



レポート

No.1645

2007年12月

公開企業の取締役会権限

～敵対的企業買収の防衛策を中心として～ 森田 章（1）

新たなレポ指標レート「東京レポ・レート」

中島 将隆（12）

企業買収と企業再生

松尾 順介（24）

実施迫る株券電子化の残された課題

福本 葵（40）

公開企業の取締役会権限

～敵対的企業買収の防衛策を中心として～

森田 章

問題の所在

東京高裁は、ニッポン放送事件において東京地裁と同様に新株予約権の発行の差止めを認めたのであるが、営者による企業防衛に関して、次のように判断した東京高判平成一七年三月二三日商事法務一七二八号四一頁）。すなわち、「一般論としても、取締役自身の地位の変動がかかわる支配権争奪の局面において、果たして取締役がどこまで公平な判断をすることができるのか疑問であるし、会社の利益に沿うか否かの判断自体は、短期的判断のみならず、経済、社会、文化、技術の変化や発展を踏まえた中長期的展望の下に判断しなければならない場合も多く、結局、株主や株式市場の事業経営上の判断や評価にゆだねるべき筋合いのものである。」そして、取締役は、買収者の権利濫用を拳証せよというのである。裁判所の考え方で行くと、会社経営者は、企業買収をかけられてもほとんど何もできないということになりかねない。

1 わが会社法における株主権限の尊重

(1) 定款変更による株主の業務執行の決定権の拡大

会社法二九五条一項は、株主総会は、株式会社に関する一切の事項について決議をすることができる旨を定め、同二項は、「取締役会設置会社においては、株主総会は、この法律に規定する事項及び定款で定めた事項に限り、決議をすることができる」と規定している。

会社法の規定の解釈については、立法担当官によると、取締役会設置会社において、定款で株主総会の権限に法定事項以外の事項を加えることができるという（相沢Ⅱ細川「株主総会等」商事法務一七四三号一九頁）。他方、会社法二九五条三項は、法律の規定により株主総会の決議を必要とする事項について、他の株主総会以外の機関が決定することができるものとする定款の定め効力を否定することを明文化させている。つまり、株主の権限の業務執行への干渉を平気でおおらかに認めていることとなっている。

(2) 株主による取締役選任提案

企業の支配権を獲得する方法としては、前述したように委任状争奪戦がある。このことについての日米の法制は微妙に異なっていることに留意すべきである。まず、株主総会の議決権の代理行使の勧誘は、日米ともに証券取引規制に服している。アメリカの証券取引所法一四条（a）項であり、わが国の証券取引法一九四条である。アメリカにおいては、委任状勧誘は、SEC（連邦証券取引委員会）の規制に服するのであるが、わが国では会社法上の制度である書面投票制度が機能している。これらの相違をここで詳述することはできないが、株主提案について大きな差異が存在していることを述べておきたい。つまり、アメリカでは、株主提案によって取締役選任

議案を会社の勧誘する委任状資料に記載してもらうことはできず、選任提案は、委任状争奪戦によるべしということができたのである。そうなると提案株主が費用を負担しなくてはならなくなる。これに対して、わが国の書面投票制度における株主提案権は、取締役などの選任提案を認めている。会社の経営者もにわか株主も対等に書面投票制度を利用できるわけである。それゆえ、わが国では会社の費用において株主が経営者に対して支配権の争奪をなし得る状況になっているのである。これは、アメリカと比較すると企業買収ルールにおけるいわれなき買収者有利の特典といえよう。

アメリカでは、企業がゴーイング・コンサーンである以上、経営者は後継者を選任する必要があることから、経営者だけが委任状勧誘を会社の費用においてなし得る特典を有していると考えられてきたようである。SECの委任状勧誘制度においては、株主が提案権によって選任議案を提出することは不可能なのである。

株主主義か経営者主義か、日米の考え方には実は大きな隔たりがあるのかもしれない。

株主民主主義によって取締役会の業務執行権に大きく干渉することは、委任状争奪戦や公開買付等によるしかないというのがアメリカの考え方である。

2 アメリカにおける取締役会権限の尊重

アメリカにおける会社法は、州法によるのであるが、もともと重要とされるデラウェア会社法、および二四州が採用する模範事業会社法によると、基本的なアメリカの長年にわたる会社法原則は、会社の経営権限は取締役に付与されるべきである (Lucian Arye Bebchuk, The Case For Increasing Shareholder Power, 118Harv. L. Rev. 833, 844 (2005))。

(1) 定款変更権限

基本定款の変更

会社運営の法的基準のもう一つの法源は、基本定款である。基本定款の変更は、取締役会が発議して株主の承認を得なければならない。しかしながら、株主の大多数がある基本定款の変更を望んでも、取締役会がそれを最初に議題に取り上げない限り、株主がその議案に投票することすらが法的には認められない。たしかに、デラウェア会社法および模範事業会社法は、附属定款により会社の運営について一定の事項を変更することを認めているが、それは基本定款に劣後するものである。つまり、附属定款規定は、基本定款と不一致とならない規定に制限されるからである（デラウェア会社法一〇九条（b）項、模範事業会社法二、〇六条（b）項）。また、会社法規定とは異なる扱いを認められるのは基本定款の規定によってこそであり、附属定款の変更では会社法規定の代替はできないこととなっている。例えば、デラウェア会社法一〇二条（b）項（一）号は、会社法に反しない範囲で会社の業務執行の権限や取締役や株主の権利義務に関する基本定款の定めを認めている。また、同法一四一条（a）項も、取締役会の業務執行権について、基本定款による定めを許容しているのである。

附属定款

附属定款は基本定款と不一致とならない範囲で限定的に株主が提案して採用することのできる会社自治規則となるが、具体的には、ポイズン・ピルの使用禁止が、アメリカで議論になっているようである。つまり、基本定款がポイズン・ピルの禁止を定めることはできるけれども、附属定款によっても取締役会のポイズン・ピル発行の権限を制限することはできないか、できるとすればどの程度なのかという議論である（Bebchuk Id. at 845）。

この議論は、一方では株主に基本定款変更権をも認めるべきだという主張と、他方では株主には附属定款変更

権限も限定的にしか認めるべきでないという激しい対立になる。

なお、SECの株主提案規則においては、基本定款事項であってもそれについての思いを決議することを認めている。しかしながら、それを採用するかどうかは取締役会の裁量の範囲内のことである。

以上のような定款規定の法的位置づけは、わが国における定款自由の原則と比較するとかなり大きな違いがあるようである。

(2) 株主提案権の限界

会社の運営規則として、スタッガードボード（期差別取締役会）を採用する会社がある。これは、基本定款の変更によって定められるが、基本定款変更であるから取締役会にしか発議権がなく、これを廃止する定款変更の株主提案は、勧告的提案にすぎず、たとえ決議されても取締役会を拘束しないのである。

スタッガードボードは、委任状争奪戦または敵対的企業買収によって取締役を入れ替えることが困難になるといわれている。敵対的企業買収の対象会社が、独立性を保持する可能性を大きく増大させ、このことにより、株主の短期および長期的利益の分配を著しく引き下げるという調査結果もあるようである。それゆえ、対象会社の経営者は、スタッガードボード廃止する基本定款変更を求める株主による勧告提案が不合理であると主張することはできないはずである。しかしながら、株主のイニシアチブによるガバナンスのルール設定が現実には困難となっている。

同教授の掲げる資料によると、一九九七年から二〇〇三年にかけてなされたスタッガードボードを廃止する基本定款変更の株主による勧告的提案は、平均得票率は次のようであった（八五三頁）。すなわち、一九九七年

四七％、九八年 四八％、九九年 四八％、〇〇年 五七％、〇一年 五二％、〇二年 六〇％、〇三年 六二％であつた。

前述したように、基本定款変更提案権は、取締役会にあり、株主が基本定款変更の株主提案をすることが認められないというのがアメリカの会社法の一般的な理解である。それゆえ、スタッガードボードを廃止する基本定款変更の株主による勧告的提案が、過半数によつて決議されたとしても、それは取締役会に対する要望にすぎず法的な拘束力を有することにはならない。しかしながら、期差別取締役会は、ガバナンスのルールを設定するものであり、株主の過半数が意見を述べているのであるから、法的にはともかく、事実上取締役会に対して圧力となるのではないかと思われる。

スタッガードボードを廃止する基本定款変更の株主による勧告的提案が、過半数決議されることが増加していることが注目される。しかしながら、驚くべきことには、スタッガードボード廃止の基本定款変更の株主の勧告的提案が、二回以上の株主総会で可決されたのに、取締役会がこれを無視してその実行をしない会社も少なからず存在していることである。すなわち、一九九七年から二〇〇三年までの間に、二回決議された会社は二二社であるが、二〇〇四年までにその内容を実施した会社は一七社のみであつた。また、この間に三回以上の決議がされた会社は一五社であるが、そのうちその内容を実施した会社は九社であつた。イーストマン・コダック社は、四回の決議がされたのに、スタッガードボードを未だに行つていないと指摘されていた (Id. at 856)。

なお、アメリカにおいて、スタッガーステムの廃止が、経営者の発議によつて行われることが急増している。ちなみに二〇〇一年には三件、〇二年五件であつたものが、〇三および〇四年で六〇件に増加したという (Id. at 856)。しかし、この二年間において同議案の株主提案が七八件あり、そのうちの六六議案が過半数の決議を得て

いるので、この数字をどう見るかは簡単ではなさそうである。

3 取締役会の裁量権と株主利益の最大化

(1) 会社法による株主利益最大化原則の台頭

株式会社は、いわば国民経済の主たる担い手であって、会社の社会上・経済上占める地位はきわめて重要であり、その運営の適否は社会公共の利益に関するとところが少なくない。それゆえ、会社法の主要な任務の一半はかかる社会公共の利益の保護に存する（大隅健一郎・会社法論上五頁）というのが通説であった。

一九九七年九月に、自由民主党法務部商法に関する小委員会は、「コーポレートガバナンスに関する商法等改正案骨子」を公表し（商事法務一四六八号二七頁以下に収録されている）、その中の株式会社の統治原則において「株式会社は株主のものであって、株式会社の主権者は株主とする」（原則一）として株主主権を明らかにし、および「株式会社は、株主の利益を最大にするように統治されなければならない」（原則二）として株主利益の最大化を強調している。そして、二〇〇五年に成立した会社法の施行にともなう法務省の「株式会社の業務の適性を確保する体制に関する法務省令案」の第三条は、取締役は、この省令に規定する事項を決定するに際しては、次に掲げる事項に留意するようつとめるものとする。一号株主の利益の最大化の実現に寄与するものであること、と規定していた。これは廃案となったが注目すべき考え方の台頭であったといえよう。これは、取締役会の裁量権を大きく制限して株主の利益最大化こそが会社運営原理であることを明らかにさせようとしたものだといえよう。

学説においても、「株主の利益の最大化が会社を取り巻く関係者の利害調整の原則になる。その原則の具体的

な法的効果として、①株主の利益最大化に反する定款・総会決議は無効であり、②取締役・執行役の善管注意義務・忠実義務とは、株主の利益最大化を図る義務を意味する」（江頭憲治郎・株式会社・有限会社法第四版一五（一六頁））として、株主の利益の最大化こそが取締役会の義務であることを会社法において強調する立場がある。

（２）アメリカにおける株主利益最大化の柔軟化

しかしながら、アメリカにおいては、取締役会は、株主の利益の最大化だけではなく、いわゆるステーク・ホルダーの利益をも考慮して経営できることが有力な考え方になってきているのである。一九九四年に出版されたアメリカ法律協会（American Law Institute）の「コーポレート・ガバナンスの原理：分析と勧告」（Principles of Corporate Governance: Analysis and Recommendations）（和訳として「コーポレート・ガバナンス」日本証券経済研究所がある。）によると、会社は、株主の利益最大化に関して、次のような考え方を明らかにした。

ALIのコーポレート・ガバナンスの原理二、〇一条は、「会社の目的と行動」と題して、（a）項において会社および株主の利益の最大化原則を掲げているが、（b）項の制約を受けるものとしているのである。つまり、同項（一）号は、法令遵守原則を定めており、同項（二）号は、倫理的行動の原則を定めているが、倫理的行動の原則は、従業員、顧客、供給者、地域住民に対して負う倫理的責任を許容している（ALI, I Principles of Corporate Governance: Analysis and Recommendations 63（1994））。したがって、アメリカにおいても、株主の利益の最大化が会社の唯一の目的とはなっていないというのが法的状況であると思われる。取締役会は、社会的責任経営を一定の範囲で認められていることとなり、そのような裁量権の行使が認められていることとなる。

(3) アメリカの会社法による社会的責任規定

ここにおいて、留意すべきことは、州会社法が、社会的責任規定などを立法化していることである。つまり、会社経営者は、会社が継続企業である以上は、支配権変動時にその所在のありように能動的に行為しうるものが法律上で認められるなどの工夫がなされているのである。つまり、企業買収は、短期的な株主利益の極大化を図ることを目的にすることが多いようであるが、その際にステーク・ホルダーの利益と対立することになりがちである。ここにおいて、三〇州の会社法は、次のような社会的責任規定をおいたのである。典型的なものとして、ミネソタ州会社法は、「取締役が、取締役の地位に基づく義務を遂行する場合、会社の最善の利益を検討するときに、会社の従業員、顧客、供給者、および債権者の利益、州の経済および地域的かつ社会的配慮、ならびに会社および株主の長期的および短期的利益―利益は会社の継続的な独立性によつて最善にもたらされるという可能性もこれに含まれる―を検討することができる。」と定めている。アメリカ法律協会の有名な「コーポレートガバナンスの原則―分析と勧告」も、これと似たような法理を明らかにしていることは前述した。このようにして、アメリカの会社経営者は、敵対的企業買収に対して能動的な行為をとることが会社法上で授權されていると考えることができるのである。

