

証 研

レポート

No.1641

2007年4月

証券取引所の「統合」と「競争」

二上季代司（1）

米国におけるMSCB
～株価と経営パフォーマンス～

松尾 順介（13）

アメリカの空売り規制
～アップティック・ルール撤廃へ～

清水 葉子（26）

株式所有の情報開示

福本 葵（36）

証券取引所の「統合」と「競争」

一上季代司

1 はじめに

ここ二、三年の間に、世界的な規模で証券取引所の再編成が進んでいるが、こうした世界的な潮流をバックに国内証券取引所の統合再編が構想されているようである。年初に読売新聞（一月四日）が「国内六証券 統合構想」と題して、持株会社「日本株式取引所（仮称）」の下に四つの子会社を置き、現在六つある国内証券取引所を三つの市場運営会社（現物市場、デリバティブ市場、新興企業向け市場）と自主規制会社に再編し、統合しようという構想が証券界の一部にあると報道している。二月には『週刊ダイヤモンド』（二月二四日）も同趣旨の記事を載せている。

国内証券取引所の一本化構想は以前からある話ではあるが、今回の構想にはいくつかの新しい背景・理由づけが伝えられている。第一は、海外の動きをバックとする理由付けである。欧州を舞台に繰り広げられてきた証券の統合が、NYSEとユーレックスの統合、ナスダックによるLSEへの敵対的買取提案などいよいよ大陸間にもまで及び、国境を越えた証券の再編が激化している。こうした海外の動きを受けて、国内証券取引所間で競争するよりも統合により国内証券を強化するほうが重要だという考えが台頭している、という。第二は、わが国における証券取引所間競争は主として上場誘致競争という形をとっているが、こうした上場誘致競争が、上場審査の甘さ、上場会社の不正会計など不祥事を見逃すことにつながった、という認識から一本化によって監視を強化す

べきだ、とされる（以上、『読売新聞』前掲）。第三に金融商品取引法の立法化により、取引所持株会社ならびに
自主規制法人が容認され、再編・統合への道具立てがそろったことがあげられている（『週刊ダイヤモンド』前
掲）。他方、こうした再編・統合構想にたいしては根強い反対意見がある。それは独占によるサービス競争の低
下、種々の手数料の引き上げの恐れである。

この問題の是非を検討するためには、①証券取引所において展開されている競争は、何をめぐって誰が競争し
ているのか、②統合によってその競争を抑止することが、証券取引所のもつ社会的機能を向上させるのか、それ
とも低下させるのか、という論点を取り上げなければならない。以下、順次、みよう。

2 証券取引所の社会的機能

この問題を見るためには、まず証券取引所の社会的機能を見ておく必要がある。わが国は、銀行中心の産業金
融モデルから市場型金融モデルへの転換の途上にある。金融システムの基本的機能の一つは、希少な貯蓄資源を
リターンの高さに応じて産業・企業に分配することによって経済全体の生産性、効率性を高めることにあるが、
市場型金融モデルでは、それが市場メカニズムを通じて、すなわち株価（価格）が経済効率性の指標となって希
少な経済的資源が配分される。そのためには当然のことながら公正な株価形成が必要である。

すなわち証券取引所は第一に、市場の運営者として「価格発見およびそれに必要な流動性提供」機能を果たす
ことで、価格メカニズムにもとづく資源配分に貢献している。特にこうした株価に基づく資源配分は、産業構造
の転換期にあるわが国において、新興企業においてこそ必要である。フランクリン・アレン¹⁾は、継続的な技術進
歩のある産業、未知の技術を抱える新興産業など企業経営のあり方について共通の認識が形成されにくい産業に

対する資源配分は、企業経営へのチェック機会が限られている銀行融資よりも、多数の投資家が売買に参加し随時チェックすることを通じてさまざまな意見がリアルタイムで株価に集約される株式市場のほうが優れている、といっている。

第二に、証券取引所は、上場および上場廃止政策を通じて上場企業の取捨選別を行い、産業構造転換の助産婦の役割を果たしている。この場合、メインボードと新興市場とは上場基準・上場廃止基準は異なっているのが普通である。新興市場に対しては、証券取引所は出来るだけ幅広く、上場のチャンスを与えるとともに、リターンが得られる見込みが立たず経済的資源を浪費する恐れのある企業は速やかに上場廃止にする「多産多死型」の上場政策を取る必要がある。収益基盤が確立されていない企業にも門戸を広げるため、上場時には利益基準や設立年数などの数値基準は低く抑える代わりに投資判断に必要な企業情報開示を厳しくさせ、上場後は一定期間経過後に、ある程度の利益基準を達成しなければ上場廃止にするなど、メインボードとは違った数値基準などの上場政策を取る必要があるのである。この意味では、新興市場とメインボードを分離し、場合によっては別の証券取引所に市場運営を委ねることも合理的な選択となる。

第三に、証券取引所は、リスク移転手段としてのデリバティブ市場を開設することで、保険機能を提供する。産業金融モデルでは、資金移転とリスク移転は銀行の内部で結合していたとされる。銀行の資産変換（本源証券を預金という間接証券に変換）は、最終的貸し手に対するリスクを銀行自身が業種別・企業別分散等によって管理し、最終的貸し手に対してリスク回避を可能にさせるというやり方で一種の保険機能を提供していたわけである。これに対し、市場型モデルでは資金移転とリスク移転が切り離され現物取引と派生取引として並行的に発展していくようになっただけでなく、一旦分離された保険機能と資源配分機能が、家計のニーズに応じて再び

結合されて種々のリスク・リターンを家計に提供することを可能にしている。こうした保険機能の卸売市場として証券取引所の派生市場はきわめて重要な役割を果たしている。

3 証券取引所の業務と競争

わが国証券取引所に期待されている機能が、上記のように、価格発見機能、上場制度を通じた企業選別機能、保険提供機能であるとすれば、それらの機能は、証券取引所のどのような業務のなかで遂行されているのか。

証券取引所の業務は、(1) 市場運営業務(売買の場の提供)、(2) 自主規制業務(売買の監視、上場審査・管理、取引参加者管理)、(3) 清算・決済業務⁽²⁾にわかれる。今日の証券取引所は株式会社化され、営利企業として上記の業務を営んでいるので、収益拡大への業務努力は、①上場誘致、②売買誘致、③取引参加者(会員)誘致にむけられ、それらはまた競争の舞台でもあるのである。

(1) 上場誘致競争

上場誘致は、具体的には新規上場のプロモーション(現物株)という形をとる。新規上場のプロモーションは直接的には上場申請を代行する主幹事証券会社(取引参加者)によって担われるのだが、証券取引所にとっても上場賦課金や場口銭等の拡大につながるので、特定のセクションを設けて積極的に行われている。現状、この上場誘致は、メインボードよりも新興市場において積極的に行われている。新興企業向けに数値基準を引き下げて門戸を広くしているために、上場企業の開拓余地が広いことと、新興市場はメインボードへの登竜門という意識がまだ強いからである。

また、デリバティブ市場においてこれに対応するのは、上場商品開発（各種指数の開発とそれを参照指標とするデリバティブやETFの開発）である。これを直接に担うのは、取引参加者（会員）である証券会社等であるのだが、証券取引所も当然、この商品開発に関与する。デリバティブは原資産を参照指標として人為的に作りうるものであり、商品開発の可能性は理論的には無限に広がりうる。

言い換えれば、新興市場とデリバティブ市場は、上場ビジネスにおいて将来性が高いのである。こうしたニューフロンティア市場では次に見るように競争の効果が高い反面、それだけに競争の行き過ぎとその結果として弊害の恐れも懸念されるわけである。

〔競争の効果〕

上場誘致競争の成果としては、産業構造の転換と新旧企業の新陳代謝を促進したことがあげられる。二〇〇〇年前後に現在の新興市場が次々に設置され、それ以来、毎年一五〇社前後の企業がコンスタントに上場されるようになった。その結果、昨年末現在、上場企業約三九〇〇社のうち、四割に当たる一六三八社が九六年以降の上場会社である。新興市場が複数の証券取引所に設置されて上場誘致競争を展開したことが、比較的短期間で上場企業の新陳代謝を進める効果があったことは否定できないであろう。

また保険機能を提供するデリバティブ市場においては、大証がメイン市場ではあるが東証のTOPIX先物・オプションも建玉・売買とも規模を拡大させており、加えて〇九年に東証の次期システムが稼動すればこれを背景にデリバティブやETF等で積極的な商品開発に打って出ることが十分、予想される。このことが大証に危機意識を、さらに積極的な商品開発に駆り立て最近のミニ日経のヒットにつながるなど、好循環が働いていると考えられる。

〔競争の弊害〕

しかし多面で、冒頭で見たように、上場審査が甘くなる、不正会計など不祥事を見逃すなどの指摘もなされている。このほか、情報開示の姿勢や内容に問題があったり、事業将来性の上で疑問符がついてもなかなか上場廃止にしない、などの批判もある。他方、デリバティブにおいても過度に投機的な商品が上場されるのではないかと、といった危惧も予想される。

これは証券取引所が、それぞれ上場誘致をめぐるややもすれば過当競争を展開するだけではなく、市場運営業務と上場に関する自主規制権限（上場規則制定、上場審査・管理）の両方を抱えて、市場運営業務の利益を優先して自主規制に手心を加える可能性があるからでもある。これが、市場運用業務と自主規制業務を分離してしまえばどうか、という冒頭の提言がでてくる背景であろう。

以上のように、①新興市場とデリバティブはメインボード（一部などの本則市場）と上場政策の上でコンセプトが異なるために、これを別々の取引所に担当させること、②また自主規制業務を市場運営業務から分離させることには、それなりに合理的理由が認められる。他方で、③新興市場ならびにデリバティブ市場について、複数の証券取引所が競い合って上場誘致、商品開発を行ってきたことが企業の新陳代謝・産業構造転換に寄与し、リスク管理機能の効率性を高めたといえるであろう。

