ファンド設立の主導（ファンド運用会社との提携など）、②ファンドへの出資、③ファンドへの人材派遣、④ファンドへの案件紹介、⑤ファンドへの債権売却、⑥ファンド運用会社と再生計画の相談・ノウハウの共有、⑦ファンドがサービシング業務を委託するサービス会社の設立、⑧サービスへの人材派遣、などが挙げられる。ただし、地方再生ファンドにおいて、地方金融機関が上記のすべての点に係っているわけではなく、地方金融機関は債権売却のみにほぼ役割を限定しているケースもある。その意味では、各ファンドによって、地域金融機関の関与度には差があり、地域金融機関主導型といえるものと、公的機関主導型というべきものに大別されるものと思われる。

第二に、地方自治体やその関連団体等の公的機関が関与している点である。前述のように、地方金融機関の関

図表1 地方再生ファンド一覧（2005年7月末現在）

| 地域       | 設立年月     | 名称                 | 総額     | 関係する金融機関等                    | 運営管理者                              |
|----------|----------|--------------------|--------|------------------------------|------------------------------------|
| 北海道      | 2003年9月  | 北海道企業再生支援ファンド      | 100億円  | 大和証券SNBICPL、北洋銀行等3金融機関       | 北海道セーラーズバンクキヤピタル                   |
| 岩手       | 2004年6月  | 北東北がえりばるファンド       | 20億円   | 北日本銀行                        | リサーチ・パートナーズ                        |
| 青森、秋田、岩手 | 2004年9月  | 北東北がえりばるファンド       | 50億円   | 青森銀行、秋田銀行、岩手銀行               | ジェイ・ワイ・エル・パートナーズ                   |
| 秋田       | 2004年9月  | 地域企業再生ファンド         | 50億円   | 船井財研、三井住友銀行                  | 船井財研、三井住友銀行                        |
| 山形       | 2004年1月  | ルネッサンスファンドⅡ        | 30億円   | 山形銀行                         | ルネッサンスキヤピタル・パートナーズ                 |
| 宮城       | 2004年9月  | みやぎ企業再生ファンド        | 30億円   | 七十七銀行、仙台銀行                   | ジェイ・ワイ・エル・パートナーズ                   |
| 福島       | 2004年10月 | 福島リバイタルファンド        | 50億円   | 足利銀行等11金融機関                  | ジェイ・ワイ・エル・パートナーズ                   |
| 群馬       | 2004年7月  | ぐんま企業再生ファンド        | 30億円   | 群馬銀行等6金融機関                   | ジェイ・ワイ・エル・パートナーズ                   |
| 栃木       | 2004年2月  | 栃木企業再生ファンド         | 50億円   | 埼玉りそな銀行                      | いばらきリユエイト                          |
| 茨城       | 2004年7月  | 茨城いきいきファンド         | 50億円   | 埼玉りそな銀行等3金融機関                | 三井バシフィオット投資顧問                      |
| 埼玉       | 2004年10月 | 埼玉企業リバイタルファンド      | 100億円  | 大和証券SNBICPL等                 | ジェイ・ワイ・エル・パートナーズ                   |
| 東京       | 2005年3月  | 東京チャレンジャーファンド      | 200億円  | 新銀行東京、あおぞら銀行                 | 大和証券SNBICPL                        |
| 長野       | 2004年2月  | すくすく信州元気ファンド       | 30億円   | 八十二銀行等9金融機関                  | あおぞら債権回収                           |
| 新潟       | 2004年3月  | ルネッサンスファンドⅡ        | 50億円   | 北越銀行                         | ルネッサンスキヤピタル・パートナーズ                 |
| 静岡       | 2004年3月  | 静岡中小企業再生ファンド・パートナー | 40億円   | 第四銀行                         | リサーチ・パートナーズ                        |
| 愛知       | 2005年3月  | 愛知中小企業再生ファンド       | 310億円  | 静岡銀行等14金融機関                  | 静岡キヤピタル                            |
| 岐阜       | 2005年7月  | ルネッサンスファンドⅡ        | 28.2億円 | 名古屋銀行                        | ルネッサンスキヤピタル・パートナーズ                 |
| 三重       | 2004年7月  | 三岐再生ファンド           | 300億円  | 右大臣銀行、UFJ銀行、愛知銀行、中央銀行等19金融機関 | ルネッサンスキヤピタル・パートナーズ                 |
| 滋賀       | 2004年2月  | きょうと企業再生支援ファンド     | 100億円  | 滋賀銀行等3金融機関                   | ジェイ・ワイ・エル・パートナーズ                   |
| 奈良       | 2005年2月  | なら再生支援ファンド         | 100億円  | 京都銀行                         | リサーチ・パートナーズ                        |
| 和歌山      | 2005年2月  | くろしお企業再生支援ファンド     | 非公表    | 紀伊銀行                         | ジェイ・ワイ・エル・パートナーズ                   |
| 大阪       | 2003年11月 | 元氣出せ大阪ファンド         | 非公表    | 府下の金融機関                      | 大和証券SNBICPL、UFJつばき証券、三井バシフィオット投資顧問 |
| 岡山       | 2003年11月 | ひろしま事業再生ファンド       | 30億円   | 中国銀行                         | ジェイ・ワイ・エル・パートナーズ                   |
| 広島       | 2003年11月 | せとみらい再生ファンド        | 100億円  | 広島銀行                         | リサーチ・パートナーズ                        |
| 鳥取       | 2004年12月 | 山陰中小企業再生支援ファンド     | 20億円   | 山陰合同銀行等10金融機関                | せとみらいキャピタル（ルネッサンスキャピタル子会社）         |
| 香川       | 2004年7月  | まんでがみ企業再生ファンド      | 50億円   | 百十四銀行等5金融機関                  | ごうあんキャピタル（株）                       |
| 徳島       | 2005年6月  | とくしま企業再生ファンド       | 50億円   | 阿波銀行、徳島銀行、四国銀行等5金融機関         | オリックス                              |
| 高知       | 2005年3月  | 南国王佐再生ファンド         | 20億円   | 四国銀行等2金融機関                   | 四国キヤピタルリサーチ（株）                     |
| 愛媛       | 2005年6月  | えひめ中小企業再生ファンド      | 30億円   | 伊予銀行、愛媛銀行など7金融機関             | ジェイ・ワイ・エル・パートナーズ                   |
| 福岡       | 2003年9月  | 福岡銀行再生ファンド         | 200億円  | 伊予銀行                         | ジェイ・ワイ・エル・パートナーズ                   |
| 佐賀、熊本    | 2004年3月  | ながさき企業再生ファンド       | 50億円   | 佐賀銀行等3金融機関                   | オリックス                              |
| 熊本       | 2004年3月  | ルネッサンスファンドⅡ        | 310億円  | 十八銀行、シチズン・オックス               | JNCパートナーズ                          |
| 大分       | 2004年1月  | 大分企業支援ファンド         | 50億円   | 肥後銀行                         | ルネッサンスキヤピタル・パートナーズ                 |
| 宮崎       | 2003年9月  | 宮崎県中小企業等支援ファンド     | 25億円   | 大分銀行等3金融機関                   | ルネッサンスキヤピタル                        |
| 宮崎       | 2004年9月  | 宮崎県中小企業等支援ファンド     | 25億円   | 宮崎銀行等2金融機関                   | 宮崎・バシフィオット・投資顧問                    |
| 沖縄       | 2004年10月 | 沖縄再生ファンド           | 不明     | 宮崎銀行、宮崎大陽銀行                  | オックス                               |
| 沖縄       | 2005年3月  | 沖縄めんじゅうファンド        | 不明     | 沖縄海邦銀行                       | リサーチ・パートナーズ                        |

（注） カッコ内の金額は、1地域ではなく複数の地域を対象とするファンドの総額である。また、ルネッサンスファンドⅡは、複数の地域の金融機関と提携している。  
元氣出せ大阪ファンドは、推進協議会と連携する3つのファンドをもち、運営管理者がそれぞれ独立して運営している。

（資料） 新聞報道、各金融機関、ファンド等のHP、プレスリリース等をもとに作成。

与が債権売却に限定されるようなケースでは、公的機関がファンド設立から運用にいたる役割を担うことになる。ここでの公的機関が果たしている役割は、①ファンド設立の提唱、②ファンドへの出資、③再生支援協議会を通じた連携などであり、再生支援協議会は、再生対象企業からの相談窓口の提供、支援機関の紹介、法的整理のアドバイス、再生計画の策定支援、などを行っている。なお、後述するように、公的機関が地方再生ファンドに關与した場合、①地元におけるファンドに対する認知度が高まること、②債権者間調整がスムーズに行われやすいこと、③免除益課税や金融機関の無税償却において優遇措置が得られること、④金融機関の債務者区分が引き上げられる可能性があること、などのメリットがある。

第三に、国内外大手の企業再生ファンド運用会社の参入は一部に見られるものの、それほど多くない点である。従来の企業再生ファンドの運用では、外資系の場合、リップルウッド、サーベラス、ローンスタール、カーライル、ロスチャイルドなどの投資会社やゴールドマン・サックス、モルガン・スタンレー、リーマン・ブラザーズなどの投資銀行、国内系の場合、フェニックス、MNSコンサルティング、ソフトバンク・インベストメントなどの投資会社、あるいは野村証券、大和証券SMBC、日興プリンスパル・インベストメントなどが有名であるが、地方再生ファンドの場合、これらの投資会社や投資銀行、証券会社はほとんど算入していない。唯一の外資系は、BNPパリバジャパンの100%出資会社であるルネッサンスキャピタルグループである。同ファンドは、中小企業再生をミドルリスク・ミドルリターンと位置づけているが、現時点では他の外資系ファンドの算入は見られない。また、国内系ファンドでは、大和証券SMBCプリンスパル・インベストメントが北海道と東京でそれぞれの地元金融機関の参加を得るとともに、地元地方自治体の出資を得て、地方再生ファンドを設立・運営し、またシティグループ・プリンスパルの100%子会社であるJNCパートナーズが、日興シティグループ証券とア