4 敵対的企業買収に対する取締役会による企業防衛

(1) アメリカの企業防衛策と取締役の経営判断

ユノカル判決は、不招請の公開買付に対して、取締役は、株主の承認なしに防衛策をとりうることを認めたが、その条件として、取締役は、会社の政策および効率性に対する危険性が存在することの合理的根拠、およびその

公開買付に対する防衛策がその生じる脅威に対して合理的なものであることを挙証しなければならない、とした。

会社の経営者は、経営判断の原則により保護を与えられるが、ALIにおいても敵対的企業買収に対する防衛策をとる場合には、六、〇二条（a）項に定めるように通常の経営判断原則四、〇一条（c）項よりも多くの挙証をしなければ、責任を免除されないこととされている。すなわち、取締役は、会社の政策および効率性に対する危険性が存在することの合理的根拠を挙証し、企業防衛策がその脅威に対して合理的な関係を有することを挙証しなくてはならない。これは、民事責任に係る事柄ではあるが、中程度の基準ないし厳格な経営判断原則とよばれ、民事責任が緩和されているのである。なお、防衛策に賛成しただけの社外取締役は、通常の経営判断の原則によって責任を免れることが認められている。

（2）支配株式取得法

アメリカの会社法の中には、支配株券取得法を定めて買収者の迎え入れを会社の株主総会の判断に仰ぐという政策をとるところもある。支配株券取得法といって、株券等の大量取得に関して、二〇％、三三・三％、五〇％の持株比率に達した場合、当該取得者が議決権を行使するためには、自らの費用で招集した株主総会の決議を要するというような規定を有する州会社法が少なからず存在している（拙著前掲一八九―二〇〇頁）。いずれにせよ会社法こそが市場のルールの隙間を補完すべきであるのに、わが国の裁判所および会社法は、市場のルールに依拠しすぎているように思われてならない。

他方、第三者割当増資による企業防衛は、資金調達目的さえあればいつでも認められるというのもバランスを

欠いた議論であるといえるかもしれない。第三者割当増資によって、企業存立の脅威を除去するのであれば、そのこと自体の合目的根拠が議論されるべきであり、その第三者割当増資が敵対的企業買収による企業存立の脅威に対応した行動であるかどうかが議論されるべきではないかと思われるし、問題提起する株主にこそ挙証責任を求めるべきではなからうか。

(3) 日本の課題

ちなみに、ニッポン放送への敵対的買収を仕掛けたライブドアは、一年後に粉飾決算等の疑いにより、同社の経営陣がことごとく逮捕されたのであるが、東京高裁は、このような事実をどのように受け止めるのであろうか。経営者の保身という問題がないとはいえないが、企業買収時の経営者の冷静な判断を尊重すべきであらうし、経営者による経営政策についてこれを尊重するような公開企業のための会社法の立法が早急になされるべきである。現状では、株主利益の最大化だけが絶対的命令となって、中長期的経営が阻害されるおそれが大きいといえる。

(もりた あきら・同志社大学教授)

新たなレポ指標レート「東京レポ・レート」

中島 将隆

1 新たなレポ指標レートの公表

日本銀行は、一〇月二十九日、新たなレポ指標レートとなる「東京レポ・レート」の公表を開始した。新たな指標レートの作成と公表によって、これまで日本銀行が発表していた集計レポレートは一〇月三十一分をもって公表が取止めとなった。

新たなレポ指標レート of の作成と公表は、日本銀行の短期金融市場の整備の一環である。量的金融緩和政策の解除と金利正常化によって、機能麻痺になっていた短期金融市場の整備が喫緊の課題になった。このため、日本銀行は、本年二月一三日、市場の透明性向上や効率的な有担保資金取引市場の実現のため、「短期金融市場の機能向上への取組み」を発表した。「短期金融市場フォーラム」を開催して問題点と課題を洗い出すことにした。他方、当面の具体的な施策の一つとして「レポ指標レートに関する検討ワーキング・グループ」を設置し、半年間ほどを用途に新たなレポ指標レート of の作成に向けた検討を開始したのである。

ワーキング・グループ of のメンバーは、レポ市場 of の主要参加者である大手銀行や外資系も含めた証券会社・信託銀行・短資会社など市場関係者が二〇社、事務局となる日本銀行、オブザーバーとして日本証券業協会や現先取引研究会・短期金融市場取引活性化研究会も参加している。ワーキング・グループでは、レポ指標レート of の有用性やレート of の作成方法、集計の担い手などが多面的に検討された。ここで作成された指標レート of の原案について

パブリック・コメントが募集され、こうした手続きを経て、六月二二日、日本銀行は「新たなレポ指標レート」の作成・公表について」を発表した。そして、一〇月二九日に「東京レポ・レート」の公表を開始したのである。

以下では、これまで公表されていた集計レポレートの問題点、新たなレポ指標レート⁽¹⁾の作成過程と特徴、東京レポ・レート作成の意義について見ていくことにしたい。

2 集計レポレートの問題点

集計レポレートはレポ市場のインフラ整備の観点から、二〇〇〇年二月一八日より公表されるようになった。債券レポ市場（現金担保付債券貸借取引）が一九九六年に創設され、数年を経ずして急成長を遂げたが、レポレートは公表されていなかった。このため、日本銀行とオペ対象先との意見交換会においても価格情報の整備がオペ対象先から要望されていた。オペ対象先からは、「新聞等に日々の『レポレート』が掲載されるようになれば、レポ市場への認識が高まることにより顧客が拡大する可能性がある」、「現在のレポ市場では、個別銘柄の需給が逼迫しても、当該銘柄を受渡しすることを特定して行うレポのレートが上昇していることが、市場参加者全体に十分な速さで認識されていない」といった意見⁽²⁾が出された。そこで、価格情報を整備するため、日本銀行は金融調節取引先から報告を受けている「レポレート」の集計を公表することにしたのである。

公表されたデータは、銘柄を特定せず国債を貸借するGCレポ取引、銘柄を特定して国債を貸借するSCレポ取引のレートであった。各レートについては、市場で取引されている主要な期間および銘柄（SC取引のみ）について、報告データ⁽³⁾上下三先を除いた単純平均値で計算され、GCレートは国債借入オペ対象先、SCレートは国債売買オペ対象先であった。なお、二〇〇三年二月三日から集計レポレートに「レポ（現先）レート」を

新たに追加し、これに伴い従来の「GCレポレート」を「GCレポ（貸借）レート」、「SCレポレート」を「SCレポ（貸借）レート」に表現を改めた。⁽³⁾

集計レポレートは日本銀行のオペ対象先から日々報告されるレートの平均値であるが、最近においては集計レポレートが市場実勢を十分に反映していない、と指摘されるようになった。前述のワーキング・グループでは、集計レポレートの問題点を次のように指摘している。

「・レポ取引を活発には行っていない先も対象先に含まれる。オペ先以外の主要参加者がカバーされていない。

・レートの感度が鈍い、遅行性があるなど、市場実勢を十分反映していないとの指摘がある。

・「午後二時までの取引に基づく気配値」という報告レートの定義が曖昧で、報告者によって定義が異なっている可能性がある。⁽⁴⁾」

このように集計レポレートが市場実勢を十分に反映していないため、新たなレポ指標レートの作成が必要になったのである。

3 新たなレポ指標レート作成の経緯と特徴

新たなレポ指標レートの作成に際しては、まず、ワーキング・グループで指標レートの有用性や指標レート作成の具体的な選択肢が議論され、次に、指標レートの作成試行が行われ、指標レートの対象先選定について議論が重ねられた。四回にわたる会合の後、レポ指標レートの具体案が作成された。そして、五月二八日には、「レポ指標レートに関する検討結果およびパブリック・コメント」が募集された。パブリック・コメントを踏まえて、

六月一二日、日本銀行は「新たなレポ指標レート」の作成と公表を行ったのである。

表1は、新たなレポ指標レートである東京レポ・レート概要である。東京レポ・レートは、従来の集計レートとは異なる新たな特徴を備えている。この点を理解するため、ワーキング・グループで如何なる議論が行われたか、簡単に要点をみていきたい。

表1 東京レポ・レートの概要

呼称	・「東京レポ・レート（レファレンス先平均値）」（和文）、「Tokyo Repo Rate (reference institutions average)」(英文)。
対象取引	・債券現先および現金担保付債券貸借の両方を一体的に対象とする。 ・GC (General Collateral) レポとする。
レートの定義	・マーケット・レート（レファレンス先が、特定時点において市場実勢と考えるレート）の一本値とする。 ・一本値は「オファー、ビッドの仲値」とする。 ・標準的な取引ロットは、全期間について100億円とする。 ・タム物はサブスティチューションなしのレートとする。 ・365日ベースのレートとする。
算出方法	・レファレンス先から報告されたレートのうち、期間ごとに、上位15%および下位15%に相当するものを除いた単純平均値（小数点第4位を四捨五入し、小数点第3位まで算出する）を算出する。 ——上位（下位）15%に相当するレートとは、報告されたレートのうち、高い（低い）順にレファレンス先数の15%に相当する数までのレートをいう。
レファレンス先	・20先前後を選定。 ・公募制とし、概ね年に1回の頻度で選定替えを行う。
レファレンス先の選定基準	・取引を活発に行っていること。 ・信用力、レピュテーションに問題がないこと。 ・レート呈示の実績に問題がないこと（既往先の継続の場合）。
レートの刻み	・0.001% (0.1bp) 刻みとする。
対象期間	・翌日物 (T+0、T+1、S/N<T+2>)、1W、2W、3W、1M、3M、6M、1Y。 ——タム物はT+3決済の取引を対象とする。
基準時点	・レファレンス先は、全ての期間について午前11時時点のレートを報告する。
報告時点	・レファレンス先は、全ての期間について1日1回、午前11時45分までにレートを報告する。
作成・公表主体	・当面、日本銀行が行う。
その他	・レファレンス先の個社レートを公表。 ・東京レポ・レートの作成および公表事務の委託を第三者である事務受託者に委託する。事務受託者は株式会社QUICKとする。

(出所) 日銀資料（7月24日、8月1日、10月26日発表資料）より作成

指標レートの有用性

前述したように集計レポレートは、オペ先以外の主な市場参加者がカバーされていないので、市場実勢を十分に反映していない点で意見が一致した。そして、「指標レート」は有用であるとして、次のような意見が出された。

- ・市場実勢を掴むうえで有用
 - ・レートの透明性向上により、レポ市場の参加者拡大や流動性向上に資する
 - ・市場分析やリスク・損益分析にも利用可能
 - ・特に三カ月未満の有担保のイールドカーブ形成に資する
 - ・将来的にはOISやスワップの参照レートにも利用しうる
 - ・米国SOX法施行を受けて自社提示レートの公正性を立証する際の参照レートになる等⁽⁵⁾
- 指標レートの有用性が確認され、以後の議論では、指標レート作成方法の具体的選択肢に議論が発展していった。

レファレンス方式の採用

指標レートの選択肢としては、レファレンス方式とブローカー方式が考えられる。レファレンス方式とは、特定時点の市場実勢レートを主要プレーヤーが申告する方式である。ブローカー方式とは、ブローカー的な役割を担う先の一日の取引高加重平均レートである。いずれの方式が日本の現状に合致しているか、三月中ごろから四月一三日までの間、両方式を試行することになった。⁽⁶⁾そして、両方式の試行結果、レファレンス方式を採用する

事に決定したのである。その理由は次の通りである。

- ・ 試行結果を踏まえると、参加者の金利観はタイトな範囲で収斂しており、レファレンス方式は市場実勢を的確に反映すると評価できる。

- ・ レファレンス方式は、ブローカー加重平均方式に比べて、市場のカバレッジが高い。

- ・ レファレンス方式は、長めのタームまでレートを継続的に出していくことができる。

- ・ 「翌日物についてはブローカー加重平均方式、ターム物についてはレファレンス方式」との考え方も有り得るが、試行では、両者の翌日物レート間に大きなパフォーマンスの差が見られなかったので、レート作成方法の整合性、効率性の観点から、全てレファレンス方式とする⁽⁷⁾。

対象とする取引

集計レポレートでは現先レートと債券レポ（現金担保付債券貸借取引）レート、GCレートとSCレートがそれぞれ発表されていた。しかし、ワーキング・グループでは現先（新旧）、現金担保付債券貸借取引の両者の間には、別々の集計を要するほどに有意なレート差がないため、両方を一体的に対象とする（区分しない）ことによりとの認識で一致した。

また、取引の個別性が強いSC取引について指標レートを作成する必要性は高くない等の理由から、SCレポ取引については、今回の検討対象から除くとの認識で一致した⁽⁸⁾。対象とする取引は、現先および債券レポの両方を一体的に対象とすることになったのである。