（2）売買誘致競争

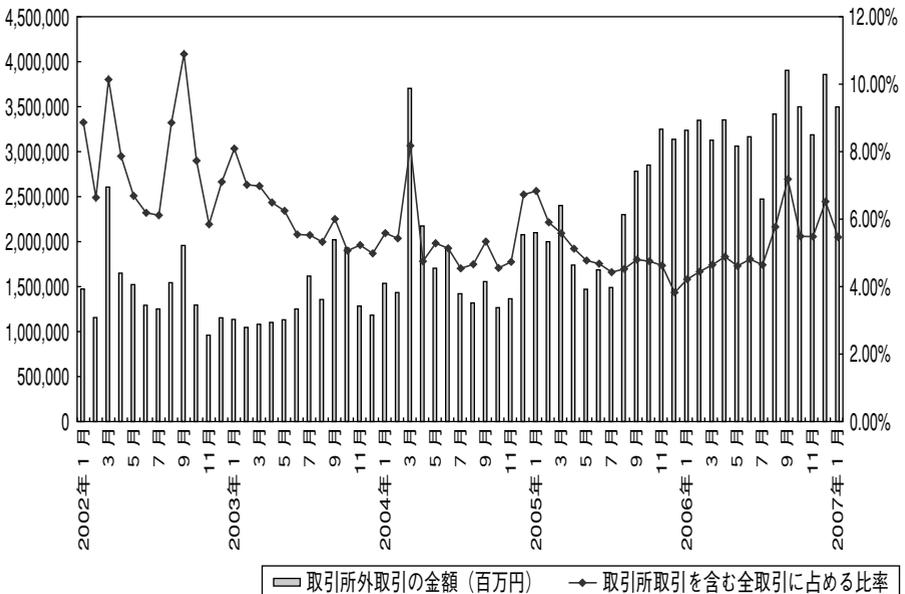
他方、メインボードでは上場誘致競争よりも売買誘致競争が展開されている。経済成熟国ではどこの国でも、メインボードは飽和状態であり、そこでの上場誘致の余地があるとすれば、それは海外企業に対してである。し

たがってメインボードの上場誘致競争は海外に向かつてグローバルに展開される。他方、出来高の中心はメインボードであり、それゆえ、そこでは売買誘致をめぐる競争が展開される。

わが国では、売買誘致をめぐる競争は、かつては取引所間で行われていたが（東証に対して大証クロス、名証クロス）、現在では取引所外取引との間での競争となっている。図1は、上場株式の取引所外取引（PTSを含む）の金額とそれが取引所取引を含む全取引に占める比率である。これによると、相場が上昇に転じた二〇〇五年夏以降、取引所外取引はボリュームの水準が一ランク、アップし、全取引に占めるウェイトも上向いている。この原因として、〇五年四月に取引所外取引の価格制限が撤廃されたことが挙げられよう。この取引所取引の拡大現象は、冒頭で見た証券取引所の「価格発見と流動性提供」機能からみて、どのように評価できるだろうか。

流動性・価格発見機能の向上のためには、注文を一

図1 取引所外取引の金額



(出所) 日本証券業協会統計資料より作成

箇所に集中させることが早道であるが、機関化が進展すると事情が異なってくる。機関化により取引が大口化すると需給が一方に偏りやすくなる。注文を強制的に集中させれば、イタヨセでは需給一致に時間がかかりすぎ、場合によっては不可能（出来ズ）なことも出てくる。他方、ザラバでも大口取引が出たという情報に反応したノイズトレーダーが、一斉に注文を引き揚げたりするので流動性がかえって枯渇したり、価格の乱高下を招くことにもつながる。

こうしたマーケットインパクトを防ぐために、①会員業者の手元で注文を待機させ、対等する注文が出てきたときに社内でクロッシングをおこなう（インターナライゼーション）。②逆に業者が自ら仮需給を出して流動性を補給する（スペシャリスト、マーケットメイカー）。③顧客自らが発注を管理しみずから探索する（PTS）といったことが行われる。

このうち、①と③は、取引所外取引として現れる^③。他方、証券取引所では、こうしたマーケットインパクトを免れようと、注文を細切れにして異なった価格帯・時間帯に発注して有利な執行価格を得ようとするアルゴリズム取引が増えてきているので、注文件数が激増し、売買システムに大きな負荷を掛けるようになっていく。

社会的に見て流動性の供給と価格発見機能の向上のためには、取引所のみならず取引所外取引も補完的な売買システムとして組み入れる必要が出てくるし、取引所に対しても迅速な執行処理が求められる。ここで行われている競争は、取引所間というよりもむしろ取引所と場外システム（法的には証券業者が運営主体）との補完的競争であり、しかも競争は取引所に対してシステム設備への投資競争という形をとらしめる^④。したがって、取引所としては場外システムとの競争上、システム投資はとめることは出来ないし、ますます巨額化してくる。複数の証券取引所が同じようなことをすると「重複投資」で無駄のように見える。

以上から、証券取引所としては補完的競争関係にある場外システムを併合したり、あるいはシステム共用のための取引所間提携⁽⁶⁾やさらに統合⁽⁷⁾といった経営判断もでてくるだろう。ここで初めて市場運営業務を統合させることの合理的根拠が出てくる。

(3) 取引参加者（会員）誘致競争

上場誘致や売買誘致のもう一つの手段は、主幹事となりうる証券会社、発注してくれる取引参加者（会員）を増やすことである。立会場がなくなり、「場電店」という概念がなくなった現在、取引参加者は必ずしも取引所の近くに拠点を持つ必要はない。IPO取引参加者（あるいは特定正会員）など、取引参加権限（会員権限）を限定する参加者資格枠を設け、加入金や参加者料金を格安にすることで参加者拡大を図る動きがみられる。こうした取引参加者獲得競争は、上場誘致、売買誘致の手つ取り早い手段である。

なお、取引参加者を増やそうとするあまり、証券取引所が取引参加者の資格審査や管理・監督に手心を加えるといった弊害は、現在までのところ起こっていないようである。しかし、新興市場におけるIPOには問題が多く、その原因として幹事証券の引受審査体制の不備が指摘される。他方、証券会社の検査・監督は各証券取引所のほか証券業協会さらには金融庁と重複し、コストの面でも無駄である。金融商品取引法では引受業務も登録制になるので、証券会社の検査・監督における自主規制の意義はますます重要になる。そこで、証券取引所における証券会社審査・検査を一つに統合しようとの動きには合理的根拠があるだろう。⁽⁸⁾

4 小括

以上を整理すると次のようになる。

第一に、自主規制のうちで上場に関する自主規制権限、取引参加者に関する自主規制権限は証券取引所から分離し、これを一つに統合することには合理的根拠がある。ただし、上場に関する自主規制権限は、上場規定の策定そのものが各証券取引所のビジネス上の戦略にもなるため、これを切り離すことは実際には難しい。デリバティブでは、「上場」が商品開発という色彩をとるため、特に困難になる。

第二に、現物市場、デリバティブ市場、新興市場について一つに統合することは現に働いている競争の効果を消失させることになるうえ、場口銭などの取引参加者料、上場賦課金、情報提供料などの引き上げにつながる恐れがある。他方で、売買システムをめぐる競争は証券取引所と場外取引システムとの間で展開されており、今後、この競争は激しくなると予想される。このためますます巨額化するシステム投資の重複を避けるための市場統合には合理的根拠がある。このメリット、デメリットをどう計算するかである。もつとも、これとは別に、六つもある新興市場には集約する余地はあるだろう。

第三に、競争の効果を維持しながら、システム投資の重複を避ける方法として、システム共用にむけた業務提携という方法もあるだろう。もつとも、システムの共用は、デリバティブやETFなど各取引所の商品開発に絡む経営情報の遺漏につながる恐れがあり、それを避ける工夫が必要である。

いずれにせよ、市場運営業務における競争にはそれなりに成果もあり、他方、システム統合にも根拠はある。これをいきなり、三つの市場区分ごとに統合し、それを単一の持ち株会社の参加に収めてしまうという案は、いかにも乱暴ではないだろうか。

- (1) アレン、F；「株式市場と資源配分」（財務省財務総合政策研究所『フィナンシャル・レビュー』二八号、一九九三年六月）。
- (2) このうち⑥の清算業務は東証のように子会社に委託している場合もあれば、大証のデリバティブ取引のように取引所内部で行っている場合もある。
- (3) さらに②は、業者が介入することで「スプレッド」という取引コストを生ぜせしめるため、この分だけ効率性が低下することになるが、これを免れようと、さらに代替的システム（ECN）が発生する。わが国では、取引所の売買が競売買でしかも完全システム化されているため、この種のECNは起こりにくい。アメリカではNASDAQがマーケットメイカー制であることと、NYSEにまだ手商いの部分が残っていることのためにECNの台頭を許すことになった。
- (4) とくにアルゴリズム取引は細分化した注文をその時々 の出来値・出来高を睨みながら連続して発注するようプログラムを組まれているので、発注から約定通知の受信までのレスポンス時間は極力短縮されねばならない。現状、わが国では大証の新システムが最も早くレスポンス時間は〇・一秒であるが、欧米の主力取引所ではこれが普通である。LSEはSEETTSを発展させた新システム「トレーディクト」を六月から導入予定で約定通知は〇・〇一秒に、ユーロネクストでは取引システムの増強の結果、本年には〇・〇九秒から〇・〇〇五秒に短縮される。
- (5) わが国では、証券取引法（さらには金融商品取引法）の証券取引所兼業禁止規定により、証券取引所がPTSやECNを合併することは出来ないが、NYSEはアーキペラゴを買収している。
- (6) 福岡、札幌の両証券取引所は東証のシステムを共用しているし、大証とジャスダックも相互のシステムのバックアッ

プ体制で合意している。

(7) NYSEとユーロネクストとの統合はシステムコストの節約という面が強いように思われる。これに加えてNYSEの事情としては、SOX法によって海外上場企業の誘致が難しくなったためにその受け皿をユーロネクストに求めたという面もあったであろう。

(8) NYSEとNASDAQは、証券会社検査・監督機能を分離・統合させることになった。すなわちNYSEレギュレーションの会員監督部門と紛争処理部門等(四七〇人)とNASDAQ職員(二四〇〇人)を統合させ、新しい自主規制機関を設立することで合意した。もともと、わが国では新法によって取引所の自主規制を自主規制法人に委託することが出来るようになったが証券業協会に委託することは出来ない(大崎貞和「米国証券市場における自主規制機関の再編」『資本市場クォーター』二〇〇七年冬)。

(にかみ きよし・客員研究員)

米国におけるMSCB

～株価と経営パフォーマンス～

松尾 順介

はじめに

わが国では、転換価額修正条項付転換社債は、Moving Strike Convertible Bonds (以下、MSCB) と呼ばれ、ライブドア社の発行などで注目を集めた。また、この種の転換社債は、単数または少数の証券会社ないしその関連の投資ファンドが全額を買い受けるケースが大半であることや、発行会社側から買受け先に対して貸し株が行われるケースがあることなどから、既存株主の利益を侵害しているという批判が出され、金融庁の「証券会社の市場仲介機能等に関する懇談会」や日本証券業協会でも検討された。