ドバイザー契約を結んで、ながさき企業再生ファンドの運用を手がけているなど、いくつかの動きは見られるものの、大型案件や有名案件への投資で注目された投資ファンドが続々と算入するような様子はない。このことは、投資ファンドにとって、地方中小企業は規模の面で、投資対象となりにくいことを暗示しているものと思われる。

第四に、各ファンドの投資総額は二〇～五〇億円程度、大きなものでも一〇〇億円規模であり、通常の企業再生ファンドに比べて小規模であるといえる。ちなみに、国内系および外資系の再生ファンドや大手証券会社のプリンシパル・インベストメント部門の投資枠は、数百億円から一千億円を超える規模であり、一ファンド単位でも最低一〇〇億～二〇〇億円程度のコミットメント・ラインを予定しているものと思われる。このようにファンド投資枠が小さいのは、中堅・中小企業が投資対象であるためであり、一件あたりの投資額は、おおむね数千万円から二、三億円程度と考えられる。

第五に、地方再生ファンドの投資方針は、基本的に債権買取型（デット型）である。これは最初に述べたように、そもそもこれらの地方再生ファンドの多くが地域金融機関の不良債権処理を背景にしていることを考えれば当然のことであるが、後述するように、一部のファンドでは、株式等による出資も見られる。

## 2 地方銀行主導型ファンド

前節で述べたように、地方再生ファンドは地銀を中心とする地方金融機関の関与が特徴であり、なかでも地銀主導型ファンドは、地銀と投資ファンド運用会社とが提携して設立・運営されているものであるが、さらにその構成を見ると、単一の地銀と投資ファンド運用会社が提携している場合と、複数の地銀が相乗りでファンドを設

立している場合とがある。前者は、個別の地銀のニーズによって運営され、案件も当該地銀の取引先であるので、クローズド・プラットホーム型とみなされるのに対し、後者は、それぞれの地銀の取引先が対象案件となるため、オープン・プラットホーム型とみなされる。

まず、クローズド・プラットホーム型として、福岡銀行とジェイ・ウィル・パートナーズとが提携して設立した福岡銀行再生ファンド（図表2）がある。同行は、二〇〇三年九月にジェイ・ウィル・パートナーズと提携して、地銀による初めての地域再生ファンドを組成し、また二〇〇三年五月に同行の一〇〇％出資によってふくおかサービサーを設立し、ファンドとサービサーが共同して業務を行っている（図表3）。

他方、オープン・プラットホーム型としては、オリックスが佐賀銀行等三金融機関と提携して運営している、九州広域企業再生ファンド、リサ・パートナーズが伊予銀行、愛媛銀行等七金融機関と提携して運用している、えひめ中小企業再生ファンド（図表4）などがある。

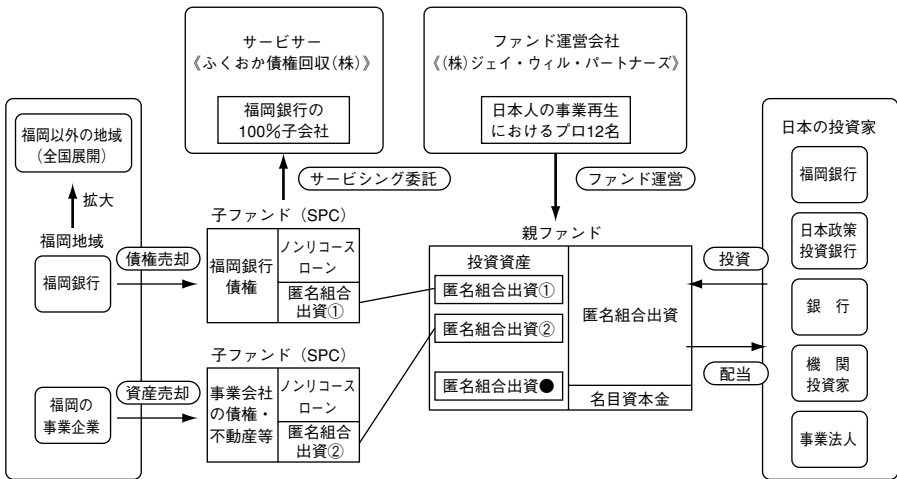
ここで、地銀主導型の地域再生ファンドの設立・運営上、以

図表 2

|              |                                                                                                                                                                                                                                                  |
|--------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| ファンドの規模      | 総額200億円<br>→第1号ファンド（子ファンド）は2003年9月に60億規模で立上げ                                                                                                                                                                                                     |
| 投資家<br>（出資者） | 福岡銀行〈出資割合約15%〉、その他機関投資家（日本政策投資銀行、一般事業会社等）                                                                                                                                                                                                        |
| 投資対象         | 福岡銀行の不良債権、事業会社の流動化可能資産（不動産・株式等）<br><div style="border: 1px dashed black; padding: 5px; margin-top: 10px;"> <ul style="list-style-type: none"> <li>・事業価値を有しているが過剰債務・非効率経営等により自力再生が困難な先</li> <li>・再生は困難であるが、収益性の高い不動産等の資産を有している先</li> </ul> </div> |
| 設立時期         | 2003年4月                                                                                                                                                                                                                                          |
| 運営期間         | 投資期間（債権等買取期間）：2年、運営期間：5年                                                                                                                                                                                                                         |
| 運営会社         | （株）ジェイ・ウィル・パートナーズ                                                                                                                                                                                                                                |
| 特 徴          | <ul style="list-style-type: none"> <li>・当初は福岡銀行専用の地域特化型再生ファンド（以後、全国展開）</li> <li>・債権売却後も、債務者毎に銀行の意向を反映させることが可能（子会社サービサーに管理回収を委託）</li> </ul>                                                                                                       |

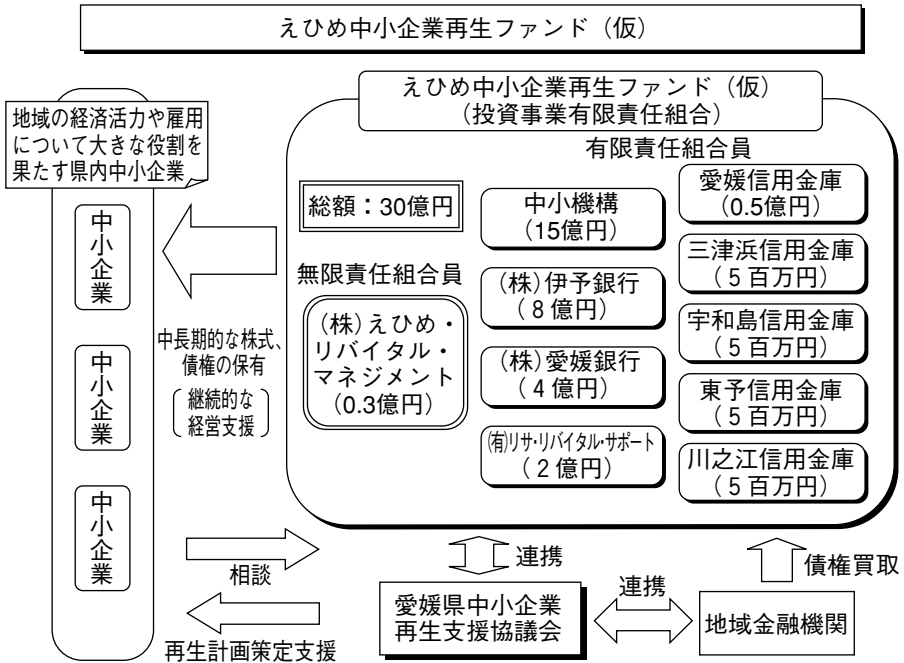
（資料）福岡銀行の資料より

図表 3



（資料）福岡銀行の資料より

図表 4



（資料）中小企業庁HPより



下の点が課題となる。

まず、銀行との連結決算問題がある。つまり、ファンドと銀行との人的・資本的関係が強い場合、銀行の連結対象となる可能性がある。これを避けるために、①ファンド運営会社との資本関係・人的関係を遮断し、ファンドの独立性を維持するとともに、②銀行がファンドに匿名組合出資者として出資する場合、出資比率を二〇%未満としておく必要がある。<sup>(1)</sup>

次に、債権売却者として、当該売却が真正売買とみなされることが必要である。そのためには、①当該金融資産に対する譲受人の権利が譲渡人及びその債権者から法的に保全されていること、②譲受人が当該金融資産の契約上の権利を直接または間接に通常の方法で享受できること、③譲受人が当該金融資産を満期日前に買戻す権利および義務を実質的に有していないこと、などが満たされていなければならない。

さらに、公認会計士協会の「金融商品会計に関する実務指針四〇項」についても留意する必要があるとされる。四〇項とは、金融資産の譲渡人が譲渡先であるSPCの発行する証券等を保有する場合、証券等の保有者が譲渡人とみなされ、その保有部分の譲渡はなかったものとされる規定である。この規定が適用されると、銀行によるファンドへの出資のうち、銀行保有部分については、当該債権の譲渡がなかったものと取り扱われ、売却債権元本や売却損益に影響を与えることになる。したがって、当該SPCへの出資の際、銀行の出資割合を低く（五%未満）<sup>(2)</sup>する必要がある。

ところで、これらのファンドは、債権を買い取りが中心であり、過剰債務の圧縮が図られている。したがって、このようなファンドの特徴から、これらのファンドを「日本型債務圧縮ファンド」とよび、従来の企業（事業）再生ファンドと概念的に区別する説明も見られる。<sup>(3)</sup>ただし、これらの地銀主導型ファンドは、単に債権を銀行の

バランスシートから切り離し、不良債権の圧縮だけを図るのではなく、その後の取引関係の維持・継続をも図る点で、リレーシヨシップ・バンキングの一環とされる。つまり、当該企業の債権売却後も、ファンドの設立者あるいはファンドと提携している再生アドバイザーが再生支援を行い、企業再生を遂行し、その後改善したキャッシュフローやリファイナンスによって、貸付債権をファンドに返済させ、投資資金を回収することが図られている。

