

証 研

レポート

No.1649

2008年8月

資金循環統計にみる国債保有構造の変化（再論）

中島 将隆（1）

整理回収機構による企業再生

松尾 順介（18）

株券電子化後の株式担保

福本 葵（38）

先物市場の分裂と取引流動性

～大証225mini導入のインパクトを測定する～ 志馬 祥紀（65）

資金循環統計にみる国債保有構造の変化（再論）

中島 将隆

1 はじめに

去る六月一六日、二〇〇八年第一四半期の資金循環統計が公表された。公表された日銀の資金循環統計をみると、国債保有構造に大きな変化が生じている。前回の証研レポートでは二〇〇七年第四四半期の資金循環統計にみる変化の特徴を検討した。だが、前回のレポートでは筆者の統計処理に誤りがあり、また、分析に不十分な点があった。⁽¹⁾そこで、再度同じ問題を取り上げ、特に前回のレポートの誤りや不十分な箇所重点をおいて、国債保有構造の特徴を再検討していきたい。

従来、日本の国債保有構造の特徴として、次の諸点が指摘されていた。まず、量的金融緩和政策以後、日銀保有国債は増加を続けている、量的金融緩和政策が解除されても日銀の国債買いオペ額は減額されず、月間一兆二〇〇〇億円、年間にして一四兆四〇〇〇億円の国債を買い続けている、従って日銀保有国債が増加するのは当然ではないか。次に、公的部門の保有比率が諸外国と比較して著しく高い、特にアメリカと比較して著しく高い、というものである。更に、家計部門と海外部門の国債保有比率は著しく低い。こうした特徴は、長らくの間、日本の国債保有構造の常識として繰り返し指摘されてきたのである。

ところが、この六月に公表された日銀の資金循環統計をみると、常識とは異なり、国債保有構造に大きな変化が生じている。

(1)

事実を確認してみよう。図表1は、日銀が資金循環統計を作成する際の分類基準に基づいて作成した四半期別（ストック）の国債保有の推移である。⁽²⁾ 図表2は、図表1の比率である。図表1、図表2から、次の諸点が明らかとなる。

まず、金融機関の保有する国債は一貫して増加基調にあるが、日本銀行の保有する国債は二〇〇五年第4四半期の九三・九兆円をピークにして、以後、保有額は減少を続け、二〇〇八年第1四半期には六三・六兆円となっている。保有比率をみると、二〇〇二年第4四半期は一五・七％に達していたが、以後、保有比率は減少を続け、二〇〇八年第1四半期には九・二％にまで減少している。この間、日銀の国債買いオペ額は二〇〇二年一〇月から月間一兆二〇〇億円となり、以後、買いオペ額に変化はない。量的緩和政策が解除されても国債買いオペは継続している。にもかかわらず、一般的な常識とは異なり、日銀保有国債は減額を続けているのである。

次に、公的部門をみると、図表1では、郵便貯金・公的金融機関・公的非金融法人企業・一般政府が公的部門である（公的部門について詳しくは、後掲図表5で再検討する）。図表1でみる公的部門が保有する国債は、二〇〇七年第4四半期を境に、大きな変化をとげている。すなわち、この時点を境にして、公的部門の保有額は激減しているのである。こうした特徴は図表2の保有比率をみると、より鮮明に理解できる。

家計部門と海外部門についてはどうか。この二つの部門については、この数年、一貫して増加を続けている。家計部門の保有は二〇〇五年第4四半期から増加を続けて二〇〇八年第1四半期には三二・六兆円となった。海外部門は二〇〇六年第4四半期には三七・二兆円になったが、二〇〇七年度には更に増加し、二〇〇八年第1四半期には五〇・二兆円と初めて五〇兆円台になった。保有比率も七・二％となり、保有額・保有比率とも過去最大となったのである。

図表 1 国債保有構造の推移

単位：億円

国債保有主体	2001/4Q	2002/4Q	2003/4Q	2004/4Q	2005/4Q	2006/4Q	2007/4Q	2008/1Q
金融機関	3,856,522	4,477,291	4,725,273	5,077,672	5,394,401	5,218,820	5,060,781	5,139,681
中央銀行	677,711	816,184	817,573	903,233	939,786	755,147	650,751	636,520
預金取扱機関	1,252,301	1,600,997	1,936,528	2,100,457	2,383,976	2,472,128	2,400,885	2,474,513
銀行等	795,802	922,601	1,053,809	1,087,065	1,140,191	1,105,149	2,400,070	2,474,161
国内銀行	465,656	576,303	593,400	630,605	631,591	597,287	450,944	452,809
中小企業金融機関等	115,327	139,615	179,280	183,614	220,277	205,577	1,705,292	1,760,115
郵便貯金	455,122	678,197	882,112	1,013,176	1,243,668	1,365,705	—	—
保険・年金基金	960,734	1,115,083	1,143,253	1,244,378	1,380,282	1,452,910	1,526,702	1,548,017
保険	764,208	917,413	967,794	1,055,036	1,155,042	1,202,299	1,257,559	1,283,585
生命保険	614,067	745,839	781,746	852,350	946,860	993,521	1,049,315	1,075,782
うち民間生命保険	242,233	267,373	275,347	334,673	373,670	396,043	—	—
その他金融仲介機関	959,685	941,603	823,462	827,125	684,763	523,937	469,523	466,819
公的金融機関	732,190	677,092	573,500	514,997	436,199	277,010	171,969	115,460
財政融資資金	726,628	660,626	553,188	499,589	431,123	270,063	165,286	108,974
政府系金融機関	5,562	16,466	20,312	15,408	5,076	6,947	6,683	6,486
非仲介型金融機関	6,091	3,424	4,457	2,479	5,594	14,698	12,920	13,812
非金融法人企業	27,617	15,355	23,111	22,642	26,794	28,319	28,833	26,943
公的非金融法人企業	3,092	3,336	4,287	4,084	6,555	8,188	11,182	11,146
一般政府	259,622	351,721	444,281	558,814	636,133	695,876	775,602	796,271
社会保障基金	257,414	348,887	440,916	554,713	628,727	669,093	765,399	784,927
家計	114,796	126,146	134,381	201,068	268,840	323,468	359,568	362,843
対家計民間非営利団体	44,856	62,385	61,686	71,778	82,038	106,715	119,632	124,947
海外	215,945	168,029	166,957	256,649	313,234	372,896	479,208	502,205
合計	4,519,358	5,200,927	5,555,689	6,188,623	6,721,440	6,746,094	6,823,624	6,952,890

図表 2 国債保有構造の推移（比率）

単位：%

国債保有主体	2001/4Q	2002/4Q	2003/4Q	2004/4Q	2005/4Q	2006/4Q	2007/4Q	2008/1Q
金融機関	85.3	86.1	85.1	82.0	80.3	77.4	74.2	73.9
中央銀行	15.0	15.7	14.7	14.6	14.0	11.2	9.5	9.2
預金取扱機関	27.7	30.8	34.9	33.9	35.5	36.6	35.2	35.6
銀行等	17.6	17.7	19.0	17.6	17.0	16.4	35.2	35.6
国内銀行	10.3	11.1	10.7	10.2	9.4	8.9	6.6	6.5
中小企業金融機関等	2.6	2.7	3.2	3.0	3.3	3.0	25.0	25.3
郵便貯金	10.1	13.0	15.9	16.4	18.5	20.2	—	—
保険・年金基金	21.3	21.4	20.6	20.1	20.5	21.5	22.4	22.3
保険	16.9	17.6	17.4	17.0	17.2	17.8	18.4	18.5
生命保険	13.6	14.3	14.1	13.8	14.1	14.7	15.4	15.5
うち民間生命保険	5.4	5.1	5.0	5.4	5.6	5.9	—	—
その他金融仲介機関	21.2	18.1	14.8	13.4	10.2	7.8	6.9	6.7
公的金融機関	16.2	13.0	10.3	8.3	6.5	4.1	2.5	1.7
財政融資資金	16.1	12.7	10.0	8.1	6.4	4.0	2.4	1.6
政府系金融機関	0.1	0.3	0.4	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
非仲介型金融機関	0.1	0.1	0.1	—	0.1	0.2	0.2	0.2
非金融法人企業	0.6	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
公的非金融法人企業	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2
一般政府	5.7	6.8	8.0	9.0	9.5	10.3	11.4	11.5
社会保障基金	5.7	6.7	7.9	9.0	9.4	9.9	11.2	11.3
家計	2.5	2.4	2.4	3.2	4.0	4.8	5.3	5.2
対家計民間非営利団体	1.0	1.2	1.1	1.2	1.2	1.6	1.8	1.8
海外	4.8	3.2	3.0	4.1	4.7	5.5	7.0	7.2
合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

日銀の資金循環統計を見る限り、今日、日本の国債保有構造は大きな変化をとげている、と言わねばならない。なぜ、こうした変化が生じたのか、特に中央銀行と公的部門に焦点を充て検討してみたい。

2 なぜ日銀保有国債は減少しているのだろうか

(1) 日銀保有国債の借換方式の変更

日銀保有国債が減少している最大の要因は、国債借換方式の変更である。日銀保有国債の借換方式は、一九九九年度までは、満期を迎えた長期国債は長期国債で借換られていた。ところが、一九九九年三月、日銀政策委員会は、「償還期限の到来する本行保有国債（政府短期証券を除く）について、借換のための引受を行う場合には、予め年度ごとに当委員会の決定を行うものとする³⁾」と定めた。この決定により、日銀保有国債の借換方式は従来の自動借換方式が変更され、毎年、日銀政策委員会で借換方式を検討することになったのである。

図表3は二〇〇〇年度以降の借換方式の推移を一覧したものである。まず、借換の対象となる国債は利付国債である。次に、借換方式は、全て、短期国債である。満期到来の利付国債は全て短期国債で借換られるのである。次に、借換方式は、全て、短期国債である。満期到来の利付国債は全て短期国債で借換られるのである。

利付国債は短期国債で借換られるが、その短期国債の扱いについては、例えば今年度の場合は次のように定められている。「償還期限到来国債のうち、平成一九度中に借換引受を行った割引短期国債については、本行資産状況に照らし支障が無いと認められる場合には、割引短期国債をもって、借換引受を行う」、つまり、満期到来の短期国債は日銀の資産状況に応じて、借換もしくは現金償還を選択する、というものである。そして、その選択は日銀総裁が決定することになっている。図表3でみるように、毎年、これとほぼ同じ方式によって借換られ

図表3 日銀保有の償還期限到来国債の借換方式

満期到来年度	利付国債(額面)	借換方式など
平成20	9兆6,223億円	<ul style="list-style-type: none"> ・割引短期国債をもって借換引受を行う ・償還期限到来国債のうち、前年度(平成19年度)中に借換引受を行った割引短期国債については、本行資産状況に照らし支障がないと認められる場合には、割引短期国債をもって、借換引受を行う ・上記の借換引受の可否については総裁が決定
19	9兆6,559億円	<ul style="list-style-type: none"> ・割引短期国債をもって借換引受を行う ・以下、同上
18	16兆5,573億円	<ul style="list-style-type: none"> ・割引短期国債をもって借換引受を行う ・以下、同上
17	15兆6,339億円	<ul style="list-style-type: none"> ・割引短期国債をもって借換引受を行う ・償還期限到来国債のうち平成16年度中に借換引受を行った割引短期国債については <ul style="list-style-type: none"> ①国債整理基金が行う買入消却に応じたことにより借換引受を行った割引短期国債については、割引短期国債をもって、その額面総額金額の借換引受を行うこと ②上記以外の割引短期国債のうち、その額面総額の2分の1については、割引短期国債をもって、借換引受を行うこと ③上記以外の割引短期国債のうち、その額面総額の2分の1については、本行資産の状況等に照らし支障がないと認められる場合には、割引短期国債をもって借換引受を行い得る ④上記の借換引受の可否については総裁が決定
16	12兆8,192億円	<ul style="list-style-type: none"> ・割引短期国債をもって借換引受を行う ・償還期限到来国債のうち、前年度(平成15年度)中に利付国債または割引短期国債の借換のために引受けた、または引受ける割引短期国債については、本行資産の状況に照らし支障がないと認められる場合には、割引短期国債をもって、借換のための引受を行う ・上記の借換引受の可否については総裁が決定
15	6兆4,418億円	<ul style="list-style-type: none"> ・割引短期国債をもって借換引受を行う ・以下、同上
14	3兆3,704億円	<ul style="list-style-type: none"> ・割引短期国債をもって借換引受を行う ・以下、同上
13	4兆189億円	<ul style="list-style-type: none"> ・割引短期国債をもって借換引受を行う ・以下、同上
12	2兆3,589億円	<ul style="list-style-type: none"> ・割引短期国債をもって借換引受を行う ・以下、同上

(出所) 日本銀行「対政府取引に関する業務」HPより作成。但し、平成13年度および12年度については、「業務概況書」より作成

ているのである。

短期国債の償還が現金か借換か、その内訳は明らかではない。しかし、「日本銀行の政策・業務とバランスシート」（日銀企画室）によると、この間の経緯を次のように紹介している。「最近の実績をみると、日本銀行がオペにより取得した長期国債の償還期限到来分については、一九九八年度までは、再度、長期国債により借り換え引き受けを行っていたが、一九九九年度以降はこれに代えて一年物TBを引き受けている。こうして引受けたTBの償還期限が到来した場合の取扱については、日本銀行の資産状況に照らして、償還の都度、現金償還を受けるか再びTBを引き受けるかを判断することとしている」として、脚注において、二〇〇二年度以降は全額現金償還を受けている、と述べている。また、短期国債買入オペで買入れたTBについては、一九九九年度の買入開始以来、現金償還を受けている、と述べている。⁽⁴⁾

こうした著述を見る限り、満期到来の短期国債はほぼ全額が現金償還されている、と推測できる。図表3の満期到来国債の合計は八〇兆四七八六億円となるから、約八〇兆円の利付国債が現金償還を受けたことになる。この部分、日銀保有の国債が減少したことになるのである。近年における日銀保有国債が減少した最大の要因は、借換方式の変更によるもの、ということができよう。

(2) 国債整理基金等が行う国債買入償却に対する日銀保有国債の売却

日銀保有国債が減額したもうひとつの要因は、国債整理基金や財政融資資金特別会計が行う国債買入消却である。この買入消却に対して日銀はこれに応じ、保有国債を借換引受を行うことなく、売却に依っている点である。

国債整理基金等が国債買入償却を行っているのは、いわゆる二〇〇八年問題に対処するためであった。二〇〇八年に一〇年利付債の大量償還を迎えるので、償還額を平準化するため買入償却を行っていたのである。日本銀行は、国債整理基金等が行う買入償却に対して、政府の要請に応じて、保有国債の売却に応じることにした。

図表4は、国債整理基金等が行う国債買入償却に対する日銀保有国債の売却額の推移である。二〇〇四年から二〇〇八年までの間、普通国債一〇兆七〇〇〇億円、財投債一〇〇〇億円、合計一〇兆八〇〇億円を上限として買入償却に応じている。買入償却に応じた額だけ、日銀保有国債は減額したことになる。

前述した満期到来の長期国債が約八〇兆円、買入償却に応じた国債が一〇・八兆円、合計すると約九〇兆円強に達する。今年度分については、年度末まで確定しないが、政策委員会の決定通り借り換えと

図表4 国債整理基金等が行う国債買入償却に対する日銀保有国債の売却

平成年度	普通国債売却上限	財投債売却上限	備 考
20年	3兆4,000億円	1,000億円	・普通国債：平成22年度以降に償還期限の来る利付国債 ・財投債：平成22年度中、平成26年度中または平成27年度中に償還期限の到来する利付国債
19年	—	—	政府からの要請無し
18年	5兆5,000億円	—	・平成19年度および平成20年度中に償還期限の到来する利付国債 ・平成17年12月20日の政策委員会決定
17年	1兆4,000億円	—	・平成18年度および平成19年度中に償還期限の到来する利付国債 ・平成17年12月20日の日銀政策委員会決定
16年	4,000億円	—	・平成20年度中に満期期限の到来する10年および20年利付国債 ・買入償却に応じた場合には、割引短期国債をもって借換のための引受を行う

(出所) 日本銀行「対政府取引に関する業務」ホームページより作成

売却が行われれば、日銀保有国債は来年度には累計で約九〇兆円減額されることになる。日銀の国債買いオペ額は減少しないにもかかわらず、保有国債の減額が続いているのは、以上に見てきたように、長期国債が短期国債で借換られ、かつ、短期国債は現金償還されていること、国債整理基金等の行う国債買入消却に対して日銀が保有国債を売却しているからであった。

(3) インプリケーション

以上に見てきた変化の意味を考えてみたい。まず、日銀保有国債の満期構成については、他国の中央銀行と比較して、年限別の偏りがあるとの指摘されている。偏りがあるとすれば、一九九八年までの国債発行と借換方式に原因があるわけで、現在は正常化の過程ということになる。次に、日銀保有国債に年限別の偏りがあっても、保有国債の減額を続けていくことは重要な課題である。仮に満期到来の長期国債を短期債で借り換え、短期国債を現金償還しなければ、日銀保有国債は拡大の一途を辿る。借換方式の変更がなければ、日銀が国債発行の受け皿になっているとの批判が高まるだろう。