他方、米国でもこの種の転換社債や転換株式は、一九九〇年代後半から発行されており、議論の対象となっている。さらに、米国での議論の論点も発行会社の株価下落や不正取引の可能性に関連しており、日本で論議されているのと同様の論点が含まれている。⁽¹⁾

ただし、米国の文献では、MSCBという用語は見られず、Floating-priced convertible Bond⁽²⁾とはDeath Spiral convertible Bond⁽²⁾といった用語が使われているが、これらの社債の特徴は、一定期間の平均株価を割りきした転換価額を設定する点であり、日本でMSCBと言われているものとはほぼ同一の社債であると考えられる。

このような米国のMSCB発行に関する実証研究としては、HillionとVermaelenとの共著論文「Death spiral convertibles」(二〇〇四)があり、注目に値すると思われる。⁽⁶⁾したがって、本稿ではこの論文(以下、Hillion論文という)を取り上げ、同論文の中からMSCB発行に伴う株価下落とMSCB発行会社の経営パフォーマンスに関する実証結果を紹介する。

1 仮説とデータ

Hillion論文では、米国におけるこの種の転換社債(以下、日本での用語法にならってMSCBとよぶ)は、一九九〇年代後半から新たな金融手段として発行され始めた。その発行会社は、小規模のハイリスク企業であり、情報の非対称性問題を解決することを目的として設計された金融手段であった。したがって、理論的には、このような企業にとってMSCBは理想的な資金調達手段であるが、現実にはこのような企業の株式は流動性が低く、空売りやヘッジファンドによる株価操作の対象となりやすく、MSCBが株価下落バイラルの要因となった。

Hillion論文では、いくつかの仮説を示した上で実証が行われているが、ここでは「最終的資金調達手段」仮説(last-resort financing hypothesis)を取り上げる。この仮説は、MSCB発行会社の株式は、発行時において割高に評価されていたとするものである。株価が割高だと、発行会社の経営者は投資銀行や潜在的投資家を説得できず、大規模なロードショーを行っても、流通市場での公募や私募発行に応募してもらえない。

この仮説を定式化すると、二グループの投資家があり、第一のグループは現在の株価を適正価格であると信じている既存株主であるが、予算の制約ないしポートフォリオ上の問題のために、これ以上当該銘柄の株式を買うことができないか、あるいは買おうと思わないグループと仮定される。第二のグループは外部の潜在株主であり、

彼らは現在の株価が割高であると考えており、時価では当該株式を購入しようとは考えないグループである。したがって、経営者はこのような否定的な評価に同意しないかもしれないが、MSCB発行以外に倒産を避ける方法は無い。つまり、MSCBは、同社の評価が変化するまで、経営者が時間稼ぎする方策といえる。

この仮説は、三つの実証可能な含意を有している。すなわち、①この仮説では、MSCB発行の発表後、負の超過収益が生じる。②MSCB発行は株価が割高であることのシグナルだとすると、この仮説では資産の市場価値は下落する。③発行の発表後の経営パフォーマンスは負の超過収益を示す。情報を有している投資家は当該発行会社が過大評価されていることを知っており、同社に対してエクイティ・ファイナンスを提供しようとならないので、同社はMSCB発行以外に資金調達手段がない。市場が徐々に負の経営パフォーマンスに気付くようになると、株価はより低い均衡価格に収斂していく。MSCB発行は負のシグナルであるが、MSCB発行は長期の株価に影響する原因ではない。

MSCBは私募発行であり、セキュリティ・データ・コーポレーションやダウ・ジョーンズ・リトリバルサービスのようなデータベースでは十分カバーできない。MSCB発行情報は、次のような手順で入手できる。ある会社が私募発行を行うと、SECに8-K様式のファイリングを行うが、同社はS-3様式の登録書を提出し、これによって転換社債保有者は転換した株式を売却することができるようになる。Hillionらは、一九九四年から一九九八年六月末までのSECのEDGARデータベースで入手可能なすべての8-KおよびS-3登録されたMSCB、優先株および担保付債券を系統的に収集することでデータベースを作成した。その結果、月次の株価データが入手可能な二六一社の発行する四六七件のデータセットを得た。そのうち二〇社はこの期間に連続四回以上MSCBを発行した。一九九九年一二月末まで、二六一社のうち一四四社は上場を維持していた。買収され

た一四社と倒産した二社を除いて、姿を消した会社はすべて、上場廃止基準に抵触したための上場廃止であった。このことは、相当多数の企業、すなわち二六一社のうち一〇一社（三八％）が一九九九年末まで深刻な状況にあったことを意味している。業種別では、約半数の企業は製造業ないし医療部門に属し、サンプル企業の平均的な規模（発行前日の時価総額で測定）は六七五〇万ドルで、中央値は三九二〇万ドルであった。また、平均の発行総額は六二〇万ドルであった。これは、発行会社の時価総額の約一三％に相当した。さらに、半分以上の企業は一九九二年以降に上場しており、MSCB発行会社は、設立後の経過年数が短く、リスクな企業であり、逆選択問題があることを意味している。なお、プレスメント・トラッカー社の調査では、Hillion論文の対象期間以降の二年間に二九五件の発行があり、主な発行会社はインターネット企業であったことから、このような傾向はその後も続いているようである。

2 MSCB発行後の株価パフォーマンス

日本でも、MSCB発行会社の株価が下落することが問題視されたが、Hillion論文は、MSCB発行後の株価について実証研究を行っている。同論文での株価パフォーマンス分析では、月次データが用いられている。MSCB発行会社は、上場廃止になることが多く、発行の発表後一年以内に六九の事例で発行会社が上場廃止になっている。そこで、超過収益率の測定は、発行の発表後一二ヶ月間を対象として行われ、三つの異なるサンプルが用いられている。第一のサンプルは、全発行会社を対象とし、第二のサンプルは継続的発行会社を除外したもので、第三のサンプルは継続的発行会社だけのものである。

また、超過収益率としては、累積平均粗収益率（cumulative average raw returns：CARR）、単純平均株価指

数と比較した累積平均超過収益率 (cumulative average raw returns relative to the equally-weighted market index : CAREW) および加重平均と比較した累積平均超過収益率 (cumulative average raw returns relative to the value-weighted market index : CARVW) の三つが発行の発表前後一二ヶ月間測定されている。

その結果、図1および表1Aの結果が得られた。これによると、発表前の期間では、粗収益率は一二月中旬一ヶ月で正の値であったのに対し、発表後は劇的に変化し、一二月中旬一ヶ月で負の値を示し、CARRはマイナス三〇・一%であった。また、発表前のCAREWおよびCARVWはそれぞれ五・一%、一〇・七五%であったのに対し、マイナス四〇・四%、マイナス五四・一%であった。

表1Bでは、継続的発行会社を除いたものであり、サンプル数は四六七から二六一へと減少しているが、サンプルで得られたものと同様の結果が得られた。発表後一二ヶ月のCARR、CAREW、CARVWはそれぞれマイナス一四・七%、マイナス二六・〇%、マイナス三九・〇%であった。また、表1Cは、継続的発行会社だけのものであり、発表後一二ヶ月のCARR、CAREW、CARVWはそれぞれマイナス五一・三九%、マイナス六〇・〇一%、マイナス七四・四九%であった。したがって、継続的発行会社のほうが株価下落がより顕著であることを示しており、継続的発行会社の投資家のほうが株価下落に関する認識が強いことを示している。

さらに、発表後一二ヶ月間の保有収益率 (holding return) 保有収益率は、市場要因未調整の場合、マイナス三四・〇%であり、単純平均および加重平均と比較して、それぞれマイナス四三・七八%、マイナス五八・〇七%であった。また、全サンプルの八五%で、発表後一二ヶ月間の収益率は負の値を示し、第一回目の発行を除外した場合、その割合は九二%に上昇する。したがって、このことは少数の異常値の影響でないことがわかる。

また、サンプルの規模や成長要因を調整し、結果の頑健性を試験するために、Fama-Frenchの三要素モデルを

図1 MSCB発行後の収益率

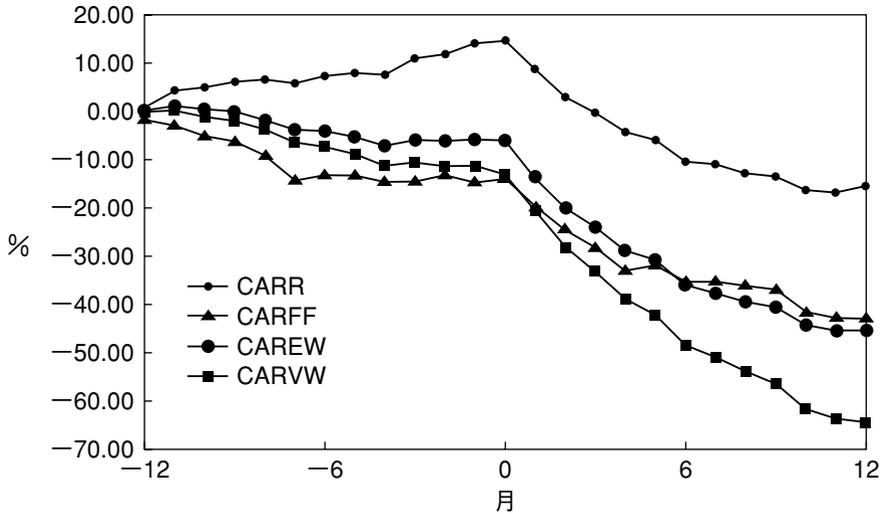


表1 MSCB発行後の収益率

Sub-period	CARR	CAREW	CARVW	CARFF
パネルA：すべての発行案件を含む				
[-12 to -1]	14.7% (3.22)	-5.1% (-1.12)	-10.75% (-2.44)	-13.91% (-2.26)
[0 to +12]	-30.1% (-3.51)	-40.4% (-4.71)	-54% (-6.38)	-29.03% (-3.33)
パネルB：継続発行を除外				
[-12 to -1]	12.44% (1.63)	-7.7% (-0.99)	-13.10% (-1.73)	-12.55% (-1.65)
[0 to +12]	-14.7% (-1.31)	-26% (-2.37)	-39% (-3.56)	-15.63% (-1.41)
パネルC：第1回目の発行を除外				
[-12 to -1]	17.58% (2.37)	-1.74% (-0.25)	-7.83% (-1.15)	-14.93% (-1.61)
[0 to +12]	-51.39% (-5.20)	-60.01% (-6.04)	-74.49% (-7.57)	-50.52% (-4.43)