### 3 公的機関の関与について

これら地方再生ファンドに対する公的機関の関与はさまざまであるが、大きく分けると、公的機関の主導による地方再生ファンドの設立・運営するケースと、地銀主導型ファンドへさまざまな支援を行うケースとがある。ただし、公的機関が支援しているケースを見ると、クローズド・プラットホーム型の地銀主導型ファンドには、公的機関はほとんど関与していないようであり、都道府県からの出資、地元支援協議会との連携などの支援が行われているのは、オープンプラットホーム型のファンドに限定されるようである。また、個別のファンドの設立動機が公的機関主導によるものか、地方銀行やファンド会社の主導によるものかは、外観上は明確に区別できない。

ところで、地方再生ファンドに関与する公的機関とその役割は、以下の通りである。まず、二〇〇三年三月に金融庁が「リレーシヨシップ・バンキングの機能強化に関するアクションプログラム」を取りまとめ、そこで「各金融機関に対し、政府系金融機関、地方公共団体等との連携を図りつつ、地域の中小企業を対象とした企業再生ファンドの組成について検討するよう要請する」とされたことから、各地方自治体およびその外郭団体は、

地方再生ファンドの設立に向けた取り組みを始めた。都道府県庁の取り組みは、ファンド組成支援およびファンドへの出資などであり、また自治体の外郭団体である中小企業振興財団等は、ファンド事業推進協議会等の母体となつて、事務方を担当している。さらに、二〇〇三年四月施行の産業活力再生特別措置法（改正産業特別措置法）により、各都道府県に中小企業再生支援協議会が設置され、中小企業事業者からの相談窓口を提供するとともに、支援機関の紹介、金融機関との調整、再生計画策定支援、その後のフォローアップなどを行っているが、再生ファンドと連携・協力体制を整えているケースもある。他方、中央省庁の関連では、中小企業基盤整備機構（旧、中小企業総合事業団）が、地方再生ファンドの設立（栃木、山陰、南国土佐、愛媛など）を支援し、出資も行っている。また、政策投資銀行は、二〇〇一年一〇月の経済対策閣僚会議で決定された「改革先行プログラム」の要請を踏まえ、事業再生ファンドへの出資や融資を行っている。そのうち、地方再生ファンドに対しては、ジェイ・ウィル・パートナーズの運営するファンドが債権購入のために設立した特別目的会社（SPC）に対するノンリコース・ローンの提供、とちぎ地域企業再生ファンドやルネサンスファンドⅡへの出資である。

また、このような公的機関が関与することのメリットは、次の通りである。第一に、地元におけるファンドに対する認知度が高まる点である。地方では、投資ファンドといっても認知度は低く、むしろおどろおどろしいイメージをもたれがちであるために、金融機関の債権譲渡に支障が生じるケースもあるようだが、たとえば再生支援協議会のような機関の紹介があると、あるいはファンド自体の設立・運営に地方自治体ないしその外郭団体が係っていると、ファンドに対する認知度や信頼度は高まりやすい。

第二に、債権者間調整がスムーズに行われやすいことが考えられる。私的整理の場合、不同意の債権者に対する拘束力がないため、いわゆる「フリーライド（ただ乗り）問題」が生じる可能性が高い。つまり、私的整理の

ほうが法的整理よりも迅速に再建できるため、当該企業の企業価値の毀損が小さくてすむケースがあるが、銀行債権者にはメインバンク、準メインバンク、非メインバンクなどがあり、メインバンク関係の希薄な金融機関は、メインバンクに負担を押し付ける誘因（いわゆる「メイン寄せ」）を持っている。そのため、債権者間調整はスムーズに進まない可能性があるが、公的機関が各債権者の合理的な判断を促し、適切な調整機能を果たせば、債権者間調整がスムーズに進む可能性は高まるだろう。<sup>(6)</sup> その際、公的機関の関与のもとに合理的な再建計画が策定された場合、税制上の優遇措置が得られることは、スムーズな債権者間調整の誘因となるだろう。

第三に、免除益課税や金融機関の無税償却において優遇措置が得られる点である。二〇〇三年七月三十一付で国税庁が示した通知「中小企業再生支援協議会で策定した再建計画に基づき債権放棄が行われた場合の税務上の取扱いについて」によると、法人税基本通達九―四―一および九―四―二に定められている通り、合理的な再建計画に基づく債権放棄等による損失であれば税務上損金算入される旨の回答が示されている。なお、同回答のもとになった中小企業庁への照会では、再建計画の合理性を示す具体例が添付されており、ここでは①再建計画内容の合理性、②損失負担額（支援額）の合理性、③再建管理の方法、④支援者の範囲の相当性、⑤負担割合（支援割合）の合理性が説明されている。

第四に、金融機関の債務者区分が引き上げられる可能性がある点である。金融庁の「金融検査マニュアル別冊「中小企業融資編」」（二〇〇四年二月）では、経営再建計画に沿った経営再建が開始されている場合の貸出条件緩和と債権の取扱い（卒業基準）に関して、「中小企業再生支援協議会が策定支援した事業再生計画についても、株式会社産業再生機構が買取を決定した債権に係る債務者についての事業再生計画と、原則として同様に取り扱う」ことが示されており、貸出条件緩和と債権には該当しない事例が示されている。

#### 4 アンケート調査結果

今年四月、大阪産業振興機構と共同して、四三の地方再生ファンドに対して、運営管理者、設立時期、設置期間、ファンド規模、投資先企業の地域と規模、その業種、投資手法、一社あたりの投資額、投資期間、投資委員会の構成、投資先企業選定基準、地方自治体との連携、地元金融機関との連携、投資実績（企業数、金額、エクイティ出資・デット買取）、支援状況（検討中および支援決定の社数・業種・企業規模）などを質問項目とするアンケート調査を行った。その結果、一八のファンドから回答が寄せられた。ただし、回答内容の非開示を希望するファンドもあり、かつ質問項目のいくつか（特に投資先企業に関する質問）については守秘義務から公表しないもののあったので、ファンドごとの回答内容を示すことはできないが、全体の集計結果を示すと以下の通りである。

このアンケート調査で、もっとも興味深い点は、投資実績に関するものである。まず、投資企業数について回答があったのは一二ファンドであり、投資企業総数は三九社であった。したがって、一ファンド平均三・三社である。この数字を単純に四五のファンドに当てはめれば、全国で一四六社が地方再生ファンドの投資を受けている計算になる。次に、投資金額については、六ファンドから回答があり、投資総額は四〇億六五〇〇万円であった。したがって、一ファンド平均六億四四五〇万円となり、四五ファンドに当てはめれば、約三〇五億円となる。第三に、投資手法については、一八ファンドから回答があり、うち七ファンドがデット中心、五ファンドがデットとエクイティ、五ファンドがデット・エクイティ・不動産、一ファンドがエクイティ（関連社債を含む）となっている。地方再生ファンドといえば、債権買取という理解が広まっているようであるが、多くのファンドは、エクイティ出資も視野に入れていることがうかがえる。また、ここではデット・エクイティ・スワップが想定さ

れていることも考えられる。第四に、投資内容については、一〇ファンドから回答があり、債権買取一五社、エクイティ投資一四社となっている。このことから、地方再生ファンドもエクイティ投資をかなり行っていることがわかる。ただし、エクイティ投資を行っているファンドは、このうち四ファンドであり、いずれも公的機関の関与度が高く、かつオープン・プラットホーム型のファンドである。

## まとめ

以上、地方再生ファンドの現状について概観した。特にアンケート調査は、守秘義務の制約があり、さらに設立後の日数の短いファンドも多数含まれていたことから、あまり断定的なことはいえないが、全体として、投資企業数はそう多くなく、投資金額もまだ残高が積みあがっていないといえるだろう。

また、投資手法では、クローズド・プラットホーム型のファンドは、地銀の保有する債権買取が中心であり、逆にオープン・プラットホーム型は債権買取だけでなく、エクイティ投資も行っていることが推測される。これは、前者のファンドがそれぞれの地銀の不良債権処理を重視しているのに対して、後者は単に不良債権処理だけでなく、エクイティ投資を行うことで、ファンドとしての利回りや採算を重視していることが推測されるが、この点については、さらに詳細な調査が必要である。

## 注

- (1) 出資比率に関しては、監査法人による個別判断が必要であるが、二〇%未満ならば連結対象外とみなされ、二〇%以上四〇%未満ならば、実態面の判断が必要となり、持分法が適用される可能性があり、四〇%以上だと連結対象とな

る可能性が大であるといわれる。

- (2) 公認会計士協会の「金融商品会計に関する実務指針四〇項」は、次のように定めている。「特別目的会社を用いた証券化において、譲受人が、金融資産の譲渡対価の全部または一部として特別目的会社の発行する証券等（信託の受益権、組合の出資金、株式、会社の出資金、社債、劣後債等）の全部または一部を保有することになる場合、金融商品会計基準注解により証券等の保有者が譲受人とみなされ、譲渡人が譲受人となるから当該保有部分の譲渡はなかったものとする。したがって、当該全部または一部に対応する譲渡金融資産の全部または一部は、『残存部分』として取扱い、金融資産の消滅の認識を行わない。」

- (3) 「日本型債務圧縮ファンド」という概念は、日本の企業再生に詳しいリチャード・ギトリン Richard A. Gitlin 弁護士（ビングハム・デーナ LLP 法律事務所）の命名によるものといわれ、タイや韓国でも活用されたという。これについては、田作朋雄「事業再生ファンド」、『債権管理』、No. 96、二〇〇二年四月五日、三八ページ、参照。

- (4) 中小企業再生支援協議会の支援事例については、細川喜孝「中小企業再生支援協議会による再生計画策定支援事例」、具体的再生案件における事業面および財務面からの考察、『事業再生と債権管理』、No. 104、二〇〇四年四月五日、に詳しい。

