



レポート

No.1639

2006年12月

旧現先と新現先の基本契約書について

～現先売買から現先取引へ～

中島 将隆（1）

米国の空売り規制緩和実験

～SECによる実証研究～

清水 葉子（15）

株主の特定は必要か

福本 葵（26）

大手証券会社の企業再生業務

～プリンシパル・インベストメントを中心に～

松尾 順介（39）

財団法人 日本証券経済研究所
大 阪 研 究 所

旧現先と新現先の基本契約書について

～現先売買から現先取引へ～

中島 将隆

1 レポ取引における基本契約書の重要性

レポ取引では統一的な基本契約書が特別に重要な意味を持っている。統一的な基本契約書が無ければ、取引に伴うトラブルが必ず発生し、証券不祥事が続発するからである。というのは、レポ取引の最大の特徴は売買と貸借の二つの側面を持っているからである。売買と貸借の二つの側面を持つ複合的な取引であれば、あらかじめ担保の処分や受渡価格の算定、価格変動リスクへの対応や用語の使い方など厳密に定めておく必要がある。さもないと、問題が発生した場合、取引が売買か貸借かという論争に発展し問題解決が非常に難しくなるからである。アメリカでは、基本契約書が作成されるまでは、レポ取引に係わる証券不祥事が続発した。そこで、一九八六年二月、P S A（全米公社債協会）が統一的な基本契約書 Master Agreement を作成した。基本契約書の作成によって取引に伴うトラブルが解消し、基本契約書の作成と破産法の改正によって、レポは「売買形式の資金取引」と明確に規定されたのである。

日本でレポ取引（現先取引）の基本契約書が作成されるのは昭和五十一年三月からである。大蔵省はこの時点で初めて現先を公認し、同時に業務方法や取引基準を定めた。平成四年からは大蔵省に代わって日本証券業協会が

理事会決議によって基本契約書を定めた。平成一三年四月に新現先市場が創設されると、従来の基本契約書も改正され、新たに基本契約書が作成される。改正された新現先の基本契約書を旧現先と比較すると、旧現先の場合は売買取引の側面が強く、新現先の場合は金融（貸借）取引の側面が強い。

ここでの問題は、旧現先と新現先の基本契約書の相違は何を意味するか、こうした相違は取引の性質が異なることを意味するのか、この点を検討することにある。よく知られているように、現先市場は金利規制を回避するため発生し、金利規制下において唯一の自由性短期金融市場としての役割を果たしてきた。金利自由化の進展と共に現先市場はその歴史的役割を終える。ところが、現先市場は業態規制の撤廃や有価証券取引税の廃止によって再び復活する。日本のレポ市場（現先市場）は欧米とは全く異なる展開をとげているのである。旧現先と新現先の基本契約書を検討することによって、こうした日本のレポ市場の特徴を明らかにしたい。また、日本においても、はじめて「レポとは何か」を巡る訴訟がおこされ、各方面から大きな注目を集めている。裁判における論点の一つは、旧現先取引と新現先取引の性質を巡る論争である。基本契約書を比較することによって、論争解決の手がかりを探ってみたい。

2 基本契約書が作成される以前の取引契約書

現先の基本契約書が作成される以前にも、念書や業界の自主ルールによる個別の契約書が交わされていた。そこで、まず、念書や自主ルールによる契約書を検討し、ついで、基本契約書が作成された経緯をみていくことにしよう。

周知の事ながら、現先取引の歴史は昭和二四―二五年頃に遡ることができ、公社債投信の破綻した三七年頃に

は「現先」という用語が市民権をえ、昭和四〇年代には現先市場は急成長を遂げた。昭和四〇年代中頃以降になると債券総売買高に占める現先売買の割合は七〇％近くになり、現先市場は唯一の自由性短期金融市場、オープン・マーケットの機能を果たしていたのである。

ところが、現先市場が拡大しているにもかかわらず、昭和四九年二月までは、統一的な契約書は無く、証券会社は念書形式で現先取引の契約を行っていた。昭和四九年二月、大蔵省の指導によって現先取引に関する証券会社の自主ルールが作成された。自主ルールは次のように要約できよう。

- ① 残高規制と集中規制…証券会社は自社の資産状況に照らして委託現先売買残高が過大にならないように留意する。残高は純資産の二倍以下に圧縮する。また、一つの取引に残高が集中しないようにする。
- ② 期間対応の原則…売りつなぐ期間は最長一年とし、売り戻しと買戻しの期間のズレをできるだけ短期にする。
- ③ 契約書…従来の念書形式を改め、売買契約書を交換し、その文言も統一する。
- ④ 売買取引先…売買取引先の財務内容、資金繰り状況等に十分注意する。
- ⑤ 約定単価…従来は、売り手の簿価似合わせるなど、時価以上の額に決めるケースが多かったが、これは買い手にとって、債権保全上の問題があるため、原則として、買戻し時点の予想時価を勘案して、約定単価を決める。
- ⑥ 有価証券…貸付有価証券の利用を自粛し、他人名義の登録債は原則として取り扱わない。

この時点では、大蔵省は現先市場の存在を公認していなかった。しかし、昭和四〇年代末には現先市場が急成

長したので、証券会社に自主ルールの作成を要求したのである。

更に翌年の五〇年二月には、自主ルールの改定を求めた。まず、証券会社の委託現先売買残高を『純資産十過去五年間の公社債売買高平均の三%』とすること、次に、約定単価は、スタート時点での市場実勢価格の上下二%以内に設定する、というものである。五〇年二月の自主ルール改定の背景には、委託現先が急膨張をとげたからである。商社などは融資規制によって資金調達に困難となったが、現先市場を通じて追加的資金を調達したからである。すなわち、商社などは信託銀行から債券を借り、借りた債券を委託現先によって資金調達したからである。同時に、取引のトラブルを未然に防止するため、約定単価は市場実勢価格の上下二%以内、と厳格に定めたのである。

大蔵省の指導によって証券会社の自主ルールが作成された。しかし、この時点までの現先市場はグレーマーケットの扱いであり、統一的な基本契約書は存在しなかったのである。

3 現先取引の基本契約書の作成

(1) 大蔵省通達と基本契約書の作成

現先市場は長らくの間、「鬼っ子」扱いであったが、昭和五一年三月の大蔵省通達「債券の条件付売買の取り扱いについて」によって、現先取引は始めて証券会社の業務であることが公認された。そして、この通達によって統一的な基本契約書が作成されることになる。通達の特徴と内容を整理すると次のようになる。

①現先取引は『売買取引』として明確に位置づけられていることである。通達の前文で「証券会社の行う債券

売買業務のうち条件付売買（以下『現先売買』という）と述べられている。レポは売買と貸借（金融）の二つの側面を持つが、通達では現先の金融取引としての側面については一切言及されていない。この点が最大の特徴である。

②通達では「現先売買の業務方法基準」が詳細に示されている。売買契約書の作成と保管、売買取引先や売買対象債券の限定、他人名義登録国債の取り扱いは原則禁止、売買約定単価は実勢価格を基準とする、期間は一年以内、残高規制等である。

③業務方法書の作成が義務付けられ、業務方法基準に基づく現先売買に係わる業務方法書の作成を命じられている。

④現先売買の状況に関する報告書を大蔵省に提出することが義務付けられている。

この通達に基づいて、はじめて統一的な基本契約書が作成されることになった。現先取引が公認され基本契約書が作成された事は、二つの意味を持っている。

まず、現先取引が整備されたことである。統一的な基本契約書が作成されると、現先取引が活発に行われるようになって、取引に伴うトラブルを回避することができる。アメリカのレポ取引は統一的な基本契約書が作成されるまでの間、レポ取引に伴う証券不祥事とレポ訴訟が多発した。日本の場合、現先取引に伴う不祥事は殆どなく、僅かに平成一〇年の「丸証証券・大塚家具の現先訴訟」だけであった。基本作成書の作成に加えて現先取引の統計も整備され、日本証券業協会は昭和五二年二月から現先取引の統計を公表するようになったのである。

もう一つの意味は、大蔵省が現先の基本契約書を作成することによって、現先取引が証券金融行政に包摂され

たことである。現先市場がグレーマーケットであれば、この市場に対する大蔵省の直接の規制はなく、せいぜいのところ、自主規制の要求ぐらいである。ところが、この市場が大蔵省によって公認されると市場が整備される反面、銀証分離の金融行政に現先市場は包摂されることになる。銀証分離の金融行政の下では、証券会社は資金貸付類似業務を営むことができない。現先は売買と貸借の二つの側面を持っているが、監督官庁の大蔵省としては現先の金融側面を無視せざるをえない。従って、現先取引を債券売買として扱っているのである。債券売買であるから現先レートという表現もない。レート（金利）は金融取引から発生するからである。更に、現先取引の公認と同時に証券会社の買現先も行政指導によって禁止された。買現先は資金の流れから見ると、資金貸し付けと類似している。証券会社の資金貸付類似業務は銀証分離の金融行政に反する。従って、証券会社の買現先は行政指導によって禁止されたのであった。証券会社の買現先の自由化は平成七年二月まで待たねばならない。

（２）証券業協会の理事会決議による基本契約書

通達行政の廃止と公正取引の確保の観点から、昭和五十一年の大蔵省通達は廃止された。そして、日本証券業協会に通達内容が引き継がれることになった。平成四年七月、日本証券業協会は「債券の条件付売買の取扱いについて」理事会決議を行った。決議内容は大蔵省通達と同一で、現先について「協会員が行う債券等の条件付売買取引（以下「現先売買」という）として、『現先売買』と明確に規定している。理事会決議の二では、売買契約の締結に関して基本的な内容を定め、理事会決議二による基本契約書の参考様式として「債券の現先取引に関する基本契約書」、「債券の現先取引に関する基本契約書に係わる合意書」が作成されている。

現先取引の契約書は二本立てとなっている。まず、「債券等の現先取引に関する基本契約書」を予め取り交わ

して合意書を交換する。次に、合意書を交換した相手方とは、「債券等の現先取引に関する基本契約に係わる個別取引明細書」をもって個別取引明細書の契約に代えるものと定めている（もつとも、約定の都度「債券等の条件付売買取引に関する契約書（個別取引明細書）」でも取引を行うことができる。個別取引明細書をもって個別取引明細書に代えるという意味は、この点を指している）。従って、現先の契約書は基本契約書と個別取引明細書の二本立てとなっていた。

理事会決議では、現先取引ではなく『現先売買』と明記していた。そして、現先の金融的性格については全く触れていない。僅かに「期間利回り」という用語だけが使用されているが、「期間利回り」は取引の事後的に算出されるものであり、利回りが売買価格の算出基準として扱われているものではない。ところが、興味深いことには、証券会社が個別に作成する個別取引明細書では、現先売買を金融取引として扱っている明細書もあった。四大証券会社の個別取引明細書はほぼ同一であるとはいえ、明細書の欄外に年利を注記した契約書も存在した。ここでは、事実上、現先レートが売買価格算出基準として扱われていたのである。証券会社は公的機関ではないから、個別取引明細書の作成に際しては、取引実態に即した契約書を作成することが可能であったと思われる。

4 新現先市場の創設と基本契約書の特徴

（１）新現先の創設と理事会決議

現先市場は、平成一三年四月、新現先市場として復活した。現先市場は昭和六〇年以降、有価証券取引税が課税される現先取引は消滅し、現先市場はF BやT Bなど有価証券取引税の課税されない市場に変貌していた。有価証券取引税は平成一一年三月末に廃止され、税コストの問題が解決され、現先市場復活の条件が整った。そし

て、国際標準のレポ市場として新現先市場が復活したのである。平成一四年四月、旧現先は新現先に強制移行することになった。

表は新現先と旧現先を比較したものである。法的位置づけや取引の性格は全く変わっていない。だか、現先に関する理事会決議や基本契約書は改正され、それに伴ってリスク・コントロール条項などが新たに新設された。日本証券業協会の「債券等の条件付売買の取扱いについて」理事会決議が改正されたが、改正の趣旨を次のように説明している。

「…債券等の資金の相互に融通する機能を併せ持つ広義レポ取引が果たす役割は、ますます重要なものと認識されている。そのような中では、日本国内の現先

表 新現先と旧現先の比較

	新現先取引		旧現先取引
	現先取引	利含み現先取引	
現先取引契約書	基本契約書の1本立て		基本契約書と個別契約書の2本立て
法的位置付け	売買（買戻し条件付契約）		売買（買戻し条件付契約）
取引の性格	資金取引（債券担保金融） 金銭の消費貸借		資金取引（債券担保金融） ⁽¹⁾ 金銭の消費貸借
担保	国債が中心		短期国債・政府短期証券が中心 ⁽²⁾
担保の処分	可能		不透明 ⁽³⁾
一括清算条項	あり（基本契約書の1本立て）		なし
リスク・コントロール条項 (1) ヘア・カット (2) マージン・コール (3) リプライシング (4) サブステテューション	可 可（取引相手毎） 可 あり		なし なし なし なし
証券会社の買現先	可能		不可能
会計処理	金融取引		売買取引（金融取引も可）
約定レート	現先レート（資金の運用＝調達レート）		現先レート（資金の運用＝調達レート）
簿価の変動	なし		あり（売買処理の場合）
オープンエンド取引	なし	可	なし
期中クーポンの帰属	債券の買い手	債券の売り手	債券の買い手
取引期間	無制限		1年以内（3ヶ月が中心）