重要と思われる点は、日銀保有国債の減額が続いても、国債買いオペの継続によって、国債相場を低利に誘導できることに変わりない。長期金利の指標は一〇年国債の応募者利回りであり、国債買いオペ額に変化がない限り、日銀は長期金利形成に大きな影響力を与えることができる。日銀の金融政策はインフレ対策と低金利政策の維持という困難な舵取りを要求されているが、国債の金利負担軽減という一事を取り上げても、長期金利の上昇は避けて通らねばならない。国債金利が上昇すれば国債費が急膨張し、財政危機が一挙に顕在化するからである。現局面では、国債買いオペを継続していくことが必要な課題となっていると思う。

3 激減した公的部門の国債保有と問題点

(1) 資金循環統計の公的部門

図表1から、公的部門の国債保有が激減している点が容易に推定できた。そこで、日銀の資金循環統計では公的部門をどのように分類しているか、いま一度、確認してみる。公的機関の分類基準について、日銀『資金循環統計の解説』では次のように述べられている。

「公的機関については、一般政府のほか、公的非金融法人企業、公的金融機関といった部門を設定している。公的機関であるかどうかという基準について、必ずしも確立した社会的通念があるわけではないが、わが国の場合、非常に多くの特殊法人や独立行政法人が存在することから、それぞれがどこに分類されるかについて、ある程度明確な基準が必要である。この点について、資金循環統計は、わが国の国民経済計算と整合的となるよう同一の基準を用いている。なお、機関によっては、勘定単位毎に分類する部門が異なる「勘定分離」の考え方を採用している。

「公的機関に関する分類基準」

資金循環統計と国民経済計算は、次のような同一の基準で分類しており、公的機関の対象範囲と部門は国民経済計算と一致している。

(a) 市場で取引されるような財・サービスの生産を行わない機関を、中央政府や社会保障基金に分類する。

(b) 一方、市場で取引されるような財・サービスの生産を行っているが、政府が出資ないし株式の過半数を保有し、かつ政府が法人の経営方針の決定や任命権を保有し、政府の代行業務を行う期間を公的機

関とする（それ以外は民間の機関）。

(c) さらに、公的機関のうち、総資産に占める金融資産の割合が極めて大きい機関（九〇%以上が目安）を公的機関と分類し、それ以外を公的非金融法人とする。⁽⁵⁾

こうした分類基準に基づく公的機関は、具体的には、資金循環統計では次の部門である。⁽⁶⁾

① 公的金融機関

公的金融機関・財政融資資金＋政府系金融機関（郵貯、簡保はこの分類に含まれない）

郵便貯金（預金取扱機関に分類）

簡易保険（分類なし。算出方法Ⅱ生命保険－民間生命保険）

② 公的非金融法人企業

③ 一般政府

中央政府

地方公共団体

社会保険基金

うち公的年金

以上にみた分類基準による公的部門の国債保有は如何なる推移を辿っているか、次にみていくことにする。

(2) 資金循環表にみる公的部門の激減

図表5は前述の分類基準に基づく公的部門の国債保有の推移である。公的部門の国債保有比率は、二二〇〇七年

第4四半期までは、四〇%以上の高い比率であった。ところが、二〇〇七年第4四半期には一四・一%となり、二〇〇八年第1四半期には一三%に激減している。公的部門の国債保有比率は、今日、激減しているのである。

この間の経緯をたどると、二〇〇七年第4四半期までについては公的部門の保有比率は四〇%強と非常に高い比率であったが、すでに内訳には大きな変化がみられる。すなわち、財政融資資金の保有額は激減し、激減した部分を郵便貯金・簡易保険・社会保障基金が埋め合わせているのである。この変化は、まず、財投改革によって二〇〇一年から財政投融資資金による国債引受がなくなったからである。次いで、経過措置として郵便貯金・簡易保険・社会保障基金が、従来の財政融資資金に引受分を代位しているのである。経過措置としての郵便貯金・簡易保険による国債引受は二〇〇七年までであった。

では、二〇〇七年以後、何故、公的部門の保有が激減するのだろうか。いままし、詳しく検討していく。

(3) なぜ公的部門が激減したか

財政融資資金による国債引受がなくなっても、郵便貯金・簡易保

図表5 公的部門の国債保有

単位：億円、%

	2001/4Q	2002/4Q	2003/4Q	2004/4Q	2005/4Q	2006/4Q	2007/4Q	2008/1Q
公的金融機関	1,559,146	1,833,755	1,962,011	2,045,850	2,253,057	2,240,193	171,969	115,460
公的金融機関	732,190	677,092	573,500	514,997	436,199	277,010	171,969	115,460
財政融資資金	726,628	660,626	553,188	499,589	431,123	270,063	165,286	108,974
政府系金融機関	5,562	16,466	20,312	15,408	5,076	6,947	6,683	6,486
郵便貯金	455,122	678,197	882,112	1,013,176	1,243,668	1,365,705	-	-
簡易保険	371,834	478,466	506,399	517,677	573,190	597,478	-	-
公的非金融法人企業	3,092	3,336	4,287	4,084	6,555	8,188	11,182	11,146
一般政府	259,622	351,721	444,281	558,814	636,133	695,876	775,602	796,271
社会保障基金	257,414	348,887	440,916	554,713	628,727	669,093	765,399	784,927
公的部門の国債保有合計	1,821,860	2,188,812	2,410,579	2,608,748	2,895,745	2,944,257	958,753	922,877
国債発行残高	4,519,358	5,200,927	5,555,689	6,188,623	6,721,440	6,746,094	6,823,624	6,952,890
公的部門の国債保有比率	40.3	42.1	43.4	42.2	43.1	43.6	14.1	13.3

除・社会保障基金で、この部分を補填してきた。社会保障基金の国債保有額は一貫して増加しているが、郵便貯金・簡易保険の国債保有は、二〇〇七年第4四半期からゼロとなっている。その結果、公的部門の国債保有は激減することになる。

では、なぜ、郵便貯金と簡易保険の国債保有がゼロになったのだろうか。前回レポートの繰り返しになるが、郵政民営化によって、日銀資金循環統計の分類が変更されたからである。すなわち、郵便貯金や簡易保険が公的金融機関から民間金融機関に変更されたからである。二〇〇八年三月一日、日本銀行はホームページで「ゆうちょ銀行等の資金循環統計上の取扱い（予定）について」を公表し、次のように予告した。

「二〇〇七年一〇月のゆうちょ銀行、かんぽ生命保険の業務開始に伴う資金循環統計上の分類は、以下の通りとなります（二〇〇八年三月二一日公表分から予定）。

——二〇〇七年第4四半期以降、郵便貯金（金融機関のうち預金取扱機関の内訳）部門は計数の計上を取り止め、中小企業金融機関等（金融機関のうち預金取扱機関のうち銀行等の内訳）にゆうちょ銀行の計数が加算されます。また、二〇〇七年第4四半期以降、民間生命保険会社（金融機関うち保険・年金基金うち保険うち生命保険の内訳）部門は計数の計上を取り止めます（二〇〇七年第3四半期までは、生命保険と民間生命保険会社の差額が簡易保険の計数として算出できました）。」

三月一四日に引き続き、三月二二日に改めて「ゆうちょ銀行等の資金循環統計上の取扱いおよび資金循環統計の遡及改定について」をホームページに掲載し、部門分類を図表6のように改定することになった。

郵政民営化によって郵便貯金や簡易保険の分類が変更されると、金融機関の国債保有構造は激変する。前掲図表1でみたように、二〇〇六年第4四半期の中小金融機関等の国債保有額は二〇・五兆円であったが、二〇〇七

年第4四半期に一七〇兆円に激増している。同様に、簡易保険と民間保険の区別が消滅することにより、生命保険の国債保有額も増額するのである。そして、資金循環統計上の公的部門の国債保有額は激減するのであった。

さらに、財政融資資金による国債保有も減少を続けている。二〇〇一年第4四半期には七二・六兆円に達していたが、財投改革によって財政融資資金による国債引受はなくなり、二〇〇八年第1四半期には一〇・八兆円にまで縮小する。この間、郵便貯金や簡易保険、社会保障基金によってカバーされてきたが、郵政民営化によって今や社会保障基金のみとなった。

(4) 公的部門保有の問題点

郵政民営化によって資金循環統計上の取扱が変更された。だが、郵政民営化は二〇〇七年一〇月にスタートしたものの、完全民営化は平成二九年度まで待たねばならない。従ってこの間、ゆうちょ銀行は完全な民間銀行ではない。このため、図表6の脚注では、「上記表内の法人は全て従来どおり公的部門に分類」と記されている。完全民営化は将来のことであるから、図表6

図表6 郵貯と簡保の部門分類の変更

2007年第3四半期以前	2007年第4四半期以降
金融機関／預金取扱機関／郵便貯金 日本郵政公社郵便貯金業務	金融機関／預金取扱機関／銀行等／中小企業金融機関等 株式会社ゆうちょ銀行 (独立行政法人郵便貯金・簡易生命保険管理機構・郵便貯金勘定を統合)
金融機関／保険・年金基金／保険／生命保険 日本郵政公社簡易生命保険業務	金融機関／保険・年金基金／保険／生命保険 株式会社かんぽ生命保険 (独立行政法人郵便貯金・簡易生命保険管理機構・簡易生命保険勘定を統合)
非金融法人企業／公的非金融企業 日本郵政公社郵便業務	非金融法人企業／公的非金融企業 郵便事業株式会社 郵便局株式会社
一般政府／中央政府 日本郵政株式会社	日本郵政株式会社

(注) 上記表内の法人は全て従来どおり公的部門に分類
(出所) 「ゆうちょ銀行の資金循環統計上の取扱および資金循環統計の遡及改定について」 2008年3月21日 日本銀行調査統計局

の注記は、その間、公的部門に分類するということだろうか。とはいえ、郵政民営化がスタートしたのだから、従来のように政府の要求による国債保有は考えられない。公的部門の国債保有構造に大きな変化が生じたことに間違いはない。

国債の公的保有に関する問題点は、郵政民営化の問題にとどまらない。冒頭で触れたことだが、従来、対米比較で日本の公的部門の国債保有比率が非常に高い、これが通説であった。通説の問題点は、市場性国債だけを取り上げ非市場性国債の保有構造を問題にしないことである。米国の国債発行の内訳をみると、非市場性国債の発行額は市場性国債の発行額に匹敵している。ところが、公表される保有者分類は市場性国債だけであり、非市場性国債の保有については断片的な情報しかない。断片的な情報をつなぎ合わせると、非市場性国債の大部分は公的部門の保有となっている。従って、日本だけが突出して公的部門の保有比率が高かったわけではないのである。

また、中央銀行を公的部門として扱う論者もいる。中央銀行は政府の銀行という側面をもつから、公的部門とされる。この議論の念頭には、日本銀行が戦時国債を引受けた歴史を思い浮かべているのだろうか。だが、本来、中央銀行と政府の国債保有の目的は全く異なる。中央銀行は銀行の銀行であり、金融政策の担い手である。中央銀行は公的部門でもなければ民間部門でもない、独立した部門と考えるべきであろう。

公的部門による国債保有の問題点は、日本の場合、社会保障基金（公的年金）の国債保有が激増している点にあると思う。そして、公的年金が市場性国債で運用されている点にある。諸外国における公的年金の運用をみると、圧倒的部分が金利変動リスクを避けるため非市場性国債で運用されている。こうした現状に対して、「公的年金資金は非市場性国債や物価連動国債で運用すべき」という提案がなされている。⁽⁷⁾ 傾聴すべき提案だと思う。

4 家計部門と海外部門の国債保有の増加

家計部門も海外部門も、前掲図表1でみたように、国債保有が増加している。この両部門については前回レポートに加筆修正する所は少ないが、次の点を付け加えておきたい。

家計部門については、個人向け国債が家計部門の保有増大の大きな要因であるが、昨年一〇月からスタートした国債新型窓販の増加が個人消化の拡大に寄与している点である。図表7は個人向け国債と新型窓口販売方式の国債を比較したものである。新型窓販は、機関投資家が取引する債券市場で流通する国債を、個人投資家の募集に応じて発行する制度で、三年債、五年債、一〇年債があり、毎月発行される。中途換金の場合、個人向け国債と異なり元本保証されない。その代わり、利率が高く満期まで保有すれば銀行定期預金より遥かに有利である。そのため、六月債の発行総額は前月より五三%増加している。⁽⁸⁾個人向け国債については、悪評だった中途換金調整額を本年四月一五日以降、二割に減額したのも、個人保有拡大をもたらししていると思われる。

海外部門については、この三月時点で国債保有額は五〇兆円を超え前年比で二〇%の増加となった。⁽⁹⁾前掲図表2でみたように、保有比率は二〇〇六年第4四半期が五・五%、二〇〇七年第4四半期七%、二〇〇八年第1四半期が七・二%と増加を続けている。増加の背景にはサブプライム問題による投資の質の変化によるところが大きいと考えられる。

謝辞…本稿の図表3・4の作成に際しては、日本銀行企画局の藤田研二氏からご教示を得た。記してお礼を申し上げます。

図表7 新型窓口販売方式の国債と個人向け国債の比較

		国債 JAPANESE GOVERNMENT BONDS			個人向け国債 JAPANESE GOVERNMENT BONDS	
		2年固定 ②	5年固定 ⑤	10年固定 ⑩	10年変動 変動⑩	5年固定 固定⑤
購入対象者		制限無し（法人やマンションの管理組合などでも購入できる）			個人に限定	
満期		2年	5年	10年	10年	5年
発行頻度		毎月（年12回）			年4回	
購入単位		最低5万円から5万円単位			最低1万円から1万円単位	
購入限度額		1申込みあたり1億円			上限なし	
利払い		半年毎に年2回				
金利タイプ		固定金利			変動金利*1	固定金利
販売価格		発行毎に財務省で決定			額面金額100円につき100円	
安全性		発行元が日本国政府であり、元本や利子の支払いは日本国政府が責任を持って行います。また、ペーパーレスであるため、偽造・紛失の恐れがなく、元本や利子の受け取りを忘れてしまうこともありませんので非常に安全性が高い金融商品です。				
収益性	購入後市場の金利が上昇していくと…	元本	時価が目減りするので、償還期限前に売却する場合には、売却損が出ることもあります。		変わりません*2	
	購入後市場の金利が下降していくと…	元本	時価が増えるので、償還期限前に売却する場合には、売却益が出ることもあります。		増額します	変わりません
流動性 (中途換金)		元本	時価が増えるので、償還期限前に売却する場合には、売却益が出ることもあります。		変わりません*2	
		元本	時価が増えるので、償還期限前に売却する場合には、売却益が出ることもあります。		減りませんが0.05%は保証	変わりません
流動性 (中途換金)		市場でいつでも売却が可能 (売却益/損が発生) 国の買い取りによる中途換金制度はありません			発行後1年経過すれば、いつでも中途換金可能 直前2回分の各利子 (税引前)相当額×0.8が差し引かれます	発行後2年経過すれば、いつでも中途換金可能 4回分の各利子 (税引前)相当額×0.8が差し引かれます

(出所) 財務省ホームページ

注

- (1) 前号一六四七号の証研レポート掲載の図表1は、二〇〇七年第4四半期の公的部門の数字と扱いに誤りがある。誤りを指摘していただいた熱心な読者に厚くお礼を申し上げます。
- (2) 図表1の国債保有主体は、日銀『資金循環統計の解説』（二〇〇五年二月）二九頁掲載の「表1部門の一覧」に基づく。
- (3) 「対政府取引に関する基本要領」一九九九年三月二十六日決定
- (4) 日本銀行企画室「日本銀行の政策・業務とバランスシート」二〇〇四年六月二十八日 一一頁
- (5) 日本銀行調査統計局『資金循環統計の解説』二〇〇五年 一六頁
- (6) 同右、三七頁、四七頁、五二頁参照
- (7) 須藤時仁『国債管理政策の新展開』第六章、第七章参考 日本経済評論社 二〇〇七年
- (8) 日本経済新聞 二〇〇八年七月七日
- (9) 日本経済新聞 二〇〇八年七月一八日

(なかじま まさたか・特別嘱託研究員)

整理回収機構による企業再生

松尾 順介

はじめに

株式会社整理回収機構（以下、RCC）は、その前身である株式会社住宅金融債権管理機構として一九九六（平成八）年に発足して以来、不良債権の買い取りを行うとともに、その回収に尽力してきた。その際、民間では対応困難な、反社会的勢力などの悪質債務者に対しては断固とした態度を徹底するとともに、誠実に返済しようとする債務者には、合理的かつ良識的な整理・回収を行い、整理回収の手法確立に努めてきた。このことは、広く世間に周知されている。しかし、その一方で、RCCが再生型回収の取り組みを重ね、企業再生に積極的に取り組んできたことはあまり知られていないのではないだろうか。同じく公的機関として設立された産業再生機構が、大型案件の再生を手掛け、マスコミなどを通じて、その活動が報道されたのと対照的であるといえる。この相違は、RCCの再生対象企業がもっぱら中堅・中小企業であったため、全国的なメディアに載りにくかったこと、風評被害を回避しつつ、私的整理を円滑に行うため、守秘性を重んじたこと、さらには回収機関としてのイメージが先立ち、再生面が見落とされがちだったことなどに起因するものと思われる。しかし、RCCは、その調整機能を利用して、平成一四年度から一九年度の累計で、一二三社の企業再生を手掛け、二万八六七三名の雇用を確保している。