- (5) ここでは、産業再生機構については触れないが、同機構については、拙稿「地方再生における産業再生機構の役割」、『証研レポート』、No. 1629、二〇〇五年四月、参照。

- (6) 公的機関が債権者間調整機能を果たした好例として、産業再生機構をあげることができる。

\* 本稿作成に関しては、余田俊和氏（財団法人大阪産業振興機構）、奥総一郎氏（ルネッサンスキャピタルマネジメント株式会

社)、吉戒孝氏(福岡銀行)から多くのご教示を賜りました。また、アンケート調査には、多数のファンド関係者からご協力をいただきました。深謝申し上げます。

(まつお じゅんすけ・客員研究員)



# アメリカの空売り規制と日本へのインプリケーション

清水 葉子

はじめに

日本の空売り規制は、おおむねアメリカの一九三四年証券取引所法に基づく空売り規制をとり入れたものとされる。このたび、アメリカで空売り規制の大幅な見直しが行われると同時に、一部銘柄に限って空売りの価格規制を期限付きで撤廃し、空売り規制の効果を実験的に実証することとなった。

空売りは、理論的には市場に流動性を供給し価格の効率性に資するという意義を持つ一方で、現実には相場操縦に利用されやすく売り崩しにつながる可能性も否定できず、規制の必要性や規制の本身については議論が多い。国際的に見ても、アメリカやアジア諸国の多くでは、価格規制を含めた空売り規制が導入されているが、ヨーロッパ諸国では空売りに関する価格規制は導入されていないところがほとんどである。

アメリカでの規則改正の内容については、すでに詳細な紹介がある<sup>1)</sup>ので、本稿では規則改正の概要を簡単にまとめた上で、今回の改正の意味と日本へのインプリケーションについて考察することとしたい。

## 1 規則改正の理由

今回の空売り規制の改正については、一九九九年一〇月にコンセプト・リリースが発表されたが、同時多発テロの影響でその後とりまとめに時間を要した模様で、規則改正案の提示は二〇〇三年十一月、最終的な改正規則

は二〇〇四年八月に発表された。

本規則改正は、一九三四年証券取引所法に基づいて一九三八年に定められたSEC規則一〇a—1 (Short Sale Rule) などを改正するというものである。改正の理由について、SECはコンセプト・リリースの中で次のように説明している。SECは、現行の空売り規則が制定から七〇年近くほとんど改正されてこなかったことを指摘した上で、当初の規制導入時点では、証券の取引量も少なく取引戦略もシンプルな時代であったが、その後、取引高・売買速度・取引の複雑さが増大し市場の状況が変化したと述べている。また、市場の透明性と監視メカニズムが向上したために、空売りにからむ不正行為が詐欺・相場操縦関連の規定によって摘発された事例を挙げている。このように、現実が変化して規制の内容と乖離したことから、空売り規制の見直しが必要であると認めたとしている。

ここから、従来の空売り規制には、空売りそのものを規制する必要性と、空売りを規制することで、空売りに付随しやすい相場操縦などの不正行為を間接的に規制するという二つの規制目的があり、現在では監視メカニズムの向上によって、これら二つの規制目的を分けることがある程度可能であるという視点を示唆していることは興味深い。

## 2 アメリカの空売り規制の構造

アメリカの空売り規制は、投資家保護のためSECに取引所上場証券の空売りを規制する権限を与えたとする一九三四年証券取引所法一〇(a)条の定めに従い、SEC規則で定められている。

規則三b—3では、空売りを次のように定義している。すなわち、「空売り (short sale)」とは、売り主が証券

を保有しないで売付を行うこと、もしくは売り主が借り入れた、あるいは売り主の勘定において借り入れた証券を引き渡すことによって完了する売付のことである、とされる。<sup>(2)</sup>

SECによると、空売りが行われる目的は、一般的に①価格下落時に利益を得るため、②保有証券のヘッジのため、と理解される。空売りの意義は、①市場に対して流動性を供給する（スペシャリストやマーケット・メーカーが行う取引が典型的で、売り需要が縮小した時に、空売りによって売り需要を供給することで売り買いの一時的な需給インバランスを調整する）、②価格効率性に資する（価格上昇を見込んだ買いと同様に、価格下落を見込んだ売りが行われることによって、証券価値の過大評価が修正され、効率的な価格が形成される）点にあるとしている。

空売りが以上のような意義をもつにもかかわらず、一定の規制対象としなくてはならないとする根拠は、空売りが不正な相場操縦に利用される可能性があるからである。つまり、空売りは、需給のインバランスによって価格を下げ、価格の下落局面ではファンダメンタルズが変化したような（虚偽の）見せかけをつくることによってさらに下落を加速させることがあるためであるとしている。

### 3 改正前の規制内容<sup>(3)</sup>

アメリカの空売り規制は、おおむね（１）価格規制、（２）空売りであることの明示義務、（３）証券会社による確認義務（決済履行に関わる）、その他によって構成される。

まず（１）価格規制については、SEC規則一〇a—（a）により、①直近の出来値よりも低い価格での空売り、および②直近の出来値がその直前の価格よりも低い場合には、直近の出来値と同じ価格での空売りが禁止

されている。この規制は取引所上場証券に適用され、「アップティックルール」または「ティックテスト」と呼ばれている。アップティックルールの目的は、(a) 上昇相場では比較的緩やかな規制を採用し、(b) 継続的に低い価格での空売りを禁止することで市場価格の低下を招くことを防ぎ、(c) 相場下落傾向を激化する動きを封じるためであるとしている<sup>(4)</sup>（一九九九年のコンセプト・リリース）。

一方、ナスダック証券については、ディーラー市場であるためオークション市場のように出来値によるティックテストを行うことができない。このため、NASD規則三三五〇（一九九四年）により、出来値ではなく、最良買気配を基準にした価格規制（ビッドテスト）を採用している<sup>(5)</sup>。以上により、取引所上場証券とナスダック証券のいずれにも、空売り可能な最低価格（Minimum Sortable Price、MSP）が定められ、相場下落時の空売りには一定の制限が設けられている。

続いて、(2) 明示義務については、SEC規則一〇a—1により、売り注文には、証券を保持して売りを行う「L（ロング）」か、証券を保持しないで売りを行う（＝空売り）「S（ショート）」のいずれかの表示が義務づけられている<sup>(6)</sup>。なお、顧客注文に関して、証券会社は一定の手続きを踏んで実注文と判断した場合、事後的に貸株を利用した空売りであったことが明らかになっても、表示義務違反を問われない。

(3) 証券会社による確認義務としては、各自主規制機関規則によって、顧客が決済日に受渡し可能と信ずるに足る根拠がない限り、証券会社は空売り注文を受けることを禁じられている（NYSE規則四四〇C・一〇、NASD規則三三七〇）。また、決済のための証券借入れの十分な努力が行われない限りフェイルは認められず（NYSE同右）、あるいは一定以上のショートポジションがある場合には証券会社に強制清算義務がある（NASD規則一一八三〇）。

#### 4 今回の規制変更

今回の最終的な規制では、(1) 価格規制として、統一ビッドテストの導入(見送り)、(2) フェイル対策のため、確認義務と明示義務の統一化・強化、(3) 一部銘柄について試験的に空売り規制の適用を停止するパイロット・プログラムの実施、(4) 発行登録制度 (shelf offering) に対する除外規定削除、などが主要な内容となっている。

(1) 統一ビッドテストとは、近年の取引の場の多様化に対応すべく、空売りの価格規制に関してオークション市場とディーラー市場の統合をはかろうとする試みである。新規制以前には、取引所上場証券には出来値を用いたティックテスト、ナスダック証券には気配値を用いたビッドテストとそれぞれ異なる価格規制が適用され、規制根拠も前者はSEC規則、後者はNASDAQ規則と統一されていなかった。これに対し、新規制では、価格規制のための参照価格として、取引所証券にもナスダック証券にも「統合された最良気配値」を用い、最良買い気配の一セント以上高い価格を有効とする。これによって、価格規制は出来値から気配値へ統一され、相場の方向にかかわらず一セント高い価格までが有効となる。(ナスダック・スモールキャップ以下の証券およびナスダックADDF以外で執行される取引には引き続き適用されない)。

SECは、価格規制の統一によって、①価格の参照点が一つだけとなり規制が簡素化されること、②相場下落時にも空売りが可能(相場の方向性を問わない)となり事実上の規制緩和となること、③最良気配値以下での空売りは禁止することで、過度な売り崩しは従来通り禁止できることをメリットとして挙げている。しかしながら、この統一ビッドテストによる価格規制は、技術的な理由により、後で述べるパイロットプログラムの実施後まで導入が見送られることとなった。<sup>(1)</sup>

(2) フェイル対策は、証券の裏付けのない空売り (Naked Short Sale) 増大問題への対処の必要が生じたために検討された。NSSとは、受渡しに必要な証券を借りることなく空売りを行うことであり、フェイルの可能性が高いとしてかねてから批判されていた。NSSは、満期日のない先物契約と同じであり、買い手側からすれば、自分の相手がNSSを行っていることが分かっていたら、別の条件（価格など）でないと取引に応じなかった可能性はある。また、時価総額の小さな銘柄でNSSが行われると、株価下落が加速し相場操縦の可能性も高まる。

今回の規制では、売り手が借株を確保していることを確実にするため、証券会社による確認義務を自主規制機関規則から統一的なSEC規則へと強化し、空売り前に借り入れる証券を特定 (locate) することを求めた。また、継続的にフェイルとなっている証券を要注意証券として公表し、空売りを禁止するほか、一定期間以上フェイルが続いている場合には証券会社に強制清算義務を課す。

(3) 試験的な価格規制撤廃は、一定の流動性の高い銘柄を対象に時限措置（二〇〇五年五月から一年間）として価格規制を撤廃するというものである。具体的には、ラッセル三〇〇〇構成銘柄の中から、流動性・ボラティリティ・厚み・取引実態などをもとに約三分の一にあたる銘柄が対象となる。対象銘柄は、SECによると、NYSE上場のおよそ五〇%、AMEXの二・二%、ナスダックNMSの四七・八%に相当するとされ、かなりの範囲に及んでいる。