（出所）証券業協会資料等により作成

（注）（1）証券会社の買現先は平成7年まで行政指導により禁止

（2）昭和60年以降、有価証券取引税が課税される債券の現先売買は消滅。

（3）事業会社の現先取引では、登録国債の名義変更は行われなかった。

市場参加者においても、より健全でリスクの少ないグローバル・スタンダードに合致した取引手法の導入が期待される場所である。今般、本協会においては、従来の現先取引制度に『リスク・コントロール条項』、『一括清算条項』等を加えることによって、取引の安全性、健全性の向上を図るため、別紙の通り『債券等の条件付売買の取り扱いについて』（理事会決議）の一部を改正することとする。』

この趣旨に基づいて理事会決議が改正され、理事会決議に基づく基本契約書が改正された。理事会決議や基本契約書の新たな点、また、基本契約書には記載されていない特徴等を挙げると、次のように整理できるだろう。

（２）新現先取引の基本契約書の特徴

① 現先売買から現先取引へ…従来の理事会決議では、条件付債券売買は『現先売買』とされていたが、今回の改訂で初めて『現先取引』に表現を変更した。改正された理事会決議の前文で、「条件付債券売買は『現先取引』という」と明記されている。理事会決議だけでなく基本契約書においても「現先取引」という用語に統一されている。条件付債券売買は「現先売買」ではなく「現先取引」とされ、売買と貸借の二つの側面を持つことを基本契約書の上で明記することになった。

② 現先レート…従来は現先レートという表現は注意深く避けられてきた。今回の理事会決議では現先レートを「エンド売買金額算定の基準となる料率として、個別取引で定めるものをいう」とされ、現先レートが売買金額の基準となることを認めている。

③ リスク・コントロール条項の新設…前掲表でみたように旧現先にはリスク・コントロール条項はなかった。

新現先ではヘア・カット、マージン・コール、リプライシング、サブステイチューションの条項が新設された。現先レートの扱いやリスク・コントロール条項の新設は、基本契約書の上で現先取引が金融取引の側面をもつことを明確に規定していることになる。

④ 債券取引と資金取引の一体化：旧現先では証券会社の買現先が行政指導によって禁止されていた。従来は資金取引と債券取引が分断され、証券会社は現先市場で債券を調達することが不可能であった。空売りのための債券調達は債券貸借市場で調達せねばならず、債券調達市場も現先市場とは分断されていたのである。従って、マッチド・ブック等の取引が不可能であった。新現先では規制の廃止により資金取引と債券取引が一体化しているので、こうした取引も可能になった。

⑤ 個別取引契約書の廃止と基本契約書の一本化：旧現先では契約書は二本立てで、かつ、基本契約書よりも個別取引契約書（個別取引明細書）が優越していた。基本契約書がなければ一括清算法の適用対象にならない。新現先では基本契約書の本化により、一括清算法の対象となったのである。

（３）旧現先と新現先は異なる性質の取引か

新現先の基本契約書を検討すると、前述したように、旧現先の基本契約書と異なる点が多い。旧現先の基本契約書では条件付債券売買を「現先売買」としているが、新現先の基本契約書では「現先取引」に変更し貸借（金融）の側面が強く打ち出されている。こうした基本契約書の相違から、旧現先と新現先は異なる性質の取引といえるのだろうか。すなわち、旧現先は売買取引であり、新現先は金融取引と言えるのだろうか。レポ訴訟における争点の一つがこの問題と係わっている。

この問題を解明するには、そもそも、なぜ旧現先と新現先の基本契約書が異なるのか、また、なぜ新現先では基本契約書を修正することが可能であつたか、そして、なぜ新たな条項を新設することが可能であつたのか、この点を検討する必要がある。

5 基本契約書が異なる理由は何か

(1) 旧現先の経済機能と建前上の扱い

旧現先市場が自由金利のオープンマーケットとして機能していた事は誰しも異論のない事実である。現先市場は金利規制下にあつて唯一の自由性短期金融市場であつたこと、金利が規制されているが故にこの市場が生成発展したこと、こうした特長を有しているから現先市場は大きな注目を浴びたのである。現先レートは自由性短期金利の指標であり、現先市場で資金の調達と運用が行われた。従つて、必ずしも統一的な扱いではなかったが、国税庁も現先収益を貸し金扱いとして処理し、会計処理法も金融取引として扱うことができた。

ところが、現先の基本契約書の扱いは異なる。前述したように、現先は「現先売買」として扱われ、金融取引の側面は無視された。金融取引の側面が無視されたのは、銀証分離の必然的な帰結である。銀証分離が証券金融行政の根幹であれば、現先は売買として扱わざるを得ない。現先の公認に先立つて大蔵省は「現先取引の規制について」（昭和五〇年二月）において「現先は債券担保金融の変形だが債券売買として承認すべきである」と内部資料で述べている。現先を売買取引として承認すれば、現先の金融機能を建前の上で認める事はできない。レボレートは無視され、基本契約書にリスク・コントロール条項を挿入することは不可能である。銀証分離の金融行政の故に、証券会社の買現先が禁止されたのであつた。

(2) 建前と現実を区別する必要が消滅した新現先取引

証券会社の買現先は、平成七年一二月、「規制不存在の確認」という形式で自由化された。金利自由化の進展と共に、業態規制の撤廃も次第に緩和され撤廃された。金融の垣根が低くなり、銀証分離の金融行政も撤廃され、今日では証券業と銀行業の区別も消滅しつつある。証券会社の買現先の自由化は、この流れに沿うものであり、銀証分離原則撤廃の一環である。銀証分離の金融行政が撤廃されることによって、資金取引と債券取引が一体化したレポ市場を創設することが可能になった。また、有価証券取引税が平成一一年三月に撤廃され、現先市場復活の条件が整った。

新現先市場の創設は、業態規制の撤廃や税制改革によって可能になった。従って、新現先の基本契約書はこうした変化を反映して、現先が売買形式による資金取引として明確に規定することが可能になった。前述したように、まず、債券の条件付売買が「現先売買」から「現先取引」に変更された。レポは売買と貸借の二つの側面を持つことを基本契約書で明記することが可能になったのである。次に、基本契約書で「現先取引」と明記することにより、レポレートが売買金額の基準となる料率と定めることが可能になった。レポが売買形式による資金取引であれば、金利が資金配分の指標となるからである。更に、リスクコントロール条項や一括清算条項を新設することが可能になった。従来では、基本契約書の上では、こうした条項を設定することが不可能であった。債券の条件付売買を「現先取引」とすることによって、この条項を新設することができたのである。

平成一五年四月、租税特別措置法第八条が改正され、事業法人も登録国債の利子課税に対する源泉徴収が免除されることになった。課税玉と非課税玉の区別は消滅し、旧現先では不透明であった担保の処分が可能になった。租税特別措置法第八条の改正によって新現先は更に「売買形式の資金取引」と明確に規定できるようになった。

(3) レポの経済機能と基本契約書

旧現先と新現先の基本契約書には大きな相違があった。しかしながら、旧現先も新現先も経済機能は同じであつて「売買形式の資金取引」という点では何の変化も無い。にもかかわらず、なぜ基本契約書に大きな相違が生じたのであろうか。

基本契約書がどのように作成されたか、アメリカと日本とを比較すると、この点が明瞭になってくる。アメリカのレポ基本契約書は、冒頭で触れたように、一九八六年に全米公社債協会によつて作成された。レポの基本契約書が作成されたのは、レポ取引に伴う証券不祥事を回避するためであり、統一的な契約書があれば円滑に取引を拡大することが出来るからであつた。すなわち、取引当事者の要求によつて、市場の要求によつて基本契約書が作成されたのである。一九八四年に破産法が改正されたのも、破産法の自動停止条項がレポ取引の大きな障害となつたからである。市場の要求に従つて破産法が改正されたのであつた。

日本の場合、基本契約書の作成過程と目的がアメリカと全く異なる。前述してきたように、基本契約書は取引当事者の要求によつて作成されたのではなく、大蔵省によつて作成された。現先が公認されたのは大量国債発行に伴うディーラー・ファイナンスを確保するためであつた。大蔵省によつて現先が公認されれば、現先市場は証券金融行政に包摂されるのは当然の帰結である。銀証分離の金融行政が廃止されれば、現先の基本契約書もこの変化を反映する。旧現先の基本契約書は銀証分離を前提にした契約書であり、新現先の基本契約書はこの制約から解放されて作成されているのである。繰り返し述べることになるが、旧現先も新現先も「売買形式の資金取引」であり、経済機能は同一である。相違点は、基本契約書が作成される背景が異なっているだけである。

現先の基本契約書を検討する場合、契約書で記載と現実の機能を比較し照らし合わせる必要がある。また、基

本契約書が如何なる目的で作成されたか、この点を詳細に辿ることが必要である。このように考えると旧現先取引や新現先取引、アメリカのレポ取引は、そこに大きな相違を見出す事は困難だといえよう。

参考資料

- ・ 現先取引に関する証券会社の自主ルール（経済企画庁『経済月報』昭和五二年三月）
- ・ 大蔵省通達「債券の条件付売買の取り扱いについて」昭和五一年三月
- ・ 日本証券業協会「債券の条件付売買の取扱いについて」理事会決議 平成四年七月
- ・ 債券の現先取引に関する基本契約書（理事会決議二による基本契約書の参考様式）
- ・ 債券の現先取引に関する基本契約書に係わる合意書（理事会決議二による合意書の参考様式）
- ・ 債券売買契約書（証券各社の現先売買契約書）
- ・ 現先個別取引明細書
- ・ 日本証券業協会「債券等の条件付売買取引の取扱について」（理事会決議）の一部改正について 平成二二年一〇月
- ・ 日本証券業協会「債券等の条件付売買取引の取扱について」（理事会決議）の一部改正について（新旧対照） 平成二二年一〇月
- ・ 債券等の現先取引に関する基本契約書（理事会決議三による基本契約書の参考様式）
- ・ 「債券等の現先取引に関する基本契約書」に係わる合意書（基本契約書第二条に係わる合意書の参考様式）
- ・ 「債券等の現先取引に関する基本契約書」付属覚書（基本契約書第二条に係わる付属覚書の参考様式）

（なかじま まさたか・客員研究員）

米国の空売り規制緩和実験

～SECによる実証研究～

清水 葉子

はじめに

米国では、昨年五月から約二年間にわたる予定で大幅な空売り規制緩和の実験（パイロット・プログラム）が行われている。これは、一定基準で選ばれた特定の銘柄について、空売りの価格規制を時限的に撤廃する実験を行うものである。この実験によって、価格規制が撤廃された銘柄と、従来どおり規制が課されている銘柄との取引データを対照することで、空売りの価格規制が市場にどのような影響を持っているかを実証的に検証することができる。SECは、この実験結果を受けて二〇〇四年に採択した空売り規制の改正「レギュレーションSHO」の中で保留されている空売りの価格規制の改正の方向性を決定するとしている。

本稿では、これに関連して二〇〇六年九月に空売り規制緩和実験の中間的な報告書がSECから発表されているので、この概要を紹介することとしたい。

1 米国の空売り規制

米国の空売り規制は、大きく分けると①価格規制、②明示義務、③確認義務、④その他からなる。⁽¹⁾二〇〇四年

に採択された「レギュレーションSHO」では、受渡し証券の裏づけのない空売り (Naked Short Sale) 増大問題への懸念から、①の価格規制関連を除いて、おおむね整備が強化される方向に進んだ。たとえば、②明示義務に関しては、証券を保有して売る場合（空売りでない売り）の条件を限定的にすることで、空売り表示の範囲を広げて厳格化することが定められた。また、③確認義務に関しては、空売り前に借り入れる証券を特定するための証券会社の確認義務や、受渡しに関する義務を強化する方向で改正が行われた。さらに、フェイルが続いた場合の強制清算ルールの統一化なども行われた。

一方、本稿が取り扱う①価格規制については、取引所上場証券とナスダック上場証券との間の価格規制を形式的に統一する「統一ビッドテスト」が提案されたが、価格規制そのものについて、撤廃の可能性も視野に入れて上述の価格規制緩和実験が行われることとなり、最終的な判断はパイロット・プログラムの終了する二〇〇七年に持ち越されることとなっている。

2 改正前の価格規制

米国では、取引所上場証券の空売りについては、一九三八年に最初の価格規制である直近の出来値を基準にした「ティックテスト」が導入（SEC規則一〇a—1）されて以来、七〇年近くにわたって価格規制に大きな変更は行われていない。また、ナスダック上場証券については、一九九四年にナスダックNMS銘柄について気配値を基準にした「ビッドテスト」が導入されている（NASDルール三三五〇）。これらは、いずれも下落相場でさらに価格を引き下げる方向での空売りを禁止するものであるが、取引所上場証券とナスダック上場証券とは次に述べるように中身に少し違いがある。

つまり、取引所上場証券の場合には、①直近の出来値よりも低い価格での空売りを禁じることに加えて、②直近の出来値がその直前の価格よりも下落している場合には、直近の出来値を超える価格でないと空売りできないことが定められている。一方、ナスダック上場証券の場合には、①最良買い気配が上昇しているときには価格規制はなし（どのような価格でも空売りできる）であるのに対して、②気配が下落しているときには直前の買い気配を超える価格でないと空売りができないと定められている。このように、取引所上場証券であれナスダック証券であれ、一定のルールに従って「空売り可能な最低価格 (Minimum Sortable Price, MSP)」が定められ、これによって相場下落を加速させる方向での空売りには歯止めがかけられているわけである。

