



レポート

No.1633

2005年12月

レポは売買か貸借か
～レポの法律上の扱いについて～

中島 将隆（1）

DDSと企業再生

松尾 順介（13）

全米市場システム（NMS）とトレード・スルー

清水 葉子（25）

夢真HDの日本技術開発に対する敵対的買収事件が示したもの

～買収防衛策としての株式分割の役割と現行TOBの問題点～ 福本 葵（34）

レポは売買か貸借か

レポの法律上の扱いについて

中島 将隆

1 レポの法的性質をめぐる論争

レポの経済機能は、債券と資金を一定期間、交換する取引である。一定の期間が経過すれば、予め定めた価格で買い戻すという取引であり、経済的にはきわめて単純な取引である。そして、この経済機能は、レポ取引が始まった時から今日まで、いささかも変化していない。

ところが、経済的には極めて単純な取引であるが、法律上の扱いは複雑である。レポの経済機能は売買形式による担保付ローンであるが、法律上、売買として扱うべきか、貸借として扱うべきか、不明確である。今日までのところ、レポの統一的な法理論はない。レポの法的性質を貸借と決めつければ相手方倒産の場合、担保の処分が不可能となり信用リスクが発生する。レポが売買であれば債券は価格変動するから信用エクスポージャーが発生する。また、レポを貸借（金融）とすれば、レポ収益は利子扱いとされ課税上の問題が発生する。レポの法的性質は、売買か貸借か、この論争は古くて新しい問題である。まず、アメリカでの論争を振り返ってみよう。

(1) ロンバート・ウォール社の倒産と破産法の改正

レポ取引が典型的な発達を遂げたアメリカで、レポの信用リスクが明確に意識されたのはファイナンシャル・コーポレーションが倒産した一九七五年であった。しかし、この時点ではレポ取引が「売買か貸借か」、法律上は曖昧なままであった。ところが、一九八二年八月、ロンバート・ウォール社の倒産によって、この問題を曖昧にすることが出来なくなった。担保の処分を巡って訴訟が起こり、裁判所はレポが「売買か貸借か」判断を求められたのである。裁判所は、「レポは担保付借入であって証券の売買ではない」と判決を下した。この判決はウォール街に大きな衝撃を与えた。何故なら、一九七八年の改正破産法では担保の処分を停止する自動停止条項が設けられたからである。レポの法的性格が貸借であれば自動停止条項が適用される。この判決が出る前までは、ウォール街は相手方が倒産した場合、担保を売却することが出来る、それも直ぐさま出来るとの前提で営業してきたからである。

ロンバート・ウォール社の担保を巡る裁判の結果、レポ取引は自動停止条項が適用されることになりレポ市場は縮小した。政府証券ディーラーは担保の処分を可能にするため破産法の改正を要求する運動を開始した。レポ市場が縮小すると、国債の市場流動性が低下する。連邦準備制度はこの危険性を十分に理解していた。連邦準備制度はディーラーの要求を応援し議会に破産法の改正を働きかけたのである。

ディーラーの要求を受けて、一九八四年、ついに破産法が改正された。破産法上、レポは売買とされたのである。すなわち、米国連邦破産法第一条に基づく破産手続きを行った場合、破産ディーラーと行ったレポ取引の担保証券については、資金の出し手は担保証券を売却して清算できるようになったのである。破産法の改正はアメリカのレポ市場に決定的な影響を与え、レポ市場は急速に拡大していく。破産法の改正は、チャプターイレブ

ンとして人口に膾炙されている。チャプターイレブンによって、レポ取引の信用リスクは回避することができた。レポ取引の最大の特徴である複合的性質は、破産法の改正によって明確に規定されたのである。「破産法の改正が無ければレポ市場は今日のように拡大しなかった」、この点については、全ての市場関係者が共通して認めるところである。

(2) カリフォルニア州オレンジ郡の訴訟

レポ取引の法的扱いについては、一九九四年一二月、再び訴訟がおこされた。カリフォルニア州オレンジ郡がレポ取引で破産した。同郡とレポ取引を行っていた金融機関はレポ契約に基づいて担保証券を売却したが、これに対してオレンジ郡は担保証券の売却は破産法に違反する、と訴訟を提起したのである。一九八四年の問題が再び蒸し返された。オレンジ郡の破産申請は破産法第一条(チャプターイレブン)ではなく、地方公共団体の債務整理を定めた第九章に基づいて行われた。オレンジ郡の主張は、チャプターイレブンは事業会社の再建型倒産手続きを定めたものであり地方公共団体はこの規定に服さない、従って、金融機関には担保を処分する権利が無い、という主張である。この裁判の結末は、今日までのところ不明である。しかし、この問題についてSECは声明を出し、破産法第九条ではレポ取引の担保の処分について明示されてはいないが、チャプターイレブンの規定は全ての法人組織に適用される規定であること、担保の処分を認めなければ金融市場にシステミックな障害を与える、と声明書の中で述べている。

レポが破産法上は売買とされたのは、金融市場のシステミックリスクを回避するためであり、国債市場の流動性を向上させるためであった。

(3) レポ収益に対する課税問題

日本ではこれまでレポの法的性質を巡る論争は無かった。何故なら、日本のレポである現先取引は、債券の条件付売買として扱われてきたからである。昭和十一年、大蔵省の通達によって、現先は債券の条件付売買として、証券取引法上の正規の業務として公に認められた。仮に、現先が貸借（金融）として扱われると、証券会社は現先売買を行うことが出来ない。銀証分離の原則が証券金融行政の根幹となっていたからである。銀行業務と証券業務は峻別され、証券会社は銀行類似業務を営むことが厳禁されていたからである。証券会社の買い現先が行政指導によって禁止されたのも、買い現先は資金の流れから見ると証券会社の資金貸付と同じ性質をもつ取引であり、銀行の貸付業務と類似するからであった。

レポ収益（現先取引の収益）に対する課税の扱いについても売買として扱われていた。現先は売買であるから、現先売買には有価証券取引税が課税され、レポ収益に対し源泉徴収されることは無かった。レポ収益は売買差益であり、貸付金に対する利子収益として扱われることは決して無かったのである。但し、国税庁の内部処理では、現先を貸付として扱っていたようである。しかし、これとて統一的な扱いではなく、売買として処理することも認めていたのである。従って、日本ではレポの法律上の扱いについて議論する余地は無かった。レポは売買として扱われてきたからである。

ところが、平成十四年八月、国税庁は住友信託銀行が行った平成十二年一月から平成十三年六月分のレポ取引について、レポ収益に源泉徴収を行った。国税庁の課税根拠は、レポは貸付であり、レポ収益は貸付金の利子に相当するものである。具体的には、住友信託銀行が非居住者に支払ったレポ収益は、所得税法第一六一条六に該当するものであり、貸付金の利子に相当する、というものである。

前述したように、これまでレポ収益に対する課税が問題になることは無かった。レポは売買として扱われてきたからである。従来とは異なる扱いに對して、住友信託銀行は当然のことながら異議を申し立てることになった。日本ではじめてレポの法的性質を巡って本格的な論争が開始されたのである。この論争における問題の核心は、レポ取引の特徴をどのように理解するか、と言う点にある。何故なら、レポは売買と貸借の二つの性質を持つ複合的な取引という特徴を持つからである。そこで、以下では、レポ取引の特徴を概観し、レポ収益に対する課税問題の視点を考えてみたい。

2 レポ取引の特徴

(1) 何故リスク最小の取引形式か

レポの経済機能は極めて単純で、一定の期間、債券と資金を交換する取引である。一定の期間が過ぎれば、予め定めた価格で買い戻す有担保の取引である。債券と資金は、相互に担保となっているのである。

経済的には極めて単純な取引であるが、実はこの交換には大きなリスクが内在している。まず、価格変動リスクである。債券の市場価格は絶えず変動する。金融が逼迫すれば債券価格は下落して、資金の出し手にとっては債券の価値は担保割れになる。取引開始時点では等価交換であっても、債券価格の下落によって担保割れとなり等価交換でなくなる。

次に、この交換には信用リスクが内包している。相手方が倒産の場合、担保を処分することが出来なければ資金を回収することが出来ない。

レポ取引の特徴は、この二つのリスクを回避する手段が整えられている点にある。まず、価格変動リスクはマ

ージン・コールによって回避される。取引当事者は日々、担保の値洗いをし、担保の市場価格が変動していればマージン・コールによって債券と資金が等価交換となるように調整する。また、価格変動を事前に織り込んでマージンやヘアカットなどリスクコントロール条項を設けている。次に、信用リスクに対しては、相手方が倒産の場合、他の債権債務と切り離し、担保を処分することが出来る仕組みになっている。また、クローズ・アウト・ネットティングによって信用リスクを軽減している。

このように、レポ取引では価格変動リスクと信用リスクを回避する仕組みが整備されている点に大きな特徴がある。価格変動リスクと信用リスクの二つが回避されているからこそ、レポ取引はリスク最小の取引といわれているのである。

(2) レポ取引の特徴は複合的な取引である

レポ取引では、価格変動リスクを回避するためマージンやヘアカット・担保の値洗いやマージン・コールなどリスクコントロール条項が設けられていた。ところで、レポ取引が売買取引であれば、このようなリスクコントロール条項は設けることが出来ない。売買であれば、相手方に所有権が移行するから、売却した債券がどのような市場価格となっても売り手にとっては無関係である。有担保の貸借取引であれば、担保割れは最大の問題になる。担保割れが生じないようにするため、リスクコントロール条項が設けられているのであった。従って、レポ取引は貸借取引という性質を持っているのである。担保の差し替え（サブステイチューション）やクローズ・アウト・ネットティングについても、貸借取引であるからこそ可能であり、売買であれば不可能である。

他方、レポ取引では相手方が倒産の場合、担保の処分が可能であった。担保の処分は所有権の移転が無ければ

不可能である。つまり、売買でなければ担保を処分することが出来ない。従って、レポ取引は売買という性質を持つているのである。

以上にみてきたように、レポ取引は売買と貸借の二つの性質を持つ複合的な取引という点に最大の特徴がある。レポは売買でもなければ貸借でもない、二つの性質を併せ持つ固有の取引である。

レポの経済機能は今も昔も変わらない。経済機能は債券と資金の交換である。レポ取引で何が変わったかといえば、レポ取引に内在するリスクを人々が次第に明確に理解するようになったということであり、内在するリスクを軽減するためにレポ取引の制度を整備してきた、と言うことである。表1は、レポ取引に内在するリスクがどの時点で明確に意識されるようになったか、そして、リスク回避のために如何なる市場慣行と制度整備が行われたのか、を整理したものである。表1が示すことは、レポ制度の歴史とは取引に伴うリスクを軽減する歴史である、という点である。