SECは、本パイロットプログラムの意義として、①規制緩和がボラティリティや市場の効率性・流動性に与える影響を調べる。②ビッドテストの規制上の実効性を比較検証できる、といった点を挙げている。

## 5 日本へのインプリケーション

今回のアメリカの空売り規制の変更のうち、(1) 統一ビッドテストについては、価格規制緩和も含んでいるとはいえ、本来はオークション市場とディーラー市場の統一(NMSの再構築による市場分裂の回避)のための改正という意味が強いと考えられる。この点で、日本では市場間をまたがる大幅な市場分裂が起きているという状況ではないので、空売りの価格規制の内容を市場間で統一すべき必要性は高くなく、アメリカの今回の改正がそのまま参考になるというわけではないと考えられる。

(2) フェイル対策としての確認・明示義務の強化については、今回は最終案で最も重点が置かれた印象である。これは、アメリカの場合、証券の裏付けのない空売り(Naked Short Sale)がフェイルの温床になっているとする批判が強いという事情のためであるとされる。<sup>(8)</sup>これについても、日本の場合には、一般的に空売りに際しての借株の確認は証券会社によって行われており、裏付けのない空売りがフェイルにつながる大きな問題になっているわけではない。この点でも、規制背景がアメリカと日本とは異なると考えられる。

残るは(3) 価格規制を部分的に撤廃するパイロットプログラムであり、SECはこれを通じて、空売り規制が流動性やボラティリティにどのような影響を及ぼしているか、空売り規制と空売りに付随する不正行為の規制が切り離せるかどうかを検討するのではないかと考えられる。

空売りを理論的に検討すると、空売りが禁止された状態では、証券の価格は現在証券を購入したいと思っている投資家だけによって決定され、ペシミスティック・インベスター(価格の低下を予想する投資家)の期待が価格に反映されない。このため、証券を購入したいと思っているオプティミスティック・インベスターのみで決定された価格は、必然的に過大評価となる。<sup>(9)</sup>したがって、理論的には空売りを禁止せずに、売り買い双方の期待が

取引を通じて価格に織り込まれた方が、価格の効率性が向上するということになる。

しかし、一方で、現実には空売りが価格低下時に売り崩しに使われ、相場操縦や、必要以上のボラティリティ増大につながるといった可能性も否定できない。このため、空売り規制には、空売りそのものの規制と、空売りに付随しやすい相場操縦などの不正行為を間接的に規制するという二つの目的が混在していた可能性が高い。この点は、最終的には実証研究の進展を待つしかなく、今回のパイロットプログラムによってデータが蓄積されることが規制の有効性を判断する上で重要となると考えられる。

日本でも、アメリカでの価格規制緩和の状況とそれをもとにした実証研究の動向を注視することに加えて、相場操縦等の不正行為の規制によって空売りの付随的な弊害が防止できるのであれば、空売り規制の再検討が必要になるかもしれないと考えられる。

## 注

(1) 注(3) 参照。

(2) アメリカでは、売り手が証券を保有しているかどうかは、ネットでロングのポジションを持っているかどうかによって判断される。したがって、多くの空売りポジションを持っても、集計上ネットでロングポジションを持っているれば空売りではない。また、ポジションの集計単位は、一定のルールに従って証券会社側が決めることができる。

(Release No. 20230, Sep 27, 1983<sup>1</sup> および一九九八年のノーアクションレターに基づく)。今回の規則改正で、このポジション集計単位“Aggregation Unit”も正式に規則化された。また、次のような場合には、証券を保有していなくてもみなし所有を認める。(1) 当該証券の権利書を持っている、(2) 購入契約は締結したが未受領、(3) 転換社債等の権



利行使があった場合、(4) ワラント、オプションの権利行使、(5) 引渡権または買取権の行使があった場合。

- (3) 以下、規則改正の詳細な紹介は、関雄太(二〇〇五)「空売り規制の広範な緩和を視野に入れるSEC」『資本市場クォーターリー』二〇〇五年冬号、同「米国の新たな空売り規制について」『資本市場クォーターリー』二〇〇四年冬号参照。

- (4) 価格規制には一定の適用除外が設けられている。売付人が証券を所有し引渡す意向がある場合、ロングと表示された売付けに携わるブローカー、端株注文の相殺のための売付け、スペシャリスト、マーケット・メーカーの自己勘定の売付け、裁定取引……などである。

- (5) ナスダック証券についても、マーケット・メーカーの取引に関して広い除外規定があるほか、上場証券と同様の適用除外規定が設けられている。

- (6) ロングとして認められるためには、会員証券会社が当該証券を所有しているか、売付けを行なおうとする投資家が証券を所有しており、大きなコストをとまうことなく直ちにその証券を差し出すことができるとの情報を証券会社が実際に持っていることが条件となる。この条件にも一定の適用除外規定がある。

- (7) 価格規制の変更には証券会社側のシステム対応が必要であるが、後に述べるパイロットプログラムと同時に実施された場合、システム負担が過重になるとする懸念が表明されたため。SECは統一ビッドテストの導入についてはパイロットプログラム実施後に改めて検討するとしている。

- (8) この点に関連して、二〇〇三年に、一六社の発行会社が空売りの対象となくくようにするため、自社株をDTIC預託から引き出し、カスタディアンを通じてのみ移動できるようにしようとしたことが指摘されている。詳細は、<http://www.dicc.com/PressRoom/2003/nakedshorts.html>参照。また、株価連動条件のついた債券に関連して、空売り

で株価を人為的に低下させようとした投資顧問会社が摘発されている。 <http://sec.gov/litigation/complaints/compl8003.htm>参照。

- (6) Miller (1997) "Risk, Uncertainty, and Divergence of Opinion", *Journal of Finance* 32, 1151-1168. 空売りの理論および実証に関する先行研究については、志馬(二〇〇五)「空売り規制に関する世界の動向」『証券経済学会年報』第四〇号参照。

(しみず ようこ・客員研究員)

# 日本における敵対的買収防衛策の導入

福本 葵

ライブドアのニッポン放送に対する敵対的買収や夢真ホールディングスの日本技術開発に対する敵対的買収等、M & Aに関する議論が喧しい。六月に国会を通過した現代化会社法も企業買収の環境を整備したものとなっている。八〇年代のアメリカにおいて盛んに行われてきた敵対的買収がいよいよ日本でも本格化しつつある。

敵対的買収に対して企業の経営陣は過敏に反応している。企業価値を損なう買収にはどのような対抗手段が取られることができるかが検討され、実際に敵対的買収の対抗策を導入する企業が増加している。

本稿では、ニレコが導入しようとしたライツプラン、実際に導入されることとなった西濃運輸の信託型ライツプラン、および松下電器産業の事前開示型の買収防衛策について検討したい。また、現在進行中の夢真ホールディングスの日本技術開発に対する敵対的買収についても、問題点を整理したい。

## 1 ニレコの「セキュリティ・プラン」

敵対的買収防衛策の中でも最も効果が期待されているのが、ライツプラン、いわゆるポイズンピルである。今年三月、一早くライツプランの導入を試みたのが、ジャスダック取引所上場の制御機器メーカーのニレコであった。しかし、ニレコはライツプランの導入に失敗した。なぜ失敗に終わったか。以下、ニレコの新株予約権発行差止仮処分判決を概観する<sup>(1)</sup>。

(1) ニレコが導入しようとした「セキュリティ・プラン」の概要

平成一七年三月一四日、ニレコは取締役会にて「セキュリティ・プラン」導入を発表した。平成一七年三月三日の株主名簿上の株主に対し、その所有株式一株に対し二個の新株予約権を割当てるというものであった。新株予約権の行使に際して払い込む金額は一株につき一円、新株予約権の割当てには、手続開始条件があり、それは、ある者が発行済株式総数の二〇%以上を取得したことを取締役会が認識し発表したことであつた。<sup>(2)</sup>つまり、買収者が発行済株式総数の二〇%以上の株式を取得した場合、取締役会は三月三一日に株主であつた者に対して、新株予約権を割当て、その買収者の持分を稀釈させるものである。ニレコの「セキュリティ・プラン」は日本で始めてのライツプランの導入また、平時の導入として注目を浴びた。

(2) 訴訟の経緯

ニレコが発表した「セキュリティ・プラン」に対し、五月九日、株主であるケイマン諸島設立の投資ファンド、エスエフピー・バリュ・リアライゼイション・マスター・ファンド・リミテッド（以下、SFPファンド）は東京地裁に新株予約権の発行差し止めを求める仮処分を申請した。六月一日には、東京地裁による仮処分決定がなされた。これを受け、ニレコは六月九日、東京高等裁判所に保全抗告申し立てを行ったが、同月一五日、東京高裁は保全抗告を棄却した。その結果、ニレコは新株予約権発行の中止を決定した。

(3) SFPの主張

SFPファンドは、法令違反と、以下述べる不公正発行との二側面から新株予約権の差し止めを請求した。東京

地裁は法令違反については全てを却下した。一方、不公正発行についてはこれを認め、SFPファンドの差止請求権を認めた。

SFPファンドはニレコの「セキュリティ・プラン」が不公正発行に当たるとして、以下のように主張している。まず、基準日以降の株主が発行済議決権付株式総数の二〇％を保有するにたった場合、予約権の行使によりその保有割合が約七・二％にまで瞬時に稀釈化されるという絶大な効果を持つものであること、予約権の消滅事由自体が有事の適正な消却を担保しておらず、特別委員会による勧告制度も（イ）消却する旨の勧告に取締役会が従わない余地が十分に残されている、（ロ）取締役による情報操作を排しうる十分な調査権限は特別委員会には存在しない、（ハ）特別委員会の委員は株主代表訴訟等を通じた統制に服さない、（ニ）特別委員会は、社内規則上の組織に過ぎず、組織内容等が取締役の意図どおりに変更される可能性があるとされている。また、予約権行使に対する司法的救済手段がないこと、基準日以降の一般株主までもが稀釈化を余儀なくされ、株主の利益を不当に害すること、株主の意思を一切反映することなく決定されており、手続的適性を欠くことを挙げている。<sup>(3)</sup>