もっとも、取引所上場証券については直近の出来値が基準になっているのに対して、ナスダックでは買い気配値が基準になっているという市場構造上の違いがあるほか、取引所上場証券は上昇相場であっても一定の価格規制が課されていてナスダックに比べて厳しいといった違いがある。この点は、近年のように取引の場が多様化している状態では、煩雑な規制となつてこのましくないため、「レギュレーションSHO」ではこれらを統一して「統一ビッドテスト uniform bid test」を導入することが盛り込まれた。これは、取引所とナスダックとで「空売り可能な最低価格」が異なっている状態を改めて統一し、取引の場所がどこであろうと同じ価格規制が課されるようにして取引の場の多様化に対応しようとするものである。

しかしながら、「統一ビッドテスト」の導入は、それに先立って空売りの価格規制の緩和実験を行い、その結果を見て価格規制の緩和の是非とあわせて判断されることとなつたため、現在は保留状態である。

3 空売り規制緩和実験

以上のような現状の価格規制の是非を検討するにあたって、SECでは、特定銘柄を選んで価格規制を時限的に撤廃し、規制が継続している銘柄と比較することで規制のインパクトを検証することとなった。規制緩和実験を定めたリリース⁽²⁾では、実験の目的について、「パイロット実験によって得られた実証データを下にして、空売り規制が部分的にあるいは全面的に廃止できるか、また、流動性の高い銘柄については廃止できるのか、廃止しないとして適用対象をどうするのか。また、価格規制の有無によって取引行動に何らかの変化が生じるのかどうか。ボラティリティや流動性といった市場の質への影響、空売りによって何らかの価格変化が引き起こされるかどうか、価格規制のコスト、ショートポジションを作るための他の手段の利用にどのような影響があるか（デリバティブなどの利用をさす）」について検証するとしている。

今回の規制緩和実験の対象銘柄は、①「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・取引実態を考慮して選択した約1/3。(NYSE上場の五〇%、AMEXの二・二%、ナスダックNMSの四七・八%に相当)、②「ラッセル一〇〇〇」銘柄について、16:15から翌日CTS開始までの空売り、③上記以外の銘柄でCTS終了(20:00)から翌日の開始までの空売り、となっている。

4 SECによる実証研究の暫定報告

空売り規制の緩和実験は、二〇〇五年五月の開始からすでに一年半が経過したことになるが、SECの経済分析局(Office of Economic Analysis)から、二〇〇六年九月に暫定的な実証研究結果が発表されている。⁽³⁾以下では、この暫定報告書の中で検討された八つのポイントをSECの評価にしたがって順に見ていくこととする。

(1) 価格規制は空売りを抑制しているか？

価格規制が空売りの制約になっているのであれば、実験によって価格規制が外れた銘柄（パイロット対象銘柄）は、価格規制下にある銘柄（コントロール銘柄）と比べて、空売りの取引高や残高が増加するといった影響が見られるはずである。

表1によると、取引所上場証券とナスダック証券の両方について、価格規制が外れたパイロット対象銘柄がコントロール銘柄に比べて、取引株数・取引件数ともに有意に増加した。一方、空売りの残高やカバー日数（残高を発行済み株式数で除したもの）には有意な差は見られなかった。

(2) 特定市場で空売りの価格規制が課された場合、規制のない別の市場に取引が流出する効果があるか？

同じ銘柄が複数市場で取引されていて、特定の市場で価格規制が課された場合には、規制のない市場に取引が逃げる可能性があると考えられる。

表1の最下段で、ナスダック市場での取引シェアを見ると、価格規制の外れたパイロット対象銘柄では、取引所上場証券のナスダック市場取

表1 価格規制撤廃実験で空売りの取引高などに変化が見られたか？

Variable	Market	Pilot Sample			Control Sample			Pilot Δ minus Control Δ
		Pre-Pilot	Pilot	Δ	Pre-Pilot	Pilot	Δ	
Short Volume	Listed	24.41	26.32	1.91**	24.27	24.16	-0.11	2.02**
Short Volume	Nasdaq	36.08	37.76	1.68**	35.55	35.75	0.20	1.48**
Short Trades	Listed	27.37	33.67	6.30**	27.15	26.79	-0.36*	6.66**
Short Trades	Nasdaq	37.74	39.98	2.24**	37.20	37.57	0.37*	1.87**
Short Interest	Listed	3.62	4.01	0.39**	3.75	4.25	0.49**	-0.10
Short Interest	Nasdaq	5.23	5.94	0.71**	5.00	5.60	0.60**	0.11
Days to Cover	Listed	6.14	6.87	0.73**	6.28	7.03	0.75**	-0.02
Days to Cover	Nasdaq	6.64	7.91	1.27**	6.49	8.07	1.58**	-0.31
Nasdaq Market Share	Listed	10.74	10.28	-0.46**	10.42	11.17	0.75**	-1.21**
Nasdaq Market Share	Nasdaq	47.45	51.34	3.88**	47.86	49.20	1.34**	2.55**

(出所) 注3 *は5%水準で、**は1%水準で有意。以下同じ。

引（取引所外取引）が有意に減少し（価格規制が外れたのでマザーマーケットに取引が戻っている可能性）、ナスダック銘柄のナスダック市場取引が有意に増加（同）しており、コントロール銘柄との間で有意な差が認められる。このことから、価格規制が課されていると、価格規制のない市場に取引が流出している可能性が読み取れる。

（３） オプションを使うことで空売り規制を回避する行動はないか？

価格規制が外されたパイロット対象銘柄について、個別株オプションの取引の変化を見ているが、実証研究ではオプション取引へのインパクトを示す証拠は得られなかった。

（４） 空売りの価格規制は、ダウンティックを減少させているのではないか？

価格規制は、下落相場の際に空売りをしにくくする効果を持っている。このため、価格規制は上昇相場の際と下落相場の際とで取引し易さ（流動性）に変化を生じさせるのではないかと考えられる。その結果、価格規制があると、ダウンティックとなっている時間が過小きみになると予想される。

表２によると、取引所上場株については、価格規制が外れたことでダウンティックの時間が増加しており、コントロール銘柄との間で有意な差があることが確認できる。つまり価格規制のためにダウンティックが抑制されていたと見る可能性があるということ

表２ 価格規制の有無で気配の上昇している時間・下落している時間に変化が見られたか？

Variable	Market	Pilot Sample			Control Sample			Pilot Δ minus Control Δ
		Pre-Pilot	Pilot	Δ	Pre-Pilot	Pilot	Δ	
Downticks	Listed	45.87	49.65	3.78**	45.84	45.01	-0.83**	4.61**
Downticks	Nasdaq	50.61	50.10	-0.52**	50.60	49.60	-1.01**	0.49**
Downbids	Listed	38.82	39.76	0.94**	38.74	39.50	0.76**	0.18
Downbids	Nasdaq	47.06	45.64	-1.42**	47.44	48.02	0.58**	-2.00**

になる。一方、ナスダック銘柄については、そうした傾向は見られない。ただし、これはもともとナスダック銘柄についてはアップビッドの時間とダウンビッドの時間がほぼ均等であったので、価格規制撤廃の影響が出ていないのだとしている。

(5) 価格規制は、価格の動きを妨げ流動性低下を招いているのではないか？

空売りが市場に流動性を供給する効果があるなら、価格規制は流動性低下を招く可能性がある。価格規制は、市場の流動性やボラティリティにどのような影響を与えているだろうか。

空売りの価格規制を取り払うと、空売りは市場の買い気配とマッチングしやすくなるので、買い気配の深さが浅くなり、かつ売り気配も浅くなることが予想される。表3によると、上場証券についてはパイロット対象銘柄の買い気配の深さは減少し、コントロール銘柄との間で有意な差を認めることができる。しかしながら、ナスダック銘柄についてはそのような効果は認められない。さらに気配スプレッド、実効スプレッドには有意な変化は見られない。また、表4によると、価格規制が外れたことでボラティリティが増大するといった明確な結論は得られない（ただし、回帰分析ではボラティリティの有意な増大が見られる）。

(6) 価格規制を外すことでパイロット対象銘柄の価格はどう反応するか？

空売りに規制が存在すると、単純にはネガティブな評価をしている投資家の評価が反映されにくいので価格は過大評価となるとされる。⁽⁴⁾ 価格規制撤廃実験によって、パイロット対象銘柄の価格が反応する可能性がある。

実証研究によると、取引所上場銘柄については、価格規制が存在すると二四バースポイント価格が過大評価

表 3 価格規制の有無でスプレッドなどに変化が見られたか？（流動性への影響）

Variable	Market	Pilot Sample			Control Sample			Pilot Δ minus
		Pre-Pilot	Pilot	Δ	Pre-Pilot	Pilot	Δ	Control Δ
Ask Depth	Listed	15.04	12.24	-2.80**	18.81	22.02	3.21**	-6.00**
Ask Depth	Nasdaq	21.23	26.63	5.40*	26.90	34.36	7.46**	-2.05
Bid Depth	Listed	12.16	12.89	0.73	15.96	18.71	2.76**	-2.03
Bid Depth	Nasdaq	21.41	28.44	7.04**	27.77	37.45	9.68**	-2.65
Quoted Spread (¢)	Listed	6.82	7.25	0.43	5.64	6.02	0.37	0.06
Quoted Spread (¢)	Nasdaq	5.44	5.38	-0.06	5.59	5.93	0.34	-0.40
% Quoted Spread	Listed	18.82	19.74	0.92	18.10	18.18	0.08	0.80
% Quoted Spread	Nasdaq	26.61	27.90	1.29	28.40	29.62	1.22**	0.07
Effective Spread (¢)	Listed	4.92	5.22	0.29	4.48	4.67	0.19	0.11
Effective Spread (¢)	Nasdaq	5.22	4.92	-0.31**	5.29	5.27	-0.02	-0.29
% Effective Spread	Listed	16.28	17.56	1.29	14.83	15.63	0.80	0.50
% Effective Spread	Nasdaq	26.91	26.98	0.07	28.84	28.47	-0.37	0.40

表 4 ボラティリティ

Variable	Market	Pilot Sample			Control Sample			Pilot Δ minus
		Pre-Pilot	Pilot	Δ	Pre-Pilot	Pilot	Δ	Control Δ
Daily Price Range	Listed	2.45	2.42	-0.03	2.43	2.36	-0.07**	0.04
Daily Price Range	Nasdaq	3.64	3.36	-0.28**	3.76	3.41	-0.35**	0.07
Absolute Return - 5m	Listed	0.11	0.12	0.00	0.11	0.11	-0.01**	0.01**
Absolute Return - 5m	Nasdaq	0.14	0.13	-0.01**	0.15	0.13	-0.02**	0.01**
Absolute Return - 30m	Listed	0.29	0.28	-0.01*	0.28	0.27	-0.01**	0.00
Absolute Return - 30m	Nasdaq	0.39	0.36	-0.03**	0.40	0.36	-0.04**	0.01
Absolute Return - day	Listed	1.34	1.29	-0.05**	1.33	1.30	-0.04**	-0.01
Absolute Return - day	Nasdaq	1.80	1.69	-0.11**	1.85	1.71	-0.14**	0.03
Return Standard Deviation - 5m	Listed	0.19	0.20	0.00	0.20	0.19	-0.01	0.01
Return Standard Deviation - 5m	Nasdaq	0.26	0.25	-0.01	0.27	0.26	-0.01**	0.02
Return Standard Deviation - 30m	Listed	0.45	0.44	-0.01	0.44	0.43	-0.01*	-0.00
Return Standard Deviation - 30m	Nasdaq	0.61	0.58	-0.03**	0.63	0.59	-0.04**	0.01
Return Standard Deviation - day	Listed	2.11	1.97	-0.14	2.00	2.03	0.03	-0.01
Return Standard Deviation - day	Nasdaq	2.72	2.75	0.03	2.82	2.72	-0.10	-0.13
Variance Ratio 5/30	Listed	1.12	1.23	0.11**	1.11	1.15	0.04**	0.07**
Variance Ratio 5/30	Nasdaq	1.23	1.30	0.06**	1.26	1.29	0.03**	0.03*
Variance Ratio 5/day	Listed	3.09	3.30	0.21**	2.98	3.08	0.10	0.11
Variance Ratio 5/day	Nasdaq	4.08	4.09	0.01	4.15	4.62	0.47	-0.45
Variance Ratio 30/day	Listed	2.71	2.62	-0.08	2.64	2.57	-0.07	0.01
Variance Ratio 30/day	Nasdaq	3.24	3.02	-0.22*	3.25	3.28	0.03	-0.25

表5 価格規制の有無で価格の方向逆転が増加したか？

①短期的な価格の方向逆転（5分間）

Reversal Size	Listed Stocks				Nasdaq Stocks			
	Negative Reversals		Positive Reversals		Negative Reversals		Positive Reversals	
	Pilot	Control	Pilot	Control	Pilot	Control	Pilot	Control
>2	338.4**	281.3	339.1**	281.1	273.4**	257.4	284.1**	267.8
>3	76.7**	65.1	75.4**	63.5	71.9**	62.8	72.7**	67.0
>4	25.0**	20.4	24.4**	19.3	25.1**	22.4	27.6**	24.6
>5	10.0**	8.8	11.3**	8.4	10.5	9.1	13.2**	11.2
>6	4.9	4.6	5.8**	4.8	5.3	4.2	6.9*	5.9
>7	2.8	2.8	3.4	3.1	3.0	2.2	3.6	3.6
>8	1.7	1.8	2.0	2.2	1.9	1.2	2.2	2.2
>9	1.1	1.3	1.2(**)	1.7	1.2	0.6	1.6	1.4