用いて、超過収益率を測定しても、表1のCARFFに示されるとおり、同様の結果が得られることが分かる。

3 MSCB発行会社の経営パフォーマンス

「最終的資金調達手段」仮説から示唆されることは、MSCB発行会社は発行後に負の経営パフォーマンスを示すだろうということである。つまり、MSCB発行そのものは株価下落の要因ではなく、発行段階では株式市場が予期していなかった発行会社の経営悪化から株価が下落したと考えられる。したがって、情報がより周知されるにつれ、市場は徐々に発行会社の評価に即して調整されるものと考えられる。そこで、発行会社のパフォーマンスの測定が行われている。

ここでは、LoughranおよびRitter（一九九七）の方法によって経営パフォーマンスの変化が測定されている。この方法では、発行会社のサンプルに対して、①償却前営業収入（OIBD）対総資産比率、②利益率、③総資産利益率（ROA）、④対売上高営業収入比率、⑤総資産に対する資本収支と研究開発との合計額（CE+RD）との比率、⑥簿価と時価総額との比率という六指標の中央値をとって営業パフォーマンスを計測している。なお、対象企業の選択については、Loughran and Ritter（一九九七）のマッチング方式と傾向スコア・マッチング（propensity score matching）方式とを採用している。

まず、Loughran and Ritter（一九九七）のマッチング方式では、同業種に属している企業を比較対象にするものであり、発行会社の九五%が同方式の資産基準を満足している。表2Aは、発行前（マイナス一）年の発行会社と非発行会社の経営パフォーマンスの中央値を示している。その結果、発行会社のパフォーマンスが低いことが分かる。すなわち、すべての値が大幅に負であり、非発行会社の値はそれほど大幅な負の値を示していない。

両者を比較すると、発行会社は資本支出とR&D比率の面で多大な支出を行っている。さらに、簿価と時価の比率が著しく高いことから、市場は発行会社を比較的高成長企業であると捉えていることがわかる。つまり、投資家は将来のペイオフを期待しており、市場は発行会社の低い経営パフォーマンスを許容している。ただし、Z統計量を見ると、発行会社と非発行会社とは整合的とは言えず、表2Aの結果の頑健性を検証するためには、別の方式を採用する必要がある。

そこで、最近よく利用されている、傾向スコア・マッチング方式を利用して得られた結果が、表2Bである。ここでの傾向スコアとは、当該会社がMSCBを発行する見込みを計量するものである。表3は、発行会社と非発行会社の両者にとって、傾向スコアと発行前の経営パフォーマンスを示す指標との間の相関性が著しく負の値となっていることを示している（ただし、時価簿価比率を除く）。OIBD/総資産比率とROAにおいて相関性は最も重要である。このことはMS

表 2

	OIBD/ 総資産	利益率	ROA	OIBD/ 売上高	(CE+RD)/ 総資産	時価簿価比率	傾向スコア	会社数
パネルA：Loughran and Ritter (1997) に適合したサンプル								
発行会社の中央値	-29.0%	-84.0%	-47.1%	-50.4%	19.1%	4.47	N.A.	415
非発行会社の中央値	-10.6%	-12.7%	-18.2%	-7.1%	11.9%	2.07	N.A.	415
Z統計量	-12.66	-9.47	-11.15	-9.32	5.91	3.93	N.A.	415
パネルB：傾向スコアに適合したサンプル								
発行会社の中央値	-24.9%	-77.0%	-44.6%	-48.0%	17.42%	4.50	0.29	402
非発行会社の中央値	-30.7%	-86.0%	-48.7%	-53.0%	19.43%	3.21	0.29	402
Z統計量	-1.07	-0.42	-1.55	0.34	0.25	1.22	1.29	402

表 3

	OIBD/ 総資産	利益率	ROA	OIBD/ 売上高	(CE+RD)/ 総資産	時価簿価比率
発行会社	-0.77 (<0.01)	-0.22 (<0.01)	-0.77 (<0.01)	-0.21 (<0.01)	0.17 (<0.01)	-0.05 (0.20)
非発行会社	-0.36 (<0.01)	-0.12 (0.02)	-0.37 (<0.01)	-0.11 (0.02)	0.27 (<0.01)	-0.07 (0.13)

CB発行が最終的な資金調達手段であるという仮説を支持しており、この仮説によれば、発行会社は倒産を回避するために外部資金を調達したといえる。

表4 AおよびBは、発表の四年前から発表二年後までの期間について、発行企業と非発行企業の財務指標の中央値を計測したものである。表4 Aは、MSCB発行会社のパフォーマンスは低かったという、今までの結果を裏付けるものとなっている。さらに、これらの会社は発行年に近づくにつれてパフォーマンスが悪化しており、最もパフォーマンスが悪化するものは、(マイナス)または0年度である。例えば、ROAまたはOIBD/資産比率は、年度において、それぞれ最低のマイナス四八・五%、マイナス二八・一%となっている。他方、利益率とOIBD/売上高は二年後に回復している反面、OIBD/総資産やROAは、それほど回復していない。また、資本支出および時価簿価比率の相当な低下も見られる。発行前の期間では、市場は投資が収益をもたらすことを期待していたが、発行後の二年間のうちにそのよ

表4-1

発行年度	OIBD/ 総資産 (%)	利益率 (%)	ROA (%)	OIBD/ 売上高 (%)	(CE+RD)/ 総資産 (%)	時価簿価比率	会社数
パネルA：発行会社の中央値							
-4	-16.4	-43.9	-26.6	-24.4	16.4	3.32	281
-3	-21.66	-45.6	-30.5	-31.2	13.9	3.03	335
-2	-22.6	-55.6	-34.1	-30.2	15.3	3.89	383
-1	-24.9	-77.0	-44.6	-48.0	17.4	4.51	402
0	-28.1	-71.7	-48.5	-45.6	18.2	3.00	372
1	-22.4	-55.9	-38.5	-35.4	15.9	2.57	327
2	-24.0	-48.5	-44.7	-26.2	13.8	1.94	239
パネルB：非発行会社の中央値							
-4	-5.5	-9.9	-11.0	-4.0	13.3	2.68	281
-3	-11.8	-28.8	-23.8	-11.1	14.6	2.63	335
-2	-18.5	-40.8	-31.3	-28.9	18.2	2.74	383
-1	-30.8	-86.0	-48.7	-53.0	19.4	3.21	402
0	-26.4	-66.2	-34.7	-35.8	20.0	2.36	372
1	-22.9	-60.2	-39.7	-44.4	19.3	1.98	327
2	-22.8	-56.7	-26.7	-48.3	15.5	1.14	239

うな楽観的な期待は消え去っている。なお、これらの結果では、倒産企業がデータベースから除去されていることにも注意を払われるべきであろう。つまり、プラス二年度の時点で生き残っていた企業二・三九社から得られた結果には、上向きのバイアスがかかっており、回復傾向がより過大に表れている。

表4Bでは、非発行企業の数値が示されている。非発行企業は、発行前の期間において経営パフォーマンスの中央値は負であるが、発行会社よりも経営状態がよいことを示している。なお、発行会社のパフォーマンスの変化は悪化を示しているが、発行会社と比べると非発行会社のほうが良い数値を示している。言い換えれば、発行会社の数値が相対的に一貫して悪い。それに対し、非発行会社の経営パフォーマンスは、同じ期間において悪化傾向を示している。マインス一年度において、発行会社と非発行会社は、同じ程度の経営パフォーマンスを示しているが、発行の二年後では非発行会社は発行会社よりも早く回復している。とくにROAおよびOIBD/総資産比率は、平均的な回復傾向を示している。

表4Cは、Z統計量を示している。このZ統計量は、発行会社と非発行会社発行後の経営パフォーマンスが主として収益性の面で異

表4-2

発行年度	OIBD/ 総資産 (%)	利益率 (%)	ROA (%)	OIBD/ 売上高 (%)	(CE+RD)/ 総資産 (%)	時価簿価比率	会社数
パネルC							
-4	-3.77	-4.00	-3.93	-3.97	2.43	0.47	281
-3	-3.92	-1.29	-3.10	-1.93	0.72	0.89	335
-2	-3.42	-1.27	-3.49	-1.75	0.69	3.56	383
-1	1.07	0.42	1.55	0.34	0.25	1.22	402
0	-3.83	-0.09	-5.43	0.26	0.76	-1.10	372
1	-1.14	-0.10	-1.90	-0.28	-0.90	0.85	327
2	-2.02	0.25	-4.14	-1.50	-0.96	2.91	239
パネルD							
-1 to 0	-5.26	-0.62	-5.34	0.09	-1.33	-0.82	372
-1 to +1	-2.28	-0.52	-2.50	-0.49	-0.50	0.64	327
-1 to +2	-2.02	0.15	-4.34	1.77	-0.50	1.3	239

なっていることを示している。両者の経営パフォーマンスは回復するが、その回復速度は発行会社よりも非発行会社のほうが早い。

表4Dは、(マイナス1) から0年度、(マイナス2) から(プラス1) 年度および(マイナス1) から(プラス2) 年度におけるZ統計量を計測している。例えば、非発行会社と比較した発行会社のROAの変化は、(マイナス1) から(プラス2) 年度においてマイナス四・三四である。したがって、これらの数値からは、期間を問わず、非発行会社に比べて、発行会社のOID/総資産比率およびROAは、著しく低下していることが分かる。

表4に示された結果は、「最終的資金調達手段」仮説と一致している。したがって、MSCBは、発行会社とそれに匹敵する会社とのギャップが将来拡大するだろうというシグナルであり、言い換えれば、発行会社はそれに匹敵する会社に比べて過大評価されていることを示している。MSCB発行時点において当該株式に投資することを拒否した外部の株式投資家は、結果的には正しい判断を行ったといえる。

まとめ

日本でも、MSCB発行が株価下落を引き起こしていることが非難され、MSCB悪玉論が展開される一方、MSCB発行会社には相対的に経営状況の悪い会社が多く、MSCBがこれらの企業にエクイティ・ファイナンスの手段を提供していることから、企業再生策としてMSCBを擁護する議論もあり、MSCB発行をどのように捉えるかについては、定まっていない。

本稿では、Hillion論文の中から、米国におけるMSCB発行と株価パフォーマンスについて実証した部分と発

行会社の経営パフォーマンスについて実証した部分を紹介した。

以上のことから明らかなように、米国でもMSCB発行会社の株価パフォーマンスは非発行会社のそれよりも悪く、また経営パフォーマンスにおいても同様であることが示され、「最終的資金調達手段」仮説が支持されている。これらの結論は、日本におけるMSCB発行の実態を考える上で示唆的であるものと思われる。したがって、今後は日本において同様の実証研究が行われることが望まれる。

注

(1) 梅本剛正「MSCBと不正な証券取引」『民商法雑誌』第一三四巻六号、二〇〇六年九月、参照。米国においてもMSCBと不正取引が問題視されており、数は少ないものの訴訟例もあることが紹介されている。

(2) 米国での呼称については、¹のほかは²floorless convertibles, lesser-of convertibles, future priced convertibles, discounted convertibles, toxic convertibles, junk equityといった呼び方があり、批判的に使用されているようである。この点については、Hillion and Vermaelen (二〇〇四)、三八三ページ参照。また、³で使用されているdeath spiral convertiblesという呼称は、かつて日本の実務界で使われた「死神CB」を連想させる。「死神CB」とは、資金調達に窮した国内企業が、海外の投資ファンドを買受け先として私募発行したCBで、発行会社の株価が下落したことから、このように名づけられたものと思われる。

(3) Pierre Hillion, Theo Vermaelen, 'Death spiral Convertibles', *Journal of Financial Economics* 71, 2004, 381-415.