レート の 定義

・マーケット・レートとすることで意見が一致した。その理由は次の通りである。

① トレーダブル・レートは、レート提示に伴い取引面でのオブリゲーションを負うイメージがあるため、受入れがたい。

② マーケット・レートは実取引レートを参考にして呈示されていると考えられるため、両者に大きな差はないと思われるが、BBA Repo& Eurepoと同じマーケット・レートとするのが親しみやすい。

③ 実取引レートは、ポジション動向の開示に直結するリスクがあり、マーケット・レートがよい。⁽⁹⁾

・マーケット・レート（各レファレンス先が、特定時点の市場実勢とみなしたレート）の一本値とする。

・一本値は「オフアー、ビッドの仲値」とする。

・標準的な取引ロットは、全期間について一〇〇億円とする。

・タム物はサブステイチューションなしのレートとする。将来、サブステイチューションありの取引が増えてきた場合には、その時点で対応を検討する。⁽¹⁰⁾

レファレンス先の選定

レファレンス先の選定基準は、内外の各種指標レート の 例を踏まえて、以下の通りとすることになった（業態などによる資格要件は設けない）。

① 取引を活発に行っていること

② 取引力、レピュテーションに問題がないこと

③レート呈示の実績に問題がないこと

①②③は、相互に関係するものであり、総合的に判断する。①の「取引を活発に行っていること」については、定量的な目安としてのレポ取引残高や、GCレポの取引状況を参考にしていくこととする。②や、③については、基本的には、大きな問題がないかどうかについて定性的に判断する。

なお、市場の金利観をなるべく幅広くカバーし、レートの信頼性を高める観点から、資金の運用サイド、調達サイドの双方において、どちらかに著しく偏ることなく、主要プレーヤーがカバーされている方が望ましい。当面の選定に当たっては、こうした観点も、必要に応じて考慮していく。

レファレンス先の数は、二〇前後とする。試行では二〇先で行い、良好な結果が得られたことなども踏まえ、認識が一致した⁽¹¹⁾。

指標レートの作成・公表主体

当面、日本銀行が指標レートの作成、公表を行うこととする。議論の中では、指標レートの作成・公表主体については、市場参加者による会合・団体の取組みとすることが理想との考え方が共有された。もともと、なるべく早期にレートを作成・公表を開始する観点や、事務的なフィージビリティなどを踏まえつつ改めて市場参加者と検討することが適当との認識で一致した⁽¹²⁾。

パブリック・コメントの募集と新たなレポ指標レートの公表

ワーキング・グループによる四回の会合によって原案が作成されたが、この原案に対してパブリック・コメン

トを募集することになった。五月二八日、ワーキング・グループはレポ指標レートに関する検討結果と指標レートの具体案を公表し、パブリック・コメントを募集した。情報の公開性と透明性を高めた上で、六月一二日、日本銀行は「新たなレポ指標レートの作成・公表について」を発表したのである（発表された概要は前掲の表1を参照）。

レファレンス先の公募

レファレンス先の公募に先立ち、七月五日、日本銀行は東京レポ・レート（レファレンス先平均値）の算出等事務の一部を外部委託するため、受託者の選定にかかわる公募を行うことにした。委託する業務内容は、東京レポ・レートに関する報告レートの収集、集計、配信および公表に関する業務である。

事務受託者の選定の後、八月一日、いよいよ二〇〇七年度のレファレンス先を公募することにした。公募の結果、レファレンス先の選定は二三先となり、二〇〇七年度のレファレンス先の一覧は表2のとおりである。

東京レポ・レートの作成と公表の手続き

事務受託者やレファレンス先が決定され、東京レポ・レートは次の手続きを経て公表されることになる。

まず、レファレンス先は午前一一時のマーケット・レートを一一時四五分までに事務受託者に報告する。次に、事務受託者はレファレンス先から報告されたレートに基づき東京レポ・レートを算出する。事務受託者は日本銀行に東京レポ・レートを報告する。この報告を受けて、日本銀行はレート公表を承認する。ここで事務受託者は、日本銀行が指定した情報ベンダーに、東京レポ・レートおよび各レファレンス先から報告されたレートを配信す

る。日本銀行は、東京レポ・レート⁽¹³⁾を日本銀行のホームページに掲載する。

なお、日本銀行が東京レポ・レートの作成および公表事務の一部を委託する事務受託者は、株式会社QUICK⁽¹⁴⁾となった。

4 東京レポ・レート作成とインフラ整備

冒頭で触れたように、本年二月から短期金融市場の機能向上に貢献していく観点から、半年間を用途に市場の透明性の向上や効率的な有担保取引市場の実現等に向けて作業を行ってきた。新たなレポ指標レートである東京レポ・レートの作成は、この作業の一環である。東京レポ・レートは市場実勢を反映したレートであり、市場の情報を充実し透明性向上に資するものである。市場情報の充実に関しては、更に来年度も短期金融市場に関する包括的な調査（東京短期金融市場サーベイ）が予定されている。

レポ市場は最大の有担保取引市場である。効率的なレポ市場の実現を妨げている最大の課題は、取引実務の効率化である。レポ市場は資金・担保の同時受渡し、担保の時価管理や値洗いを要するため、他の取引と比べて事務負担が重く、システム対応など事務体制の整備にも費用がか

表2 レファレンス先一覧（2007年度）

株式会社みずほ銀行	日興シティグループ証券株式会社
株式会社三菱東京UFJ銀行	モルガン・スタンレー証券株式会社
株式会社三井住友銀行	ドイツ証券株式会社
株式会社みずほコーポレート銀行	ビー・エヌ・ピー・パリバ証券会社
日本マスタートラスト信託銀行株式会社	バークレイズ・キャピタル証券株式会社
日本トラスティ・サービス信託銀行株式会社	JPモルガン証券株式会社
資産管理サービス信託銀行株式会社	ゴールドマン・サックス証券株式会社
東京短資株式会社	みずほ証券株式会社
セントラル短資株式会社	日本相互証券株式会社
上田八木短資株式会社	UBS証券会社
野村証券株式会社	大和証券エスエムビーシー株式会社
三菱UFJ証券株式会社	

(注) 先数：23先

(出所) 日本銀行「東京レポ・レートのレファレンス先について」2007年8月14日

かる。これらがレポ市場が拡大しない一因となっている⁽¹⁵⁾。七月二四日に公表された「短期金融市場の機能向上への取組み」最終報告書では、レポ市場の課題を次のように述べている。

「レポ市場については、取引実務の効率化が最大の問題である。現時点においては、取引実務がシステム化されていない市場参加者が少なくないほか、比較的活発に取引している先でもSTP化を実現している先は限定的である。システム対応等の事務体制の整備自体は、基本的には費用対効果に基づく個社ベース判断であるが、市場全体としては取引実務を効率化し、個社の事務対応・システム対応が進めやすくなるような環境を整えていく余地はあると思われる」⁽¹⁶⁾。

この課題を解決するため、短期的な課題として、二〇〇八年度を用途に「国債担保の差し入れ・払出し事務の外部委託可能性」の検討をはじめた。中長期的課題として、クリアリングバンク・サービスやライパーティ・レポなどインフラ整備が必要であろう。新たなレポ指標レートは、市場情報のインフラ整備であった。次の課題は、効率的な市場の実現に向けた市場慣行も含むレポ市場のインフラ整備が中長期の課題である。

注

- (1) 日本銀行金融市場局「国債市場の情報整備―オペ対象先との意見交換会での議論の概要」『マーケット・レビュー』二〇〇〇年一月 四頁
- (2) 日本銀行金融市場局「レポレート集計結果の公表について」二〇〇〇年二月一日
- (3) 日本銀行金融市場局『集計レポレート』の公表計数の追加について「二〇〇三年二月三日
- (4) レポ指標レートに関する検討ワーキング・グループ第一回会合（二月三日）資料

- (5) レポ指標レートに関する検討ワーキング・グループ第一回会合（二月二三日）の議事録概要
- (6) レポ指標レートに関する検討ワーキング・グループ第二回会合（三月二三日）の議事録概要
- (7) レポ指標レートに関する検討ワーキング・グループ第四回会合（四月二三日）の議事録概要
- (8) レポ指標レートに関する検討ワーキング・グループ第一回会合（二月二三日）資料
- (9) レポ指標レートに関する検討ワーキング・グループ第二回会合（三月二三日）議事録概要
- (10) レポ指標レートに関する検討ワーキング・グループ第四回会合（四月二四日）議事録概要
- (11) レポ指標レートに関する検討ワーキング・グループ第四回会合（四月二四日）議事録概要
- (12) レポ指標レートに関する検討ワーキング・グループ第四回会合（四月二四日）議事録概要
- (13) 日本銀行「東京レポ・レートのレファレンス先の二〇〇七年度公募について」二〇〇七年八月一日 別紙二参照
- (14) 日本銀行「東京レポ・レートに関する情報ベンダーおよび事務受託者」一〇月二六日
- (15) この点に関する詳細な実証分析は、金融市場レポート（追録）「短期金融市場の機能向上に向けた意見募集の結果」（二〇〇七年六月）を参照されたい。
- (16) 日本銀行「短期金融市場の機能向上への取組み―最終報告書―」二〇〇七年七月二四日

（なかじま まさたか・特別嘱託研究員）

企業買収と企業再生

松尾 順介

はじめに

近年、企業業績の回復とともに企業買収がブームになり、逆に企業再生はピークを過ぎたといわれる。確かに、大型の企業倒産や経営危機が報道されることも少なくなっている。しかし、その反面、地方では中堅・中小企業の倒産はむしろ増加しており、その再生も遅れている。ちなみに、帝国データバンクの全国企業倒産集計では、二〇〇七年度上半期（四―九月）の全国の倒産件数は五五〇三件で、前年同期を二三・五%上回っている。これは、負債額一億円未満の中小企業の倒産が三三三八件となり、前年同期比で二八・五%増えたことによるものである。また、地域別では、近畿・中部・東北・中国・北陸で件数が増加している。このことは、大企業は業績回復している反面、地方の中小企業は業績回復しておらず、むしろ悪化していることを示唆している。さらに、地方では、第三セクターの経営危機も深刻化しており、法的手続きを申請する大型案件が問題視されている。つまり、企業再生の焦点は、大企業から地方の中堅・中小企業あるいは第三セクターへと移っており、これらの企業の再生なくして地方再生は実現できず、これらの企業再生は緊急性の高い政策課題となっている。企業再生は、決してピークを過ぎたと楽観視できる状態ではなく、むしろ焦点が移動していると考えられる。

ところで、最近の約一〇年間の変化をみると、企業再生にも企業買収の手法が導入され、企業再生と企業買収との共通性や連続性が強まっていることが指摘できる。そこで、本稿では、企業再生における最近の主な変化を、

①市場化、②ファンド化、③投資対象化という観点から考察した上で、このような変化によって生じた課題や展望について論じる。

1 企業再生の「市場化」

かつて日本型のメインバンク制度下の企業再生は、閉鎖的相対交渉あるいは取引であり、メインバンクの救済（保険）機能による再生であったといえる。つまり、メインバンクは取引先の経営危機に際しては、追加融資を行うとともに、経営者派遣を実施し、取引先企業を支援し、極力法的な手続きに入ることを回避した。また、法的整理の際には、メインバンクの責任によって、他行よりも大きな損失を負担するとともに、スポンサー選定においても積極的な役割を果たすのが通例であった。この手続きでは、メインバンクの損失負担が重要であるとともに、産業政策や雇用確保といった観点を重視しながら、企業再生（あるいは清算処理）が進められた。したがって、一連の手続きにおいて、市場原理や価格メカニズムの機能する余地はなかった。

しかし、近年の企業再生では、スポンサー選定においてオークション（入札）が普及しており、会社更生や民事再生といった法的整理案件だけでなく、私的整理あるいは事業部門売却などにおいても、オークションが採用されるようになってきている。特に、大型案件ではオークションが一般的とされている。また、オークションでは、フィナンシャル・アドバイザー（FA）を活用する事例もあり、金融機関や証券会社にFAを担当させ、FAがスポンサー探しを行っている。さらに、スポンサー候補が多数に上った際は、段階的に入札させることもある。たとえば、一次入札は、公開情報による入札とし、候補者を絞り込んだ上で、これら候補者にフル・デューデイリジェンス調査を行わせた上で、二次入札を行い、スポンサーを決定する。逆に、スポンサー候補を見つけ

にくい案件では、「あゝ馬（Stalking horse）方式」が採用される場合もあるようである。この方式は、最初にスポンサー候補者をFAなどが探し出し、仮のスポンサーとしておいた上で、より高値で入札するスポンサー候補を募る方式である。もしより高値で入札するスポンサー候補者が現れると、最初のスポンサー候補者はずし、高値のスポンサー候補者を最終的なスポンサーとして選定するとともに、下ろされたスポンサー候補者にはブリークアップフィー（解約金）を支払う。つまり最初のスポンサー候補者が低い入札価格でスポンサーになる可能性を示すことで、より高値のスポンサーを呼び込むわけである。ただし、フィーの妥当性など不透明な要素もあり、日本ではあまり採用されていないようである。