②中期の価格の方向逆転（30分間）

Reversal Size	Listed Stocks				Nasdaq Stocks			
	Negative Reversals		Positive Reversals		Negative Reversals		Positive Reversals	
	Pilot	Control	Pilot	Control	Pilot	Control	Pilot	Control
>2	251.4	240.8	240.5	231.4	215.3	218.7	224.3	221.5
>3	53.2*	47.1	44.3	45.9	38.3	41.0	41.6	45.5
>4	9.2	11.0	12.6	12.0	12.1	10.3	12.1	13.4
>5	3.3	4.3	4.2	5.4	4.8	4.1	5.3	4.6
>6	1.0	1.6	1.3(*)	2.3	1.5	2.2	3.2	2.2
>7	0.4	0.8	0.6(*)	1.3	0.3	0.9	1.3	1.3
>8	0.1	0.4	0.1(**)	0.7	0.2	0.5	0.7	0.8
>9	0.0(*)	0.2	0.1	0.4	0.0(*)	0.3	0.5	0.7

されていた可能性が認められたが、ナスダック銘柄については有意なりタインの差は見られなかった。6か月間の長期においては、価格への影響は観測されなかった。

(7) 価格規制は、相場操縦を抑制しているか？

価格規制は、一般には売り崩しや相場操縦を防いでいるとされている。しかしながら、逆に価格規制のために、価格を引き上げようとする方向への相場操縦に対して、空売りが本来の価値に引き下げるのを妨げているとの見方もある。

① 価格規制のせいで下落方向への相場操縦をしにくくし、上昇方向への操縦をしやすくしているのであれ

ば、価格規制の外れたパイロット対象銘柄についてマイナスイターンが多く見られ、プラスイターンは少なくなることが予想される。しかし、五分間、三〇分間、一日の三区分で、有意な違いは観察されなかった。②短期ではパイロット対象銘柄に価格の方向性の逆転頻度が多いという違いが見られたが、上昇と下落で頻度に違いは見られなかった。三〇分間では違いは見られなかった。③空売りによって売り崩しが行われるとするなら、価格規制の外れたパイロット対象銘柄では、下落相場からの反転上昇 (negative reversals) が、大きく起こるはずである。上場銘柄については、五分間で見た場合にパイロット銘柄の方により大きな反転が観測されたが、下落相場からの反転と上昇相場からの反転に差は見られなかった。三〇分間では、パイロット対象銘柄とコントロール銘柄とで有意な差はなかった。ナスダック銘柄については有意な差は観察されなかった。

(8) 価格規制は大型株と小型株とで異なる影響を持つか？

時価総額、取引高、回転率などでグループ分けして検証したが、大型株と小型株とでボラティリティ、気配スプレッドの深さなどに大きな格差は見られなかった。一方、小型株ほど価格規制の存在によって規制のない他市場に回送されやすいという傾向が見られた。

今回の報告は暫定的なものであるため、この実証結果を下にしてどのような判断が行われるのかについてのヒントになる資料は発表されていない。上述のように緩和実験そのものは二〇〇七年まで継続されることになったので、引き続き検証が行われ、総合的に判断されると予想される。こうした大々的な規制緩和実験を行うのはアメリカならではという印象であるが、わが国の今後の空売り規制を検討する上でも大きな影響力をもつと考え

られるため、引き続き注目していきたい。

注

- (1) 米国の空売り関連規制全般については、清水葉子（二〇〇五）「アメリカの空売り規制と日本へのインプリケーション」『証研レポート』一六三二号、関雄太（二〇〇四）「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、同（二〇〇五）「空売り価格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』二〇〇五年冬号を参照。
- (2) Pilot Order, SEC Release No.34-50104, July 28, 2004.
- (3) Office of Economic Analysis, Securities and Exchange Commission (2004) "Economic Analysis of the Short Sale Price Restrictions Under the Regulation SHO Pilot (Draft)"
- (4) もっと一般的な仮定の下では、空売り規制は過大評価にも過小評価にもつながらうる。

（しみず ようこ・客員研究員）

株主の特定は必要か

福本 葵

1 はじめに

二〇〇九年一月より、株券不発行化の新たな振替制度の実施が予定されている。新たな振替制度とこれまでの証券保管振替制度との違いの一つに、株主名簿の作成および管理の方法がある。これまでは保管振替制度の一方、株券も存在していたため、保管振替制度における実質株主名簿と、株券を保有する株主を管理する株主名簿が基準日に名寄せされ、真の株主名簿が作成されていた。新たな制度では、株券が存在しないため、株主名簿は実質株主名簿、一本に統一される。

また、株券が存在する場合、株式を譲渡するには、譲渡当事者間では株券の交付が必要十分条件であり、（会社法一二八条一項本文）会社との関係では株式を譲り受けた者は株主名簿上の名義を自己の名義に書き換えなければならぬ（会社法一三〇条一項、二項）。株券が不発行化されると、振替制度の適用会社では、口座保有欄への数の増加記載が譲渡の對抗要件かつ会社以外の第三者に対する對抗要件となる（振替法一四八条）。これまでの株式の特徴であった流通面と権利行使面の二面性はなくなる。⁽¹⁾

このような特徴は発行会社が株主を特定するのに役立つのではないかと期待されている。⁽²⁾というのは、近年、株式持合いの解消、外国人株主の増加、敵対的M&Aの増加などを背景に、発行会社から株主を特定したいという要請が高まってきているからである。

本稿では、株主の特定について、アメリカの証券保管振替制度、日本の新たな振替制度、アメリカにおける大量保有報告制度、イギリスの一九八五年会社法一二二条を概観し、日本のあるべき姿を考察したい。

2 DTCのDRS—アメリカが日本に近づいたか？

DTC (The Depository Trust Company) を振替決済機関とするアメリカの振替決済制度と現行の日本の保管振替制度とは、名簿管理において大きな違いがある。日本の場合、株主である顧客の氏名、住所、保有株式数は、実質株主名簿に記載される。投資家は配当金の支払、アニユアルレポート、議決権行使の委任状など全ての郵便物を直接、発行会社や名義書換代理人から受け取る。これを直接方式という。

一方、アメリカでは、ほとんどが証券会社の名義 (street name) で登録され、発行会社は株主が誰であるかを把握していない。物理的な証券は投資家に対して発行されず、証券会社は少なくとも年四回の投資家口座明細書 (取引明細書) を発行する。証券会社は自己の管理する名簿に基づいて、投資家、およびノミニーとなっている証券会社に対して配当金を支払い、証券会社は、発行会社や名義書換代理人から送られる郵便物を投資家に送る。これを間接方式という。間接方式は処理も簡便なためコストも安価であるが、日本においては保管振替制度導入の際、発行会社から直接方式の導入は必須であるとの要請があったとされる。

アメリカにおいて、制度発足以来長らく、証券の保有形態としては、株券を保有し、株主名簿に自己の氏名を記載する方法、証券を不動化または不発行化し、ストリートネームで所有する方法の二通りであった。しかし、物理的な株券の発行や流通に伴うコストが高額なため、これらの株券を不発行化させる手段として、第三の方法が考案された。それが、Direct Registration System (以下DRS) とNetworking for Equities (NFE) である。

DTCは一九九六年にDRSを二〇〇二年にNFEを導入した。

(1) Direct Registration System (DRS)

DRSとは、適格証券に関する直接の電子記帳登録を、投資家の名前において名義書換代理機関の口座簿上に行うDTCの仕組みをいう。投資家がその名義書換を指示することを前提としている。発行会社との関係において、投資家は、物理的な証券を必要とすることなく、名義書換代理人の名簿に直接登録されることによって、証券の所有を証明する。投資家は所有権を証明する報告書または周期的な口座管理明細書を受け取る。配当金や利息の支払、委任状、アニユアルレポートなどは発行会社または名義書換代理人から送付される。

一九九六年DRSが導入されて以来、直接登録を提供している発行会社は安定して増え続けている。DRSサービスを利用可能である発行会社は、三〇〇社以上となっている⁽³⁾。

(2) Networking for Equities (NFE)

二〇〇二年八月、DTCはさらにNFE (Networking for Equities) と呼ばれる新たなプログラムを始動した。これは、譲渡制限付証券⁽⁴⁾の不発行化を認め、これらを取り扱う証券会社に対し、ブックエントリー方式を提供するものである⁽⁵⁾。譲渡制限株式は通常、譲渡制限についての記載が券面に印刷されるため、券面の発行が必要であった。しかし、NFEを利用することになれば、物理的な証券は、譲渡制限を外すために名義書換代理人に送られ、制限の付かない新たな証券が発行されるか、またはブックエントリー方式で保管される。NFEは保有されている証券についての顧客の情報を維持し、その情報は、関連する証券会社や銀行、名義書換代理人によって関

覧可能である。DRSおよびNFEによって、投資家がストリートネームでの保有を望まない場合や譲渡制限などが付されていて無券面化に馴染まない証券の無券面化が促進されることとなった。

振替制度の主たる目的は、流動性の高い証券の決済の利便性やリスクを回避することである。しかし、DRSやNFE、特に、NFEは流動性の高い証券を対象としているものではない。これは、株券の不発行化が法制されていらないアメリカにおいて、株券を発行するコストを削減するためのものである。DTCの制度を拡大し、これまで株券を発行していた発行会社の証券の振替制度への導入策として設けられたものである。

本来の目的ではないが、DRSとNFEにより、これまで、間接方式であったアメリカの振替制度に、いわゆる直接方式が一部導入された形となる。

3 日本の振替制度における株主の特定

(1) 新たな振替制度における株主名簿

現行の日本における株主名簿は、株主名簿と実質株主名簿の二本立てである。株券の存在する制度である株主名簿と保管振替制度の実質株主名簿が、権利確定日に、氏名と住所をキーとして、名寄せされる。従って、真の株主名簿は権利確定日である基準日のもののみである。多くの会社では本決算と中間決算の年に二回、株主名簿が作成される。

株券不発行化後は、実質株主名簿に一本化される。権利確定日である基準日には、総株主通知によって、株主が確認される。つまり、毎日口座に証券の増加が記帳されても、総株主通知によらなければ、誰が株主であるかを特定することはできない。また、新たな振替制度では、これまでの制度にはなかった登録質に関する仕組みが

創設される。つまり、総株主通知では、株主に加え、質権者の住所・氏名を通知する。これは、質権者からの申し出があった場合のみである。つまり、質権者からの申込がなければ、通知がなされない。このため、現行の略式質の匿名性は確保されることとなる。

このように振替制度の適用会社では、口座保有欄への数の増加記載が譲渡の対抗要件かつ会社以外の第三者に対する対抗要件となる（振替法一四八条）。つまり、振替口座簿の増加記載を行わなければ株式譲渡の効力が生じない。

（２）総株主通知と個別株主通知

①総株主通知

前述の通り、株主名簿は総株主通知によって作成される。総株主通知は二通りある。権利確定日である基準日に行われる定期的なものと会社からの請求によるものである。会社は正当な理由のある場合は一定の費用を払って、総株主通知を請求できる（振替法一五九条）。

この正当な理由とは何か。法律の制定当時想定されているのは、会社法上の権利行使に関するものである。例^{（６）}えば、株主優待制度の実施などである。しかし、詳細は未定であり、検討課題であるとされている。

②情報提供請求権

総株主通知は株主全員の通知を請求する制度であるが、発行会社は正当な理由があれば、一部の株主の情報提供を請求することもできる。これを情報提供請求権という（振替法二九九条）。この場合の正当な理由とは、例えば、少数株主が株主権行使のための継続保有要件を満たしているかどうかの確認などである。以下に述べる個

別株主通知が株主からの請求であるのに対し、情報提供請求権は、個別の株主に関する、会社からの情報提供請求ということになる。

③個別株主通知

代表訴訟などの権利を行使するため、株主の請求によって、その者が株主であったことを確定する作業を個別株主通知という（振替法一六二条）。個別株主通知は、株主から請求するためのものである。なお、個別株主通知によつては株主名簿は書き換えられない。例えば、代表訴訟提起権の場合、継続保有要件の権利行使前六ヶ月は、株主名簿に記載がなくとも、振替口座簿の増加記録日から起算される。

4 M & Aと真の株主の特定

これまでは新たな振替制度における株主の特定を見てきたが、振替制度においても真の株主を特定することは難しいとされている。一つは「正当な理由」が明確にならなければ、会社が株主名簿を確定したい時期に確定できるかどうか分からないこと。もう一つは、株主名簿において確定できるのは、株主名簿上の株主であり、真の株主ではないという点である。例えば、年金基金や投資信託のように、真の資金提供者は名義上の株主ではない場合がある。