#### （４）判旨

本件新株予約権発行が不公正発行と言えるかどうかについては、新株予約権発行が事前の対抗策として許容される要件について検討した。

敵対的買収の防衛策が導入される場面を以下の二つに分けて論じている。まず一つは、会社の経営支配権に現に争いが生じている場面である（いわゆる有事）。この場合、原則は、現経営陣の経営支配維持目的の場合や取締役の権限濫用の場合、不公正な発行として差止請求権が認められる。<sup>(4)</sup>

次に会社の経営支配権に現に争いが生じていない場面（いわゆる平時、本件）、将来の敵対的買収によって経営支配権を争う株主が生じることを想定した新株予約権の発行は、緊急避難的行為として相当な対抗手段を取るべき必要性は認められない。事前の対抗策としての新株予約権の発行には、原則、株主総会の意思によって行うべきである。ところが、株主総会は機動的とはいいたい。そこで、事前の対抗策として相当な方法による限り、取締役会の決議により新株予約権の発行を行うことが許容される場合もある、としている。

取締役会の決議により事前の対抗策として新株予約権の発行を行うための要件とは、①新株予約権が株主総会の判断により消却可能なものとなっていることなど、事前の対抗策としての新株予約権の発行に株主総会の意思が反映される仕組みとなっていること、②新株予約権の行使条件の成就が、取締役会による緊急避難的措置が許容される場合、すなわち敵対的買収者が真摯に合理的な経営を目指すものではなく、敵対的買収者による支配権取得が会社に回復し難い損害をもたらす事情がある場合に限定されとともに、条件成就に関する取締役の恣意的判断が防止される仕組みとなっていること、③新株予約権の発行が、買収とは無関係な株主に不測の損害を与えるものではない、などの事前の対抗策として相当な方法によるものであることが必要としている。

そこで、本件新株予約権発行の事前の対策としての相当性について検討している。まず、①株主総会の意思が反映される仕組みについては、平成一七年六月の次期株主総会において株主総会の意思を反映させる仕組みは設けられていない、②条件成就に関する取締役会の恣意的判断防止の担保については、基準のうち、明確性を欠くものがあること、特別委員会の勧告に従わない余地を残していること、③株主に対する不測の損害を与えるおそれについては、権利落ち以降に株式を取得した株主は、その持分比率が三分の一まで稀釈されるリスクを負担することになるが、将来において二〇％以上の株式を取得する買収者が登場するか、いつ登場するかなど現時点で

は予想困難であり、このようなリスクを内包した株式投資は慎重にならざるを得ないこと、既存株主にとっては市場での高い評価での売却の機会を損なうことなどを挙げている。従って、取締役会の決議による事前の対抗策としての本件新株予約権の発行は、著しく不公正な発行としての差止めが認められるべきである、とした。

### 3 導入された事前警告型防衛策および三類型のライツプラン

ニレコの「セキュリティ・プラン」の差止めは今年六月に敵対的買収防衛策を打ち出した企業に多大な影響を与えた。判決に従うと、ニレコ型のライツ・プランは日本において導入困難である。では、どのような敵対的買収防衛策が導入可能か、早急に検討する必要があった。

経済産業省は昨年九月一六日、企業価値研究会を設置し、話し合いを重ねてきた。同研究会は、今年五月二七日に「企業価値報告書」をまとめ、発表した。報告書の中で日本において導入可能な防衛策の第一番目にライツプランを挙げている。また、四月二八日、経済産業省はライツプランの三類型を発表した。<sup>(5)</sup>三類型とは、事前警告型ライツプラン、信託型ライツプラン（直接型）、および信託型ライツプラン（SPC型）である。また、今年六月の株主総会で承認を得て、多くの会社が導入したのが、事前警告型の防衛策である。<sup>(6)</sup>

事前警告型の場合、買収が企業や株主の利益を損ねると判断された場合には、対抗策が講じられる。その対抗策の中に、株式分割や新株の発行、新株予約権の発行が含まれる。<sup>(7)</sup>以下、松下電器産業と日本技術開発が導入した事前警告型と西濃運輸が導入した直接型信託型ライツプランについて見てみよう。

## (1) 事前警告型

松下電器産業や東芝は、事前警告型の防衛策を採用した。松下電器産業は四月二八日、「大規模な買付行為に関する対応方針（ESVプラン）」の導入を発表した。会社や株主の利益を害するような買収が行われようとする場合は、相当な対抗措置を講じなければならない場合があるとしている。具体的には、議決権割合が二〇%以上とすることを目的とする大規模買付行為については、事前に買付者及びそのグループの概要、買付行為の目的及び内容、買付完了後に意図する経営方針及び事業計画などの情報の提供を求める。情報提供後、取締役会は、外部専門家の助言を受けながら取締役会としての意見をまとめて開示する。会社や株主の利益を害するものであると判断した場合には、相当な対抗措置を講じるというものである。

## (2) 信託型ライツプラン（直接型）

西濃運輸が住友信託銀行と信託契約を締結して、導入したライツプランは信託型ライツプラン（直接型）である。その仕組みは、まず、西濃運輸と住友信託銀行と信託契約締結する<sup>(8)</sup>。次に、西濃運輸が住友信託に新株予約権を無償で発行する<sup>(9)</sup>。買収者の出現後、手続きを経て新株予約権を株主に配られることになった場合、住友信託から直接株主に配られる。

買収が開始されると、独立委員会が買収提案の内容についての事情収集、検討を行う。独立委員会により、買収が会社の利益に反しないと判断された場合には、独立委員会が取締役会に信託型ライツ・プラン発動しないよう勧告し、取締役会は最大限尊重し最終決定を行う<sup>(10)</sup>。この場合、新株予約権は配布されない。一方、独立委員会により、買収が会社の利益に反すると判断された場合には、信託銀行から株主に新株予約権が配布される。



このような場合、新株予約権は、買収者出現後特定される株主に対し、特定時の株式保有数に応じて、一株につき一個の割合で配布される。<sup>(11)</sup> 次を買収者以外には新株予約権行使書に必要事項を記載の上、法令等上要求されるその他の書類を添えて払込扱場所に提出し、一株につき一円の行使価額を払い込むことによって新株引受権を行使できることとする。<sup>(12)</sup> これによって、買収者は自己の持分比率が低下し、自己の持株の価値が減少することとなる。

西濃運輸は先に述べたニレコの「セキュリティ・プラン」との相違について、まず、基準日以降に株主となった者に対しても、新株予約権が発行されるため、いわゆる稀釈化が起これら、不測の不利益を蒙らせる恐れがないこと、株主総会において三分の二以上の株主の承認を得ること、新株予約権が行使できない場合は、これを消却すること、明確な基準を持つ独立委員会の設置、サンセット条項の存在、<sup>(13)</sup> 取締役の任期を一年に短縮することなどを挙げている。

#### 4 夢真ホールディングスと日本技術開発

##### (1) 経緯

導入の進む敵対的買収防衛策であるが、新たな問題が浮上している。夢真ホールディングス（以下、夢真HD）は、七月二〇日、総合建設コンサルティングの日本技術開発に対するTOBを開始した。<sup>(14)</sup>

これに先立って、夢真HDは、金融庁にTOBの訂正届出書を提出し、<sup>(15)</sup> 七月二〇日付けで受理された。この訂正には、株式分割がTOBの目的の達成に重大な支障となる場合には、TOBを撤回することまでが盛り込まれている。合わせて、夢真HDは二二日、日本技術開発が実施する株式分割差し止めの仮処分を東京地裁に申請し

た。<sup>(16)</sup>七月二九日、東京地裁は夢真HDによる株式分割差止めの申し立てを却下した。<sup>(17)</sup>

## (2) 問題の所在

夢真HDによる日本技術開発の敵対的買収によって、様々な問題が浮き彫りにされた。まず、①日本技術開発が株式分割を行った場合、夢真HDがTOBの買付価格を変更し、またTOBを撤回することは認められるか、②TOBの買付価格の変更が認められると、敵対的買収防衛策としての株式分割はほとんど効力を失くなる。これは日本技術開発と同様に事前警告型を採用している他の企業に影響を及ぼさないか、③日本技術開発は夢真HDがTOBを行っている最中に株式分割をするとしている。しかし、そもそも、TOB期間中の株式分割は認められるか、④もし、株式分割が認められるとすると、TOBの対象となるのは、TOBに応じた株主が持っている株数のみか、それとも株式分割後残りの四株も含むか、または、そのいずれでもなく、個別で交渉すべきものか、<sup>(18)</sup>④TOB期間中の新株予約権の配布やその行使は認められるか、⑤金融庁の見解では、TOBの対象となるのは、株券のみではなく将来の株式を得る権利も含むとしている。これはTOB期間中の新株予約権もTOBの売買対象とするという解釈につながらないか、など枚挙に暇ない。

## (3) 夢真HDの上申書

### ①買付価格の引き下げ、TOBの撤回が禁止されている理由

TOBは市場外での取引であり、<sup>(19)</sup>透明性を欠くことが懸念される。従って、買付者は株主に対し、売付けに応じるかどうかの判断をするための適切な情報開示をしなければならない。また、株主間での不平等が生じないよ

うにしなければならない。

また、証券取引法二七条の六第三項は、「買付け等の価格の引下げ」を禁じている。<sup>(20)</sup> その理由は、これを自由に認めると、応募株主にとって不利な結果となること、当該証券の流通市場での取引に大きな影響を与え、投資家の利益を侵害する危険性が大きくなることなどが上げられている。<sup>(21)</sup> 意図的に高い買付価格を示して、相場を上げ、その後、買付価格を引き下げることによって、決済時には安価で買付株式を取得することができるとなると、応募した株主にとって不利であり、また、その行為は相場操縦に当たるからである。