3 レポの法律上の扱いについて

(1) 統一的な法の扱いは無い

レポは売買でもなければ貸借でもない、売買と貸借の二つの性質を持つ複合的な性質の取引であった。レポ取引が典型的に発達したアメリカでは、レポの標準契約書が作成され、この標準契約書が国際標準の契約書の基本となっている。レポが二つの性質を持つ取引であること、二つの性質を持つが故に生じてくる問題があること、取引当事者の間にトラブルが発生することを防止するためには標準契約書が必要であること、こうした問題を明確にし資金提供者の権利を守るためにレポの統一的な標準契約書が作成されたのであった。レポは複合的な性質を

表1 政府証券ディーラーの倒産とレポ取引制度の整備（米国）

年	レポの市場慣行と取引制度の整備
1918	連邦準備制度は金融調節のため1918年にBAディーラーとレポを開始
1950年代	民間部門におけるレポ取引開始
1957	- 通貨検査官はレポが担保貸付として取り扱われるべきと定める（7月） 1956年以前のコール・レポートでは銀行はレポを所有債券の売買と報告し「販売契約」あるいは「後渡契約」と称していた - 通貨監督官がレポを担保付貸付と定めてから銀行はレポを貸付として報告するようになったが、ディーラーは売買或いは貸付として扱い統一されていなかった
1970年代	・1970年代中頃以降、国債大量発行の開始とレポ取引の増加
1975	- フィナンシャル・コーポレーションの倒産 - レポ取引のリスクが始めて認識されたが制度上の整備は講じられなかった
1982	- ドラスディール・ガバメント証券の倒産（5月） - レポ取引における経過利子の扱いが不透明であった。不透明性を利用して投機的売買が行われた。この倒産を契機にレポ取引の制度改革が開始される - コマーク社の倒産（6月） - ロンバート・ウォール社の倒産（8月） - 担保の処分を巡ってレポの法的性格が裁判で問われレポ取引の信用リスクが明確に意識される。 - 裁判所はレポ取引が貸借であると判決を下し破産法の自動停止条項によりレポ取引は激減する。 - Fedはレポ取引の担保に用いる債券の価格には経過利息を含めることを命じる（10月）
1983	・公社債協会PSA（Public Securities Association）の設立
1984	- ライオン・キャピタル社の倒産（2月） - 同一の証券が複数の担保として用いられ、ディーラーの倒産によってレポ取引の担保となった証券が誰に帰属するかが争われた。 - 連邦破産法の改正 - 破産法11条に基づく破産手続きを行った場合、レポ取引を自動停止条項の対象としない
1985	- ESMガバメント証券の倒産（3月） - 同一の債券を複数の担保に利用したことが判明する - ベビル・プレスラー・アンド・シュールマン証券の倒産（4月） - レポ取引で「取引コスト」を節約するため証券の名義変更を行わなかった。取引相手の貯蓄貸付組合は証券の名義変更が行われていなかったため経営破綻し国債市場が不安定となる。 - 連邦金融機関検査委員会は債券貸借取引に関する監督方針を設定（5月）
1986	- 公社債協会のレポの標準契約書作成（PSAのMaster Agreement）（2月） - 統一されたレポ取引の法的基準の制定 - PSAのMaster Agreementは国際標準の契約書となる - 国債法の制定（Government Securities Act of 1986）（10月） - 政府証券ディーラーの不正取引を防止するための法的整備（経過利息を含めた価格付け、ヘアカットの標準化、担保の値洗い、マージン、ネットティグ）

（注） Marcia Stigum "The Repo and Reverse Markets" 1989 Richard D. Irwin, Inc. 榎原英資監訳笠原宏記『レポ・リバース市場—貸し債券市場の実務』（東洋経済新報社 1990年）14・42・48～49・145～148・160・164頁、Ellen Taylor "Trader's Guide to the Repo Market" 1995 Asset International Inc. 日本興業銀行総合資金部訳『レポ市場ガイド—米国取引の実際』（金融財政事情研究会 1997年）28・58～64頁、ルイ・ロス著日本証券経済研究所証券取引法研究会訳『現代米国証券取引法』商事法務研究会 1989年 1363頁より作成

持った取引であるから、法律上の扱いは統一されていない。ある法律では売買として扱われ、別の法律では貸借として扱われている。法律の趣旨に従って扱いが異なっているのである。

表2は、アメリカにおけるレポの法律上の扱いを比較したものである。破産法では、前述したように、レポは売買の扱いとなった。レポが貸借であれば自動停止条項が適用され、資金の提供者は担保の処分が不可能になる。担保の処分が不可能になれば、レポ市場は縮小する。レポ市場が縮小すると国債の流動性が低下して流通市場が麻痺する。レポ市場を育成して国債の流動性を高めるため、議会は破産法を改正し、レポを自動停止条項の適用除外としたのであった。

会計処理法をみると、証券会社や商業銀行はレポを金融取引として処理している。レポの経済機能は資金取引であるから、経済実態に即した扱いとなっている。しかし、連邦準備制度の場合は売買取引と

表2 レポ取引の法律上の扱い（米国）

PSAの標準契約書 ⁽¹⁾	買戻し条件付売却（金銭消費貸借の売買契約）
会計処理法 ⁽²⁾	証券会社、商業銀行は金融取引として処理
連邦準備制度の扱い ⁽³⁾	連邦準備制度は売買取引として処理
税法 ⁽⁴⁾	担保付ローンと認定
レポ収益の非居住者に対する課税 ⁽⁵⁾	取引期間が183日未満およびポートフォリオ利子に該当する場合は源泉徴収免除
連邦証券法 ⁽⁶⁾	有価証券の売買として詐欺防止条項を適用
連邦破産法 ⁽⁷⁾	破産法第11条の再建型倒産手続きに従う場合、レポは自動停止条項の適用除外とする（Bankruptcy Code CH11）

- (注) 1. PSA (Public Securities Association) の標準契約書は、1985年のPSA年次報告書に全文が掲載されている。PSAはその後、TBMA (The Bond Market Association) に改称され、標準契約書はTBMAのホームページに全文が掲載されている。TBMAの標準契約書はISMA (International Securities Market Association) 標準契約書と統一され、TBMA/ISMAのGMRA (Global Master Repurchase Agreement) である。この標準契約書の全文はTBMA、ISMAのいずれのホームページにも掲載されている。
2. 監査法人トーマツ監訳『アメリカ金融機関・会計実務ハンドブック』中央経済社 (1993) 617頁
3. 連邦準備法は民間金融機関からの有担保貸付や借入を認めていない。Marcia Stigum "The Repo and Reverse Markets" 1989 Richard D. Irwin, Inc. マーシャ・スティガム著榎原英資監訳笠原宏訳『レポ-リバース市場-貸し債券市場の実務』東洋経済新報社 1990年 23頁参照。
- 4・5. 日本証券業協会調べ
6. ルイ・ロス著日本証券経済研究所証券取引法研究会訳『現代米国証券取引法』商事法務研究会編 1989頁
7. 連邦破産法 §101 (47)、§362 (b) (7)

して処理している。アメリカのレポ論争において、連邦準備制度は一貫して売買説の立場を取ってきた。ニューヨーク連邦準備銀行はレポ市場を通じて公開市場操作を行っているが、連邦準備銀行には加盟銀行に対する公定歩合での貸付以外には民間企業と金銭の貸借をする法的権限がない。このため、連邦準備制度はレポオペの法的性格について一貫して売買説を取っているのである。

連邦証券法では詐欺防止条項を適用するためレポを売買として扱っている。『現代米国証券取引法』では次のように述べている。「伝統的な買戻条件約定書の経済的実質をみると、それらはそれ自体別個の証券ではないことを示している。しかしながら、連邦証券諸法の目的にとつては、それらが関連する合衆国政府証券の購入と売却を含むものとみなされる。その結果、連邦証券諸法の詐欺禁止規定は、伝統的な買戻条件約定に関連して生ずる合衆国政府証券の売付申込、売付および購入に対して適用されることになる」(八九頁)。

レポは売買か貸借か、統一的な法律上の定めはない。また、統一的に定める事が不可能である。レポは売買でもなければ貸借でもない、複合的な取引という点に最大の特徴があった。今日までのところ、複合的な取引に関する法理論が体系的に構成されていない。従つて、レポに関する法の扱いを統一する必要も無い。法律上の扱いについては売買とか貸借という用語にとらわれないうで、「当事者の真に意図するところに適応した法律構成」(我妻栄『新訂 担保物件法(民法講義Ⅲ)』岩波書店 一九六八年 六一四頁)が望ましいのである。

(2) クロスボーダー・レポのレポ収益に対する課税問題について

日本での論争はクロスボーダーのレポ収益に対する課税問題であった。こうした問題について我妻先生が示唆される「当事者の真に意図するところに適応した法律構成」とは、どのような構成となるだろうか。

ここに国際決済銀行の報告書がある（「中央銀行にとってレポが有するインプリケーション」一九九九年）。この報告書はレポ市場の重要性を繰り返し強調し、「健全で効率的なレポ市場を支える市場慣行」として多くのインフラ整備や市場慣行の整備をあげ、特にクロスボーダー・レポについては次のように述べている。「クロスボーダー・レポにおける税のハーモナイゼーションの欠如は、市場分断と新規参入減少を招くかもしれない」（日銀訳 二六頁）。

クロスボーダー・レポのレポ収益については、諸外国は全て源泉徴収免除の扱いとなっている。長らくの間、非居住者が日本のレポ市場に参入しなかったのは、日本版レポ（現金担保付債券貸借取引）が非常に解りにくい取引構造であったこと、加えて、レポ収益に対する税の扱いが不透明だという点にあった。筆者は一九九九年一〇月、日本版レポ市場（現金担保付債券貸借市場）についてウォール街はどのように考えているか、聞き取り調査を行った。ウォール街のレポディーラーの回答は共通していた。日本版レポは解りにくいこと、そして、レポ収益に対する税の扱いの不透明性を指摘した。従って、日本とのレポ取引は消極的にならざるをえない、ということであった。

平成一三年に新現先が創設されたのは、クロスボーダーのレポ市場を創設するためであった。クロスボーダーのレポ市場を創設しても、税のハーモナイゼーションが欠如していれば新規参入の障害になる。円の国際化を進めるのであれば、また、国債市場の流動性向上を目標とするのであれば、そもそも、クロスボーダーのレポ収益に対する課税は議論の対象外である。新現先を創設した当事者の真の意図するところは、クロスボーダーのレポ市場を育成する点にあったことを今一度、想起する必要があるだろう。