そこで本稿では、RCCが企業再生業務に取り組むに至った経緯を概観した上で、その基本的な考え方や手法

を紹介し、その企業再生業務の特徴を整理・検討する。⁽¹⁾ その際、同社の企業再生業務の特徴として、①独自のRCC企業再生スキーム、②信託機能、③税制面の活用を指摘する。

1 企業再生業務の経緯

RCCは、住宅金融専門会社（住専）の不良債権を処理するため設立（平成八年六月）された住宅金融債権管理機構（住管機構）および破綻した東京の二信組（東京協和、安全）の受け皿として設立（平成八年九月）された整理回収銀行を引き継ぎ、平成一一年四月に設立された（預金保険機構が一〇〇%出資）。その主たる業務は、旧住専七社から買い取った貸付債権等の管理・回収、預金保険機構からの委託等による破綻金融機関等からの貸付債権等の買取とその管理・回収、預金保険機構からの委託により健全金融機関等から買い取った貸付債権等の管理・回収、などである。特に、旧住専および破綻金融機関処理には公的資金が投入されているため、同社はこれら金融機関の経営責任を厳しく追及するとともに、その回収を最大化することに注力してきた。その際、悪質な資産隠匿や反社会的勢力による回収妨害にも臆することなく業務を遂行してきている。

したがって、同社の再生業務は、これらの債権回収を最大化するためのひとつの手法として位置付けられている。つまり、債務者企業を清算処理した場合の回収見込額と再生した場合の回収見込額を比較秤量し、後者が前者を上回ると判断された場合のみ、債務者企業を再生することで、回収を図ることになる。逆にいえば、再生支援する場合、債務者の清算価値は必ず確保し、これを債権者に保障することを原則としている（清算価値維持原則）。なお、この原則を徹底するためには、債務者企業の延命や問題先送りを排除することが重要な要件であるだけでなく、合理的かつ実現可能な企業再生計画の策定やそれに基づく回収見込額の算出が要件となる。

同社は、設立当初から再生型回収も視野に入れて取り組んでおり、住専関連の債権やバルクで持ち込まれる債権の中にも再生可能な案件も含まれていた。これらの債権買取を進めつつ、同社は企業再生スキームを整備していった。さらに、健全金融機関からの買取が増えるにつれ、その中にも再生可能な案件が含まれるようになっていった。また、案件によっては、再生を視野に入れて、同社に対応を委ねる案件もあった。

同社の業務として、明示的に再生業務が付け加わったのは、平成一三年六月に政府が閣議決定した「今後の経済財政運営及び経済社会の構造改革に関する基本方針」（いわゆる「骨太の方針」）の中で、「RCCは、受け入れた債権について、債務者企業の再建可能性に応じ、厳正な回収に努める一方、再建すべき企業と認められる企業については、法的・私的再建手続等を活用し、その再生を図る。このため、例えば、企業再構築を図る組織の新設等、RCCの機能・組織の拡充を図る」と明記されたことによるものである。

この方針を受けて、同社は弁護士、会計士、再生アドバイザーなどの実務家および社内役員等からなる「企業再生研究会」を設置し、企業再生に関連する法務、会計、財務、税務など、企業再生の実務を研究・検討するとともに、「企業再生本部」を設置し、再生業務に取り組む組織体制を整備した。

さらに、平成一三年秋の臨時国会において金融再生法が改正（二月七日成立、平成一四年一月一日施行）され、「特定協定銀行は、健全金融機関等から買い取った資産についてはその処分方法の多様化に努め、当該資産の性質に応じ、経済情勢、債務者の状況等を考慮し、当該資産の買取りから可能な限り三年を目途として回収又は譲渡その他の処分を行うよう努めること。その際、特定協定銀行は、当該資産に係る債務者の再生の可能性を早期に見極め、その可能性のある債務者については速やかな再生に努めること」とされた。

これを受けて、同社は企業再生本部内に「企業再生検討委員会」を設置し、個々の案件の再生の可能性を専門

的かつ客観的に判断する体制を整え、企業再生に取り組んでいる。同委員会の定数は一五名であり、委員は外部の弁護士、公認会計士、税理士、不動産鑑定士、企業再生コンサルタント等から構成され、任期一年（再任可）となっている。また、委員の職務は、債務者の事業の再生可能性を判定し、答申するとともに、再生可能と判定された案件については、担当部署を通じて必要な支援を行うものとされている。その際、厳格な守秘義務が課されている（図表1参照）。

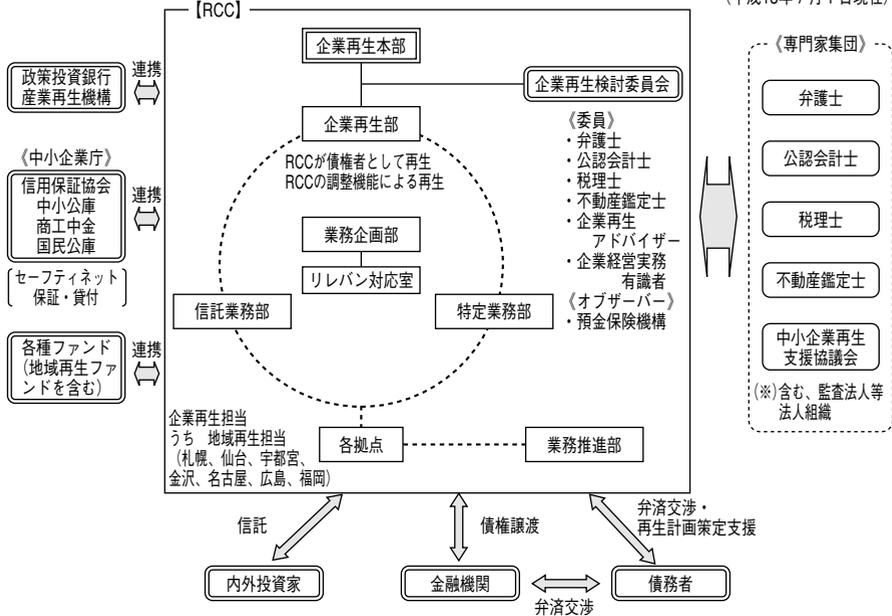
なお、現在、企業再生本部は、企業再生検討委員会、企画調整部、企業再生部、信託業務部などに分かれており、同社役員八二〇名（平成二〇年三月末）のうち、約二割は企業再生に取り組んでいる。

2 基本的な考え方と手法

同社の企業再生に関する考え方は、前述の

図表1 企業再生案件処理関連図

（平成18年7月1日現在）



（出所）整理回収機構10年史発刊委員会編『整理回収機構10年のあゆみ』、整理回収機構、平成18年10月、186ページ。

「清算価値保証原則」に基づくものである。つまり、同社が保有する債権の対象企業の再生を行うのは、「債権者としての経済的合理性に合致すると認められる場合、すなわち、当該事業を清算処分して回収を行う場合よりも当該事業を継続させて、当該事業の譲渡収入または事業収益から弁済を受ける方が回収の極大化になると判断される場合」に限定されている。

ただし、現在は、同社自身が保有する債権だけでなく、金融機関から債権者間調整を委託された再生案件にも取り組むとともに、地域の中小金融機関に対する企業再生支援業務にも取り組んでいる。特に、同社は信託機能を有していることから、同社に債権そのものを信託する手法、あるいは同社のファン드가債権を購入し、同社が債権者間調整を行う手法も見られるようになってきている（これらの手法については次節参照）。

したがって、同社の企業再生に対する関わりは、同社が債権者となっている場合と金融機関からの委託による場合とに大別される。それぞれの場合の再生手法は以下である。

まず、債権者としての立場の企業再生は、前述のように回収極大化を図るためであり、具体的な手法として、①中小企業者に対する条件変更等による対応（リスケジュールや利下げなど）、②政府系金融機関との連携によるセーフティネット貸付^③および保証制度の活用、③RCC主導による抜本的再生計画策定による私的再生、④債権者申立てによる法的手続を活用した事業再生、⑤RCC申立てによる法的手続を活用した事業再生、である。

また、金融機関からの委託による企業再生業務は、RCCの調整機能を利用するものであり、中立・公正な立場での再生計画の検証、債権者間の利害調整、再生計画への合意形成などを行っている。その際、次の手法が採用されている。①メイン行が債務者の同意を得てRCCに案件を持ち込む、②持込金融機関における対象債務者区分は「要管理先」以下である。③私的整理による自力更生を図る場合、公表により、再生に支障を生じるおそ

れがある場合は、個社名の公表は行わない。④RCCが関与することにより再生計画の公平性・妥当性が確保されるため債務者および債権者の税務上の対応が容易になる。⑤企業再生計画上の金融機関がRCC企業再編ファンドに保有債権を売却した上で、新たに当該債務者の弁済のために、リファイナンスを行うことよって当該債務者企業との継続取引が可能となる。

3 同社の企業再生の特徴

RCCの企業再生業務の特徴として、①「RCC企業再生スキーム」、②信託機能の活用、③税制上の措置の三点を挙げることができる。

①独自の「RCC企業再生スキーム」

まず、RCCの企業再生業務の特徴として、独自の私的整理スキームを有し、その実施に際しては、同社の調整機能が活用されていることが挙げられる。このスキームは、私的整理において、RCCが債権者として取り組むべき企業再生の手続きや依拠すべき準則を明示したものであり、これによって手続きの公正性、客観性、透明性および衡平性を確保するとともに、債務者と債権者が共有した情報について、相互に厳格な守秘義務を負うことになる。また、このスキームは、RCCが債権者として取り組む場合だけでなく、金融機関からの委託によって調整業務に取り組む場合にも適用される。

まず、このスキームでの私的再生は、次の場合に限定される。①RCCが債権者として取り組む場合、当該事業の清算した場合の回収額よりも当該事業を再生継続させた場合の回収額が債権者にとって上回ると見込まれる

場合にのみ実施される。②RCCが調整業務に取り組み場合、メイン行からRCCに持ち込まれた案件であることが前提となる。その上で、金融債権者間の合意の下で、事業の再生を進め、事業収益から最大限の回収を図る。

次に、スキーム対象企業とされるためには、①過剰債務を主因として事業継続が困難な状況に陥っており、自力による再生が困難であると認められること、②再生の対象となる事業自体に市場での存続価値があること、③債権者、経営者が弁済に誠実であり、財産の状況を誠実に開示していること、④債権者の事業再生を行うことが、債権者にとって経済合理性があること、という条件を満たすことが必要である

(図表2参照)。

図表2 再生適格要件チェックリスト

大項目	小項目
1. 債務者の誠意、意欲	・債務者は、弁済に関し誠意ある姿勢にあるか。
	・債務者が関連会社をも含め自らの資産・負債について誠実に開示しているか。
	・債務者が再生に対し意欲を持っているか。従業員の協力を得られるか。
2. 経済的合理性	・企業再生が債権者にとっても経済合理性が期待出来るか。
	・再生による回収見込額と清算配当額等との比較。 (原則…より回収額の多い方式を選択する) 回収の確実性(確率軸と時間軸で検証)を総合的に判断して評価する。
3. 再建の可能性	・事業価値(市場競争力)を有するか。 技術力、営業力、商品力、商圏、商権、人的資源、業界動向等の総合評価。
	・重要な事業部門で営業利益を計上するなど、債権者の支援により再建の可能性があるか。 着眼項目：法定償却相当額控除後の 営業利益>0(全体又はコア事業で) 借入金額高/EBITDA等
	・必要に応じ、リストラの余地があるか。
	・スポンサー出現の可能性があるか。
4. 主要債権者意向等	・再生型処理に対し大口債権者の同調が見込まれるか。
5. その他債権者の動向	・大口債権者と同調する動きがあるか。
6. 経営責任	・必要に応じ、経営者の交替や私財提供等の経営責任を明確化できるか。
7. 株主責任	・必要に応じ、増減資を実施するなど、既存株主等の株主責任を明確化できるか。
8. 関係会社の透明性	・関係会社を含むグループ全体の財務情報が十分に把握できているか。
9. RCCの社会的使命との適合性	・当該企業が反社会性を有することはないか。
10. 地域経済への影響	・当該地域経済への大きな影響があるか。

(出所) RCC企業再生部「RCCの企業再生について」(内部資料)、平成20年6月10日、15ページ

第三に、私的整理の開始から再生計画の実行に至る手続きは以下の通りである。①RCCと委託者である金融機関との間で、守秘義務契約を締結した上で、債権者に関する情報の提供を受け、再生可能性等について協議を行う。②監査法人等の専門家によって財務・資産デューデリジェンスを実施する。③財務・事業デューデリジェンスをもとに案件検討協議を行うと同時に、再生の見込まれる先に対しては「再生計画の策定」を行う。④RCC内部で再生計画の妥当性を協議し、再生可能性の見極めを行った後、企業再生検討委員会に計画着手附議を行う。⑤再生計画原案提示・一時停止について合意するため、第一回債権者会議を開催する（一時停止に関しては、与信残高の維持、債権者間の地位の維持、追加担保の不提供などを合意する）。⑥その後、数回の債権者説明会を開催し、債権者説得を行い、最終再生計画案策定後、計画合意に至る。なお、計画案の要点は次の通りである。経営困難に陥った要因、事業再構築計画の具体的内容、将来見通し（一〇年間程度）、財務状況の見通し（二〇年間程度）、資本再構築計画、資金繰り見通し、債務弁済計画（最長一五年）、経営者責任の在り方、債務超過解消期間（原則三年）、資産評価税制適用の場合、債務免除を含む財務状況の将来見通しは、公正な資産評定による価額を基礎とした実態貸借対照表に基づくものであること、経常利益黒字化（原則三年）、株主責任の明確化（支配株主の支配権の消滅、増減資の実施）、原則として経営者の退任（留任の場合、私財提供など）、債権者間の権利調整（債権者間の平等を原則とする）。⑦再生計画案を再生検討委員会へ付議し、所要の修正を施す。⑧第二回債権者集会に再生計画案を提出し、審議する。⑨再生計画が成立すれば、主要債権者によるモニタリングを実施する。⑩再生計画の実行過程で履行が困難となった場合、関係者の協議により再生計画の見直し、あるいは法的手続きへの移行を検討する。なお、公表に関しては、計画成立後、公表により支障がないと判断される場合に限って公表する。また、計画成立後、債権売却希望者には、債権売却の機会を提供する。その際、後述の

RCC金外信託が入札により買い取りを行うか、あるいはRCCがサービサー機能を使って買い取りを行う。

なお、このスキームでは、メインバンクが要管理先債権以下の債権を債務者の同意を得てRCCに持ち込み、抜本的な再建計画を遂行することで、当該債務者の債務者区分の上方遷移を図り、金融機関からの融資を継続することが企図されており、このスキームを遂行する際、要所要所でRCCの調整機能が重要な役割を果たしている。

② RCC信託とファンド

第二の特徴として、信託機能⁽⁴⁾を有し、これを活用していることが挙げられる。その際、同社の信託は、証券化型信託と再生型信託とに大別でき、さらにそれぞれにいくつかのタイプに分類される(図表3参照)。

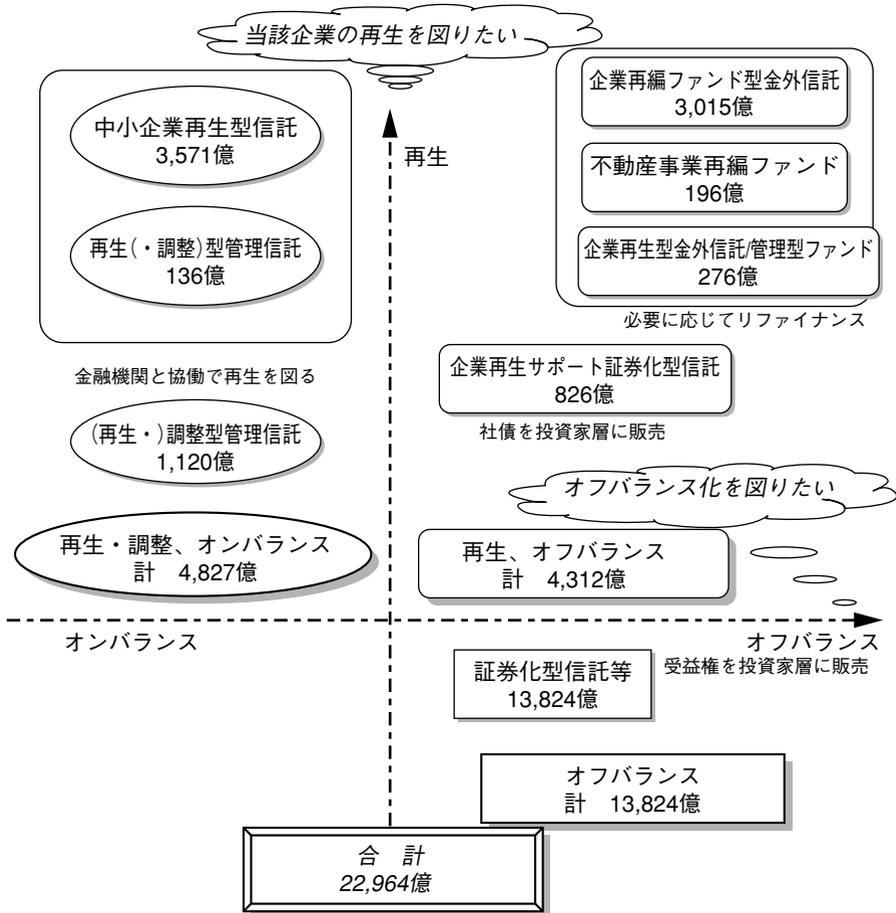
証券化型信託⁽⁵⁾は、不良債権の処理を目的とするものであり、平成一三年一月「RCCトラストワン」がその第一号である。これら証券化型信託は、金融機関・ノンバンク等が保有する不良債権の処理とRCC自体が保有する債権の流動化のために、SPCを通じて信託受託し、優先劣後に分け、優先部分を幅広く投資家に販売し、劣後部分はRCCが保有・回収を図るものである。RCCトラストシリーズは、その後も約半年ごとに改良を重ね、平成一八年二月には「トラストセブン」の販売を行っている。なお、その間、債権元本一兆一五〇六億円超の不良債権を受託し、九九二億円の証券を発行し、延べ九〇社以上の投資家が購入した。