株主を特定する制度として、日本には大量保有報告制度がある。では、アメリカやイギリスでは、どのような制度があるであろうか。

(1) アメリカの法制

①二つの大量保有報告制度

日本の大量保有報告制度はアメリカを範に導入された。アメリカの大量保有報告制度は、一九三四年証券取引所法第一三条に規定がある。一三(d)、一三(g)は日本と同じく、五%以上取得した者に課されるルールである。日本と比べ、異なるのは一三(f)のルールである。このルールの基準は何%という持分割合ではなく、量的基準である。一三(f)は、一三条(d)項(一)号に定める種類の持分証券を最近一二ヶ月の最終取引日現在で公正な市場価額で総額一億ドル以上保有する勘定に関して投資裁量権を行使するすべての機関投資管理人(institutional investment manager)、自らの勘定で証券と売買する主体、具体的には銀行、保険会社、投資顧問、投資会社、基金などを指す)は、SECにSECが規則により定める様式の報告書(Form13F)を四半期ごとに提出しなければならない旨が定められている。つまり、三月、六月、九月、十二月末日より四五日以内に四半期ごとの保有銘柄状況を提出しなければならない。開示内容には、銘柄、種類、CUSIP番号、株式数もしくは元本額、および公正な市場価額による保有総額を含む。そして、SECは当該報告書に含まれた情報を、SECが定めた形式により、公衆に対して、妥当な費用で容易に利用できるようにしなければならないとされている。これらの情報はEDGERを通じて閲覧可能である。

但し、この制度でも、先に日本において議論になったと同じ批判がある。つまり、取引から報告までタイムラグがある。例えば、一〇月一日に一億ドル以上を取得しても、報告がなされるのは、二月一五日となり、四ヶ月半を要する。

②委任状制度

一九三四年証券取引法第一四条（a）（b）などでは、委任状書面、添付資料が証券の実質的保有者（beneficiary owner）に配布されるよう規制されている。発行者は株主名義人に対し、名前の通知を許諾している NOBO（Non Objective Beneficial Owner）の名義を要求することができる。発行会社では名簿に従って委任状勧誘を行う。但し、この NOBO リストに記載されるのは、情報開示に承諾した機関投資家のみである。

③その他―株主判明ビジネス

これらの公的な開示制度の他、中資本、大資本会社の多くは、ストック・ウォッチ会社やストック・サーベイ会社と呼ばれる会社のサービスを利用している。これらは私的企業であり、ストリートネームに着目した徹底的な調査およびタイムリーな情報開示提供を行っている。これらの会社の調査方法の第一段階は、DTC 名簿の分析である。ストリートネームが九〇％であるアメリカでは、DTC の名簿を分析することにより、株式保有者の大きなトレンドの変化は把握できる。第二段階は DTC 参加者のボトムアップ分析とされる。顧客のために口座を持つ証券会社や銀行からのリストを分析する。このリストによつて機関投資家、投資信託会社など掘り下げる。最終段階は、直接機関投資家にコンタクトする。守秘義務からカストディアン銀行はストック・ウォッチ会社⁽⁷⁾に情報提供しない。そのため、直接、機関投資家にコンタクトする。ポートフォリオマネージャー、アナリスト、コンプライアンスオフィサーにリアルタイムポジションを確認する。

(2) イギリスの法制

①大量保有報告制度

イギリスにも大量保有報告制度がある。公開会社の議決権付株式につき三%以上の「重大な利害関係」を有する者は、当該会社に対してその利害関係を通知しなければならない（一九八五年会社法は一九八条、一九九条二項（a））。また、これらの者の保有持分に一%以上の増減があつた場合にも、通知義務が発生して二営業日以内に会社に通知しなければならない（一九八五年会社法二〇二条一項）。この利害関係には、ファンドマネージャーのように、他人のために投資物件を運用する者が持つ利害関係は含まれない（一九八五年会社法一九九条一A）。他人のために投資物件を運用する者は、三%ではなく、一〇%以上になった場合、会社に対して通知しなければならない（一九八五年会社法一九八条、一九九条二項（b））。これは日本の特例報告に該当する。

また、上場規則では、上場会社ができる限り迅速に当該情報の受領後翌営業日の終わりまでに、規制情報サービス（Regulatory Information Service 以下、RIS）に通知しなければならない（LR9.6.7⁽⁸⁾）。RISとは、FSAの承認を受けた情報提供機関を指す⁽⁹⁾。

アメリカや日本において証券取引法で規定されている大量保有報告制度が、イギリスにおいては会社法に規定されている。また、大量保有報告の通知先もSECや金融庁など公的機関ではなく、当該発行会社となっている。但し、通知を受けた会社では、その情報をRISに通知しなければならない。二段階の開示方法を採用している。RISはこれらの情報を一般に開示している。

②一九八五年会社法二二二条

大量保有報告制度はアメリカにも日本にも存在する制度であるが、イギリスはこれとは別に会社が自己の実質

株主を明らかにすることのできる仕組みを持っている（一九八五年会社法二二二条）。ある者が公開会社の議決権付株式につき利害関係を有していると会社が信じるに足る合理的な理由を有している場合には、会社が通知書で、利害関係の有無を問い合わせ、利害関係があればその情報を提供するように要求することができる。会社が二二二条で確認できる事項は、株式を保有しているかどうか、保有している場合は現状および過去三年間の推移等、過去における保有状況、売渡先、共同保有者などである。

通知を受けたイギリス国籍の登録株主は実質株主の情報を企業に提供しなければならない。次に、通知を受けた実質株主は自ら保有する株式の状況などを企業に提供しなければならない。この通知に従わなかった場合、企業の申出により、裁判所を通じて譲渡・議決権行使・配当・新株割当の制限、収監や罰金等の制約を科せられる可能性がある（一九八五年会社法二一六条）。しかし、この規定はイギリス国籍外の実質株主までは及ばない。

上場会社は、二二二条によって取得した情報をできるかぎり迅速に、当該情報受領後、翌営業日の終わりまでにRISに通知しなければならない（LR9.68R⁽¹⁰⁾）。

二二二条によって取得した情報も大量保有報告制度によって通知を受けた情報と同じく、発行企業に提出され、発行企業はRISに通知することになる。

5 おわりに

日本において大量保有報告制度が導入された目的は、株価に影響を及ぼしやすい大量保有の情報を公開させて、市場の公正性、透明性を高めるとともに、投資者の保護を一層徹底することである。また、新たな振替決済制度は、証券決済の安全性、効率性を図る目的の制度である。

発行会社は基準日ごとに株主名簿を確定し、名簿に記載された株主が株主総会における議決権などの権利行使を可能とするため、株主に書類等を送付する。発行会社は、これまでも株主名簿を作成する過程で、特殊株主の保有株数などを確認することができた。現在、発行会社を中心に真の株主を特定したいとする要請が高まっている。背景には、株式持合いの解消、外国人株主の台頭、年金基金等、株主総会において発言する株主の増加などがある。早期に大株主を特定し、対話することによって、株主総会での会社側の提案が、否決される可能性を低めようとするものである。

これまで見てきたとおり、日本には真の株主の判明調査をする法的な権限がない。寧ろ、このような強制的調査権を発行企業に持たせているイギリスの法制の方が特殊であると考えられる。どのファンドがどの銘柄の株式を購入するかという運用上に関する情報はそのファンドの核たる情報であり、そこにファンドの価値がある。

また、ヨーロッパにおいては、アメリカと比して、敵対的買収をする側も被買収側も行動が制約されている。近年増加傾向にある敵対的買収に対し、日本がアメリカのように買収側にも被買収側にも自由な制度を構築するとすれば、一方に過度の情報取得を可能ならしめる制度を導入することは衡平ではないのではなからうか。

注

(1) これまで利便性や匿名性を重視する譲受人の中には、自己の保有する株式の名義書換をあえて行わず、失念株とする者もあったが、新制度ではこれを名義書換する必要がある。

(2) 日本経済新聞二〇〇六年八月一八日、朝刊

(3) 二〇〇〇年、DRS修正システムProfile Modification System（プロフィール）が開始された。これまでストリートネ

ームとDRSのポジションの証券移転が紙ベースで行われていたものを電子的に行えるようにした。その他、適格証券の拡大など、DRSの利用促進を推進している。新規発行は全てDRS適格証券または完全無券面化証券とする。

- (4) SEC（米国証券取引委員会）への登録がなく、転売制限がついた私募証券。制限についての記載が券面上に印刷されているため、現物としての証券保有率が圧倒的に高い。

- (5) もともとは、制限付証券の電子記帳を促すものとして開発されたが、現在では制限付証券以外のタイプの証券であっても、同サービスの対象となっている。

- (6) 敵対的買収を仕掛けてきた者、IRの必要性、インサイダー取引が行われていないかの確認などが正当な理由に当たするかは定かではない。

- (7) International Investor Relations Federation "GLOBAL SURVEY ON SHAREHOLDER TRANSPARENCY" summary report September 2005, 1五頁。

- (8) A listed company must notify a RLS as soon as possible and in any event by the end of the business day following receipt of the information, of any information disclosed to it in accordance with sections 198 to 208 of the Companies Act 1985 (relating to the obligation to disclose certain major interests in the share capital of a company). The notification must also include the following details:
 - (1) the date on which the information was disclosed to the company, and
 - (2) the date on which the transaction was effected, if known.

- (9) "A Regulatory Information Service is a Primary Information Provider (PIP) service that we have approved to disseminate regulatory information to the market. To comply with their obligations, listed companies may contact any one of the

following Regulatory Information Services to disseminate their regulatory announcements." <http://www.fsa.gov.uk/Pages/doing/ukla/ris/contact/index.shtml>

- (10) A listed company must notify a RIS as soon as possible and in any event by the end of the business day following receipt of the information, of any information obtained by it pursuant to section 212 of the Companies Act 1985 (relating to persons interested in shares) or otherwise, where it is apparent that an interest exists or has been increased or reduced or ceased to exist and should have been disclosed under section 198 to 208 of the Companies Act 1985 but has not previously been disclosed.

参考文献

・河村賢治「第五章 イギリス上場規制・開示規制の研究―公開会社法および金融・資本市場法の観点から―」『イギリスの金融規制―市場と情報の観点から―』イギリス資本市場研究会編、二〇〇六年（財団法人日本証券経済研究所）

（謝辞） 本稿作成に際し、斉藤宗孝氏（株式会社証券保管振替機構）、唐津伸氏（株式会社封建保管振替機構）、小森博司氏（住友信託銀行）から貴重なご教示賜りましたことを深謝申し上げます。

（ふくもと あおい・客員研究員）

大手証券会社の企業再生業務

「プリンシパル・インベストメントを中心に」

松尾 順介

はじめに

本稿の課題は、日本の国内大手証券会社の企業再生関連業務の現状を紹介し、現在抱えている課題を考察することである。なお、大手証券会社の再生関連業務として、再生アドバイザリー業務、再生ファンド組成業務および再生関連のプリンシパル・インベストメント業務があげられるが、特にプリンシパル・インベストメントを中心に考察する。

この数年間、企業再生ないし事業再生は、相次ぐ破綻処理の中でブームの観を呈していたが、最近の景気回復の波を受け、現在、企業再生ブームは終焉したとまで言われるようになってきている。筆者は、この二、三ヶ月の間、国内大手証券会社の企業再生業務担当者や投資ファンドの担当者等にインタビュー調査を試みたが、三、四年前に比べて、その取り組み姿勢は多かれ少なかれ消極化しているという印象を受けた。少なくとも、企業再生業務が一時のピークを越えたのは事実であろう。

このように大手証券会社等が企業再生業務に対する取り組み姿勢が消極化した背景としては、景気回復が持続する中で、大手銀行の不良債権処理が一巡し、大型の投資案件が減少したことが挙げられる。かつてはマスコミ

などでも、問題企業リストなどが取りざたされていたが、そうした報道も最近では見当たらなくなった。また、地方の案件には、再生対象案件も残存しているが、後述するように、これらは大手証券会社の取扱い対象とはなりにくい要素が多く、全体として対象となる案件が減少したことが挙げられる。

したがって、このような状況の中で大手証券会社のプリンシパル・インベストメントの投資対象は、法的手続き等に至った破綻案件から、不採算部門の整理や経営再編・合理化といった案件に移行しているが、各社のプリンシパル・インベストメントの金額は増加しており、この業務そのものは拡大している。

本稿では、国内大手証券会社の再生業務として、アドバイザリー業務と再生ファンド組成業務の現状を簡単に概観した上で、今回インタビュー調査を行った、野村プリンシパル・ファイナンスおよび大和証券SMBCプリンシパル・インベストメントの再生に関連したプリンシパル・インベストメント業務を考察する。¹⁾

1 再生アドバイザリー業務

(1) 野村証券の取り組み

野村グループでは、二〇〇三年六月野村証券に再生プロジェクト室を設立し、野村総合研究所の協力を得て、積極的に企業再生支援活動を開始した。人員体制は、専任メンバー一五名、シニア・アドバイザリー・メンバー二〇名程度、アドバイザリー・メンバー七〇名程度と一〇〇名規模を当初から確保した。このうち専任メンバーのコアメンバーは、M&Aや財務アドバイザリーなど投資銀行業務のエキスパートであった。

再生プロジェクト室の業務は、①再生プランニング業務（再生対象企業の財務・ビジネスに関するデュー・デiligence、再生プラン作成支援、成長戦略グラントデザイン作成支援、法律・会計面でのアドバイス、など）、

②金融スキームの構築業務（資金調達、とくに機関投資家・ファンド・事業法人からの資金調達のアレンジメント、M&Aやライアンスに関するアドバイスや支援、証券化スキームの組成、など）、③実行支援業務（経営ビジョンの策定支援、組織・業務・システムなどの構築に関する策定支援、MBO・IPO支援、など）であった。