更に、証券取引法二七条の一一は、公開買付を行う者が当該公開買付を撤回することを原則、禁じている。<sup>(22)</sup> 但しこれには例外があり、株券の発行者の業務または財産に関する重要な変更その他の公開買付けの目的の達成に重大な支障となる事情が生じたときは公開買付けの撤回等を行うことができる旨の条件を付した場合はこの限りでない。証券取引法がTOBの撤回を禁じる理由は、買付者が簡単に撤回できることになれば、安易な公開買付が行われ、株価操作に利用されることが心配されたからであるとしている。<sup>(23)</sup>

## ② 変更、撤回を認めた金融庁の判断

本件の場合、公開買付開始前に株式分割が決定されていたため、最初から買付価格を株式分割後の理論価格としており、実際には期間中の引き下げは行われなかった。また、公開買付の期間も株式分割の基準日である八月八日から四営業日後の一二日としたため、株主は株式分割の権利を得た後に夢真HDに売却することができる。実際は上記の運びとなったが、夢真HDは七月一日に、公開買付中の買付価格の引き下げ、買付そのものの撤回が可能であるとする上申書を金融庁に提出し、七月二日、金融庁はこれを受理した。

夢真HDの主張は、TOB期間中に株式分割が行われることによる買付価格の引き下げは、応募株主の利益を害することがなく、また相場操縦の余地もないことなどから、証券取引法二七条の六第三項の趣旨に反しないとするものである。次に、公開買付の撤回について、「株式分割の分割比率に応じた買付価格の修正が認められないときには、公開買付を継続させることは買付者に分割前の価格で分割後の細分化された株式を買い付けることを強制するものであり、買付者に課題な損失およびリスクを負担させることとなる。」<sup>(24)</sup>としている。

また、証券取引法施行法令第一四条第一項第一号は、公開買付の撤回が認められる場合を限定列挙している。撤回事由には、株式交換、株式移転、会社の分割、合併などが含まれる。が、株式分割が含まれてはいない。しかし、それは株式分割による買取防衛策が採られることを想定しなかったからにすぎずない、としている。従って、株式分割をこの列挙規定に「順ずる」ものとして、公開買付期間中に株式分割の基準日を設定した場合には、公開買付の撤回をすることができるよう、金融庁に判断を求めた。

平成一七年七月二一日、金融庁は訂正届出書を受理したため、夢真HDは平成一七年七月二二日、七月二〇日に出されていた公開買付公告の訂正を発表した。ここで「株式分割が本公開買付の目的の達成に重大な支障となる場合」<sup>(25)</sup>には、公開買付を撤回するとされている。

## 5 まとめ

日本における最初のライツプラン導入を試みたニレコの「セキュリティ・プラン」は、失敗に終わった。これは、どのような防衛策が現在の日本において認められるかを示す先例となった。これを受け、多くの上場企業が導入可能な敵対的買取防衛策を検討し、その防衛策を六月の株主総会で承認を受けようとした。その中でも三類

型のライツプランと事前警告型の防衛策は多くの企業により導入された。しかし、ここに来て新たな問題が発生している。TOBの買付価格の引き下げやTOBそのものの撤回、TOB期間中の株式分割の是非等である。これらは防衛策を導入した企業に多大な影響を与えることとなろう。

UFJホールディングスに対して三井住友フィナンシャルグループが行った経営統合の申し入れ、ライブドアのニッポン放送の買収提案、そして、夢真HDの日本技術開発の買収など、敵対的買収の本格化が始まっている。敵対的買収が日本において見られるようになったのは、ごく最近であり、判例その他、ルールも少ない。ルールのない状態では、奇襲攻撃とそれを恐れる過剰防衛が横行することとなろう。今後、判例の積み重ねがなされ、ルールが形成されることが待望される。

また、新会社法では、外国会社からの買収を想定した三角合併も認める一方で、黄金株や複数議決権株式といった新たな敵対的買収防衛策を認め、防衛策のバリエーションを拡大している。実際の運営についても、敵対的買収とその防衛策のバランスが図られなければならない。

最後に、ライブドアのニッポン放送に対する敵対的買収の際も、夢真HDの日本技術開発の敵対的買収においても、株式分割、立会外取引、新株予約権など、これまで、商法や証券取引法が想定しなかった利用のされ方がなされている。法制度の隙間を掻い潜ったこととくの方法は、相手方に、不測の損害をもたらし、事態に対応する準備が十分にできない状態に陥らせることとなる。これらについても、判例の積み重ねと同時に法制度に不備のある場合は、早期に改正しなければならないであろう。法改正によるまでもなく、制度変更が可能な場合は、更に早期の対応が必要となる。

- (1) 平成一七年(ヨ)第二〇〇五〇号 新株予約権発行差止仮処分命令申立事件、平成一七年六月一日、東京地方裁判所民事第八部 裁判長裁判官鹿子木康 『旬刊商事法務』No二七三四、三七～四七頁。
- (2) ただし、取締役会は企業価値の最大化の観点から特に必要があると認める場合には、取締役会の決議をもって、事前に公表した上で、二〇%の割合を適切な範囲内で引き上げることができる。
- (3) これに対しニレコは本プランの導入により既存株主に過度の損害が生じるような特段の事情は認められないこと、地道な研究・開発の継続により初めて中・長期的に利益が出る同社のような会社では、本プランのような敵対的買収防衛策の導入こそが企業価値の増加に寄与するのであり、差し止められるとPBRの低下、時価総額の少なさなどの理由でいつ敵対的買収に見舞われるか分からない状況に陥り、企業価値を毀損する恐れが高まり、別のプランを構築して六月総会に付議することも事実上不可能であって、無防備状態が来年まで継続することになること。本プランのよいうなコストも低く、社会情勢に応じてスピーディに導入できる防衛策はとりわけ中小企業には必要で、それが否定される不利益はきわめて重大であることなどを主張した。
- (4) 例外として、株主全体の利益保護の観点から正当化する特段の事情、例えば、敵対的買収者が真摯に合理的な経営を目指すものではなく、敵対的買収者による支配権取得が会社に回復したい損害をもたらす事情がある場合、取締役は一種の緊急避難的な行為として相当な対抗手段を講じることが許容される。
- (5) これに対し、国税庁は課税方針を発表した。この結果、いずれも新株予約権取得時には課税されないこととなった。ライツプランはいずれも敵対的買収者が登場した際に、その持分を稀釈化することを目的としている。一方、事前警告型は買収者からの奇襲を防ぎ、情報を提供させることによって交渉のテーブルに着かせる目的、いわば時間稼ぎを
- (6)

主たる目的とするものである。

- (7) 従って、ライツプランの三類型のうち、事前警告型ライツプランは事前警告型対抗策の一つであるということができ  
る。

- (8) ここで西濃運輸は委託者、住友信託銀行は受託者、株主が受益者となる。

- (9) 新株予約権は、買収者が現れて将来の株主に配られるまで、信託財産として住友信託銀行の手元で管理される。

- (10) 西濃運輸は、独立委員会は商法上、任意の機関であり、業務執行に関する権限を有していないため、「最終決定」を行  
わず、「勧告」を行うこと、「最大限尊重」という表現は、実質的には、取締役会が独立委員会の「勧告」に従うこと  
を意味しており、取締役の恣意が働く余地はないと説明している。

- (11) この株主には買収者も含まれる。

- (12) 買収者にはこれらの書類が交付されず、新株引受権を行使することはできない。

- (13) 新株予約権の効力は平成二〇年六月三〇日までの三年間であり、その後は見直される。

- (14) 七月一日、夢真HDがTOBを発表した当初の予定では、買付価格五五〇円、買付予定株数は三四九万株、買付期  
間は八月九日までであった。これに対し、日本技術開発は、七月一八日、基準日を八月八日とする一対五の株式分割を  
決議した。そこで、夢真HDはTOBの内容を変更した。変更後の買付価格は一一〇円、買付予定株数は当初の五倍、  
買付期間を八月一二日まで延長した。

- (15) 証券取引法第二七条の八第一項

- (16) 一方、日本技術開発は、敵対的買収対抗策としての株式分割の効力がなくなったため、同日、今年一〇月二五日を基  
準日として、一株につき一個の新株予約権を割当てる新たな買収防衛策を発表した。

(17) 判決では、本件の株式分割は「TOBが成功した場合の効果を、分割後の新株交付日以降に引き延ばすだけ」であり、

「著しく不公正な方法による新株発行」を禁じた商法一八〇条の一五以下の規定を類推適用できないとした。しかし、日本技術開発の行った株式分割について、「批判の余地がないではない」とし、TOB期間中の株式分割が常に認められるという訳ではなく、個別に妥当性が判断されることになろう。八月八日を基準日としておこなわれる日本技術開発の株式分割の新株交付日は一〇月三日である。

(18) 金融庁の判断では、分割後の新株を含むとしている。七月二九日の東京地裁の判決でも、これを支持しており、夢真HDは新株の買付けを予約することにより過半数の株式取得を目指す。

(19) 公開買付け(TOB)とは、証券取引法二七条の二第六項には、「この条において「公開買付け」とは、不特定かつ多数の者に対し、公告により株券等の買付け等の申込み又は売付け等の申込みの勧誘を行い、取引所有価証券市場外で株券等の買付け等を行うことをいう。」と規定している。

(20) 証券取引法二七条の六第三項「買付け等の価格の引下げ、買付予定の株券等の数の減少、買付け等の期間の短縮その他の政令で定める買付条件等の変更は、前二項の規定にかかわらず、行うことができない。」

(21) 近藤光男、吉原和志、黒沼悦郎『証券取引法入門』、商事法研究会、一九九五年、二〇一頁。

(22) 証券取引法二七条の一「公開買付者は、公開買付開始公告をした後においては、公開買付けに係る申込みの撤回及び契約の解除(以下この節において「公開買付けの撤回等」という。)を行うことができない。ただし、公開買付者が公開買付開始公告及び公開買付届出書において公開買付けに係る株券等の発行者の業務若しくは財産に関する重要な変更その他の公開買付けの目的の達成に重大な支障となる事情(政令で定めるものに限る。)が生じたときは公開買付けの撤回等を行うことがある旨の条件を付した場合又は公開買付者に関し破産手続開始の決定その他の政令で定