また、上記スキーム以外にも、オフバランス化型金外信託といわれるスキームもあり、これは金融機関の保有する不良債権を、RCCが投資家から受託した金外信託で買取り、買取残高が積みあがった段階で、外部格付けを取得し、証券化するタイプである。これは、平成一六年九月に第一号の証券化を実施している。

図表3 RCCの信託機能を活用したスキーム

【RCC信託機器活用スキーム】

- ・RCCの信託機能を活用したスキームについては、金融機関のニーズに応じてオーダーメイドしているが、概ね以下の種類に分けられる。
- ・平成14年1月に初受託して以降20年3月末日までに、債権元本累計で2兆2,964億円を受託、利用金融機関数では延べ327社となった。



(注) 各金額は、信託受託した債権元本累計額
平成20年3月末日

(出所) 整理回収機構HP、[http://www.kaisyukikou.co.jp/intro/shintaku_kinou.pdf#search='RCC 企業再生サポート証券化型信託'](http://www.kaisyukikou.co.jp/intro/shintaku_kinou.pdf#search='RCC%20企業再生サポート証券化型信託')、を参照。

さらに、企業再生サポート証券化型信託といわれるタイプもあり、これは地域金融機関の保有する債権を、RCCが投資銀行から受託した金外信託で買取るタイプである。これも、金融機関の不良債権のオフバランス化を図るものであるが、債権回収に際しては、債務者企業の再生計画を支援し、債務者企業の再生を図ることで配当の極大化を目指すものである。

他方、再生型信託と呼ばれる取り組みも進められた。その第一号となったのは日本新都市開発の案件である。同社は旧日本興業銀行がメインとなつて、二十数行が合計約二六〇〇億円を融資していたが、バブル崩壊後経営不振に陥り、再建策を模索していた。しかし、交渉は難航し、平成一四年三月、RCCが再生型信託として信託受託することになった。具体的には、興銀以外の金融機関の貸出債権をRCCが受託し、RCCと興銀とが共同で日本新都市開発を経営管理する。ここでは、同社の優良資産と不良資産との切り分けが行われ、優良資産はM&Aなどの手法によって再生され、不良資産は処分・回収される（ただし、信託した金融機関は信託受益権を有するためオンバランスとなる）。RCCに債権を集中することで、抵当権解除などの調整や事務手続きが容易になるとともに、資産処分などの判断も迅速化し、回収効率が向上することが企図され、その試みは成功したといえる。

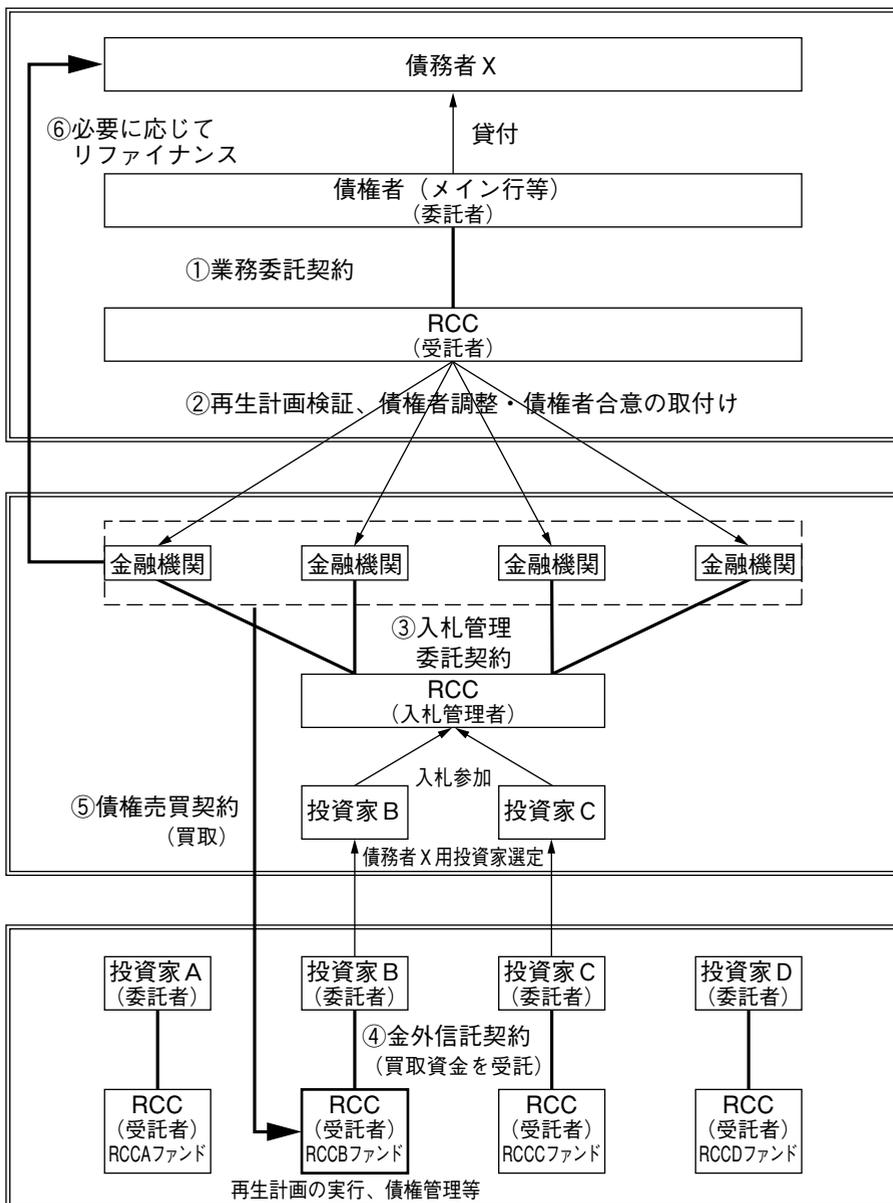
また、この時期の中小企業の中には、金融機関の自己査定上、破綻懸念先に分類されているものの営業キャッシュフローが確保されているものも多く、そのままでは信用低下から倒産を余儀なくされる危険性があった。したがって、金融機関がその債権を売却処分することなく、RCCに信託し、当該企業の再生を進めることが求められた。そこで、RCCはスキームや事務的な取り扱いルールを確定した上で、金融機関から中小企業向け貸出債権を受託することとした。その際、当該企業の再生計画を策定し、業況の進捗管理を行い、原則三年以内に再

生を模索することとされた。これによって、平成一五年三月末で、一七五件、債権元本三五〇〇億円の債権が信託され、その後約二年で再生が完了した。

さらに、企業再編ファンド型金外信託の取り組みも進められ、これが同社の基本スキームとなっている（ここで、再編と銘打っているのは、再生のために不振子会社の売却や事業譲渡などM&A的手法が使われるためである）。ただし、ここでのファンドは、通常の投資ファンドとは異なり、金銭以外の金銭の信託（いわゆる金外信）を利用するものである。つまり、投資家が信託委託者となってRCC信託に金銭を拠出し、RCCはその資金で債権を購入するとともに、当該信託財産の管理・運用を請け負い、利益を配当するというものである。この仕組みは、平成一三年秋から実施され、その後改良が施され、現在では基本スキームが定着している（図表4参照）。

このスキームでは、おおむね以下の手順で手続きが進められていく。①メインバンクからRCCが債務者企業の再生に関する業務委託を受け、業務委託契約および秘密保持契約を取り交わす。その際、債務者企業の同意が必要となる。②RCCは公正・中立な立場で債務者企業の再生計画を検証するとともに、債権者間調整を進め、債権者の合意を取り付ける。③合意形成後、RCCは各金融機関と入札管理委託契約を結ぶとともに、当該案件に適当と考えられる複数の投資家を選定し、入札に関する情報を開示する。④各投資家は当該債権の購入について入札し、落札した投資家はRCCと金外信託によるRCCファンドを設立する（RCCは買取資金を受託する）。⑤落札した投資家は当該債権の購入に関し、金融機関と債券売買契約を取り結ぶ。⑥RCCは合意された再建計画に従い、債権放棄などを実行するとともに、債権放棄後も当該金融機関との取引継続を希望する金融機関は、当該企業に対し、必要に応じてリファイナンスを行う。⑦RCCは信託財産となっている債権の管理・回収を行う。

図表4 RCC企業再編ファンド型金外信託のスキーム



(出所) 整理回収機構HP、http://www.kaisyukikou.co.jp/announce/announce_128_1_1.html

ただし、取引金融機関が少数であるような案件の場合、入札は行わず、RCCサービサー部門が各金融機関から相対取引で債権を購入することもあるが、このスキームの要点は、再生計画の遂行を前提として、入札を行うことで、当該債権の価格発見機能を高め、適切な価格での売買を促すことが可能となる点である。つまり、これによって債権の時価が形成される。逆にいえば、再建計画もない状況下で、相対交渉で売買すれば、買いたたかれる可能性が高いため、それを避けることを企図したスキームであるといえる。

このようなスキームを利用する背景には、以下のような金融機関のニーズがある。

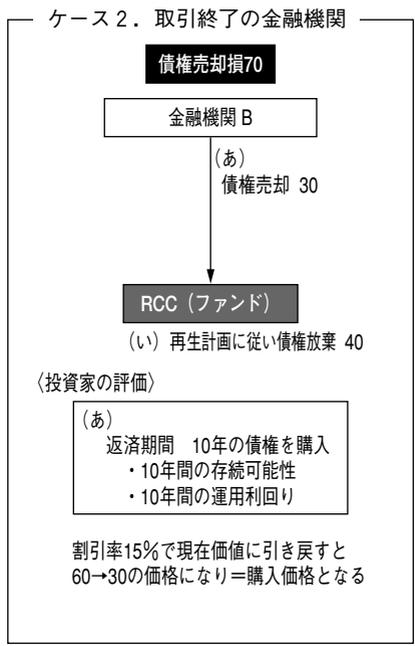
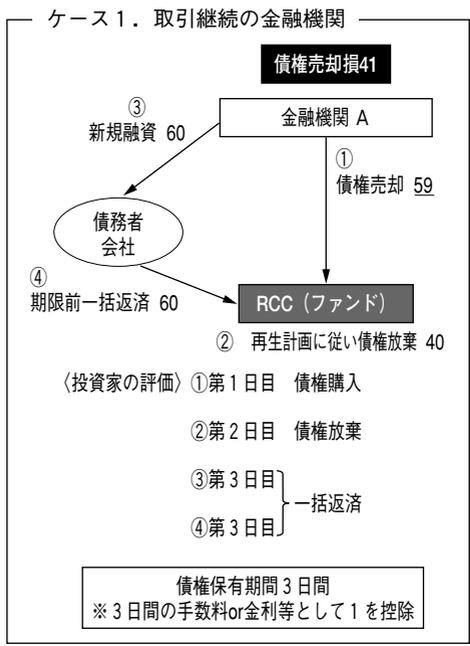
①債権放棄後の残債額が少ない場合、金融機関の中には、融資関係の解消を希望する金融機関があり、これらの金融機関は再生計画に同意書を提出する前に債権を売却しようとする。つまり、再生計画に同意するためには、取締役会稟議など行内の煩瑣な手続きを経る必要がある場合や信金・信組には、内規等で債権放棄そのものが認められない場合もあるので、再生計画を前提に早期売却を選択することになる。また、RCCにとっても、債権がRCC信託に集中している方が手続きを進めやすいという利点もある。このケースを具体的な数値例で説明すると、以下の通りである（図表5ケース2参照）。金融機関の債権元本一〇〇、合意された再生計画上の債務免除四〇、残債六〇の返済を一〇年均等とする。まず金融機関はRCCファンドに対し三〇で債権を売却し、債権売却損七〇を計上し、当該債務者企業との融資関係は解消される。次に、RCCファンドは再生計画に従って、四〇を債権放棄する。ここで、RCCファンドの投資家は、期間一〇年で返済予定額六〇の債権を三〇で購入したことになる。これは、DCFで考えると、割引率一五%で現在価値に割り戻したことになる。つまり、ここで投資家の入札によって、当該債権の現在価値が決定されることになる。

②金融機関の中には、融資関係の継続を希望しつつも、ひとたび債権放棄すると内規等によって取引関係が継

続不能になる場合がある。その際、当該金融機関は、債権放棄ではなく、債権売却を選択することになり、このスキームを利用するニーズが生じる。具体的な数値例で説明すると、以下の通りである（図表5ケース1参照）。①と同様に、金融機関の債権元本一〇〇、合意された再生計画上の債務免除四〇、残債六〇の返済を一〇年均等とする。まず金融機関はRCCファンドに対し、五九で債権を売却する。次に、RCCファンドは再生計画に従って四〇の債権放棄を行う。第三に、金融機関は債権者企業に六〇の新規融資（リファイナンス）を行う。第四に、債務者企業はこの六〇をもってRCCファンドに対し、期限前一括返済を行う。

図表5 ファンドへの売却価格例

或る金融機関の債権元本	100
再生計画で合意した返済計画	債務免除 40 残債60の返済 10年均等分割弁済



(出所) 整理回収機構企業再生部「企業再生ハンドブック」(平成20年1月15日)、127ページ。

ここで、RCC信託を通じて債権を購入した投資家は、第一日目に五九で債権を購入し、第二日目に額面一〇〇の債権のうち四〇を債権放棄し、第三日目に六〇の弁済を受けることになる。つまり、三日間の金利なし手数料として一を得ることになる。他方、金融機関も六〇の新規融資を継続することができる。RCCでは、このような流れを「ワンタッチスルー」と呼んでおり、ここでは投資家の入札によって、リファイナンスのための手数料が決定されることになる。

③ 評価損益税制上、一行だけが債権放棄する場合、RCCファンドスキームが債権放棄を行った上で、リファイナンスを行う必要がある。また、全金融機関が債権放棄しても、RCCが債権を保有していなければ、そのままでは評価損益を活用できない。したがって、通常、上記リファイナンス方式を利用して、メインバンクの債権をRCCファンドで債権放棄することになる。

③ 税制上の措置

第三の特徴は、税制上のメリットが与えられることである。これらのメリットは、債務者側のメリットと債権者側のそれとに大別できる。

まず、債務者側については、債権者が債権放棄すると、債務者企業には債務免除益が計上されるが、税務上の欠損金があれば、それと相殺することによって法人税を免除される。ここでの欠損金には、青色欠損金と特例欠損金があり、前者は七年間繰り越しできるのに対し、後者は七年を超えてしまったために通常は利用できないが、法人税法第五十九条により復活利用が可能である。平成一六年三月二四日国税庁事前照会に対する文書回答では、「RCC企業再生スキーム」に基づき策定された再生計画により債務者が債務免除を受けた場合には、法人税法

基本通達二二―三一―(三)にいう「整理開始の命令に準じる事実」があつたものとして、原則として、特例繰越欠損金の損金算入を認める法人税法第五九条の適用があるものとみなして差し支えないとされた。

また、平成一七年度税制改正で、一定の要件を満たす私的整理において債務免除が行われた際、評価損の損金算入および期限切れ欠損金の優先利用を認める税制措置が新たに講じられた。これにより、債務免除益と評価損や期限切れ欠損金との相殺が可能となったことで、資産を売却しなくても評価損で益金を相殺でき、事業再生の迅速化が図られた。なお、ここでいう一定の要件とは、以下である。(a)一般公表の債務処理準則に従った計画が策定されていること、(b)当該準則中に、公正価格による資産査定基準が定められていること、(c)当該評定の基準に基づいて貸借対照表が作成され、当該計画における損益見込み等に基づいて債務免除額が決定されていること、(d)上記(a)～(c)について、専門的な知識経験を有する第三者機関や債権放棄をする協定銀行(RCC)の確認を得ていること、(e)二以上の金融機関による債権放棄が行われていること(ただし、政府系・RCCの場合は単独でも可)、また、RCCの場合は、信託の受託者として保有する債権について債権放棄する場合でも可)。なお、この税制改正に関してRCCは国税庁照会を行い、基本的にRCC企業再生スキームを利用した場合、上記税制が適用されることを確認している。

次に、債権者側については、債権放棄した金額が損金として扱えるかどうかが問題となるが、上記文書回答では、「RCC企業再生スキーム」に基づき策定された再生計画により金融機関等が債権放棄を行った場合は、原則として、法人税法基本通達九一四―二にいう「合理的な再建計画」に基づくものとして、損金に算入できると解して差し支えないとされた。