参考文献

- ・ Marcia Stigum "The Repo and Reverse Markets" 1989 Richard D. Irwin, Inc. マーシャ・ステイガム著榊原英資監訳等原宏訳『レポ・リバース市場―貸し債券市場の実務』東洋経済新報社 一九九〇年
- ・ Frank J. Fabozzi, Editor "Securities Lending & Repurchase Agreements" Pennsylvania 1997
- ・ Bank for International Settlement "Implications of repo markets for central banks" 1999 日本銀行訳『中央銀行にとってレポ市場が有するインプリケーション』(国債決済銀行 グローバル金融システム委員会 ワーキンググループ報告書 バーゼル一九九九年三月九日)
- ・ ルイ・ロス著日本証券経済研究所証券取引法研究会訳『現代米国証券取引法』商事法務研究会 一九八九年
- ・ 高木新二郎『アメリカ連邦破産法』商事法務研究会 一九九六年
- ・ 中島将隆「現先は売買か貸借か」『インベストメント』第五〇巻第三号 一九九七年六月
- ・ 大寺廣幸「カリフォルニア州オレンジ郡の破産」『郵政研究所月報』一五〇号 二〇〇一年三月
- ・ 中島将隆「レポとは何か(下)」『甲南経済学論集』第四五台第三号 二〇〇四年一二月

(なかじま まさたか・客員研究員)

DDSと企業再生

松尾 順介

はじめに

従来、株式と負債は、企業会計においても、資金調達面でも、相異なるものとされてきたが、近年株式種類が多様化し、また負債も優先順位をさまざまに設計できるようになってきており、両者は水と油のように明確に二分されるのではなく、むしろ権利内容や優先順位によって、段階的に区分されるものとなってきているように思われる。つまり、株式では、優先株式、後配株式、子会社業績連動型トラッキング・ストックなどが発行され、また負債でも、新株予約権付社債、劣後債またはローンなどがあり、メザニンと呼ばれている。さらに、デット・エクイティ・スワップ（DES）の普及によって、株式と債権とを区別してきた障壁は低くなっており、今後シンジケート・ローンやローン流通市場が拡大すれば、社債と融資の区別も明確でなくなってくる可能性もある。また、デット・デット・スワップ（DDS）によって、債権内部の優先順位も固定的ではなくなっている。

このように、近年の金融手法の多様化は、株式・負債の二分法を崩しているように見受けられるが、これらの変化は、企業再生手法の多様化をもたしている。というのは、支払い不能に陥った企業では、債権者や株主の権利内容が鮮明化し、当該企業を再生するためには、それらの権利内容を変更せざるを得ないからである。

本稿では、このような多様化の中から、DDSを取り上げ、この手法が企業再生において果たす役割を検討する。

1 DDSについて

DDSとは、「債権者が債務者に対して保有する既存の債権を、別の条件による債権に変更すること」と定義される。実際には、「金融機関等が既存の貸出金を他の債権よりも条件の劣後する貸出金や債権に変更すること」⁽¹⁾、つまり「債務の劣後化」であり、企業再生手法のひとつとされる。具体的には、銀行が債務超過企業の貸出金の一部あるいは全部を劣後債権に変更することで、当該企業の財務リスクを促進する。ここで重要なことは、劣後債権も債権であり、借入金であるので、負債比率には変わらないが、劣後債権が資本とみなされることである（図表参照）。

二〇〇四年に改訂された金融検査マニュアルでは、資本的劣後ローンによるデット・デット・スワップ（DDS）として、「金融機関が、中小・零細企業向けの要注意先債権（要管理先への債権を含む）を、債務者の経営改善計画の一環として資本的劣後ローンに転換している場合には、債務者区分等の判断において、当該資本的劣後ローンを資本とみなすことができることとする」⁽²⁾とされた。これによって、DDSは企業再生手段として、位置づけられるようになった。

DDSについては、多額の中小企業向け債権を有する商工中金などの政府系金融機関も検討していたようであるが、何よりも金融庁が積極的に導入を支援したと報じられている。⁽³⁾とくに、議論の発端となったのは、金融庁内に設けられた

図表 DDSによる資本構成の変化

DDS以前の資本構成

実際の資産価値	負債
債務超過部分	
	自己資本

⇒

DDS後の資本構成

実際の資産価値	負債
債務超過解消	劣後債権
	自己資本

資本

⇒

再生進展段階

実際の資産価値	負債
↓ 資産価値増加	劣後債権
	自己資本

「新しい中小企業金融の法務に関する研究会」が、二〇〇三年七月に報告書を発表し、そこでDDSについて検討課題として取り上げたことであらう。

ここでDDSが注目されたのは、中小・零細企業では、大企業のように債権放棄やデット・エクイティ・スワップ（DES）が採用されにくいためである。まず、債権放棄が採用されにくいのは、①債権放棄の場合、経営者の経営責任が問われかねないが、中小企業では事業と経営者は不可分の関係である場合が多く、経営責任追求による経営者の退任は、事業の存立基盤の瓦解を意味する、②中小・零細企業の場合、繰延欠損金が留保されていないため、債務免除益に対する課税が発生する場合がある、などである。次に、DESが採用されにくいのは、①大企業の場合、金融機関が取得した株式を売却できる可能性はあるが、中小企業の場合、転換された株式には流動性がないため、金融機関がDESに応じる可能性は低い、②企業側も金融機関が大株主になることに抵抗感が強い場合が多い、③DESによって、資本金⁽⁴⁾あるいは自己資本比率が高まると、中小・零細企業に適用される課税上の恩典が適用されなくなる、などの要因があるためである。⁽⁵⁾

しかし、DDSの場合、①金融機関は株式を取得せず、将来返済を予定される劣後ローンを有する、②経営者の退任による事業基盤の破損は生じない、③会計・税務上の資本は変わらず、中小法人としての恩典は維持できる、などのメリットがある。したがって、金融検査マニュアルの取扱い如何によって、債務削減や債務者区分の引き上げが期待できるとともに、不良債権の削減につながると考えられたのである。

そこで、金融庁は二〇〇三年一二月、資本的劣後ローンを資本とみなす、金融検査マニュアル改定案を発表し、翌二〇〇四年二月に改訂したマニュアルを発表した。また、このような金融庁の動きと呼応して、第二地方銀行協会は「中小企業金融におけるデット・デット・スワップおよびコベナントの活用（新業務対応ワーキンググル

「報告書」）をとりまとめ、DDSの実務対応を促した。

2 金融検査マニュアル上のDDSの要件

上記の金融検査マニュアルにおいて、DDSの要件が定められた。

第一に、対象債権は、金融機関の中小・零細企業向けの要注意先債権（要管理先債権をも含む）であることとされている。ただし、ここである中小・零細企業とは、「中小企業基本法」で定められた中小企業者およびこれに準じる医療法人、学校法人等となっており、出資比率や経営状況から見て大企業の関連会社と認められる企業は除かれる。

第二に、資本的劣後ローンの契約について、（イ）資本的劣後ローンの返済（デフォルトによらない）については、転換時に存在する他の全ての債権及び計画に新たに発生することが予定されている貸出債権が完済された後に開始すること、（ロ）債務者にデフォルトが生じた場合、金融機関の資本的劣後ローンの請求権の効力は、他の全ての債権が返済された後に生じること、（ハ）債務者が金融機関に対し財務状況の開示を約していること及び、金融機関が債務者のキャッシュフローに対して一定の関与ができる権利を有していること、（ニ）資本的劣後ローンが（ハ）その他の約定違反により、期限の利益を喪失した場合には、債務者が当該金融機関に有する全ての債務について、期限の利益を喪失すること、とされている。

第三に、合理的かつ実現可能性が高い経営改善計画と一体として行われることが必要であるとされている。ここでいう、合理的かつ実現可能性が高い経営改善計画とは、「信用リスク検査用マニュアル」別表一・（三）③によるものとされ、概略次のように規定されている。開始後一年未満で実績がない段階では、（イ）支援を実施す

る債権者全員の同意が得られていることを何らかの文書等で確認できること、(ロ) 再建計画が概ね五年以下であること、(ハ) 計画終了後、当該債務者の債務者区分が原則として正常先となる計画であること、(ニ) 債権放棄、現金贈与を求める計画でないこと、などである。なお、計画が実行段階に入り、実績を確認できる場合、計画策定時に「破綻懸念先」であっても、その後の計画の進捗状況が良好であれば、要注意先とされ、D D Sの実施が想定されている。

第四に、金融機関において当該資本的劣後ローンの引き当てにつき、その特性を勘案し、会計ルールに基づいた適切な引当を行うこととされている。たとえば、市場価格のない株式の評価方法を踏まえて算出するなどの方法が挙げられ、企業会計基準委員会または公認会計士協会において引当のルールが明確化された場合には、当該ルールに則り取り扱うものとする⁽⁶⁾ことが定められている。なお、日本公認会計士協会が二〇〇四年一月二日に「銀行等金融機関の保有する貸出債権が資本的劣後ローンに転換された場合の会計処理に関する監査上の取扱い」を公表した。そこでは、D D S後の貸出債権を従前の取得原価または償却原価のまま「貸出金」として処理し、交換損益は認識しないとした上で、次の方法で引当を行うことを示した。①発生が見込まれる損失見積額により貸倒見積高を算定する方法であり、原則法として(イ) 債務者の倒産確率及び劣後性を考慮した倒産時損失率に基づく予想損失率により算定する方法、(ロ) 元本回収及び利息の受取りに係るキャッシュフローを劣後性を考慮して合理的に見積もり、D C F法により算定する方法、という二つの方法を挙げている。ただし、簡便法として、上記(イ)(ロ)のそれぞれについて、優先・劣後関係を考慮せずに算出した、倒産時損失率や予想損失率を用いる方法を提示している。他方、②市場価格のない株式等に準じて貸倒見積高を算出する方法であり、資本的劣後ローンの回収可能額をゼロと算定し、取得原価又は償却原価と同額を貸倒見積高として算定する方法を提

示している。

3 企業再生におけるDD S

前述のように、金融検査マニュアルが改訂されたことを受けて、企業再生の場面でDD Sが採用されるようになってきている。以下、新聞報道やプレスリリース等をもとにDD Sの事例を見てみよう。