める重要な事情の変更が生じた場合には、この限りでない。」

(23) 近藤光男、吉原和志、黒沼悦郎『証券取引法入門』、商事法研究会、一九九五年、二〇一頁。

(24) 本件ではTOB期間中の買付価格の引き下げは行われなかった。上申書の受理によってTOB期間中の買付価格の引き下げが常に認められると解するのは、疑問である。

(25) 金融審議会は二八日、公開買付制度を議論する作業部会の初会合を開き、見直しを行うこととした。これに先立つ七月七日、自民党は、「公正なM&Aルールに関する提言」の中で、現行のTOBの問題点を指摘し、期間延長、買付価格の引き下げ、撤回についても条件付で認めるべきであるとしている。

(ふくもと あおい・客員研究員)

# 証研レポート既刊目録

|                            |     |                              |     |
|----------------------------|-----|------------------------------|-----|
| <b>No.1614 (2003.1)</b>    | 執筆者 | <b>No.1623 (2004.4)</b>      | 執筆者 |
| 日本の産業・企業再生の行方              | 二上  | 変わりつつある証券会社の人事制度             | 二上  |
| 日中の経済関係について                | 王   | 証券会社による企業再生アドバイザー業務の現状       | 松尾  |
| 米国のストックオプション制度とその問題        | 三木  | レギュレーションNMS                  | 吉川  |
| 初期のロンドン証券取引所               | 清水  | ーSECの全米市場システム改革案ー            |     |
| <b>No.1615 (2003.2)</b>    |     | 「レギュレーションNMS」に見る市場情報手数料      | 清水  |
| ドイツ取引所の上場制度再編              | 二上  | <b>No.1624 (2004.6)</b>      |     |
| ーノイエ・マルクト消滅の意味するものー        |     | 税制改革と債券市場の新たな展開              | 中島  |
| 機関投資家とオルタナティブ投資            | 三木  | ー解消した債券の「課税玉」と「非課税玉」の問題ー     |     |
| ITバブル期の米国企業金融              | 伊豆  | 証券会社による企業再生アドバイザー業務の現状(続)    | 松尾  |
| <b>No.1616 (2003.3)</b>    |     | 米国の内外証券投資について                | 伊豆  |
| 中国株式市場の問題点について             | 王   | 一九世紀イギリスの地方証券取引所             | 清水  |
| わが国の最良執行の現状について            | 三木  | <b>No.1625 (2004.8)</b>      |     |
| スーパーモンタージュ導入の影響            | 吉川  | 国債の補完供給制度と新現先方式のレポオペ         | 中島  |
| ーナスダックによる予備的分析ー            |     | 証券仲介業を巡る新しい動きについて            | 二上  |
| <b>No.1617 (2003.4)</b>    |     | 証券会社による再生ファンド関連業務とプリンシパル投資業務 | 松尾  |
| 東証、上場廃止基準を強化               | 二上  | SECのヘッジファンド規制案について           | 伊豆  |
| ー急がれる上場廃止銘柄の受け皿づくりー        |     | <b>No.1626 (2004.10)</b>     |     |
| 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  | 今後の証券業                       | 二上  |
| ナスダック・ドイチェラント              | 吉川  | ニューヨーク証券取引所のハイブリッド化          | 吉川  |
| ーナスダックの新たなヨーロッパ戦略ー         |     | ーNYSEダイレクト+の改訂拡張案ー           |     |
| 第一次世界大戦前後のロンドン証券取引所        | 清水  | 欧米の債券電子取引の現状について             | 清水  |
| <b>No.1618 (2003.6)</b>    |     | ユーロ債流通市場における価格情報インフラ         | 横山  |
| 欧米証券取引所の国際化について            | 伊豆  | <b>No.1627 (2004.12)</b>     |     |
| 欧州委員会による株式決済市場改革           | 吉川  | 国債発行方式の新たな展開                 | 中島  |
| 不正会計事件後のSECによる格付会社調査       | 清水  | ー国債市場特別参加者制度の創設についてー         |     |
| <b>No.1619 (2003.8)</b>    |     | シンジケートローンと普通社債               | 松尾  |
| オプション取引の社会的意義と投資家保護        | 二上  | 国際収支不均衡とその対応策                | 伊豆  |
| 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  | 社債市場の透明性                     | 横山  |
| 米国の「双子の赤字」と国際資本移動          | 伊豆  | ーIOSCO報告書を中心にー               |     |
| クリアネットとLCHの合併              | 吉川  | <b>No.1628 (2005.2)</b>      |     |
| ーユーロネクストのロンドン証券取引所包囲網ー     |     | 証券販売チャネルの今後                  | 二上  |
| <b>No.1620 (2003.10)</b>   |     | ーイギリスの経験ー                    |     |
| 株券不発行制度の導入                 | 二上  | 人民元の切り上げをめぐる                 | 伊豆  |
| ー変貌する有価証券制度ー               |     | ドイツ取引所のロンドン証券取引所買収提案         | 吉川  |
| 米国のDIPファイナンス制度と現状          | 松尾  | ニューヨーク証券取引所のスペシャリスト問題について    | 清水  |
| 株価指数とは何か                   | 吉川  | <b>No.1629 (2005.4)</b>      |     |
| ーMSCIジャパン指数先物の取引停止ー        |     | 政府短期証券・短期国債の現先売買と発行時源泉徴収制度   | 中島  |
| 地域通貨の機能は何か                 | 清水  | 地方再生における産業再生機構の役割            | 松尾  |
| <b>No.1621 (2003.12)</b>   |     | レギュレーションNMSの決着               | 吉川  |
| 発展途上国の株高の背景について            | 伊豆  | ーSECによる全米市場システム改革ー           |     |
| ユーレックスvsシカゴ                | 吉川  | アーキベラゴとパシフィック証券取引所の経営について    | 清水  |
| ーユーレックスのアメリカ市場参入ー          |     | <b>No.1630 (2005.6)</b>      |     |
| アメリカの市場情報課金のあり方について        | 清水  | コーポレート・ガバナンスの新たな展開           | 二上  |
| ー市場情報に関するSEC諮問委員会レポートよりー   |     | ブレントウツ体制の「復活」?               | 伊豆  |
| <b>No.1622 (2004.2)</b>    |     | ーアメリカの対外不均衡をめぐるー             |     |
| 税制改革は債券市場に如何なる影響を与えているか    | 中島  | 米国株式市場の再編                    | 吉川  |
| ー平成11年以降の債券税制改革についてー       |     | ーポスト・レギュレーションNMSー            |     |
| 施行を前にした証券仲介業制度             | 二上  | 米国社債・地方債に係る取引結果情報公表のリアルタイム化  | 横山  |
| 国際銀行業の「ローカル化」について          | 伊豆  |                              |     |
| インターナショナル・セキュリティーズ・エクスチェンジ | 吉川  |                              |     |
| ー急成長したアメリカの電子オプション取引所ー     |     |                              |     |

**詳説現代日本の証券市場** 2004年版

日本証券経済研究所編

A 5判 307頁 2,625円 送料 290円

**図説アメリカの証券市場** 2005年版

日本証券経済研究所編

A 5判 359頁 3,255円 送料 340円

**図説イギリスの証券市場** 2005年版

日本証券経済研究所編

A 5判 217頁 2,310円 送料 290円

**図説ヨーロッパの証券市場** 2004年版

日本証券経済研究所編

A 5判 280頁 2,940円 送料 290円

**図説アジアの証券市場** 2004年版

日本証券経済研究所編

A 5判 207頁 2,415円 送料 290円

**図説EUの証券市場** 1999年版

日本証券経済研究所編

A 5判 217頁 2,310円 送料 290円

**証券ビジネスの再構築**

証券経営研究会編

A 5判 255頁 2,520円 送料 290円

**証券会社の組織と戦略**

証券経営研究会編

A 5判 291頁 2,940円 送料 340円

**金融市場の変貌と証券経営**

証券経営研究会編

A 5判 238頁 2,415円 送料 290円

**株式投資収益率** 2004年

日本証券経済研究所編

CD-ROM(Excel版) 12,600円 送料 180円

**Securities Market in Japan 2004**

日本証券経済研究所編

菊判 383頁 3,360円 送料 340円

**近年の証券規制を巡る諸問題**

証券取引法研究会編

A 5判 211頁 2,940円 送料 290円

**市場改革の進展と証券規制の課題**

証券取引法研究会編

A 5判 219頁 3,045円 送料 290円

**金融システム改革と証券取引制度**

証券取引法研究会編

A 5判 279頁 3,360円 送料 340円

**欧米における証券取引制度の改革**

証券取引法研究会国際部会編

A 5判 253頁 3,360円 送料 290円

**証券取引における  
自己責任原則と投資者保護**

証券取引法研究会国際部会編

A 5判 236頁 3,262円 送料 290円

**コーポレート・ガバナンス**

ーアメリカ法律協会「コーポレート・  
ガバナンスの原理：分析と勧告」の研究ー  
証券取引法研究会国際部会訳編

A 5判 291頁 4,077円 送料 340円

**二元的所得税の論点と課題**

証券税制研究会編

A 5判 259頁 2,730円 送料 290円

**北欧諸国の租税政策**

ビーター・バーチ・ソレンセン編 馬場義久監訳

A5判 260頁 3,990円 送料290円

**資産所得課税の理論と実際**

日本の資本市場と証券税制研究会編

A 5判 279頁 2,940円 送料 340円

**日本の金融持株会社**

金融持株会社研究会編

A 5判 170頁 2,100円 送料 290円

**ドイツ  
第四次資本市場振興法の概要**

日本証券経済研究所訳編

A 5判 112頁 1,680円 送料 210円

証研レポート第一六三二号  
二〇〇五年八月八日発行

(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

2005年 8 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)