このようにRCC企業再生スキームにおいて、資産評価税制を適用することができるようになったが、そのた

めにはRCCが債権者として、債務免除に関する手続きを行う必要が生じた。したがって、金融機関はいったんRCCに債権を売却し、RCCが債権放棄を行った後に、残債権相当額を債務者企業にリファイナンスするようになった。ここにも金融機関が前述の企業再編ファンド型金外信託スキームを利用する背景がある。

まとめ

本稿では、RCCが企業再生業務に取り組みに至った経緯を概観した上で、その基本的な考え方や手法を紹介し、その企業再生業務の特徴として、①独自のRCC企業再生スキーム、②信託機能、③税制面の活用を指摘した。ただ、このほかにもソフトな側面ではあるが、同社には、複雑な案件が多く持ち込まれ、それらを手掛けてきたことも指摘できるだろう。これは、同社がすぐれた調整機能を有していたことの証左である。しかし、同社案件は、守秘義務上の制約や風評被害を回避する観点から、水面下で手続きが進められることが多いため、一般に知られることは少なく、ここでも具体的に取り上げることができなかった。また、債権放棄を行うに当たっては、経営責任や株主責任の明確化を重視しているが、その反面経営者や株主の生活も尊重し、「身ぐるみをはく」ような形での責任追及や私財提供を強要しないことも注目される点だろう。企業再生において、経営責任や株主責任が重要であることは言うまでもないが、地縁・血縁が尊重される、地方の中堅・中小企業の場合、責任追及のあり方にはデリケートな要素が多々含まれている。したがって、守秘義務や個人情報保護のため開示されていないが、同社の主導した再生計画には、このようなデリケートな面に対する配慮が随所に盛り込まれていることも見逃せない特徴だと思われる。

- (1) 本稿における事実関係や基本スキームの記述は、整理回収機構一〇年史発刊委員会編『整理回収機構一〇年のあゆみ』、整理回収機構、平成一八年一〇月、整理回収機構編『債権回収と企業再生』、金融財政事情研究会、二〇〇七年、整理回収機構企業再生部「RCCの企業再生について」（社内資料、平成二〇年六月一〇日）、同「企業再生ハンドブック」（同、平成二〇年一月一五日）、同「RCC再生関連機能のご紹介」（社内資料、平成二〇年五月一二日）および整理回収機構編『RCCにおける企業再生』、金融財政事情研究会、二〇〇三年、によっているが、煩瑣になるため個々の箇所には注を付さなかった。また、同社担当者へのインタビュー調査によって補足・修正した部分もある。
- (2) 健全金融機関からの買取は、平成一〇年夏からの国会（いわゆる「金融国会」）審議を経て成立した金融再生法（同年一〇月成立、施行）五三条によって、預金保険機構またはその委託を受けた整理回収機構は、平成一三年三月末までに申込みを受けた場合、健全金融機関からも買取ができることとなった。なお、この申込期限は、その後平成一七年三月末まで延長された。
- (3) セーフティネット貸付とは、業況等が芳しくないが、中長期的には企業維持が見込まれる中小企業者を支援する貸付制度であり、中小企業金融公庫、国民生活金融公庫、商工組合中央金庫などの政府系金融機関が行っている。
- (4) RCCは、平成一三年六月、経済財政諮問会議から「骨太の方針」が示され、その中で主要行による不良債権のオフバランス化のための受け皿機能として、信託兼営が盛り込まれたことを受けて、同年七月に信託業務の認可申請を行い、同年九月に認可された。また、信託業務の開始にあたっては、社内の経験者とともに、信託銀行からの出向者数名によって対応した。
- (5) RCCによる不良債権の証券化については、「不良債権の証券化と不良債権処理―整理回収機構（RCC）の証券化事

例等を通じた考察―」、『尾道大学経済情報論集』、Vol. 3 No. 1 (二〇〇三年)、堀田真理「不良債権証券化の効果」、『経営論集』(東洋大学)、第六四号(二〇〇五年)などの研究がある。

*本稿を執筆するに際し、整理回収機構の関係者に研究会を設定していただき、多大なご教示を頂戴いたしました。厚く御礼申し上げます。特に、研究会を設定していただいた中島将隆先生、面談にて資料や情報をご提供いただいた狩野省市専務取締役、西永弘昭次長、平田文雄副部長には、心より深謝申し上げます。

(まつお じゅんすけ・客員研究員)

株券電子化後の株式担保

福本
葵

1 はじめに

二〇〇九年一月五日に予定されている株券電子化の実施に向け、残すところ五ヶ月となった。これまでの広報活動の中心は、いわゆる「タンス株」の預託推進や他人名義の株式の自己名義への名義書換推進に重点が置かれていた。現在の最大の問題は、担保株式に関するものであろう。

株式担保融資は、これまでは銀行または日本証券金融、大阪証券金融といった証券金融会社を中心に行われてきた。これが、二〇〇六年にオリックスがオーナー向け株式担保ローンを開始したことに見られるように、特に富裕層ビジネスの一環として、拡大が予想されている。

株式担保、その中でも略式質や略式譲渡担保は、設定者（金銭債権の債務者、株主）が担保権者（金銭債権の債権者）に証券を交付することで設定されるため、手続が簡便であった。銀行などの債権者は担保として提供された証券の名義を債務者名義から書き換えることなく、金庫に保管し管理していた。

株券電子化はこのように担保として差し入れられている株券にも及ぶ。実務上は設定者から担保権者への名義書換がなされていない略式質もしくは略式譲渡担保がほとんどであるため、手続しないで放置しておけば、設定者名義の特別口座が開設されることとなり、担保権者は対抗要件を失うことになる。

また、現在、銀行等が利用している有価証券差入証では、株式を「担保として差し入れます」という文言を用

いており、質権とも譲渡担保とも取れる曖昧な表現となっている。株券電子化後の振替制度においては、担保差し入れの段階で、両者の区別を明確にしなければならなくなる。質権と譲渡担保とは、略式か登録かの原則と例外が反対であるため、手続きの方法が異なるからである。

本稿では、株式担保について考察する。現行の保管振替制度における株式担保はどのようなになっているか、現在、担保株券が交付されている場合はどうか、株券電子化後の制度である振替制度においては、どのような取り扱いを受けることになるか、新制度に移行するために、前もって行っておくことのできる手続きは何かについて整理する。

2 株式担保とは何か

担保とは、一般的には、「債務不履行に備えて債権者に提供され、債務の弁済を確保する手段となるものをいう。保証人による保証等の人的担保と、抵当権、質権の設定等の物的担保とがある」⁽¹⁾。担保の目的物は物に限られるため、担保物権と呼ばれる。株式を担保の目的とする場合には、主に質権、譲渡担保がある。質権は約定担保物権の一つであり、債権者と財産保有者との合意によって生じる担保物権である。法律上、担保としての機能を果たすべきとして創設された典型担保である。会社法は一四六条で、株主がその有する株式に質権を設定することができるとしている。⁽²⁾一方、譲渡担保については、規定がない（非典型担保権）。譲渡担保は所有権移転という形式をとり、譲渡となる。⁽³⁾

3 質権と譲渡担保

(1) 質権

質権は、債権の担保として債務者または第三者より受け取った物を占有し、その物について他の債権者に先立って弁済を受けることのできる担保物権である（民三四二条）。質権は、約定担保物権であり、法律に定めのある典型担保物権である。株式に質権を設定する場合には、質権のうちでも権利質である。質権者は、質権が設定された株式について、優先弁済効力と留置的効力を有する。

株式に質権を設定する場合、譲渡担保を設定する場合と法律上、異なることがいくつかある（表1）。

納税者の株式に質権を設定している場合において、その質権が国税の法定納期限以後に設定された場合には、国税の租税債権が優先する（国税徴収法一五条⁽⁴⁾⁽⁵⁾）。また、民法では弱者保護の立場から、質権設定時またはそれ以降でも弁済期到来前に締結した契約によって、質権者に弁済として質物の所有権を取得させたり、法律に定められた方法によらないで質物を処分させるなどの取り決めを行うことを禁じている（流質契約の禁止）（民法三四九条⁽⁶⁾）。一方、商人間では力の格差が前提とならないため、商行為から生じる債権を担保する場合には流質契約は解禁されている（商法第五一五条⁽⁷⁾）。

質権の場合、担保の実行方法は、原則は法定処分つまり、裁判所の命令による

表1 質権と譲渡担保の違い

	質権	譲渡担保
法定か	典型担保権	非典型担保権
流質契約	原則禁止（民法349条）商行為から生じる債権については解禁（商法515条）	禁じられていない
租税債権との関係	租税債権が優先する場合がある（国税徴収法15条）	納税者の財産によって徴収できなかった場合のみ（国税徴収法24条）
実行方法	競売（通常は任意処分の特約締結）	任意

競売である。しかし、実務では任意処分の特約を締結しているため、競売によらず任意で実行することがほとんどである。

質権には、略式質と登録質がある。略式質の設定は当事者の契約と株券の交付による（会社法一四六条二項⁽⁸⁾）。略式質の場合、質権者の情報は、株主名簿には登録されない。従って、発行会社は当該株式に質権が設定されていることを知らず、配当などは、株主へ送付される。略式質といえども、配当などを取得する権利はある（会社法一五一條⁽⁹⁾）。質権者は、必要な場合は、これらを差し押さえなければならぬ。現在、株式に担保を設定する場合のほとんどが、この略式質であるとされる。株式の交付を受けるだけで、設定できる簡便さもその理由のひとつであるが、持ち合い株式に担保を設定する場合など、質権設定者が株式の発行会社に質権設定の事実を知られたくないとする意向があったため、略式質の形態を取ることが多かった。

次に、登録質であるが、登録質の設定は略式質の要件に加えて、株主名簿への登録が必要となる（会社法一四七条一項⁽¹⁰⁾）。登録質の場合、発行会社は登録質権者に配当などを送付する。また、合併株式などが発行されるとも質権者が取得する（会社法一五二条、一五三条⁽¹¹⁾）。送付された株券などは他の債権者に先立って、債務の弁済に当てることができる（会社法一五四条⁽¹²⁾）。会社法では質権設定者が株主名簿への登録を請求する（会社法一四八条⁽¹³⁾）。

（2）譲渡担保

株式担保の二つ目の形態は、譲渡担保である。譲渡担保は、目的物の所有権を譲渡担保権者に移転するという形式を取る⁽¹⁴⁾。譲渡担保は非典型担保であり、法定されていない。また、納税者の財産によって徴収できなかった

場合のみ租税債権が優先することとなる（国税徴収法二四條⁽¹⁵⁾）。この点では、質権よりも有利であるとされる。

担保の実行方法は任意である。質権も商行為から生じる債権の場合は、流質契約が解禁となっているため、また、任意処分の特約を締結していることがほとんどであるため、実務では譲渡担保と変わらない。ただし、質権の場合は、法定処分としての競売を行うこともできる。譲渡担保の場合は、任意処分⁽¹⁶⁾しかない。

譲渡担保にも、略式譲渡担保と登録譲渡担保がある。略式譲渡担保の成立要件は、略式質の場合と同様であるため、外見では区別がつかない。当事者の意思によることとなる。

（3）質権と譲渡担保の区別する必要性

現在、銀行が用いている有価証券差入証は、質権と譲渡担保を区別することなく、どちらともとれる表現をしている。前述のように質権にも譲渡担保にもそれぞれ優位点があり、何か問題が発生したときに、債権者が質権である、譲渡担保であるとのどちらの主張も可能なものとするためには曖昧しておく方が便利であったためであろう。

現在は廃止されたが、譲渡担保の場合有価証券取引税がかかっていたために、略式質であるとしておいた方がコスト安であった。このため銀行等の株式担保融資の場合、略式質であるという認識が大半であった。

しかし、株券電子化後の振替制度では、これを明確にしなければならない。質権と譲渡担保とは、手続の方法が異なるからである。

質権の場合、略式質が原則となる（振替法一四一条⁽¹⁷⁾）。現行制度と同様、略式質の場合は質権者の名前は株主名簿に出ない。配当や優待は発行会社から、質権設定者に送付される。振替制度がこれまでの制度と異なるとこ

ろは、質権設定者ではなく、質権者の請求によって、登録質となることである。⁽¹⁸⁾（振替法一五一条三項、四項）

一方、譲渡担保の場合、原則は登録譲渡担保となる（振替法一四〇条）（会社法一五二条一項）⁽¹⁹⁾。略式譲渡担保とする場合には、担保権者が「特別株主」の申し出をしなければならぬ（「特別株主の申出」振替法一五一条二項一号）。つまり、保有欄に記載されている株主以外の他の株主を総株主通知で通知し、株主名簿に記載させる。ちなみに、特別株主となる者が加入者でなければならぬ（振替法一五一条二項一号）つまり、担保権設定者も口座開設の必要がある。

4 現行の株式担保

(1) 株券で保有する株式担保

登録質や登録譲渡担保は実務上ほとんど行われていないが、法律上は、略式質、登録質、略式譲渡担保、登録譲渡担保のいずれも選択することが可能である。

(2) 保管振替制度にある株式担保

保管振替制度においては、略式質のみが可能であり、登録質を設定することはできない。登録質とする場合には、保管振替機構に株券の交付を請求し、株券で保有する形での登録質の設定を行わなければならない。

略式質の場合には、質権設定者の口座に質権口座を開設し、質権設定者の自己口から質権口に振り替える（保管振替法二六条二項、二七条二項）⁽²⁰⁾

保管振替制度における譲渡担保のうち略式譲渡担保の場合は、保管振替法一六条一項による証券会社の（普通）

口座名義人は担保権者であるが、会社の実質株主名簿には株主である担保権設定者の名義が記載される。つまり、保管振替法上の口座名義人と実質株主が別人になる（保管振替法⁽¹⁾三二条四項かつこ書、保管振替法施行規則一〇条二項、保管振替機構、株券等の振替に関する業務規程八一条）
登録譲渡担保の場合、担保権者の普通口座に記帳され、実質株主名簿にも担保権者の名前が記載されることとなる。登録譲渡担保の場合は、担保権者の所有分と譲渡担保が設定されている株式とは区別できない。

5 どのように移行されるか

では、これらの担保、つまり株券で保有する場合の四つの担保形態と保管振替制度にある、登録質を除く三つの担保形態は、どのような手続を経て、振替制度においては、どのような担保形態に移行されるであろうか。手続は図のようになっている（図1）。

(1) 株券で保有する場合

① 略式質

まず、株券で保有する略式質の手続としては、大きく分けて、何もしない、保管振替機構に預託する、預託はしないで、（株券のまま）株主名簿に登録する三つの方法が考えられる。

A 何も手続しないと

担保株券を保有し、何も手続しなければ、新制度においては、設定者の名義の特別口座に記録される。担保株券は無効となる。放置しておく、担保権者は担保権の対抗要件を失うこととなる。そこで、名義書換失念株式

と同様、いくつかの救済措置が用意されている、例えば、質権設定者と質権者が共同で請求する場合や判決がある場合、また、一年以内であれば、質権設定契約書と株券を発行会社に提出することで質権者は振替を申請することができる（社債、株式等振替法一三三条二項、⁽²²⁾社債、株式等の振替に関する命令第一八条二号）。

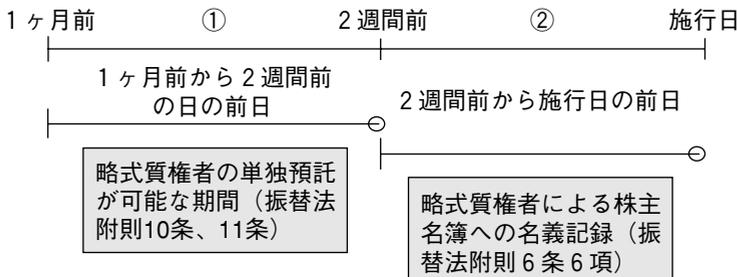
B 保管振替機構に預託すると

次に、保管振替機構に預託する場合であるが、質権設定者の同意が得られる場合、得られない場合で手続が異なる。質権設定者の同意が得られれば、保管振替制度上の略式質となる。一方、質権設定者の同意が得られない場合でも、制度開始の一ヶ月前から二週間前の日の前日までの期間は略式質権者が単独で預託できる（決済合理化法附則一一条）⁽²³⁾（図2①）。この場合は、後に質権設定者に通知し、質権設定者にも振替制度の口座を開設するよう依頼する。

C 預託しないで株主名簿に登録すると

担保株券を預託せず、株主名簿に質権を登録する方法もある。この場合も質権設定者の同意が得られるか否かで取り扱いが異なる。質権設定者の同意が得られれば、株主名簿に登録し、登録質とすることができる。もはや略式質ではなくなるので、質権が設定されていることは、発行会社に通知される。一方、質権設定者の同意が得られない場合には、制度開始二週間前から施行日の前日までの特例期間を利用して、いわゆる特例登録質権者となる。制度移行後は、特別口座に略式質として記載