同プロジェクト室の手がけた代表的な法的手続案件は、会社更生法案件として、新潟鐵工所、ファーストクレジットなど、民事再生法案件として、青木建設があるが、法的手続会社の事業部門ごとの買収（売却）案件も手にかけているほか、法的手続に至っていない経営不振企業の再生支援も多数行った。

しかし、現在同プロジェクト室は、元の企業情報部に編入されている。その理由は、案件が減少したためである。

（２）大和証券グループの取り組み

かつて大和証券ＳＢキャピタル・マーケティングでは、事業開発部がアドバイザー・サービス業務を担当していた。事業開発部は、人員五〇～六〇名（うち弁護士一名、証券アナリスト七名、MBA一〇名）を有していた。なお、事業開発部では、①さまざまなエクイティおよびデット・ファイナンス、証券化・流動化、自社株消却など、企業経営の効率化・戦略化、②事業提携、MBO・第三者割当等による事業再編、持ち株会社化、関係会社の株式公開などによるグループ経営強化、③連結会計、税効果会計、企業年金会計など会計制度の見直し、④民営化による株式売り出し、生命保険会社の株式会社化、従業員持ち株会・401Kプランの導入、などアドバイザー業務全般を担当しており、同社の各投資銀行業務部門と連携して業務が行われていた。その後、大和証券ＳＭＢＣへの社名変更（二〇〇一年四月）とともに、企業再生アドバイザー業務は、事業開発部から切り離さ

れ、プリンシパル・ファイナンス部のストラクチュアリング・アドバイザリー・チームに引き継がれた。同社のフィナンシャル・アドバイザー業務の主な内容として、①事業評価、資産評価、収益性評価、業界評価などの支援、②スポンサー募集のためのインフォメーション・パッケージの作成支援、③再生スキーム、支援ストラクチャーの立案、④スポンサー候補の発掘、接触、募集、⑤スポンサー候補との折衝、戦略的交渉支援、⑥スポンサー候補先および利害関係先に関する情報収集支援、⑦スポンサー候補先とのドキュメンテーション作業、⑧再建計画認可取得へのスケジューリング支援、⑨スポンサー候補先との事業支援の条件交渉、⑩債権者への説明資料作成、情報取りまとめ支援、⑪再建計画までのプロセス管理、⑫全体の取りまとめ、⑬その他再建に必要な作業に対する助言・支援、などを挙げている。

その後、大和証券S M B Cは、プリンシパル・ファイナンス部を廃止し、再生アドバイザリー業務を、主にM & A業務を行う企業提携部に移管している。他方、二〇〇一年一〇月、同社は新たに一〇〇％出資の子会社として、大和証券S M B Cプリンシパル・インベストメントを設立し、ここでは専門的に不良債権、金銭債権、プライベート・エクイティ投資業務および企業再生ファンド等の組成業務を行っており、企業再生ビジネスの主力をプリンシパル・インベストメントおよびファンド組成・運用に移しているようである。⁽²⁾この背景には、銀行系証券会社、外資系、さらに監査法人などの参入によって、アドバイザリー業務の分野の競争が激化し、手数料の引き下げ圧力が強まり、収益性が低下したことが考えられる。したがって、大和証券S M B Cの企業再生業務は、後述するように、ファンド組成とプリンシパル・インベストメントに移行している。

(3) 日興コーディアル証券の取り組み

日興コーディアル証券では、企業情報本部が中心となって再生アドバイザリー業務を担当している。ただし、同部は、再生アドバイザリー業務に特化しているわけではなく、M&A業務全般を担当し、八〇〇九〇名程度の人員を有している。

同社の企業再生アドバイザリー業務は、この企業情報本部を核として、全社的な支援体制の下に業務執行される。まず、再生対象企業の情報収集は、全国一〇八の支店網、事業法人部門（上場事業会社を担当）、金融法人本部（銀行等の金融機関を担当）および企業法人本部（上場予備軍の会社を担当）が主に担当し、さらに当該企業の精査・再生策の作成・遂行については、企業戦略部、第二ソリューション企画部などが随時機動的に協力体制を作ることになる。なお、海外案件や大型案件は、日興コーディアルグループと米シテイグループの合併会社である日興シテイグループ証券が担当し、プリンシパル・インベストメントは、日興プリンシパル・インベストメンツが担当することで、棲み分けがなされている。

なお、日興コーディアル証券の手がけた法的手続案件は、会社更生法案件として、タナカインターナショナル、民事再生法案件として、大日本土木、ニコニコ堂、音楽の森、小樽ベイシテイ開発、高弥建設、檜崎製作所、南海毛糸紡績、日本コーリン、原徳チェーン本部、栗村製作所などが挙げられる。ほかに、産業再生機構が支援決定した九州産業交通に対して、支援スキーム実行に伴う株式価値の試算サービスを提供している。さらに、日興ソロモン・スミス・バーニー証券会社（現、日興シテイグループ証券）と共同して、マイカル（二〇〇五年十二月に会社更生手続き終結）のフィナンシャル・アドバイザーに選任されている。

現在、この業務に関する同社の取り組み体制は変わらないものの、再生案件が減少したために、主力はM&A

案件に移行している。

この業務に関する大手三社の取り組みを見る限り、もともと業務内容にそれほどの差別化は見られず、投資銀行業務全般と協力しながら遂行されている点で共通していた。さらに、現在は、案件が減少する中で、企業情報部あるいは企業提携部といった部門で扱われるようになっており、他のアドバイザリー業務の一環として遂行されている点でも一致している。

2 再生ファンド組成業務

(1) 野村證券の取り組み

野村證券による企業再生型投資ファンド関連業務としては、二〇〇三年二月、りそな銀行との連携での設立が合意された「中小企業等再生ファンド」（名称…ジャパン・ライジング・ファンド）の組成が第一号であり、その内容は①中小企業を対象とし、債権規模で一〇〇億円以上の案件は対象としない、②りそな銀行の事業運営の透明性を重視し、トーマツ・ターンアラウンド・サポート株式会社コンサルティング等のアドバイスを委託する、③オープン・プラットフォームとし、他の金融機関も利用可能なものとする、④りそな再生サービサーとの連携を中心にトータルでの企業再生に注力する、⑤最大出資の野村證券の出資をファンドの三〇%とし、特定の出資者に偏らせない、というものである。

また、野村プリンスバル・ファイナンス（野村ホールディングスの一〇〇%子会社）による企業再生型ファンドは、「ゴルフ・ジャパン」であり、これは二〇〇二年一月、ミサワリゾートおよびUFJ銀行と共同で設立合意されたゴルフ場再生ファンドである。ただし、同ファンドは、企業再生全般を目指すものでなく、ゴルフ場

の再生に特化したものである。

これらのファンド組成における特徴は、銀行と共同でファンド組成を行っている点であり、債権者である銀行と提携することで、案件の発掘が容易になるものと推測できる。また、単なるファンド組成ではなく、自ら出資を行っており、プリンシパル投資の性格が強いといえる。

(2) 大和証券グループの取り組み

大和証券グループでは、企業再生ファンドに早くから取り組んでおり、当時の大和証券SBCMが二〇〇〇年二月に「ジャパン・キャピタル・パートナーズ・リミテッド・パートナーシップ (Japan Recovery Capital Partners Limited Partnership、以下JRCP)」を設立している。同ファンドは、国内系金融機関が組成した同種のファンドとしては、最も早く設立されたもののひとつであり、投資対象は、日本国内の経営再建中の会社株式会社など、主な資金拠出者…国内大手金融機関などであった。実際、会社更生法案案件である日興電機工業などに投資している。

さらに、二〇〇一年一〇月、大和証券SBCは、大和証券SBCプリンシパル・インベストメンツを一〇〇%子会社として設立した。同社は、再生を目指す企業等へのプライベート・エクイティ投資、不良債権を含む金銭債権・不動産などへの投資、企業再生型ファンド等の組成・運用などを目的として設立されており、以下の再生ファンドを設立した。

まず、三井住友海上火災、三井住友銀行と共同して設立した「デイスター・ファンド」(二〇〇三年九月設立、投資枠…一〇〇億円)は、借入金過多のために財務リストラを必要としている企業の再生を支援するために、金

融機関から債権を買い取るファンドである。

次に、日本初の本格的な地域企業再生ファンドとされる「北海道企業再生ファンド」(二〇〇三年九月に活動開始、一〇〇億円)は、「北海道マザーランド・キャピタル株式会社」を運営会社とし、その五六・二五%は大和証券S M B Cプリンスパル・インベストメンツが出資し、残りは道内の民間企業五社が出資している。

第三に、三井住友フィナンシャルグループ、ゴールドマン・サックス証券、日本政策投資銀行と共同設立の「日本エンデバーファンド」(二〇〇三年十一月設立)である。同ファンドは、金融機関から債権を購入するファンドである。

第四に、「東京チャレンジファンド」(二〇〇四年一〇月設立、七五億円)は、東京都と都内金融機関が有限責任組合員となり、大和証券プリンスパル・インベストメンツが無限責任組合員となっている地域再生ファンドであり、都内中小企業等の再生支援を目的としている。

最後に、「とちぎ地域企業再生ファンド」は、栃木県下の地域企業再生を目的として、日本政策投資銀行、栃木県内金融機関とともに共同出資しているファンドであり、中堅企業向けファンド(二〇〇四年八月設立、三〇億円)と、中小企業向けファンド(二〇〇四年一〇月、五〇億円)によって構成されている。

以上のように、同グループの再生ファンド組成は、大和証券S M B Cプリンスパル・インベストメンツが担っており、他の二社に比して、多数のファンドを設立・運営していることが特徴である。さらに、これらのファンドは、金融機関、とくに三井住友銀行との提携によるものが多いことも注目される。

(3) 日興コディアル証券の取り組み

日興グループでは、二〇〇〇年一〇月、日興「アントファクトリー株式会社を英国のアントファクトリー・ホールディングスと日興プリンシパル・インベストメントの合併によって設立し、同社は、プライベート・エクイティ投資業務、ベンチャー投資、二次買取投資、ファンド組成・管理を目的としている。具体的には、「アントカタライザー投資事業組合」、「AFJ Japan Integration Fund 1 Exempted Limited Partnership」を設立している。ただし、最近では、前者のファンドにて、民事再生案件である本間ゴルフに出資（二〇〇六年三月）しているが、それ以外には再生案件は扱っていないようである。

したがって、三社の特徴をまとめると、野村の再生ファンド業務は、プリンシパル・インベストメントの色合いが強く、大和は金融機関との連携での取り組みに注力しており、日興コディアルは再生ファンドには積極的に取り組んでいないといえるだろう。

3 野村プリンシパル・ファイナンスの取り組み

野村グループのプリンシパル・インベストメントは、二〇〇〇年七月、野村ホールディングスの一〇〇%子会社として設立された野村プリンシパル・ファイナンスによって担われている。ただし、その業務内容は、以下であり、必ずしも再生案件に特化していないが、大型再生案件への投資で注目されてきた。

まず、同社の業務内容として次の業務が列挙されている。⁽³⁾

- ① 大株主からの独立（MBO）…経営陣・従業員を主役としたM&Aスキーム
- ② 戦略的非公開化…敵対的買収への対応、短期業績に左右されずに企業価値向上

③ 事業承継、株主構成の見直し…現在の株主構成を見直し、新たな株主構成の構築

④ 資本増強…成熟企業の更なる発展に増資引受を通じて関与

⑤ 共同投資…事業投資家と金融投資家のコラボレーション型M&A

⑥ 再生スポンサー…経営・資金・運営の三つの観点から企業再生をバックアップ

同社にとって、再生案件への投資は、掲げられた六つの業務のひとつであることが分かるが、後述するようにこの間多数の再生案件を手がけてきている。

次に、投資先企業への支援として、「経営陣とNPFによる、価値観の共有、経営分析の実施、成長シナリオの構築、といったステップを経て、大きく分けて以下に挙げる三つの支援を実施」することが明記され、①事業戦略推進…提携先開拓、営業支援（有力企業約九、〇〇〇社との密接なリレーションシップを基盤とした営業支援・取引先開拓・提携先開拓）、海外進出支援（グローバルネットワークを基盤とした海外進出支援）、②経営体制整備…人材派遣（豊富なマネジメントプールからの戦力派遣）、管理システム導入支援（SCM（Supply Chain Management：生産管理）・ERP（Enterprise Resource Planning：経営資源の有効活用）をはじめとする、各種経営管理システムの整備）、③財務戦略推進…ファイナンス支援（高度な金融技術を基盤とした資金調達支援、IPO支援（株式公開のサポート）が標榜されている（図1参照）⁽⁴⁾。つまり、同社では敵対的買収のような形をとらないことが強調されているものと思われる。

第三に、同社の主な投資案件を具体的に列挙すると以下である。なお（一）内は投資時期である。⁽⁵⁾

ドーワークス（二〇〇〇年一〇月）…オーナー社長の高齢化による事業承継案件である。二〇〇三年一月に第三者に売却し、同社初のイグジット案件でもあり、売却益は数十億円と報道された。