まず、二〇〇四年三月、商工組合中央金庫は、東京都中小企業再生支援協議会と連携して再生計画の策定を支援している東京都内の金属製品メーカー向けの数千万円の通常債権を劣後債権に切り替えた。これがDD Sの第一号案件といわれている。この案件では、商工中金はDD Sスキーム（法律事務所によるリーガルチェックと監査法人によるアドバイスを受け、スキームと契約書を作成）を含む、再生支援策を策定し、支援協議会の評価を受けるとともに、当該企業の承認を得るという役割を果たしている。また、支援協議会は当該企業の資産評価を行ったうえで再生計画策定を支援するとともに、地銀を含む取引金融機関の調整を実施するなどの役割を果たしたとされている。この案件における劣後貸出金の主な内容は下表の通りである。

次に、第二号案件は、同年三月、トマト銀行が岡山県内の中小企業に対して実施したものである。当該企業は、二億円の債務超過企業であるものの業績低迷期を脱し、ここ数年は利益を計上している。トマト銀行は、同社向け通常債権二億円を劣後債権に切り替えた

(1) 法的性質	・ 条件変更契約
(2) 保証人	・ 代表者を含めて保証を免除する
(3) 担保権の適用	・ 根抵当権を含めて担保権を適用しない
(4) コバナンツ（誓約）事項等	・ 提出資料や報告事項等いくつかのコバナンツを設定した
(5) 貸倒引当金	・ 劣後貸出金の全額に貸倒引当金を積む

（資料）商工中金HP <http://www.shokochukin.go.jp/> による。

のであるが、その際第二地方銀行協会がとりまとめた、前記報告書に基づき、スキーム・契約書が策定された。このDD Sによって、同社は貸出金の一部について、一定期間返済が猶予されるため、資金繰りが安定する効果が得られるとともに、債務者区分が上位に遷移することで、今後の資金調達が安定することが期待される。

以下、地方銀行によるDD Sの実施は次の通りである。

同年七月、福岡銀行が、九州一円にうどん店チェーンを経営するうちだ屋（福岡市）に対して約一〇億円のDD Sを実施した。これにより、同社は通常の借入金金を五〇億円から四〇億円に削減した。

同年八月、もみじ銀行が広島県内の小売業者向け債権（二億三千万円）に対してDD Sを実施し、劣後ローンに切り替えた。同社は、大幅な債務超過であり、債権は要注意先に区分されているが、毎期安定的に利益計上を行っている。なお、この案件では、当初は金利を低めに設定し、経営が正常化してから金利を引き上げるという条件が付されたと報じられている。

同年十一月、武蔵野銀行は埼玉県内の有力建設業者向け債権の一部に対してDD Sを実施した。同社は債務超過であり、対象となったのは通常債権二〇〇億円の一部とされる。

同年十二月、東北銀行は岩手県内の中小製造業者向け債権の一部に対してDD Sを実施した。対象企業は大幅な債務超過であったが、岩手県中小企業再生支援協議会と共同で経営改善計画を策定し、その中でDD Sを行った。これにより、同社は債務者区分が上昇したため、東北銀行は新たな融資も実施したと報道されている。

二〇〇五年三月、栃木県の鬼怒川温泉などで温泉ホテルを経営する岡部ホテルグループの再生において、主要取引先金融機関四社（足利銀行、商工中金、栃木銀行、整理回収機構）がRCCの枠組みを活用して、総額約一九億円の金融支援を行うことで合意したことが発表されたが、このうちDD Sは三三億五千万円であり、今後

四年をかけて再生を目指すとのことである。

同年三月、関東つくば銀行は、茨城県内の複数の取引先企業の一管理先及び要注意先債権に対し、DDSを実施することを決定した。同行内の企業支援部がDDSを担当し、茨城県中小企業再生支援協議会との連携で経営改善計画を策定し、それに沿ってDDSを実施するとのことである。

同年四月、香川銀行は香川県内の製造業一社に対してDDSを実施した。一億円の債務超過に陥っていた対象企業の通常債権三億円のうち一億円を劣後債権に切り替えた。同行は一〇年後を目処に劣後債権を通常債権に戻し、返済を求める方針であるとのことである。

他方、第三セクターでもDDSが採用されている。たとえば、二〇〇四年一月には、長野県佐久市の第三セクター、佐久平尾山開発の再生において、同社のスキー事業部を分割し、桜山工業に譲渡する方針となったが、桜山工業は平尾山開発の債権二五億円をDDSによって劣後ローンに切り替えとともに、五年以内の債務超過解消を図ると報道されている。

4 再生ファンドとDDS

二〇〇四年九月一〇日に、大阪府等で設置・運営する中小企業の再生支援機関「元氣出せ大阪ファンド事業推進協議会」はDDSを活用した再生支援を行った。これは、大阪府下の年商一・五億円規模の製造業で、鉄鋼加工において長年の蓄積された高度な製造技術があり、自社ブランド製品で競争力があるものの、海外進出のための投資失敗で債務超過に陥っていた企業を対象としている。当該企業の債権に対して、泉州銀行がDDSを行い、五年間で財務内容が健全な企業を目指している。支援内容は、①泉州銀行が一部の債権についてDDSを行うと

ともに、緊急再生資金保証制度を活用して五〇〇〇万円の融資を実行し、商工中金がその債務保証を行う、②元氣出せ大阪ファンド事業推進協議会が再生計画の進捗状況を把握するために、経営状況について継続的なモニタリングを実施するというものである。したがって、ファンドからの出資は行われていないが、公的な再生支援機関がDD Sに係った事例とすることができる。

さらに、二〇〇五年九月二二日、同じく「元氣出せ大阪ファンド事業推進協議会」がDD Sを利用した再生支援を行っている。これは、多品種・高品質の製品製造技術を有するとともに、遠隔地での大量受注を実現し、営業力の面でも優れていたが、本業以外の過剰な土地投資や採算を度外視した拡販などのために債務超過に陥った企業を支援対象としている。支援金融機関が、協議会の提携ファンドに債権の一部を譲渡するとともにDD Sを実施し債務を軽減、同ファンドが出資および譲渡債権の一部のDES化、その後減資し自己資本を改善し、五年間で財務内容の健全化を目指すものである。具体的には、当該企業に対する支援金融機関の債権、約一六億円のうち約六億円を同ファンドに譲渡し、一億円をDD Sによって資本化した。これによって、当該支援金融機関の債権額は九億円あまりとなった。さらに九月三〇日、支援金融機関が緊急再生資金保証制度を活用して二億円を融資した。その後一〇月下旬、同ファンドに譲渡された債権のうち五億円強をDESによって株式に一旦転換し、全額減資手続きを行うものである。

まとめ

以上、DD Sの導入の経緯、実務上の対応、さらに中小・零細企業再生での利用状況を考察した。現段階での利用状況を公表されている案件で見える限りでは、地方再生ファンドによる利用が一部にあるが、それを含めて、

地方銀行等の保有債権の切り替えという形での利用がほとんどである。しかし、DDSは必ずしも銀行だけに利用が限られているわけではない。むしろ投資ファンドや債権回収会社による利用が図られるべきだとも考えられる。

たとえば、債権回収会社によって次のような利用が検討されたことが記されている。⁽⁸⁾これは、ある地方温泉旅館の再生において、バルクセールで当該旅館の債権を買い取った投資家から債権回収会社が当該債権を買い取り、主力銀行とともに事業再生に関与した事例である。この事例では、債権回収会社は債権表面金額に満たない金額で債権を取得したのであるから、その差額について「有効活用」することが検討された。その際、差額の一部を債権放棄すると債務免除益に対する課税が発生するが、見合いの損金の認識がなされないため不可能であった。そこで、しかるべき時期に、債権回収会社の債権をDDSによって劣後化し、これによって債務者企業の実態的な自己資本を向上させることが検討されたとされている。このDDSが実現したかどうかは紹介されていないが、もしこのようなDDSの利用が実現すれば、新しい利用法となるものと考えられる。また、企業再生ファンドにおいても同様の手法が取り入れられる可能性もあるだろう。今後このような利用が広がるかどうか注目される。

注

- (1) 伊藤雅之「中小・零細企業の再生とDDS」、DDS研究会編『DDS実務ガイドブック』、中央経済社、二〇〇五年、第一章、所収、一〇ページ。

- (2) 金融庁「金融検査マニュアル別冊『中小企業融資編』改訂の主な内容」、二〇〇四年二月二六日、参照。

(3) 『日経金融新聞』、二〇〇四年二月一三日、一ページ。

(4) たとえば、留保金課税の適用禁止や外形標準課税などである。前者は、期末資本金一億円以下で自己資本比率が五〇％以下の中小法人について、二〇〇三年四月一日から二〇〇六年三月三十一日までに開始する事業年度について留保金課税の適用が免除されている。また、後者については、期末資本金が一億円以下の場合には、事業税の外形標準課税が適用されない。

(5) このほかにも、DESが採用されにくい要因として、銀行の五％ルールや手続き面における検査役調査などが指摘されていた。しかし、前者の五％ルール（銀行法一六条の三、独占禁止法二一条）については、「取引先である会社との間の合理的な経営改善のための計画に基づく株式の取得等」については、「債務を消滅させるために行うものであつて……相当期間内に経営状況が改善されることが見込まれる場合」、適用除外とされ（銀行法施行規則一七条の六第三号）。

独占禁止法でも、ほぼ同様の手当てがなされたため、必ずしも大きな障害ではなくなっている。他方、検査役調査についても、平成一五年四月施行の改正商法によつて、検査役調査を弁護士・監査法人等の証明によつて代替することができるようになるとともに、同時期に施行された改正産業活力再生特別措置法が適用された場合、弁護士・監査法人等の証明も不要となったため、大きな障害とはいえない。

(6) 金融検査マニュアル（中小企業融資編）では、市場価格のない株式の評価方法を踏まえた事例が紹介されている（事例二六）が、そこではDDS後の当該債権の実質価額がゼロとなったこと等を踏まえ、一〇〇％の引当を実施している。

(7) DDSの実務については、藤原総一郎著『DES・DDSの実務』、金融財政事情研究会、二〇〇五年、およびDDS研究会編『DDS実務ガイドブック』、中央経済社、二〇〇五年、参照。

(8)

穂刈俊彦「地方温泉旅館の『再生』——地域金融機関の立場から」(商事法務編『再生・再編事例集Ⅱ』、商事法務、二〇〇四年、所収)、九六ページ、参照。ちなみに、筆者はあおぞら債権回収株式会社取締役調査法務部長である。

*本稿を作成するに際し、財団法人大阪産業振興機構の余田俊和氏のお世話になりました。感謝申し上げます。

(まつお じゅんすけ・客員研究員)