このように現在のスポンサー選定では、入札価格が重要な要素となっており、価格メカニズム、つまり市場原理が導入されている。このことは、企業再生における「市場化」であり、大きな変化として指摘できる。ただし、スポンサー選定には、常に高い入札価格のスポンサー候補が最良のスポンサーとは限らず、裁量的な要素もあるようである。たとえば、当該企業のライバル社の場合、解体だけを目的としてスポンサー候補になる場合も想定され、このようなスポンサーが最高価格で入札しても、最善のスポンサーとは言えない可能性もある。したがって、実際にはビジネスプランなども勘案して、最終決定を行うことになるようである。

このようなスポンサー決定の実態については、二〇〇四年一〇月、第二東京弁護士会倒産法制検討委員会が更生管財人経験者一〇四名（回答者三八名）に対して行ったアンケート調査がある。⁽¹⁾そこでは、スポンサー選定において入札を行ったことがあるかどうかという問いに対して、「ある」一七名、「ない」二一名となっている（ただし、「ない」という回答者のうち三名は、入札を取り仕切ることが業務の一つとされるFAを利用したことがあるという回答である）。また、段階的入札については、「ある」一四名、「ない」一二名となっている。他方、ス

ボンサー選定において重要と考える要素については、従業員雇用確保三三名、事業マネジメント能力二九名、出資金額二五名、再建に対する理解と意欲二三名、事業を切り売らないこと一五名などとなっており、価格以外の点が考慮されていることがわかるが、最高値でないのに落札させたことがあるかどうかについては、「ない」一二四名、「ある」六名となっており、現実には入札価格が決定的な要素となっているようである。

ところで、このように企業再生が「市場化」したことは、企業買収との類似性を強めることになっている。特に、敵対的企業買収では、TOB価格が証券市場における重要な判断要素となり、企業支配権の「市場化」ととらえることもできるため、より類似性が強いといえる。ちなみに、内閣府経済社会総合研究所が発表したM&A研究会報告には、「旧来の不適切な経営と財務の不健全性を正し、収益性を向上させることによって企業の価値を維持・向上させ、適切なスポンサーと経営者を見つけることによって企業の再生を図る事業再生は、経営者の責任を追及し既存の株主から企業支配権を引き継ぐという意味で、基本的に形を変えた敵対的買収的な性格を帯びている」という一文があり、「企業再生Ⅱ敵対的企業買収」という視点が示されている⁽²⁾。整理すれば、両者の共通点は、①経営権の大幅な変更（ただし、企業再生の場合、会社更生では経営者は交代することになるが、民事再生では経営者継続も制度的には可能である）、②株主構成の大幅な変化、③価格の重要性（TOB価格またはオークション価格）、といった点である。ただし、両者には、基本的な相違点があることも見逃せない。列挙すれば、①法的枠組みの相違（敵対的買収では、金商法や会社法等、企業再生では、倒産法や会社法等）、②主たる意思決定機関の相違（敵対的買収では、株主総会が重要であるが、企業再生では、債権者集会が重要になる）、③対象企業の相違（敵対的買収は、もっぱら健全な企業を対象とするのに対し、企業再生は、いわゆるデリストレスト企業が対象）といった点である。とりわけ、対象企業の相違は重要である。なぜならば、健全な企業の場合

合は、仮に敵対的買収が発生しなくても当該企業が存続可能であるのに対し、再生対象企業の場合、スポンサーが現れなければ、存続可能性が断たれるだけでなく、日々企業価値が劣化する可能性も高いために、その選定は時間との競争になるからである。この点は、投資対象としての独自性を形成する要因となつていふと考えられる。

2 企業再生の「ファンド化」

企業再生における第二の変化は、「ファンド化」である。表1に示されるように、国内外あるいは独立系および金融機関系などの企業再生ファンドが設立されるとともに、この一〇年間に多くの再生案件を手掛け、今や再生ファンドを抜きにして、企業再生を語ることはできない（表2参照）。

現在、種々の投資ファンドが証券市場で大きな影響力を発揮しており、「ファンド資本主義」といった表現も散見されるが、このような投資ファンドを概観すると、数千億円規模の運用資産を有する巨大ファンドの場合、様々な方面に分散投資を行うことで、ファンドの多様化を進めているように見受けられる。たとえば、ファンドの運用会社は米国のヘッジファンドとして有名であっても、日本での運用は主として企業再生型の投資を行つている場合などがある。つまり、あるファンド運用会社の下に、企業再生ファンド、不動産ファンド、LBOファンド、ヘッジファンド等々の多種のファンドを設立・運用し、分散投資することで、ファンド運営会社の経営を安定化させようとするものと考えられる。確かに、サブプライム問題発生後の状況を考えると、ヘッジファンドの運用益が悪化したのが、信用ひっ迫から倒産企業が増加する可能性も高まつており、逆に企業再生ファンドは収益増も期待できるようになる。

表 1 投資ファンド等による企業再建型投資の主な事例

投資決定ないし実施時期	投資先	投資先の状況	投資ファンド
1998年11月	富士機工電子	会社更生法	アドバンテッジ・パートナーズ
1999年12月	日本長期信用銀行（新生銀行）	金融再生法	リップルウッド
2000年5月	幸福銀行（関西さわか銀）	金融再生法	日本インベストメント・パートナーズ
2001年1月	東京相和銀行（東京スター銀）	金融再生法	ローンスター
2001年3月	川崎電気（かわでん）	民事再生法	ソフトバンク・インベストメント
2001年4月	ヴィクトリア	経営不振	ジャフコ
2001年5月	日本コロムビア	経営不振	リップルウッド
2001年6月	宮崎シーガイア（フェニックスリゾート）	会社更生法	リップルウッド
2001年6月	マルトミ（ワンズーン）	民事再生法	オークツリー・キャピタル・マネジメント
2001年8月	ケンウッド	経営不振	スパークス・アセット・マネジメント投信
2001年9月	サワコー（SBIプランナーズ）	民事再生法	エスピーアイ・キャピタル（ソフトバンク・インベストメントの子会社）
2001年9月	日興電機工業	会社更生法	ジャパン・リカバリー・キャピタル・パートナーズ（大和SMBC+ロス・チャイルド系）
2001年9月	ダックビブレ（さくら野百貨店）	民事再生法	政投銀・みちのく銀などのファンド
2001年9月	ベンカン	民事再生法	シュローダー・ベンチャーズ（現、MKSパートナーズ）
2001年12月	アスキー	債務超過	ユニゾン・キャピタル
2002年2月	富士車両	民事再生法	野村プリンスバール・ファイナンス
2002年3月	市田	私的整理	フェニックス
2002年4月	ダイヤ建設	経営不振	サーベラス
2002年4月	木下工務店	経営不振	サーベラス
2002年5月	ダイクマ	経営不振	野村プリンスバール・ファイナンス
2002年8月	日本ケミテック	民事再生法	日本アジア投資
2002年8月	雅秀エンタープライズ	会社更生法	ローンスター
2002年9月	ミナミ	民事再生法	オリックス・プリンスバール・インベストメンツ
2002年10月	アイワールド	民事再生法	日本アジア投資
2002年11月	ファーストクレジット	会社更生法	ローンスター
2002年12月	エスティコーポレーション	民事再生法	ローンスター
2002年12月	ヘルツ	民事再生法	山田ビジネスコンサルティング
2002年12月	エア・ドゥ（北海道国際航空）	民事再生法	政策投資銀などによるファンド
2003年2月	星電社	経営不振	アドバンテッジ・パートナーズ
2003年3月	東ハト	民事再生法	ユニゾン・キャピタル
2003年4月	ワンビシ・アーカイブズ	私的整理	野村プリンスバール・ファイナンス、東京海上キャピタル
2003年5月	レーザーテクノロジー（YVO）	民事再生法	NIFベンチャーズ
2003年5月	テザック	会社更生法	日本みらいキャピタル
2003年6月	福助	民事再生法	MKSパートナーズ
2003年7月	ワイ・エス・ジェイ（AC-FIT）	民事再生法	エーシーキャピタル
2003年7月	タカラブネ（スイートガーデン）	民事再生法	東京海上キャピタル
2003年7月	地産	会社更生法	ローンスター
2003年7月	フーズネット	民事再生法	オリックス
2003年8月	京食	民事再生法	三洋パシフィック投資顧問
2003年8月	ホリディタワー	会社更生法	ローンスター
2003年8月	京都プラザ	会社更生法	ローンスター
2003年8月	ハウステンボス	会社更生法	野村プリンスバール・ファイナンス
2003年8月	リーマン	民事再生法	SBIキャピタル
2003年8月	緑管開発	民事再生法	ゴールドマン・サックス
2003年11月	新愛知電機製作所	民事再生法	日本アジア投資
2003年11月	ソー・アンド・ワン	民事再生法	OPEパートナーズ（オリックス系）
2003年12月	マツヤデンキ	民事再生法・産業再生機構	ニューMDパートナーズ（新生銀行による受け皿会社）
2003年12月	日本コーリン	民事再生法	カーライル
2003年12月	フットワークエクスプレス	会社更生法	OSL（オリックスの出資）
2004年5月	三菱自動車	経営不振	フェニックス
2004年9月	近藤産業	経営不振	ゴールドマン・サックス
2004年11月	ナガオカ	民事再生法	日本アジア投資
2004年12月	キタデシーエス	民事再生法	フェニックス
2004年12月	小牧温泉渋沢公園	民事再生法	ゴールドマン・サックス
2005年1月	キムラヤ（キムラヤセレクト）	民事再生法	アセット・マネージャーズ
2005年3月	三井鉱山	産業再生機構案件	大和SMBCプリンスバール・インベストメンツ
2005年5月	三井住友建設	私的整理	大和SMBCプリンスバール・インベストメンツ
2005年5月	ダイエー	産業再生機構案件	アドバンテッジ・パートナーズ、丸紅
2005年6月	ミサワホーム	産業再生機構案件	野村プリンスバール・ファイナンス、トヨタ
2005年8月	昭和製鋼	会社更生法	アセット・マネージャーズ
2005年8月	三井観光開発	経営不振	大和SMBCプリンスバール・インベストメンツ
2005年12月	三洋電機	経営不振	大和SMBCプリンスバール・インベストメンツ、ゴールドマン・サックス、三井住友銀行
2006年1月	カネボウ・トリニティ・ホールディングス（クラシエ・ホールディングス）	産業再生機構案件	アドバンテッジ・パートナーズ、MKSパートナーズ、ユニゾン
2006年3月	浅間温泉3旅館	経営不振	ゴールドマン・サックス、星野リゾート
2006年4月	アークメディアカルサポート	民事再生法	ゴールドマン・サックス、日本アジア投資
2006年9月	日本橋梁	私的整理	フェニックス*東1、大1上場維持
2007年8月	ニイウスコー	経営不振	ロングリッチ、フェニックス・キャピタル*東証1部維持

（資料）新聞等の報道、各社HP、プレスリリース、インタビューによって作成。

表2 主な企業再建型ファンド運用会社

名称	系統	設立	特徴
ジャフコ	国内独立系	1973年4月	98年から買収ファンド運用。 シュローダー・ベンチャーズから 独立。
MKSパートナーズ	国内独立系	1985年6月	
アドバンテッジ・パート ナーズ	国内独立系	1992年12月	コンサル系のPEファンド。富士機 工電子の再建を手がける。
ユニゾン・キャピタル	国内独立系	1998年10月	企業買収ファンド。
SBIキャピタル（ソフトバ ンク・インベストメント）	国内独立系	1999年7月	LBOファンドでサワコー、川崎電気 に投資実績。再建ファンドも設立。
エーシーキャピタル	国内独立系	2002年6月	中堅に絞り込んで投資。再生案件 以外の上場案件も視野。
フェニックス・キャピ タル	国内独立系	2002年1月	東京三菱銀行系。三菱自動車の再 建を手がける。
日本みらいキャピタル	国内独立系	2002年3月	NTTデータ、森トラスト、カテナ、 政策投資銀など官民共同で設立。
野村プリンシパル・フ ァイナンス	国内証券系	2000年7月	野村グループの自己資金投資部 門。ハウステンボスに投資。
大和証券SMBCプリンシ パル・インベストメンツ	国内証券系	2001年9月	大和SMBCの自己資金投資部門。 ファンド設立も手掛ける。
日興プリンシパル・フ ァイナンス	国内証券系	2005年12月	事業再生目的の不動産投資・ファ イナンス、不稼働債権への投資。
オリックス	国内金融系	2001年	ゴルフ場、ホテル、小売から地域 再生ファンド設立まで手掛ける。
シナジー・キャピタル	国内金融・ 商社系	2003年3月	UFJ銀行、つばさ証券、オリック ス、ニチメン、丸紅など9社。
ローンスター・ジャパン	外資系	1998年3月	米国の有名ファンドの日本法人。
サーベラス・ジャパン	外資系	1998年4月	米国の有名ファンドの日本法人。
RHJインターナシヨナ ル・ジャパン（リップ ルウッド・ジャパン）	外資系	1999年4月	米国有名ファンドの日本法人。新 生銀行など。
ストラテジック・バリ ュー・パートナーズ	外資系	1999年10月	米国のムーア・ストラテジック・バ リュー・パートナーズの日本法人。
ゴールドマン・サック ス証券	外資系	1999年12月	プリンシパル・インベストメン ト・エリア設立。
オークツリー・ジャパン	外資系	2001年11月	米国有名ファンドの日本法人。マ ルトミなど。
BNPパリバ・ジャパン	外資系	2002年7月	仏パリバの日本法人。中堅中小企 業に特化した投資ファンド、ルネ ッサンス・ファンド運営。