*本稿を作成するに際し、梅本剛正氏（甲南大学）、岡村秀夫氏（関西学院大学）、松井建二氏（横浜国立大学）および企業法

研究会の参加者各位からご教示を賜りました。厚く御礼申し上げます。

(まつお じゅんすけ・客員研究員)

アメリカの空売り規制

↳アップティック・ルール撤廃へ↳

清水 葉子

はじめに

アメリカでは、空売り規制の改正がこのところ大きな話題の一つになってきた。一九三八年に初めて空売り規制（下落相場で直近価格を下げる方向での空売りを禁じるいわゆる「アップティック・ルール」など）が導入されてからほぼ七〇年ぶりとなる二〇〇四年に、空売りの新規制「レギュレーションSHO」が採択され翌年施行された。その後も、引き続きアップティック・ルールの一時停止実験（パイロット・プログラム）が行われる一方で、アップティック・ルール以外の空売り規制については強化の方向で議論が進められた。こうした動きをうけて二〇〇六年一二月にはわずか二年で空売り規制の再修正提案が行われ、アメリカの新しい空売り規制の方向がかたまりつつある。

本稿では、レギュレーションSHOとあわせて一二月の新しい再修正提案を紹介するとともに、アメリカで頻発しているとされるフェイルと、その温床と言われる「受渡し証券の裏付けのない空売り（Naked Short Sale）」の防止策について考察する。

アメリカの空売り規制

「空売り (short sale)」とは、売り主が証券を保有しないで行う売付け、もしくは借入れを行った証券を引き渡すことによって完了する売付けのことである。いずれにしても、自分が保有しない証券を売るのであるから、決済際には借入れた証券が用いられることになる。

空売りは、(a) 市場に流動性を供給するとともに、(b) 価格の過大評価を適正な方向に修正するという意義を持っている。すなわち、価格上昇を見込んだ買い手による証券購入が市場の価格形成に資するのと同様に、価格下落を予想する売り手による空売りも証券価格の過大評価の修正に寄与する。このことから、空売りが必要以上に抑制されていると、過大評価されている価格が修正されず、市場の効率的な価格発見が損なわれると考えられる。

空売りには、このように一定の意義が認められるにもかかわらず、日米をはじめとするいくつかの国で、空売りは規制の対象となっている。これは (ア) 空売りを利用してファンドメンタルズ以上に下落を加速させる売り崩しが行われる可能性があり、(イ) また相場操縦などの不正行為をとめないやすいためとされている。

アメリカの空売り規制は、おおむね、① 価格規制 (アップティック・ルール)、② 表示 (明示) 義務、③ 確認義務、④ その他からなる。

① アップティック・ルールとは、相場下落時の空売りを抑制する目的で、株価が低下している時には、直近の株価以下 (あるいは未滿) での空売りを禁じるものである。アメリカでは、取引所市場証券について直近気配を基準にしたティックテスト、ナスダック証券については最良気配を基準にしたビッドテストと呼ばれるルールが長期にわたり課されてきた。

②表示義務では、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行う空売り「S（ショート）」のいずれかを表示することが義務づけられている。なお、証券会社は顧客注文について一定の手続きを踏んで実注文であると判断した場合には、事後的に借株を利用した空売りであったことが判明しても、表示義務違反をとられない。

証券会社による③確認義務としては、決済に際して顧客が受渡し可能と信ずるに足る合理的な根拠がない限り、空売り注文を受けることが禁じられている。証券会社は、顧客の空売りに際して借株契約などを確認しなければならぬ。

④そのほか、証券会社には、一定期間以上にわたってフェイルが続く場合には買い埋めによって強制清算をする義務が課されている。

レギュレーションSHOによる規制改正

アメリカでは、以上四つの空売り規制のうち、①価格規制（アップティック・ルール）については実効性が見直しが進められ、ルール廃止の方向へ向かっている一方で、受渡し証券の裏付けのない空売り（Naked Short Sale）の増大とそれに起因するフェイルが大きく懸念される状況になっている。この関係から、二〇〇四年六月に採択された「レギュレーションSHO」⁽¹⁾では、アップティック・ルールを除いて大幅強化の方向性がとられた。

すなわち、②表示義務に関しては、従来実務的な理由などで空売り表示の範囲がやや曖昧であったものを整備し、表示されない空売りがないように強化された。③確認義務も、従来は取引所・ナスダックなどの各自規制機関が定める市場ごとのルールであったものをSECルールへと格上げし、それにもなって内容を統一した。④

強制清算についても、自主規制機関のルールであったものを統一整備してSECルールへ格上げし、一定期間以上フェイルが続く証券は「要注意証券リスト」として各自規制機関が公表するとともに、リスト掲載銘柄について引き続き一定規模のフェイルが続く場合には証券会社に強制清算義務が課され、長期にわたるフェイルが防止される手はずとなった。

このように空売りに関する他の三つの規制がおおむね強化されたのに対して、アップティック・ルールについては、二〇〇五年から二年間の計画で試験的に一時停止（パイロット・プログラム）が行われた。パイロットの対象銘柄は、①ラッセル三〇〇〇インデックスの中から、流動性などから選択した約一／三（NYSE上場の五〇％、AMEXの二・二％、ナスダックNMSの四七・八％に相当）、②ラッセル一〇〇〇について、一六時一五分から翌日CTS開始までの空売り、および③上記以外の銘柄でCTS終了（二〇時〇〇分）から翌日の開始までの空売りの三種類が指定され、現在も実験が進行中である。SECでは、パイロットの対象となってアップティック・ルールの外れた取引と、アップティック・ルールが課されたままの取引とを比較して、アップティック・ルール撤廃が市場にどのような影響を及ぼすかについて調査を行っている。

現時点でのパイロット・プログラムの状況については、SECの経済分析局（Office of Economic Analysis）⁽²⁾から実証研究報告が行われているほか、大学などの研究者による実証研究も発表された。現時点の結論としては、アップティック・ルールの試験的停止が市場に悪影響を与えた証拠は見られず、アップティック・ルールは完全撤廃の方向で検討が進められている。パイロット・プログラムは二〇〇七年八月に終了する予定であるが、終了と同時にアップティック・ルール撤廃に移行する見込みである。

空売り規制の再修正

SECは二〇〇六年二月に空売り規制の再修正提案³⁾を発表し、アップティック・ルールの撤廃と、Naked Short Sale防止強化のためのレギュレーションSHOの修正、および売り出しにともなう空売り規制である「レギュレーションM」の修正の三点を提案した。

アップティック・ルール撤廃の理由について、SECは従来から述べていた①市場の透明性と監視技術の向上により、空売りと不正行為の切り離しが可能になったこと、②先述したように、パイロット・プログラムでアップティック・ルールを試験的に廃止した結果、特段の悪影響が見られなかったことに加えて、③取引の場の多様化、市場の自動化にもなって現状の価格規制がすぎはぎになっており、同じ証券でも取引する市場（ECNなど非取引所市場も含む）によって規制が異なることが混乱とコンプライアンスの困難を招来していること、④さらにそうした市場の変化にもなって例外措置と規制軽減要求が増大しており、規制内容が複雑化して競争条件が平等でなくなっていること、⑤デイシマライゼーション（呼び値の値刻みの一セント化）の影響で、ごくわずかな価格変化でアップティック・ルールが発動し、売り崩しの防止という本来の意図を外れて煩雑な規制になっている点、など多くの問題点を指摘して、アップティック・ルールの撤廃を提言した。

フェイルの状況

以上のように、アメリカでは、空売り規制のうちアップティック・ルールについては不要とする考えが大勢を占めるようになってきている一方、それ以外の三つの規制は強化の方向に向かっている。その背景にはフェイルの頻発という問題があるとされる。

SEC経済分析局(OEA)⁽⁴⁾によると、レギュレーションSHOの導入前後で、フェイルの数は明らかに減少している。表1は一万株以上のフェイルを対象としたものであるが、一日あたりの総フェイル金額は三四%減少、フェイルが発生した銘柄数も六・五%減少していることに加えて、フェイルが発生したポジションの数(一日あたり)、ポジションあたりのフェイル日数、要注意証券に掲載される一日あたり銘柄数、要注意証券に掲載された銘柄の一日平均フェイル額の全てにわたって減少していることが観察された。レギュレーションSHOによるフェイル防止策は一定の効果을あげているということができ

る。

ただし、SECが指摘しているように、銘柄数は多くないが、極めて長期にわたってフェイルを続けている銘柄も存在し、フェイル問題の深刻さを表している。たとえば同じ資料によると二〇〇五年一月一日から二〇〇六年五月三十一日までのおよそ一年半の間にわたって、要注意証券リストに掲載され続けた銘柄が六銘柄存在したことが指摘されている。

また、小型銘柄の中に空売り攻勢で倒産するものが現れるなど、受渡し証券の裏付けのない空売り(Naked Short Sale)が安易に用いら

表1 新規制導入前と後とのフェイルに関する統計

	新規制導入前	新規制導入後	変化	変化割合(%)
フェイル日数	189	353		
1日平均の総フェイル額(百万ドル)	810.7	534.7	-276.0	-34.0%
1日平均のフェイル銘柄数	2735.5	2557.3	-178.2	-6.5%
1日平均のフェイルポジションの数	10747.1	9106.5	-1640.6	-15.3%
ポジションあたり平均フェイル期間(日数)	35.7	30.9	-4.8	-13.4%
要注意証券リストの1日平均掲載銘柄数	298.2	184.4	-113.8	-38.2%
要注意証券掲載銘柄の1日平均フェイル額(百万ドル)	131.6	62.7	-68.9	-52.4%

(出所) SEC Office of Economic Analysis, "Memorandum, Fails to Deliver Pre- and Post-Regulation SHO", August 21, 2006.