全米市場システム（NMS）とトレード・スルー

清水 葉子

はじめに

SECは、二〇〇四年二月、全米市場システム（NMS）を構成する七つの取引所、取引所上場証券の店頭取引（第三市場）、ナスダック市場、および電子的な非取引所市場であるATS（主にナスダック証券をナスダック外で取引する）という非常に複雑化した市場間競争の状態に対して、市場統合をはかるための新しい規則「レギュレーションNMS」⁽¹⁾を提案し、コメントをとりまとめて、二〇〇五年五月に採択した⁽²⁾。この規則改正は全部で一二の規則改正提案からなっているが、中心となるのは四点で、①トレード・スルー規則の見直し（Order Protection Rule）、②市場アクセスルール、③最小値刻みに関するルール、④市場情報収入の配分に関するルールである。

アメリカでは、複雑に分裂した注文執行の場所（市場）を、単一の市場にまとめるのではなく、複数市場を維持することで市場間の競争状態を作り上げながら、一定の統合された市場として運営するための仕組みを構築して来た。「レギュレーションNMS」による規則変更も、ATSの登場や、デシマライゼーション（呼び値の値刻みのセント化）、自動執行の拡大、通信速度の向上による市場間リンケージの高度化など、近年のテクノロジーがもたらした新しい市場状況によって生じた新たな市場分裂問題に対処するためのものである。

本稿では、今回の規則改正四点のうち、その中心となるとされるトレード・スルー規則について考察する。

トレード・スルー

トレード・スルーとは、一つの銘柄の証券の取引が複数の場所で行われている場合に、他の市場でもっとよい気配が出ているにもかかわらず、それよりも劣った価格で執行が行われてしまうことをさす。自分の注文が劣った価格で執行されてしまった市場参加者にとっては、最良執行が得られなかったことを意味すると同時に、他市場で良い気配（指値）を出していたのに執行されなかった市場参加者にとっても、自分の良い気配が無視されて執行機会が得られなかったことになる。

本来、単一のオークション市場の内部では、価格優先・時間優先の原則に従って優れた気配から順に付け合わせが行われるため、提示されている気配を無視することになるトレード・スルーは原理的に起こりえない。しかしながら、一つの銘柄が複数のオークション市場にまたがって取引されている場合や、ディーラー市場で取引されている場合には、市場の原理からしてトレード・スルーが発生しうる。

たとえば、ある市場で優れた条件の気配が提示されていても、その市場と他市場とのリンケージが十分であれば、他市場に優れた気配が出ていることを知らないまま自市場で劣った執行を行ってしまうことは十分あり得る。また、市場リンクが存在して、他市場に優れた指値が出ていると知ることができても、実際に注文を回送したときに何らかの理由で執行に不確実性があるといった場合には、注文回送を義務づける規則がない限り、注文が回送されない場合がある。

また、ナスダック市場のようなディーラー市場では、もともとマーケット・メーカーの提示する複数の気配値の中から、投資家（あるいはそのエージェントであるブローカー）がより良い気配を探して執行するという市場原理であるから、相対で取引を行っているときに、他の気配をトレード・スルーしていることは十分起こりうる

ことであり、またこれまではそれを厳格に禁じる規則は存在しなかった。⁽³⁾

規則改正以前のトレード・スルー防止制度

一九七〇年代に導入された全米市場システム（NMS）では、複数の場所に分裂した市場を連結し、全体として統合された市場機能を発揮させるための市場リンケージが行われた。具体的には、複数取引所間の取引情報、気配情報を配信するCTS、CQSの二システムを構築して他市場の市場情報を知ると同時に、より優れた気配を提示している市場に注文回送を行うITSというシステムを整備した。これら三つのシステムによって、リンクされた市場であればどの市場からでも、他市場の取引・気配情報を知ることができ、他市場で優れた気配が出ているときにはその市場に注文回送することが義務づけられた。その結果、他市場の優れた気配が無視されることなくするため、いくつかの例外規定を除いて、取引所間にわたるトレード・スルー禁止ルールが確立された。このITSプランは、取引所上場証券の取引を行う全ての登録証券取引所と店頭市場に適用されたので、全米七つの証券取引所と取引所上場証券を取引する店頭マーケット・メーカーの間には一定のトレード・スルー禁止ルールが適用されたことになる。

もっとも、こうした市場間にわたるトレード・スルー禁止ルールは、単一のオークション市場の内部でトレード・スルーが起こりえないことに比べれば、ずっと緩やかなものである。たとえば、地方証券取引所スペシャリストは、ニューヨーク証券取引所など主要取引所で提示されている最良気配をそのまま使って自市場で執行することが認められているとされる。すなわち、ニューヨーク証券取引所に自市場より優れた気配が出ていた場合、本来ならばニューヨーク証券取引所に注文を回送しなければならないが、そうせずに自らの気配をニューヨーク

証券取引所の最良気配に切り替えてそのまま市場で執行することが許されている。これは、いわば最良気配の模倣であると言って良いだろう。

また、店頭取引においても、市場がそもそも相対のディーラー市場であることから、大口注文の執行にあたっては、前述のように相対で交渉が行われるのであって、他のマーケット・メーカーや市場での気配をトレード・スルーすることが全て禁じられているわけではない。また、ナスダック上場証券の取引にあたっては、ナスダック・マーケット・メーカー間で最低取引単位についての最良執行義務があるが、それ以外にはトレード・スルーを禁じる規則はない。

「レギュレーションNMS」による注文保護規則

以上のような状況に対して、SECは、取引所上場証券とナスダック証券の間でトレード・スルーのルールに不統一が生じていること、とりわけ、ITSに必ずしも組み込まれていない電子的な非取引所市場ATSでかなりのナスダック証券の取引が行われていることをうけて、SECの新規則「レギュレーションNMS」では、注文保護規則（Order Protection Rule）を導入し、NMS銘柄の最良気配をトレード・スルーしてはならないことを定めた。この規則によって、従来は取引所上場証券だけをカバー範囲として来たトレード・スルー規則が、ナスダックNMS証券にまで拡大することになり、取引所とナスダックの間にあった不統一が解消される。

ただし、この規制には二つの例外が設けられている。一つ目は、顧客がトレード・スルー適用除外に同意している場合（ただし同意は個々の取引ごとに必要とされ包括的同意は認められない）、二つ目は、自動執行システムを採用していない「遅い」市場の場合は、一定の価格差の範囲内（一から五セント）であればトレード・スルー

ーが認められるというものである。

前者は、投資家が価格が多少劣っていても迅速な執行を望んでいる場合や、大口注文をマーケット・インパクトなしで執行することを望んでいる場合が考えられ、価格以外の執行条件を重視する投資家の意向が尊重される。後者は、ニューヨーク証券取引所のようにスペシャリストが人手を介して付け合わせを行っている場合には、「遅い」市場と見なされて、トレード・スルーされてしまう（つまりニューヨークより劣った価格であつても、早く執行できるATSに執行をとられてしまう）ことを意味している。

トレード・スルー規則の拡大・厳格化は、自市場で最良気配が出される可能性が高いニューヨーク証券取引所などの主要市場にとっては、基本的には歓迎である。トレード・スルー規則が不十分であると、自市場で最良気配が出されていても、執行を他の市場にとられてしまう（トレード・スルーされてしまう）可能性があるので、トレード・スルーが厳格化されれば、執行を奪われる可能性が低くなるからである。

一方、ATSなどの電子化された新しい市場の立場から見ると事情は異なる。ニューヨーク証券取引所などの主要市場は、流動性が高いために最良気配が成立する頻度は高いにせよ、スペシャリストなどの人手を介した遅い執行が行われている。最良気配に対してATSから注文回送しても、執行の処理速度が異なっているため、注文回送して執行を待っている間に気配が変更されてしまっていたり、時間のかかる執行を待っている間に価格動向が変化して最良気配でなくなってしまうこともあり得る。このため、「遅い」市場との間に厳格なトレード・スルー規則が確立されるとATSなどの「早い」市場の方が不利益を被るという関係にある。⁽⁴⁾

トレード・スルーの発生理由

以上のように、ニューヨーク証券取引所などの「遅い」市場と、ATSなどの「早い」市場の間で対立が先鋭化したトレード・スルー規則の拡大であるが、実際のトレード・スルーは、どの程度生じているのだろうか。SECによると、取引株数で見たトレード・スルーの割合はナスダックで七・九%、ニューヨーク証券取引所で七・二%（ブロック取引を含む）、取引件数では両市場とも二・五%とされている。また、トレード・スルーのコストは、ナスダックで一株あたり二・三セント、ニューヨーク証券取引所で一株あたり二・二セントに達しているという。

トレード・スルーはなぜ生じているのだろうか。制度面から見た最も大きな理由は、前述のようにナスダック証券がITSプランの対象に入っていないことである。このため、ナスダックと、ナスダック証券を取引するナスダック以外の市場（ATSなど）との間で、互いにより優れた気配が提示されていても、それを回送する義務が生じない。もともとブローカー・ディーラーの最良執行義務規定があるので、ブローカー・ディーラーは顧客注文に関して最良気配との間で執行する義務を負っている。しかしながら、ブローカー・ディーラーの最良執行義務は、合理的に可能な範囲で顧客注文を最も良い条件で執行することを求めた包括的な規定であって、注文一件ごとの最良執行義務は必ずしも生じないと解釈するのが一般的であるとされる。このため、明示的にITSのカバー範囲に入っていないナスダック証券については、厳密な意味でのトレード・スルー防止ははかられない。また、ITSがカバーする範囲は限られており、小口の一〇〇株以下の取引と、一万株を超えるブロック取引についてはITSのカバー範囲外である。

二番目の理由は、他市場、とりわけATSへのアクセスにはさまざまな障壁があることである。たとえば、A

T S参加者以外のものがA T Sの気配にアクセスするに際しては、アクセスフィーがかかる。非取引所取引システムであるA T Sに気配が提示されていても、その気配にアクセスするためには別建ての手数料がかかるため、実際に投資家が支払う価格は二〇ドルよりも不利な価格になる。このことも、純粹に気配だけをめぐる競争が行われない原因となっている。

三番目の理由は、I T Sのカバー範囲でも、I T S規則はS E Cが執行しているわけではないため、トレード・スルーが発生した場合はI T Sプランの参加者の間で事後的にその処理方法を定めているだけであり、執行力が弱いことが挙げられる。この点に関しては、今回の規則改正で、トレードスルー規則がS E C規則となったため、問題は解消されると見られている。