(注) 名称の（ ）内は旧名称。設立には、企業再生型投資を開始した時期を含む。なお、地域再生
ファンドなど、政府機関や政府系金融機関の関与するファンドは除いた。

(資料) 新聞報道、各社HPなどによって作成。

このような多様化の背景には、投資技術が普及し、従来は高度で特殊なエキスパートーズを必要とされていた投資手法が徐々に標準化・一般化したのではないかと推測できる。特に、企業再生型投資は、証券分析や企業・業界分析といったアナリスト的なノウハウだけでなく、投資先企業に経営参加する際には経営手腕も必要とされ、さらに倒産手続き等の法的ノウハウや倒産弁護士等とのネットワークも必要であるため、かなり特殊な分野とされていたが、企業再生型投資の普及によって、このようなノウハウがかなり一般化するとともに、人材蓄積と流動化も進んだと考えられる。

また、これらの企業再生型投資ファンドには、大手証券会社系のプリンシパル投資（自己資金投資）部門も含まれている。具体的には、野村プリンシパル・ファイナンス、大和SMBCプリンシパル・インベストメンツなどであり、それぞれ投資残高は、二〇〇〇億円、三六〇〇億円に達する規模となっている。ただし、これらの投資部門では、戦略的なMBO案件、事業承継案件、資本増強案件など多種多様な案件を手掛けており、必ずしも再生系に特化していないのが特徴である。つまり、ここでもファンドの多様化が進んでいると思われる（なお、これらの大手証券会社のプリンシパル投資部門では、敵対的買収は手掛けないようである。これは親会社あるいはグループの証券会社のレピュテーションに配慮した対応であろう）⁽³⁾。

さらに、日本では、プライベート・エクイティファンドが企業再生型投資に大きな役割を果たしていることも見逃せないだろう。そもそも日本で最初に投資ファンドが企業再生におけるスポンサーに選定されたのは、プライベート・エクイティファンドである。一九九八年七月に経営破綻（会社更生申立）した富士機工電子には、国内独立系のプライベート・エクイティファンドであるアドバンテッジ・パートナーズがスポンサーとなり、パイオニア的存在となった⁽⁴⁾。この事例の場合、富士機工電子はもとと非上場会社であったために、未公開会社を投

資先とするプライベート・エクイティファンドにとっては、同じスコップで投資できたという共通性が指摘できる。ただし、上場企業の場合でも、経営破綻企業は上場廃止になるため、投資対象としては非上場会社であり、プライベート・エクイティファンドとの共通性は強い。また、ハンズオン型の投資を行うことが多い点やIPOに出口を見出そうとする点などでも共通性があると考えられる。

3 投資対象化

このような「市場化」や「ファンド化」といった変化の中で、再生対象となる企業、いわゆるデリスト企業は、投資ファンドや戦略的買収者にとって「投資対象化」したといえる。前述のように、投資対象としての相違点は、企業買収における投資対象企業が、財務的に健全な企業や戦略優位性を持つ企業であるのに対し、企業再生における投資対象企業は、財務的に不健全な企業、何らかのコア部門や優良資産・技術等を有する企業であるという点である。したがって、投資リスクの相違点は、企業買収の場合、事業シナジー構築（戦略的買収者）、経営改善による企業価値向上（投資ファンド）などが挙げられるのに対し、企業再生の場合、財務諸表の信頼性、財務再構築（バランスシートの右側）、コア部門の再構築（バランスシートの左側）、売上・損益構造の改善、出口戦略構築などが重要なリスク要因となる。

まず、財務諸表の信頼性であるが、企業が破綻すると、資産・負債の再評価が行われるため、継続企業の場合に比べて、より資産が小さくなり、負債が拡大するケースが多く、会計上の不連続性が発生するケースが多く、投資側からすればリスク要因となる。さらに、企業経営が悪化してくると、経営者は何とか財務内容や業績をよりよく見せようとする誘因が働き、違法とは言えないまでも不透明な会計処理を行うケースも多いようであり、投

資側からすると、投資価値が見かけよりも低いケースもありうる。

次に、企業再生では、バランスシートの改善が重要であり、まずバランスシートの右側を改善できるかどうか
が課題となる。つまり、負債を削減し、資本増強を図るわけだが、負債削減のためには、複数の債権者の合意が
必要であり、債権者間調整が課題となる。特に、裁判所の手続きによらない私的整理の場合、債権放棄やカット
に応じない債権者を拘束することはできず、難航することもあり、スポンサー側にとっては大きなリスク要因で
ある。

第三に、バランスシートの左側に関しては、不採算資産の売却と稼働資産の効率化を図らねばならない。そこ
では、不採算資産の売却に伴うリスクがあるとともに、資産の有効活用に伴うリスクもある。特に、倒産企業の
場合は、資産劣化が予想以上に進展している可能性もある。

第四に、損益構造の改善という課題がある。つまり、売上を向上させるとともに、コスト構造を改善し、利益
額と利益率を向上する必要があるが、そのためには経営戦略そのものの立案・実行だけでなく、従業員に対する
報酬やインセンティブシステムの見直しや会計インフラの整備なども重要になってくる。このような経営改善が
実行できるかどうか、さらにそれが成果をあげるかどうかはリスク要因となる。

最後に、投資資金をどのようにして回収するかという出口戦略の構築もリスク要因となる。⁽⁵⁾ 想定される出口戦
略としては、IPOによる上場、戦略的買収者（他の事業会社など）への売却、別のファンドへの売却があるが、
まずIPOは上場する際の相場環境に大きく左右される。また、戦略的買収者はシナジー効果を重視するため、
適当な買収者が現れるかどうか不確実である。さらに、他の投資ファンドの場合は、買い手の投資採算に見合わ
なければ売却できず、ディスカウントを余儀なくされる可能性もある。

4 変化に伴う課題

以上、企業再生の変化を取り上げて考察したが、これらの変化に伴って、新たな課題も浮上している。

まず、「市場化」をめぐる⁵は、ルール整備が課題となる。一つには、スポンサー選定における入札に関連して、入札価格だけを判断基準にすべきかどうかが議論されている。先ほどのアンケート調査でも明らかのように、スポンサー選定では、価格だけが判断基準ではなく、種々の判断要素が勘案されているが、現実には最も高い入札価格を提示したスポンサー候補に落札される場合が多いようである。また、管財人にはどうしても高い入札価格を提示するスポンサー候補を探し出したという誘因も働きやすい。そこで、スポンサー選定では、価格は一要素に過ぎず、事業体全体の価値向上を見据えたスポンサー選定が重要という意見もあり、適切なスポンサー選定のあり方が議論⁶されている。

次に、「ファンド化」に伴う課題としては、中堅・中小企業再生の困難さが指摘できる。つまり、投資ファンドの場合、一定金額規模の投資案件が対象となるため、中堅・中小企業の場合は、案件が小さいために投資ファンドの投資対象となりにくい。投資ファンド側からすると、デューデリジェンス調査、再生計画策定、ハンズオンによる経営者派遣などのコストを負担するため、一定額以上のリターンが期待できない場合は、たとえ再生がうまくいっても損益分岐点を下回ってしまう。そのため、投資の間尺に合わない中堅・中小企業は投資対象から外れてしまう可能性が高い。しかしながら、今後の地域再生を考えると、このような地域の中堅・中小企業の再生は不可避的な課題である。

ただし、このような課題を克服するため、各地で地域再生ファンドが設立され、活動している（表3参照）が、その利用は必ずしも芳しいものとは言えないようである。この背景には、地域の金融機関にも、債務者企業にも

一覧（2007年9月現在）

関係する金融機関等	運営管理者
大和証券SMBCPI、北洋銀行等3金融機関	北海道マザーランドキャピタル
中小機構、北洋銀行、北海道銀行、大和証券SMBCPI等	北海道マザーランドキャピタル
中小機構、北洋銀行、北海道銀行、大和証券SMBCPI等	北海道マザーランドキャピタル
北日本銀行	リサ・パートナーズ
青森銀行、秋田銀行、岩手銀行	ジェイ・ウィル・パートナーズ
北都銀行、みずほコーポレート銀行	船井財産コンサルタンツ
山形銀行	ルネッサンスキャピタルマネジメント
七十七銀行、仙台銀行	ジェイ・ウィル・パートナーズ
杜の都信用金庫	リサ・パートナーズ
東邦銀行	リサ・パートナーズ
県内金融機関・大和証券SMBCPI・日本政策投資銀行	とちぎインベストメントパートナーズ
県内金融機関・大和証券SMBCPI・中小企業基盤整備機構	とちぎインベストメントパートナーズ
群馬銀行	ジェイ・ウィル・パートナーズ
常陽銀行等6金融機関、中小機構	いばらきクリエイト
埼玉りそな銀行	三洋パシフィック投資顧問
埼玉りそな銀行、武蔵野銀行等8金融機関、中小機構	埼玉・ターンアラウンド・マネジメント（リサ・パートナーズ）
千葉銀行等3金融機関	ジェイ・ウィル・パートナーズ
千葉銀、千葉興業銀、京葉銀、千葉信金等11金融機関、中小機構	千葉リバイタル（リサ・パートナーズ）
大和証券SMBCPI等	大和証券SMBCPI
新銀行東京、あおぞら銀行	あおぞら債権回収
なし（ファンケル会長、セントラル総研、大山会計）	大山会計（事務局）
八十二銀行等9金融機関	やまびこ債権回収
第四銀行	ルネッサンスキャピタルマネジメント
北越銀行	オリックス
第四銀行	リサ・パートナーズ
富山第一銀行	ジェイ・ウィル・パートナーズ
北國銀行、日本政策投資銀行	リサ・パートナーズ
静岡銀行等14金融機関、中小機構	静岡キャピタル
愛知銀行	ルネッサンスキャピタルマネジメント
名古屋銀行、UFJ銀行、愛知銀行、中京銀行等19金融機関、中小機構	ソリューションデザイン
十六銀行、大垣共立銀行等7金融機関	ルネッサンスキャピタルマネジメント
百五銀行等3金融機関	ジェイ・ウィル・パートナーズ
滋賀銀行	リサ・パートナーズ
京都銀行	リサ・パートナーズ
京都中央信用金庫	リサ・パートナーズ
南都銀行	ジェイ・ウィル・パートナーズ
紀陽銀行	オリックス
府下の金融機関	大和証券SMBCPI、UFJつばき証券、三洋パシフィック投資顧問
りそな銀、近畿大阪銀、大阪信金、大阪市信金等7機関、中小機構	オリックス
中国銀行	ジェイ・ウィル・パートナーズ
広島銀行	リサ・パートナーズ
広島銀行、もみじ銀行、広島信金、日本政策投資銀行	せとみらいキャピタル（ルネッサンスキャピタル子会社）
山陰合同銀行等10金融機関、中小機構	ごうぎんキャピタル（株）
百十四銀行等5金融機関	オリックス
阿波銀行、徳島銀行、四国銀行等5金融機関	オリックス
四国銀行等2金融機関、中小機構	四国キャピタルリサーチ（株）
伊予銀行、愛媛銀行など7金融機関、中小機構	リサ・パートナーズ
福岡銀行	ジェイ・ウィル・パートナーズ
佐賀銀行等3金融機関	オリックス
佐賀共栄銀行	リサ・パートナーズ
十八銀行、シティグループ、オリックス	JNCパートナーズ
肥後銀行	ルネッサンスキャピタルマネジメント
大分銀行等3金融機関、中小機構	大分ベンチャーキャピタル
宮崎銀行等2金融機関	宮崎ベンチャーキャピタル、宮崎太陽キャピタル
宮崎銀行、宮崎太陽銀行	オリックス
沖縄海邦銀行	リサ・パートナーズ
沖縄銀行	リサ・パートナーズ
沖縄銀行、琉球銀行、沖縄海邦銀行、コザ信用金庫、中小機構	おきなわりバイタル