図2 質権設定者の同意が得られない場合の手続期間



される(図2②)。つまり、特別口座には記録があるが、総株主通知に質権者の名前は現れない。⁽²⁴⁾

②登録質

株券で保有する登録質の場合、手続の必要なく、新制度においても特別口座において、登録質として記載される。登録株式質権者(通知対象株主)名義の特別口座が開設される(決済合理化法附則八条一項及び四項参照)。⁽²⁵⁾つまり、その登録株式質権者名義の特別口座の質権欄に、株主(設定者、特定振替株主)の氏名又は名称及び住所、株主ごとの振替株式の数等が記録されることとなる(決済合理化法附則八条五項五号、六項一号口)。⁽²⁶⁾

③略式譲渡担保

A 何も手続しないと

株券で保有する略式譲渡担保の場合、何も手続しなければ、担保権設定者の名義で特別口座に記録される。略式譲渡担保の場合、放置しておく、担保権者は担保の對抗要件を失うこととなる。譲渡担保は形式上は所有権が担保権者に移転する譲渡であるため、担保権者は単独で自己の名義に書き換えることができる。また、手続をせずに新制度開始を迎えても、新制度開始後は、名義書換失念株と同様、担保権設定契約書と株券を発行会社へ提出し、自己の名義に書き換えることができる(社債、株式等の振替に関する命令第一八条二号)。その他、設定者と共同で請求すること、判決を添付するなどの手続を取れば、担保権者は振替を申請することができる。

B 登録譲渡担保にする

略式譲渡担保の場合、前述のように何も手続しないと担保権設定者の名義の特別口座に記載される。これを電子化前に回避する方法としては、担保権者が自己名義に名義書換をし、登録譲渡担保に変更することが考えられる。譲渡担保は譲渡であるので、担保権者は担保権設定者の同意を得ることなく、名義書換を行うことが可能

である。

C 保管振替機構に預託すると

株券で保有する略式譲渡担保を保管振替制度に預託する手続をとることもできる。

④登録譲渡担保

現在、株券を登録譲渡担保としている場合には、特に手続をすることなく、担保権者名義の特別口座が開設される。

(2) 保管振替制度にある場合

①略式質

現在、株式担保の形態を保管振替制度における略式質としている場合には、手続の必要なく、保管振替法上の質権口から振替法上の質権者の質権欄に移行される。

②登録質

保管振替制度には登録質の制度がない。現行制度では、登録質は株券で保有する場合に限られる。

③略式譲渡担保

現行の保管振替制度では、略式譲渡担保の場合、匿名性確保のためには、設定者を実質株主として通知するよう申し出ている（保管振替法三一条四項かつこ書²⁷）。

保管振替制度にある略式譲渡担保は、何も手続することなく、担保権者の保有欄に記帳されることになる。しかし、振替制度に移行後、何も手続しないでおくと、譲渡担保は原則である登録譲渡担保となり、総株主通知で

担保権者の氏名が通知される。担保権者以外の者を株主名簿に株主として記載する場合には、担保権者が「特別株主」の申し出をして、担保権設定者の名前を株主名簿に記載する。特別株主申し出をしてはじめて略式譲渡担保となる。

④登録譲渡担保

自己保有株式と同じであるので、手続の必要なく、担保権者の保有口に記録される。

6 株券電子化後の株式担保

(1) 振替制度における株式担保

前述の通り、振替制度においては、手続きの違いから、質権が譲渡担保かを明確にしなければならない。また、現行制度との大きな違いは、質権設定者ではなく、質権者の請求によって、登録質となることである（振替法一五一条三項、四項⁽²⁸⁾）。譲渡担保の場合、質権とは反対に、原則は登録譲渡担保となる（振替法一四〇条）（会社法一五一条一項）。略式譲渡担保とする場合には、担保権者が「特別株主」の申し出をしなければならぬ（「特別株主の申出」振替法一五一条二項一号）。

(2) 株券電子化後の株式担保の注意点、利点

振替制度においては、株券が発行されなくなる、現在の株券も無効となるため、株券で保有したり、交付された担保株券を返還したりすることはできなくなる。債務が履行され、株式に設定されている担保権を解除しなければならぬ状態となったとき、返還できる状態にしておかなければならない。現行制度では、担保権を解除す

る際、受け取りを拒否される場合には、供託することが可能であったが、振替株式にはこの制度がない。担保株式の返還を確保するため、担保権設定者にも口座管理維持義務を課さなければならない。

また、株券電子化の制度は、上場会社にのみ適用されるため、上場廃止になった場合、口座記録抹消され、通常は株券発行会社になる。この場合、株主名簿に登録のない略式質権者の権利が確保されないことにも注意する必要がある。

前述の通り、現行制度と振替制度との違いのひとつに、質権者による登録質への移行がある（振替法一五一条三項、四項）。振替制度では、略式質から登録質への移行請求は、質権者が行うことになっている。現行制度では、請求は設定者によって行われている。

更に、物上代位権などの強化がある。会社法以前は、略式質について、利益配当などの物上代位権におよぶかどうか説が分かれており、多数説は及ばないとしていた。しかし、会社法は、一五一条⁽²⁹⁾で、略式質と登録質の區別をしていない。つまり、株式分割や無償割当、株式併合が行われ新株が交付された場合、略式質でも登録質でも質権者に物上代位権があると解される。

また、現行制度において、旧株券の提出の必要がないコーポレートアクションが行われた場合、株券は略式質の場合、質権設定者に送付されていた。そのため、質権者は質物の価値を減じないために、増担保や差し押さえを行う必要があった。振替制度においては略式質でも登録質でも質権者の口座に増加記帳される（振替法一三六条（併合）、一三七条（分割）、一三八条（合併）⁽³⁰⁾）。

略式質や略式譲渡担保など質権者および担保権者の存在を発行会社が把握できない場合の利益配当は、これまでの制度と同様、株主である質権者や担保権設定者に送付されることになる。

7 おわりに

株券電子化の実施が目前に迫っている。電子化は、担保株券にも及ぶ。担保株券の場合は、担保権設定者と担保権者の双方が関係するため、手続も複雑なものとなっている。また、株券電子化にあたり、銀行などでは、これまで曖昧にしてきた質権と譲渡担保を明確に区別しなければならない。手続の方法が異なるからである。質権と譲渡担保では、実務上は大きな違いがないものの、租税債権の優劣や担保権の実行の仕方などの違いがある。担保権者は担保権設定者に説明し、意思を確認し、どちらを選択するか明確にしなければならぬ。本稿では、担保株式を株券で保有しているのか、保管振替制度に預託しているのかで二分類し、更に略式質、登録質、略式譲渡担保、登録譲渡担保の四つの担保形態に分け、現状と移行手続、移行後の形態について整理を行った。

これまで株券の交付を受けるだけで、簡便であった略式質や略式譲渡担保は、預託や名義書換など、對抗要件を失わないようにするための手続が必要となる。その一方で、物上代位権の強化などの利点もある。円滑な株券電子化制度実施のためには、担保権者は担保権設定者と協力し、前もって手続きを行う必要がある。株券電子化の実施まであと五ヶ月。残された時間は短い。

参考文献

- ・ 脚注に記述したものの以外では、全国銀行協会「株券電子化に伴う株式担保の一斉移行対応（Q & A）（第二版）（公表資料）」平成一九年四月

※本稿作成に際し、大野正文氏（全国銀行協会）、越智秀希氏（株式会社証券保管振替機構）および唐津伸氏（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。

〔付記〕 本稿は平成二〇年帝塚山学園特別研究助成費による研究成果である。

本稿は平成二〇年度日本学術振興会科学研究費基盤研究（C）一般による研究成果の一部である。

注

- (1) 有斐閣『法律用語辞典第三版』
- (2) 会社法第一四六条（株式の質入れ） 株主は、その有する株式に質権を設定することができる。
- (3) 保管振替制度においても、振替制度においても、譲渡担保株式を自己の保有株式と外観上区別することはできない。
- (4) 国税徴収法第十五条（法定納期限等以前に設定された質権の優先） 納税者がその財産上に質権を設定している場合において、その質権が国税の法定納期限（次の各号に掲げる国税については、当該各号に定める日とし、当該国税に係る附帯税及び滞納処分費については、その徴収の基因となった国税に係る当該各号に定める日とする。以下「法定納期限等」という。）以前に設定されているものであるときは、その国税は、その換価代金につき、その質権により担保される債権に次いで徴収する。
- (5) 新制度移行の預託の際、株式は一旦質権設定者に返却され、新たに担保設定されると解することも可能であるため、租税債権に劣後する危険がある。これを回避するため、特例預託を用い、質権設定者の口座を通過しない方法も考えられる。
- (6) 民法第三四九条（契約による質物の処分の禁止） 質権設定者は、設定行為又は債務の弁済期前の契約において、質

権者に弁済として質物の所有権を取得させ、その他法律に定める方法によらないで質物を処分させることを約することができない。

(7) 商法第五一五条（契約による質物の処分の禁止の適用除外） 民法第三四九条の規定は、商行為によつて生じた債権を担保するために設定した質権については、適用しない。

(8) 会社法第一四六条

2 株券発行会社の株式の質入れは、当該株式に係る株券を交付しなければ、その効力を生じない。

(9) 会社法第一一五条 株式会社が次に掲げる行為をした場合には、株式を目的とする質権は、当該行為によつて当該株式の株主が受けることのできる金銭等（金銭その他の財産をいう。以下同じ。）について存在する。

一 第一六七条第一項の規定による取得請求権付株式の取得

二 第一七〇条第一項の規定による取得条項付株式の取得

三 第一七三条第一項の規定による第一七一条第一項に規定する全部取得条項付種類株式の取得

四 株式の併合

五 株式の分割

六 第一八五条に規定する株式無償割当て

七 第二七七条に規定する新株予約権無償割当て

八 剰余金の配当

九 残余財産の分配

一〇 組織変更

一一 合併（合併により当該株式会社が消滅する場合に限る。）

一二 株式交換

一三 株式移転

一四 株式の取得（第一号から第三号までに掲げる行為を除く。）

(10) 会社法第一四七条（株式の質入れの對抗要件） 株式の質入れは、その質権者の氏名又は名称及び住所を株主名簿に

記載し、又は記録しなければ、株式会社その他の第三者に對抗することができない。

2 前項の規定にかかわらず、株券発行会社の株式の質権者は、継続して当該株式に係る株券を占有しなければ、その質権をもって株券発行会社その他の第三者に對抗することができない。

(11) 会社法第一五二条 株式会社（株券発行会社を除く。以下この条において同じ。）は、前条第一号から第三号までに掲げる行為をした場合（これらの行為に際して当該株式会社が株式を交付する場合に限る。）又は同条第六号に掲げる行為をした場合において、同条の質権の質権者が登録株式質権者（第二二八条第五項の規定による請求により第一四八条各号に掲げる事項が株主名簿に記載され、又は記録されたものを除く。以下この款において同じ。）であるときは、前条の株主が受けることができる株式について、その質権者の氏名又は名称及び住所を株主名簿に記載し、又は記録しなければならない。

2 株式会社は、株式の併合をした場合において、前条の質権の質権者が登録株式質権者であるときは、併合した株式について、その質権者の氏名又は名称及び住所を株主名簿に記載し、又は記録しなければならない。

3 株式会社は、株式の分割をした場合において、前条の質権の質権者が登録株式質権者であるときは、分割した株式について、その質権者の氏名又は名称及び住所を株主名簿に記載し、又は記録しなければならない。

第一五三条 株券発行会社は、前条第一項に規定する場合には、第一五一条の株主が受ける株式に係る株券を登録株式質権者に引き渡さなければならない。

2 株券発行会社は、前条第二項に規定する場合には、併合した株式に係る株券を登録株式質権者に引き渡さなければならない。

3 株券発行会社は、前条第三項に規定する場合には、分割した株式について新たに発行する株券を登録株式質権者に引き渡さなければならない。

(12) 会社法第一五四条 登録株式質権者は、第一五一条の金銭等（金銭に限る。）を受領し、他の債権者に先立って自己の債権の弁済に充てることができる。

2 前項の債権の弁済期が到来していないときは、登録株式質権者は、株式会社と同項に規定する金銭等に相当する金額を供託させることができる。この場合において、質権は、その供託金について存在する。

(13) 会社法第一四八条 株式に質権を設定した者は、株式会社に対し、次に掲げる事項を株主名簿に記載し、又は記録することを請求することができる。

一 質権者の氏名又は名称及び住所

二 質権の目的である株式

(14) 道垣内弘人『担保物権法「第二版」』、二〇〇五年、有斐閣、二九六頁。

(15) 国税徴収法第二四条（譲渡担保権者の物的納税責任） 納税者が国税を滞納した場合において、その者が譲渡した財産でその譲渡により担保の目的となっているもの（以下「譲渡担保財産」という。）があるときは、その者の財産につき滞納処分を執行してもなお徴収すべき国税に不足すると認められるときに限り、譲渡担保財産から納税者の国税を

徴収することができる。

(16) 発行会社が自己株式に担保を設定する場合、設定が取得に、実行が処分にあたるため、インサイダー取引の問題が生じる場合があるとの指摘がある（葉玉匡美「株券電子化時代の証券担保のあり方」『月間資本市場』二〇〇八年四月（No.、二七二）五五頁）。質権であれば、この問題は回避できる。

(17) 振替法第一四一条（振替株式の質入れ） 振替株式の質入れは、振替の申請により、質権者がその口座における質権欄に当該質入れに係る数の増加の記載又は記録を受けなければ、その効力を生じない。

(18) 振替法第一五一条（総株主通知） 振替機関は、次の各号に掲げる場合のいずれかに該当するときは、発行者に対し、当該各号に定める株主につき、氏名又は名称及び住所並びに当該株主の有する当該発行者が発行する振替株式の銘柄及び数その他主務省令で定める事項（以下この条及び次条において「通知事項」という。）を速やかに通知しなければならない。

一 発行者が基準日を定めたとき。その日の株主

二 株式の併合がその効力を生ずる日が到来したとき。その日の株主

三 振替機関等が第一三五条第三項（同条第四項において準用する場合を含む。）の規定による抹消をしたとき。当該抹消に係る振替株式の株主

四 事業年度を一年とする発行者について、事業年度ごとに、当該事業年度の開始の日から起算して六ヶ月を経過したとき（発行者が会社法第四五四条第五項に規定する中間配当に係る基準日を定めたときを除く）。当該事業年度の開始の日から起算して六月を経過した日の株主

五 特定の銘柄の振替株式を取り扱う振替機関が第二二条第一項の規定により第三条第一項の指定を取り消された

場合又は第四一条第一項の規定により当該指定が効力を失った場合であつて、当該振替機関の振替業を承継する者が存しないとき。当該指定が取り消された日又は当該指定が効力を失った日の株主

六 特定の銘柄の振替株式が振替機関によつて取り扱われなくなつたとき。当該振替機関が当該振替株式の取扱いをやめた日の株主

七 その他政令で定めるとき。政令で定める日における株主

2 前項の場合において、振替機関は、次の各号に掲げる場合の区分に応じ、それぞれ当該各号に定める者を株主として通知しなければならない。

一 振替機関又はその下位機関の備える振替口座簿中の加入者の口座（顧客口座を除く。）の保有欄に振替株式についての記載又は記録がされている場合 当該口座の加入者（主務省令で定めるところにより、当該加入者が、その直近上位機関に対し、当該振替株式につき他の加入者を株主として前項の通知をすることを求める旨の申出をしたときは、当該振替株式に係る他の加入者（第一五四条において「特別株主」という。））

二 前号に規定する加入者の口座の質権欄に振替株式についての記載又は記録がされている場合 当該質権欄に株主としてその氏名又は名称の記載又は記録がされている者

3 振替機関は、第一項の場合において、振替株式が質権欄に記載され、又は記録されている口座の加入者からの申出があつたときは、同項の通知において、当該振替株式の質権者の氏名又は名称及び住所並びに当該振替株式の銘柄及び当該振替株式についての第一二九条第三項第四号に掲げる事項その他主務省令で定める事項を示さなければならない。

4 加入者は、前項の申出をするには、その直近上位機関を経由してしなければならない。

(19) 振替法第一四〇条（振替株式の譲渡） 振替株式の譲渡は、振替の申請により、譲受人がその口座における保有欄

（機関口座にあつては、第一二九条第五項第二号に掲げる事項を記載し、又は記録する欄）に当該譲渡に係る数の増加の記載又は記録を受けなければ、その効力を生じない。

(20) 保管振替法第二六条（振替請求） 参加者又は顧客は、その口座の株式につき、他の口座への振替を請求することができる。この場合においては、顧客は、参加者に対して請求しなければならない。

2 前項の規定は、預託株券の株式を質権の目的とする場合の振替について準用する。

第二七条（口座簿の記載又は記録の効力） 参加者口座簿又は顧客口座簿に記載され、又は記録された者は、その口座の株式の数に応じた株券の占有者とみなす。

2 参加者口座簿及び顧客口座簿の振替の記載又は記録は、その記載又は記録に係る株式の数に応じた株式を譲渡し、又は質権の目的とする場合において株券の交付があつたのと同じの効力を有する。

(21) 保管振替法第三一条四項（実質株主の通知） 参加者は、保管振替機関から、当該参加者が顧客預託分として預託し、又は預託することとなるべき株券の株式につき、第一項又は第二項の規定による実質株主の通知のために必要な事項の報告を求められたときは、速やかに、顧客（主務省令で定める場合において、当該顧客から他の者が実質株主である旨の申出があつたときは、その者）を実質株主として当該事項を報告しなければならない。