NSCCが提供した10000株以上のフェイル情報について、新規制導入前(2004年4月1日から12月31日まで)と、新規制導入後(2005年1月1日から5月31日まで)について比較。

れていることがフェイルの温床であるとして非難される傾向が強まっている。Naked Short Saleが極端に増加した結果、発行済株式総数以上の株式が市場で取引されてしまう「ファントム（幽霊）ストック」の問題も指摘されるようになった。さらにアメリカ証券市場の清算・決済を行う機関であるDTCCに対して、DTCCが決済のセントラル・カウンターパーティとして借株を行って証券を調達していることがかえってNaked Short Saleを補助しているとして訴訟も起こされている。⁽⁵⁾

フェイル防止のための対策

こうしたフェイルの増加、あるいはその温床とされるNaked Short Saleの問題に対応するため、一二月の再修正で二点目の修正点として提案されたのが、強制清算義務の強化である。二〇〇四年のレギュレーションSHOで定められた強制清算義務では、自主規制機関が公表する「要注意証券リスト」に掲載された証券について、決済日から一三日間連続でフェイルとなっているものについては、清算機関参加者である証券会社が証券を手あてして買い埋めすること、また、一三日間連続フェイルとなっている証券については、清算機関参加者と全てのブローカー・ディーラーは、借入れの確認をしない限り空売りを禁じられることが定められた。

ただし、この規定に関して、二〇〇四年時点ではグランドファーザー条項が定められており、要注意証券リストに指定された時点ですでにフェイルとなっていた証券については、さかのぼって強制清算を求めることはしないこととなっていた（つまり要注意証券リストに掲載された後にフェイルを起こした取引のみが強制清算の対象）。グランドファーザー条項を残したままでは、長期間フェイルを続けているケースがいつまでたっても解消されないため、一二月の再修正提案ではこのグランドファーザー条項は削除され、リスト掲載証券のすべてが強制清算

の対象にされることが提案された。また、オプションのマーケット・メーカーについても例外規定が存在したが、この規定を隠れ蓑にする空売り規制違反が相次いだため、例外規定を縮小する方向で提案が行われている。

さらに、本稿では触れることができなかったが、株式の売り出しに先だって行われる空売りを規制する「レギュレーションM」についても規制強化が行われた。

おわりに

以上見てきたように、アメリカでは、アップティック・ルールの停止実験の結果をうけて、アップティック・ルールを完全撤廃する方向で規制の修正が検討されている。パブリックコメントの状況にもよるが、二〇〇七年八月のパイロット・プログラムの終了までに新しいルールが発表されることを前提にすると、証券業界のシステム対応も考慮してこの春の間にも最終規制が発表される見込みである。

一方、頻発しているとされるフェイルについては、見てきたようにレギュレーションSHOを修正し厳しく規制する方向で規制改正が進行中である。とりわけNaked Short Saleについては、市場参加者の中には、借株のコストとフェイルのコストとを事前に比較して、借株のコストの方が高い場合には最初から借株の手あてをせず空売りし、意図的にフェイルを起こすケースも多いとされ、日本とはかなり異なる状況であると言える。

また、Naked Short Saleを防止するための確認義務の実効性についても、日本とは異なる状況が存在する。周知のようにアメリカでは、大手投資銀行を中心に、執行だけでなく清算・決済・貸借株などの総合的なサービスを提供するプライム・ブローカーが活躍しており、とりわけ近年は、ヘッジファンド向けのサービスで収益を伸ばしていると考えられる。このように、ファンドなどの市場参加者が、大手投資銀行との間でプライム・ブローカレ

ッジ契約を結んでいる場合には、プライム・ブローカレッジ契約の下で個別に執行のみをまかされる個々の証券会社にとっては、顧客とプライム・ブローカーとの取り決めを知ることができず、確認義務が実効性を持たない可能性がある。逆に考えると、Naked Short Saleを防止するために確認義務を強化することは、大手投資銀行の大きな収益源であるプライム・ブローカレッジ契約の透明性を問うことにつながる可能性も否定できないのである。

注

- (1) SEC Release No.34-50103, "Short Sales: Final Rule and Notice", FR August 6, 2004.
- (2) SEC Office of Economic Analysis, "Economic Analysis of the Short Sale Price Restrictions Under the Regulation SHO Pilot", February 6, 2007. この五か月前に出された暫定版 "Economic Analysis of the Short Sale Price Restrictions Under the Regulation SHO Pilot", Draft: September 14, 2006 以下は、清水葉子 (二〇〇六) 「米国の空売り規制緩和実験への応じによる実証研究」証研レポート一六三九号、一二月参照。ほかに、大学などの研究者による実証研究や Round Table の開催やレギュレーションのアップデートイニシアチブの議論を支持する内容となっている。
- (3) Securities and Exchange Commission "Amendments to Regulation SHO and Rule 10a-1: Proposed Rule", Release No.34-54891, FR December 13, 2006.
- (4) SEC Office of Economic Analysis, "Memorandum, Fails to Deliver Pre- and Post-Regulation SHO", August 21, 2006.
- (5) DTCC's Website "Cases filed against the DTCC and its affiliates related to the issue of naked short selling", URL: www.dtcc.com/ThoughtLeadership/keyissues/naked_short_case.htm - 11KB - 26 Oct 2006 489549 回 "DTCC

respond on naked short selling”, URL: http://www.dtcc.com/ThoughtLeadership/keyissues/naked_short_selling.htm -
14KB - 06 Feb 2007なふきを参照。

(6) ニューヨーク証券取引所が、昨年度に会員四社に対して空売り規制違反の調査を行い罰金を課したが、この場合の違反項目にも例外規定を悪用したものがあつたとされる。

(しみず ようこ・客員研究員)

株式所有の情報開示

福本 葵

1 はじめに

近年日本においても急増するM&Aの影響を受け、二〇〇六年の大量保有報告書の提出件数は、前年比の一七%増、一万九〇〇〇件となった。⁽¹⁾また、今年一月の提出件数は二二五七件と過去最高を記録した(図1)。これは、二〇〇七年一月に、証券取引法が改正され(金融商品取引法の段階的施行)、大量保有報告制度の改正が行われた影響を受けていると考えられる。

本稿では、日本における大量保有報告制度の改正、株券電子化制度の株主名簿の作成、およびイギリスの株主調査権について概観し、株主の株式所有の情報開示制度について考察したい。

2 大量保有報告制度の改正

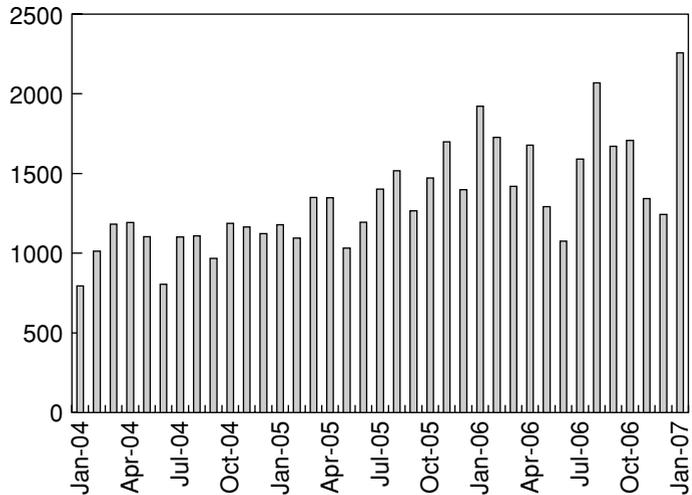
(1) 大量保有報告制度

前述の通り、日本においてもM&Aの件数が増加した影響を受け、大量保有報告書の提出件数も増加している。

大量保有報告制度は平成二年に導入された制度である。これは、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、投資者の保護を図る目的で導入された。上場会社等の株

大臣（財務局）に提出したときは、発行会社・証券取引所に写しを送付しなければならない。共同保有者の保有分は合算して報告することができる。但し、これらには、証券会社など投資目的で頻繁に売買を行う者に対する特例報告制度がある。そして、報告書の不提出、虚偽記載等については刑事罰が科せられる。

図1 大量保有報告書の提出件数



(IRジャパン提供のデータより作成)

表1 2006年の主な大量保有報告書・変更報告書の提出事例

対象会社	提出人	直近の保有比率
市場での買い集め		
日清食品	米スティールパートナーズ	9.28%
ホワイトナイト		
北越製紙	日本製紙	8.58%
MBO		
すかいらーく	SNCインベストメント	ほぼ100%
ファンドの資金回収		
松坂屋HDなど	村上ファンド	5%以下
業務提携		
サンリオ	セガサミーホールディングス	13.83%
グループ内の資本構成変化		
八千代工業	ホンダ	50.34%

(出所) 日経新聞

券等につき発行済株式総数の5%超を保有する者は、五営業日以内に大量保有報告書を提出しなければならない。また、株券等の保有割合が1%以上増減した場合、五営業日以内に変更報告書を提出しなければならない。大量保有報告書を内閣総理

(2) 大量保有報告制度の改正

この大量保有報告制度であるが、金融商品取引法の順次施行によって、改正が行われている。金融商品取引法は昨年六月一日に公布され、四段階に分けて順次施行されることとなっている(表2)。

このうち、大量保有報告書は第二段階および第三段階に施行されるものとされている⁽²⁾。

公開買付制度の見直し及び大量保有報告制度の見直しのうち重要提案行為等に係る部分については平成一八年一月一三日に、大量保有報告制度の見直しの上記以外については平成一九年一月一日に、EDINETを通じた大量保有報告書等の電子提出の義務化については平成一九年四月一日に施行されている。

(3) 大量保有報告制度の主な改正点

このような改正の契機となったのは、いわゆる村上ファンドが投資ファンドに認められている特例措置を活用したため、株主提案を行った企業の株式取得の実態が直ちには明らかにならなかったことにある。従って、改正の中心は、特例報告制度に関するものであるが、その他、例えば、重複計上など、大量保有報告制度の問題点と