シンドIIは、複数の地域の金融機関と提携するとともに、日本政策投資銀行からの出資を得ている。
営している。また、中小機構とは、中小企業基盤整備機構の略である。

表3 地方再生ファンド

地域	設立年月	名称	総額
北海道	2003年9月	北海道企業再生ファンド	100億円
北海道	2007年6月	北海道中小企業チャレンジファンド	30億円
北海道	2007年9月	北海道チャレンジファンド	50億円
岩手	2004年6月	北東北地方企業再生支援ファンド	20億円
青森、秋田、岩手	2004年9月	北東北がんばるファンド	50億円
秋田	2005年7月	地域企業再生ファンド	30億円
山形	2004年1月	ルネッサンスファンドⅡ	(310億円)
宮城	2004年9月	みやぎ企業再生ファンド	30億円
仙台・塩竈市	2005年10月	杜の都事業再生ファンド	個別案件毎に設定
福島	2004年10月	福島リバイタルファンド	個別案件毎に設定
栃木	2004年8月	とちぎ地域企業再生ファンド	30億円
栃木	2004年10月	とちぎ中小企業再生ファンド	50億円
群馬	2005年2月	ぐんま企業再生ファンド	非設定
茨城	2004年4月	茨城いきいきファンド	30億円
埼玉	2003年7月	埼玉企業リバイバルファンド	50億円
埼玉	2005年11月	埼玉中小企業再生ファンド	30億円
千葉	2004年2月	ちば再生ファンド	(200億円)
千葉	2006年3月	千葉中小企業再生ファンド	20億円
東京	2004年10月	東京チャレンジファンド	100億円
東京	2005年3月	再生ファンド・リカバリ	200億円
横浜	2007年8月	横浜市中小企業再チャレンジ基金	2～3億円
長野	2004年2月	ずくだせ信州元気ファンド	30億円
新潟	2004年1月	ルネッサンスファンドⅡ	(310億円)
新潟	2005年3月	にいがたリフレッシュファンド	50億円
新潟	2004年9月	にいがた事業再生ファンド	個別案件毎に設定
富山	2005年12月	富山企業再生ファンド	不明
石川	2006年1月	はくさんファンド	不明
静岡	2004年3月	静岡中小企業支援ファンド・パートナー	40億円
愛知	2004年1月	ルネッサンスファンドⅡ	(310億円)
愛知	2005年3月	愛知中小企業再生ファンド	28.2億円
岐阜	2005年1月	ルネッサンスファンドⅡ	(310億円)
三重	2004年7月	三重再生ファンド	(200億円)
滋賀	2004年7月	しが事業再生ファンド	不明
京都	2005年2月	きょうと企業再生支援ファンド	不明
京都	2005年9月	京都ちゅうしんリバイタルファンド	不明
奈良	2004年11月	なら再生支援ファンド	不明
和歌山	2005年2月	くろしお企業支援ファンド	100億円
大阪	2003年11月	元気出せ大阪ファンド	非公表
大阪	2006年4月	おおさか中小企業再生ファンド	25億円
岡山	2004年1月	マスカットファンド	(200億円)
広島	2003年11月	ひろしま事業再生ファンド	30億円
広島	2005年1月	せとみらい再生ファンド	100億円
島根、鳥取	2004年12月	山陰中小企業再生支援ファンド	20億円
香川	2004年7月	まんでがん企業再生ファンド	50億円
徳島	2005年6月	とくしま企業支援ファンド	50億円
高知	2005年3月	南国土佐再生ファンド	20億円
愛媛	2005年6月	えひめ中小企業再生ファンド	30億円
福岡	2003年9月	福岡銀行再生ファンド	(200億円)
佐賀、長崎、福岡	2004年3月	九州広域企業再生ファンド	50億円
佐賀	2005年12月	きょうぎん事業再生ファンド	不明
長崎	2004年3月	ながさき企業再生ファンド	200億円
熊本	2004年1月	ルネッサンスファンドⅡ	(310億円)
大分	2004年1月	大分企業支援ファンド	50億円
宮崎	2003年9月	宮崎県中小企業等支援ファンド	25億円
宮崎	2004年9月	みやざき企業再生ファンド	不明
沖縄	2004年10月	かいほう事業再生ファンド	不明
沖縄	2005年3月	沖縄がんじゅうファンド	不明
沖縄	2006年3月	おきなわ中小企業再生ファンド	30億円

(注) カッコ内の金額は、1地域ではなく複数地域を対象とするファンドの総額である。また、ルネッサンスファ
 元気出せ大阪ファンドは、推進協議会と連携する3つのファンドをもち、運営管理者がそれぞれ独立して運
 (資料) 新聞報道、各金融機関・ファンド等のHP・プレスリリース等をもとに作成。

問題を先送りする誘因が働いているものと考えられる。地域金融機関は、引き当て不足や損失の表面化を恐れるために債務者企業の債権カットなどを避けようとすると同時に、債務者企業も経営責任の表面化や抜本的な事業再構築による雇用削減を回避しようとするため、ともに問題を先送りすることになる。さらに、金融緩和によって債務者企業の資金繰りに当面の支障がなく、また地域金融機関も不良債権処理を強制されない状況にあるため、再生ファンドを利用しようとする誘因は非常に弱いと考えられる。⁷⁾

第三に、「投資対象化」に伴う課題としては、私的整理と法的整理の連続性という課題がある。つまり、裁判所の手続によらない私的整理は、法的整理に比して、柔軟性があるだけでなく、迅速かつ低費用であり、水面下の交渉で行われるため、当該企業の評判が下がり、企業価値が劣化する可能性も低いという利点がある。投資対象として再生対象企業を見た場合、迅速な手続によって早期再生を実現し、より高いリターンを確保するためには、この利点は有用であるが、法的整理のような拘束力がないため、一部の債権者が同意しなければ再建計画は実現しないという難点がある。他方、法的整理は拘束力があるが、費用も時間もかかり、その間に企業価値が毀損する可能性が高い。改正会社更生法では、更生手続開始決定から更生計画案の提出を一年以内とし、改正前に一年半あるいは二年かかっていた状況を克服しようとしているが、その間の企業価値既存の可能性は否めない。

そこで、法的手続きの申立て前に、紛争発生の要因を極力解消し、再生計画策定や利害関係者間の調整を行った上で法的手続きを申立てることで、法的整理に伴う時間的難点を最小限に抑えようとする制度設計が検討されている。いわゆるプレパッケージ型事業再生であり、これは私的整理の利点と法的整理の利点を接合する試みである。ただし、そのためには、申立て前の契約や合意事項（スポンサー選定やDIPファイナンス）が、申立て後も尊重され、制度的な連続性が確保される必要があるが、現状では必ずしもそうっていない。たとえば、申

立て前に提供されたDIPファイナンスは、申立て後には共益債権とされないリスクがあり、スポンサー選定も振り出しに戻る可能性がある。これは、投資対象として再生対象企業を見た場合、手続き次第で投資価値が大きく左右される可能性を含んでおり、手続き的な予見可能性に不安があることを意味している⁽⁸⁾。

まとめ

冒頭に述べたように、企業再生の焦点は、大企業から地域の中堅・中小企業あるいは第三セクターへとシフトしており、本稿で検討したような変化がこの部門にどのように波及していくかが注目されるところである。また、地域再生を目的として設立準備中の地域力再生機構の役割も大きいと考えられる。今後、焦点となる地域再生については、稿を改めて論じたい。

注

(1) 第二東京弁護士会倒産法制検討委員会「会社更生手続の実務に関するアンケート結果の報告(二)」、『NBL』No. 八三一、二〇〇六年五月一日、七五～七七ページ、参照。

(2) M&A研究会報告『本格的な展開期を迎えたわが国のM&A活動』内閣府経済社会総合研究所、二〇〇六年一〇月、二二ページ、参照。

(3) 大手証券会社の取り組みに関しては、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、二〇〇四年十二月、二二六～二五五頁、拙稿「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、『証研レポート』(日本証券経済研究所・大阪研究所)、No. 一六三九、二〇〇

六年一二月、三九～五九頁などを参照。

- (4) 拙稿「投資ファンドによる企業再建型投資」、『証券経済研究』（日本証券経済研究所）、第三七号、二〇〇二年五月、五九～八一頁、参照。

- (5) 拙稿「企業再生における『入り口』と『出口』の多様化」、『証券アナリストジャーナル』、第四三巻第四号、二〇〇五年四月、一九～三三頁。

- (6) 瀬戸英雄「スポンサー選定に関連して、思いつくまま、一言、二三言」、事業再生研究機構編『プレパッケージ型事業再生』、商事法務、二〇〇四年、一三七～二四〇ページ、参照。

- (7) 拙稿「地域再生ファンドとデット・デット・スワップ」、『証券経済研究』（日本証券経済研究所）、第五五号、二〇〇六年九月、一九～四三頁。

- (8) プレパッケージ型事業再生については、二〇〇三年一月に東京・お台場において、シンポジウムが開催され、プレパッケージ型事業再生に関する提言（いわゆるお台場アプローチ）が示され、活発な研究報告と議論が行われた。その内容は、事業再生研究機構編『プレパッケージ型事業再生』、商事法務、二〇〇四年、参照。

（まつお じゅんすけ・客員研究員）

実施迫る株券電子化の残された課題

福本 葵

1 はじめに

コマース・ペーパー、一般債、投資信託受益証券に続く、株券の不発行化が二〇〇九年一月、残すところ一年に迫っている。証券会社各社は今年一年間、いわゆるタンス株の預託推進を重点的に図ってきた。二〇〇八年は制度実施に向けての最終段階に入る。

そこで、本稿では制度開始までの一年間にどのようなことが予定されているか、課題は何か、株主や発行会社がしなければならないこと、注意するべきことは何かなどを整理したい。

2 二〇〇九年一月までのスケジュール

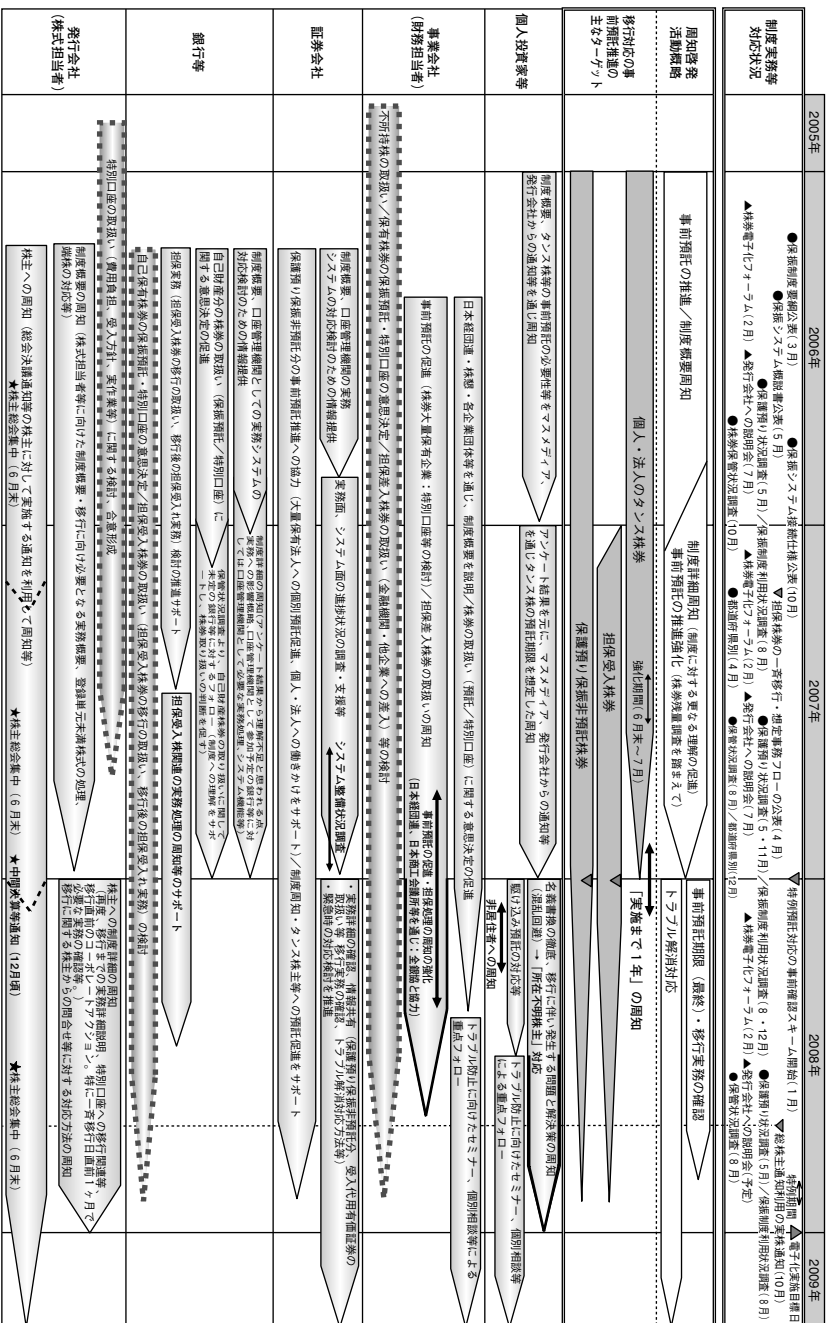
(1) 一ヶ月前までのスケジュール

保管振替機構は、二〇〇七年九月一九日「株券電子化に向けた周知・啓発活動計画」の更新案を発表した(図1)。周知・啓発活動のピークは二〇〇七年中であり、二〇〇八年度に入ると個人や法人に向けたタンス株の預託推進などの広告を終息する。二〇〇八年からはいよいよ実施に向けた最終段階に入る。

保管振替機構では、現在の保管振替制度利用会社から振替法第一三条第一項に基づく新たな振替制度利用の同意書を徴求する。上場会社は振替制度を導入することが強制されているため、振替制度加入に同意しないとなる

図 1 株券電子化に向けた周知・啓発活動計画 (更新案)

H19. 9



(出所) 証券決済制度改革推進センター

と、上場廃止となる。同意は公告される（附則第八条第一項）。同意期日は施行日の一ヶ月前の日となっている（附則第七条第一項）。

一方、証券会社などの参加者は制度参加のための手続きを開始する。予定では来年の八月から開始される。

（2）特例期間

制度実施一ヶ月前から施行日の二週間前の前日までを特例期間という。この間に略式質権者による株券の預託（附則第一〇条）および承諾のない保護預り株券の預託が可能となる。これらの詳細は後述する。

（3）預託・交付禁止期間

施行日二週間前から施行日前日まで、預託・交付請求は禁止される（附則第十二条）。この間、最終的に預託された証券の真偽を確認するなど、実施に向けた最終段階の手続きに入る。施行日の前日は実質株主の確定基準日であり、施行日である効力発生日に実質株主通知が作成される。