トレードスルー防止策の必要性

トレード・スルー防止策が緩やかであるかどうかとどんな問題が生じるのだろうか。投資家が指値注文を市場に出しているときに、トレード・スルーが生じると、その指値注文が執行されない可能性が高まる。単一のオークション市場内であれば、価格優先・時間優先の原則にしたがって付け合わせが行われるので、特定の指値注文を飛ばして執行が行われることはあり得ないが、市場間をまたがる取引では、トレード・スルー規則が厳格でないと、ある市場で出ている指値が無視されて執行されない可能性は否定できない。このようなことが頻発すると、公正な執行が得られないことになり、投資家が指値注文を出そうとする誘因が減じる。このことは、指値による価格発見機能の減退につながるほか、市場の深さや流動性の低下をもたらす可能性があり、望ましいことではない。

また、トレード・スルー規則が緩やかであると、市場間で市場のロックやクロス (locked and crossed markets)

と呼ばれる状況を頻発させる可能性がある。これは、ある市場の買い気配が別の市場の売り気配と一致（ロック）するかあるいは上回る（クロス）場合を言う。ロックト・マーケットが生じている場合は、市場間をまたがって計測した売買スプレッドがゼロ、クロスト・マーケットが生じている場合は、市場間の売買スプレッドがマイナスであることを意味している。こうした異常な状況が発生すると、市場が混乱して自動執行が一時停止してしまい、ロック状況が解除されるまで手動での取引に応じなければならなくなるため執行速度が大幅に低下して市場の混乱を招く。また、投資家にとっても、すでに提示されているよりよい気配での執行が行われないままに、劣ったカウンタオファーが提示されることになるので、無効な気配が残存している可能性があると考えて混乱を招く。SECによると、二〇〇四年三月のある一週間をとってみると、一日平均五〇万九〇〇〇回のロックト・クロスト・マーケットが発生していたという。

こうした混乱状況の発生原因も、市場が分裂して必ずしもリンクしていないこと、ナスダック銘柄にはITS規則が適用されていないこと、アクセスフィーが不統一であるためフィーを払いたくない参加者がこうした状況を作り出すと言ったことが言われている。

おわりに

以上のように、トレード・スルーは、全米市場システムをトレード・スルー規則がカバーする範囲としない範囲との二つに分裂させる大きな障壁となってきたが、今回の規則改正でこれが解消され、市場統合が進むと考えられる。しかし、この問題には、オークション市場とディーラー市場にわたる統一ルールの導入という原理的には相反する政策目標が含まれており、さらなる矛盾をもたらす可能性も否定できない。この点は改めて検討を要

するが、SECは市場競争を行う場所である市場そのものを、他の市場との間で競争させるという非常に複雑な市場間競争促進政策をとってきたものの、市場間競争がもたらす社会的コストは、規則の複雑化という点でますます拡大しているのではないだろうか。

注

- (1) Securities and Exchange Commission (2004), Regulation NMS, Release No. 34-49325. 詳細については、吉川真裕(二〇〇四)「レギュレーションNMSとSECの全米市場システム改革案」『証研レポート』一六・三三号、二〇〇四年四月、大崎貞和(二〇〇四)「レギュレーションNMS提案について」『資本市場クォーターリー』二〇〇四年春号。
- (2) Securities and Exchange Commission (2005), Regulation NMS, Release No. 34-51808. なお、注(2)のリリースと、本リリースの間に、追加的なリリースが二件発表されている。Supplemental Release, Exchange Act Release No. 49749, May 20, 2004. Re-Proposing Release, Exchange Act Release No. 50870, Dec 16 29, 2004. 大崎貞和(二〇〇五)「レギュレーションNMSに関する修正提案」『資本市場クォーターリー』二〇〇五年冬号。
- (3) ナスダック市場では、最低執行株数の執行については最良気配で執行が行われるが、それを越える株数に関してはトレード・スルーを禁じる規則は存在しない。
- (4) ニューヨーク証券取引所は、レギュレーションNMSをうけて、市場を一部機械化するハイブリッド構想を打ち出した。大崎貞和「ニューヨーク証券取引所のハイブリッド市場構想」『資本市場クォーターリー』二〇〇四年秋号参照。

(しみず ようこ・客員研究員)

夢真HDの日本技術開発に対する敵対的買収事件が示したもの （買収防衛策としての株式分割の役割と現行TOBの問題点）

福本 葵

1 はじめに

日本においても敵対的買収が増加している。ライブドアによるニッポン放送新株予約権差止請求、ニレコの新株予約権発行差止め、そして、本稿で取り上げる夢真ホールディングスによる日本技術開発の株式分割差止請求と、司法の判断もなされている。また、自由民主党の総合経済調査会「企業統治に関する委員会」、経済産業省の企業価値研究会や金融審議会第一部会の下の公開買付制度等ワーキング・グループなど、敵対的買収に関する議論が多方面で活発になされている。

夢真ホールディングス（以下、夢真HD）の日本技術開発に対する敵対的買収は、エイトコンサルタントというホワイトナイトの出現により、一応の終結を見たように思われた。しかし、その後の報道では、夢真HDが更に日本技術開発の株式を買い進めているとされている。^{（1）}一〇月一二日時点で、夢真HDは、議決権総数の二二・四四％を所有し、日本技術開発の筆頭株主となった。その後、TOBが終結したエイトコンサルタントが夢真HDを逆転し、日本技術開発の筆頭株主となった。このように、本件買収は長期化の様相を呈している。夢真HDによる一連の買収は、敵対的買収防衛策としての株式分割の役割や株式公開買付に関する様々な問題点を浮き彫

りにした。本稿では、これらについて整理したい。

2 夢真HDによる日本技術開発の敵対的買収の経緯

(1) 経緯

①日本技術開発の敵対的買収防衛策

以前より、大証ヘラクレス上場の建設施工管理業務請負会社夢真HDは日本技術開発に接触していたとされるが、一連の買収が表面化するのには、二〇〇五年七月八日、ジャスダック上場の総合建設コンサルティング会社、日本技術開発の事前警告型買収防衛策の導入の発表に始まる（表1）。事前警告型の買収防衛策は、松下電器産業や東芝も導入した買収防衛策の形態である。これはあらかじめ取締役会の同意を得たものを除く二〇％を超える大規模買収者が現れたときに、当該買収が日本技術開発の定める「大規模買付のルール」に基づき、対抗措置を取るかを判断するものである。対抗措置としては、今回問題となった株式分割のほか、新株予約権または新株の発行を予定している。

②夢真HDのTOB方針の発表

七月一日、夢真HDは日本技術開発株の公開買付（以下、TOB）方針を発表する（表1）。このときの予定買付価格は一株につき五五〇円、買付予定株式総数は、三四九万一〇〇〇株、買付期間は七月二〇日から八月九日までの二二日間としていた。夢真HDは日本技術開発株を公開買付前に既に五〇万九〇〇〇株（所有比率六・八三％）取得しており、公開買付予定株数を合わせると、買付後予定株式数は四百万株となる。つまり、本

表 1 買収の経緯

	日本技術開発	夢真HD	エイトコンサルタント
7月8日	事前警告型防衛策導入の発表		
7月11日		日本技術開発に対するTOB方針発表	
7月15日		金融庁に上申書提出	
7月18日	株式分割発表		
7月20日		TOB開始	
7月21日		株式分割差止仮処分を東京地裁に申請金融庁に第27の8条1項に基づく訂正届出書受理	
7月22日		TOB価格および期日の変更発表	
7月29日	東京地裁決定		
	新株予約権発行を発表		
8月1日		TOB買付予定株数の変更発表	
8月2日	権利株売買最終日 エイトコンサルタントにTOB および業務提携の要請		
8月3日	権利落ち		日本技術開発にTOB賛同の要請
8月5日	権利株最終決済日		TOB発表
8月8日	株式分割基準日 権利を得た後の株式売買初日 エイトコンサルタントによる TOBに対する賛同を表明		TOB開始
8月9日		変更前TOB終了日	
8月11日	8月8日に売買された株式の 決済日		
8月12日		TOB終了日	
8月13日		349万4千株（所有割合10.59% 議決権ベース11.66%）	
8月25日		鎌田社長辞任	
9月17日	新株予約権中止を発表		
9月29日	定時株主総会		
9月30日			TOB期間変更10月13日まで
10月3日	株式分割の効力発生日		TOB終了
10月6日			業務提携を行うことの条件変更 TOB10月17日まで期間延長およ び買付予定株数変更17,428,387 株から6,951,000株へ
10月17日			議決権ベース25.04%の筆頭株 主に
10月25日		議決権ベース22.44%第二位株 主に	

（各社プレスリリースより作成）

件TOBが成功すると日本技術開発発行済み株式総数の五三・七％、議決権ベースでは五九・一％の株主となる。

③上申書の提出

夢真HDは、七月二〇日から始まるTOBに関する上申書を、関東財務局に提出した（表1）。上申書には、本件TOBに関する様々な問題点につき、夢真HDサイドの意見が付されている。詳細は後述する。

④日本技術開発株式分割発表

七月一八日、日本技術開発は基準日を八月八日（月）、とする一対五の株式分割を行うと発表した。分割の効力発生日は一〇月三日である。この株式分割は、先に述べた事前警告型の敵対的買収の防衛策の一環としてなされたものである（表1）。

⑤TOB開始

七月二〇日、夢真HDによる日本技術開発株のTOBが開始された。

⑥株式分割差止仮処分申請

七月二一日、夢真HDは日本技術開発の株式分割差止めの仮処分を東京地方裁判所に申請した。また同日、証券取引法第二七条の八第一項に基づく訂正届出書が関東財務局に受理された。

⑦TOBの条件変更

日本技術開発の株式分割の発表また金融庁へ提出していた訂正届出書が受理されたことを受け、夢真HDは当初発表したTOBの条件を変更すると発表した。変更の内容は以下の二点である。第一点は、買付価格を当初の五五〇円から一一〇円にすること。第二点は、買付期間を、当初は七月二〇日から八月九日としていたものを、七月二〇日から八月一二日とするものである。この時点では買付予定株式数を変更していない。当初の三四九万一一〇〇株のままである。

⑧東京地裁決定

七月二九日、東京地裁は株式分割差止仮処分の申立てを却下した。詳細は後述する。

⑨新株予約権発行を発表

七月二九日、日本技術開発は新株予約権発行の発表を行った。これは敵対的買収防衛策の一手段として行われるものである。内容は、以下の通りである。一〇月二五日株主名簿上の株主一株につき一新株予約権を無償で発行する。申込期間は平成一七年一月一八日から二月五日であり、申込を行った者に対し、二月一二日に新株予約権が発行される。予約権が発行される場合は、二月一四日から二月三〇日までの間に権利を行使しなければならない。予約権行使のためには一株につき一円の払込が必要である。大量買収者である夢真HDおよびその関係者はこの権利を行使できない。