表2 金融商品取引法の施行期日について

・罰則引上げ・「見せ玉」への対応(前述(4))等	「公布の日から起算して20日を経過した日」 (=平成18年7月4日)
・公開買付制度の見直し(前述(2)②) ・大量保有報告制度の見直し(一部)	「公布の日から起算して6月を超えない範囲内において政令で定める日」 (=平成18年12月13日までの期間)
・大量保有報告制度の見直し(特例報告の頻度・期限の短縮や電子提出の義務化)(前述(2)③)	「公布の日から起算して1年を超えない範囲内において政令で定める日」 (=平成19年6月13日までの期間)
・いわゆる投資サービス法制の構築(前述(1)) ・取引所の自主規制業務の適正な運営の確保(前述(3))	「公布の日から起算して1年6月を超えない範囲内において政令で定める日」 (=平成19年12月13日までの期間)
・四半期開示の法定化や財務報告に係る内部統制の強化等(前述(2)①)	同上 (※)平成20年4月1日以後に開始する事業年度から適用。

(出所) 金融庁

して、従来指摘されていたものも改正されている。具体的な改正は、以下に示す通りである。

①特例報告の基準日・頻度の短縮化

特例報告に係る基準日の届出をしようとする機関投資家は、次に掲げる日の組み合わせのうちから選択をすることとする。

・ 二月曜日と第四月曜日（第五月曜日がある場合には第二、第四及び第五月曜日。）

・ 各月の一五日と月末日

これによって、従来は三ヶ月に一度であった特例報告は、二週間に一度に短縮されることとなった。⁽³⁾ 機関投資家は選択した組み合わせの基準日から五営業日以内に大量保有報告書を提出しなければならない。

②特例報告が認められない重要提案行為等

特例報告が認められない重要提案行為等が、より明確に具体的に列挙された。つまり、重要提案行為を「会社の事業活動を支配する目的」から、より明確に「事業活動に重大な変更を加え、または重大な影響を及ぼす一定の事項を対象会社に対して提案することを目的」とする場合に改正し、重要事項を政府令で列記した（証券取引法施行令一四の八の二①、大量報告府令一六）。特例報告制度の適用されない重要提案行為等として以下の事項を経営陣に対して、あるいは株主総会において提案する行為を規定することとする。

・ 重要な財産の処分又は譲受け

・ 多額の借財

・ 代表取締役の選任又は解任

・ 役員構成の重大な変更

- ・支配人その他の重要な使用人の選任又は解任
- ・支店その他の重要な組織の設置、変更又は廃止

- ・会社法上の組織再編行為等

- ・配当政策に関する重要な変更

- ・資本政策に関する重要な変更

- ・上場廃止等

- ・子会社株式の新規上場等

③大量保有報告書の電子提出の義務化

平成一九年四月一日より、E D I N E Tを通じて大量保有報告書等の電子提出の義務が義務付けられた。

④大量保有報告制度の対象となる有価証券の拡大

従来、大量保有報告制度の除外証券であったR E I Tなどの投資証券等、普通株に転換する議決権のない株式、取得請求権に基づき他者の株式が交付されることとなる株式等も対象となる有価証券となった。⁽⁴⁾

⑤大量保有報告書等の提出義務等に係る合理化に関する事項

これまでは「貸株」の場合、引渡請求権があることから、保有割合に含めることとされている一方、「借株」については、議決権、処分権があることから保有割合に含めることとされていた。つまり、これらは重複計上されることとなり、株式保有の実態が掴めないと批判があった。そこで、改正では、以下の保有につき、ネットアウトして計上することを認めた。

- ・売買その他の契約に基づく株券等引渡請求権

- ・ 金銭の信託契約その他の契約または法律に基づき株券等の発行者の株主もしくは投資主としての議決権を行使することができる権利または当該議決権の行使について指図を行うことができる権利
- ・ 投資一任契約その他の契約または法律に基づいて有する投資をするために必要な権利
- ・ 株券等の売買の一方の予約に基づき、当該売買を完結させ、かつ、買主としての地位を取得する権利
- ・ 株券等の売買に係るオプションの行使により当該行使をした者が当該売買において買主としての地位を取得する権利

3 株式振替制度における情報開示

二〇〇九年一月より、株券の電子化が予定されている。現在、株券を発行する制度と株券を保管振替機構に預託する株券保管振替制度の両方が平行して運営されている。そのため、現在は、株券の存在する制度の株主名簿と保管振替制度の株主名簿である実質株主名簿の二本が名簿確定日に名寄せされている。

株券の電子化が実行されると、株券は発行されない。株式振替制度に一本化される。株主名簿は実質株主名簿に一本化され、期末の名寄せは必要なくなる。但し、毎日、株主名簿が更新される訳ではない。株主名簿を確定するためには、会社は振替機関に対し総株主通知を請求する。会社は、通常年二回（社債、株式等振替法一五一条八項）、それ以外でも発行会社は「正当な理由」があれば、一定の手数料を払って、総株主通知を請求できる。

また、代表訴訟提起など、株主が個別株主権を行使するために必要な場合には、株主は個別株主通知を請求することができる（振替法一六二条⁵）。

一方、株主からではなく、会社からも一定の株主に対する情報を求める請求をすることができる（振替法二七

七条)。振替法二七七条「当該口座につき利害関係を有する者として政令で定める者」に発行会社を含める。発行会社は正当な理由があれば、振替口座簿の加入者の口座に記載・記録されている事項を証明した書面の公布または当該事項にかかる情報の提供を求められるようにする。

総株主通知や会社からの株主に対する情報請求権が請求できる「正当な理由」とは、会社が株主優待制度の実施など株主共通の利益のためにする行為を行おうとする場合や、法令や上場規則などに基づき、株主に対してや証券取引所に提供するために必要があるときなどが考えられている。一方、株主に対する営業行為目的などは「正当な理由」に認められない。これらの「正当な理由」については、近々、公表される予定である。

4 イギリスにおける株主調査権導入の経緯

これまでは、日本における株式所有の情報開示について見てきたが、M & Aの増加から、近年度々引き合いに出されるのが、イギリスにおける株主調査権である。イギリス会社法における株式所有の情報開示には、自動的になされるものとして、大量保有報告制度が、主に発行会社によつてなされるものとして、株主調査権がある。⁽⁶⁾

(1) コーエンレポート

イギリスにおいて、株式を所有することに関する情報開示についての議論は、既に、コーエンレポートに記載がある。コーエン委員会は、一九二九年会社法にどのような改正を行うことが望ましいかを検討し報告するため、商務省 (Board of Trade) に設立された会社法改正委員会であった。コーエン委員会は、イギリス会社法改正委員会一九四五年報告を公表した。この報告書は、コーエンレポートと称されており、報告書の内容は、一九四七

年会社法に反映された。コーエンレポートに、「直接または間接的に発行済み資本額の1%以上の受益的所有者たる者はその事実を会社に通知し、会社はかかる受益的所有者に関する帳簿を備えおくべきである。」との記載がある。⁽⁷⁾これは、実質的株式所有の情報開示制度導入の趣旨を示したものであると考えられるが、一九四七年法では、この開示制度は採用されていない。

(2) ジェンキンズレポート

一九五九年二月一〇日、商務省によって任命された会社法改正委員会、ジェンキンズ委員会は、一九六二年六月二日に会社法改正委員会報告（通称、ジェンキンズレポート）を発表した。この報告書にも引き続き、実質的株式所有の情報開示制度について述べられている。⁽⁸⁾

本報告書の中で、「ノミニニー制度がClyのビジネスにとって重要な制度であり、これを妨げないのであれば、法律は受益所有権の実質的所有者の情報開示を求めるべきである」としている。その理由は、「会社の取締役、他の株主および使用人は、多くの株式の所有が誰であるかを知りうるべきであり、このことは特に、何人かが支配の獲得のために株式の買占めをしていると思われるときは重要であるが、多くの株式の所有者がかかる意図で買い集めていない場合でも、例えば、会社の特別決議について誰かがこれを拒否しうるか、またそれが誰であるかを知ることが、関係者の利益となろう。」⁽⁹⁾としている。

(3) 一九七三年保守党白書

保守党が一九七三年七月に発表したCompany Law Reform, Cmnd, 5391 (July 1973)（通称、White paper）は1

九七六年法に反映された。会社による株主調査権も一九七六年法で導入された。

白書においては、名義的株式保有について、「名義人を通じて株式を保有しようとする慣行には、本来、悪い点は何もない。実際、この慣行は、商業上のまたは個人的な様々な理由で正常でありまた便宜とされるような多くの事情がある。かつまた、その慣行がたとえ望ましいと考えられたとしても、それを禁止しようとする試みをとまなうような、コモンローおよび信託法上の大きくかつ複雑な領域がある。」とある。さらに、「ビッドの対象となることを、また warehousing の事態の進展を恐れるに足る何らかの理由を有する会社は、自社の株主の事実上の同一性を確認する権利を有するべきである。従って、政府は、会社の株式について名義株主に対応する実質的権利者が何人であるかの確認を合理的に（すなわち、みだりにまたは気まぐれではなく）請求する権利を、あらゆる会社に与えることを提案する。」としている。ここで、会社による株主調査権導入の勧告が、明確になされた。

一九七六年二七条のいわゆる株主調査権は、一九六七年法三三条が適用される会社（上場会社）に実質的な株式所有者を確定するための広範な調査権を与えている。一九六七年法三三条の主要目的の一つは、「warehousing（累積的株式所有、または預入行為と訳される）の慣行の防止」である⁽¹⁰⁾とされている。本白書では、「warehousing」とは、「多数の当事者が、既存の諸規定に該当するほど十分にとりきめられていない、秘密の協定に基づいて行為し、その各人が会社の持分に対する権益を一〇%以下で取得し、これにより、彼らのうちの一人以上の者にその会社における支配的地位をひそかに取得させるという場合である。これは必ずしもそうではないが、Takeover される会社が bid の時に抵抗できないように、その準備として行われるのが通常である。」としている。さらに、「政府は、この事態に次の二つの方法で対処するつもりである。すなわち、その第一は、個人の株式保有につい

て会社への通知を必要とする最低基準のパーセンテージを大幅に引き下げるといふ方法であり、その第二は、その通知がさらに迅速になされることを要求するという方法である。」としている。

イギリスにおいて、warehousing⁽¹⁾の問題意識は高く、現在でも「the UK Panel on Takeovers and Mergers (DOLAM)」は「concert party」たる株式買占めを禁じている。

一九七六年法二七条のいわゆる株主調査権によって会社は、まず、株主に書面で通知し、書面で指定された期間内に、株式を保有する資格を書面で表示することを（二七条一項a）、その者が実質的所有者以外の資格で所有するときは、その株式の権益を有する者を自らの知る限り書面で表示（二七条一項b）を要求することができる。更に、会社は権益者が別に存在することを知ったときは、その者に対しても相当期間に一項と同様の通知をなすことができる（二項）。但し、これには、株式仲買人などの適用除外規定がある。⁽¹⁾