〔保振法施行規則〕 一〇条（実質株主として通知すべき場合等）

1 略

2 法第三一条第四項に規定する主務省令で定める場合は、顧客が株式を担保の目的で譲り受け、又は譲り受けることとなるべき場合及び顧客が他の者から株券その他の有価証券の預託を受けた場合とする。

〔保管振替機構 株券等の振替に関する業務規程〕 第八一条（実質株主の報告） 参加者は、次の各号のいずれかに該当する場合は、法第三一条第四項の規定に基づき、機構に対し、当該各号に定める実質株主（当該参加者が顧客預託分として預託した株券の株式に係るものに限る。）について、銘柄ごとに、氏名及び住所並びに株式数を機構に報告しなければならない。この場合において、参加者は、当該株式に係る顧客（施行規則第一〇条第二項に規定する場合において、顧客から他の者が実質株主である旨の申出があつたときは、その者）を实質株主として報告しなければならない。（以下略）

(22)

〔社債、株式等振替法〕 第一三三条 加入者は、特別口座に記載され、又は記録された振替株式については、当該加入者又は当該振替株式の発行者の口座以外の口座を振替先口座とする振替の申請をすることができない。

2 特定の銘柄の振替株式に係る第一三〇条第一項の通知又は振替の申請の前に当該振替株式となる前の株式を取得した者であつて株主名簿に記載又は記録がされていないものその他の主務省令で定める者（以下この条において「取得者等」という。）が、当該通知又は当該振替の申請の後に、当該振替株式についての記載又は記録がされた特別口座の加入者と共同して請求をした場合には、発行者は、次に掲げる行為をしなければならない。当該請求をすべきことを当該加入者に命ずる判決であつて執行力を有するものの正本若しくは謄本若しくはこれに準ずる書類として主務省令で定めるものを当該取得者等が添付して請求をした場合又は当該取得者等の請求により次に掲げる行為をしても当該加入者その他の利害関係人の利益を害するおそれがない場合として主務省令で定める場合も、同様とする。

一 当該取得者等のための第一三一条第三項本文の申出

二 前号の申出により開設された口座を振替先口座とする当該振替株式についての振替の申請

(23) 法律第八八号（平一六・六・九）株式等の取引に係る決済の合理化を図るための社債等の振替に関する法律等の一部を改正する法律（決済合理化法） 附則

第一条 前条第一項の発行者の株式について、参加者は、同意期限日から施行日の二週間前の日の前日までの間に限り、旧保振法第一条第四項ただし書の規定にかかわらず、顧客から預託を受けた保管振替株券であつて保管振替機関に預託されていないものを保管振替機関に預託することができる。

(24) 特別口座に質権者の名義で登録されているため、発行会社は当該株式に質権が設定されていることは知るところとなる。

(25) 決済合理化法附則第八条 同意期限日までに特定振替機関に対し、保管振替株券に係る株式につき新振替法第一三條第一項の同意を与えた発行者は、同意期限日までに、次に掲げる事項を公告しなければならない。（八條一項）

(26) 決済合理化法附則第八条 同意期限日までに特定振替機関に対し、保管振替株券に係る株式につき新振替法第一三條第一項の同意を与えた発行者は、同意期限日までに、次に掲げる事項を公告しなければならない。

一 当該発行者が施行日における株主（端株主を含み、株主名簿に記載又は記録がされている質権者の質権の目的である株式の株主及び前条第二項、第四項、第六項又は第七項後段の規定により記載し、又は記録された振替株式（次項において「特定振替株式」という。）の株主を除く。）及び当該質権者（以下この条において「通知対象株主等」という。）について第五項の通知をする旨

二 第四項前段の申出により口座を開設する振替機関等の氏名又は名称及び住所

2 特定振替機関は、施行日において、前項の発行者に対し、特定振替株式の存否、種類及び数並びにその株主を通知しなければならない。

- 3 参加者は、前項の特定振替機関から、同項の通知のために必要な事項の報告を求められたときは、直ちに、当該事項を報告しなければならない。
- 4 第二項の通知を受けた同項の発行者（以下この条及び次条において「特定発行者」という。）は、遅滞なく、第一項第二号の振替機関等に対し、通知対象株主等のために振替株式の振替を行うための口座の開設の申出をしなければならない。この場合において、当該口座は、新振替法第一三三条第一項の特別口座とみなす。
- 5 特定発行者は、施行日後、遅滞なく、当該特定発行者が新振替法第一三三条第一項の同意を与えた特定振替機関に対し、次に掲げる事項を通知しなければならない。
 - 一 当該特定発行者の商号及び振替株式の種類（以下この条及び次条において「銘柄」という。）
 - 二 通知対象株主等である加入者（新振替法第二二条第三項に規定する加入者をいう。以下この条及び次条において同じ。）の氏名又は名称
 - 三 前項前段の申出により振替機関等が開設した口座
 - 四 加入者ごとの第一号の振替株式の数（次号に掲げるものを除く。）
 - 五 加入者が質権者であるときは、その旨、加入者ごとの質権の目的である第一号の振替株式の数及び当該数のうち株主ごとの数（以下略）
- 6 前項の通知を受けた特定振替機関は、直ちに、当該通知に係る振替株式の銘柄について、次に掲げる措置を執らなければならない。
 - 一 当該特定振替機関が前項第三号の口座を開設したものである場合には、次に掲げる記載又は記録イ 当該口座の新振替法第一二九条第三項第三号に掲げる事項を記載し、又は記録する欄における前項第二号の加入者（株主

であるものに限る。)に係る同項第四号の数の増加の記載又は記録ロ 当該口座の質権欄における前項第二号の入者(質権者であるものに限る。)に係る同項第五号の振替株式の数及び当該数のうち株主ごとの数の増加の記載又は記録ハ 当該口座の質権欄における前項第六号に掲げる事項の記載又は記録ニ 当該口座における前項第七号の信託財産であるものの数の増加の記載又は記録ホ 当該口座における前項第八号に掲げる事項の記載又は記録(以下略)

(27) 保管振替法第三十一条(実質株主の通知)

4 参加者は、保管振替機関から、当該参加者が顧客預託分として預託し、又は預託することとなるべき株式につき、第一項又は第二項の規定による実質株主の通知のために必要な事項の報告を求められたときは、速やかに、顧客(主務省令で定める場合において、当該顧客から他の者が実質株主である旨の申出があったときは、その者)を実質株主として当該事項を報告しなければならない。

(28) 振替法第一五一条(総株主通知) 振替機関は、次の各号に掲げる場合のいずれかに該当するときは、発行者に対し、

当該各号に定める株主につき、氏名又は名称及び住所並びに当該株主の有する当該発行者が発行する振替株式の銘柄及び数その他主務省令で定める事項(以下この条及び次条において「通知事項」という。)を速やかに通知しなければならない。

一 発行者が基準日を定めたとき。その日の株主

二 株式の併合がその効力を生ずる日が到来したとき。その日の株主

三 振替機関等が第一三五条第三項(同条第四項において準用する場合を含む。)の規定による抹消をしたとき。当該抹消に係る振替株式の株主

四 事業年度を一年とする発行者について、事業年度ごとに、当該事業年度の開始の日から起算して六ヶ月を経過したとき（発行者が会社法第四五四条第五項に規定する中間配当に係る基準日を定めたときを除く）。当該事業年度の開始の日から起算して六ヶ月を経過した日の株主

五 特定の銘柄の振替株式を取り扱う振替機関が第二条第一項の規定により第三条第一項の指定を取り消された場合又は第四条第一項の規定により当該指定が効力を失った場合であつて、当該振替機関の振替業を承継する者が存しないとき。当該指定が取り消された日又は当該指定が効力を失った日の株主

六 特定の銘柄の振替株式が振替機関によつて取り扱われなくなったとき。当該振替機関が当該振替株式の取扱いをやめた日の株主

七 その他政令で定めるとき。政令で定める日における株主

2 前項の場合において、振替機関は、次の各号に掲げる場合の区分に応じ、それぞれ当該各号に定める者を株主として通知しなければならない。

一 振替機関又はその下位機関の備える振替口座簿中の加入者の口座（顧客口座を除く。）の保有欄に振替株式についての記載又は記録がされている場合 当該口座の加入者（主務省令で定めるところにより、当該加入者が、その直近上位機関に対し、当該振替株式につき他の加入者を株主として前項の通知をすることを求める旨の申出をしたときは、当該振替株式に係る他の加入者（第一五四条において「特別株主」という。））

二 前号に規定する加入者の口座の質権欄に振替株式についての記載又は記録がされている場合 当該質権欄に株主としてその氏名又は名称の記載又は記録がされている者

3 振替機関は、第一項の場合において、振替株式が質権欄に記載され、又は記録されている口座の加入者からの申

出があったときは、同項の通知において、当該振替株式の質権者の氏名又は名称及び住所並びに当該振替株式の銘柄及び当該振替株式についての第一二九条第三項第四号に掲げる事項その他主務省令で定める事項を示さなければならぬ。

4 加入者は、前項の申出をするには、その直近上位機関を経由してしなければならない。

(29) 前掲脚注(6) 参照

(30) 新株予約権の交付の場合は、登録質であれば、質権者が取得できるが、略式質であれば差し押さえをする必要がある。

(ふくもと あおい・客員研究員)

先物市場の分裂と取引流動性

～大証225mini導入のインパクトを測定する～

志馬 祥紀

本稿では、大阪証券取引所が導入した225mini取引が、既存の日経平均先物取引の取引流動性に与えた影響について分析を行う。

これまで、日経平均株価を対象とする株価指数先物取引は、大阪証券取引所の他、シンガポール取引所（SGX）、シカゴ・マーカンタイル取引所（CME）において、それぞれ取引が行われてきた。しかし、わが国において、同じ指数を対象とする異なる先物取引が導入されるのは初めてであり、新規商品が既存の商品にどのような影響を与えるかが注目される。とりわけ、新商品の導入を機に、既存商品の取引流動性が減少している場合、既存商品のユーザーが取引利便性の低下を経験する、いわゆる「市場の分裂」が発生しているかが注目される。本稿では、米国の事例及び先行研究を敷衍しつつ、ミニ先物の導入がラージ先物の取引流動性に与えた影響について分析することで、先物市場において「市場の分裂」が発生しているかを検証する。

1 225miniの導入

これまで、日経平均株価（以下「日経平均」）を対象とする株価指数先物取引は、大証の他に、シンガポール

取引所（SGX）、シカゴ・マーカンタイル取引所（CME）において、それぞれ取引が行われてきた。しかし、わが国において、同じ指数を対象とする異なる先物取引が導入されるのは初めてであり、新規商品が既存の商品にどのような影響を与えるかが注目される。とりわけ、新商品の導入を機に、既存商品の取引流動性が減少している場合、既存商品のユーザーが取引利便性の低下を経験する、いわゆる「市場の分裂」が発生しているかが注目される。

以下、米国の事例及び先行研究を敷衍しつつ、ミニ先物の導入がラージ先物の取引流動性に与えた影響について分析することで、先物市場において「市場の分裂」が発生しているかを検証する。

大証のミニ取引は、二〇〇六年七月に取引が開始された。その取引仕様は、多くの点で既存のラージ取引と共通しているが、取引単位及び値刻みの二点が異なっている。取引単位はラージの一〇分の一であり、値刻みはラージの半分（一ティック＝五円）となっている。これら取引仕様の違いは、小額の資金で取引を可能とすることで小口ユーザーの利便性を確保し、既存のラージとの裁定取引等を積極的に可能とすることで、取引流動性の確保を図ったものと考えられる。

ミニ取引の導入に際して、既存のラージ取引の取引仕様と差異を設けることは米国においても見られる事柄であり、例えばシカゴ・マーカンタイル取引所のS & P 五〇〇株価指数先物取引（以下「S & P 五〇〇先物」）とE-mini S & P 五〇〇先物取引（以下「E-mini」）を比較した場合には、E-miniの取引単位は既存のS & P 五〇〇先物の五分の一であり、取引手法は立会場取引に加えて電子取引が導入されている。

ミニ取引はその取引開始後、短期間で取引高が成長した（図表1参照）。二〇〇八年六月にはラージ取引の約二・五倍まで取引高が拡大（金額ベースで約二五％）しており、金額ベースでSGXの日経平均先物にほぼ匹敵

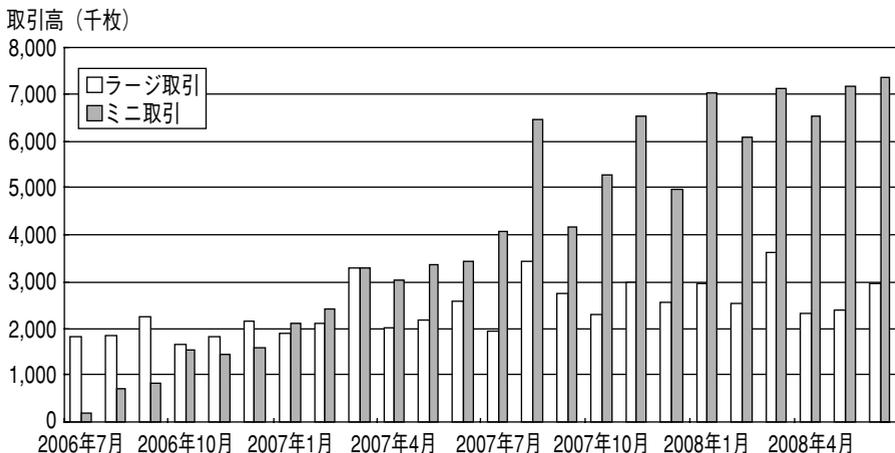
する市場規模を備えている。初期の取引流動性の確保が難しいデリバティブ商品においては、近年稀な成功事例と言えよう。

その投資部門別の取引状況を見ると（二〇〇八年六月データ）、ミニの主要なユーザーは、①外国人投資家（四五・〇％）、②個人投資家（三三・七％）、③証券会社自己売買部門（二八・七％）となっている。これら三者はラージ取引においても高い比率を示しており、①外国人投資家（五五・二％）、②証券会社自己売買部門（三〇・三％）、③個人投資家（八・〇％）となっている。これら結果を比較すると、ミニ取引の特徴としては、個人投資家の比率がラージに比して高い点と、投資信託や銀行等の取引比率がラージに比して著しく低い点が挙げられる（ほぼ皆無）。言い換えればミニ取引においては、スペキュレイトイブな取引が中心であり、機関投資家等によるヘッジ目的の利用度合いは低いことが推定される。

CMEにおけるS&P五〇〇・E-mini取引の状況に目を転ずると、CMEは一九九八年にE-mini取引を導入したが、その後取引高は急拡大、二〇〇七年にE-miniはS&P五〇〇先物の二六倍（金額ベースで五・二倍）の規模に成長している。

Ates and Wang（二〇〇四）（一）によると、CMEにおけるE-

図表1 ラージ取引及びミニ取引の推移



ミニ導入の目的は「小口投資家の取込み」及び「取引の電子化」であった。CMEでは長年、先物取引における小口投資家の取込みを課題として認識しており、取引分割（レンジの取引単位の縮小）を実施したが、小口投資家層の拡大に繋がらなかった。そこで、電子化されたミニサイズの取引の導入を検討・実施したという。

米国以外の海外市場（例・豪州など）においても、小口投資家の取込みは検討されていたが、それまで取引単位の分割（縮小）が中心であり、取引単位を小さくした新規の小口取引の導入はCMEの成功以降である（図表2参照）。

ただし、海外取引所の事例を見る限り、取引単位を縮小したミニ型取引を導入した後、既存のレンジ型取引市場の取引

図表2 国内外における主要なミニ／レンジ株価指数先物取引状況

対象指数	取引所	取引単位	ミニ取引高		レンジ取引高		(2007年のミニのレンジに対する金額ベース規模)
			2006	2007	2006	2007	
S&P 500	CME-CBOT	ミニ：指数×50ドル レンジ：指数×250ドル	257,926,673	415,348,228	14,844,858	15,837,593	5.2倍
Nasdaq 100	CME-CBOT	ミニ：指数×20ドル レンジ：指数×100ドル	79,940,222	95,309,053	2,269,870	1,683,378	11.3倍
ラッセル2000	CME-CBOT	ミニ：指数×100ドル レンジ：指数×500ドル	41,748,538	60,731,902	619,286	696,006	17.4倍
日経225	大証	ミニ：指数×100円 レンジ：指数×1,000円	6,348,382	49,107,059	25,151,924	30,084,781	16.3%
ダウ平均	CME-CBOT	ミニ：指数×5ドル レンジ：指数×10ドル	26,792,373	40,098,882	1,919,847	1,483,817	13.4倍
Bovespa	BM&F (ブラジル)	ミニ：指数×0.3レアル レンジ：指数×3レアル	3,702,409	10,692,141	13,232,399	26,550,491	4.0%
Hang Seng	香港取引所 (HKE)	ミニ：指数×10香港ドル レンジ：指数×50香港ドル	2,140,242	4,325,977	12,718,380	17,160,964	5.0%
Taiex	TAIEX (台湾)	ミニ：指数×50台湾ドル レンジ：指数×200台湾ドル	1,760,583	2,964,042	9,914,999	11,813,150	6.2%
Ibex 35	MEFF (スペイン)	ミニ：指数×1ユーロ レンジ：指数×10ユーロ	1,598,296	2,865,739	6,408,961	8,435,258	3.3%
S&P/MIIB	イタリア 証券取引所	ミニ：指数×1ユーロ レンジ：指数×5ユーロ	1,659,649	2,065,878	4,037,973	4,671,557	8.8%
日経225	SGX (シンガポール)	ミニ：指数×100円 レンジ：指数×500円	-	29,378	18,017,221	21,937,499	(-)