⑩ T O B 予定株数の変更

八月一日、夢真H DはT O Bの予定株式数を三四九万一〇〇〇株から一七四五万五〇〇〇株（株式分割後の発行済み株式総数の約四六・九％）に変更した。

⑪ 株式分割権利落

株式分割の基準日である八月八日の株主名簿に記載されるためには、八月二日までに売買が成立しておらなければならぬ。八月二日に売買された株式の決済日は八月五日となり、翌営業日である八月八日に名義書換請求を行うことができる。八月三日は権利落ちとなり、この日より権利落ちは、株価に反映されている。

⑫ エイトコンサルタントのT O B

八月二日、日本技術開発はエイトコンサルタントにT O Bによって株式の五〇％以上を保有すること、およびそれを条件に業務提携をすることを要請した。エイトコンサルタントはこれを受け、八月五日、日本技術開発に対し、T O Bに賛同することを表明するよう要請した。そして、八月八日、日本技術開発はその旨を発表した。エイトコンサルタントは敵対的買収防衛策の一つである、いわゆるホワイトナイトということになる。八月三日、エイトコンサルタントは日本技術開発のT O Bを行うことを発表した。エイトコンサルタントのT O Bは八月八日の初回の発表から、買付予定期間および買付予定株数については、変更がなされている。最終的な買付予定期間は八月九日から一〇月一七日の七〇日間、買付予定株式数は当初、一七四二万八三八七株（議決権比率五〇・一〇％）であったものが、六九五万一〇〇〇株（議決権ベース二〇・〇％）に変更された³⁾。買付価格は過去三ヶ

月の終わり値の平均（約八七円）に約三六%のプレミアムを加えた一一八円とした。

⑬夢真TOBの終了

八月二日、夢真HDのTOBは終了し、翌日、買付後の日本技術開発の株式は三四九万四千株、所有割合で一〇・五九%となったことを発表した。

⑭新株予約権発行の中止発表

九月一七日、日本技術開発は、新株予約権発行の中止を発表した。九月二九日は定時株主総会が開催された。一〇月三日に、株式分割の効力発生日を迎えた。

⑮エイトコンサルタントTOB終了

夢真HDはTOBの後も粛々と日本技術開発の株式を買い進めており、一〇月二四日には二〇%超を取得したことが報じられた。この結果、日本技術開発の筆頭株主となった。一方、一〇月一八日、エイトコンサルタントのTOBが終了し、その結果、八五七万七九五八株を取得、発行済株式総数に対する割合は議決権ベースで二五・〇四%となり、夢真HDの所有持ち株数を上回ったため、筆頭株主となったことが発表された。

一連の買収の結果、株価が上昇し、エイトコンサルタントの提示した公開買付価格の一一八円よりも上回った。このため、夢真HDもエイトコンサルタントともに予定していた株数を買付けることができなかった。ホワイテナイトであるエイトコンサルタントが筆頭株主となったとはいえ、夢真HDとの持ち株割合の差はわずかで

ある。今後は双方が事業計画を提案し、その優劣の株主に問う、いわゆるプロキシファイトの可能性も色濃くなってきた。本件敵対的買収は第二段階に入り、予断を許さない情勢となった。

(2) 株式分割は敵対的買収防衛策となるか

夢真HDのTOB開始は七月二〇日であった。株式分割の発表を七月一八日、つまり、TOB開始前としたのは、買付コストを増加させなければならないという不測の損害を、夢真HDが蒙る余地を払拭する目的があったとされる。⁽⁴⁾

株式分割は八月八日の株主名簿上の株主の所有株式一株につき五株の割合で分割された。そして、その効力発生日は商法二一九条二項の「別段の日」として一〇月三日とした。株式分割の八月八日から効力発生日の一〇月三日まではおよそ二ヶ月ある。株式分割の効力発生日を一〇月三日にしたことには、二つの理由が考えられる。一つは、同日が定時株主総会の終結後であることである。日本技術開発は六月決算会社であるため、九月末に定時株主総会を予定していた。日本技術開発では、当初より、夢真HDにTOBを定時株主総会の終結時まで延期するよう要請していた。効力発生を定時株主総会の後に設定する意向があったと考えられる。二つ目の理由は、株式分割の手続上生じるものである。通常でも、株式分割の基準日から効力発生日まで、およそ一ヶ月以上を要している。株式分割によって生じた新株券を発行するためには、時間が必要であるため、このようなタイムラグが生まれている。このようなタイムラグについては、株式分割銘柄の信用取引の担保割れを招くなど、以前から問題であるとされてきた。⁽⁶⁾ また、この間は当日決済取引を除いては新株券の売買ができない。そのため株式分割を行った銘柄は、価格変動リスクに晒される。一対一〇〇などの大幅な株式分割を行った結果、需給のバランス

が崩れたために、株価が乱高下するという事態が生じていた。⁽⁷⁾

しかし、このタイムラグがあるからこそ、今回の株式分割は敵対的買収防衛策の「時間稼ぎ」策としての存在意義がある。本件では、回避できた問題であるが、仮に期間中に株式分割の発表があり、そのためにTOBの買付価格の引き下げが認められることになる場合や、株式分割によるTOBの撤回そのものが認められようとすれば、株式分割は有効な敵対的買収防衛措置としての役割を果たすことができない。このタイムラグの期間を稼ぐ「時間稼ぎ」の手段にしかなりえないことになる。

更に今後株式分割がこの「時間稼ぎ」にもなりえないものとなることが予想される。保管振替機構の「みなし預託」の利用によってである。⁽⁸⁾ 一対一〇〇などの大幅な株式分割が多発したため、保管振替機構は平成一七年六月一〇日付けで発行会社「みなし預託」を活用し、株式分割の効力発生日を割当日の翌日とすることを発行会社に依頼した。⁽⁹⁾ 平成一八年一月四日以降、保管振替制度にある株式の株式分割の効力発生日は、割当日の翌日になる。

株式分割は、現段階では「時間稼ぎ」の敵対的買収防衛策になりうる。しかし、平成一六年商法改正で、平成二一年六月のある日までには、株式はペーパーレス化されることが既に決まっている。その後、公開会社に強制される株券不発行会社は株式分割の割当日の翌日を効力発生日とすることになる。つまり、株券ペーパーレス化後は、株式分割は敵対的買収に対する「時間稼ぎ型」防衛策ともなりえないこととなる。

(3) 本件が提示したTOBの問題点

本件は株式分割に関する問題のみならず、それを含めた現行TOBの様々な問題点を浮彫にした点においても

注目される。どのような問題点を浮彫にしたか整理したい。

① T O B 期間中の株式分割は可能か

本件、株式分割は大量買収者である夢真 H D が不足の損害を被るおそれを回避するため、T O B 開始の直前に発表された。しかし、仮に T O B 期間中に株式分割が発表された場合、そのような株式分割は可能か。この問題に関しては、本件が直接該当しなかったので、司法の判断が下されていない。残された課題となっている。

② T O B に株式分割を理由とする撤回条件を付すことは可能か

証券法二七条の一⁽¹⁰⁾および証券取引法施行令一四条一項⁽¹¹⁾にあるように、株式交換や株式移転、解散といったいくつかの例外を除いては、T O B は撤回をすることができない。証券取引法が T O B 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されている。⁽¹²⁾ T O B の撤回が簡単になされると、例えば、高い値段の買付価格を示して相場を上げ、所有株式を売り抜けた後に撤回するなど、相場操縦が行われる可能性があるからである。しかし、これには例外がある。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の目的の達成に重要な支障となる事情が生じたときは公開買付の撤回等を行うことがある旨の条件を付した場合はこの限りではない。この例外は証券取引法施行令一四条一項に限定列举されている。撤回事由には、株式交換や株式移転などがある。しかし、この中に株式分割は含まれていない。この点が問題となる。株式分割は限定列举されている株式交換や株式移転に準じるか、株式交換を撤回事由に含めることは果たして立法趣旨に反しないかという問題である。

この点について、夢真HDは金融庁に提出した上申書に記載した。上申書には、「株式分割も証券取引法施行令第一四条第一項第一号ヲの「イからルまでに掲げる事項に順ずる事項」に該当するとしている。その理由は、「二号のイからルまでに掲げる事項はすべて、①対象者の業務執行を決定する機関が決定するものであつて、買付者がコントロールすることができず、かつ、②かかる事項の発生により対象者の資産自体が大きく変動する結果、公開買付により取得する株式の価値も変動してしまうものである。株式分割もまた同様に①対象者の業務執行を決定する機関である取締役会が決定する事項であつて買付者がその発生をコントロールすることができないし、②株式が細分化される結果公開買付により取得する株式の価値が変動してしまうものである。」ことをあげている。また、上申書では、「株式分割の場合において公開買付の撤回を認めることは立法趣旨に沿うものである。」としている。「対象者の取締役会が株式分割を決定した場合であつて、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、買付者に過大な損失およびリスクを負担させるものになる。」としている。

金融庁では上申書を受理し、これを認める見解を下したとされている。⁽¹³⁾ 前述のように、株式分割によるTOBの撤回が認められるとなると、株式分割は敵対的買収の防衛策としての役割を果たさなくなる。本件においても、株式分割は単なる時間稼ぎに過ぎず、被買収者側は、その間に新株や新株予約権の発行といった有効な敵対的買収防衛策を講じる必要がある。

③株式分割によるTOBの価格の引き下げは可能か

本件TOBにおいて、金融庁が訂正報告書を受理したことを受けて、価格の引き下げが発表された。上申書にも株式分割による買付価格の引き下げは、証券取引法二七条の六第三項に該当しないと記されている。また、株式分割の発表がTOBの開始前であったため、この問題も司法の判断が下されていない。しかし、仮にTOBの期間中に株式分割が発表された場合、先に述べた上申書にもあるように、価格の引き下げができなくなると大量買収者は予想以上の買付資金が必要となる。

④TOBの期間中は法的には存在しないことになる分割後の株式をTOBの手続きを通じて買い付けることはできるか

この点についても、夢真HDが金融庁に提出した上申書には、「予め買付条件として稀釈防止規定を設けておき、実際に株式分割がなされた場合に、かかる規定に従って株式分割の分割比率に応じて買付予定の株券等の数を増加させるとともに買付価格の修正を行うことは、認められると考える。」と記載されている。株式分割の効力発生日に買付予定株数を増加させるということは、未だ存在しない株式分割後の株式をTOBの対象とすることである。そして、買付価格もこれを予定して引き下げることが可能であるとしている。