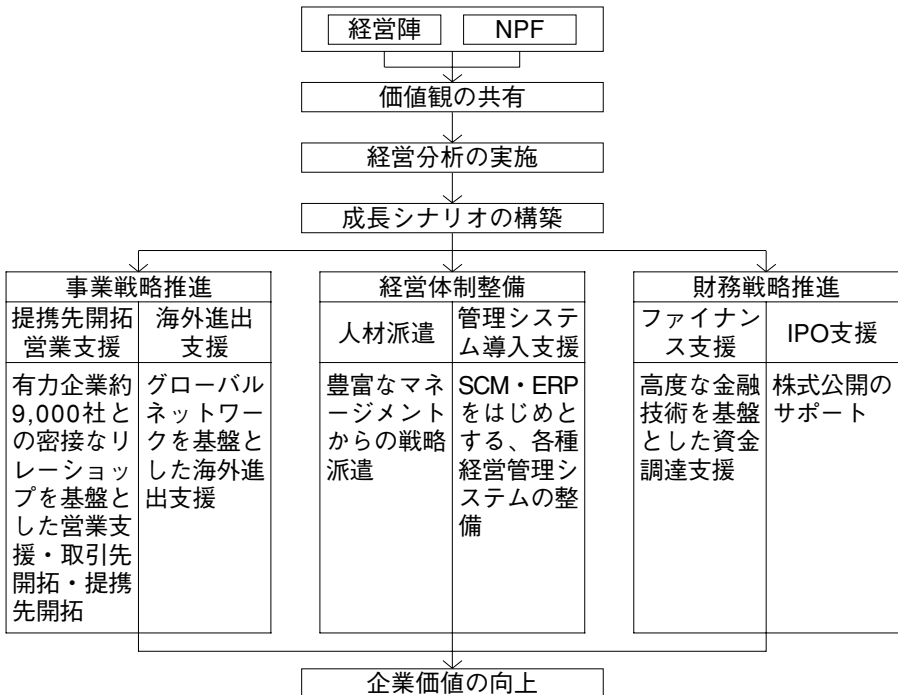
シーシアアイ（二〇〇一年七月）.. 戦略的
非公開化案件であり、経営陣主導でT O B
実施（九九億円）、二〇〇四年七月に売却さ
れたが、売却額未公表である。

U H T（二〇〇二年二月）.. 店頭登録企業
の戦略的 non公開化案件であり、六〇億円規
模のM B Oが行われた。

富士車輛（二〇〇二年三月）.. 民事再生法
案件であり、五億円規模の第三者割当増資
の主たる引受け先となった。二〇〇五年二
月、再生手続きが終結し、二〇〇六年六月、
社長と従業員によるM E B Oが行われた
（買収額未公表）。

ダイクマ（二〇〇二年五月）.. 業績不振企
業に対する共同投資案件である。ヤマダ電
機と共同で、従来のディスカウントストア
から家電量販店への業態転換を促し、二〇
〇三年五月、出資分をヤマダ電機に売却し

図1 野村プリンシパル・ファイナンスの支援体制



（出所） 同社HP、<http://www.nomuraholdings.com/npf/services/support/index.html>

た（譲渡額未公表）。

リゾートソリューション（旧ミサワリゾート、二〇〇二年一月）…資本増強のための第三者割当（三一億円）を引受けた案件であり、東証一部の上場を維持しながらの投資であることから、PIPE（Private Investment in Public Equity）案件とされる。二〇〇六年三月、コナミに一部売却、同五月、三井不動産のTOBに応じた。

ワンビシアークイブズ（二〇〇三年三月）…再生スポンサーとなった案件であり、バブル期の過剰債務（UFJ銀行）を削減すべく、私的整理のスキームを実施した。東京海上キャピタルと共同買収（五〇〇億円規模）し、二〇〇五年十二月、豊田自動織機に持分の一部売却した。

タンガロイ（旧東芝タンガロイ、二〇〇三年一月）…東証一部上場企業の戦略的非公開化案件である。東芝のノンコア事業売却に伴い、MEBOを実施（三九〇億円規模）した。なお、二〇〇六年七月、持分の一部を第三者に売却している。

スリオンテック（二〇〇三年十二月）…MBO案件であり、日立製作所グループがノンコア事業の整理のために売却した。

太洋電機産業（二〇〇四年一月）…MBO案件であり、NECグループがノンコア事業整理を行うため売却した。

ハウステンボス（二〇〇四年六月）…会社更生法案件であり、スポンサーとして、合計二〇〇億円を出資し、現在経営再建を行っている。

ミレニアムリテイリング（二〇〇四年七月）…経営再建中のそごう（民事再生法案件であったがこの時点では手続き終結）と西武百貨店（私的整理）を傘下とする持株会社に対して、五〇〇億円出資（二〇〇四年七月…二

〇〇億円、二〇〇五年一月・三〇〇億円）し資本増強を行った。二〇〇六年一月、セブン&アイ・ホールディングスに全株式譲渡（譲渡価格・一三一一億円）した。

ワイエムシー（二〇〇五年三月）・・IPOを準備するため、成長過程で多様化した株主構成を見直し、株主の集約を行った。

ミサワホーム（二〇〇五年六月）・・産業再生機構支援案件であり、ノンコア事業整理と財務リストラ（減資、DES、銀行の債権放棄など）を行うとともに、トヨタ自動車などと共同出資（計三三・四％、二五八億円）し資本を増強した。NPF・MG投資事業組合の出資額は、約一一億円（一四・四％）であり、ほかにトヨタ（一三・四％）、あいおい損保（五・五％）となっている。

すかいらく（二〇〇六年六月）・・戦略的非公開化を行うために、MBOを実施した。TOBによる買取総額は、二六五三億円であり、買取のためのSPCの六三・三三％を野村PFの専用ファンドが取得した。

イースタン（二〇〇六年九月）・・資本増強を行うために第三者割当て五〇億円を調達した。これは、設備投資計画を前倒しで実施するためのものである。

最後に、同社の特徴として、投資案件は再生案件からMBO案件まで手がけており、最近は後者のほうが注目されることが多くなっている。また、投資額が巨大化しており、大型案件への取り組みが進められている。実際、野村ホールディングスのプライベート投資額は、二〇〇三年三月末三〇一六億円から傾向的に増加し、二〇〇六年三月末には四三九一億円となっている。

これらのことから、まず出口戦略の着実な実行がより重視されるようになってきている。次に、リスク管理の重要性も高まっている。野村ホールディングスでは、リスクマネジメント部門が、テラ・ファーマ（欧州のプラ

イベート・エクイティ管理会社で、野村と一任契約締結）を含む内外のプライベート・エクイティ投資を一体管理しており、投資案件が浮上した段階からリスク管理している。第三に、野村ホールディングスの場合、米国会計基準における投資会社会計を適用していないため、投資先企業が連結対象となり、投資先企業の収益変動が野村ホールディングスの収益変動要因になる。なお、野村ホールディングスでは、この点を考慮して、二〇〇五年三月期からプライベート・エクイティ投資先企業売上高および売上原価を独立の項目として開示し、さらにミレニアム・ホールディングス売却益を計上した二〇〇六年三月期は、この売却益を非継続事業からの税引前当期純利益として区分している。

4 大和証券S M B Cプリンシパル・インベストメンツの取り組み

大和証券S M B Cによる企業再生型のプリンシパル投資の取り組みも、ファンド組成業務と同様に、大和証券S M B Cプリンシパル・インベストメンツ株式会社（大和証券S M B Cの一〇〇％子会社）によって行われている。前述のように、同社はファンド運営業務とともに自己資金での投資業務を行っている。

まず、同社の事業内容として、以下の業務が列挙されている。⁽⁶⁾

- ① プライベート・エクイティ投資…更なる発展・成長を目指す企業に対し、投資実行・人材の提供等を行い、企業価値の向上を目指す。また、公開準備中の企業に対する投資を行う。
- ② 不動産投資…金融機関および事業会社等のあらゆる資産売却ニーズに応じる。
- ③ 金銭債権投資…金融機関及び事業会社等のバランスシート改善の一助となるため、不良債権を含む金銭債権への投資を行う。

④ 各種ファンド組成・投資資産の種類別に「企業再生ファンド」、「地域再生ファンド」、「不動産投資ファンド」等の組成と運用を行う。

したがって、プライベート・エクイティ投資は多岐にわたる業務のひとつであるが、以下に見るようにその投資実績は増加している。

次に、同社の投資実績として、以下が挙げられる。

日興電機工業（一九九九年一月）・・東証二部の自動車部品メーカーで、更生計画におけるスポンサーとして出資した（当初は米ロスチャイルドと合弁で設立したファンドで投資、投資額は七億円）。経営陣を外部から招聘。事業再生に向けて取り組み、二〇〇五年八月に更生手続終結。引き続き企業価値向上に向けた各種支援を実施している。

明星電気（二〇〇二年二月）・・東証二部総合環境観測システムメーカーで、大和PⅠ等を引受先とする第三者割当増資を実施するとともに大株主より株式を買取。大和PⅠより非常勤取締役を派遣。観測・制御システムに経営資源を集中する中で、二〇〇五年七月に株主割当増資による資本増強を実施し、生産拠点の統合等の構造改革に取り組んでいる。

オギハラグループ（二〇〇三年一月）・・非上場の金型メーカー、大和PⅠを引受先とする第三者割当増資（四〇億円）を実施するとともに、創業者一族より株式の一部を買取。経営幹部を派遣し、国内外のグループ会社の再編、金型製造工程の合理化等を進めた上で、早期の株式公開を企図している。

アリストライフサイエンス（二〇〇三年九月）・・農薬メーカー、大和PⅠ等による増資や既存借入金の新規口インへの借り換えにより財務内容の改善を実現するとともに、強みのある事業分野への一層の注力等の事業改革

に向けて取組中である。

アイング（二〇〇四年九月）…非上場の総合アウトソーシング会社、平成一六年八月、大和PⅠは社長等の保有する株式の一部を譲受。大和PⅠのネットワーク機能等の活用により、事業の発展・成長を支援している。二〇〇六年五月、大和PⅠが保有していた全株式をアイング株式会社の関係先数社に譲渡した。

キャビン（二〇〇四年九月）…東証一部のレディスファッションメーカーで、大和PⅠは創業者一族から株式を取得し、筆頭株主として、経営戦略の遂行、マーケティング戦略の強化、人材の提供等において積極的な支援を実施した。二〇〇六年四月、保有全株式を株式会社ファーストリテイリングに譲渡した。

ダイワ精工（二〇〇四年一〇月）…東証一部の総合スポーツメーカー、大和PⅠを引受先とする第三者割当増資（五〇億円）を実施した。

三井鉱山（二〇〇五年三月）…東証一部の資源系メーカー兼商社であり、新日本製鐵、住友商事と共に産業再生機構が保有する株式の一部を取得した。コークス事業を核としつつ、選択と集中による企業価値向上に向け、株主三社それぞれのノウハウを活かしながら取組を進めている。

丸善（二〇〇五年五月）…東証一部の書店大手で、大和PⅠを引き受け先とする総額一〇〇億六二〇万円の第三者割当増資（優先株式）を実施した。投資実行と合わせ社外取締役を二名派遣し、同社の事業計画の遂行を支援している。

三井観光開発（二〇〇五年八月）…非上場のホテル・レジャー施設を経営している。事業再生計画におけるスポンサーとして出資（総額七〇億円程度）した。外部から経営者を招聘し、既存営業施設の商品力強化と、事業の選択と集中、新規施設への展開等により株式公開を目指している。

三井住友建設（二〇〇五年五月）・・東証・大証一部の建設、私的整理ガイドラインにもとづき再建中である。大和P Iおよび大和証券S M B Cを主な引受先とする総額六〇〇億円の第三者割当増資を実施した。金融支援をうけるとともに不動産事業を分割し、事業体質を改善した。大和P Iは社外取締役を派遣し、同社の経営計画の遂行を支援している。

三洋電機（二〇〇五年一二月）・・東証一部の総合電機であり、大和P I及びゴールドマン・サックスグループ、三井住友銀行を引受先とする総額三、〇〇〇億円の第三者割当増資を実施した。取締役二名及び経営スタッフを派遣し、共同投資家とともに事業構造改革の推進・コア事業への経営資源の集中投下など会社の経営計画の遂行を支援している。

以上のように、大和証券S M B Cプリンシパル・インベストメントでも、投資金額は増加しており、案件も大型化している。ただし、再生案件は減少しているようである。また、同社の投資額のうち企業投資残高は、二〇〇四年三月末二四〇億円、二〇〇五年三月末三四〇億円、二〇〇六年三月末二二九〇億円、同九月末二五八〇億円と急増している。したがって、野村P Fと同様、出口戦略の重要性は高まっている。また、リスク管理の重要性についても同様である。ただし、大和証券グループ本社の場合は、米国会計基準を採用していないため、投資先企業については連結対象となっていない。