*データ：FIA発表資料等より作成

高が上回っている事例も多く、一概に「ミニ型取引を導入すれば成功する」とは言えないようである。

2 先行研究

本節では、米国を中心に、海外の先物市場における取引流動性に関する代表的な先行研究を紹介する。その多くは取引単位の変更（倍数の変更）が大半であり、ミニ型商品の影響について分析を行っているのは Ates and Wang (二〇〇四) のみである。

Huang and Stoll (一九九八) は、CMEのS&P五〇〇指数先物取引について分析を行った。その主要な目的は、小口投資家について、S&P五〇〇先物の取引単位が適当か否かを調べるものであり、彼らはS&P五〇〇先物の取引単位の変更（分割）は、小口投資家にとって、取引が容易な規模になったことを報告している。

Karagozolu and Martell (一九九九) は、シドニー先物取引所 (SFE) のSPI株価指数先物・九〇日間譲渡性預金 (BAB) 先物について分析を行った。その主要な目的は、取引単位変更が取引流動性に与えた影響を分析することであり、以下の結果を得ている。①SPI株価指数先物取引は、取引単位を四分割した後、その取引高は減少している。また売り注文と買い注文のティックの差を示すビッド・アスク・スプレッドが拡大しており、取引流動性が低下していることを示唆している。②九〇日間譲渡性預金 (BAB) 先物取引高の取引単位を二倍（統合）したところ、取引高は減少したが、ビッド・アスク・スプレッドについて変化は見られなかった。これは流動性に影響がなかったことを示唆している。

Bollen, Smith and Whaley (二〇〇二) は、CMEのS&P五〇〇指数先物取引について分析を行った。その目的は、取引単位の変更（指数×五〇〇ドルを指数×二五〇ドルに縮小）が、その変更前後のビッド・アスク・ス

プレッド、取引高に与えた影響を調べることであった。その結果、以下の結果を得ている。①取引単位の変更を調整したビッド・アスク・スプレッドは、取引単位の変更後二倍に拡大しており、取引流動性の低下を示唆している。②取引単位の変更後、(単位の調整を行った後の)取引高は減少した。③取引単位変更前後の取引高を分析したところ、(単位調整修正後も)有意な変化は見られなかった。④取引単位の変更は、結果としてマーケット・メーカーの収入を拡大させた。しかし当初の目的とした、小口投資家の市場への取込みは失敗した。

Karagozolu, Martell and Wang (二〇〇三)は、CMEのS&P五〇〇指数先物について分析を行った。その目的は、取引単位の変更(縮小)前後一年間のビッド・アスク・スプレッド及び取引高を比較することで、取引単位の変更が流動性・他市場に与えた影響を分析することであり、以下の実証結果を得た。①ビッド・アスク・スプレッドは単位分割後縮小した。②取引高は取引単位の縮小に見合う程度に増加しなかった。③価格変動は単位変更の後拡大しなかった。④平均取引サイズ(注文毎の取引単位数)は単位変更後縮小しており、小口投資家の取込みに部分的に成功したと考えられる。

Ates and Wang (二〇〇四)は、CMEのS&P五〇〇指数先物及びナスダック一〇〇指数先物取引について分析を行った。その目的は、E-mini S&P五〇〇先物(一九九七年)及びE-mini ナスダック一〇〇先物(一九九九年)の導入が、既存の指数先物取引に与えた影響を分析することであり、ビッド・アスク・スプレッドの変動を中心に、市場の取引流動性への影響を計測した。また併せて、CMEのE-mini導入の目的は、小口投資家の取込みであることを指摘し、米商品先物取引委員会(CFTC)の報告データに基づき、投資部門別の取引状況を分析した結果以下の内容を報告している。

①取引流動性は減少していない(ビッド・アスク・スプレッドは拡大せず)。②価格変動は拡大している。③既

存のレンジ先物 (S & P 500先物及びナスダック100先物) の取引高は縮小傾向にある一方、Open先物は強い拡大傾向を示している。④Open取引中、一単位の注文が全取引の70%、五単位 (≡金額ベースでレンジ先物単位に等しい) 以下の注文が九五%を占めることから、CMEは小口投資家の取込みに成功したと判断している。

以上、米国を中心とする先行研究を照会したが、その内容を概括すれば、S & P 500を中心とする株価指数先物取引について、「取引単位の縮小は小口投資家の取込みに寄与しなかった」「取引単位の縮小は流動性の減少をもたらした」「ミニ取引の導入によって、既存のレンジ先物の取引流動性は減少していない」「ミニ取引の導入によって、CMEは小口投資家の取込みに成功した」と言えよう。

3 分析手法及び結果

本節では、日経平均株価を対象とするレンジ取引について、ミニ取引導入の与えた影響について測定する。具体的には、Kyle (一九八五) の提唱した三つの流動性概念のうち「市場の厚み」に注目して分析を行う。データはレンジ先物の価格 (対数ベースの日次収益率) 及び取引高 (対数ベース) であり、対象期間はミニ取引の導入前後一年間とする。

Kyle (一九八五) の提唱した市場流動性概念は、①価格指標 (tightness)、②市場の厚み (depth)、③市場の回復力 (resiliency) の三種類であり、各概念に対応する代理指標として「ビッド・アスク・スプレッド」「マーケット・インパクト」「市場の弾力性」が使用されている。米国等の研究では、ビッド・アスク・スプレッドを使用する事例が多いが、本稿においてはデータ入手の容易さから「市場の厚み」に注目し、マーケット・インパクト

トを代理指標として測定する。

また本節では、具体的な計量手法として、一般化積率法 (GMM) を使用する。先行研究においては、上記の「ビッド・アスク・スプレッド」の計測に際して、最小二乗法を使用している事例が多い。しかし、計量経済学において、これらデータの使用については、被説明変数と説明変数が同時決定されることから、説明変数と誤差項が相関し、最小二乗法を用いた場合、結果にバイアスが発生し推定量に一致性が無いことが知られている。本稿では、この同時決定バイアスを回避するために、操作変数法 (IV法) の発展的な推定法である GMM (Generalized Moment Methods、一般化積率法) を使用した推定を実施する (GMMの詳細は松浦・マッケンジー (二〇〇五) 等を参照)。

具体的な推定モデル (基本形) としては、対数化したラージ取引の日次収益率を被説明変数、対数化したラージ取引高、ミニ取引導入を示すダミー変数 (ミニ導入前 \parallel 〇、導入後 \parallel 対数化したラージ取引高)、そしてラージ比率 (\parallel 各取引日のラージ出来高 \parallel (ラージ出来高 \parallel ミニ出来高)) を説明変数として分析を行う。

このモデルの考え方は、ミニ導入前後各一年間のラージ取引におけるマーケット・インパクト指標を推定・比較することであり、同時に、日々のミニ取引の取引状況がラージ取引に与える影響の測定を行う。なお、ミニ取引及びラージ取引単位は調整済みのデータを使用している。

本稿の分析結果について、詳細なデータは省略し、概要を示したものが図表3である。

モデル①は上述の説明変数を全て使用したモデルであり、モデル②は①からラージ比率項を削除、モデル③は①からミニ導入ダミー項を削除したものである。以下では順に各モデルの分析結果を説明する。

まず、モデル①であるが、ミニ導入ダミーの係数が正であるが、有意とはなっていない。これは、ミニ導入ダ

ミー項とラージ比率項がマルチコリニアリテイ（多重共線性問題）を発生させている可能性が高いことから、分析結果としては信頼度が低い。ただし、ラージ比率項が正かつ有意であることから、「ミニ出来高比率が低い日には、ラージ市場のマーケット・インパクトが拡大（＝流動性低下）」している可能性がある。

次にモデル②では、ミニ導入の影響を示すダミー項の係数はマイナスであり、ミニ取引の導入後、ラージ取引のマーケット・インパクトが低下している、すなわちラージの流動性が向上している可能性を示唆している。

最後に、モデル③では、ラージ比率項の係数はプラスで有意となっている。これは、ミニ取引の出来高比率が低い日は、ラージ取引の流動性が低下することを示唆している。言い換えれば、ミニ取引とラージ取引の各市場は相互に繋がっていることを示しており、その理由としては、裁定取引の存在がラージ取引の流動性を向上させている可能性が考えられる。

4 まとめ

以上の分析の結果を要約すると、以下の内容となる。

まず、ミニ取引の導入後、ラージ取引市場の流動性は向上している。ただし、ミニ取引の出来高比率が低い日については、ラージの価格変動が拡大していることから、ラージ取引の流動性について、ミニ取引が密接に関連している可能性が高い。

そして、本稿の主目的である「市場の分裂」の可能性については、以下のように考えられ

図表3 GMMによる分析結果（概要）

説明変数 モデル	定数項	取引高	ミニ導入ダミー	ラージ比率
①	負で有意	正で有意	正（有意ではない）	正で有意
②	負で有意	正で有意	負で有意	—
③	負で有意	正で有意	—	正で有意

*有意な値は全て1%水準で有意

る。もしミニ取引の導入によってミニ取引及びラージ取引、すなわち日経平均株価を対象とする市場に分裂が発生しているとするれば、ミニ取引の導入後、ラージ取引の流動性は低下するはずである。しかし分析結果は逆に、ミニ取引の導入後ラージ取引の流動性向上を示しており、日次ベースにおいてもミニ取引がラージの流動性向上に關与していることを示唆している。こうした状況は、ミニ取引市場—ラージ取引市場間での裁定取引の存在（裁定取引を専門に行うトレーダーの存在？）が要因として考えられる。（言い換えれば、「ミニ取引が不活発な日にはミニ・ラージ間の裁定機会が減少することから、ラージ市場の厚みが減少している」状況が考えられる。その場合、裁定取引を促進するものとして、ラージとミニの取引仕様においてティック（値刻み）の違いが、流動性向上に（更に）寄与している可能性がある。

このように考えれば、先物市場における市場の分裂は懸念に終わっており、ミニ取引の導入は、その取引の成功にとどまらず、關連する市場に取引流動性の向上という望ましい影響を与えたものと評価できよう。

参考文献

- ・ Wang, George H. K. and Ates, Aysegul, "When Size Matters: The Case of Equity Index Futures" (December 2003). EFMMA 2004 Basel Meetings Paper. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=497502>
- ・ Karagozoglu, A. K. and T. F. Martell "Changing the Size of a Futures Contract: Liquidity and Microstructures Effects." *The Financial Review*, 34, (1999), 75-94.
- ・ Karagozoglu, A. K., T.F. Martell and G. H. K. Wang "The Split of the S&P 500 Futures Contract: Effects on Liquidity and Market dynamics." *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 21 (4), (2003), 323-348.

- ・ Huang, R. D. and H. R. Stoll, "Is It Time to Split the S&P 500 Futures Contract?" *Financial Analysts Journal*, (January/February 1998), 23-35.
- ・ Kyle, A. S., "Continuous Auctions and Insider Trading," *Econometrica*, 53 (6), 1985.
- ・ Bollen, N. P., T. Smith, and T. T. Whaley "Optimal Contract Design: For Whom?," *The Journal of Futures Markets*, 23, 8, (2003), 719-750.
- ・ 松浦克己「コリン・マッケンジー、『Eviews』による計量経済学入門」第六章操作変数法とGMM法、一六九—一九七、(二〇〇五)、東洋経済新報社刊

(しま よしのり・客員研究員)

証研レポート既刊目録

No.1632 (2005.10)	執筆者 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—	
No.1633 (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—	
	DD&S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ものの	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—	
No.1634 (2006. 2)		
	証券リテラル・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
No.1635 (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
	—DD&S・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
No.1636 (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
No.1637 (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とディスクロージャー制度	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
No.1638 (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—	
No.1639 (2006.12)		
	旧現先と新現先の基本契約書について	中島
	—現先売買から現先取引へ—	
	米国の空売り規制緩和実験	清水
	—SECによる実証研究—	
	株主の特定は必要か	福本
	大手証券会社の企業再生業務	松尾
	—プリンシパル・インベストメントを中心に—	
No.1640 (2007. 2)		
	市場金融モデルは定着するか	二上
	M&A・LBO・CDS	伊豆
	—〈ファンド化〉する国際資本市場—	
	ナスダックのロンドン証券取引所買収ゲーム	吉川
	NASDおよびNYSEによる自主規制機能の一部統合計画	横山
No.1641 (2007. 4)		
	執筆者 証券取引所の「統合」と「競争」	二上
	米国におけるMSCB	松尾
	—株価と経営パフォーマンス—	
	アメリカの空売り規制	清水
	—アップティック・ルール撤廃へ—	
	株式所有の情報開示	福本
No.1642 (2007. 6)		
	日本のレボ市場の現状と課題	中島
	最近のLBOブームの特徴と背景	伊豆
	トランス・アトランティック・エクステンジ	吉川
	—取引所はグローバル化できるのか—	
	米国国債市場「ベスト・プラクティス」の策定	横山
	—フェイル多発およびレボ・スキーズへの対応—	
No.1643 (2007. 8)		
	なぜ新現先は形骸化しているのか	中島
	エクイティ・ファイナンス手法の多様化	松尾
	買収ファンドの上場をめぐる	伊豆
	—ブラックストーンへのIPO—	
	名義株主と真の株主	福本
No.1644 (2007.10)		
	サブプライムローン問題と市場型金融システム	二上
	円キャリートレードの不思議	伊豆
	—株価と為替と金利の関係—	
	錯綜する取引所の国際的な合併・買収・提携	吉川
	米国FINRAによる債券マークアップ・ポリシーの制定と運用	横山
No.1645 (2007.12)		
	公開企業の取締役会権限	森田
	—敵対的企業買収の防衛策を中心として—	
	新たなレボ指標レポート「東京レボ・レート」	中島
	企業買収と企業再生	松尾
	実施迫る株券電子化の残された課題	福本
No.1646 (2008. 2)		
	課徴金制度の改正について	梅本
	—ワーキンググループ報告の検討を中心に—	
	反社会的勢力等の不正取引行為者の排除等について	坂下
	米国における「証券リテラルビジネス」の潮流	二上
	政府系ファンドをどう見るか	伊豆
	EU債券市場に透明性要件制度化は必要か	横山
	レギュレーションNMSと米国株式市場	吉川
No.1647 (2008. 4)		
	株主とは誰のことが	奥村
	—株式所有と会社支配—	
	変貌する日本の国債保有構造	中島
	企業再生の課題と展望	松尾
	アメリカの私募市場拡大について	清水
	JDR(日本版預託証券)とは何か?	福本
No.1648 (2008. 6)		
	ユーロ域の企業金融と資本市場	入江
	—ユーロ導入後の傾向と変化—	
	第三者割当増資の規制に関する英米の事例	二上
	サブプライム問題とITバブル	伊豆
	取引所とクリアリング機関	吉川
	証券化商品の原資産情報トレーサビリティ向上とは	横山

(金額は消費税込みです)

図説日本の証券市場 2008年版
日本証券経済研究所編
A 5判 319頁 1,890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 2007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 証券関係元老院・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

金融システム改革と証券業
証券経営研究会編
A 5判 279頁 2,100円 送料 340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

企業行動の新展開と税制
証券税制研究会編
A 5判 220頁 2,625円 送料 290円

新外国証券関係法令集
日本証券経済研究所訳編

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

アメリカ(II)
1939年信託証券法 1940年投資会社法他
A 5判 292頁 1,365円 送料 290円

EU(欧州連合)
金融商品市場指令(MiFID) 透明性指令他
A 5判 427頁 2,100円 送料 340円

金融商品取引法研究会研究記録

第21号 不正取引について
一村上ファンド事件を中心に一
B 5判 127頁 525円 送料 210円

第22号 大量保有報告制度
B 5判 106頁 525円 送料 210円

第23号 開示制度(I)
一企業再編成に係る開示制度および集団投資スキーム持分等の開示制度一
B 5判 84頁 525円 送料 210円

第24号 開示制度(II)
一確認書、内部統制報告書、四半期報告書一
B 5判 81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/>

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。

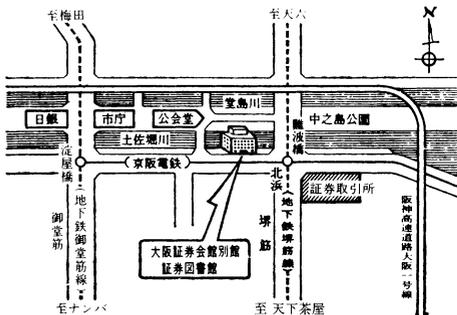
所在地 大阪市中央区北浜2-1-5 大阪証券会館別館5階
TEL (06) 6201-0062

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。

証研レポート第一六四九号
二〇〇八年八月十一日発行

(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

2008年 8 月号

発行所

財団法人 **日本証券経済研究所**
大阪研究所

〒541-0041 大阪市中央区北浜 2-1-5 大阪証券会館別館

電話 (06) 6201 0061 (代表) Fax (06) 6204 1048

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

定価400円(本体381円)