これについてもまた、金融庁はこれを承認したとされる。⁽¹⁴⁾株式分割の効力発生日に効力の発生する残りの四株を効力の発生前にTOBの対象とすることができるとなれば、株券がなくても権利を売却できることになる。これは株式譲渡自由の原則である株式発行前の株式の移転となる。通常では売却できない株式発行前の株式をTOBに限り売買の対象とすることができることを意味する。

(4) 日本技術開発の株式分割差止仮処分命令―東京地裁平成一七年七月二九日決定

夢真HDにより申請された日本技術開発の株式分割差止仮処分を七月二九日、東京地裁は却下した。

株式分割については、「本件株式分割は、本件公開買付が成功した場合日にその効力の発生を同年一〇月三日以降まで引き延ばす効力を有するものの、法的には本件公開買付の目的を妨げるものではない。また、本件株式分割は、通常の株式分割と異なるものではないから、既存株主の権利の実質的変動をもたらすものではないとい⁽¹⁵⁾ほかない。」と判示した。

TOB期間後に効力が発生する株式分割によって付与される株式はTOBの対象となるかという点については、「本件株式分割は、本件公開買付期間中に基準日が設けられているところ、公開買付期間後に効力が生ずる株式分割によって付与される株式についても公開買付の対象となり得ると解することができ」と金融庁の見解を追認する形となった。

3 まとめ

本件で浮彫にされたTOBおよび株式分割の問題点のうち、前もって回避されたものもある。そのため、すべての問題について、司法判断が下った訳ではない。今後はこれらの問題点についても、また、それ以外のTOBの問題点についても解決されなければならない。そのため、前述した自由民主党の総合経済調査会「企業統治に関する委員会」、経済産業省の企業価値研究会や金融審議会第一部会の下での公開買付制度等ワーキング・グループなどの会議において、TOBの問題点に関する議論が進行中である。

前述のように、本件においても撤回条件が付されたTOBが認められ、もはや株式分割は敵対的防衛策とはな

りえないものとなった。株式分割は単なる時間稼ぎの手段としての役割しか果たさなくなった。株式のペーパーレス化が進めば、株式分割の敵対的買収防衛策としての役割はますます低下する。また、一月二二日、東京証券取引所はいわゆる黄金株を導入する企業の上場を認めず、また上場会社が導入しようとする場合は、見直しの意向を表明し、応じない場合は、上場を廃止する措置を発表した。敵対的買収防衛策である新株予約権の発行も厳格に審査され、実行のためには厳格な手続きが要請される。一方、TOBのいわゆる三分の一ルールの廃止やTOBの対象範囲を限定する意見もある。敵対的買収の開始を示すTOBをどのように設計するか、そして、被買収側の敵対的買収防衛策をどのように設計するかは、互いにバランスを図られなければならない。制度設計には、攻守のバランスを上手く保つことが求められることになる。

注

- (1) 一〇月一四日付け日本経済新聞
- (2) 七月一〇日までの三ヶ月間の終値平均(三二六円)を約六八%上回る価格。
- (3) これに先立つ一〇月六日、エイトコンサルタントは日本技術開発との業務提携の目的および条件の変更を発表した。業務提携の条件は、当初、日本技術開発株式の五〇・一〇%を買い付けることであつたが、変更後は「公開買付の成功」とした。
- (4) 太田洋「日本技術開発の株式分割差止仮処分命令申立事件―東京地裁平成一七年七月二九日決定とその意義―」『商事法務』No. 一七四二、四四頁。
- (5) 商法第二一九条 前条第一項ノ決議ヲ為シタル場合ニ於テハ会社ハ株式ノ分割ヲ為ス旨及会社ノ定ムル一定ノ日ニ於

テ株主名簿ニ記載又ハ記録アル株主ガ株式ノ分割ニ因リ株式ヲ受クル權利ヲ有スベキ旨ヲ其ノ日ノ二週間前ニ公告スルコトヲ要ス

(6) 二 株式ノ分割ハ前条第一項ノ決議ニ於テ別段ノ定ヲ為シタルトキヲ除クノ外前項ノ一定ノ日ニ於テ其ノ効力ヲ生ズ拙稿「株式分割と保管振替制度」『証券経済研究』日本証券経済研究所、第二九号、三四頁。

(7) 二〇〇三年、ライブドアの前身であるエッジが行った一対一〇〇の株式分割など大幅な株式分割が多数行われた。拙稿前掲三五頁。

(8) これを受け、一月一日、ソフトバンクは「みなし預託」利用の株式分割を行うことを発表した。

(9) 証券取引法二七条の一一 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。

(10) 証券取引法施行令一四条一項 法第二七条の一一第一項に規定する政令で定めるものは、次に掲げるものとする。ただし、第一号及び第二号に掲げるものにあつては、軽微なものとして内閣府令で定める基準に該当するものを除く。

一 対象者の業務執行を決定する機関が次に掲げる事項を行うことについての決定をしたこと（公開買付開始公告を行つた日以後に公表されたものに限る。）

イ 株式交換、ロ 株式移転、ハ 会社の分割、ニ 合併、ホ 解散（合併による解散を除く。）、ヘ 破産手

統開始、再生手続開始又は更生手続開始の申立て、ト 資本の減少、チ 営業の全部又は一部の譲渡、譲受け、
休止又は廃止、リ 証券取引所に対する株券の上場の廃止に係る申請、ヌ 証券業協会に対する株券の登録の取
消しに係る申請、ル 預金保険法（昭和四十六年法律第三四号）第七十四条第五項の規定による申出、ヲ イからル
までに掲げる事項に準ずる事項で公開買付者が公開買付開始公告及び公開買付届出書（法第二七条の三第二項に
規定する公開買付届出書をいう。以下この条において同じ。）において指定したもの

(12) 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。

(13) 七月二二日、伊藤金融担当大臣記者会見

(14) 七月二二日、伊藤金融担当大臣記者会見

(15) 「日本技術開発の株式分割差止め仮処分命令申立事件東京地裁決定」『商事法務』No. 一七三九、一〇〇頁。

（ふくもと あおい・客員研究員）

証研レポート既刊目録

No1616 (2003. 3) 中国株式市場の問題点について わが国の最良執行の現状について スーパーモンタージュ導入の影響 ーナスダックによる予備的分析ー	執筆者 王 三木 吉川
No1617 (2003. 4) 東証、上場廃止基準を強化 ー急がれる上場廃止銘柄の受け皿づくりー 日本におけるディストレスト証券市場の現状と課題 ナスダック・ドイチェラント ーナスダックの新たなヨーロッパ戦略ー 第一次世界大戦前後のロンドン証券取引所	二上 松尾 吉川 清水
No1618 (2003. 6) 欧米証券取引所の国際化について 欧州委員会による株式決済市場改革 不正会計事件後のSECによる格付会社調査	伊豆 吉川 清水
No1619 (2003. 8) オプション取引の社会的意義と投資家保護 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 米国の「双子の赤字」と国際資本移動 クリアネットとLCHの合併 ーユーロネクストのロンドン証券取引所包囲網ー	二上 松尾 伊豆 吉川
No1620 (2003.10) 株券不発行制度の導入 ー変貌する有価証券制度ー 米国のDIPファイナンス制度と現状 株価指数とは何か ーMSCIジャパン指数先物の取引停止ー 地域通貨の機能は何か	二上 松尾 吉川 清水
No1621 (2003.12) 発展途上国の株高の背景について ユーレックスvsシカゴ ーユーレックスのアメリカ市場参入ー アメリカの市場情報課金のあり方について ー市場情報に関するSEC諮問委員会レポートよりー	伊豆 吉川 清水
No1622 (2004.2) 税制改革は債券市場に如何なる影響を与えているか ー平成11年以降の債券税制改革についてー 施行を前にした証券仲介業制度 国際銀行業の「ローカル化」について インターナショナル・セキュリティーズ・エクスチェンジ ー急成長したアメリカの電子オプション取引所ー	中島 二上 伊豆 吉川
No1623 (2004.4) 変わりつつある証券会社の人事制度 証券会社による企業再生アドバイザー業務の現状 レギュレーションNMS ーSECの全米市場システム改革案ー 「レギュレーションNMS」に見る市場情報手数料	二上 松尾 吉川 清水
No1624 (2004.6) 税制改革と債券市場の新たな展開 ー解消した債券の「課税玉」と「非課税玉」の問題ー 証券会社による企業再生アドバイザー業務の現状(続) 米国の内外証券投資について ー九世紀イギリスの地方証券取引所	中島 松尾 伊豆 清水
No1625 (2004.8) 国債の補完供給制度と新現先方式のレポオペ 証券仲介業を巡る新しい動きについて 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 SECのヘッジファンド規制案について	執筆者 中島 二上 松尾 伊豆
No1626 (2004.10) 今後の証券業 ニューヨーク証券取引所のハイブリッド化 ーNYSEダイレクト+の改訂拡張案ー 欧米の債券電子取引の現状について ユーロ債流通市場における価格情報インフラ	二上 吉川 清水 横山
No1627 (2004.12) 国債発行方式の新たな展開 ー国債市場特別参加者制度の創設についてー シンジケートローンと普通社債 国際収支不均衡とその対応策 社債市場の透明性 ーIOSCO報告書を中心にー	中島 松尾 伊豆 横山
No1628 (2005. 2) 証券販売チャネルの今後 ーイギリスの経験ー 人民元の切り上げをめぐる ドイツ取引所のロンドン証券取引所買収提案 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	二上 伊豆 吉川 清水
No1629 (2005. 4) 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 地方再生における産業再生機構の役割 レギュレーションNMSの決着 ーSECによる全米市場システム改革ー アーキベラゴとバシフィック証券取引所の経営について	中島 松尾 吉川 清水
No1630 (2005. 6) コーポレート・ガバナンスの新たな展開 ブレトンウッズ体制の「復活」? ーアメリカの対外不均衡をめぐるー 米国株式市場の再編 ーポスト・レギュレーションNMSー 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	二上 伊豆 吉川 横山
No1631 (2005. 8) 国債決済リスクの削減と国債清算機関の創設 地方再生ファンドの現状 アメリカの空売り規制と日本へのインプリケーション 日本における敵対的買収防衛策の導入	中島 松尾 清水 福本
No1632 (2005.10) コーポレート・ガバナンス論の回顧と展望 NYSE外国株市場の最近の動向について ロンドン証券取引所の買収問題 欧州における債券電子取引の動向 ーシティグループ社によるMTSでの債券大量売買をめぐるー	二上 伊豆 吉川 横山

証研レポート第一六三三号
二〇〇五年十二月十二日発行

(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12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)