まとめ

以上、大手証券会社の企業再生業務の現状を見てきたが、再生関連業務は全体として消極化しているといえる。この背景として、以下の三つの要因が考えられる。

まず、冒頭に述べたように、景気回復によって大型案件が減少したことが挙げられるが、地方の景気回復が立ち遅れているのは事実であり、地方の中堅・中小企業には再生対象案件が多数残存しているものと推測される。しかし、これらの地方案件は、大手証券会社や投資ファンドが扱う上で、大型案件とは異なる困難さがあるものと思われる。まず投資案件としては小粒すぎて、コストに見合うリターンが取りにくいことである。特に、再生案件は経営戦略の再構築や経営インフラの整備などコストのかかる改革を行う必要がある、相応の人的資源を投入せざるを得ない。これは大型案件でも小型案件でも共通であり、小型案件であるからといって必ずしもそれに比例して損益分岐点が低下するわけではない。次に、地方案件には積極的なリストラクチュアリングに踏み込みにくい要因を抱えている場合が多いことである。地方の中堅・中小企業は、地方金融機関との結びつきが強いが、地方金融機関にも、取引先企業にも積極的なリストラクチュアリングのインセンティブに乏しい場合が多い。つまり、取引先の積極的なリストラクチュアリングのためには、債権放棄などの処置が必要であるが、そうすると金融機関側にも損失が生じるため、取引先に対して経営責任を明確化させる必要が出てくる。したがって、社長退任などの事態に発展するが、中堅・中小企業は経営者の個人的な技術力や信用力、あるいは知名度などが経営基盤を構成しており、それなしには事業が成り立たない場合が多い。そこで、両者ともに問題先送りを続けることになるのである。さらに、第三セクター関連の場合、大型案件が残存しているが、企業価値の劣化が著しく、再生可能性が低下している。これらの案件では、経営破綻が明確化すると、行政責任の問題が絡んでくるため、問題の先送りが続けられ、再生不能な水準まで企業価値が毀損している場合が多いと考えられる。

次に、最近のM&Aブームに伴い、外資系ファンドの国内への参入が相次いでいる。例えば、英系の有力投資ファンドのベルミラは、二〇〇五年一〇月から日本での活動を開始し、非公開化案件などを中心に、三年間で一

五〇〇億円規模の投資を計画している。また、コールバーグ・クラブス・ロバーツ（KKR）は、米国で設立された世界最大級の投資ファンドであり、米国の玩具チェーンのトイザラスを買収したことで知られるが、二〇〇六年四月から日本で業務を開始し、競争力の落ちた事業部門等への投資を目的としていることが報じられている。さらに、世界有数の買収ファンドである米国のベイン・キャピタルは、戦略的コンサルティング会社のベイン・アンド・カンパニーの幹部が独立して設立したファンドであり、MBO案件を手がけているが、今年の七月から日本で稼動し始めている。これらのファンドがどの程度再生案件に注力するかどうかは定かでないが、これらの資金流入によって、投資案件に対する価格が上昇し、投資利回りが低下していることは明らかである。これによって、短期的な鞘取りは難しくなり、長期的な関与の必要性が高まっている。いわば、バランスシートの右側だけの改善で短期売却できる案件は少なくなり、バランスシートの左側である資産内容の改善や経営インフラの整備、さらには抜本的な経営戦略の策定・実施など、より関与度の高い、長期的改革が必要となってきたものと思われる。

第三に、出口の不透明な大型の再生案件が散見されるようになっており、これらの事例も大型再生案件の難しさを示唆しているように思われる。例えば、リップルウッドが手がけた、宮崎シーガイアは、二〇〇五年末に新会社のリップルウッド・ホールディングス・ジャパン・インターナショナル（RHJI）がベルギーに上場し、公募で一〇〇〇億円を調達したが、これは投資期間の長期化を想定しての動きと推測される。また、野村プリンスバル・ファイナンスが手がけた長崎ハウステンボスは、支援当初二〇〇六年度に営業黒字化を目的としていたが、入場者数は支援を開始直前の二〇〇二年度の二七九万人から二〇〇五年度には一九五万人に落ち込み、赤字続きの状態が続いている。これらリゾートやテーマパークの場合、業界再編の流れに乗ることもできず、出口戦

略の難しさが表面化しているといえるだろう。

このような背景から、大手証券会社の企業再生業務は、いずれも消極化しているが、その反面ある程度業務として定着したという側面もあると思われる。つまり、企業再生とは、単純化すると、①財務面の改革、すなわち負債削減や資本増強といったバランスシートの右側の改革、②資産面の改革、すなわち資産のリストラや有効利用といったバランスシートの左側の改革、③営業面の改革、事業戦略再構築、コスト削減のための経営管理などの改革に大別されるが、これらの改革を遂行するためのノウハウは、再生案件以外の案件でも共通する点が多々あると考えられる。特に、証券会社の場合、財務面の改革支援や資産売却支援といった面に優位性があると考えられるが、これらは経営効率化案件やMBO案件、業界再編に関係した案件などにも共通だろう。したがって、証券会社の再生業務への取り組みは景気循環によって伸張するものの、一定の定着したビジネスとなるのではないかと考えられる。

注

- (1) なお、今回のインタビュー調査は、主にプリンシパル・インベストメントを中心に行った。したがって、本稿における再生アドバイザー業務および再生ファンド業務に関する記述については、拙稿「証券会社の企業再生ビジネス」(証券経営研究会編『証券ビジネスの再構築』、日本証券経済研究所、二〇〇四年、第七章、一二六～一二五ページ)に依拠しており、当時のインタビュー調査等が基本となっている。ただし、その後追加的な情報を得ることができた部分については修正を施した。

- (2) なお、同社の投資業務については、大和証券SMBCプリンシパル・インベストメント設立前の一九九八年三月より

取り組みを開始している。

- (3) 同社HP、<http://www.nonuraholdings.com/npf/services/index.html> による。
- (4) 同社HP、<http://www.nonuraholdings.com/npf/services/support/index.html> による。
- (5) 本稿で列挙した以下の事例については、同社HP、プレスリリース、日本経済新聞によるものであるが、煩瑣になることを避けるため、各々の出所については省略する。
- (6) 同社HP、<http://www.daiwasmbcpi.co.jp/solution/index.html> による。

*本稿執筆に際し、各社関係者の方々から多大なご協力を賜りましたことを厚く御礼申し上げます。

(まつお じゅんすけ・客員研究員)

証研レポート既刊目録

No1622 (2004.2) 執筆者
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
—平成11年以降の債券税制改革について—
施行を前にした証券仲介業制度 二上
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
—急成長したアメリカの電子オプション取引所—

No1623 (2004.4)
変わりつつある証券会社の人事制度 二上
証券会社による企業再生アドバイザー業務の現状 松尾
レギュレーションNMS 吉川
—SECの全米市場システム改革案—
「レギュレーションNMS」に見る市場情報手数料 清水

No1624 (2004.6)
税制改革と債券市場の新たな展開 中島
—解消した債券の「課税玉」と「非課税玉」の問題—
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
米国の内外証券投資について 伊豆
—九世紀イギリスの地方証券取引所 清水

No1625 (2004.8)
国債の補完供給制度と新現先方式のレボオペ 中島
証券仲介業を巡る新しい動きについて 二上
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
SECのヘッジファンド規制案について 伊豆

No1626 (2004.10)
今後の証券業 二上
ニューヨーク証券取引所のハイブリッド化 吉川
—NYSEダイレクト+の改訂拡張案—
欧米の債券電子取引の現状について 清水
ユーロ債流通市場における価格情報インフラ 横山

No1627 (2004.12)
国債発行方式の新たな展開 中島
—国債市場特別参加者制度の創設について—
シンジケートローンと普通社債 松尾
国際収支不均衡とその対応策 伊豆
社債市場の透明性 横山
—IOSCO報告書を中心に—

No1628 (2005.2)
証券販売チャネルの今後 二上
—イギリスの経験—
人民元の切り上げをめぐる 伊豆
ドイツ取引所のロンドン証券取引所買収提案 吉川
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

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 中島
地方再生における産業再生機構の役割 松尾
レギュレーションNMSの決着 吉川
—SECによる全米市場システム改革—
アーキペラゴとパシフィック証券取引所の経営について 清水

No1630 (2005.6) 執筆者
コーポレート・ガバナンスの新たな展開 二上
ブレトンウッズ体制の「復活」? 伊豆
—アメリカの対外不均衡をめぐる—
米国株式市場の再編 吉川
—ボスト・レギュレーションNMS—
米国債・地方債に係る取引結果情報公表のリアルタイム化 横山

No1631 (2005.8)
国債決済リスクの削減と国債清算機関の創設 中島
地方再生ファンドの現状 松尾
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
日本における敵対的買収防衛策の導入 福本

No1632 (2005.10)
コーポレート・ガバナンス論の回顧と展望 二上
NYSE外国株市場の最近の動向について 伊豆
ロンドン証券取引所の買収問題 吉川
欧州における債券電子取引の動向 横山
—シティグループ社によるMTSでの債券大量売買をめぐる—

No1633 (2005.12)
レボは売買か貸借か 中島
—レボの法律上の扱いについて—
DDSと企業再生 松尾
全米市場システム(NMS)とトレード・スルー 清水
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のもの 福本
—買収防衛策としての株式分割の役割と現行TOBの問題点—

No1634 (2006.2)
証券リテール・ビジネスの現状と課題 二上
最近のネット取引ブームについて 伊豆
マカリー・グループのロンドン証券取引所買収提案 吉川
英国債券流通市場の透明性に関するFSAディスカッション・ペーパー 横山

No1635 (2006.4)
長期信用銀行の消滅と金融債の発行停止 中島
企業再生手法の多様化 松尾
—DDS・メザニン・信託—
欧米の清算・決済コストについて 清水
大量保有報告制度の特例報告 福本

No1636 (2006.6)
米国のネット証券について 伊豆
NYSEとユーロネクストの合併合意 吉川
—欧米証券取引所再編の思惑—
アジア債券市場育成構想における市場の重層性 横山

No1637 (2006.8)
四〇年の歴史を閉じた国債シ団引受発行 中島
証券会社決算に見る証券業務の変化 二上
MSCBとディスクローチャー制度 松尾
「アメリカ証券取引委員会(SEC)の証券市場規制」 清水
一般債のペーパーレス化 福本

No1638 (2006.10)
証券販売チャネルの最近の状況 二上
〈世界的不均衡〉の拡大について 伊豆
ユーロネクストをめぐる攻防 吉川
—欧米取引所再編の行方—
EUおよび英国における債券市場の透明性に関する検討の動向 横山
—EU金融商品市場指令との関連性—

財団法人 日本証券経済研究所 ホームページのご案内

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

3月より、ホームページをリニューアルしました！
JSRIの活動状況をより詳しく紹介し、コンテンツをマークで分類
するなど、さらに利用しやすく、充実したページとなりました。

I. 研究所の紹介等

- | | |
|-----------------|---|
| JSRIについて | 当研究所の概要や事業活動の紹介をより詳しくしました。研究会の活動状況を月毎に更新するようにしました。 |
| 出版物案内 | 『証券レビュー』『証研レポート』の全文、『証券経済研究』の各論文要旨を掲載しています。また、定期刊行物のバックナンバー一覧、単行本の内容紹介と目次もご覧いただけます。 |
| 証券図書館 | 証券図書館の概要や利用の手引きを紹介しています。 |
| 講演会録 | 「資本市場を考える会」の講演会録をお読みいただけます。 |
| 株式投資収益率 | 株式投資収益率（東証第一部、第二部）の年別・月別のデータや産業別・銘柄によるランキングを掲載しています。 |
| 今月のトピックス | 海外の論文の翻訳・紹介や証券経済関係の小論文を掲載しています。 |

II. データベース検索

- | | |
|-------------------|---|
| 研究所出版物 | 出版物案内に掲載している出版物を書名・論文名または著者名等により検索できます。 |
| 証券図書館の蔵書 | 証券図書館(東京)所蔵の蔵書を書名、著者名等により検索できます。また、新規受入れ図書を紹介する新着資料案内もあります。 |
| 証券関係の論文・記事 | 証券図書館(東京)が受け入れている国内雑誌に掲載された証券関係の論文・記事を論文名、著者名等により検索できます。 |
| 証券年表 | 新聞、雑誌等の記事を「証券」「金融」「一般」に3分類し、月単位で更新しています。日付ごとに記事を一覧することができるとともに、探したい用語を含む記事の検索もできます。 |

証券図書館

証券・金融・経済関係の資料をご覧になりたい方はどなたでも、ご利用いただけます。

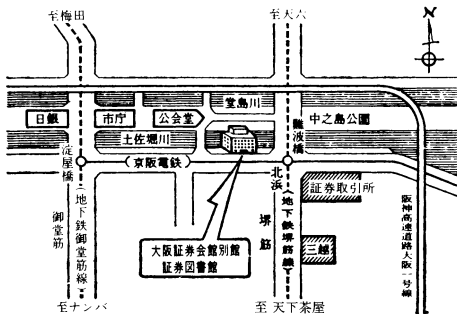
所在地 大阪市中央区北浜2-1-5 大阪証券会館別館5階
TEL (06) 6201-0062

開館時間 午前9:30 ~ 午後4:30
土曜、日曜、祝日、年末、年始および館内整理の日は休館します。

図書 証券（経済、制度、取引法）関係の専門書をはじめ、金融、財政、経済、経営、会計関係の図書および、年報、年鑑、上場会社の社史等を集めております。

雑誌 取引所、協会、証券会社、銀行、官庁、大学等の刊行物、一般雑誌、産業関係資料ほか、海外の新聞、雑誌等を集めております。

(みなさんのご利用をお待ちしております。)



道順

1. 地下鉄（御堂筋線）淀屋橋駅下車、京阪地下道徒歩約7分で大阪証券会館別館地下連絡口（23番出口）へ。
2. 地下鉄（堺筋線）北浜駅又は京阪北浜駅下車すぐ。

証研レポート第一六三九号
二〇〇六年十二月十一日発行

(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

2006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)