（4）制度実施に向けて

施行日までに各当事者が注意しなければならないことは何であろうか。どのような問題が残されているであろうか。現在、保管振替制度にある株式は特別な手続きを経ることなく、新制度に移行される。また、現在の保護預り契約では、通常、保管振替制度に預託することを承諾する条項が盛り込まれているが、それまでの承諾のない保護預り株券は顧客の承諾なしに新制度に預託できない。しかし、特例期間に限ってはこの例外が認められて

いる（附則第一条）。但し、このような処理が急増すると制度が円滑に移行されないこともある。証券会社は顧客からこのような承諾をとっておき、前もって預託を進めておく必要がある。後に述べる略式質権者による株券の預託についても同様のことが言える。

3 特別口座

（１）特別口座で権利保全される株式

振替制度実施に伴って予想されるいくつかの問題の一つは特別口座に関するものである。

保管振替制度に預託されていない株式、新制度においても預託されないまま株券を保有する株式については、株券そのものは無効となる。新制度移行のために、これらの株券を回収する必要はなく、株券は自動的に無効となる。

これらの株式については、株主名簿上の株主の名前で、信託銀行などが開設する特別口座において権利保全される。特別口座にある株式についても、議決権、配当、株主優待制度などの適用を受けることができる。しかし、特別口座にあるまま、株式を移転、譲渡することはできない。また、質権を設定することもできない。譲渡や質権設定の際は、証券会社に口座を開設し、そこから譲受人の口座に移転、質権者の質権口に移転することとなる。

（２）特別口座に関する問題

①特別口座の費用負担・特別口座開設場所

特別口座に関する問題の一つとして、特別口座を管理する費用はどこが負担するかがあげられる。これまでも、

発行会社は信託銀行などの株主名簿管理人と株主名簿の管理について契約を交わしており、この一環として、特別口座の管理費用も、発行会社が負担する⁽¹⁾と考えられる。

新制度において、証券会社に開設する口座管理費用は口座名義人である株主負担となる。従って、売却や質権設定予定のない株式に関しては、特別口座で権利保全しておくほうが株主にとっては費用がかからず、有利ということになる。これまでの預託推進状況調査から政府・地方公共団体の預託が進まないとの指摘があるが、その最大の理由は、ここにあるのではないかと考えられる⁽²⁾。

但し、株主名簿管理人と発行会社との契約に関する手数料は、これまでの保管振替制度とは異なるものとなることは予想される。新制度ではこれまで株主名簿管理人が行っていた業務の大部分が保管振替機構に移転するため、手数料体系について、発行会社から引き下げの要請が出されることは予想される。しかし、特別口座の管理手数料をそれぞれの株主から徴収することは考えられにくい。

② 端株

端株は会社法では廃止されている。しかし、平成一七年会社法の改正前までに存在していた端株は残存している。新制度において、端株は端株原簿によってのみ管理され、制度には乗らない。現在このような端株が残存している会社は、一三〇社程度あるといわれている。端株は将来的には解消することが望ましいとされている。

解消の方法には二つある。一つは買取請求による現金化である。残存する端株主数が少ない場合、会社が端株を現金で買い取ることが望ましいと考えられる。二つ目の方法は、株式分割である。例えば、〇・〇一株の端株が存在する場合、一対一〇〇の株式分割を行うと、この〇・〇一株は一株となる。整数となった株式は、特別口座において権利保全される。株式分割による端株の整理は端株主数がある程度存在する時に行われる。

③単元未満株

保管振替制度の中にある単元株式の株式分割等によって単元未満株式が発生した場合、制度の中にある通常の口座で管理することができる。

保管振替制度の外にある単元未満株式、つまり、株券を所有しており、株式分割が行われたため、単元未満株が発生したとする（登録株）。この場合、当該単元未満株式は、株券は発行されず、株数が株主名簿に記載されている。このような単元未満株式は特別口座で権利保全される。また、保管振替制度の外にあり、単元未満株券が発行されているものについても、特別口座で権利保全される。

④名義書換未了株式

他人名義にある特別口座にある株式を通常の口座に移転させる場合は、以下に限られている（社債・株式等振替法一三三条二項）。名義株主と失念株主が共同して請求する場合、判決等を添付して請求する場合、利害関係人の利益を害する恐れがない場合として主務省令で定める場合などである。具体的には、相続の場合、株券発行の定款廃止から一年以内に旧株券とその取得証明を提出した場合などである。

このように特別口座にある株式が他人名義である場合には、煩瑣な手続きを要する。またコストがかかる。

⑤その他

特別口座にある株式に関し、どのような事故や問題が生じる可能性があるであろうか。まず、特別口座にある失念株式をその失念株式の名義人が売却し、その後、第三者が善意取得する場合が考えられる。善意取得されてしまった場合、それを取り戻すことは不可能であるが、失念株式の名義人に対し、株式の売却代金を請求することは可能であろう。

また、相続で取得した株式を被相続人名義のまま放置しておき、そのまま特別口座に入ってしまった場合、相続から長期間経過している場合は、遺産分割協議書が揃わないことも考えられる。

特別口座は、そこで権利保全される株式数が多ければ、制度を圧迫するという性質のものではない。当面、売却予定のない株式を特別口座において権利保全することは費用上も有利である。但し、他人名義のまま特別口座に入る場合は問題が生じ、権利保全されない場合がある。

4 担保制度

新振替制度実施前に対処しておかねばならない事項の一つに株券担保に関するものがある。これまで、銀行などの債権者は、債務者から株券などの担保提供を求め、これを本支店で保管するなどの方法を取ってきた。株券が無効となる新制度では、株式を担保とする場合、どのように対処すればよいのであろうか。

(1) 株券担保の種類

株券を担保とする方法には、以下の三つがある。一つは、略式質である。株券を債権者に交付することによって成立する質権をいう。二つ目は登録質である。三つ目は譲渡担保である。

略式質は株券の交付で効力を生じる（一四六条二項）。株券の継続占有が質権の会社および第三者に対する対抗要件である（一四七条二項、三項）。略式質の場合、質権の設定は、名義上の株主である質権設定者が、銀行などの質権者に株券を交付することによって設定される。株券の発行会社とは無関係に設定される。通常、発行会社は、当該株券に質権が設定されているかについては知らない。従って、利益配当、株主優待などは発行会社

から質権設定者である株主に送られる。

これに対して、略式質の要件を充たした上、さらに質権設定者である株主の承諾を得て株主名簿に質権者の氏名または名称と住所および質権の目的である株式の記載をすると登録質となる（一四八条）。この場合、質権者は発行会社から直接、利益配当などを得る。略式質の場合も登録質の場合も質権者には物上代位が認められる。⁽³⁾

譲渡担保とは、法律に明文規定はないが、債務者が株券の所有権を債権担保の目的で債権者に譲り渡す方法による物的担保である。債権者が弁済を受けたときは、株券は返還され、期日に弁済されない場合は、処分され、その代金が債権の回収に充てられる。外見上は譲渡担保であるか略式質であるかは区別がつかない。

銀行担保のうち、八割以上が略式質であるとされている。一つは、担保設定者が当該株券を担保に入れていることを発行会社に知られたくないからである。これは会社が株式の持ち合いを行っている場合、持ち合い株式に担保設定している事実を発行会社に知られたくないという事情からくるものである。もう一つの理由は、銀行は配当や新株予約権に担保価値を見出していないからであるとされている。銀行では、例えば東証一部上場株式の場合、担保掛目を七〇％程度としており、本券を売却すれば債権回収できるからである。

（２）株券電子化後の担保

新たな振替制度では、口座には自己口と質権口が存在する。質権を設定すれば、質権者の質権口に記帳される。しかし、株主名簿を作成する際に保管振替機構から発行会社へ通知される総株主通知には、質権設定者である株主の氏名・住所が通知され、質権者の名前は通知されない。株主名簿は総株主通知によって作成されるため、総株主通知に記載がなければ、株主名簿上に質権者の氏名や住所は記載されない。従って、これは略式質であると

解される。

但し、質権者から申し出があれば、株主名簿に質権者の氏名・住所が登録される。この場合は登録質と解され、配当や新株予約権も質権者が取得することになる。

株券が存在する現行制度では、例えば債権者である銀行は債務者から株券の交付を受ければよいが、新制度移行後は、債権者の質権口に記載しなければならない。現在、債務者から交付を受けている株券について、銀行などの質権者単独では、これを預託することはできない。預託するためには、質権設定者の同意が必要である。先に述べたように、制度開始一ヶ月前から二週間前までの特例期間には、質権者が単独で預託できる。しかしこれはあくまでも特例である。駆け込み預託となる株式数が膨大であると、預託機関が対応できない事態に陥る虞もある。制度円滑な施行のためには、前もって質権設定者の同意を得、なるべく特例期間にずれこまないよう対応しておく必要がある。

5 所在不明株主対応

新振替制度実施に伴い、所在不明株主の株式売却を実施する発行会社が見られるようになってきた。これまであまり行われてこなかった所在不明株主の株式売却がなぜここへきて行われているかには理由がある。例えば新日本製鐵では、所在不明株主数は約二万人であるとされ、それらの株主の管理のために、年間二千万円のコストがかかるとされている。

制度移行後、このような株式は特別口座で管理されることになる。このような株式が大量に特別口座で管理されるとなると、発行会社の事務管理費用が嵩むため、発行会社ではこれを削減したいとするニーズがある。

また、株主にとつても制度移行後はこのような株主の名義を書き換えることは煩雑であるため、制度移行前に手当てしておくほうがよい。そのため、二〇〇八年は所在不明株主の株式を売却する発行会社が増加することが予想される。

(1) 実施例

二〇〇七年三月末までに、新日本製鐵、文化シヤッター、凸版印刷が所在不明株主の株式売却を実施した。新日本製鐵は、二〇〇六年八月一日、「所在不明株主の株式売却に関する異議申述の公告」を行った。新日本製鐵の所在不明株主の株式の現金化を実行した。⁽⁴⁾

文化シヤッターは、平成一七年二月一六日「所在不明株主の株式売却に関する異議申述の公告」を行った。所在不明株主は一二〇人であった。凸版印刷は所在不明株主の株式二〇万二千株を処分した。⁽⁵⁾また、野村ホールディングスは二〇〇七年一〇月二三日「所在不明株主の株式売却に関する異議申述の公告」を行った。所在不明株主数は六、〇二二人であり、異議申述期間は平成二〇年一月二三日となっている。

(2) 所在不明株主とは

では、この制度の所在不明株主とはどのような株主であろうか。①株式会社が株主に対してする通知又は催告が五年以上継続して到達しないもの（一九六条一項）、②その株式の株主が継続して五年間剰余金の配当を受領しなかったもの（一九七条二項）、また、登録株式債権者がいる場合には上記①②の両方を充たす場合、制度の対象者となる（一九七条第五項）。

(3) 所在不明株主対応とは

① 所在不明株主対応

A 株式売却制度の創設

所在不明株主の株式売却制度は、平成一四年商法改正によって導入された。改正以前から、株主名簿に記載された株主の住所または通知先に発した通知または催告が継続して五年間到達しなかった株主に対しては、発行会社からの通知を省略してよいとされてきた（旧商法二二四条の二第一項）。しかし、これらの株式の管理は引き続き行わなければならないことがなかった。そこで、平成一四年改正では、当該株主の株式を処分し、これらの株主を株主名簿から抹消できることとした。

B 処分の方法

所在不明株主の株式を競売することができる（一九七条第一項）。しかし、実際は、競売は手間隙かかるのであまり行われていない。

競売によらないで売却もできる。売却の方法は、上場会社など市場価格がある場合と中小企業など市場価格がない場合とで異なる。市場価格がある場合は、市場価格で売却できる（一九七条二項前段）。市場価格がない場合は、取締役が二人の場合は全員の同意で申し立てし、裁判所の許可を得て売却できる（一九七条二項後段）。更に、発行会社が、売却する株式の全部または一部を買い取ることもできる（一九七条第三項）。

会社が株式を買い取る場合には、取締役会決議によって、買い取る株式数、買取と引き換えに交付する金銭の総額を決議しなければならない（一九七条第三項、第四項）。

買い取られた株式は、会社による自己株式取得となる。このような自己株式の取得は株主総会決議によらない

で行える。会社は代金相当金額を分別管理する。そこに支払った売却代金は、会社が買い受けた自己株式の代金となる。そして、株主からの請求があれば、ここから支払う。

会社以外の者に売却する場合は、無効となった株券の代わりに新たな株券を再発行しなければならないが、会社が買い取る場合は、株券を発行せず、市場を通さず市場価格で移転させることが可能である。⁽⁶⁾この移転は帳簿上の処理が可能である。

② 手続

所在不明株主の株式を処分する場合には、取締役会で処分の方法を決議する。発行会社は、三ヶ月以上、所在不明株主その他の利害関係人が一定の期間内に異議を述べることができる旨等を公告し、かつ（一九八条一項、会社法施行規則第三九条）⁽⁷⁾、当該株式の株主及びその登録株式質権者には、各別にこれを催告しなければならない（一九八条第二項）。異議申述期間内に利害関係人が異議を述べなかつたときは、株券は無効となる（一九八条五項）。