5 株主調査権を導入すべきか

このように、イギリスにおける株主調査権は導入から三〇年以上も経過した権利である。これに関して、日本において近年、M&Aの急激な増加から、経済界を中心に会社による株主調査権導入を求める声が上がっている。しかし、イギリスにおける情報開示制度と日本における情報開示制度には、違いも見られる。例えば、イギリスでは、株主名簿の閲覧は株主等に限られない。

また、イギリスにおいて、大量保有報告制度および株主調査制度の目的は市場の透明性だけではない。先の報告書や白書にも明記されているように、会社による株主調査権の導入目的は、ビットの対象やwarehousingのような不正な行為によって、テイクオーバービットを仕掛ける者に対し、対象となっている発行会社に抵抗の手段

を与えるためのものである。一九七三年のWhite Paperでは、発行会社が「ビットの対象となることをまたは warehousingの事態の進展を恐れるに足る何らかの理由を有する会社は、自社の株主の実際上の同一性を確認する権利を有するべきである」としている。

Prentice (一九七七) では、株主調査権について、「White Paper理由付けのうまみは、この規定が秘密裏に行われ、許されるべきでないテイクオーバーから現経営陣を保護するためのものである。」「本来ならばノミニー株式保有をもっと包括的に取り扱うのが望ましい。」「預入行為に対する現在の攻撃が現経営者保護に傾斜したとしても、問題の本質は株式保有の実態を明らかにすることにあるので、この規定は歓迎される。」「テイクオーバーを阻害することもありうる。」としている。

報告書や白書には、明確な記述はないが、株主調査権導入の目的は、株主調査権によって、投資家の株式保有が明らかになれば、インサイダー取引ができなくなり、その結果、市場の透明性が図られるということであろうと考えられる。

このような考え方は、大量保有報告制度の目的を第一義的に市場の公正性や透明性に求める日本の法制度とは、全く同じとはいえない。また、制度の導入は三〇年前であり、現在のファンドなどは想定していない。Prentice (一九七七) にもあるように、株主調査権は、TOBを阻害し、現経営陣の保護に繋がる可能性が高い。イギリス、ヨーロッパにみられるように、敵対的買取にも、買取防衛策の導入にも制限がある制度を設計するのか、アメリカのようにどちらも原則自由とするのか。日本の敵対的買取に関する制度設計の全貌を見据えた上で、株主調査権を考える必要があるのではないであろうか。

注

(1) 日経新聞二〇〇七年一月一六日夕刊

(2) 第三段階に施行される表中の前述(2)③とは、

「(2) 開示制度の拡充

③大量保有報告制度の見直し

「大量保有報告制度」とは、株券等の大量保有の状況を投資家に迅速に開示するための制度です。具体的には、例えば、上場株券等の保有割合が新たに5%超となった者は、その日から5営業日以内に「大量保有報告書」を提出しなければならぬこととされています。ただし、日常の営業活動として大量の株券等の売買を行っている機関投資家については、その事務負担等を考慮して、報告頻度等を軽減する特例報告制度が適用されています。

近年において、合併・買収に至らない株式の大量取得事例も増加している状況を受け、今回の法整備では、例えば次のように、大量保有報告制度の見直しを行っています。

(ア) 特例報告制度の見直し

投資家への一層の透明性が確保されるよう、報告期限・頻度の短縮等を行います。

例えば、上場株券等の保有割合が新たに5%超となった場合

「三ヶ月ごとに翌月一五日まで」に報告→「概ね二週間ごと(毎月二回以上の基準日ごと)に五営業日以内」

に報告(金商法(改正証取法)二七条の二六第一項〜三項)

(イ) 大量保有報告書の電子提出の義務付け

大量保有報告書の電子提出を義務付けることで、E D I N E T (電子開示システム)を通じた迅速な公衆縦覧を

図ります。(二七条の三〇の二)」と記載されている(出所金融庁)。

- (3) 前者を選択した場合、一ヶ月に三回提出することもありうる。そのため、多くの機関投資家は後者を選択している。
- (4) ゴールドマンサックスや三井住友銀行は三洋電機の優先株を保有しており、保有割合が一四・六九%から二三・七%と増加している。また、投資証券等が報告の対象となったため、モルガン・スタンレーはニューシテイ・レジデンス投資法人を七・一六%、ジャパン・ホテル・アンド・リゾート投資法人を九・四二%保有していることが明らかになった。(日経金融二〇〇七年二月二日)

- (5) 個別株主通知によって、株主名簿は書き換えられない。
- (6) Davies, P. L. (2003)
- (7) Cohen Report, paras. 82
- (8) 但し、ジェンキンズレポートでは、商務省に株式所有を調査する検査役を選任する権限が与えられるべきと勧告している。
- (9) Jenkins Report, paras. 142
- (10) 酒巻俊雄「一九七六年のイギリス会社法の改正(二)『国際商事法務』Vol. 六(一九七八) 五一五頁。
- (11) 株主調査権の詳細については、拙稿「株主の特定は必要か」(証研レポート一六三九号)参照。

参考文献

- ・ Davies, P. L.[2003] *GOWER AND DAVIES' PRINCIPLES OF MODERN COMPANY LAW*
- ・ Mayson, S. W., French, D. and Ryan, C. L.[2005], *MAYSON, FRENCH & RYAN ON COMPANY LAW*

- ・ Prentice, "Companies Act 1976" 40 Modern Law Review (1977)
- ・ Report of the committee on Company Law Amendment (Cohen Report 1945)
- ・ Report of the Company Law Committee (Jenkins Report 1962)
- ・ Company Law Reform, Cmnd 5391 (White Paper)
- ・ 酒巻俊雄「一九七六年のイギリス会社法の改正(一)(二)」国際商事法務、V o l . 六(一九七八)
- ・ 北沢正啓「イギリス会社法改正委員会(ジェンキンズ委員会)報告書の要点」商事法務二六七号(一九六三年)
- ・ 酒巻俊雄・上村達男共訳「英国会社法改正の基本的構想(Ⅰ)(Ⅱ)(Ⅲ)英国通産業省「会社法改正」報告書・訳」商事法務六四四号、六四六号、六四八号。

(ふくもと あおい・客員研究員)

証研レポート既刊目録

No.1624 (2004.6)	執筆者	No.1633 (2005.12)	執筆者
税制改革と債券市場の新たな展開	中島	レボは売買か貸借か	中島
一解消した債券の「課税玉」と「非課税玉」の問題一		一レボの法律上の扱いについて一	
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	DD Sと企業再生	松尾
米国の内外証券投資について	伊豆	全米市場システム(NMS)とトレード・スルー	清水
一九世紀イギリスの地方証券取引所	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もの	福本
No.1625 (2004.8)		一買収防衛策としての株式分割の役割と現行TOBの問題点一	
国債の補完供給制度と新現先方式のレボオペ	中島	No.1634 (2006.2)	
証券仲介業を巡る新しい動きについて	二上	証券リテラル・ビジネスの現状と課題	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	最近のネット取引ブームについて	伊豆
SECのヘッジファンド規制案について	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
No.1626 (2004.10)		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
今後の証券業	二上	No.1635 (2006.4)	
ニューヨーク証券取引所のハイブリッド化	吉川	長期信用銀行の消滅と金融債の発行停止	中島
一NYSEダイレクト十の改訂拡張案一		企業再生手法の多様化	松尾
欧米の債券電子取引の現状について	清水	一DD S・メザニン・信託一	
ユーロ債流通市場における価格情報インフラ	横山	欧米の清算・決済コストについて	清水
No.1627 (2004.12)		大量保有報告制度の特例報告	福本
国債発行方式の新たな展開	中島	No.1636 (2006.6)	
一国債市場特別参加者制度の創設について一		米国のネット証券について	伊豆
シンジケートローンと普通社債	松尾	NYSEとユーロネクストの合併合意	吉川
国際収支不均衡とその対応策	伊豆	一欧米証券取引所再編の思惑一	
社債市場の透明性	横山	アジア債券市場育成構想における市場の重層性	横山
一IOSCO報告書を中心に一		No.1637 (2006.8)	
No.1628 (2005.2)		四〇年の歴史を閉じた国債シ団引受発行	中島
証券販売チャネルの今後	二上	証券会社決算に見る証券業務の変化	二上
一イギリスの経験一		MSCBとディスクロージャー制度	松尾
人民元の切り上げをめぐって	伊豆	[アメリカ証券取引委員会(SEC)の証券市場規制]	清水
ドイツ取引所のロンドン証券取引所買収提案	吉川	一般債のペーパーレス化	福本
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	No.1638 (2006.10)	
No.1629 (2005.4)		証券販売チャネルの最近の状況	二上
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	〈世界的不均衡〉の拡大について	伊豆
地方再生における産業再生機構の役割	松尾	ユーロネクストをめぐる攻防	吉川
レギュレーションNMSの決着	吉川	一欧米取引所再編の行方一	
一SECによる全米市場システム改革一		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
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	一EU金融商品市場指令との関連性一	
No.1630 (2005.6)		No.1639 (2006.12)	
コーポレート・ガバナンスの新たな展開	二上	旧現先と新現先の基本契約書について	中島
ブレントウッズ体制の「復活」?	伊豆	一現先売買から現先取引へ一	
一アメリカの対外不均衡をめぐって一		米国の空売り規制緩和と実験	清水
米国株式市場の再編	吉川	一SECによる実証研究一	
一ポスト・レギュレーションNMS一		株主の特定は必要か	福本
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	大手証券会社の企業再生業務	松尾
No.1631 (2005.8)		一プリンシパル・インベストメントを中心に一	
国債決済リスクの削減と国債清算機関の創設	中島	No.1640 (2007.2)	
地方再生ファンドの現状	松尾	市場金融モデルは定着するか	二上
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	M&A・LBO・CDS	伊豆
日本における敵対的買収防衛策の導入	福本	一〈ファンド化〉する国際資本市場一	
No.1632 (2005.10)		ナスダックのロンドン証券取引所買収ゲーム	吉川
コーポレート・ガバナンス論の回顧と展望	二上	NASDおよびNYSEによる自主規制機能の一部統合計画	横山
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		
一シティグループ社によるMTSでの債券大量売買をめぐって一			

証研レポート第一六四一号
二〇〇七年四月九日発行

(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

2007年4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)