（4） 売却代金

株券を処分した後は、所在不明株主はもはや株主ではなくなり、保有株式に係る代金支払請求者となる。代金支払請求権の消滅時効は一〇年（民事債権の消滅時効一〇年）⁽⁸⁾である。会社は所在不明株主に係る売却代金を法務局などの供託所に預託することができる（民法四九四条）。この場合、会社の支払義務は消滅するが、一〇年後、代金は国庫に帰属する。会社は供託所に供託する方法を取らず、信託銀行などの口座を用いて、分別管理することも可能である。会社が分別管理の処理を行えば、その時点で株式の代金を支払ったこととなり、この場合、

株主等からの請求があれば、その都度当該口座から支払う。消滅時効を超えた買い入れ代金は雑収入として会社のものとすることもでき、この方法が一般的である。これら一連の処理費用は会社の負担となる。

6 まとめ

株券電子化の実施まで残すところ一年となった。二〇〇七年度中はいわゆる「タンス株」の預託促進を積極的に行ってきた。二〇〇八年には広告などを行わない予定である。

制度実施を円滑に運ぶためには、制度の周知が不可欠である。例えば、特別口座で管理するとあたかも権利保全されなくなるかの如く説明し、口座開設を促すような行為が見られるとすれば、問題である。むしろ、売買の予定がない株主にとっては、特別口座において、権利保全されるのが得策である。

問題が生じる可能性が高いのは、名義書換失念株式を放置しておくことである。他人名義のまま特別口座で管理されると、自己名義に書き換えるためには、時間や費用を要する可能性がある。また、新振替制度開始前には、所在不明株主の株式売却制度を実施する発行会社があることも認識しておかなければならない。

さらに、株券を担保としている場合、銀行などの質権者が担保株券を預託するには、質権設定者の同意が必要である。特例期間には、質権者のみで新制度の口座に預託できるということで、これに頼る可能性があるが、これは危険である。このように考える質権者が多いと預託株券が急増し、制度実施に間に合わない虞がある。質権設定者の同意を取り、前もって制度に預託しておく必要がある。承諾のない保護預り株券も同様である。

預託には、株券の真偽の確認など必然的に人手を解する作業を伴う。従って、制度開始直前に殺到すると円滑に移行できない恐れがある。特別口座においても権利保全されること、費用負担はないことなど、誤解のないよ

うに周知する必要がある。また、新制度開始後は株券が無効となることを周知せしめ、無効となった株券に纏わる詐欺行為の被害などを防ぐことが必要である。

注

(1) 始関正光「電子広告制度・株券等不発行化制度の導入〔Ⅵ〕」商事法務一七二二号、二〇〇四年一月五日、四二二頁。
注一四。

(2) 政府・地方公共団体の所有株式総数の預託率は一・二％である。日本証券業協会証券決済制度改革推進センター「株券の保管状況に関するアンケート調査結果」二〇〇七年八月、二四頁。

(3) 会社法では、利益配当請求権にも略式質の効力が及ぶとされた。

(4) 二〇〇七年六月七日、日本経済新聞夕刊

(5) 凸版印刷、一九年三月期決算短信

(6) 始関正光「平成一四年改正商法の解説〔Ⅲ〕」商事法務、一六三九号一六頁。

(7) 会社法施行規則

第三十九条

法第百九十八条第一項に規定する法務省令で定める事項は、次に掲げるものとする。

一 法第百九十七条第二項の株式（以下この条において「競売対象株式」という。）の競売又は売却をする旨

二 競売対象株式の株主として株主名簿に記載又は記録がされた者の氏名又は名称及び住所

三 競売対象株式の数（種類株式発行会社にあつては、競売対象株式の種類及び種類ごとの数）

四 競売対象株式につき株券が発行されているときは、当該株券の番号

(8) 民法一六七条一項

参考文献

- ・坂本赫志「株券失効制度、端株等の買増制度、所在不明株主の株式売却制度」商事法務、一六四八号、二八～三七頁
- ・横山 淳「株券電子化に向けて」株主・発行会社の留意事項」DIR Market Bulletin、二〇〇六年秋季号、一〇号、七六～九九頁

*本稿作成に際し、唐津伸氏（株式会社証券保管振替機構）、越智秀希氏（株式会社証券保管振替機構）、清水聡平氏（株式会社証券保管振替機構）から貴重なご教示を賜りましたことを深謝いたします。

（ふくもと あおい・客員研究員）

証研レポート既刊目録

No.1628 (2005. 2)	執筆者	No.1637 (2006. 8)	執筆者
証券販売チャネルの今後	二上	四〇年の歴史を閉じた国債シ団引受発行	中島
ーイギリスの経験ー		証券会社決算に見る証券業務の変化	二上
人民元の切り上げをめぐる	伊豆	M S C Bとディスクロージャー制度	松尾
ドイツ取引所のロンドン証券取引所買収提案	吉川	「アメリカ証券取引委員会 (S E C) の証券市場規制」	清水
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	一般債のペーパーレス化	福本
No.1629 (2005. 4)		No.1638 (2006.10)	
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	証券販売チャネルの最近の状況	二上
地方再生における産業再生機構の役割	松尾	〈世界的不均衡〉の拡大について	伊豆
レギュレーションNMSの決着	吉川	ユーロネクストをめぐる攻防	吉川
ーS E Cによる全米市場システム改革ー		ー欧米取引所再編の行方ー	
アーベキバゴとパシフィック証券取引所の経営について	清水	E U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
No.1630 (2005. 6)		ーE U金融商品市場指令との関連性ー	
コーポレート・ガバナンスの新たな展開	二上	No.1639 (2006.12)	
ブレトンウッズ体制の「復活」?	伊豆	旧現先と新現先の基本契約書について	中島
ーアメリカの対外不均衡をめぐるー		ー現先売買から現先取引へー	
米国株式市場の再編	吉川	米国の空売り規制緩和実験	清水
ーポスト・レギュレーションNMSー		ーS E Cによる実証研究ー	
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	横山	株主の特定は必要か	福本
No.1631 (2005. 8)		大手証券会社の企業再生業務	松尾
国債決済リスクの削減と国債清算機関の創設	中島	ープリンシパル・インベストメントを中心にー	
地方再生ファンドの現状	松尾	No.1640 (2007. 2)	
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	市場金融モデルは定着するか	二上
日本における敵対的買収防衛策の導入	福本	M & A・L B O・C D S	伊豆
No.1632 (2005.10)		ー〈ファンド化〉する国際資本市場ー	
コーポレート・ガバナンス論の回顧と展望	二上	ナスダックのロンドン証券取引所買収ゲーム	吉川
N Y S E外国株市場の最近の動向について	伊豆	N A S DおよびN Y S Eによる自主規制機能の一部統合計画	横山
ロンドン証券取引所の買収問題	吉川	No.1641 (2007. 4)	
欧州における債券電子取引の動向	横山	証券取引所の「統合」と「競争」	二上
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		米国におけるM S C B	松尾
No.1633 (2005.12)		ー株価と経営パフォーマンスー	
レボは売買か貸借か	中島	アメリカの空売り規制	清水
ーレボの法律上の扱いについてー		ーアップティック・ルール撤廃へー	
D D Sと企業再生	松尾	株式所有の情報開示	福本
全米市場システム (NMS) とトレード・スルー	清水	No.1642 (2007. 6)	
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	福本	日本のレボ市場の現状と課題	中島
ー買収防衛策としての株式分割の役割と現行T O Bの問題点ー		最近のL B Oブームの特徴と背景	伊豆
No.1634 (2006. 2)		トランス・アトランティック・エクスチェンジ	吉川
証券リテラル・ビジネスの現状と課題	二上	ー取引所はグローバル化できるのかー	
最近のネット取引ブームについて	伊豆	米国国債市場「ベスト・プラクティス」の策定	横山
マカリー・グループのロンドン証券取引所買収提案	吉川	ーフェイル多発およびレボ・スウィズへの対応ー	
英国債券流通市場の透明性に関するF S Aディスカッション・ペーパー	横山	No.1643 (2007. 8)	
No.1635 (2006. 4)		なぜ新現先は形骸化しているのか	中島
長期信用銀行の消滅と金融債の発行停止	中島	エクイティ・ファイナンス手法の多様化	松尾
企業再生手法の多様化	松尾	買収ファンドの上場をめぐる	伊豆
ーD D S・メザニン・信託ー		ーブラックストーンのI P Oー	
欧米の清算・決済コストについて	清水	名義株主と真の株主	福本
大量保有報告制度の特例報告	福本	No.1644 (2007.10)	
No.1636 (2006. 6)		サブプライムローン問題と市場型金融システム	二上
米国のネット証券について	伊豆	円キャリートレードの不思議	伊豆
N Y S Eとユーロネクストの合併合意	吉川	ー株価と為替と金利の関係ー	
ー欧米証券取引所再編の思惑ー		錯綜する取引所の国際的な合併・買収・提携	吉川
アジア債券市場育成構想における市場の重層性	横山	米国F I N R Aによる債券マークアップ・ポリシーの制定と運用	横山

(金額は消費税込みです)

詳説現代日本の証券市場 2006年版

日本証券経済研究所編

A 5判 324頁 2,625円 送料 290円

図説アメリカの証券市場 2005年版

日本証券経済研究所編

A 5判 359頁 3,255円 送料 340円

図説イギリスの証券市場 2005年版

日本証券経済研究所編

A 5判 217頁 2,310円 送料 290円

イギリスの金融規制

一市場と情報の観点から一

イギリス資本市場研究会編

A 5判 273頁 2,730円 送料 290円

株式投資収益率 2006年

日本証券経済研究所編

CD-ROM(Excel版) 8,400円 送料 180円

Securities Market in Japan 2006

日本証券経済研究所編

菊判 389頁 3,465円 送料 340円

日本証券史資料戦後編(全十巻,別巻)

志村嘉一監修 日本証券経済研究所編

(全巻セット特価 105,000円)

日本証券史資料戦前編(全十巻)

小林和子監修 日本証券経済研究所編

第1巻 証券関係元老・帝国議会審議録(一)

B 5判1083頁 12,600円 送料 590円

第2巻 証券関係帝国議会審議録(二)

B 5判 717頁 10,500円 送料 450円

第3巻 株式取引所の歴史(一)

B 5判 641頁 10,500円 送料 450円

第4巻 株式取引所の歴史(二)

B 5判 1070頁 12,600円 送料 590円

第5巻 証券会社及びその団体

B 5判 1100頁 10,500円 送料 590円

証券・会社法制の潮流

証券取引法研究会編

A 5判 292頁 2,100円 送料 340円

近年の証券規制を巡る諸問題

証券取引法研究会編

A 5判 211頁 2,940円 送料 290円

市場改革の進展と証券規制の課題

証券取引法研究会編

A 5判 219頁 3,045円 送料 290円

企業行動の新展開と税制

証券税制研究会編

A5判 220頁 2,625円 送料290円

二元的所得税の論点と課題

証券税制研究会編

A 5判 259頁 2,730円 送料 290円

新外国証券関係法令集

日本証券経済研究所編

アメリカⅠ サーベンス・オクスリー法

A 5判 177頁 1,575円 送料 290円

金融商品取引法研究会研究記録

(第19号までは『証券取引法研究会研究記録』として発刊)

第16号 証券取引法改正に係る政令等について
(TOB, 大量報告関係, 内部統制報告関係)

B 5判 102頁 525円 送料 210円

第17号 間接保有証券に関するユニドロア条約
策定作業の状況

B 5判 94頁 525円 送料 210円

第18号 金融商品取引法の政令・内閣府令について

B 5判 85頁 525円 送料 210円

第19号 特定投資家・一般投資家について

B 5判 96頁 525円 送料 210円

第20号 金融商品取引所について

―自主規制業務を中心に―

B 5判 96頁 525円 送料 210円

ホームページの「出版物案内」をご覧ください。

ホームページ URL <http://www.jsri.or.jp/>

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/>

(YAHOO、Google などの検索サイトで、「証券経済研究所」、「jsri」ですぐ検索できます。)

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を紹介しています。
出版物案内	『証券レビュー』『証研レポート』『証券取引法研究会研究記録』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」「証券セミナー」の講演会録（全文）をお読みいただけます。
研究会	当研究所が主催する研究会の概要と活動状況を紹介しています。また、証券取引法研究会研究記録（全文）がご覧いただけます。
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（概要）や産業別・銘柄によるランキングを掲載しています。
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、新規受け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、著者名及びキーワード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。

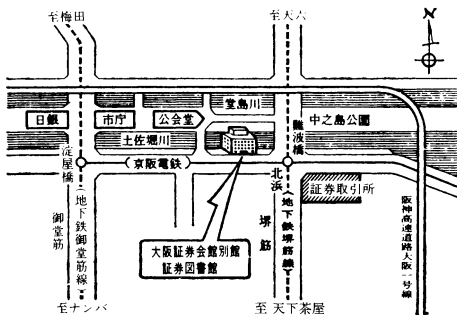
所在地 大阪市中央区北浜 2-1-5 大阪証券会館別館 5 階
TEL (06) 6201-0062

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。

日本証券経済研究所のホームページ (<http://www.jsri.or.jp>) から図書の検索ができるようになりました。ご利用ください。

証研レポート第一六四五号
二〇〇七年十二月十日発行

(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)